

# 辽宁能源投资（集团）有限责任公司

## 2017 年公开发行公司债券跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：刘翌晨 [ychliu@ccxi.com.cn](mailto:ychliu@ccxi.com.cn)

项目组成员：王琳博 [lbwang@ccxi.com.cn](mailto:lbwang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 23 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1221 号

## 辽宁能源投资（集团）有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“17 辽能 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

**评级观点：**中诚信国际维持辽宁能源投资（集团）有限责任公司（以下简称“辽宁能源”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“17 辽能 01”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际认为，2019 年以来公司继续享有较好的政策和区位优势，且金融资产变现能力较强，财务杠杆水平合理，未来投资压力较小。同时，中诚信国际关注到市场化交易及煤电价格变动情况、主要控股子公司资不抵债和自身盈利能力较弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

辽宁能源（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	148.92	140.50	143.12
所有者权益合计（亿元）	92.58	88.66	90.59
总负债（亿元）	56.34	51.84	52.53
总债务（亿元）	34.86	32.36	30.92
营业总收入（亿元）	11.88	10.96	8.70
净利润（亿元）	1.90	1.10	0.92
EBIT（亿元）	3.75	4.42	3.12
EBITDA（亿元）	6.01	6.82	5.11
经营活动净现金流（亿元）	-0.62	-0.40	-0.81
营业毛利率（%）	0.24	6.15	23.33
总资产收益率（%）	2.44	3.06	2.20
资产负债率（%）	37.84	36.90	36.70
总资本化比率（%）	27.35	26.74	25.45
总债务/EBITDA(X)	5.80	4.75	6.06
EBITDA 利息倍数(X)	3.47	3.93	2.94

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

### 正面

- **政策和区位优势。**公司实际控制人为辽宁省国资委，成立以来得到了政府在资源、政策等方面的支持。与此同时，公司作为大型省属能源投资公司，承担了大量的辽宁省内重点电力项目的投资建设工作，电力资产质量优良，规模效益明显，取得了较好的投资回报。
- **金融资产变现能力较强。**公司持有较多优质上市公司股份，截至 2019 年末，公司以公允价值计量的可供出售金融资产共计 38.15 亿元，同期末公司总债务为 30.92 亿元，股票资产变现能力较强，为公司到期债务的偿付提供了较好保障。
- **财务杠杆水平合理，未来投资压力较小。**近年来公司债务规

### 同行业比较

公司名称	权益装机容量 (万千瓦)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	净利润 (亿元)
辽宁能源	511.94	143.12	36.70	8.70	23.33	0.92
津能投资	188.40*	269.69	59.83	60.17	11.36	8.70

注：“津能投资”为“天津市津能投资有限公司”简称。津能投资装机容量为控股装机容量

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
17 辽能 01	AA+	AA+	15.00	14.00	2017/03/13~2022/03/13 (3+2)

注：本期债券附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。2020 年 3 月，公司已回售 1 亿元，本次跟踪债券余额为 14.00 亿元。

模持续下降，财务杠杆维持在较低水平，且目前公司已无在建电力项目，未来资金支出压力较小。

### 关注

- **市场化交易及煤电价格变动情况。**电力体制改革的不断深化推动公司市场化交易电量占比不断提升。同时，煤电上网电价市场化机制改革，且 2020 年暂不上浮，或将对未来煤电电价形成一定影响。中诚信国际将持续关注市场化交易情况以及电价调整政策对公司电力业务运营的影响。
- **主要控股子公司资不抵债。**截至 2019 年末，公司控股的沈阳经济技术开发区热电有限公司（以下简称“开发区热电”）资产负债率为 122.21%，已超过企业合理的负债水平，中诚信国际将持续关注其后续财务杠杆水平及经营改善情况。
- **自身盈利能力较弱。**公司自身经营性业务利润持续为负，利润主要依靠投资收益，2019 年公司净利润 0.92 亿元，投资收益 3.53 亿元，公司自身盈利能力较弱。

