



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪710号

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“内蒙古蒙电华能热电股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月二十六日

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2018）

债券名称	内蒙古蒙电华能热电股份有限公司 公开发行可转换公司债券		
债券简称 及代码	蒙电转债 110041.SH		
发行规模	18.7522 亿元		
存续期限	2017/12/22-2023/12/21		
上次评级时间	2017/07/12		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定

概况数据

内蒙华电	2015	2016	2017	2018.03
所有者权益（亿元）	137.09	149.15	137.58	138.05
总资产（亿元）	382.15	443.69	430.94	424.04
总债务（亿元）	199.58	238.33	242.18	237.92
营业总收入（亿元）	108.29	97.62	117.83	27.66
营业毛利率（%）	19.28	16.44	17.49	17.13
EBITDA（亿元）	44.48	39.85	45.60	-
所有者权益收益率（%）	8.90	4.34	5.79	0.39
资产负债率（%）	64.13	66.38	68.07	67.45
总债务/EBITDA（X）	4.49	5.98	5.31	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.00	3.73	4.32	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2018 年第一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

周迪 dzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 26 日

基本观点

2017 年，内蒙古蒙电华能热电股份有限公司（以下简称“内蒙华电”或“公司”）经营情况良好，营业收入及利润规模保持较好增长。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了内蒙华电股东支持力度很强、装机规模优势突出、盈利能力提升、融资渠道畅通等正面因素对公司业务发展及信用质量的有力支持。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到煤炭价格波动、公司热力业务亏损等负面因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持内蒙古蒙电华能热电股份有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“内蒙古蒙电华能热电股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AAA。

正 面

- 突出的装机规模优势。近年来公司通过新建和收购实现了装机规模的增长，截至 2018 年 3 月末，公司可控发电装机容量达 1,100.60 万千瓦，公司装机规模优势十分突出，在内蒙古区域有很强的竞争实力。
- 盈利能力提升。得益于公司电力业务的稳定发展，2017 年公司实现营业收入 117.83 亿元，同比上涨 20.70%；同期，公司营业毛利率为 17.49%，同比提升 1.04 个百分点；实现净利润 7.97 亿元，同比增长 23.21%。
- 融资渠道畅通。公司作为 A 股上市公司，具有很强的直接融资能力。此外，截至 2018 年 3 月末，公司获得各家银行授信额度共计 331.29 亿元人民币，未使用的银行授信额度 152.91 亿元，备用流动性充足。

关 注

- 煤炭价格波动。2017 年煤炭价格高企，公司发电资产中燃煤发电机组占比较高，煤炭价格的

波动对公司火电业务经营成本具有一定影响。

- 热力业务持续亏损。由于热力产品价格受到政府严格管制，公司供热成本与价格处于倒挂的局面；2017 年，公司供热业务销售收入为 2.36 亿元，毛利率为-20.62%，供热业务处于持续亏损状态。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本期评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

本期债券发行日和起息日均为2017年12月22日，于2018年1月9日上市，到期日为2023年12月21日。本期债券发行规模为18.7522亿元，募集资金将全部用于收购控股股东北方电力所持有的龙源风电81.25%的股权。截至2018年3月末，以上募集资金已全部使用，公司就本期债券募集资金的使用与计划一致。

行业关注

2017年全国用电增速同比提高，服务业用电量持续增长；全国发电装机结构进一步优化，新增非化石能源发电装机容量创历年新高，煤电装机增速放缓；发电量持续快速增长，弃风弃光问题明显改善，风电和光伏发电设备利用小时数同比提高

电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关，全社会用电量增速一直被视作经济形势的晴雨表。2017年，全国全社会用电量6.3万亿千瓦时，全社会用电量同比增长6.6%，增速同比提高1.6个百分点，人均用电量4,538千瓦时，人均生活用电量625千瓦时。

从电力消费结构来看，全国电力消费结构持续优化，2017年我国一、二、三产及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为1.8%、70.4%、14.0%和13.8%¹；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重继续分别同比提高0.5和0.2个百分点，受四大高耗能行业用电占比下拉的影响第二产业比重同比降低0.7个百分点。

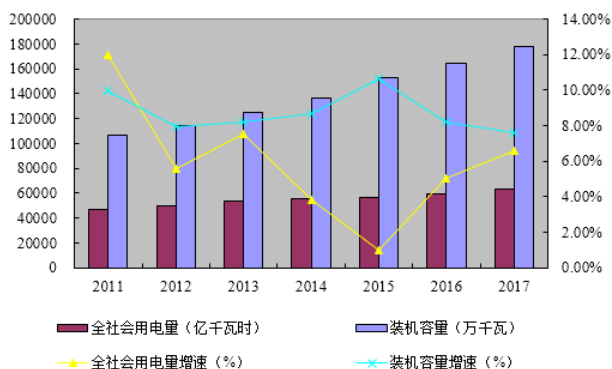
细分来看，2017年，我国第二产业及其制造业用电同比分别增长5.5%和5.8%，增速为2014年以来的最高水平。其中，国家创新发展持续发力，战略性新兴产业、高技术产业、装备制造业等新兴产业快速发展，装备制造业和高技术产业用电量持续快速增长，具有代表性的通用及专用设备制造业、交通运输/电气/电子设备制造业、医药制造业用电量分别增长10.3%、10.3%和8.2%，增速均同比提

高；传统产业中的四大高耗能行业用电增长4.0%，增速逐季回落。第三产业用电同比增长10.7%，继续保持较快的增长速度。其中，随着部分省份大数据综合试验区的逐步建成和投运，信息业用电量高速增长，当期同比增长14.6%；而交通运输/仓储和邮政业用电量同比增长13.3%，主要为电动汽车在城市公共交通领域快速推广、电气化铁路运输快速增长以及电商零售业等新业态的高速增长等因素所致。随着电能替代在居民生活领域加快推进，城乡居民生活用电继续保持快速提升，当期增长7.8%。

