

# 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（2021）

---

项目负责人：李雪玮 [xwli@ccxi.com.cn](mailto:xwli@ccxi.com.cn)

项目组成员：杨思艺 [syyang@ccxi.com.cn](mailto:syyang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 28 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1621 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

二零二一年六月二十八日

**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”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际认为，2020 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对其整体信用水平的支撑情况。同时，中诚信国际关注到自持资产盈利能力弱，煤炭价格波动加剧经营压力、主要控股子公司资产负债率极高、存在一定资金支出压力、债务结构有待改善、关联方往来收回情况、持续出售所持优质股权等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

### 概况数据

辽宁能源（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	140.50	143.12	137.76
所有者权益合计（亿元）	88.66	90.59	87.56
总负债（亿元）	51.84	52.53	50.20
总债务（亿元）	32.36	30.92	33.21
营业总收入（亿元）	10.96	8.70	8.04
净利润（亿元）	1.10	0.92	3.83
EBIT（亿元）	4.42	3.12	6.71
EBITDA（亿元）	6.82	5.11	8.73
经营活动净现金流（亿元）	-0.40	-0.81	1.37
营业毛利率（%）	6.15	23.33	21.06
总资产收益率（%）	3.06	2.20	4.78
资产负债率（%）	36.90	36.70	36.44
总资本化比率（%）	26.74	25.45	27.50
总债务/EBITDA(X)	4.75	6.06	3.80
EBITDA 利息倍数(X)	3.93	2.94	5.34

注：中诚信国际根据 2018~2020 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 2020 年末，公司以公允价值计量的可供出售金融资产共计 34.94 亿元，同期末总债务为 33.21 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。

### 关注

■ **自持资产盈利能力弱，煤炭价格波动加剧经营压力。**公司经营业务利润持续为负，自持资产盈利能力弱，利润主要依靠投资收益，2020 年投资收益 7.49 亿元。且煤炭价格波动对公司

### 同行业比较

2020 年末部分电力企业主要指标对比表						
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	235.62	137.76	36.44	8.04	21.06	3.83
广投能源	465.80	241.86	51.79	76.62	8.01	9.42

注：“广投能源”为“广西广投能源集团有限公司”简称。

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	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
17 辽能 01	AA+	AA+	2020/06/23	15.00	14.00	2017/03/13~2022/03/13 (3+2)	附有第 3 年末利率选择权及回售选择权

注：截至 2020 年 12 月 31 日，公司共回售 1 亿元。

煤电机组盈利情况影响较大。2021 年以来，快速回升的煤价或将对公司盈利情况造成一定负面影响。

■ **主要控股子公司资产负债率极高。**截至 2020 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 127.61%，已超过企业合理的杠杆水平，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。

■ **存在一定资金支出压力，债务结构有待改善，需关注省内融资环境的修复情况。**公司在未来 2~3 年内预计新建三个电力项目，资金来源主要以债务融资为主，未来债务规模可能增加，且目前短期债务占比高，债务结构有待改善。但目前省内融资环境尚未完全修复，需关注其对公司债务融资的影响。

■ **关联方往来收回情况有待关注。**公司其他应收款中与关联方的往来款规模很大；同时，截至 2020 年末账龄 5 年以上的其他应收款占比为 55.05%，按账龄分析法计提的坏账准备为 5.32 亿元，中诚信国际将对其回收情况保持关注。

■ **持续出售所持优质股权。**跟踪期内，公司陆续处置所持优质股权以回笼现金，中诚信国际将持续关注公司可供出售金融资产出售情况对自身流动性的影响。

### 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。**持续出售所持优质股权；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，流动性面临较大压力等。

## 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 2020 年 12 月 31 日，募集资金已按募集用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策

边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年初，新冠肺炎疫情对我国经济带来较大冲击，但随着复工、复产等的持续推进，我国经济稳步复苏，全国全社会用电量增速逐季回升，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内国内全社会用电量仍将保持低速增长**

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过 2008 年四万亿的投资拉动到达 2010 年高点后开始波动下行，并于 2015 年降至近年冰点。进入 2016 年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。其中，2020 年新冠肺炎疫情导致我国一季度及上半年的全社会用电量增速均为负值，但随着复工复产、复商复市的持续推进，全国经济稳步复苏，新冠肺炎疫情对用电需求的影响逐渐得到缓解，加之农网改造和脱贫攻坚等举措的持续推进，共同带动我国全年全社会用电量同比增长 3.1%。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2020 年的 68.18%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2020年初，新冠肺炎疫情虽对我国经济以及全社会用电量带来较大冲击，但其随着复工复产等的持续推进已呈稳步复苏态势，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内国内全社会用电量仍将保持低速增长。