### 评级展望

- 中诚信国际认为，辽宁能源投资（集团）有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，新增或划入大规模优质电力资产，盈利大幅提升且具有可持续性。
- **可能触发评级下调因素。**盈利能力持续大幅下滑；资本支出压力、债务规模和杠杆水平快速大幅提升；参股企业出现较大亏损。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

本期债券募集资金 15.00 亿元，用于偿还公司债务和补充营运资金，截至 2019 年末，募集资金已使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，

从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

### 2019 年以来，火电装机增速有所回升，机组利用效率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；但煤炭价格的回落使得煤电企业经营压力有所缓解

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。2019 年，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，年末全口径火电新增装机 4,647 万千瓦，增速较上年同期增长 1.1 个百分点。预计未来用电负荷较高区域的火电装机将迎来小幅增长，但增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面，得益于用电需求增长和火电投资放缓等因素，2016 年以来全国火电平均利用小时数稳步回升。2019 年，受全社会用电量增速同比明显回落以及清洁能源消纳比重上升等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上火电设备平均利用小时同比下降 85 小时。2020 年一季度，受新冠疫情影响，全国用电增速为负，未来较大的经济下行压力和放缓的全社会用电增速或将进一步对全国火电整

体利用水平造成一定拖累。

上网电价方面，随着电力体制改革的推进，供过于求的供需形势导致部分开放程度较高地区形成恶性竞价，对火电企业盈利能力形成较大影响。随着行业内企业市场化竞价回归理性，加之 2017 年政策性附加基金的下调，2017 年以来火电平均上网电价整体呈上升态势。2020 年 1 月 1 日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整影响将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2016 年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了很大影响。针对煤价的过快上涨，国家发改委等部门通过释放部分安全产能以及牵头组织煤炭中长期合同签订等措施调节供需，稳定煤价，2019 年煤炭价格呈现震荡小幅下行态势。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间有限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成较好支撑，未来我国煤炭价格大幅下降的空间不大。

中诚信国际认为，未来火电装机仍将保持低速增长。受用电增速放缓、清洁能源替代以及煤电上网电价的市场化等因素影响，火电机组利用效率和平均上网电价仍将面临一定下行压力，但目前下降的煤炭价格使得煤电企业经营压力有所缓解。

### 2019 年以来，促消纳等政策落地使新能源机组利用效率持续改善，区域布局不断优化。政策调控和平价上网的加速推进导致短期内的风光装机增速分化，但平均上网电价整体将继续下降

受全国新能源建设计划<sup>1</sup>的影响，2019 年下半年

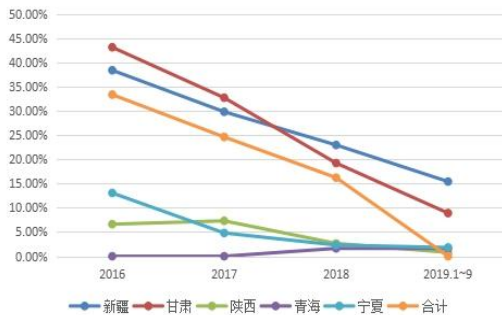
<sup>1</sup> 2019 年 5 月 21 日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，称对于 2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部机组完成

并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。

2020 年 3 月 5 日，国家能源局发布《2020 年风电项目建设方案》，称积极推进平价上网项目建设；并网容量、开工规模已超出规划目标的省份暂停 2020 年海上风电项目竞争性配置和核准工作。对照已公示的 2020 年底前可建成并网、2020 年底前可开工建设、2021 年底前可建成

