



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪271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，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；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
信用评级委员会
二零一九年五月二十七日

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（2019）

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		
发行主体	内蒙古蒙电华能热电股份有限公司		
发行规模	18.7522 亿元		
存续期限	2017/12/22-2023/12/21		
债券代码	110041.SH		
债券简称	蒙电转债		
上次评级时间	2018/06/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

内蒙华电	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	149.15	137.58	164.53
总资产（亿元）	443.69	430.94	429.65
总债务（亿元）	238.33	242.18	213.13
营业总收入（亿元）	97.62	117.83	137.43
营业毛利率（%）	16.44	17.49	21.43
EBITDA（亿元）	39.85	45.60	49.88
所有者权益收益率（%）	4.34	5.79	6.65
资产负债率（%）	66.38	68.07	61.71
总债务/EBITDA（X）	5.98	5.31	4.27
EBITDA 利息倍数（X）	3.73	4.32	4.57

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

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

夏敏 mxia@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月27日

基本观点

2018年，受区域电力市场回暖以及电价政策调整因素影响，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”）整体经营情况良好，营业收入及利润规模同比实现较快增长。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华电主体信用等级为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。
- 盈利能力持续提升。得益于区域电力市场回暖及电价的提升，公司发电收入增加，2018年公司实现营业收入137.43亿元，同比增长16.64%；实现净利润10.94亿元，同比增长37.18%，盈利能力增强。
- 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年末，公司获得各家银行授信额度共计280.80亿元人民币，未使用的银行授信额度117.07亿元，备用流动性充足。

关注

- 煤炭价格波动。2018年煤炭价格继续高位运行，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。

- 热力业务处于亏损局面。主要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；2018年，公司供热业务销售收入为2.65亿元，毛利率为-21.86%，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2018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

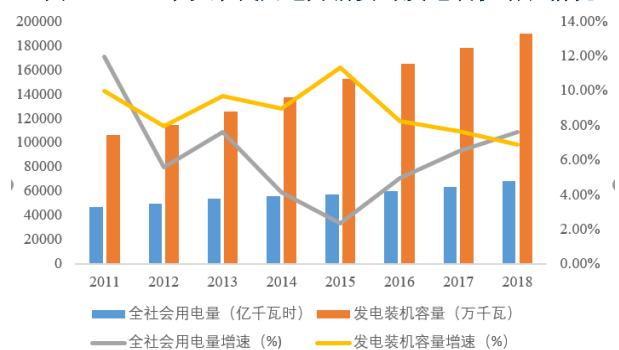
2018年，宏观经济总体延续稳中向好，工业行业供需关系明显改善，企业产能利用率持续回升，拉动工业用电回暖，高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长，工业、交通、居民生活等领域推广的电能替代逐步推进，用电量较快增长。2018年全国全社会用电量6.84万亿千瓦时，同比增长8.5%，较上年提高1.9个百分点，为2012年以来最高增速；各季度同比分别增长9.8%、9.0%、8.0%和7.3%，增速逐季回落，但总体处于较高水平。全国人均用电量4,956千瓦时，人均生活用电量701千瓦时。

从电力消费结构来看，全国电力消费结构持续优化，2018年我国一、二、三产业及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为1.06%、69.01%、15.78%和14.15%；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重分别提高1.78和0.35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1.39个百分点。

细分来看，2018年我国第二产业及制造业用电量增长较快，高技术及装备制造业用电领涨。2018年，第二产业用电量4.72万亿千瓦时、同比增长7.2%，增速为2012年以来新高，同比提高1.7个百分点，拉动全社会用电量增长5.0个百分点。从几大类行业来看，高技术及装备制造业用电量同比增长9.5%，与同期技术进步、转型升级的相关产业和产品较快增长态势基本一致；四大高载能行业用电量增长6.1%，增速同比提高1.2个百分点；消费品制造业用电量增长5.5%，与社会消费品零售总额增速放缓趋势相吻合。第三产业用电量继续快速增长，2018年全年第三产业用电量1.08万亿千瓦时，同比增长12.7%，增速较上年提高2.1个百分点；信息传输、软件和信息技术服务业用电量增长23.5%，继

