



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪059号

浙江浙能电力股份有限公司：

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“浙江浙能电力股份有限公司2014年可转换公司债券”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；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年五月四日

浙江浙能电力股份有限公司 2014 年可转换公司债券跟踪评级报告(2015)

债券名称	浙江浙能电力股份有限公司 2014 年可转换公司债券		
发行规模	人民币 100 亿元		
存续期限	2014/10/13-2020/10/12		
上次评级时间	2014/04/23		
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

基本观点

2014 年,受宏观经济增速放缓影响,我国用电需求增速明显下降,同时受能源结构调整的压力,清洁能源装机容量增加,对火力、天然气发电造成一定影响。浙江省 2014 年外购电力增加,而气候因素导致夏季电力需求偏少,使得浙江浙能电力股份有限公司(以下简称“浙能电力”或“公司”)当年上网电量有所下滑,加之上网电价下调影响,公司营业收入出现一定下滑。但公司作为浙江省内最大的发电企业,拥有很强的区域竞争优势,电力资产质量高,可转换公司债券发行后资本实力进一步增强,很强的获现能力也为其债务的本息偿还提供有力支撑。此外,我们也关注到电价调整影响公司未来盈利水平以及资本支出压力等负面因素对公司的未来整体信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持浙江浙能电力股份有限公司主体信用级别为 **AAA**,评级展望稳定;维持“浙江浙能电力股份有限公司 2014 年可转换公司债券”信用级别为 **AAA**。

正面

- 区域竞争优势。公司是浙江省最大的发电企业,2014 年底控股装机容量达 2,253 万千瓦,控股发电机组当年全年累计发电量 953.77 亿千瓦时,占浙江省全年统调发电量的 45.2%,拥有很高的市场份额和很强的区域竞争优势。
- 可转换债券的发行提升了公司资本实力。2014 年 10 月公司成功发行规模为 100 亿元的可转换公司债券,公司资本实力进一步增强,为未来发展打下了良好的基础。
- 原材料价格下行。2014 年燃煤价格延续下行趋势,燃煤价格下行降低了火电企业的成本压力,公司营业毛利率有所提升。

概况数据

浙能电力	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	394.74	434.06	511.29
总资产(亿元)	813.78	920.18	1042.04
总债务(亿元)	338.93	399.77	420.49
营业总收入(亿元)	470.61	539.16	441.79
营业毛利率(%)	15.06	18.92	19.85
EBITDA(亿元)	119.20	157.93	154.21
所有者权益收益率(%)	11.71	17.74	13.84
资产负债率(%)	51.49	52.83	50.93
总债务/EBITDA(X)	2.84	2.53	2.73
EBITDA 利息倍数(X)	5.73	6.99	6.78

注:所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益。

分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn
廖文浩 wliao@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 4 日

- 经营性现金流充沛。公司近三年经营性现金流呈现持续净流入状态，2012~2014 年公司经营性净现金流分别为 90.68 亿元、132.62 亿元和 104.23 亿元，很强的获现能力为公司债务本息的偿还提供了有力支撑。

关 注

- 电价调整对盈利能力的影响。浙江省物价局于 2015 年 4 月印发《浙江省物价局关于电价调整有关事项的通知》（浙价资〔2015〕94 号），适当降低浙江省内火电企业的上网电价，对公司未来盈利水平将造成一定影响。
- 资本支出压力。公司 2015 年计划投资 55.94 亿元，此外仍有一批在建及拟建项目，公司未来存在一定资本支出压力。

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、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并及时对外公布。

募集资金概况

公司于 2014 年 10 月公开发行可转换公司债券，发行总额 1,000,000 万元；扣除承销、保荐费及其他发行费用后，实际募集资金净额为人民币 992,430 万元。本次募集资金计划用于浙江台州第二发电厂“上大压小”新建工程、浙江浙能温州电厂“上大压小”扩建项目、浙江浙能六横电厂“上大压小”新建工程、浙江三门核电一期工程以及浙江秦山核电厂扩建项目，截止 2014 年底，募集资金使用情况符合《浙江浙能电力股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》的规定。

本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，即 2015 年 4 月 13 日至 2020 年 10 月 12 日止，截止 2014 年底，尚未发生转股情况。

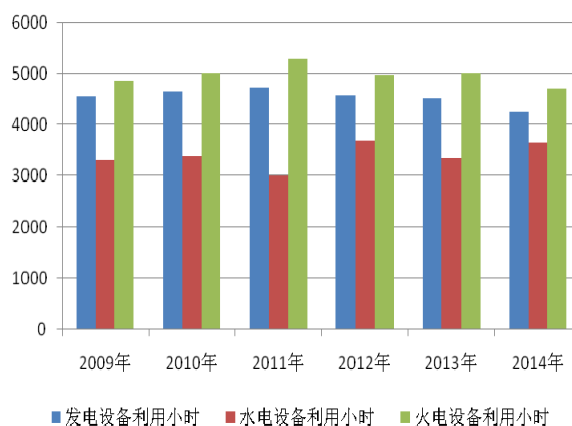
行业关注

2014 年我国用电需求增速有所下降，在清洁能源和节能减排的环保压力下，火电设备利用小时数有所减少，而水电发电量受全年雨水充沛的影响明显增加

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，全社会用电量增速一直被视作经济形势的晴雨表。2014 年，受制于经济增速放缓及能源结构调整的压力，同时受到全国夏天天气普遍偏低的影响，全社会用电量累计 5.52 万亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速大幅回落 3.7 个百分点。

