



信用等级通知书

信评委函字[2017]G333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拟发行的“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”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；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

二零一七年七月十二日

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信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	内蒙古蒙电华能热电股份有限公司
发行规模	不超过人民币 191,100 万元(含人民币 191,100 万元)
债券期限	自发行之日起 6 年
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平,由股东大会授权董事会及董事会授权人士根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定
偿还方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式,到期归还本金和最后一年利息
转股期限	自可转换公司债券发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

概况数据

内蒙华电	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益(亿元)	143.22	137.09	135.06	132.58
总资产(亿元)	387.73	382.15	396.83	389.08
总债务(亿元)	191.74	199.58	212.61	214.78
营业总收入(亿元)	136.34	108.29	91.86	19.55
营业毛利率(%)	22.94	19.28	15.34	1.17
EBITDA(亿元)	55.14	44.48	35.48	-
所有者权益收益率(%)	14.45	8.90	4.41	-6.86
资产负债率(%)	63.06	64.13	65.97	65.93
总债务/EBITDA(X)	3.48	4.49	5.99	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	4.00	3.67	-

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;
2.2017 年第一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“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”的信用等级为 AAA,该级别反映了本次债券的信用质量极高,信用风险极低。

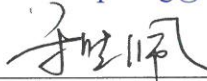
中诚信证评评定内蒙古蒙电华能热电股份有限公司(以下简称“内蒙华电”或“公司”)主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定,该级别反映了偿债主体内蒙华电偿还债务的能力极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低。中诚信证评肯定了内蒙古地区电力行业面临的良好发展机遇、公司拥有强有力的股东支持、突出的装机规模优势、电力外送渠道的开通和畅通的融资渠道等正面因素对公司业务发展及信用质量的支持。同时,中诚信证评也关注用电需求增速放缓、煤炭价格波动以及蒙西市场供需形势等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

正面

- 内蒙古地区电力行业面临良好的发展机遇。公司全部机组均位于内蒙古自治区,近期国家积极推进内蒙古等煤炭资源富集地区建设大型燃煤电站(群),推进鄂尔多斯、锡林郭勒盟等 9 大以电力外送为主的千万千瓦级现代化大型煤电基地建设;此外,国家还支持在内蒙古、云南两省区开展电力体制改革综合试点,内蒙古电力行业将面临良好的发展机遇。
- 强有力的股东支持。公司系控股股东北方联合电力有限责任公司(以下简称“北方电力”)煤电一体化等业务的最最终整合平台,北方电力在项目开发、投资建设等方面优先支持公司。
- 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 2017 年 3 月末,公司可控发电装机容量达 1,022.84 万千瓦,公司装机规模优势十分突出,在内蒙古区

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn



杨璐 lyang@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年7月12日

域有很强的竞争实力。

- 电力外送通道开通。2014年全国能源工作会议上提出规划建设蒙西至天津南、锡盟-山东、宁东-浙江、淮东-华东等12条电力外输通道，提高跨省区电力输送能力。其中涉及内蒙古的电力外送通道建设，为公司进一步发展提供了新的机遇。2014年8月，锡盟至山东1,000千伏特高压交流输变电工程获得核准，2015年1月16日，国家发改委正式批准了蒙西至天津南1,000千伏特高压输变电工程，为公司外送电提供了条件。
- 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2017年3月末，公司获得各家银行授信额度共计353.27亿元人民币，未使用的银行授信额度171.42亿元，备用流动性充足。

关注

- 用电需求增速放缓。受经济增长方式转变和经济结构调整影响，我国用电需求增速放缓，对公司机组基础电量计划的获取及机组利用水平带来一定影响。
- 煤炭价格波动。公司发电资产中燃煤发电机组占比较高，煤炭价格波动对公司火电业务经营成本具有较大影响。
- 蒙西市场供大于求局面依然存在。短期内蒙西电网电力市场供大于求的局面不会有大的改变，内蒙古自治区电力送出受限问题仍然存在，将对公司未来发展战略和经营目标产生一定影响。

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.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。

概 况

发债主体概况

公司是 1993 年经内蒙古自治区人民政府批准设立的股份有限公司，以社会募集方式设立。1994 年 3 月，公司向社会公众公开发行人民币普通股股票（A 股）5,000 万股，同年 5 月 20 日“内蒙华电”股票（股票代码：600863）在上海证券交易所挂牌交易，公司成为内蒙古自治区第一家上市公司，控股股东为内蒙古电力（集团）有限责任公司。2004 年电力体制改革后，公司控股股东变更为北方联合电力有限责任公司（以下简称“北方电力”）。2005 年 6 月，中国华能集团公司控股北方电力。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 58.08 亿元；其中，第一大股东北方电力持股 56.63%，其隶属于中国华能集团公司。公司实际控制人为中国华能集团公司，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司主要从事火力发电、供应，蒸汽、热水的生产、供应、销售、维护和管理；风力发电以及其他新能源发电和供应；对煤炭、铁路及配套基础设施项目投资等。截至 2017 年 3 月末，公司可控发电装机容量达到 1,022.84 万千瓦，权益装机容量达 1,016.34 万千瓦。

截至 2016 年末，公司资产总额 396.83 亿元，所有者权益 135.06 亿元，资产负债率 65.97%；2016 年公司实现营业总收入 91.86 亿元，净利润 5.95 亿元，经营活动净现金流 21.42 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 389.08 亿元，所有者权益 132.58 亿元，资产负债率为 65.93%；2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 19.55 亿元，净利润-2.27 亿元，经营活动净现金流 0.75 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
发行主体	内蒙古蒙电华能热电股份有限公司
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
发行规模	不超过人民币 191,100 万元（含人民币 191,100 万元）
债券期限	自发行之日起 6 年

偿还方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	自可转换公司债券发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格确定	本次发行可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日均价，具体初始转股价格公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。
赎回条款	在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。
回售条款	在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。
募集资金用途	最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

电力行业

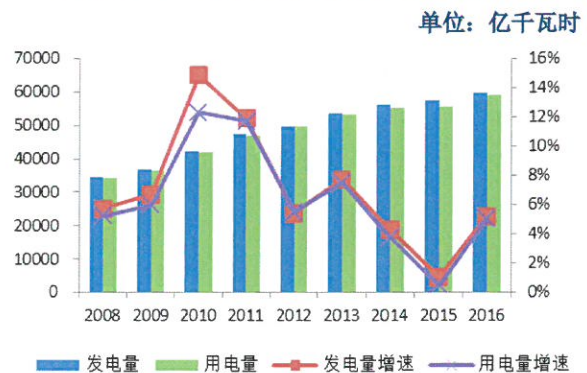
电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关。2013 年以前，随着我国经济高速增长，国内电力需求保持较快的增长速度，其中 2000~2007 年全社会用电量年复合增长率达 13.63%，2008 年受金融危机影响，用电量增速明显下滑，2009~2012 年，受宏观经济增速波动等因素影响，全社会用电量增速亦有所波动，2013 年我国宏观经济企稳，且受夏季持续高温天气、冬季气温偏暖等影响，2013 年前三季度用电增速逐季回升，第四季度增速有所回落，2013 年全年全国全社会用电量 53,225 亿千瓦时，同比增长 7.19%。2014 年，全国全社会用电量 55,213 亿千瓦时，同比增长 3.74%，比上年回落 3.45 个百分点，其中第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量占比分别为 1.80%、73.60%、12.06%和 12.55%。2015 年宏观经济增速延续持续放缓的态势，全国电力供需形势总体宽松。当年全国全社会用电量 55,500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.2 个百分点，电力需求增速创 1998 年以来新低。分产业看，第一产业用电量 1,020 亿千瓦时，同比增长 2.5%；第二产业用电量 40,046 亿千瓦时，同比下降 1.4%；第三产业用电量 7,158 亿千瓦时，同比增长 7.5%；城乡居民生活用电量 7,276 亿千瓦时，同比增长 5.0%。2016 年，随着中国经济增速的企稳，加之夏季持续高温天气的影响，全国全社会用电量 59,198 亿千瓦时，同比增长 6.7%，增幅创近三年新高。分产业看，第一产业用电量 1,075 亿千瓦时，同比增长 5.4%；第二产业用电量 42,108 亿千瓦时，同比增长 5.1%；第三产业用电量 7,961 亿千瓦时，同比增长 11.2%；城乡居民生活用电量 8,054 亿千瓦时，同比增长 10.7%，当前拉动用电增长的主要动力继续从传统高耗能行业继续向服务业和生活用电转换。