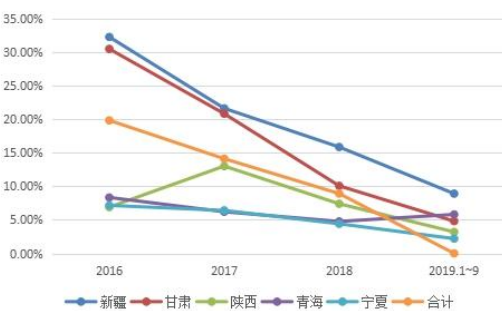
以来风电市场出现的大规模“抢装潮”将助推其装机规模进一步提升。同时，受平价政策、竞价政策出台晚和机组单位造价仍存在一定下降空间等因素影响，发电企业对光伏发电投资意愿不强，导致光伏新增装机增速继续下降。但考虑到未来技术的进一步成熟、2019年的低基数以及当年竞价及平价项目陆续于2020年投运，预计未来全国光伏装机增速将有所回升。

图 1：近年来我国西北五省弃风率情况（单位：%）



资料来源：国家能源局，中诚信国际整理

图 2：近年来我国西北五省弃光率情况（单位：%）



资料来源：国家能源局，中诚信国际整理

2019年以来，受用电需求增速下滑等因素影响，全国并网风电及光伏平均利用小时数有所波动。但得益于一系列促消纳政策的实施，全国各个地区弃风、弃光率均呈现不同程度下降趋势，其中国内资源富集的西北五省新能源电量消纳明显好转，但仍面临一定消纳压力。2020年一季度受新冠疫情影响，全国用电增速为负，将对国内风电及光伏机组利用效率进一步改善形成较大压力。

上网电价方面，近年来国家不断推进2020年风电及光伏发电侧平价上网，多次下调标杆上网电价，

并于推行竞争方式配置新建项目。同时，近年来电力市场化交易的逐步推进亦加速了风电及光伏上网电价的下降，交易电价显著低于标杆电价水平。整体看未来风电及光伏平均上网电价将继续呈下降趋势。

近年来，政府出台大量政策扶持海上风电的发展。在陆上风电上网标杆电价陆续下调的背景下，近海风电和潮间带风电项目标杆上网电价继续维持原批复电价，明确的装机规模目标及电价政策为海上风电的发展提供了有力支持。

中诚信国际认为，受政策影响，预计2020年风电及光伏装机规模均将提升，但上网电价将持续下降，逐步趋近平价上网。此外，新冠疫情以及经济下行压力等因素的叠加或将对全国风电及光伏发电效率的改善形成较大压力。

### 目前公司控股电厂较少，控股装机容量较小，电力资产以参股电厂为主

公司控股装机规模较小，截至2019年末稳定在71.57万千瓦，当期末新能源装机占比为37.40%。

作为辽宁省的省属能源投资公司，公司以参股电厂居多，包括绥中发电厂、元宝山发电厂、白音华发电厂、沈阳金山能源股份有限公司、华能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”）等。随着华能国际等装机规模扩大，2019年末公司火电权益装机容量略有增长。

目前公司电源结构同时涵盖火电、风电、光伏发电等，但仍以火电机组为主，除参股火电项目外，公司其他电力资产全部位于辽宁省内。

表1：近年来公司已投产参、控股电力装机情况

指标	2017	2018	2019
控股装机容量（万千瓦）	73.07	73.07	71.57
其中：火电	44.80	44.80	44.80
风电	24.83	24.83	24.83
光伏	3.44	3.44	1.94
权益装机容量（万千瓦）	580.04	542.88	543.69
其中：火电	548.29	511.13	511.94

并网的三类项目清单，合理把握节奏和时序，有序组织建设。

风电	27.79	27.79	27.79
光伏	3.96	3.96	3.96

注：公司控股的辽宁能港发电有限公司（以下简称“能港公司”）2台20万千瓦火电机组于2018年8月经营期届满，经各股东方同意于2019年1月进入清算阶段。公司本次追溯调整了部分业务数据，因此与之前披露有所差异，下同。