**2020 年以来，火电装机增速继续保持较低水平，机组利用效率受新冠疫情及清洁能源消纳比重上升等因素影响持续下降，叠加目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力**

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。未来在国家节能减排、控煤电<sup>1</sup>等大背景下，火电投资主要集中于大型煤电一体化、特高压外送以及淘汰落后产能后的同规模置换项目，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

<sup>1</sup> 国家十三五规划要求火电装机容量控制在 11 亿千瓦以内；同时根据 2023 年煤电规划建设风险预警，从资源约束和项目建设经济性角度来看，全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

机组利用效率方面，2019年以来，受用电需求增速下滑、清洁能源挤压、新冠疫情冲击以及水电由于来水偏丰而引起的持续出力等因素影响，全国火电设备平均利用小时数持续下降。其中，水资源丰富的西南地区的火电运营形势严峻，在煤炭价格回落的情况下，较低的利用小时数仍使得该区域火电持续亏损。未来短期内仍有较大规模清洁能源集中投产，在用电需求低速增长的情况下，全国火电设备平均利用小时仍面临较大的下行压力。

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及电改等因素影响仍将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2020年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，使得1~6月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。

**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，加之目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力。

### 公司电力装机容量较为稳定，电力资产以参股电厂为主

作为辽宁省的省属能源投资公司，公司电源结

构涵盖火电、风电、光伏发电等，目前控股新能源机组占比为37.40%。除参股火电项目外，公司其他电力资产全部位于辽宁省内。

跟踪期内，公司控股装机规模维持稳定；参股电厂方面，公司参股机组装机容量较大，包括绥中发电厂、元宝山发电厂、白音华发电厂等，装机容量亦保持稳定，截至2020年末仍为235.62万千瓦。

**表1：近年来公司已投产参、控股电力装机情况**

指标	2018	2019	2020	2021.3
控股装机容量（万千瓦）	73.07	71.57	71.57	71.57
其中：火电	44.80	44.80	44.80	44.80
风电	24.83	24.83	24.83	24.83
光伏	3.44	1.94	1.94	1.94

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。

资料来源：公司提供

### 2020年，公司控股火电公司资产负债率仍处极高水平，且煤炭价格高位运行使得火电机组持续亏损，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开发区热电。因开发区热电是以热定电的热电联产企业，随热负荷上升，2020年其机组利用效率有所提高，发电量和上网电量均有一定幅度增加，但2020年平均上网电价有所下降。2021年一季度，受益于疫情带来的负面影响减弱，公司火电机组各项指标有所提升。

公司煤炭采购采取货到付款的结算方式，跟踪期内公司煤炭供应商集中度有所提升，但仍较为分散。同期，受机组出力提升影响，公司煤炭采购规模小幅增加；但受长协价格较高影响公司标煤采购单价小幅上升且高于市场平均水平，导致公司热电机组持续亏损，中诚信国际将关注煤炭价格上涨对公司的影响。

**表2：近年来开发区热电运营指标**

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
装机容量（万千瓦）	4.80	4.80	4.80	4.80
发电量（亿千瓦时）	1.22	1.24	1.31	0.50
上网电量（亿千瓦时）	0.72	0.75	0.81	0.29
机组利用小时数（小时）	2,545	2,580	2,736	1,037

供电标煤耗（克/千瓦时）	204.47	204.98	205.70	206.88
平均上网电价（元/千瓦时）	0.35	0.35	0.33	0.35
标煤单价（元/吨）	884.75	852.02	862.11	908.32
煤炭采购量（万吨）	50.82	43.58	46.33	15.53

资料来源：公司提供

值得注意的是，截至2020年末，开发区热电资产负债率为127.61%，较上年继续上升5.40个百分点，已严重超过企业合理的杠杆水平；同时，2020年开发区热电营业总收入及净利润分别为3.26亿元和-0.76亿元，呈亏损态势。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，中诚信国际将对其扭亏措施的进展、后续财务杠杆及经营状况予以持续关注。