电力装机容量方面，虽然近几年用电需求增速放缓，但我国发电设备装机容量仍保持较快增速。截至 2016 年末，全国发电设备装机容量 16.46 亿千瓦，同比增长 8.2%，增速较 2015 年下降 2.4 个百

分点，但仍高于全社会用电量增速，电力供应能力总体充足。具体来看，水电装机容量 3.32 亿千瓦，占全部装机容量的 20.18%；火电 10.54 亿千瓦，占全部装机容量的 64.04%；核电 0.34 亿千瓦，并网风电 1.49 亿千瓦，并网太阳能发电 0.77 亿千瓦。

电源结构方面，最近几年来，中国通过提高环保标准，鼓励可再生能源、清洁能源和节能性能优良的先进机组加快建设、优先安排发电计划和优先上网销售等方式，逐步改善中国电源结构，降低高污染、高耗能发电机组在中国电力供应中的比例，各类型发电机组装机容量和发电量均有不同比例的上升；同时，火力发电项目的装机容量占全部发电项目装机容量的比重有所下降，但火力发电机组的发电量占电力行业全口径发电量的比重均保持在 71%以上；水电、风电等清洁能源的比重有所上升。

图 1：2008~2016 年全国电力生产及消费情况



资料来源：国家能源局，中电联，中诚信证评整理

我国发电机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2013 年以来，我国经济增速和用电需求增速放缓，受此影响，2014~2016 年全年 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数分别为 4,318 小时、3,988 小时和 3,785 小时，整体呈下降态势；同期火电设备平均利用小时数分别为 4,739 小时、4,364 小时和 4,165 小时，水电设备平均利用小时数分别为 3,669 小时、3,590 小时和 3,621 小时，并网风电设备平均利用小时数分别为 1,900 小时、1,724 小时和 1,742 小时，核电设备平均利用小时数分别为 7,787 小时、7,403 小时和 7,042 小时，各类型发电机组平均利用小时数具体见表 2。整体来看，由于自然条

件的变化，风电、水电等发电机组类型在发电利用小时上出现一定程度的波动；火电发电机组由于受整体电力需求增速放缓、环保和节能减排压力，新

能源装机比重不断增加等因素综合影响，平均利用小时呈下降趋势。

表 2：2014~2016 年中国各类型机组年末装机容量、年度发电量和发电小时数

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)
装机容量 (万千瓦)						
火电	92,363	67.41	100,554	65.93	105,388	64.04
水电	30,486	22.25	31,954	20.95	33,211	20.18
风电	9,657	7.05	13,075	8.57	14,864	9.03
核电	2,008	1.47	2,717	1.78	3,364	2.04
太阳能	2,486	1.81	4,218	2.77	7,742	4.70
其他	19	0.01	9	0.01	6	0.00
总计	137,018	100.00	152,527	100.00	164,565	100.00
发电量 (亿千瓦时)						
火电	43,030	75.76	42,307	73.71	42,886	71.60
水电	10,601	18.66	11,127	19.39	11,807	19.71
风电	1,598	2.81	1,856	3.23	2,410	4.02
核电	1,332	2.35	1,714	2.99	2,132	3.56
太阳能	235	0.41	395	0.69	662	1.11
其他	5	0.01	1	0.00	0	0.00
总计	56,801	100.00	57,399	100.00	59,897	100.00
发电小时 (小时)						
火电	4,739	-5.61	4,364	-8.66	4,165	-4.56
水电	3,669	9.22	3,590	-2.15	3,621	0.86
风电	1,900	-6.15	1,724	-9.26	1,742	1.04
核电	7,787	-1.10	7,403	-4.93	7,042	-4.88
太阳能	1,235	-7.96	1,225	0.85	-	-
平均	4,318	-4.51	3,988	-8.28	3,785	-5.09

注：上述水电数据包含抽水蓄能的水电站
数据来源：中电联，中诚信证评整理

2016 年 11 月，国家正式发布《电力发展十三五规划（2016~2020 年）》，指出按照非化石能源消费比重达到 15% 的要求，到 2020 年，非化石能源发电装机容量达到 7.7 亿千瓦左右，比 2015 年增加 2.5 亿千瓦左右，占比约 39%，提高 4 个百分点，发电量占比提高到 31%；气电装机容量增加 0.5 亿千瓦，达到 1.1 亿千瓦以上，占比超过 5%；煤电装机容量力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%，未来电源结构将得到进一步优化。

表 3：电力装机中长期发展目标

类别	单位：亿千瓦	
	2015 年	2020 年预期
煤电	9	<11
气电	0.66	1.1
常规水电	2.97	3.4
抽水储能	0.23	0.40
风电	1.31	2.1
太阳能	0.42	1.10
核电	0.27	0.58

资料来源：《电力发展十三五规划（2016~2020 年）》，中诚信证评整理

总体来看，2016 年受中国经济增速企稳以及夏季持续高温天气的影响，全社会用电量增速有所回升，全国电力供应能力总体充足，非化石能源发电

装机及发电量保持较快增长，但火力发电利用小时数仍呈下降趋势。中诚信证评认为，未来全国用电需求整体上仍将保持增长态势，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，我国电源结构更加丰富，可持续发展能力将进一步增强，但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。

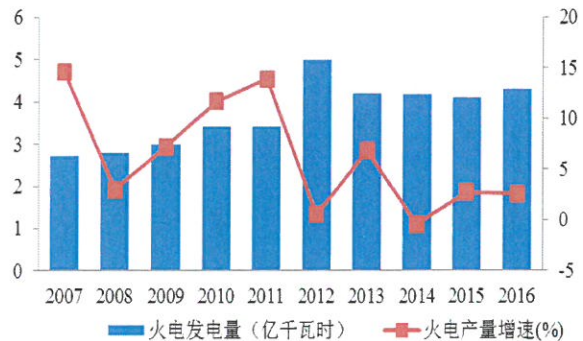
煤炭行业

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在 70%左右。长期看，随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期来说，煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策、运输通道建设等因素的影响。

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 85%以上。2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭价格下跌，煤炭行业景气度持续下滑。总体来看，煤炭行业面临的下滑态势属长周期性的转折，未来煤炭行业增速将显著放缓。

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近 50%，对煤炭行业的发展影响最大。2015 年以来，受到经济发展趋缓、节能减排力度加大以及“暖冬”等因素影响，全国发电量出现负增长。2015 年，全国发电量为 5.62 万亿千瓦时，同比下降 0.2%，其中火电发电量为 4.10 万亿千瓦时，同比下降 2.8%。2016 年，受益于工业景气度提升，全国用电需求增长，1~12 月火电累计发电量 4.29 万亿千瓦时，同比增长 2.4%，随着火电发电量小幅增加，电力行业煤炭消费量同比略有上升。长期来看，宏观经济增速放缓以及环保压力增大都将持续压制电力行业对煤炭的需求。

图 2：2007~2016 年火电发电量及增速情况



资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

“十二五”期间，国家继续积极推进煤炭行业结构调整，通过整合、淘汰中小煤矿落后产能和去过剩产能等方式调整煤炭产业结构，促进煤炭工业健康发展。2014 年以来，政府开始陆续发布行业限产政策，在遏制超产、总量控制以及在建矿治违等方面出台一系列政策，促进煤炭行业的产能调整。2015 年政府继续发布行业限产政策，主要的着力点是明确和打击“不合规”煤炭产能和淘汰落后产能。2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），对供给侧改革提出了明确的目标和立体化的解决方案。2016 年 4 月，国务院发改委和能源局等四部门联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号），明确要求自 2016 年开始，全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。2016 年 12 月国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》明确全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部，并指出到 2020 年，基本建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系，化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 万吨/年左右，到 2020 年煤炭产量 39 亿吨。