2008 年以来，我国发电机组数量大幅增加，截至 2013 年底，发电装机总量已位居全球首位，然而受到经济增速放缓和电源结构改变的影响，我国电力行业产能已出现严重过剩。进入 2014 年，我国电力需求增长明显放缓。截至 2014 年底，全国 6000 千瓦以上发电设备累计平均利用小时 4,268 小时，同比大幅下降 235 小时。其中，受全年雨水充沛且为清洁能源的影响，水电设备平均利用小时为 3,653 小时，同比增长 293 小时；而火电设备平均利用小时为 4,706 小时，同比降低 314 小时。

图 1：2009~2014 全国 6000 千瓦以上电力设备利用小时数



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

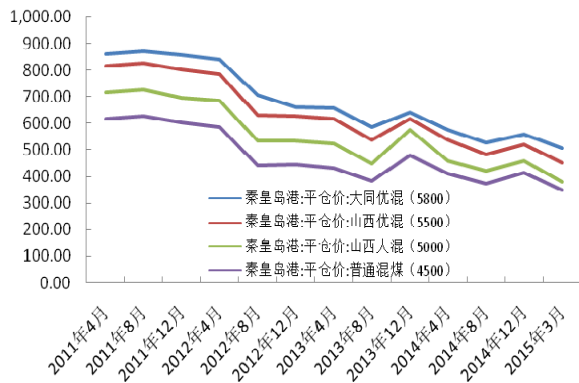
伴随着经济增速的放缓，全社会用电需求增速下降，能源结构将进一步深入调整，短期来看，火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变；但长期来看，在环保和节能减排的压力下，新能源装机比重正在不断增加，火电产能过剩的局面将进一步显现，未来火力发电小时数可能进一步减少。

2014 年国内煤炭价格持续下行，火电企业发电成本有所下降，但 2014 年 8 月和 2015 年 4 月煤电机组上网电价的调整及新电改方案对煤电企业盈利能力的影响值得关注

2014 年以来，受到宏观经济增速放缓和新能源装机比重增加的共同影响，火电设备平均利用小时数显著降低；同时，我国火电结构进一步优化，技术水平进一步提升，高参数、大容量、高效环保型机组比例提高，截至 2014 年底，全国 30 万千瓦及以上火电机组比例达到 77.7%，同比提高 1.4 个百分点；6000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗 318 克/千瓦时，比 2005 年下降了 52 克/千瓦时。2014 年，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌，截至 2014 年 12 月，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价降至 520 元/吨，降幅达到 15.45%；进入 2015 年，煤炭价格进一步下跌，至 2015 年 3 月，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价已降至 450 元/吨。

图 2：2011 年 4 月以来动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2014 年 8 月，国家发改委下发了《国家发展改革委关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》要求从 9 月 1 日起降低部分省（自治区、直辖市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，同时未执行标杆电价的统调燃煤发电企业上网电价同步下调；适当降低跨省、跨区域电网送电价格标准。根据《通知》的规定，对脱硝、除尘排放达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，电网企业自验收合格之日起分别支付脱硝、除尘电价每千瓦时 1 分线和 0.2 分线；云南、贵州向广东送电的价格每千瓦时下调 0.2 分线，到广东的落地电价执行广东省燃煤发电含脱硫、脱硝、除尘电价的标杆上网电价。

2014 年 12 月，《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（以下简称“新电改方案”）获得国务院第 39 次常务会议原则性通过。新电改方案将以竞价上网为主线，建立多买多卖的电力市场，用电企业和发电企业自主交易，实现电力交易市场化，放开价格管制将加剧火电企业内部的竞争分化并导致利润再分配，能效高的大型火电企业将从中获益。

2015 年 4 月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议决定适当下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，以降低企业成本、稳定市场预期、促进经济增长、调整产业结构。经会议研究决定，按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上网电价，平均降幅为 0.02 元/千瓦时；同时，为减轻企业电费负担，将全国工商业用电价格平均下调

0.018 元/千瓦时，降价空间将被用来补贴脱销、除尘、超低排放等环保措施来促进节能减排和大气污染防治。此外，将继续对高耗能产业采取差别电价，加大惩罚性电价执行力度。

总体来看，近年来煤炭价格的大幅回落使得火电企业成本压力有所减轻，但受 2014 年宏观经济增速放缓的影响，当年全国用电需求增速有所回落，且受制于环保和节能减排政策，火电设备利用小时数同比大量减少，与此同时，新电改方案也给火电企业带来一定的竞争压力。