资料来源：公司提供

### 受能港公司停产影响，2019年公司火电收入大幅下降。与此同时，公司控股火电公司出现资不抵债，需对其后续经营情况保持关注

目前公司控股火电项目仅有沈阳经济技术开发区热电有限公司（以下简称“开发区热电”），近年来装机规模保持稳定。因开发区热电是以热定电的热电联产企业，受热负荷下降，政府批复的上网电量减少等因素影响，2019年开发区热电机组利用效率相对较低，发电量和上网电量较少，但近年来上网电价保持稳定。成本方面，2019年以来市场煤炭价格整体有所回落，为公司盈利提供一定空间，但因发电需求减少，煤炭采购量也同比下降。

表2：近年来开发区热电运营指标

指标	2017	2018	2019
装机容量（万千瓦）	4.80	4.80	4.80
发电量（亿千瓦时）	1.49	1.22	1.24
上网电量（亿千瓦时）	0.94	0.72	0.75
机组利用小时数（小时）	3,096	2,545	2,580
供电标煤耗（克/千瓦时）	253.63	204.47	204.98
平均上网电价（元/千瓦时）	0.35	0.35	0.35
标煤单价（元/吨）	827.50	884.75	804.15
煤炭采购量（万吨）	47.81	50.82	43.58

资料来源：公司提供

从财务状况来看，控股公司能港公司因连续多年资产负债率超过100%，于2018年8月经营期届满，根据股东协议及公司章程，经各股东方同意于2019年1月依法依规进入清算阶段，故2019年公司火电发电收入大幅减少。截至2019年末，开发区热电资产负债率为122.21%，较上年上升8.04个百分点，已超过企业合理的负债水平，未来开发区热电将通过大力拓展市场、提高设备效率、严格控制成本、推进混合所有制改革等措施努力实现扭亏增效，中诚

信国际将对其后续财务杠杆及经营状况予以持续关注。

### 受来风及光伏子公司划出影响，2019年公司风电与光伏发电量均有所减少

公司风电业务主要由子公司辽宁辽能风力发电有限公司（以下简称“辽能风电”）负责，截至2019年末，公司负责管理运营的参、控股风电厂共有9个，权益装机规模为27.79万千瓦，主要分布在风力资源较为丰富的辽西北地区。受来风影响，2019年公司风电机组利用小时数、发电量和上网电量均有所下降。上网电价方面，因参与市场化交易电量增加，受市场竞价影响2019年公司风电含税平均电价持续降低，2019年公司风力发电收入为2.35亿元，较上年减少0.24亿元。

表3：近年来公司风电机组运营指标

指标	2017	2018	2019
发电量（亿千瓦时）	5.06	5.52	5.13
上网电量（亿千瓦时）	4.90	5.32	4.93
机组利用小时数（小时）	2,039	2,224	2,065
含税平均电价（元/千瓦时）	0.595	0.581	0.544

资料来源：公司提供

公司为整合光伏发电资源，实现统一集中管理，成立了辽宁辽能阳光电力有限公司（以下简称“阳光电力”），作为集团公司的光伏产业平台，实施对现有光伏发电项目的生产、运行、维护管理。2019年阳光电力的子公司辽水光伏不再纳入合并范围<sup>2</sup>，故当年阳光电力发电量和上网电量均有所下降，平均上网电价虽有所回升，但总体来说公司光伏发电收入规模较小，2019年为0.24亿元，对盈利的贡献度有限。

截至2019年末，公司已无在建电力项目，投资压力较小。

表4：近年来公司光伏发电运营指标

指标	2017	2018	2019
发电量（万千瓦时）	1,586	5,142	3,024
上网电量（万千瓦时）	1,553	5,063	2,942
机组利用小时数（小时）	1,620	1,467	1,577

<sup>2</sup> 公司对于辽水光伏不具备完全控制权，故将其划出



平均上网电价（元/千瓦时）	1.000	0.900	0.907
---------------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