表 4：煤炭行业相关政策

时间	政策名称	内容
2015.3	《做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》（国能煤炭[2015]95 号）	公布了全国 2015 年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在 2015 年要淘汰煤炭行业落后产能 7,779 万吨/年、煤矿 1,254 座。
2015.4	《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》（国能煤炭[2015]120 号）	明确提出到 2015 年底开展严格治理煤矿超能力生产专项活动，煤矿全年产量不得超过公告的生产能力，月度产量不得超过月度计划的 110%；无月度计划的，月度产量不得超过公告生产能力的 1/12。
2015.7	《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的严格治理违法违规煤矿建设和通知》（发改运行[2015]1631 号）	要求有关部门和行业企业必须严格治理违法违规煤矿建设和生产，严格治理超能力生产。
2016.2	国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号）	从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。
2016.4	发改委《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号）	全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。
2016.9	“稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨预案启动工作会议”	会议确定中国煤炭工业协会与符合先进产能条件的大型煤炭企业签订自愿承担稳定市场调节总量任务的相关协议，部分先进产能将被获准适当释放，但调整后的年度产量仍不能突破 276 个工作日核定的产能。
2016.10	国务院《关于市场化银行债权转股的指导意见》	1.禁止将“僵尸企业”列为债转股对象；2.银行不得直接将债权转为股权，银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现；3.银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件；4.鼓励社会资本参与、政府不兜底；5.多元化股权转让方式。
2016.12	国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》	明确全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从去产能执行情况看，根据煤炭工业协会的统计，2006~2015 年，全国累计关闭落后煤矿 16,866 处，淘汰落后产能约 11 亿吨/年，其中 2010~2015 年淘汰落后产能约 8 亿吨/年。2016 年，在国家化解过剩产能政策指导下，全国退出产能超额完成目

标任务。中央企业实际退出产能 3,497 万吨，陕西、河南、山西、贵州、湖南和四川等省份退出产能也均超过 2,000 万吨。2014~2016 年，我国煤炭产量分别为 38.7 亿吨、36.8 亿吨和 33.64 亿吨，呈逐年下降趋势，去产能政策取得一定成效。目前，央企以及多个省市出台了 2017 年煤炭去产能目标，其中央企计划化解过剩产能 2,473 万吨，山西、河南和贵州去产能目标也分别达到 2,000 万吨、2,000 万吨和 1,500 万吨。此外，《煤炭工业发展“十三五”规划》指出，“十三五”期间，我国将化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右。在加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能基础上，综合运用安全、质量、环保、能耗、技术、资源规模等政策措施，更多采用市场化法治化的办法，引导过剩产能有序退出。

从煤炭价格走势来看，2014 年以来，受宏观经济发展和固定资产投资等增速下滑影响，全国煤炭价格整体呈现震荡下行趋势。2016 年以来，在煤炭行业去产能以及下游市场需求企稳的背景下，煤炭价格出现反弹并快速回升。截至 2016 年 12 月，大同动力煤 Q6000 车板价达到 485 元/吨，比年初上涨 230 元/吨，涨幅为 110.87%。

图 3：2010 年以来大同动力煤 Q6000 车板价走势图

单位：元/吨



数据来源：聚源数据，中诚信证评整理

从前述政策发布以来的情况来看，2016 年当年我国绝大多数矿井均按照 276 个工作日的产能安排了生产布局，煤矿超能力生产得到有力遏制，助推煤价大幅上涨。为了抑制煤价异常波动，保证煤炭行业的平稳健康发展，2017 年 3 月 7 日，国家发改委网站公开发文表态，2016 年临时实施的 276 个工作日限产措施，在 2017 年将得到宽松执行。基本

考虑是，先进产能煤矿和生产特殊紧缺煤种的煤矿原则上不实行减量化生产措施；煤炭调入数量多、去产能后资源接续压力大的地区，由所在地省级政府自行确定是否实行减量化生产措施，国家不做硬性要求。总体目标是将煤炭价格控制在一个绿色合理区间，抑制过快的大涨大跌，预计短期内我国煤炭价格将逐步稳定在一定范围内。中诚信证评认为，在全球能源发展计划、国家“十三五”规划以及环保政策等背景下，未来我国仍将对煤炭行业延续“调结构”、“去产能”的政策导向，同时将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，促进煤炭工业健康发展。

总体来看，近年来煤炭主要下游行业景气度下滑，未来宏观经济增速的持续放缓和环保政策趋严都将继续压制煤炭需求增长。煤炭需求下滑与产能过剩的矛盾依然存在，供给侧改革仍将持续，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，加之国家将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨，短期内煤炭价格将逐步稳定在一定区间。

竞争优势

强有力的股东支持

公司控股股东北方电力是内蒙古最大的发电企业，电源结构以火电机组为主，主要向蒙西电网和华北电网送电。截至 2017 年 3 月末，北方电力蒙西电网内的装机容量 1,229.11 万千瓦，占蒙西电网统调装机容量的 19.09%，继续在蒙西电网中保持领先地位。

为支持内蒙华电发展，避免同业竞争，2011 年 7 月，北方电力作出如下承诺：“将内蒙华电作为北方电力煤电一体化等业务的最最终整合平台；北方电力将根据相关资产状况，逐步制定和实施资产整合的具体方案，力争用五年左右时间，将相关所属资产在盈利能力以及其他条件成熟时，逐步注入内蒙华电；北方电力在项目开发、投资、建设等方面优先支持内蒙华电。”北方电力已于 2012 年 3 月将北方魏家峁煤电有限责任公司（以下简称“魏家峁煤电公司”）全部股权以及内蒙古聚达发电有限责任公司（以下简称“聚达发电公司”）全部股权注入公

司，从而减少了公司与北方电力之间的同业竞争与关联交易，并使得公司装机规模和竞争实力进一步增强。2014 年，北方电力将其持有的蒙达发电（4*33 万千瓦）43% 的股权以及所属丰镇发电厂 5、6 号机组（2*20 万千瓦）注入公司，公司支付 10.47 亿元作为收购对价。随着该项资产注入的完成，公司与北方电力之间的同业竞争与关联交易进一步减少，公司装机规模和整体竞争实力继续增强。

总体来看，作为北方电力煤电一体化等业务的最最终整合平台，公司在项目开发、投资、建设等方面得到了股东的大力支持；未来北方电力将适时继续把优质电力资产和煤炭资源注入公司，公司装机规模和整体竞争实力还将进一步增强。

良好的区位优势

公司电力资产全部集中在内蒙古区域。煤炭方面，内蒙古自治区煤炭资源丰富，2016 年内蒙古自治区煤炭产量达到 9.08 亿吨，煤炭产量位居全国各省区首位，内蒙古自治区较大的煤炭产量为发展大型煤电基地提供了良好的条件。

2014 年 5 月，国家能源局印发了《关于加快推进大气污染防治行动计划 12 条重点输电通道建设的通知》（国能电力[2014]212 号），同意包括内蒙古自治区 4 条通道在内的 12 条输电通道开展前期工作。2014 年 6 月，国务院办公厅印发《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，将推进煤电大基地大通道建设。重点建设晋北、晋中、晋东、神东、陕北、黄陇、宁东、鲁西、两淮、云贵、冀中、河南、内蒙古东部、新疆等 14 个亿吨级大型煤炭基地，到 2020 年，基地产量占全国的 95%。采用最先进节能环保发电技术，重点建设锡林郭勒、鄂尔多斯、晋北、晋中、晋东、陕北、哈密、准东、宁东等 9 个千万千瓦级大型煤电基地。发展远距离大容量输电技术，扩大西电东送规模，实施北电南送工程。2014 年 8 月，锡盟~山东 1,000 千伏特高压交流输变电工程获得核准。2015 年 2 月，蒙西~天津南 1,000 千伏特高压交流输变电工程获得核准。