业务运营

公司电力资产规模继续增长，发电能力持续提升；但受浙江省外购电力增加及夏季用电需求偏少双重影响，2014 年公司上网电量规模有所下降

公司系浙江省内最大的火电生产企业，2014 年控股装机容量达 2,253 万千瓦，控股发电机组当年全年累计发电量 953.77 亿千瓦时，占浙江省全年统调发电量的 45.2%，具备很强的规模优势。

随着电源项目建设稳步推进，公司电源装机容量不断上升，2012~2014 年公司控股装机容量以及权益装机容量分别为 1,934 万千瓦、2,009 万千瓦、2,253 万千瓦和 1,781 万千瓦、2,278 万千瓦、2,519 万千瓦，三年复合增长率分别为 7.93% 和 18.93%。同时，公司仍有大量项目处于在建阶段，随着在建电厂的陆续投产，公司权益装机容量将进一步增加，竞争优势有望得到进一步加强。

表 1: 截至 2014 年底公司参控股发电机组分布情况

单位: 万千瓦、%				
电厂名称	电源性质	装机结构	权益比例	总装机容量
控股电厂				
萧山电厂	火电	2*13+3*40.86	100.00	148.60
台州发电	火电	4*33	100.00	132.00
金华燃机	燃油	12+5.5	76.00	17.50
镇海联合	天然气	11.4+12+11	45.00	34.40
镇海气电	天然气	2*39.46	51.00	78.90
北仑发电	火电	3*60	51.00	180.00
乐清发电	火电	4*63	51.00	252.00
嘉华发电	火电	4*60+2*100	77.00	440.00
滨海热电	火电	2*30	88.00	60.00
兰溪发电	火电	2*60+2*63	97.00	246.00
嘉兴发电	火电	33+33	70.00	66.00
长兴发电	火电	4*33	95.00	132.00
温州发电	火电	2*33	66.98	66.00
镇海发电	火电	4*21.5	51.00	86.00
常山发电	天然气	45.8	100.00	45.80
舟山煤电	火电	2*100	56.00	200.00
镇海热点	天然气	2*34	60.00	68.10
小计	-	-	-	2,253.30
参股电厂				
淮浙煤电	火电	2*63+2*66	50.00	258.00
北仑一电	火电	2*60	30.00	120.00
温州特鲁莱	火电	2*33	30.00	66.00
国华舟山	火电	112.5+13.5+30+35	40.00	91.00
半山发电	火电、天然气	13+241.5	36.00	254.50
大唐乌沙山	火电	4*60	35.00	240.00
北仑三电	火电	2*100	40.00	200.00
国华浙能	火电	4*60+2*100	40.00	440.00
温州燃机	燃机	-	43.00	34.20
秦山核电	核电	-	28.00	140.90
秦山联营	核电	-	20.00	262.00
秦山三核	核电	-	10.00	145.60
三门核电	核电	-	20.00	-
中核辽宁	核电	-	10.00	-
长兴气电	天然气	2*43.5	49.00	87.00
北海水力	水电	-	25.00	60.40
华润电力温州	火电	2*100	10	200.00
小计	-	-	-	2599.60

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

浙江省民营经济保持一定增长势头, 随着地区经济的持续发展, 区域用电需求不断上升, 主要电

力供应由省内自主发电和省外购电解决。2014 年 7 月, 溪洛渡左岸—浙江金华±800 千伏特高压直流输电工程正式投运, 年输电能力达 400 亿千瓦时, 极大地缓解浙江省电力紧张局面。2014 年浙江累计外购电量 664 亿千瓦时, 其中特高压来电 378 亿千瓦时, 占当年全社会用电总量的 10.7%。随着省外购电大幅增加, 公司发电指标有所减少。同时, 2014 年浙江地区夏季平均气温较往年有所下降, 夏季用电需求偏少。受此影响, 公司 2014 年完成发电量 953.77 亿千瓦时, 同比减少 8.16%, 全年上网电量 901.52 亿千瓦时, 同比减少 8.57%。

从能耗来看, 虽然发电规模有所下滑, 但公司平均供电标准煤耗保持不断下降的趋势。2014 年随着公司持续加大节能降耗力度, 加之大容量、高参数机组运行稳定性的不断提高, 公司供电标准煤耗降至 302.63 克/千瓦时, 同比下降 4.07 克/千瓦时, 大幅优于全国 6,000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗。

受上网电价调整影响, 公司 2014 年平均上网电价较上年有所下降, 收入规模及盈利水平受到一定影响; 随着 2015 年 4 月上网电价新标准的实施, 或将进一步影响公司未来的收入规模及盈利水平

2014 年 8 月, 浙江省物价局出台《浙江省物价局关于电价调整有关事项的通知》(浙价资[2014]210 号)文, 适当降低全省火电企业上网电价, 其中省统调燃煤电厂上网电价每千瓦时降低 1.1 分(含税), 该价格水平自 2014 年 9 月 1 日开始执行, 对公司 2014 年营业收入造成一定影响。调整后, 浙能电力下属控股电厂的批准上网电价如下表所示。