虽然近年来我国用电需求增速有所放缓，但发电设备装机容量仍保持较快增速，发电装机结构清洁化趋势明显。截至2017年末，全国全口径发电装机容量17.8亿千瓦、同比增长7.6%；其中，非化石能源发电装机容量6.9亿千瓦，占总发电装机容量的比重为38.7%，同比提高2.1个百分点。全国新增发电装机容量13,372万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机8,988万千瓦，均创历年新高；同时，新增并网风电和光伏呈现出向东、中部地区转移趋势。具体来看，全年新增水电装机1,287万千瓦；新增并网风电装机1,952万千瓦，其中，东、中部地区占58.9%，同比提高8.8个百分点；新增并网太阳能发电装机5,338万千瓦，同比增加2,167万千瓦，82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高19.6个百分点。新增煤电装机3,855万千瓦，同比减少142万千瓦。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到15%的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能2,000万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目1.5亿千瓦以上，到2020年全国煤电装机规模将力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%；非化石能源发电装机将达到7.7亿千瓦左右，占比约39%。未来非化石能源装机占比将持续提升。

¹ 数据参考中国电力企业联合会发布的《2017年全国电力工业统计快报一览表》。

图 1：2011 年以来我国电力消费与发电装机增长情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

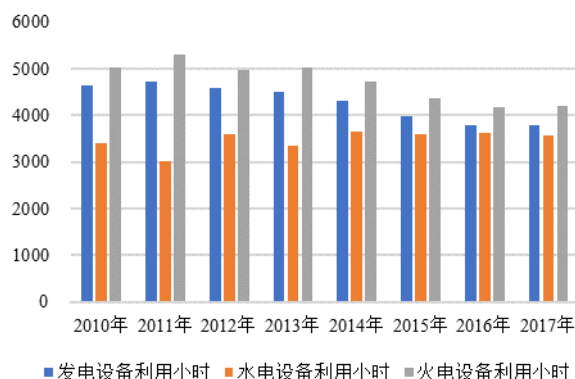
从发电量来看，2017 年全国全口径发电量 6.42 万亿千瓦时，同比增长 6.5%；其中，非化石能源发电量同比增长 10.0%，占总发电量比重为 30.4%，同比提高 1.0 个百分点。全口径并网太阳能发电、并网风电、核电发电量分别增长 75.4%、26.3%和 16.5%；全口径水电发电量增长 1.7%，增速同比回落 3.9 个百分点。全口径火电发电量同比增长 5.2%，增速同比提高 2.9 个百分点；其中，煤电发电量同比增长 4.8%，增速同比提高 3.6 个百分点，煤电发电量占总发电量比重为 64.5%，同比降低 1.0 个百分点。

从电设备利用小时数看，2017 年全国发电设备利用小时 3,786 小时，与上年大体持平。其中，受上年高基数等因素影响，水电设备利用小时 3,579 小时，同比降低 40 小时。受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国火电设备利用小时 4,209 小时，同比提高 23 小时，其中煤电设备利用小时 4,278 小时，同比略有提高。核电设备利用小时 7,108 小时，同比提高 48 小时。2017 年弃风、弃光问题明显改善，全国并网风电、太阳能发电设备利用小时分别为 1,948 小时和 1,204 小时，同比分别提高 203 小时和 74 小时，其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高 380 小时和 146 小时。

图 2：2010~2017 年全国 6,000 千瓦

及以上电力设备利用小时数

单位：小时



资料来源：中电联，中诚信证评整理

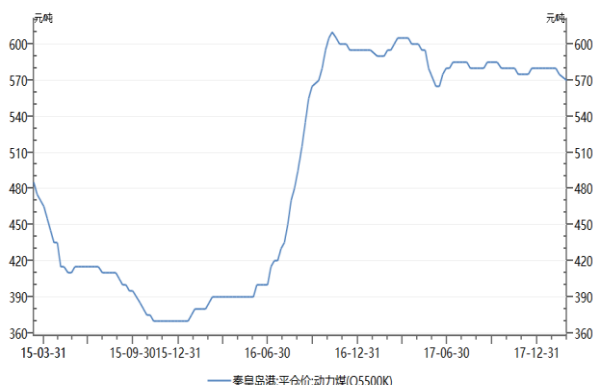
总体来看，由于当前国内经济增速放缓，国内电力供需形势显现为整体宽松，部分地区过剩，短期内全社会用电量还将继续维持低速增长态势；以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电企业将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；随着国家一系列促进新能源消纳政策发挥效力，弃风、弃光现象得到一定缓解，风电及太阳能发电利用效率有所提升。

2017 年全年煤炭价格高位运行，我国火电企业盈利呈现不同程度的下降；2017 年光伏电价及补贴双降以及电力市场改革对煤电企业盈利能力的影响值得关注

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50%左右，价格变动对火电行业成本影响较大。2017 年全年煤炭价格高企，截至 2017 年末，秦皇岛动力煤 5,500 大卡平仓价为 580 元/吨，同比下降 2.86%。此外，近年来随着我国火电技术水平提升，高参数、大容量、高效机组比例不断提高，供电煤耗持续下降。2017 年，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗由 2016 年的 312 克/千瓦时下降至 309 克/千瓦时。