在国家政策的大力支持下，内蒙古自治区电力行业迎来良好的发展机遇。

突出的装机规模优势

近年来公司在建项目进展顺利，并在股东的大力支持下实现了装机规模的快速增长；截至 2017 年 3 月末，公司可控发电装机容量达到 1,022.84 万千瓦，在内蒙古电力市场保持了较高的份额。魏家崙电厂一期两台 66 万千瓦火电机组分别于 2017 年 1 月和 3 月投产，两台机组全部接入蒙西-天津南特高压交流输变电电网，该项目为公司首个煤电一体化项目，也是内蒙古自治区首个特高压外送电源项目，为公司增加重要的外送电源。

发电上网优势

公司的电源结构以火力发电为主，电厂布局在煤炭资源丰富、电力负荷较大的内蒙古自治区。公司目前控股的上都电厂共计 372 万千瓦的火电机组直供华北电网；上都电厂是国家西电东送北通道的重要电源支撑点和优化华北电网架结构的“点对网”电厂，所发电量经两条 500KV 输电线直送京津唐电网，利用效率有较好保证。同时，公司位于蒙西电网的京达发电厂、聚达发电厂、丰镇发电厂和蒙达发电厂共计 398 万千瓦的火电机组均通过蒙西电网向京津唐电网送电，电力消纳有一定保证。良好的区位优势使得上述机组的发电利用小时数高于全国平均水平，并远高于内蒙古地区的发电机组利用小时数水平。魏家崙电厂一期全部接入蒙西-天津南特高压交流输变电电网，借助于特高压外送通道，魏家崙电厂一期建成投产将提升公司的发电及售电能力。

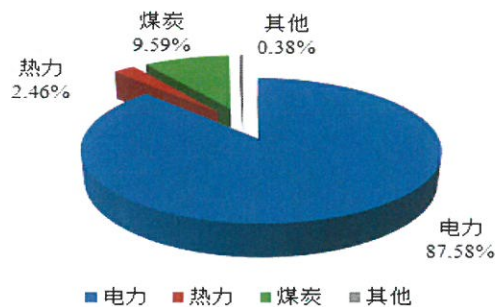
参股电力资产方面，截至 2017 年 3 月末，公司持有内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司和内蒙古大唐国际托克托第二发电有限责任公司各 15%股权，内蒙古岱海发电有限责任公司 49%股权、内蒙古京隆发电有限责任公司 25%股权、内蒙古国华准格尔发电有限责任公司 30%的股权；其分别所属的托克托发电厂、岱海发电厂和京隆发电厂直供华北电网和国华准格尔发电厂通过蒙西电网向京津唐电网送电。至此，内蒙古地区基本所有的外送电厂公司均持有股权。外送电厂较高的发电效率和良好的盈利能力提升了公司整体的竞争实力。

总体来看，公司电力资产优质，所有直供华北电网或通过蒙西电网供京津唐电网的发电厂，公司均实现控股或参股，电力消纳有保障，发电利用效率处于同区域中很高水平；同时公司还能从参股的电厂中获得较为丰厚的投资收益。

业务运营

公司主营业务包括电力销售、热力销售和煤炭销售等。2014~2016 年，公司分别实现营业总收入 136.34 亿元、108.29 亿元和 91.86 亿元，由于上网电量和电价的逐年下降，近三年公司收入规模亦逐年减少。从收入结构来看，2016 年电力销售、热力销售和煤炭销售分别实现收入 80.45 亿元、2.26 亿元和 8.80 亿元，占营业总收入的比重分别为 87.58%、2.46%和 9.59%，电力销售是公司的核心业务。2017 年一季度，公司实现营业总收入 19.55 亿元，同比增长 17.18%，主要系公司所属魏家崙煤电公司两台 66 万千瓦发电机组在一季度正式投入运行，以及公司所属上都发电公司直送华北地区电量有所增加，使得公司上网电量同比增加 11.65 亿千瓦时。

图 4：2016 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

电力销售业务

电力资产

近年来，内蒙华电通过新建和收购等方式实现了装机规模的快速增长。2014 年 12 月，北方电力将其持有的内蒙古蒙达发电有限责任公司（以下简称“蒙达发电”）（4*33 万千瓦）43%的股权以及其下属的丰镇发电厂 5-6#机组（2*20 万千瓦）以 10.47 亿元转让给公司。魏家崙电厂一期两台 66 万千瓦

机组先后于 2017 年 1 月和 3 月全部投产。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%股权的转让;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%股权的转让;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。截至 2017 年 3 月末,公司可控发电装机容量 1,022.84 万千瓦,权益发电装机容量 1,016.34 万千瓦。

表 5: 截至 2017 年 3 月末公司已投运控股电厂情况

单位: 万千瓦、%

公司/发电厂	装机结构	装机规模	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
乌海发电厂	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
内蒙古蒙达发电有限责任公司	4×33	132	53
白云鄂博风电场	61×0.081	4.94	100
内蒙古电网小计	-	508.94	-
乌力吉木仁风电场	33×0.15	4.95	100
额尔格图风电场	30×0.165	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
魏家峁电厂一期	2×66	132	100
华北电网小计	-	504	-
合计	-	1,022.84	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从电源结构上看,公司以火电机组为主,截至 2017 年 3 月末,公司火电机组装机规模为 1,008 万千瓦,占公司可控装机容量的 98.55%。截至 2017 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 82.53%,60 万千瓦及以上机组容量占火电总装机容量的 53.71%,成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。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,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,其与上都电厂都位于华北电网,借助于特高压外送通道,魏家峁电厂一期建成投产将提升公司的发电及售电能力。

总体来看,随着公司近几年资产收购的完成和在建项目的投产,公司实现了装机规模的大幅增长,且大容量机组占比也不断提升。此外,公司控股的大部分电厂均为北方电力旗下较为优质的发电资产,受益于良好的区位优势,机组利用效率远高于内蒙古区域电厂的平均水平,公司未来发展还将得到北方电力的大力支持。

火电机组运营与上网

从发电机组运行水平来看,2014~2016 年公司火电机组利用小时数分别为 5,287.00 小时、4,495.00 小时和 4,131.80 小时,同期,全国火电设备利用小时数分别为 4,739 小时、4,364 小时和 4,165 小时。公司 2014~2015 年火电机组利用小时数远超全国平均水平,而 2016 年低于全国平均水平,整体呈逐年下降的态势,主要是 2015 年以来受宏观经济增速放缓影响,蒙西区域电力市场增速缓慢,区域电力市场供大于求、产能过剩,加之风电及光伏发电量大幅增长对火电市场形成一定挤压。2014~2016 年,公司火电机组发电量分别为 484.28 亿千瓦时、411.71 亿千瓦时和 378.47 亿千瓦时;同期,公司火电上网电量分别为 444.07 亿千瓦时、378.30 亿千瓦时和 346.37 亿千瓦时。2017 年一季度,公司火电机组利用小时数、火电机组发电量和上网电量分别为 797.57 小时、78.32 亿千瓦时和 71.69 亿千瓦时。

上网电价方面，2013 年以来，国家发改委四次下调全国范围内煤电上网电价；其中，2016 年 1 月 1 日起，按照《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格[2015]3105 号）要求，内蒙古西部电网燃煤发电上网电价每千瓦时降低 1.65 分，内蒙古西部电网东送电厂对应东送上网电量每千瓦时降低 1.65 分，内蒙古西部直送华北地区燃煤发电上网电价每千瓦时降低 2.912 分；此外，按照自治区经信委有关要求，2016 年进一步扩大交易电量比例和范围，且交易电量降价限额由标杆电价的 20%提高至 25%。受上述因素影响，2014~2016 年公司含税平均上网电价分别为 0.325 元/千瓦时、0.311 元/千瓦时和 0.270 元/千瓦时，呈逐年下降态势。按照自治区经信委有关要求，2017 年交易电量降价限额由标杆电价的 25%降低至 20%。2017 年一季度，公司含税平均上网电价为 0.262 元/千瓦时。