表2：截至2014年底公司下属电厂批准上网电价

单位：元/千瓦时

电厂名称	燃料类型	批准电价（含税）
嘉华发电	燃煤	0.4310
乐清发电	燃煤	0.4310
兰溪发电	燃煤	0.4310
北仑发电	燃煤	0.4310
镇海发电	燃煤	0.4310
镇海天然气	燃气	0.9040
嘉兴发电	燃煤	0.4648
温州发电	燃煤	0.4310
滨海热电	燃煤	0.4310
镇海联合	燃气	0.9400
金华燃机	燃油	1.4240
钱清发电	燃煤	0.4508
台州发电	燃煤	0.4405
萧山电厂	燃煤	0.4398
	燃气	0.9040
长兴发电	燃煤	0.4324
长兴天然气	燃气	0.9040

注：以上电价不含脱硫、脱硝电价。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

值得关注的是，2015年浙江省火电上网标准价格仍将进一步下调。2015年4月，浙江省物价局印发《浙江省物价局关于电价调整有关事项的通知》（浙价资〔2015〕94号），适当降低浙江省内火电企业的上网电价。其中，统调燃煤电厂上网电价每千瓦时降低1.27分（含税，下同），调整后，省统调燃煤发电机组标杆上网电价为每千瓦时0.4453元（含环保电价）；未安装脱硫、脱硝、除尘设施的机组，相应扣减上网电价每千瓦时1.5分、1分

和0.2分。非省统调公用热电联产发电机组上网电价每千瓦时降低1.27分。调整后，安装脱硫设施的非省统调热电联产发电机组上网电价为每千瓦时0.5238元；未安装脱硫设施的机组，扣减上网电价每千瓦时1.5分。浙价资〔2015〕94号文的电价标准自2015年4月20日开始实施，预计将对公司未来盈利水平造成一定影响。

在火电机组环保改造方面，公司响应国家节能减排的环保政策，近年燃煤机组的脱硫、脱硝改造工作推进较快，减排效果较为显著。其中，脱硫、脱硝改造已分别于2013年6月及2014年底全部完成。公司通过增加环保投入，规范环保设施操作规程和岗位职责，确保各环保设施的正常运行，有效控制污染物的排放，实现所有污染物均达标排放。

公司采用集中采购的方式控制煤炭采购成本，采购渠道较为顺畅，2014年得益于煤炭价格继续下行，公司煤炭采购成本进一步下降

公司现有电源资产以火电为主，煤炭成本占到公司成本的60%左右，2014年全年燃煤采购为3,591万吨，同比减少7.64%，燃煤平均采购价格为534.59元/吨，同比下降7.55%。同时，受益于公司股东浙能集团参股同煤浙能麻家梁煤业有限责任公司和内蒙古同煤鄂尔多斯色连矿业投资有限公司等，上述公司煤矿年产量约为2,000万吨，公司能在同等情况下优先得到煤炭供应。

表3：2012~2014年公司主要原材料采购量

单位：万吨、元/吨、万立方米、元/立方米

项目	2012年度		2013年度		2014年度	
	采购量	平均采购价	采购量	平均采购价	采购量	平均采购价
燃煤	3,999	650.16	3,888	578.22	3,591	534.59
天然气	104,366	2.13	118,970	2.58	128,742	2.85
燃油	2.55	7,654.72	1.42	6,555.35	0.46	6,722.90

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

为提高煤炭采购议价能力，实现规模效应，公司煤炭采购采用集约化采购的模式，由全资子公司浙江浙能富兴燃料有限公司（以下简称“富兴燃料”）统一对外采购，然后统一销售至下属各电厂。从采购渠道来看，富兴燃料与中国神华集团能源股

份有限公司、中国中煤能源股份有限公司、内蒙古伊泰集团有限公司等大型煤炭集团建立了长期的购销关系，并通过签订年度合同进一步保障公司煤炭采购的稳定性。

运输方面，公司燃煤机组主要位于宁波、舟山、

台州、温州、嘉兴等地区，主要通过海运方式实现燃煤运输，与公路运输和铁路运输相比，具有较强的成本优势，能够有效降低燃煤运输成本，进而降低燃煤发电的生产成本，提高机组盈利能力。

总体来看，依托股东在煤炭资源的控制能力，以及主要电厂均位于沿海地区的地理优势，公司具有一定成本控制优势。

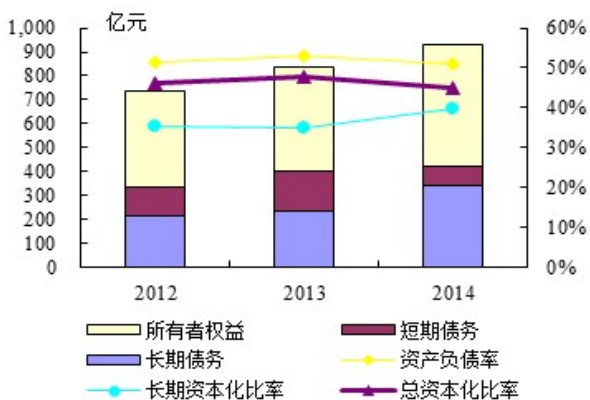
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012 年、2013 年和 2014 年财务报告。