图 3：2015 年 1 月~2017 年 12 月秦皇岛动力煤 Q5,500

平仓价走势图



数据来源：Wind 数据，中诚信证评整理

2013 年以来，国家连续四次下调燃煤发电上网电价，每次下调幅度大约在每千瓦时 3 分以内。2016 年末，国家发改委按照煤价变化周期测算电价调整水平不足以启动联动机制，经报批后，决定 2017 年 1 月 1 日暂不启动联动机制。2017 年全年煤价高企，全国火电企业呈现不同程度亏损，国家发改委下发《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，该通知规定自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项基金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难。

光伏电价方面，国家发展改革委《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》（发改价格[2013]1638 号）明确全国分三类资源区实行不同的光伏标杆上网电价政策。2016 年，国家发改委下发了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》（发改价格[2016]2729 号），自 2017 年 1 月 1 日起，一类至三类资源区新建光伏电站的标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.6 元、0.75 元、0.85 元，分别比 2016 年每千瓦时下调 0.15 元、0.13 元、0.13 元，并将根据成本变化情况每年调整一次。2017 年 12 月 19 日，国家发改委发布《关于 2018 年光伏发电项目价格政策的通知》（发改价格规[2017]2196 号），文中提出，降低 2018 年 1 月 1 日之后投运的光伏电站标杆上网电价，I 类、II 类、III 类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.55

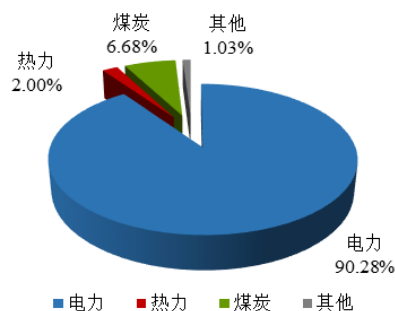
元、0.65 元、0.75 元（含税）。并自 2019 年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价。2018 年 1 月 1 日以后投运的、采用“自发自用、余量上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低 0.05 元，即补贴标准调整为每千瓦时 0.37 元（含税）。

总体来看，2017 年实体经济稳中向好，全国用电需求增速回升，清洁能源装机占比进一步提高；弃风弃电问题有所改善，风电及光伏发电设备利用小时数同比提高。2017 年全年煤价高企压缩了煤电企业的利润空间，同时，电力市场改革对电力企业盈利的影响值得关注。

业务运营

2017 年，公司发电量及上网电价双双提升，全年实现营业总收入 117.83 亿元，同比增加 20.70%。其中，电力业务是公司的主要收入来源，全年共实现业务收入 106.38 亿元，同比增加 23.42%。同期，公司全年实现净利润 7.97 亿元，同比增加 23.21%，盈利水平持续上升。

图 4：2017 年公司营业总收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年，公司完成对两家公司的股权转让和一家公司的股权受让，着力于发展风电等新能源发电项目。公司电力资产规模继续增长，仍主要以火电机组为主。

按照公司的发展战略，公司拟逐步压缩参股项目的投资，并着力于发展风电等新能源发电项目。2017 年 4 月 14 日，公司通过北京产权交易所公开挂牌方式完成了所持控股子公司内蒙古蒙华海勃湾发电有限责任公司 51% 的股权转让；2017 年 5

月 18 日，公司通过北京产权交易所公开挂牌方式完成了所持内蒙古京隆发电有限责任公司 25% 的股权转让；2017 年 12 月，公司通过公开发行可转换公司债券收购了控股股东北方电力所持龙源风电 81.25% 的股权，龙源风电成为公司全资控股公司。截至 2018 年 3 月末，公司可控发电装机容量和权益发电装机容量分别为 1,100.60 万千瓦和 1,066.62

万千瓦，较 2017 年初分别增长 9.12% 和 4.95%，主要是因为魏家峁电厂一期项目的投产扩大了装机规模。公司以火电机组为主，截至 2018 年 3 月末，公司火电机组装机规模和风电装机规模分别为 1,008 万千瓦和 92.60 万千瓦，分别占公司可控装机容量的 91.59% 和 8.41%。

表 1：截至 2018 年 3 月末公司已投运控股电厂情况

公司/发电厂	装机结构（台×万千瓦）	装机规模（万千瓦）	持股比例（%）
丰镇发电厂 3-4#	2×20	40	100
丰镇发电厂 5-6#	2×20	40	100
乌海发电	2×33	66	100
内蒙古丰泰发电有限公司	2×20	40	45
内蒙古京达发电有限责任公司	2×33	66	40
内蒙古聚达发电有限责任公司	2×60	120	100
蒙达发电有限公司	4×33	132	53
白云鄂博风电场	61*0.0810	4.941	100
北方龙源风力发电有限公司	12*0.0300, 16*0.0330, 43*0.0600, 4*0.0850, 12*0.0900, 80*0.1250 308*0.1500, 73*0.2000, 此外含 2.074 万千瓦光伏	77.76	100
内蒙古电网小计		586.70	-
乌力吉木仁风电场	33*0.1500	4.95	100
额尔格图风电场	30*0.1650	4.95	100
东北电网小计		9.9	-
内蒙古上都发电有限责任公司	4×60	240	51
内蒙古上都第二发电有限责任公司	2×66	132	51
北方魏家峁煤电有限责任公司	2×66	132	100
华北电网小计	-	504	-
合计	-	1,100.60	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着公司资产收购的完成和在建项目的投产，公司装机规模持续增长。

2017 年以来，随着在建电力项目的投产，公司火电装机容量、发电量和机组利用小时数均有所增长。

截至 2018 年 3 月末，公司火电机组装机规模为 1,008 万千瓦，较 2017 年初增长 10.04%，占公司可控装机容量的 91.59%。截至 2018 年 3 月末，公司 30 万千瓦及以上机组容量占火电总装机容量的 88.10%，60 万千瓦及以上机组容量占火电总装机容量的 61.90%，为公司主力发电机组。公司高参数、低耗能的高效发电机组占比较高，发电资产优