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。”中诚信证评认为，此项政策的出台有助于缓解当前，特别是 2016 年三季度以来电煤价格上涨过快，火电生产企业盈利空间被压缩的局面，公司将从该政策中受益。

供电耗煤方面，公司供电煤耗不断降低。2014~2016 年公司供电标准煤耗分别为 342.32 克/千瓦时、337.73 克/千瓦时和 333.41 克/千瓦时，2017 年一季度供电标准煤耗进一步下降至 329.91 克/千瓦时。

环保改造方面，公司上都发电厂#3、#4 机组，乌海发电厂#6 机组已于 2014 年完成了脱硫增容改造，公司综合脱硫效率提高至 94%以上。脱硝方面，2014 年脱硝改造完成的机组包括上都发电厂#3、#4 机组，乌海发电厂#6 机组，内蒙古蒙华海勃湾发电有限责任公司#3、#4 机组等。改造之后的脱硝效率

大于 80%，运行稳定。截至 2016 年末，公司共有 24 台机组取得脱硫、脱硝电价，23 台机组取得了除尘电价，并且已有 5 台机组取得了超低排放电价。

表6：近年来公司火电机组主要运营指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
发电量（亿千瓦时）	484.28	411.71	378.47	78.32
上网电量（亿千瓦时）	444.07	378.30	346.37	71.69
机组利用小时数（小时）	5,287	4,495	4,131.80	797.57
全国火电机组利用小时数（小时）	4,739	4,364	4,165	-
含税平均上网电价（元/千瓦时）	0.325	0.311	0.270	0.262
供电标准煤耗（克/千瓦时）	342.32	337.73	333.41	329.91

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2016年末，公司所属乌海发电厂、丰镇发电厂、蒙华海电公司、蒙达发电、上都公司、丰泰公司均实现了供热，发电利用小时数处于蒙西电网中较好水平。2014~2016年公司售热量分别为597.35万吉焦、667.96万吉焦和873.63万吉焦；2014~2016年公司供热实现销售收入分别为1.39亿元、1.67亿元和2.26亿元。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，供热业务亏损。但近年来，公司通过改造现有机组增加供热能力，逐步提高向用户直接供热及工业供热比例，公司供热业务盈利能力有所改善。

煤炭采购

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。2014~2016年的采购量分别为2,941万吨、2,369万吨和2,369万吨。标煤采购单价方面，2014~2016年公司不含税标煤采购单价分别为312元/吨、270元/吨和316元/吨。2015年采购单价较低主要是受煤炭市场低迷影响，2016年下半年以来煤炭价格有所回升，2017年一季度公司煤炭采购量为511万吨，不含税标煤采购单价为328元/吨。

表7：近年来公司煤炭采购情况

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
采购量（万吨）	2,941	2,369	2,369	511
耗用量（万吨）	2,931	2,472	2,368	499
标煤采购单价（不含税，元/吨）	312	270	316	328

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来通过收购和在建电力项目的投产，公司电力装机规模不断扩大。公司大部分电厂为“点对网”电厂或“网对网”电厂，发电利用效率有保障，机组整体利用水平高于内蒙古地区的平均利用水平。同时，受益于公司近年来持续推行热电联产技术改造，供热业务的盈利能力有所改善。但中诚信证评关注到，受 2015 年以来宏观经济增速放缓影响，蒙西区域电力市场增速缓慢，公司火电机组利用水平降低，上网电量有所减少，加之 2013 年以来煤电上网电价的四次下调，对公司的盈利水平产生一定影响。此外，由于公司火电机组占比很高，电煤价格波动和电价调整政策对公司影响较大，中诚信证评将对此保持关注。

风电机组运营与上网

新能源电力方面，乌力吉木仁风电场一期和额尔格图风电场一期位于蒙东电网，分别于 2012 年 2 月和 10 月投运；白云鄂博风电场位于蒙西电网，于 2013 年 10 月下半年投入运营；截至 2017 年 3 月末，公司风电装机规模达到 14.84 万千瓦。

表8：近年来公司风电运营情况

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
发电量（亿千瓦时）	1.87	1.74	1.36	0.4
上网电量（亿千瓦时）	1.85	1.70	1.32	0.39
机组利用小时数（小时）	1,262.00	1,173.00	913.12	271.34
蒙东网电价（不含税）（元/千瓦时）	0.4615	0.4573	0.4660	0.4568
蒙西网电价（不含税）（元/千瓦时）	0.4359	0.4359	0.4359	0.4359

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

发电利用小时方面，2014~2016 年公司风电机组利用小时数分别为 1,262.00 小时、1,173.00 小时和 913.12 小时，2016 年利用小时数较上年减少 22.16%，低于全国平均水平，主要系区域弃风限电

所致，公司该年度风电发电量和上网电量也均受此影响。2014~2016 年公司风电发电量分别为 1.87 亿千瓦时、1.74 亿千瓦时和 1.36 亿千瓦时；上网电量分别为 1.85 亿千瓦时、1.70 亿千瓦时和 1.32 亿千瓦时。公司风电上网电价近年来均保持稳定，2016 年公司风电机组在蒙东网和蒙西网的风电上网电价分别为 0.4660 元/千瓦时和 0.4359 元/千瓦时。

2016 年以来，受区域弃风限电影响，公司风电发电量有所下降；公司发行本次债券募集资金收购北方电力持有的公司参股公司内蒙古北方龙源风力发电有限责任公司 81.25% 股权，若该项收购完成将进一步提升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，中诚信证评将持续关注该收购事项的进展。

总体来看，近年来，公司继续发展清洁能源，并计划收购风电资产，扩充风电装机规模。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，公司风电机组利用水平呈逐年下降趋势，中诚信证评将持续关注“弃风限电”可能对公司盈利能力带来的影响。

煤炭销售业务

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，主要用于魏家峁电厂一期项目。由于魏家峁电厂于 2017 年 3 月正式投产，在此之前该煤矿的产煤主要外销。

2014~2016 年，公司煤炭销售分别实现收入 9.96 亿元、4.80 亿元和 8.80 亿元，2016 年煤炭销售收入较上年增幅达 83.53%，扭转了亏损局面，主要系 2016 年煤炭市场回暖，煤炭销售价格上涨，公司煤炭产量提升所致。2014~2016 年公司煤炭销售量分别为 631 万吨、423 万吨和 534 万吨；原煤销售价格（不含税）分别为 157.91 元/吨、113.36 元/吨和 164.96 元/吨。2017 年一季度，公司煤炭销售量为 85.25 万吨，销售价格为 254.56 元/吨。

表9：近年来公司煤炭产销情况

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售量（万吨）	631	423	534	85.25
销售价格（不含税，元/吨）	157.91	113.36	164.96	254.56

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，魏家峁煤矿的投产使得公司煤炭产销量大幅增长，经历2014年~2015年煤炭销售价格持续下降后，2016年以来煤炭市场回暖，煤炭销售价格逐步上涨，公司煤炭销售收入也迅速回升。长期来看公司持有的煤炭资源有助于增强公司综合抗风险能力。随着魏家峁电厂一期的投产，魏家峁煤矿所产煤炭直接采用输煤皮带送入电厂，经济效益将不断显现。

公司治理

根据《公司法》、《证券法》等相关法律规定，公司建立了股东大会、董事会、监事会为基础的法人治理结构。结合公司实际，公司2013年6月修订了《独立董事工作细则》、《董事会工作细则》，公司2014年11月分别修订了《公司章程》和《股东大会议事规则》。公司还制定有《董事会议事规则》等制度，对公司的权利机构、决策机构、监督机构和经营管理层进行了规范，确立了公司股东大会为公司的最高权利机构。