### 因开发区内企业产量下降，热负荷减少，公司2019年供热供汽量有所下降。此外，公司工程施工业务稳步运行

供热业务板块方面，公司供热业务主要由子公司开发区热电和辽能（抚顺）热电有限公司（以下简称“抚顺热电”）负责运营，其中开发区热电主要采用热电联产方式运营，在发电的同时还承担了供热供汽业务，并逐步转变为供热为主，发电为辅，销售产品主要为蒸汽、高温水、低温水。抚顺热电目前采用热水炉进行供热，主要为抚顺市东洲区居民供暖，2019年抚顺热电居民供暖面积为570万平方米，居民供暖单价为26元/平方米，非居民供暖单价为34元/平方米，当年实现供热收入1.03亿元，近年来保持稳定。

2019年因开发区内各工业企业的生产量下降，用汽量减少，对应的开发区热电的热负荷也随之降低，故当年对外供热供汽量均有所下降，导致2019年公司供热板块收入小幅下降。

表5：近年来开发区热电供热业务运营指标

指标	2017	2018	2019
对外供热量（万吉焦）	524.94	521.45	497.80
平均售热单价（元/吉焦）	57.46	56.50	56.89
售汽量（万吨）	128.71	124.91	71.67
平均售汽单价（元/吨）	195.60	218.52	204.28

资料来源：公司提供

与此同时，公司还有部分工程施工项目，工程施工主要包含两部分：一是太阳能工程施工；二是热电工程施工。其中太阳能工程施工主要为太阳能电站系统集成工程、无电地区独立电站工程和太阳能路灯建设等，热电工程施工主要为基础设施建设施工等，2019年实现收入1.62亿元。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年~2019年财务报告。公司财务报表均按照新

会计准则编制，所用数据均为期末数据。

## 盈利能力

### 跟踪期内公司营业总收入持续下降，亏损电厂的停产使得当期营业毛利率大幅提升，但公司自身盈利能力仍较弱，利润主要依靠投资收益

随着能港公司停产带来的上网电量下降和供热区用热需求的下降，公司发电及供热收入持续减少，加之2019年工程施工收入因工程量减少有所下滑，整体导致2019年公司营业总收入进一步降低。但受益于将设备老化的能港公司关停，以及当年煤炭价格回落，2019年公司发电业务毛利率由负转正，带动当年公司营业毛利率大幅提升。

表6：公司主要板块收入结构及毛利率情况（亿元）

收入	2017	2018	2019
发电	6.35	4.49	2.85
供热	4.12	4.06	3.86
工程施工	1.24	2.28	1.62
其他	0.17	0.13	0.37
<b>营业总收入</b>	<b>11.88</b>	<b>10.96</b>	<b>8.70</b>
毛利率	2017	2018	2019
发电	-9.71%	-0.40%	39.23%
供热	8.91%	3.45%	4.43%
工程施工	21.49%	23.17%	26.26%
其他	5.96%	19.11%	86.49%
<b>营业毛利率</b>	<b>0.24%</b>	<b>6.15%</b>	<b>23.33%</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司期间费用有所增长，且营业总收入持续下降，当期期间费用率较上年大幅增长，对公司利润造成一定侵蚀。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019年能港公司清算发生的相关成本计入管理费用，导致管理费用增幅较大，进而推动当年期间费用同比增长。

能港公司停产后公司不断减亏，经营性业务利润虽逐年上涨但仍为负，公司自身盈利能力较弱。投资收益为利润的重要补充，2019年得益于公司参股火电企业盈利能力的提升，公司按权益法核算的长期股权投资收益同比有所增长，但由于公司当期所出售的海通证券部分股权获得的投资收益仅1.82亿元，同比大幅下降，加之公司当期计提的应收款

项减值准备，整体导致公司利润总额同比大幅下降，公司所得税支出亦同比减少，进而使得公司净利润同比下降幅度相对较小。

受利润水平下降影响，2019年公司EBITDA及其相关盈利指标均同比有所下降。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019
期间费用合计	2.66	2.58	3.48
期间费用率(%)	22.42	23.58	40.03
经营性业务利润	-2.83	-1.89	-1.41
资产减值损失	0.40	0.37	0.37
投资收益	5.17	4.95	3.53
利润总额	2.02	2.68	1.38
净利润	1.90	1.10	0.92
EBITDA	6.01	6.82	5.11
EBITDA 利润率(%)	50.55	62.18	58.71
总资产收益率(%)	2.44	3.06	2.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