资本结构

近几年，受益于整体上市和可转换公司债券的发行，公司资产规模总体呈现增长态势。2012~2014 年，公司资产规模分别为 813.78 亿元、920.18 亿元和 1042.04 亿元；规模扩张的同时，通过利润积累等方式，公司所有者权益也稳步提升，2012~2014 年所有者权益分别为 394.74 亿元、434.06 亿元和 511.29 亿元。

图 3：2012~2014 年公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债方面，2012~2014 年公司总债务分别为 338.93 亿元、399.77 亿元和 420.49 亿元，其中 2014 年公司发行可转换公司债券，带动当期债务规模有所提升。从财务杠杆比率来看，公司近年财务杠杆比例均维持在稳定适中的范围内，财务结构稳健性良好，且在行业中处于偏低水平。2012~2014 年，公司资产负债率分别为 51.49%、52.83% 和 50.93%，总资本化比率分别为 46.20%、47.94% 和 45.13%。

表 4：2014 年底主要电力上市公司负债水平比较

单位：亿元、%		
公司名称	总资产	资产负债率
华能国际	2721.65	69.35
国电电力	2462.53	73.29
国投电力	1726.17	75.25
浙能电力	1042.04	50.93
上海电力	473.44	69.73

资料来源：各上市公司年度报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司主要通过银行借款进行融资，并以长期债务为主。受益于债务期限结构调整和短期借款的减少，公司 2014 年长短期债务比（短期债务/长期债务）仅为 0.23 倍，较上年下降 0.47 倍，处于较低水平。总体来看，公司以长期债务为主的债务结构符合电力行业投资规模大、投资回报期长的特点，债务期限结构较为合理。

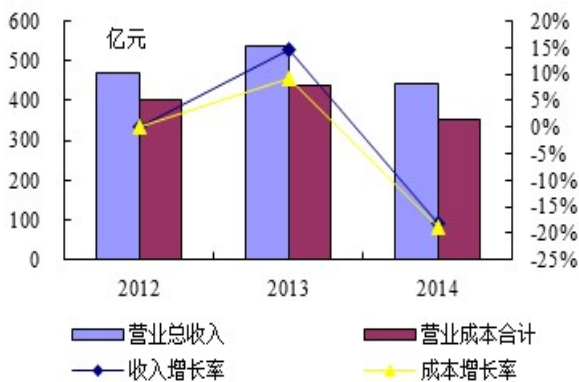
资本支出方面，公司目前仍处于发展期，根据投资规划，公司 2015 年计划投资 55.94 亿元，随着电源建设项目的不断推进，公司未来仍将面临一定的资金压力。

综合来看，近几年公司资产规模稳步提升，自有资本实力不断增强，负债水平较低，债务结构较为合理，虽然未来较大的资本支出规模或将给公司带来一定的资金压力，但考虑到公司畅通的融资渠道和股东方的支持，以及较为稳健的财务结构，预计未来负债水平仍能够控制在合理范围内。

盈利能力

公司收入主要来自于电力销售收入，2014 年受浙江省外购电力增加、夏季用电需求偏少影响，公司当年发电指标有所下降，加之上网电价调整，公司当年实现营业收入 441.79 亿元，同比下降 18.06%。

图 4：2012~2014 年公司收入成本分析

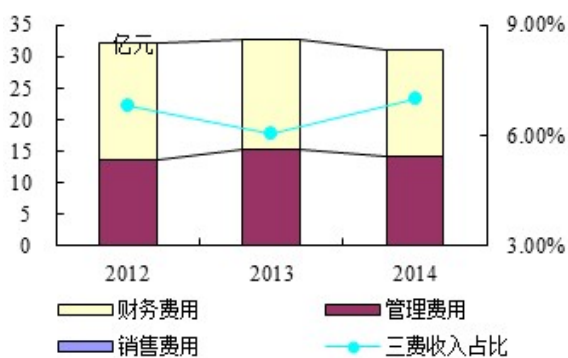


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，受益于燃煤价格的下降，公司近三年营业毛利率保持逐年提高的趋势，2012~2014 年公司营业毛利率分别为 15.06%、18.92% 和 19.85%，公司保持较强的初始获利能力。

期间费用方面，2012~2014 年公司的三费合计金额分别为 31.99 亿元、32.60 亿元和 30.95 亿元，占营业总收入的比例分别为 6.80%、6.05% 和 7.01%，2014 年三费占比略有上升，主要系受营业收入规模下降影响。总体来看，公司期间费用率保持在相对稳定的水平，三费占比水平较为合理，未来随着公司业务规模的恢复和扩大，规模效益将进一步显现。