良。

从火电机组分布上看，丰镇电厂（4×20 万千瓦）是内蒙古西部电网联接华北电网的枢纽电站，承担着向内蒙古自治区和首都北京供电的任务，是“煤电转换，西电东送”战略的骨干电厂；京达发电厂（2×33 万千瓦）、聚达发电厂（2×60 万千瓦）和蒙达电厂（4×33 万千瓦）均隶属于达拉特电厂，通过蒙西电网联接华北电网，是内蒙古区域电力外送的重要电源点。上都电厂共计 372 万千瓦的火电机组直供华北电网，利用效率和电价均高于公司其他电厂，盈利能力很强。此外，魏家峁电厂一期两台 66 万千瓦机组先后于 2017 年 1 月和 3 月全部投产，该项目为公司首个煤电一体化项目，也是自治区首

个特高压外送电源项目。魏家峁电厂一期（2*66万千瓦）全部接入蒙西-天津南特高压交流输变电网，项目的建成投产提升了公司的发电及售电能力。

2017年，公司火电发电 457.10 亿千瓦时，同比增长 20.76%。其中，内蒙古蒙西地区和华北地区分别火电发电 201.53 亿千瓦时和 255.57 亿千瓦时，分别占比 44.09%和 55.91%。2018 年 1~3 月，公司火电机组发电 103.23 亿千瓦时。

机组利用小时数方面，2017 年，公司火电机组利用小时数为 4,521 小时，同比增加 9.42%，高于同期全国火电设备 4,209 小时的利用小时数。2018 年 1~3 月，公司火电机组利用小时数为 1,024 小时。

上网电价方面，2017 年 6 月 16 日，国家发改委印发《国家发展改革委关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，通知中称，“自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难。”，主要受上网电价上调的影响，2017 年和 2018 年一季度公司平均上网电价分别上涨至 0.277 元/千瓦时和 0.283 元/千瓦时。

供电耗煤方面，公司供电煤耗不断降低。2017 年和 2018 年一季度供电标准煤耗下降至 329.84 克/千瓦时和 324.67 克/千瓦时。

表2：近年来公司火电机组主要运营指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
发电量（亿千瓦时）	411.71	378.47	457.10	103.23
上网电量（亿千瓦时）	378.30	346.37	421.45	94.75
机组利用小时（小时）	4,495.00	4,131.80	4,521.00	1,024.00
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.311	0.270	0.277	0.283
供电标准煤耗（克/千瓦时）	337.73	333.41	329.84	324.67

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供热方面，近年来，在发电市场产能过剩的情况下，公司先后在各发电厂推行热电联产技术改造，供热量持续增长。截至2017年末，公司所属乌海发

电厂、丰镇发电厂、蒙达发电、丰泰公司和上都公司均实现了供热。2017年，公司售热量为985.00万吉焦，同比增长12.79%；同期，公司热力销售板块的营业收入和营业成本分别为2.36亿元和2.84亿元，分别同比增长4.36%和24.89%；2017年，该板块毛利率为-20.62%，同比减少19.82个百分点。供热业务亏损主要是由于热力产品价格受到政府严格管制，公司供热成本与价格一直处于倒挂的局面。

煤炭采购方面，主要由北方电力旗下的北方联合电力燃料公司（以下简称“燃料公司”）统一订货、统一定价，目前燃料公司煤炭采购主要从神华集团等大型煤炭生产商处采购。此外，公司全资控股公司北方魏家峁煤电有限责任公司（以下简称“魏家峁煤电公司”）属于煤电一体化项目，部分煤炭产能自产自销，燃煤成本相对较低。2017年公司煤炭采购量为2,880万吨，同比增长21.57%。同期，公司不含税标煤采购单价为320元/吨，同比上涨1.27%。2018年一季度公司煤炭采购量为569万吨，不含税标煤采购单价为351元/吨。

表3：近年来公司煤炭采购情况

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
采购量（万吨）	2,369	2,369	2,880	569
耗用量（万吨）	2,472	2,368	2,848	658
标煤采购单价（不含税，元/吨）	270	316	320	351

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司火电装机规模不断扩大，且大部分电厂为“点对网”电厂或“网对网”电厂，发电利用效率有保障，2017 年公司火电发电量保持较快增长，整体经营状况良好。但应关注电煤价格波动对公司盈利能力的影响。

2017 年，得益于龙源风电成为公司全资子公司，公司风电装机容量、发电量和机组利用小时数均保持增长趋势。

截至 2018 年 3 月末，公司风电装机规模为 92.60 万千瓦，较 2017 年初大幅增长 523.99%，占公司可控装机容量的 8.41%。2017 年 12 月，公司发行可转换公司债券，所募集的资金用于收购龙源风电 81.25%的股权，龙源风电成为公司全资子公司，进一步提升了公司清洁能源装机比例以及在清洁

能源发电市场中的竞争力。

发电量方面，2017年，公司风电发电17.73亿千瓦时，同比增长16.49%。其中，内蒙古蒙西地区和内蒙古蒙东地区分别实现风电发电16.41亿千瓦时和1.32亿千瓦时，分别占比92.55%和7.45%。2018年1~3月，公司风电机组发电5.24亿千瓦时。

表4：近年来公司风电运营情况

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
发电量（亿千瓦时）	1.74	15.22	17.73	5.24
上网电量（亿千瓦时）	1.70	14.67	17.36	5.14
机组利用小时数（小时）	1,173	1,644	1,914	566
蒙东网电价（不含税）（元/千瓦时）	0.457	0.466	0.463	0.454
蒙西网电价（不含税）（元/千瓦时）	0.436	0.430	0.388	0.402