公司董事会对股东大会负责，依法行使公司的经营决策权。董事会下设审计委员会、提名委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会四个机构。另外，公司设立证券事务部，负责上市公司的证券管理、信息披露等方面的具体工作。公司监事会对股东大会负责，是公司的监督机构，依法对董事、高级管理人员履行职责及财务状况进行监督、检查。公司管理层具体负责实施股东大会和董事会决议，开展公司的日常生产经营管理工作。

资金管理方面，公司制定了《募集资金管理办法》、《防止控股股东及其关联方占用公司资金管理办法》、《内部资金管理及相关权限和授权制度》等制度，形成了严格的资金审批授权程序，规范了公司投资、筹资和资金运营活动，有效地防范了资金活动风险、提高了资金效益。结合北方电力新上的ERP融资管理SAP系统，有效地降低了财务费用。

采购管理方面，公司及所属企业制定了《物资采购管理办法》、《物资管理标准》、《备品配件管理办法》、《备品配件联合储备与调用管理办法》等制度，明确了相关部门和人员的职责权限及请购、审批、验收、付款等程序，堵塞了采购供应环节的漏洞，有效降低了采购风险。公司通过ERP系统实现了系统内电厂之间的物资调拨，有效降低了物资库存，减少了资金占用。

销售管理方面，针对公司销售的产品主要为电力、热力和煤炭的实际情况，公司及所属企业制定了《市场营销管理办法》等制度。电力、热力全部归集至公司专户进行管理，煤炭销售收入主要通过运销公司进行结算。

资产管理方面，公司制定了全面资产管理体系，制定了《固定资产管理办法》、《资产损失核销管理办法》、《非生产用固定资产购路管理办法》等制度。建立健全了固定资产、存货盘点清查等各业务领域和环节的管理制度，并严格按照各项资产管理制度和授权审核程序执行运作。公司聘请了专业的资产评估公司对关停机组进行了资产评估，并进行了相关资产的减值测试。

工程项目管理方面，公司及所属企业建立了投资立项、设计方案、工程预算、工程招标、工程管理、工程监理、工程成本、竣工验收等一系列规章制度，主要包括《基建设计管理办法》、《基建质量管理办法》、《基建工程造价管理办法》、《基建监督管理办法》等。明确了各岗位职责权限，形成了严格有效的工程管理制度。

战略规划

公司的发展战略是建设煤电一体化的综合性能源公司，以大容量、高参数、低能耗的大型火力发电机组为主，大力发展电力外送项目，包括特高压电源点建设以及清洁能源建设，将公司建设成为一流的综合性能源公司。魏家峁电厂一期（2*66万千瓦）火电项目分别于2017年1月和3月投产，公司的发电能力和盈利能力将进一步增长。此外，和林电厂一期2*60万千瓦级火电项目正在稳步推进。

按照国家电力规划，国家将大力发展特高压电

网，内蒙古作为国家特高压电网的重要电源基地，大型煤电项目已陆续进入规划中。公司将依托煤电基地开发和外送电通道建设，抓住特高压建设的战略机遇，重点开发建设通过特高压或点对网向区外送电的“煤电一体化”项目。中诚信证评将持续关注特高压线路的建设进度以及魏家崙电厂一期和和林电厂一期未来的电力消纳问题。

在建项目方面，和林电厂一期 2*60 万千瓦级火电项目仍处于项目建设阶段，魏家崙电厂一期仍有部分处于尾工阶段。截至 2017 年 3 月末，上述项目已完成投资 80.17 亿元，和林电厂预计于 2018 年投产。未来随着该项目的投产，公司装机规模还将进一步提升。

表10：截至2017年3月末公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目名称	建设内容	持股比例	项目总投资	已完成投资	未来投资计划		
					2017.4~12	2018	2019
魏家崙电厂一期	2*66万千瓦火电	100%	61.10	52.81	8.29	-	-
和林发电厂一期	2*66万千瓦火电	100%	57.54	27.36	9.48	20.7	-
合计	-	-	118.64	80.17	17.77	20.7	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，魏家崙电厂一期投产，为公司首个煤电一体化项目及自治区首个特高压外送电源项目；未来随着和林电厂一期投产，公司的装机规模还将进一步提升。

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 2014~2016 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2017 年一季度财务报表。

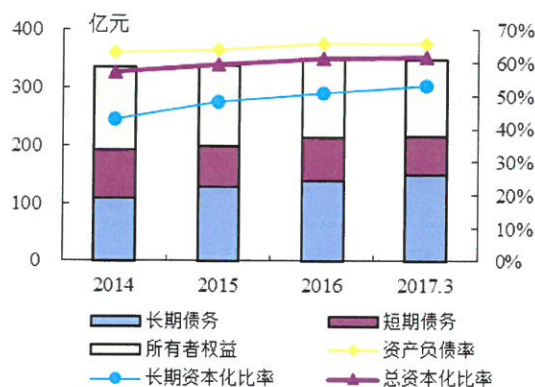
资本结构

随着装机容量的增加，近年来公司资产规模呈上升趋势。2014~2016 年末，公司总资产分别为 387.73 亿元、382.15 亿元和 396.83 亿元；公司对外部融资的需求增加，负债总额分别为 244.51 亿元、245.06 亿元和 261.77 亿元；同期，公司所有者权益有所下降，分别为 143.22 亿元、137.09 亿元和 135.06 亿元，主要是由公司每年分红所致。截至 2017 年 3 月末，公司总资产、总负债及所有者权益分别为 389.08 亿元、256.50 亿元和 132.58 亿元。

财务杠杆比率方面，2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 63.06%、64.13%和 65.97%；总资本化比率分别为 57.24%、59.28%和 61.15%，截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率及总资本化比率分别为 65.93%和 61.83%，财务杠杆比率略有上升但

仍处于同行业较好水平。

图 5：2014~2017.3 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

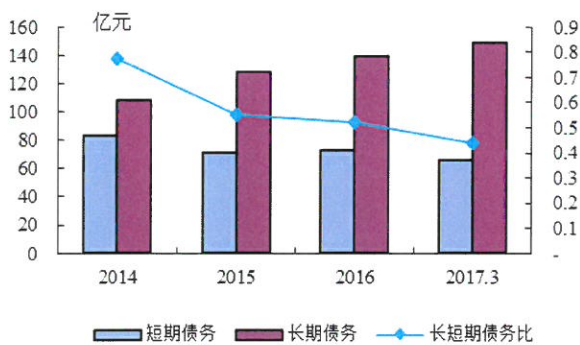
从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，近年来非流动资产占总资产的比例保持在 90% 以上。截至 2016 年末，公司非流动资产为 377.07 亿元，占总资产比重为 95.02%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，占非流动资产的比重分别为 56.86%、16.58%和 11.02%。其中，固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备等，金额为 214.40 亿元，在建工程主要为在建的火电项目，金额为 62.51 亿元，无形资产主要为土地使用权和采矿权等，公司固定资产等非流动资产占总资产的比例较高，符合电力行业资本密集型的特点。

从负债结构来看，公司非流动负债占比较高，截至 2016 年末，公司非流动负债为 143.31 亿元，占负债总额的比重为 54.75%，主要为长期借款、应

付债券，占流动负债的比重分别为 82.77% 和 14.65%，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。截至 2016 年末，公司流动负债为 118.46 亿元，占负债总额的比重为 45.25%，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 33.89%、27.28%、20.09% 和 14.34%。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、设备款。

从债务结构来看，2014~2016 年末，公司总债务分别为 191.74 亿元、199.58 亿元和 212.61 亿元，其中短期债务分别为 83.58 亿元、71.06 亿元和 72.99 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.77、0.55 和 0.52，截至 2017 年 3 月末，公司总债务为 214.78 亿元，长短期债务比为 0.44，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 6：2014~2017 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