图 5：2012~2014 年公司三费情况分析

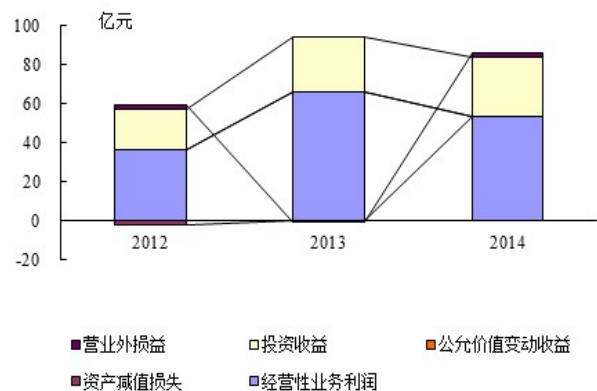


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2012~2014 年公司利润总额分别为 56.13 亿、93.00 亿元和 85.48 亿元。从利润总额的构成来看，经营性业务利润和投资收益为公司利润总额的主要部分。2012~2014 年公司分别实现经营性业务利润 35.93 亿元、65.74 亿元和 53.40 亿元，其中 2014 年经营性业务利润随营业收入下滑而有所减少。公司投资收益主要来自于其他发电企业、煤炭企业合资办电及投资核电企业等取得的投

资收益。2012~2014 年公司分别取得投资收益 20.96 亿元、28.28 亿元和 29.99 亿元，投资收益呈现逐年稳步增长的态势。受经营性业务利润下滑影响，公司 2014 年利润总额有所下滑，净利润及净资产收益率亦出现下滑，2012~2014 年，公司分别实现净利润 46.24 亿元、77.00 亿元和 70.78 亿元，所有者权益收益率分别为 11.71%、17.74% 和 13.84%。

图 6：2012~2014 年公司利润总额构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

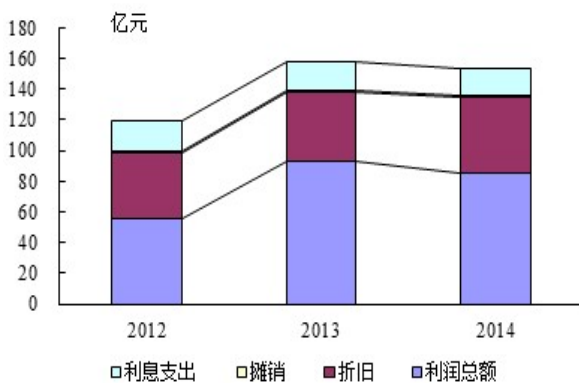
总的来看，2014 年虽然公司营业毛利率有所提升，但受发电指标下降和上网电价调整影响，其营业收入有所下滑，并导致整体盈利能力有所下降。同时，公司目前电源结构较为单一，盈利空间受燃煤价格波动影响较为明显，加之近期上网电价下调等因素影响，因此对公司成本控制能力及其盈利能力的变化应持续关注。

偿债能力

近年来，随着公司电源建设项目的不断推进，其债务规模亦逐步上升，截至 2014 年末，公司总债务为 420.49 亿元，其中长期债务为 340.57 亿元，短期债务 79.93 亿元。

从偿债指标来看，公司近年保持着较强的获现能力，经营活动净现金流和 EBITDA 规模可观，可对现有债务形成有效覆盖。2014 年末公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、经营活动现金流/总债务及经营净现金/利息支出指标分别为 2.73、6.78、0.25 和 4.58 倍，均处于良好水平，表明公司整体偿债能力极强，且现金流稳定性好。

图 7：2012~2014 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 5：2012~2014 年公司主要偿债能力指标

指标	2012	2013	2014
长期债务(亿元)	215.88	234.83	340.57
总债务(亿元)	338.93	399.77	420.49
资产负债率(%)	51.49	52.83	50.93
总资本化率(%)	46.20	47.94	45.13
EBITDA 利息倍数(X)	5.73	6.99	6.78
总债务/EBITDA(X)	2.84	2.53	2.73
经营净现金/总债务(X)	0.27	0.33	0.25
经营净现金/利息支出(X)	4.36	5.87	4.58

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 1.57 亿元（不包括对控股子公司担保），其中对秦山第三核电有限公司的担保金额为 0.87 亿元，对华东桐柏抽水蓄能发电有限责任公司的担保余额为 0.70 亿元，担保比例为 0.31%。总体而言，公司对外担保余额规模较小，或有风险相对较低。

备用流动性方面，公司与银行等金融机构保持了良好的关系，与多家银行建立了长期战略合作关系，被多家银行授予较大的授信额度，具有良好的债务融资能力。同时，公司还可以通过资本市场进行股权融资和债务融资，具有广泛的融资渠道和很强的融资能力。