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

机组利用小时数方面，2017年，公司风电机组利用小时数为1,914小时，同比增加16.42%。但由于2017年内蒙古地区弃风率达15%，弃风电量为95亿千瓦时，处于全国较高水平，因此公司年度风电机组发电设备利用小时数略低于全国平均水平。2018年1~3月，公司风电机组利用小时数为566小时。

上网电价方面，2017年公司风电机组蒙东网电价和蒙西网电价分别为0.463元/千瓦时和0.388元/千瓦时，分别同比减少0.64%和9.77%。蒙西网电价下降较快主要系当期该电网市场处于供大于求的局面。2018年1~3月，公司蒙东网电价和蒙西网电价分别为0.454元/千瓦时和0.402元/千瓦时。

总体来看，2017年公司完成风电资产收购，风电装机规模及占比提升，发电量增长较好。但受制于内蒙古区域的电力供需形势，风电“弃风限电”现象仍然存在，中诚信证评将持续关注“弃风限电”及电价变化可能对公司风电业务盈利能力带来的影响。

公司的主要煤炭资源为魏家峁煤矿，2017年，随着魏家峁煤电公司一期项目投产，形成煤电一体化，部分煤炭产能自产自用。

公司目前控制的煤炭资源主要为其在2012年收购的魏家峁煤矿，该煤矿的储量为9.77亿吨，可开采储量为6.86亿吨，煤为低变质长焰煤，属低硫、中高灰、中高挥发分、高熔点的优质动力煤。魏家峁煤矿一期的设计产能为600万吨/年，已于2013年达产。在此之前该煤矿的产煤主要用于对外销售，由于魏家峁电厂已于2017年3月正式投产，目前该煤矿所产煤主要用于魏家峁电厂一期项目。

随着魏家峁电厂一期项目的投产，公司部分煤炭自用，致使2017年度煤炭销量同比减少45.13%至293万吨。2018年一季度公司实现煤炭销量36万吨。近年来煤炭价格高企，2017年及2018年一季度煤炭销售价格分别为268.69元/吨和338.51元/吨。得益于煤炭价格大涨，公司2017年煤炭销售业务毛利率同比增加14.83个百分点至51.19%。

表5：近年来公司煤炭产销情况

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
销售量（万吨）	423	534	293	36
销售价格（元/吨）	113.36	164.96	268.69	338.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着魏家峁电厂一期的投产，公司部分煤炭产能自产自用；同时，得益于煤炭价格的大幅增长，公司煤炭业务盈利能力提升明显。

财务分析

以下财务分析基于经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年度财务报告以及公司提供的未经审计的2018年一季度财务报表，其中2017年审计报告将2016年数据进行追溯调整，2016年数据采用重述数。

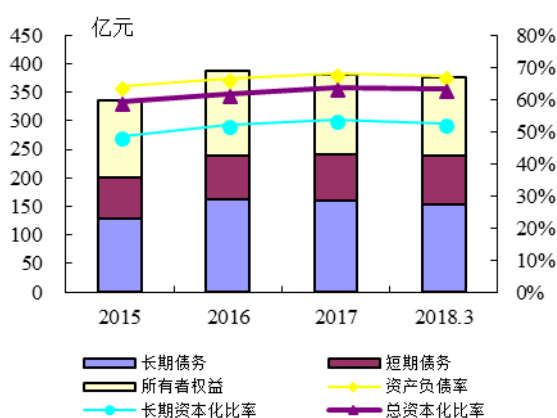
资本结构

截至2017年末，公司总资产为430.94亿元，同比小幅下降2.87%；公司负债总额为293.36亿元，较上年持平；同期，公司所有者权益小幅下降7.67%至137.58亿元，主要系公司在2017年12月完成了

对龙源风电 81.25%股权收购，对 2016 年数据进行追溯调整所致。截至 2018 年 3 月末，公司总资产、总负债及所有者权益分别为 424.04 亿元、286.00 亿元和 138.05 亿元。

财务杠杆比率方面，截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.07%和 63.77%，分别同比上涨 1.69 个百分点和 2.26 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率及总资本化比率分别为 67.45%和 63.28%。

图 5：2015-2018.3 公司资本结构



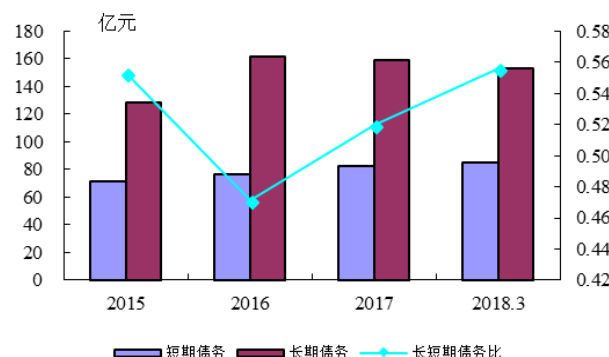
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主。截至 2017 年末，公司非流动资产为 399.55 亿元，同比下降 4.07%，占总资产的比重为 92.71%，主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，占非流动资产的比重分别为 70.47%、6.91%和 10.91%。其中，固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备等，金额为 281.55 亿元，同比增长 8.81%；在建工程主要为在建的火电项目，金额为 27.60 亿元，同比减少 56.13%，主要是因为魏家峁电厂一期项目投产，按暂估价值转固所致；无形资产主要为土地使用权和采矿权等，同比小幅增长 4.71%至 43.60 亿元。公司固定资产等非流动资产占总资产的比例较高，符合电力行业资本密集型的特点。截至 2017 年末，公司流动资产为 31.39 亿元，同比增长 28.36%，占总资产比重为 7.29%，主要由应收账款、货币资金和存货构成，占流动资产的比重分别为 50.04%、17.15%和 12.20%。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产、非流动资产和总资产分别为 30.11 亿元、393.93 亿元和 424.04 亿元。