### 2020年，受来风情况影响，公司风力发电量有所减少，光伏运营相对稳定

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2021年3月末，公司负责管理运营的风电机组合计权益装机规模为27.79万千瓦，主要分布在风力资源较为丰富的辽西北地区。2020年公司风电含税平均电价较为稳定，但受来风减弱影响，当期机组利用小时数、发电量和上网电量均有所下降，导致风力发电收入有所下降。2021年一季度，公司风电机组运营情况同比变化不大。

**表3：近年来公司风电机组运营指标**

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
发电量（亿千瓦时）	5.52	5.13	4.80	1.22
上网电量（亿千瓦时）	5.32	4.93	4.60	1.17
机组利用小时数（小时）	2,224	2,065	1,932	493
含税平均电价（元/千瓦时）	0.581	0.544	0.544	0.594

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。跟踪期内阳光电力机组运营情况相对稳定。

**表4：近年来公司光伏发电运营指标**

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
发电量（万千瓦时）	5,142	3,024	3,063	735
上网电量（万千瓦时）	5,063	2,942	2,975	712
机组利用小时数（小时）	1,467	1,577	1,578	379
平均上网电价（元/千瓦时）	0.900	0.907	0.909	0.910

资料来源：公司提供

### 公司参股企业资产优质，每年可贡献一定投资收益及现金分红

公司参股大量优质电力及金融资产。2020年，公司权益法核算的长期股权投资确认收益为1.14亿元，可供出售金融资产等确认投资收益为0.63亿元，同比较为稳定，且均为现金分红。

**表5：2020年公司参股电力资产情况（%、亿元）**

参股资产	持股比例	投资收益	现金分红金额
绥中发电有限责任公司	35.00	0.11	0.24
白音华金山发电有限公司	30.00	0.11	0.05
元宝山发电有限责任公司	20.00	0.02	--
元通发电有限责任公司	3.44	--	--
华能国际电力股份有限公司	1.81	0.38	0.38
沈阳金山能源股份有限公司	19.83	0.03	0.03
阜新巨龙湖风力发电有限公司	40.00	0.25	0.69
大连东方风力发电有限公司	40.00	-0.0004	0.01
法库东方风力发电有限公司	40.00	0.003	0.003
朝阳辽能兴顺风力发电有限公司	55.00	0.001	--
辽宁荟源光伏有限公司	49.00	0.04	--
辽宁日拓新能科技发展有限公司	19.00	0.01	--
铁岭辽水光伏发电有限责任公司	51.00	0.02	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>0.97</b>	<b>1.40</b>

资料来源：公司提供

### 2020年，公司供热供汽量有所增加；此外，公司工程施工板块因承揽施工项目减少导致收入下降较多

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，2020年抚顺热电居民供暖面积为345.72万平方米；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，同比维持

稳定。同期，受下游用热需求变化影响，开发区热电对外供热、供汽量均有所上升。价格方面，受长协价格波动影响，开发区热电售热单价及售汽单价均小幅下降。

**表6：近年来开发区热电供热业务运营指标**

指标	2018	2019	2020	2021.1-3
对外供热量（万吉焦）	521.45	497.80	506.76	210.16
平均售热单价（元/吉焦）	56.50	56.89	55.39	56.82
售汽量（万吨）	124.91	71.67	79.03	28.26
平均售汽单价（元/吨）	218.52	204.28	202.32	201.29

资料来源：公司提供

与此同时，公司还有部分工程施工项目，分别为太阳能工程施工和热电工程施工。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

**表7：截至2021年3月末公司在建、拟建电力项目概况（万元）**

项目	总投资	已投资	未来投资			资金来源
			2021.4-12	2022	2023	
朝阳义成功风电场项目	37,900	2,400	35,500	0	0	20%自有，80%贷款
南票新能源项目	223,000	5,800	74,300	142,900	0	20%自有，80%贷款
康平300MW风电项目	209,000	270	50,000	159,000	0	20%自有，80%贷款
<b>合计</b>	<b>469,900</b>	<b>8,470</b>	<b>159,800</b>	<b>301,900</b>	<b>0</b>	--