公司目前处于发展期，随着未来电源建设项目的不断推进，其资本支出规模将不断增加，公司债务水平面临一定上行压力。不过考虑到公司业务规模优势明显、自有资本实力强、债务水平较低、债务期限结构合理、经营性现金流良好等因素，中诚信证评认为公司整体偿债能力极强。

结 论

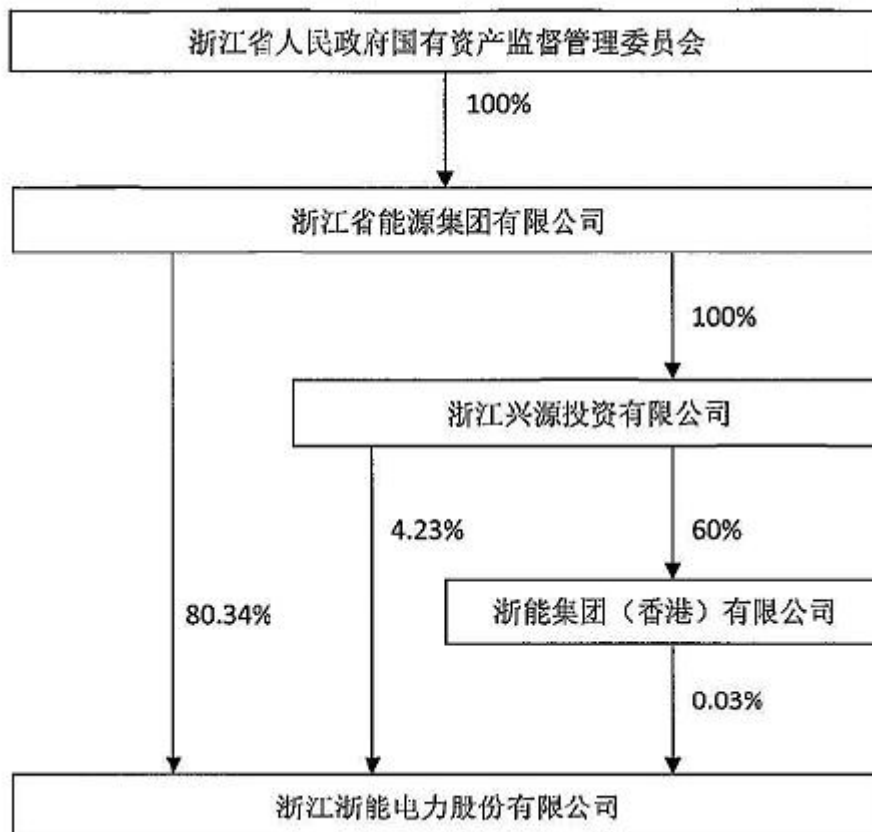
综上，中诚信证评维持浙江浙能电力股份有限公司主体信用级别为**AAA**，评级展望稳定；维持“浙江浙能电力股份有限公司2014年可转换公司债券”信用级别为**AAA**。