表 11：2014~2017.Q1 公司主要业务收入结构及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2014		2015		2016		2017.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	124.16	25.09	101.43	22.43	80.45	13.55	16.19	-4.03
煤炭	9.96	-0.90	4.80	-38.67	8.80	36.36	2.17	46.59
热力	1.39	-30.10	1.67	-8.20	2.26	-0.80	1.14	-11.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从期间费用来看，2014~2016 年公司的三费合计分别为 10.22 亿元、9.36 亿元和 7.55 亿元。从期间费用的构成来看，主要系财务费用。2014~2016

整体上看，公司自有资本实力很强，财务杠杆比率略有上升但仍处于适中水平，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

2014~2016 年公司营业收入分别为 136.34 亿元、108.29 亿元和 91.86 亿元，呈逐年下降趋势，主要系公司售电量及上网电价同时下降所致。2014~2016 年毛利率分别为 22.94%、19.28% 和 15.34%，毛利率呈逐年下降趋势，主要系公司上网电价下降及动力煤价格上涨所致，2017 年一季度，公司营业收入为 19.55 亿元，毛利率为 1.17%，毛利率大幅下降是由公司同期煤炭采购价格大幅上涨及公司上网电价下降所致。

分板块来看，公司营业收入主要来源于电力和煤炭业务，2016 年电力和煤炭业务收入分别为 80.45 亿元和 8.80 亿元，占营业收入的比重分别为 87.58% 和 9.59%。从毛利率来看，公司电力业务毛利率逐年下降，2014~2016 年分别为 25.09%、22.43% 和 13.55%，主要为公司上网电价下降及动力煤价格上涨所致。公司煤炭业务毛利率波动较大，2014~2016 年分别为 -0.90%、-38.67% 和 36.36%，主要为煤炭价格波动较大所致。

年，公司三费收入占比分别为 7.50%、8.64% 和 8.22%，三费占比有所波动。2017 年一季度，公司三费合计为 10.82 亿元，三费收入占比为 10.82%。

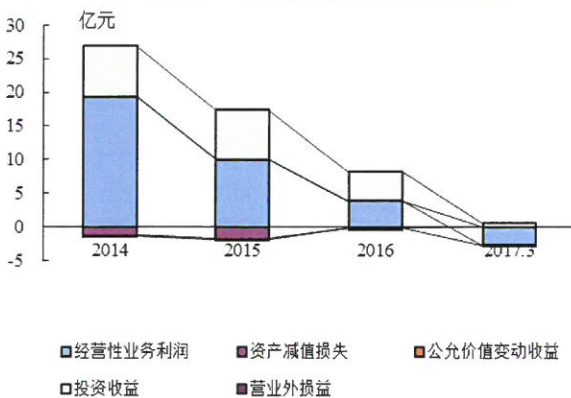
表 12: 2014~2017.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元				
项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0	0	0	0
管理费用	0.30	0.29	0.26	0.06
财务费用	9.92	9.06	7.30	2.06
三费合计	10.22	9.36	7.55	2.11
营业收入	136.34	108.29	91.86	19.55
三费收入占比	7.50%	8.64%	8.22%	10.82%

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从利润总额来看, 2014~2016 年公司分别实现利润总额 25.53 亿元、15.46 亿元和 7.95 亿元, 呈逐年下降趋势, 主要是受公司营业收入及营业毛利率同时下滑影响。公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益, 同期, 经营性业务利润分别为 19.36 亿元、10.00 亿元和 3.87 亿元; 投资收益分别为 7.49 亿元、7.34 亿元和 4.30 亿元。其中投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益及可供出售金融资产等取得的投资收益, 公司长期股权投资及可供出售金融资产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。2017 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 -2.12 亿元、-2.70 亿元及 0.59 亿元, 利润总额、经营性业务利润为负值主要是由公司营业毛利率大幅下滑所致。

图 7: 2014~2017.Q1 公司利润总额构成



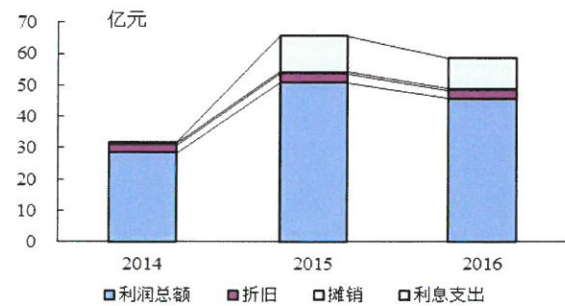
资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总的来看, 受公司售电量、上网电价下调下降及动力煤价格上涨影响, 公司近年来营业收入、毛利率和利润总额呈下滑趋势, 尤其是 2017 年一季度, 公司发生亏损, 中诚信证评将密切关注公司的盈利变化情况。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由折旧、利润总额和利息支出构成, 2014~2016 年, 公司 EBITDA 分别为 55.14 亿元、44.48 亿元和 35.48 亿元, 呈逐年下降态势, 主要是由公司利润总额下降所致, 折旧分别为 18.62 亿元、19.07 亿元和 19.13 亿元, 利息支出分别为 9.97 亿元、9.04 亿元和 7.24 亿元。

图 8: 2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

近年公司债务规模有所上升, 2014~2016 年末, 公司总债务规模分别为 191.74 亿元、199.58 亿元和 212.61 亿元, 截至 2017 年 3 月末, 公司总债务为 214.78 亿元。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看, 2014~2016 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 3.48、4.49 和 5.99 倍, 同期 EBITDA 利息倍数分别为 4.64、4.00 和 3.67 倍, 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度虽然有所减弱但仍处于很强水平。

从经营活动净现金流对债务本息的保障程度看, 2014~2016 年, 公司经营活动净现金/总债务分别为 0.23、0.15 和 0.10 倍, 同期经营活动净现金/利息支出分别为 3.66、2.69 和 2.22 倍, 公司经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所减弱。

表 13：2014~2017 年 3 月末公司主要偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总资产（亿元）	387.73	382.15	396.83	389.08
总债务（亿元）	191.74	199.58	212.61	214.78
资产负债率（%）	63.06	64.13	65.97	65.93
总资本化比率（%）	57.24	59.28	61.15	61.83
经营活动净现金流（亿元）	43.44	29.97	21.42	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.15	0.10	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	3.66	2.69	2.22	0.37
EBITDA（亿元）	55.14	44.48	35.48	-
总债务/EBITDA（X）	3.48	4.49	5.99	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.64	4.00	3.67	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

注：2017 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 2017 年 3 月末，公司获得各家银行授信额度共计 353.27 亿元人民币，未使用的银行授信额度 171.42 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保、无重大法律诉讼事项。

整体而言，公司资本实力很强，财务杠杆水平适中，虽然近年来收入、盈利能力有所下降，但装机规模优势十分突出，股东支持力度很强，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定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；评定“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**。