续延续近年来的快速增长势头，其中互联网和相关服务业、软件和信息技术服务业用电量增速均超过60%；批发和零售业用电量增长12.8%，其中充换电服务业用电量增长70.8%；受电气化铁路、城市公共交通运输、港口岸电、装卸搬运和仓储业等用电持续快速增长拉动，交通运输、仓储和邮政业用电量增长11.7%。随着城镇化率和城乡居民电气化水平的持续提高，城乡居民生活用电快速增长，2018年全年用电量9,685亿千瓦时，同比增长10.3%，增速同比提高2.6个百分点。

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

近年我国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 2018 年末，全国全口径发电装机容量 19.0 亿千瓦，同比增长 6.5%。其中，非化石能源发电装机容量 7.7 亿千瓦，占总装机容量的比重为 40.8%、较上年提高 2.0 个百分点。全国新增发电装机容量 1.2 亿千瓦，较上年减少 605 万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机占新增总装机的 73.0%。2018 年全国新增煤电 2,903 万千瓦，较上年少投产 601 万千瓦，为 2004 年以来的最低水平。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%。

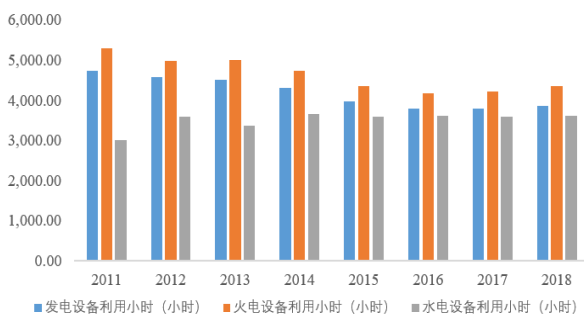
从发电量来看，全国全口径发电量 6.99 万亿千瓦时，同比增长 8.4%。其中，非化石能源发电量 2.16 万亿千瓦时，同比增长 11.1%，占总发电量的

比重为 30.9%，较上年提高 0.6 个百分点。水电发电量 1.23 万亿千瓦时，同比增长 3.2%；火电发电量 4.92 万亿千瓦时，同比增长 7.3%。全国并网太阳能发电、风电、核电发电量分别为 1,775 亿千瓦时、3,660 亿千瓦时、2,944 亿千瓦时，同比分别增长 50.8%、20.2%、18.6%。新能源发电已成为内蒙古、新疆、河北、山东、宁夏、山西、江苏、黑龙江、安徽、吉林等 14 个省份第二大发电类型。

从发电设备利用小时数看，2018 年，全国发电设备平均利用小时为 3,862 小时，较上年提高 73 小时。其中，水电 3,613 小时，较上年提高 16 小时；火电 4,361 小时，较上年提高 143 小时；核电 7,184 小时，较上年提高 95 小时；并网风电 2,095 小时，为 2013 年以来新高，较上年提高 146 小时；并网太阳能发电 1,212 小时，较上年提高 7 小时。

2018 年，各级政府和电力企业等多方共同努力，多措并举推进清洁能源消纳。全国弃风电量 277 亿千瓦时，平均弃风率 7%，同比下降 5 个百分点；全国弃光电量 54.9 亿千瓦时，平均弃光率 3%，同比下降 2.8 个百分点。华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别比上年提高 102 小时、215 小时和 236 小时，西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高 66 和 65 小时。

图 2：2011~2018 年全国 6,000 千瓦及以上
电力设备利用小时数



资料来源：中电联，中诚信证评整理

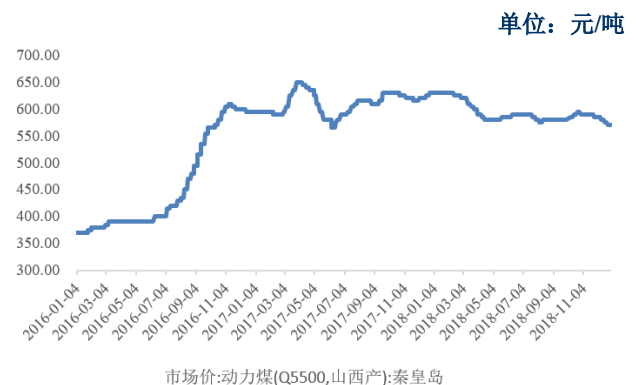
总体来看，2018 年用电增速回升，电网峰谷差加大，全国电力供需从整体宽松转为总体平衡。以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电企业将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；随着国家一系列促进新能源消纳政策发挥效