从负债结构来看，公司非流动负债占比较高，截至 2017 年末，公司非流动负债为 161.20 亿元，同比减少 2.72%，占负债总额的比重为 54.95%，主要为长期借款和应付债券，占非流动负债的比重分别为 83.89%和 14.96%。其中，长期借款主要为信用借款，应付债券为非公开定向债务融资工具及中期票据等。截至 2017 年末，公司流动负债为 132.16 亿元，同比增长 2.57%，占负债总额的比重为 45.05%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和应付账款构成，占流动负债的比重分别为 33.63%、28.47%、19.46%和 13.48%。其中，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券，其他应付款主要为应付工程款和设备款。截至 2018 年 3 月末，公司流动负债、非流动负债和总负债分别为 131.30 亿元、154.69 亿元和 285.99 亿元。

从债务结构来看，截至 2017 年末，公司总债务为 242.18 亿元，同比增长 1.61%。其中，短期债务和长期债务分别为 82.82 亿元和 159.35 亿元，分别同比增长 8.52%和下降 1.64%。同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.52，较上年基本持平。截至 2018 年 3 月末，公司短期债务、长期债务、总债务和长短期债务比分别为 85.05 亿元、152.87 亿元、237.92 亿元和 0.56；公司债务以长期债务为主，有利于公司资金调配的稳定性，与公司电力项目投资需求较大、回收期较长的特点相匹配。

图 6：2015-2018 年 3 月末公司债务结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

整体上看，公司自有资本实力很强，财务杠杆比率处于适中水平，公司债务以长期债务为主，与公司业务性质相匹配。

盈利能力

得益于公司电力业务的稳定发展,2017 年公司营业收入为 117.83 亿元,同比上涨 20.70%;营业毛利率为 17.49%,同比提升 1.04 个百分点。2018 年一季度,公司营业收入为 27.66 亿元,毛利率为 17.13%。

分板块来看,公司营业收入主要来源于电力和煤炭业务,热力业务相对较小,2017 年电力和煤炭业务收入分别为 106.38 亿元(同比增长 23.42%)和 7.87 亿元(同比下降 10.57%),占营业收入的比

重分别为 90.28%和 6.68%。煤炭业务收入下降主要系去年魏家峁电厂一期项目投产,煤炭由全部对外销售变为部分自用所致。从毛利率来看,公司电力业务和煤炭业务的毛利率分别为 15.95%和 51.19%,分别同比上涨 1.05 个百分点和 14.83 个百分点。此外,公司热力业务处于持续亏损状态。2018 年一季度,公司电力业务、煤炭业务和热力业务的营业收入分别为 24.96 亿元、1.22 亿元和 1.23 亿元,相应的毛利率分别为 18.33%、48.06%和-34.73%。

表 6: 2015~2018.Q1 公司主要业务收入结构及毛利率情况

单位: 亿元、%

项目	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	101.43	22.43	86.19	14.90	106.38	15.95	24.96	18.33
煤炭	4.80	-38.67	8.80	36.36	7.87	51.19	1.22	48.06
热力	1.67	-8.20	2.26	-0.80	2.36	-20.62	1.23	-34.73

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从期间费用来看,2017 年,公司的三费合计为 10.00 亿元,同比增长 13.54%。公司期间费用主要系财务费用,当年财务费用增长 14.01%至 9.75 亿元,主要系债务规模增长使得利息支出增加所致。2017 年,公司三费收入占比为 8.49%,同比小幅下降 0.53 个百分点。2018 年一季度,公司三费合计为 2.67 亿元,三费收入占比为 9.64%。

表 7: 2015~2018.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元、%

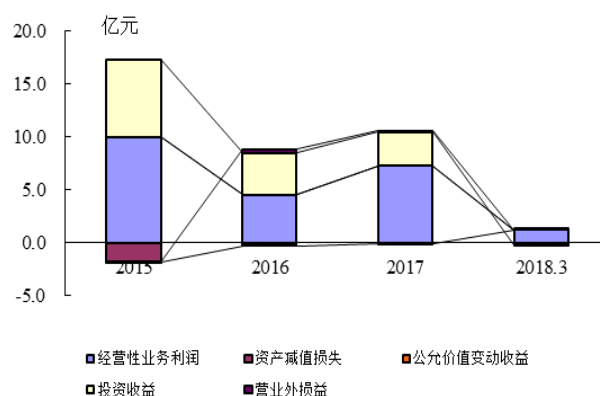
项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.29	0.26	0.25	0.06
财务费用	9.06	8.55	9.75	2.61
三费合计	9.36	8.81	10.00	2.67
营业收入	108.29	97.62	117.83	27.66
三费收入占比	8.64	9.02	8.49	9.64

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

2017 年公司实现利润总额 10.27 亿元,同比增长 19.35%。公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益,2017 年末,公司经营性业务利润和投资收益分别为 6.86 亿元和 3.22 亿元。其中,投资收益主要来源于处置长期股权投资产生的投资收益及可供出售金融资产等取得的投资收益,公司

长期股权投资主要为公司持有的内蒙古地区发电厂股权,投资收益具有一定的可持续性。2018 年一季度,公司利润总额、经营性业务利润及投资收益分别为 1.01 亿元、1.15 亿元及-0.23 亿元。