资料来源：公司提供

## 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2018年~2020年财务报告，所用数据均为财务报表期末数据。

**跟踪期内，公司自持资产盈利性弱，但对金融资产的处置使得当期投资收益及利润总额同比大幅增加；中诚信国际将持续关注公司自身经营的改善及金融资产处置的可持续性情况**

2020年，受风电上网量下降及工程施工板块业务量下滑影响，公司营业总收入有所降低。同时，煤炭采购单价上升，且在固定资产折旧的情况下风电机组利用效率下降，使得发电业务毛利率有所降

低，进而使得营业毛利率整体有所下降。

**目前公司在建、拟建项目合计装机规模及计划投资额均较大，存在一定资金支出压力，中诚信国际将对上述项目的建设进度及资金平衡情况保持关注**

截至2021年3月末，公司拟建、在建三个电力项目，分别为朝阳义成功风电项目<sup>2</sup>、南票新能源项目<sup>3</sup>和康平300MW风电项目<sup>4</sup>，且均处于项目初期阶段。总体来看，目前公司在建、拟建项目合计装机规模及计划投资额均较大，存在一定资金支出压力，中诚信国际将对上述项目的建设进度及资金平衡情况保持关注。

**表8：公司主要板块收入结构及毛利率情况（亿元）**

收入	2018	2019	2020
发电	4.49	2.85	2.73
供热	4.06	3.86	4.07
工程施工	2.28	1.62	0.82
其他	0.13	0.37	0.42
<b>营业总收入</b>	<b>10.96</b>	<b>8.70</b>	<b>8.04</b>
毛利率	2018	2019	2020
发电	-0.40%	39.23%	34.50%
供热	3.45%	4.43%	7.41%
工程施工	23.17%	26.26%	34.47%
其他	19.11%	86.49%	75.15%
<b>营业毛利率</b>	<b>6.15%</b>	<b>23.33%</b>	<b>21.06%</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年，资金成本的下降带动财务费用有所减少，叠加管理费用的下降共同使得当期期间费用有

<sup>2</sup>该项目为朝阳万家营子风电项目的二期续建工程，共用一座升压站及送出线路，规划装机容量50MW。

<sup>3</sup>南票新能源项目位于辽宁省葫芦岛市南票区境内，规划装机容量为400MW（其中风电项目200MW和光伏项目200MW）。

<sup>4</sup>项目位于辽宁省沈阳市康平县境内，拟安装75台单机容量为4MW的风力发电机组。

所下降；但营业总收入的减少使得期间费用率有所上升。总体来看，公司期间费用仍属于很高水平，对公司利润造成严重侵蚀。

2020年，公司自持资产盈利性弱。同期，参股资产继续贡献了稳定的投资收益，加之公司处置0.30亿股海通证券股票，确认投资收益3.95亿元，处置子公司辽能置业（沈阳）有限公司35%股权，确认投资收益1.76亿元，共同使得当期投资收益及利润总额同比大幅增加。**中诚信国际认为**，公司自持资产盈利能力弱，对投资收益依赖很大，且其可持续性有待观察。

受利润水平提升影响，2020年EBIT、EBITDA及其相关盈利指标均同比均有所改善。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020
期间费用合计	2.58	3.48	3.30
期间费用率(%)	23.58	40.03	40.99
经营性业务利润	-1.89	-1.41	-1.54
资产减值损失	0.37	0.37	0.80
投资收益	4.95	3.53	7.49
利润总额	2.68	1.38	5.08
净利润	1.10	0.92	3.83
EBITDA	6.82	5.11	8.73
EBIT	4.42	3.12	6.71
总资产收益率(%)	3.06	2.20	4.78

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020年末资产规模小幅减少，债务规模有所上升，财务杠杆仍保持较低水平，中诚信国际将对关联方往来情况及可供出售金融资产出售情况保持关注

2020年末总资产规模小幅减少，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，固定资产因计提设备折旧逐年下降；可供出售金融资产主要为公司持有的华能国际电力股份有限公司、海通证券和金山股份的股票，由于股价波动以及交易部分股票，导致金额出现一定幅度减少，但整体变现能力较好；长期股权投资主要为对参股火电项目的投资，2020年末整体维持稳定。公司持有至到期投资主要为对沈阳焦煤股份有限公司（以下简称“沈阳