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。

2018 年煤炭市场价格继续高位运行，煤电价格联动政策未得到有效执行，火电企业仍面临较大的经营压力；未来随着煤电联营的进一步整合，大型煤电一体化集团市场竞争力将更为凸显

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50%~80% 左右，近年来上涨的煤炭价格不断侵蚀火电企业的盈利能力。2018 年全年煤炭价格维持高位震荡，截至 2018 年末，秦皇岛动力煤 5,500 大卡平仓价为 570 元/吨，同比下降 9.5%，整体仍处于高位。此外，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。2018 年，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗由 2017 年的 309 克/千瓦时下降至 308 克/千瓦时。

图 3：2016 年 1 月~2018 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

煤电价格方面，2015 年 4 月国家发改委发布《国家发改委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》（发改价格【2015】3169 号），对煤电价格实行区间联动，以中国电煤价格指数 2014 年各省平均价格为基准煤价（444 元/吨），当周期内电煤价格（每期电煤价格为上一次 11 月至当年 10 月电煤平均数）与基准煤价相比超过每吨 30 元的，对超出部分实行分档累退联动，上网电价调整水平不足 0.2 分/千瓦时的，当年不实施联动，调整金额并入下一周期。2018 年 3 月，为进一步优化营商环境，国家发改委发布了特急文件《关于降低一般工商业

电价有关事项的通知》，通知中称，决定分两批实施降价措施，落实一般工商业电价平均下降 10% 的目标要求，第一批降价措施全部用于降低一般工商业电价，自 2018 年 4 月 1 日起执行，具体措施包括全面落实已出台的电网清费政策；推进区域电网和跨省跨区专项工程输电价格改革；进一步规范和降低电网环节收费及临时性降低输配电价。虽然根据此前出台的煤电联动公式，2018 年应上调火电标杆上网电价，但为降低工商业电价，煤电联动没有得到有效执行，一定程度上加剧了火电企业的经营压力。

煤炭价格高企，煤电价格联动政策未得到有效执行，加之电力市场化改革推进，火电企业经营压力凸显。为降低燃料成本波动对电力企业的影响，2018 年 1 月 5 日，国家发改委、国家能源局、国家环保部等 12 部委联合印发了《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》（以下简称“意见”）。意见明确，支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组，支持发展煤电联营，支持煤炭与煤化工企业兼并重组，支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组等，到 2020 年底，争取在全国形成若干具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。根据意见，促进煤电联营、煤炭和煤化工企业及其他关联企业的兼并重组，将成为未来的发展趋势，大型煤电一体化集团竞争优势将更为凸显。

总体来看，2018 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。2018 年全年煤价高企一定程度上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

公司主要从事电力、热力、煤炭三大业务，2018 年，公司发电量及上网电价双双提升，全年实现营业收入 137.43 亿元，同比增加 16.64%。其中，电力业务是公司的主要收入来源，全年实现业务收入 124.41 亿元，同比增加 16.95%；供热产品销售实现收入 2.64 亿元，同比增长 12.09%；煤炭销售

实现收入 9.04 亿元，同比增长 14.76%。2018 年公司实现净利润 10.94 亿元，同比增加 37.18%，盈利能力持续提升。

表 1：2018 年公司主要产品营业收入及占比情况

单位：亿元、%

分产品	营业收入	较上年同期	占营业收入比重
电力销售	124.41	16.95	90.52
热力销售	2.64	12.09	1.92
煤炭销售	9.04	14.76	6.58

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年全社会用电需求增速提高，区域电力市场回暖，公司发电量和电价双双提升，机组利用小时数同比提高，经营业绩持续增长

公司全部发电资产均位于内蒙古自治区境内。截至 2018 年末，公司可控装机容量 1,100.60 万千瓦，其中火电装机容量 1,008 万千瓦，风电装机容量 92.60 万千瓦。2018 年公司没有新投产机组，可控装机容量规模与上年一致。

公司所属、控股电厂所发电量按照送出情况包括蒙西地区、蒙东地区和华北地区，其中，蒙西地区风电装机容量为 82.70 万千瓦，火电装机容量为 504 万千瓦；蒙东地区为风力发电，装机容量为 9.9 万千瓦；公司“点对网”东送华北电网的电厂为上都电厂，装机容量为 372 万千瓦；北方魏家峁煤电有限责任公司（以下简称“魏家峁煤电公司”）电厂项目两台机组装机容量合计 132 万千瓦接入蒙西-天津南特高压交流输变电电网，所发电量送华北电网。