### 2019年公司资产规模稳定，债务规模不断下降，资本实力有所提升，财务杠杆保持较低水平

2019年末公司总资产规模小幅提升，仍以固定资产、可供出售金融资产和长期股权投资等非流动资产为主，资产结构符合行业特征。其中，固定资产因设备折旧逐年下降；可供出售金融资产主要为公司持有的华能国际、海通证券和金山股份的股票，根据股价情况而有所波动，变现能力较好；长期股权投资主要为对参股火电项目的投资，2019年末变化不大。同期末，公司流动资产中的货币资金保持一定规模，受限资金金额很少；由于与控股股东辽宁省能源产业控股集团有限责任公司的往来款增加，2019年末其他应收款增长40.15%；公司存货仍主要为未开发的土地；应收账款主要为应收电价补贴等。

**表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2017	2018	2019
货币资金	12.45	9.89	9.55
应收账款	2.30	2.96	3.31
其他应收款	2.75	9.38	13.15
存货	5.63	5.20	4.57
流动资产	25.71	29.45	32.15

固定资产	33.75	33.39	29.21
可供出售金融资产	51.47	41.59	42.15
长期股权投资	33.61	33.45	34.42
非流动资产	123.21	111.05	110.97
总资产	148.92	140.50	143.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司偿还部分借款，债务规模下降，且债务结构有所优化。此外，子公司吸收少数股东资本金投入，少数股东权益的增长带动公司2019年所有者权益有所回升，进而使得财务杠杆水平持续下降，并保持较低水平。

**表 9：近年来债务结构及资本实力情况（亿元、X、%）**

	2017	2018	2019
短期债务	11.93	11.10	12.70
长期债务	22.93	21.27	18.22
短期债务/长期债务	0.52	0.52	0.70
总债务	34.86	32.36	30.92
未分配利润	7.69	5.99	5.78
少数股东权益	0.71	2.95	4.10
所有者权益	92.58	88.66	90.59
总资本化比率	27.35	26.74	25.45

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 公司经营活动净现金流持续为负，各项偿债指标有所弱化，但较多优质金融资产变现能力强，公司偿债能力仍保持较好水平

因公司主要从事电力资产的投资与管理，控股电厂收入较少，公司近年来经营活动净现金流持续为负，相关偿债指标较弱；与此同时，受投资收益影响，2019年公司EBITDA有所减少，对债务本息的覆盖能力也相应减弱，但仍可覆盖利息支出。

但公司持有较多优质上市公司股份，截至2019年末，公司以公允价值计量的可供出售金融资产共计38.15亿元，可完全覆盖同期末总债务，股票资产变现能力较强，为公司到期债务的偿付提供了较好保障。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	-0.62	-0.40	-0.81
投资活动净现金流	3.49	4.02	1.23
筹资活动净现金流	3.22	-6.32	-0.47
经调整的经营净现金流/总债务	-10.71	-14.27	-13.03

经营活动净现金流/利息支出	-0.36	-0.23	-0.47
总债务/EBITDA	5.80	4.75	6.06
EBITDA 利息保障倍数	3.47	3.93	2.94

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司备用流动性充足，对外担保代偿风险较小

公司银企关系良好。截至2019年末，公司获得的银行授信总额度合计70.50亿元，其中未使用授信余额60.47亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至2019年末，公司所有权受到限制的资产账面价值为0.60亿元，主要为子公司将房屋建筑物、土地使用权等抵押给银行用于流动资金贷款。

或有负债方面，截至2019年末，公司对外担保余额合计4.15亿元，占期末净资产的比重为4.58%，担保对象主要为参股企业辽宁调兵山煤矸石发电有限责任公司和沈阳煤业（集团）有限责任公司等，均为国有企业，目前经营正常，代偿风险较小。