焦煤”）的委托贷款，贷款期限为1年，预计回收时间为2021年7月。2020年沈阳焦煤实现营业收入49.74亿元，净利润-4.40亿元，将对公司委托贷款回收情况保持关注。2020年末，受获现能力提升及处置资产回笼现金影响，货币资金增加较多，同期末受限货币资金为1.87亿元，主要为保证金。应收账款主要为应收电价补贴等，2020年末随着新能源上网电量的上升而有所上升。其他应收款主要为与关联方的往来款，2020年末同比大幅下降主要系与沈阳煤业（集团）有限责任公司（以下简称“沈阳煤业”）的往来款减少所致。截至2020年末，其他应收款账龄在5年以上的账面余额占比为55.05%，占比很高；按账龄分析法计提的坏账准备为5.32亿元；其中前五大欠款方分别为控股股东辽宁省能源产业控股集团有限责任公司（以下简称“辽能集团”）、沈阳煤业、辽宁五女山米兰酒业有限公司、辽宁大洋实业有限责任公司和辽宁国能集团铁岭精工机械股份有限公司，账面余额合计8.21亿元，坏账准备合计3.39亿元。整体来看，其他应收款中与关联方的往来款规模很大且账龄很长，回收风险很高，中诚信国际将持续关注公司关联方往来款及委托贷款回收情况及可供出售金融资产出售情况对自身流动性的影响。

**表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020
货币资金	9.89	9.55	15.06
其他应收款	9.38	13.15	8.29
应收账款	2.96	3.31	4.03
<b>流动资产</b>	<b>29.45</b>	<b>32.15</b>	<b>31.17</b>
持有至到期投资	--	0.10	2.10
固定资产	33.39	29.21	27.52
可供出售金融资产	41.59	42.15	36.98
长期股权投资	33.45	34.42	34.45
<b>非流动资产</b>	<b>111.05</b>	<b>110.97</b>	<b>106.59</b>
<b>总资产</b>	<b>140.50</b>	<b>143.12</b>	<b>137.76</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年，公司增加外部融资力度以偿还股东借款，使得期末债务规模有所上升，且短期债务占比提升，债务结构有待改善。此外，公司因可供出售金融资产公允价值变动导致其他综合收益减少，

2020 年末所有者权益有所下降，导致总资本化比率有所抬升，但仍处于较低水平。

**表 11：近年来债务结构及资本实力情况（亿元、X、%）**

	2018	2019	2020
短期债务	11.10	12.70	16.75
长期债务	21.27	18.22	16.46
短期债务/长期债务	0.52	0.70	1.02
<b>总债务</b>	<b>32.36</b>	<b>30.92</b>	<b>33.21</b>
其他综合收益	18.26	18.84	13.81
未分配利润	5.99	5.78	7.23
少数股东权益	2.95	4.10	4.56
<b>所有者权益</b>	<b>88.66</b>	<b>90.59</b>	<b>87.56</b>
总资本化比率	26.74	25.45	27.50

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 公司经营活动净现金流由负转正，各项偿债指标有所改善，且较多优质金融资产变现能力强，能对偿债提供一定保障

2020 年，受益于往来款项支出同比减少，公司当期经营活动净现金流由净流出转为净流入态势；同时，公司处置部分金融资产实现资金回笼，当期投资活动净现金流同比大幅上升；此外，公司当期偿还债务支付的现金同比大幅上升，使得筹资活动现金流出量有所扩大。

受益于 EBITDA 和经营活动净现金流的上升，其对债务本息的覆盖能力均有所提升，仍处于较弱水平。且扣除股利和利息的经调整的经营活动净现金流仍无法覆盖债务总债务，仍需关注后期高额资本支出对偿债能力的影响以及辽宁区域融资环境的修复情况。不过考虑到公司持有较多变现能力相对较强的金融资产，能对偿债提供一定保障。

**表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	-0.40	-0.81	1.37
投资活动净现金流	4.02	1.23	5.66
筹资活动净现金流	-6.32	-0.47	-3.28
经调整的经营活动净现金流/总债务	-14.27	-13.03	-1.04
经营活动净现金流/利息支出	-0.23	-0.47	0.84
总债务/EBITDA	4.75	6.06	3.80

<sup>5</sup> 2020 年营业总收入为 53.75 亿元，净利润为-4.70 亿元，2020 年末资产负债率为 76.12%。

<sup>6</sup> 2020 年营业总收入为 10.66 亿元，净利润为-0.44 亿元，2020 年末资产负债率为 107.56%。

EBITDA 利息保障倍数	3.93	2.94	5.34
---------------	------	------	------

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2021年3月末，公司获得的银行授信总额度合计71.50亿元，其中未使用授信余额57.47亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至2021年3月末，公司受限资产合计1.97亿元，主要为资产池业务保证金1.00亿元、银行承兑汇票保证金0.84亿元和冻结资金0.13亿元，整体规模较低。