附一：公司 2014 年底主要在建及拟建项目情况（部分）

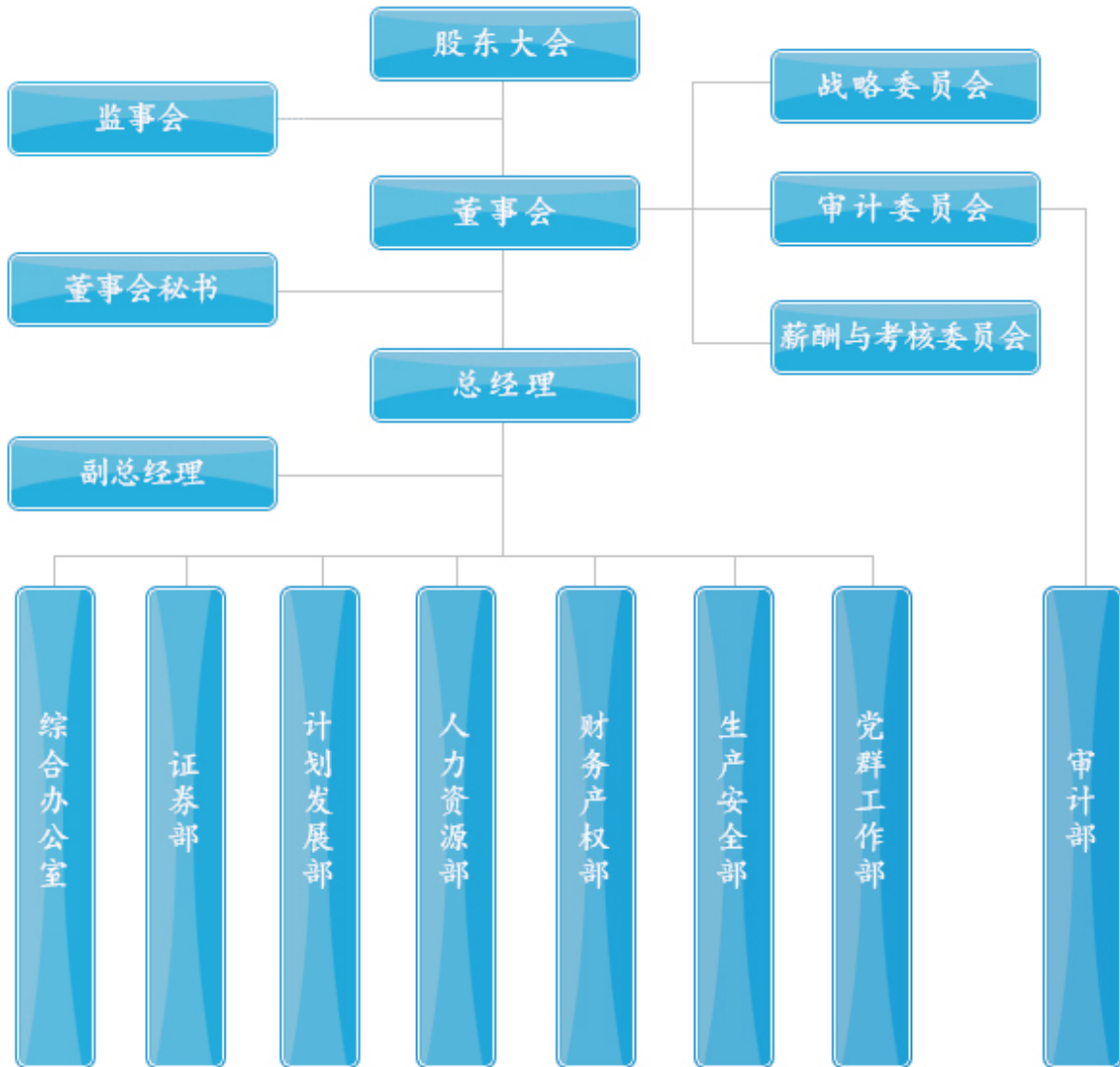
单位：亿元

项目/公司名称	建设规模	总投资	持股比例	2015 年拟投资金额
浙能舟山六横电厂项目	2*100 万千瓦	78.90	56.0%	8.36
台州第二电厂	2*100 万千瓦	84.00	64.0%	19.00
温州发电公司项目	-	49.70	67.0%	18.00
镇海电厂项目	-	44.00	-	1.67
顾北煤矿扩建及二水平延深工程	扩建到 400 万吨	2.93	50.0%	1.82
常山天然气热电项目	1*40 万千瓦	17.11	100.0%	1.07
滨海热电二期项目	4*5 万千瓦	24.15	88.0%	0.85
北仑电厂二期脱硝项目	3*60 万千瓦	4.06	-	0.54

附二：浙江浙能电力股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：浙江浙能电力股份有限公司组织架构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附四：浙江浙能电力股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014
货币资金	759,241.85	1,019,436.79	1,454,668.38
应收账款净额	504,137.56	439,596.82	546,383.17
存货净额	316,367.75	319,756.60	270,052.04
流动资产	1,680,698.66	1,906,214.83	2,470,999.38
长期投资	1,441,176.16	1,745,587.86	2,008,214.49
固定资产合计	4,632,871.67	5,086,570.32	5,543,167.00
总资产	8,137,798.37	9,201,770.31	10,420,358.80
短期债务	1,230,440.85	1,649,429.11	799,263.76
长期债务	2,158,846.41	2,348,278.01	3,405,653.47
总债务(短期债务+长期债务)	3,389,287.27	3,997,707.11	4,204,917.23
总负债	4,190,437.38	4,861,197.72	5,307,409.10
所有者权益(含少数股东权益)	3,947,360.99	4,340,572.59	5,112,949.70
营业总收入	4,706,120.75	5,391,600.26	4,417,896.09
三费前利润	679,210.39	983,322.84	843,528.15
投资收益	209,580.48	282,837.48	299,870.95
净利润	462,414.32	769,970.33	707,808.12
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,192,027.37	1,579,253.36	1,542,082.58
经营活动产生现金净流量	906,797.74	1,326,216.71	1,042,336.69
投资活动产生现金净流量	-739,412.18	-1,083,487.22	-623,307.77
筹资活动产生现金净流量	-47,788.02	18,125.42	18,008.49
现金及现金等价物净增加额	119,521.48	260,855.56	436,203.05
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	15.06	18.92	19.85
所有者权益收益率(%)	11.71	17.74	13.84
EBITDA/营业总收入(%)	25.33	29.29	34.91
速动比率(X)	0.71	0.66	1.26
经营活动净现金/总债务(X)	0.27	0.33	0.25
经营活动净现金/短期债务(X)	0.74	0.80	1.30
经营活动净现金/利息支出(X)	4.36	5.87	4.58
EBITDA 利息倍数(X)	5.73	6.99	6.78
总债务/EBITDA(X)	2.84	2.53	2.73
资产负债率(%)	51.49	52.83	50.93
总资本化率(%)	46.20	47.94	45.13
长期资本化比率(%)	35.35	35.11	39.98

附五：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）

附六：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。