关于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跟踪评级安排

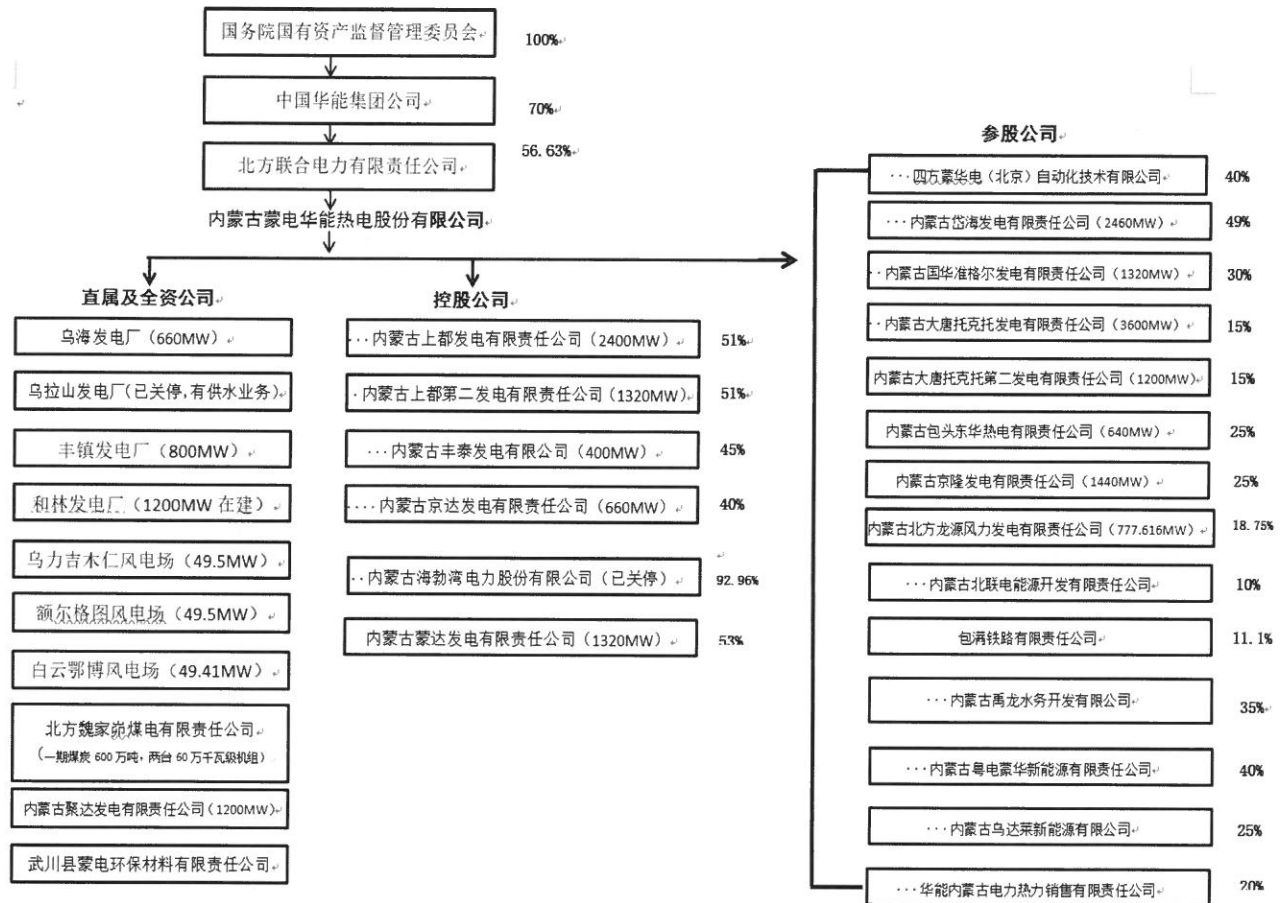
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用等级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次可转债发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

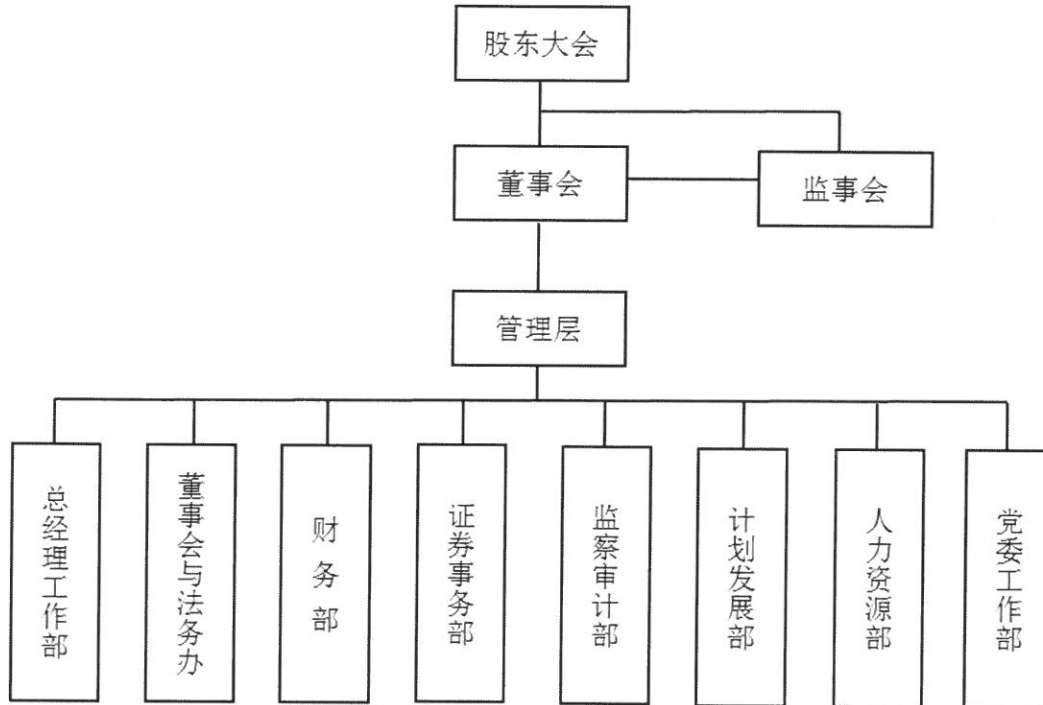
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

附一：内蒙古蒙电华能热电股份有限公司股权结构图（截至 2017 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 2017 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	15,323.67	8,835.28	16,332.44	7,265.97
应收账款净额	122,413.00	78,649.06	100,543.24	111,473.67
存货净额	60,244.18	34,513.76	38,916.32	37,585.64
流动资产	232,013.94	145,307.92	197,548.48	253,694.47
长期投资	330,408.96	331,603.77	317,206.60	309,596.86
固定资产合计	2,303,084.40	2,245,311.56	2,144,029.01	2,501,152.88
总资产	3,877,320.39	3,821,459.24	3,968,275.87	3,890,820.86
短期债务	835,848.93	710,608.82	729,886.74	657,110.27
长期债务	1,081,533.50	1,285,211.85	1,396,172.41	1,490,692.40
总债务（短期债务+长期债务）	1,917,382.43	1,995,820.67	2,126,059.15	2,147,802.67
总负债	2,445,116.73	2,450,603.16	2,617,699.54	2,565,044.86
所有者权益（含少数股东权益）	1,432,203.66	1,370,856.08	1,350,576.33	1,325,776.00
营业总收入	1,363,393.21	1,082,935.30	918,583.44	195,458.63
三费前利润	295,807.20	193,604.26	114,233.82	-5,855.22
投资收益	74,880.30	73,374.48	42,971.46	5,950.39
净利润	206,903.03	121,940.90	59,536.42	-22,742.87
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	551,389.13	444,802.04	354,826.06	-
经营活动产生现金净流量	434,360.75	299,723.61	214,188.22	7,507.25
投资活动产生现金净流量	-316,832.42	-105,628.81	-125,015.17	-60,786.55
筹资活动产生现金净流量	-123,062.92	-200,583.38	-83,702.03	43,972.86
现金及现金等价物净增加额	-5,534.58	-6,488.39	5,471.27	-9,306.47
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	22.94	19.28	15.34	1.17
所有者权益收益率（%）	14.45	8.90	4.41	-6.86
EBITDA/营业总收入（%）	40.44	41.07	38.63	-0.33
速动比率（X）	0.13	0.10	0.13	0.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.15	0.10	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.52	0.42	0.29	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	3.66	2.69	2.22	0.37
EBITDA 利息倍数（X）	4.64	4.00	3.67	-
总债务/EBITDA（X）	3.48	4.49	5.99	-
资产负债率（%）	63.06	64.13	65.97	65.93
总资本化比率（%）	57.24	59.28	61.15	61.83
长期资本化比率（%）	43.02	48.39	50.83	52.93

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2017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
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

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。