或有负债方面，截至2021年3月末，公司对外担保余额合计3.09亿元，担保对象为沈阳煤业（集团）有限责任公司<sup>5</sup>、辽宁调兵山煤矸石发电有限责任公司<sup>6</sup>、阜新巨龙湖风力发电有限公司<sup>7</sup>和铁岭辽水光伏发电有限责任公司<sup>8</sup>。其中，沈阳煤业为公司其他应收款第二大欠款方，截至2020年末账面余额为1.82亿元，账龄为1~2年，坏账准备为0.15亿元，具有一定的代偿风险，中诚信国际将对沈阳煤业及上述其他担保对象的经营情况保持关注。

截至2021年3月末，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2021年3月31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

公司控股股东为辽能集团，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，辽能集团与金融机构保持良好合作关系，银行授信额度充裕。

<sup>7</sup> 2020 年营业总收入为 2.00 亿元，净利润为 0.62 亿元，资产负债率为 59.07%。

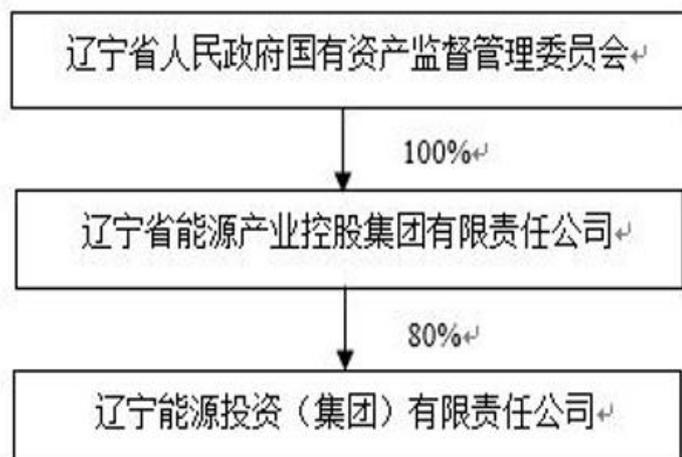
<sup>8</sup> 2020 年营业总收入为 0.15 亿元，净利润为 0.04 亿元，资产负债率为 67.23%。