图 7: 2015-2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

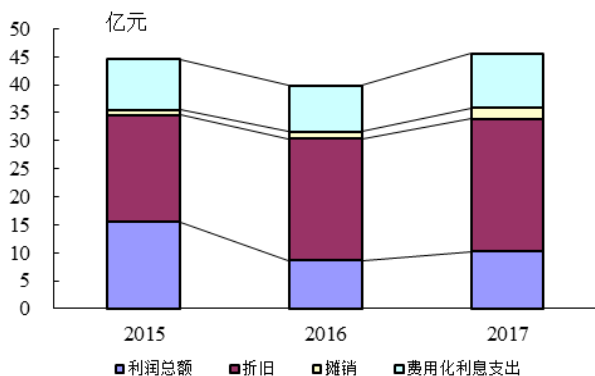
总的来看,2017 年,公司营业收入、毛利率和利润总额均呈上升趋势,整体盈利情况良好。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由折旧、利润总额和利息支出构成,2017 年,公司 EBITDA 为 45.60 亿元,同比增加 14.44%,主要系利润总额和利息支出增长所

致，当年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.31 倍和 4.32 倍，分别同比下降 0.67 倍和增加 0.59 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所提升，处于良好水平。

图 8：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从经营活动净现金流对债务本息的保障程度看，截至 2017 年末，公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.14 倍和 3.15 倍，同比增加 0.04 倍和 0.88 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所增加。

表 8：2015~2018 年 3 月末公司主要偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总资产（亿元）	382.15	443.69	430.94	424.04
总债务（亿元）	199.58	238.33	242.18	237.92
资产负债率（%）	64.13	66.38	68.07	67.45
总资本化比率（%）	59.28	61.51	63.77	63.28
经营活动净现金流（亿元）	29.97	24.21	33.23	4.15
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.10	0.14	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	2.69	2.26	3.15	-
EBITDA（亿元）	44.48	39.85	45.60	-
总债务/EBITDA（X）	4.49	5.98	5.31	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.00	3.73	4.32	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

注：2018 年第一季度公司经营活动净现金/总债务经过年化处理

公司融资渠道多元化，整体融资能力很强。作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通，可以通过增发、配售股票等方式进行股权融资。银行授信方面，截至 2018 年 3 月末，公司获得各家银行授信额度共计 331.29 亿元人民币，未使用的银行授信额度为 152.91 亿元，备用流动性充足。

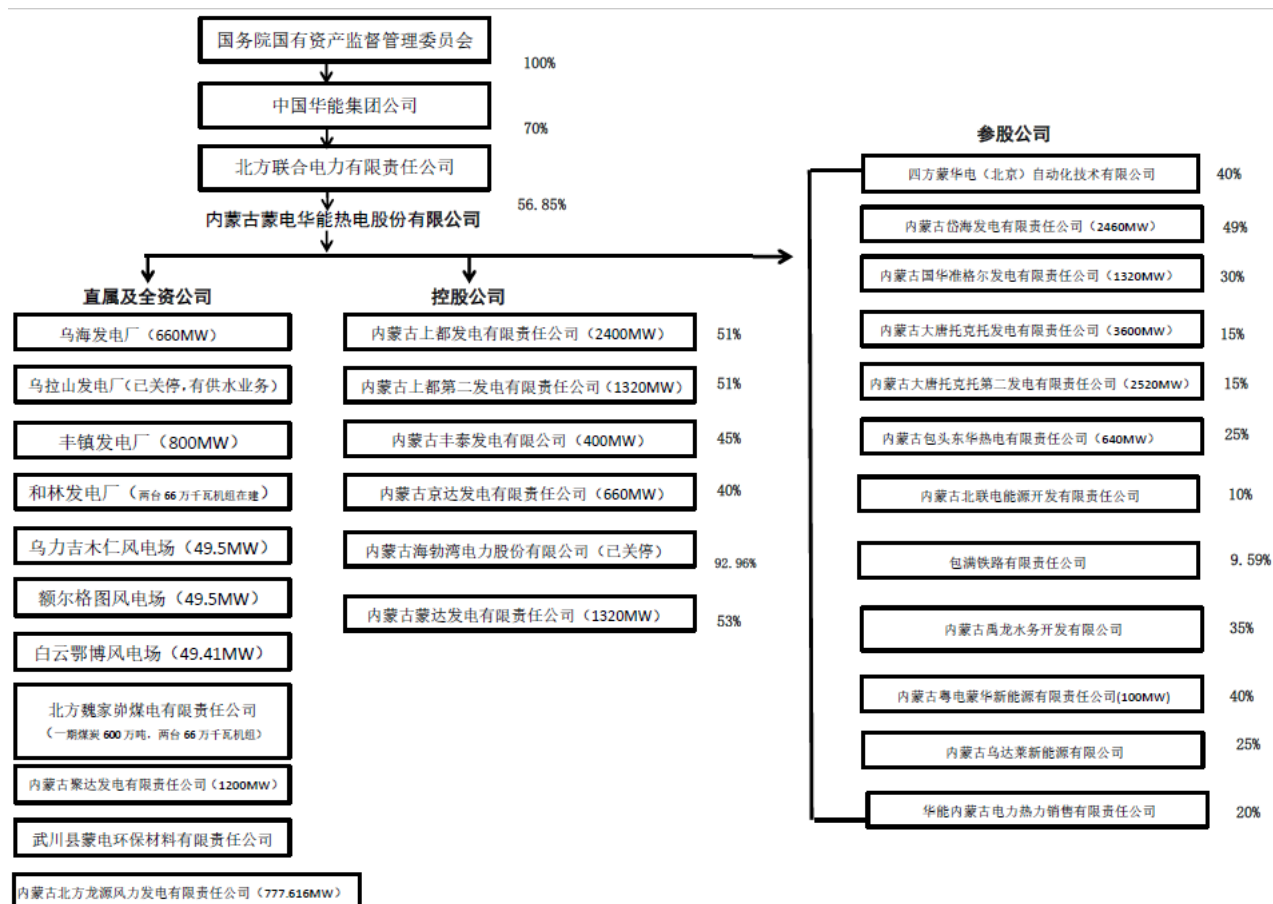
或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保、无重大法律诉讼事项。