截至2019年末，公司无重大未决诉讼事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的资料，截至2020年2月11日，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

## 外部支持

### 公司作为辽宁省属能源投资企业，可得到辽宁省政府的一定支持

公司控股股东为辽宁省能源产业控股集团有限责任公司，注册资本200亿元，由辽宁省国资委全资控股，业务范围涵盖煤炭生产销售、发电、新能源的投资及管理。近年来，辽宁省能源产业控股集团与金融机构保持良好合作关系，银行授信额度充裕。

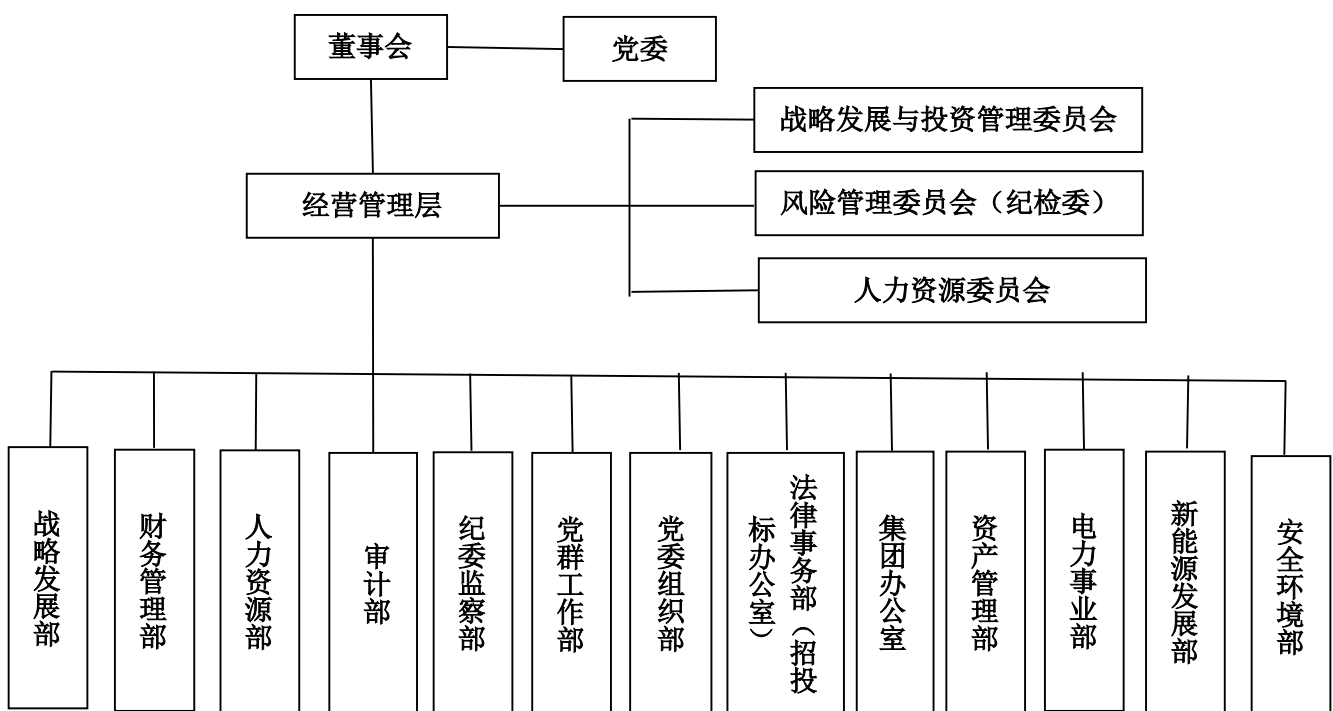
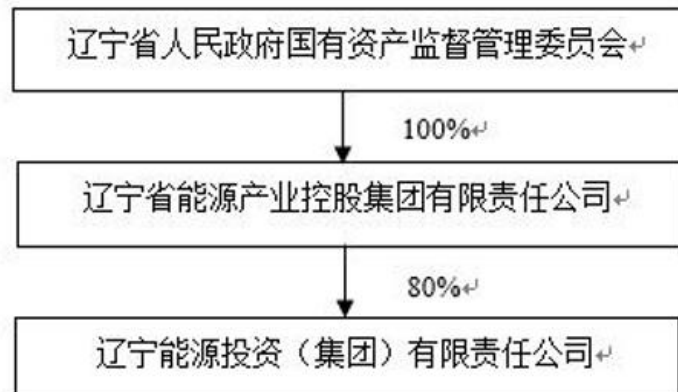
公司承担了大量的辽宁省内重点电力项目的投资建设工作，取得了较好的投资回报。公司作为大型省属能源投资类公司，参股电力资产质量优良，规模效益明显，未来或将进一步得到辽宁省政