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。

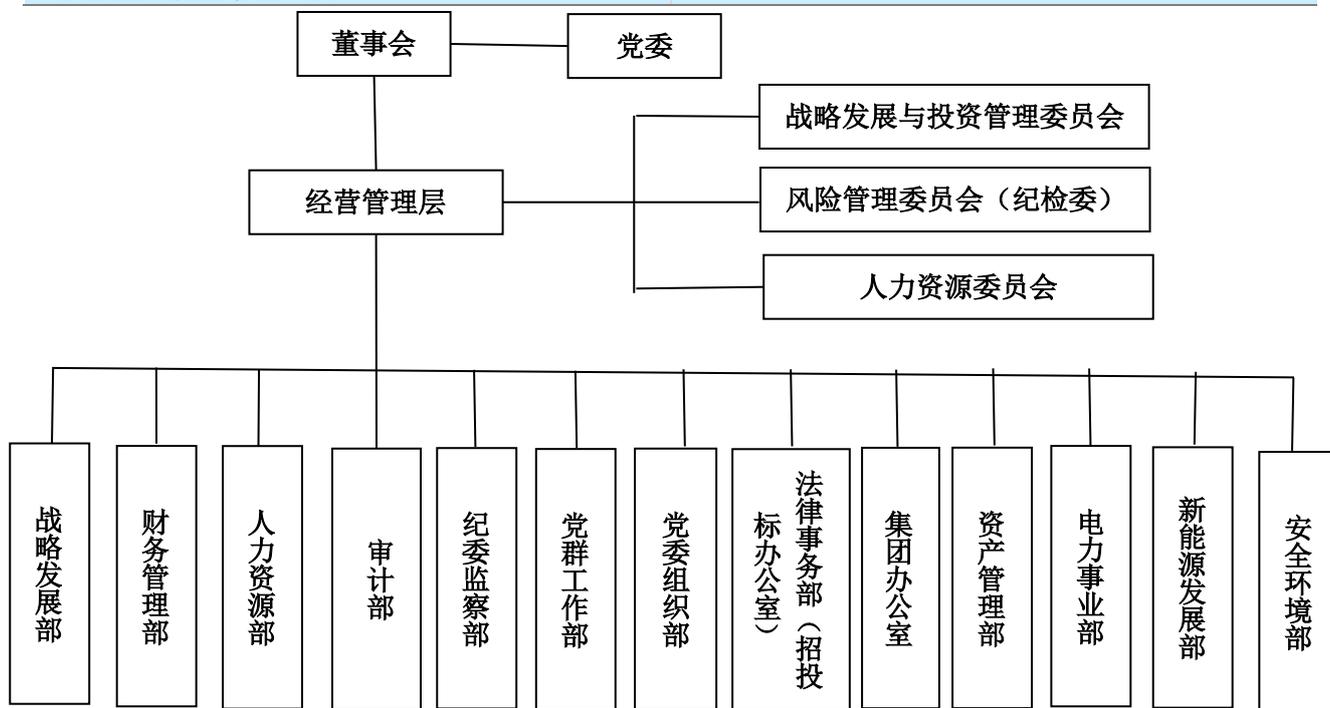
## 评级结论

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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“17 辽能 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 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 2020 年末）



重要子公司	持股比例
辽宁能港发电有限公司	51.00%
辽宁太阳能研究应用有限公司	81.51%
沈阳经济技术开发区热电有限公司	42.84%
辽宁清洁能源集团股份有限公司	83.66%



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）	2018	2019	2020
货币资金	98,862.11	95,492.81	150,595.07
应收账款净额	29,558.20	33,134.87	40,331.15
其他应收款	93,833.75	131,504.96	82,862.73
存货净额	52,033.62	45,736.75	10,682.45
长期投资	750,395.30	766,710.48	735,286.58
固定资产	333,911.15	292,122.16	275,219.35
在建工程	8,535.84	13,951.90	16,717.54
无形资产	3,829.20	13,063.34	13,398.23
总资产	1,405,016.76	1,431,184.74	1,377,610.56
其他应付款	26,298.20	64,442.73	18,921.47
短期债务	110,984.00	127,031.00	167,536.00
长期债务	212,651.75	182,183.85	164,567.00
总债务	323,635.75	309,214.85	332,103.00
净债务	224,773.64	213,722.04	181,507.93
总负债	518,411.38	525,302.11	502,000.45
费用化利息支出	17,335.74	17,387.59	16,356.69
资本化利息支出	--	--	--
所有者权益合计	886,605.38	905,882.63	875,610.11
营业总收入	109,610.98	86,980.15	80,421.48
经营性业务利润	-18,854.52	-14,108.37	-15,377.17
投资收益	49,523.01	35,259.89	74,941.47
净利润	11,049.10	9,225.09	38,337.42
EBIT	44,176.88	31,202.69	67,131.31
EBITDA	68,159.83	51,062.54	87,340.52
经营活动产生现金净流量	-3,981.89	-8,142.20	13,665.96
投资活动产生现金净流量	40,188.90	12,253.15	56,628.12
筹资活动产生现金净流量	-63,222.26	-4,719.75	-32,837.89
资本支出	4,484.68	8,637.23	5,533.55
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	6.15	23.33	21.06
期间费用率(%)	23.58	40.03	40.99
EBITDA 利润率(%)	62.18	58.71	108.60
总资产收益率(%)	3.06	2.20	4.78
净资产收益率(%)	1.22	1.03	4.30
流动比率(X)	1.31	1.22	1.13
速动比率(X)	1.08	1.04	1.09
存货周转率(X)	1.90	1.36	2.25
应收账款周转率(X)	4.13	2.88	2.19
资产负债率(%)	36.90	36.70	36.44
总资本化比率(%)	26.74	25.45	27.50
短期债务/总债务(%)	34.29	41.08	50.45
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.01	-0.03	0.04
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.04	-0.06	0.08
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.23	-0.47	0.84
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-14.27	-13.03	-1.04
总债务/EBITDA(X)	4.75	6.06	3.80
EBITDA/短期债务(X)	0.61	0.40	0.52
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.93	2.94	5.34
EBIT 利息保障倍数(X)	2.55	1.79	4.10

注：中诚信国际根据公司 2018~2020 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。