整体而言，公司装机规模优势十分突出，股东支持力度很强，具有很强的业务竞争实力，同时财务表现良好，整体偿债能力极强。

结 论

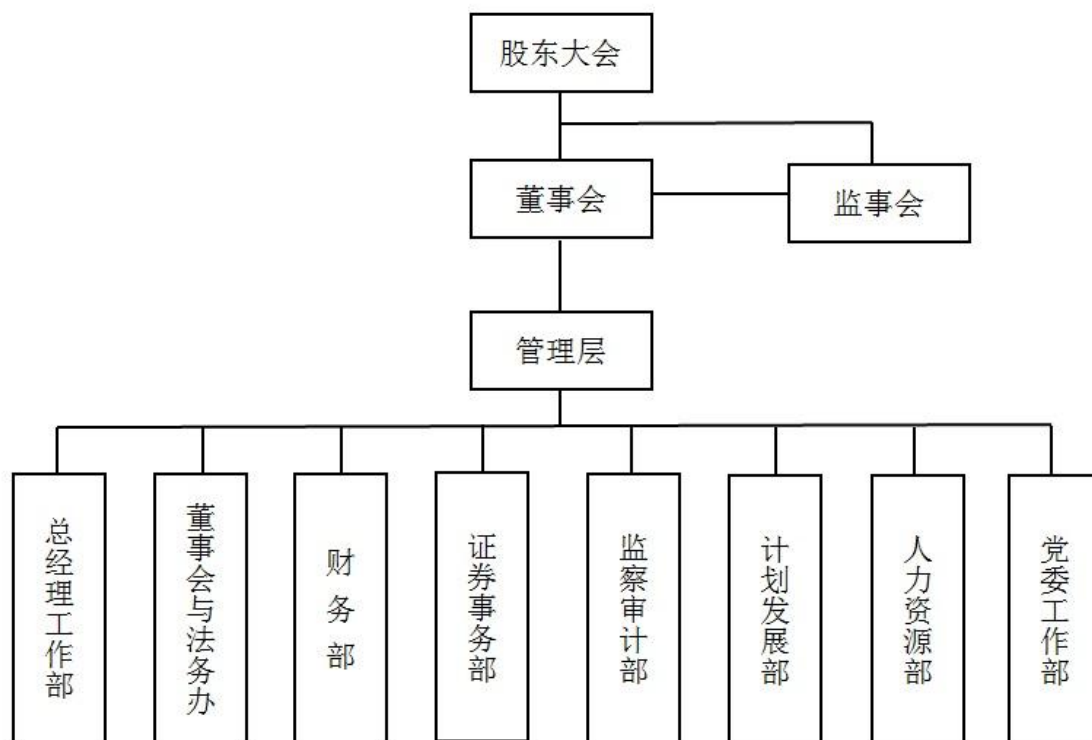
综上，中诚信证评维持内蒙古蒙电华能热电股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“内蒙古蒙电华能热电股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：内蒙古蒙电华能热电股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：内蒙古蒙电华能热电股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：内蒙古蒙电华能热电股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	8,835.28	19,422.01	53,837.14	28,402.04
应收账款净额	78,649.06	122,294.35	157,091.24	161,139.92
存货净额	34,513.76	39,471.98	38,308.60	42,166.27
流动资产	145,307.92	244,576.70	313,943.42	301,140.76
长期投资	331,603.77	289,293.55	256,071.83	250,350.07
固定资产合计	2,869,468.17	3,418,334.08	3,210,376.81	3,162,178.70
总资产	3,821,459.24	4,436,923.67	4,309,397.59	4,240,445.07
短期债务	710,608.82	763,189.82	828,247.77	850,478.00
长期债务	1,285,211.85	1,620,107.58	1,593,516.83	1,528,678.08
总债务（短期债务+长期债务）	1,995,820.67	2,383,297.40	2,421,764.60	2,379,156.07
总负债	2,450,603.16	2,945,419.67	2,933,579.13	2,859,970.71
所有者权益（含少数股东权益）	1,370,856.08	1,491,504.01	1,375,818.46	1,380,474.35
营业总收入	1,082,935.30	976,184.36	1,178,256.98	276,589.20
三费前利润	193,604.26	133,221.99	168,631.51	38,173.02
投资收益	73,374.48	39,766.92	32,158.15	-2,312.78
净利润	121,940.90	64,693.84	79,711.59	3,202.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	444,802.04	398,461.41	455,987.01	-
经营活动产生现金净流量	299,723.61	242,062.50	332,361.83	41,501.78
投资活动产生现金净流量	-105,628.81	-144,843.86	-267,016.48	-18,235.10
筹资活动产生现金净流量	-200,583.38	-99,534.51	-31,111.22	-49,067.90
现金及现金等价物净增加额	-6,488.39	-2,315.61	34,233.91	-25,801.36
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（%）	19.28	16.44	17.49	17.13
所有者权益收益率（%）	8.90	4.34	5.79	0.93
EBITDA/营业总收入（%）	41.07	40.82	38.70	-
速动比率（X）	0.10	0.16	0.21	0.20
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.10	0.14	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.42	0.32	0.40	0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	2.69	2.26	3.15	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.00	3.73	4.32	-
总债务/EBITDA（X）	4.49	5.98	5.31	-
资产负债率（%）	64.13	66.38	68.07	67.45
总资本化比率（%）	59.28	61.51	63.77	63.28
长期资本化比率（%）	48.39	52.07	53.67	52.55

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2.公司2018年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。