府的大力支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持辽宁能源投资（集团）有限责任公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“17辽能01”的信用等级为 **AA+**。

## 附一：辽宁能源投资（集团）有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：辽宁能源投资（集团）有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	124,470.56	98,862.11	95,492.81
应收账款净额	23,021.24	29,558.20	33,134.87
其他应收款	27,511.44	93,833.75	131,504.96
存货净额	56,349.41	52,033.62	45,736.75
长期投资	850,950.66	750,395.30	766,710.48
固定资产	337,509.91	333,911.15	292,122.16
在建工程	23,342.79	8,535.84	13,951.90
无形资产	3,712.98	3,829.20	13,063.34
总资产	1,489,190.24	1,405,016.76	1,431,184.74
其他应付款	16,513.23	26,298.20	64,442.73
短期债务	119,293.00	110,984.00	127,031.00
长期债务	229,281.15	212,651.75	182,183.85
总债务	348,574.15	323,635.75	309,214.85
净债务	224,103.59	224,773.64	213,722.04
总负债	563,436.81	518,411.38	525,302.11
费用化利息支出	17,332.64	17,335.74	17,387.59
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	925,753.43	886,605.38	905,882.63
营业总收入	118,810.96	109,610.98	86,980.15
经营性业务利润	-28,279.33	-18,854.52	-14,108.37
投资收益	51,680.62	49,523.01	35,259.89
净利润	19,030.60	11,049.10	9,225.09
EBIT	37,533.52	44,176.88	31,202.69
EBITDA	60,064.21	68,159.83	51,062.54
经营活动产生现金净流量	-6,247.49	-3,981.89	-8,142.20
投资活动产生现金净流量	34,947.42	40,188.90	12,253.15
筹资活动产生现金净流量	32,170.75	-63,222.26	-4,719.75
资本支出	19,738.58	4,484.68	8,637.23
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	0.24	6.15	23.33
期间费用率(%)	22.42	23.58	40.03
EBITDA 利润率(%)	50.55	62.18	58.71
总资产收益率(%)	2.44	3.06	2.20
净资产收益率(%)	1.93	1.22	1.03
流动比率(X)	1.10	1.31	1.22
速动比率(X)	0.86	1.08	1.04
存货周转率(X)	2.35	1.90	1.36
应收账款周转率(X)	5.78	4.13	2.88
资产负债率(%)	37.84	36.90	36.70
总资本化比率(%)	27.35	26.74	25.45
短期债务/总债务(%)	34.22	34.29	41.08
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.02	-0.01	-0.03
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.05	-0.04	-0.06
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.36	-0.23	-0.47
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-10.71	-14.27	-13.03
总债务/EBITDA(X)	5.80	4.75	6.06
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.61	0.40
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.47	3.93	2.94
EBIT 利息保障倍数(X)	2.17	2.55	1.79

注：。中诚信国际根据公司 2017 年~2019 年审计报告整理；财务数据均为财务报告期末数。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。