表 2: 截至 2018 年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 (%)
内蒙古丰电能源发电有限责任公司	4×20	80	51
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	61×0.0810	4.941	100
北方龙源风力发电有限责任公司	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
蒙西电网小计	-	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
蒙东电网小计	-	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
北方魏家崮煤电有限责任公司	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

装机结构方面, 截至 2018 年末, 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。

发电量及上网电量方面, 2018 年受益于区域电力市场回暖及电价政策调整, 公司发电量较上年增加, 累计完成发电量 531.80 亿千瓦时, 同比增长 12.00%; 完成上网电量 498.63 亿千瓦时, 同比增长 13.87%。其中火电发电量和售电量分别为 513.28 亿千瓦时和 472.43 亿千瓦时, 同比分别增长 12.29% 和 12.32%; 风电发电量和售电量分别为 18.52 亿千瓦时和 18.06 亿千瓦时, 同比分别增长 4.49% 和 4.41%。另外, 2018 年公司市场化交易电量为 202.04 亿千瓦时, 同比增长 19.91%, 占总上网电量的比重为 41.19%, 较上年增加 2.71 个百分点。

机组利用小时数方面, 2018 年公司平均发电利用小时数为 4,832 小时, 同比增加 12.30%。其中蒙西电网利用小时数增加 690 小时; 直送华北电网机组利用小时数增加 321 小时。

上网电价方面, 按照《内蒙古自治区发展和改

革委员会关于合理调整电价结构有关事项的通知》(内发改价字[2017]954 号) 精神及国家电网公司华北分部、国网内蒙古东部电力有限公司通知, 自 2017 年 7 月 1 日起对内蒙古西部电网燃煤发电机组及内蒙古西部点对网电厂燃煤发电机组标杆上网电价进行了上调, 对魏家崮电厂一期送华北网电价(临时电价)进行了调整, 公司 2018 年平均上网电价为 0.254 元/千瓦时(不含税), 同比增加 4.41%。

供电耗煤方面, 近年公司供电煤耗呈波动降低趋势。2018 年供电标准煤耗为 330.56 克/千瓦时, 较上年略有上升。

表 3: 近年来公司发电机组主要运营指标

指标	2016	2017	2018
可控装机容量 (万千瓦)	930.84	1,100.60	1,100.60
发电量 (亿千瓦时)	393.70	474.83	531.80
上网电量 (亿千瓦时)	361.04	437.91	498.63
机组利用小时 (小时)	3,903.66	4,303.00	4,832.00
平均上网电价 (含税) (元/千瓦时)	0.239	0.243	0.254
供电标准煤耗 (克/千瓦时)	333.41	329.84	330.56

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2018年末，公司所属及控股的乌海发电厂、内蒙古丰电能源发电有限责任公司、蒙达发电、丰泰公司和上都公司均实现了供热。2018年，公司售热量为1,181.00万吉焦，同比增长19.89%；同期，公司热力销售板块的营业收入和营业成本分别为2.64亿元和3.22亿元，分别同比增长12.09%和13.24%；2018年，该板块毛利率为-21.86%，同比减少1.24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，公司全面实行市场煤公开招标采购机制，利用该机制，拓展采购来源，控制燃料成本。此外，魏家崙煤电公司属于煤电一体化项目，部分煤炭产能自产自用，燃煤成本相对较低。2018年公司煤炭采购量为3,197万吨，同比增长11.01%。同期，公司不含税标煤采购单价为345.88元/吨，同比上涨5.88%。

表4：近年来公司煤炭采购情况

指标	2016	2017	2018
采购量（万吨）	2,369	2,613	2,882
耗用量（万吨）	2,368	2,848	3,187
标煤采购单价（不含税，元/吨）	316	320	345.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至2018年末，公司在建项目计划装机容量为火电132万千瓦，风电47.5万千瓦，计划总投资89.78亿元，已投资46.28亿元，未来仍存在一定的资本支出压力。

总体来看，2018年由于区域电力市场回暖以及电价调整，公司上网电量和上网电价双双提升，发电业务收入同比上升。公司火电装机占比高，且大部分电厂为“点对点”电厂或“网对网”电厂，发电利用效率有保障，整体经营状况良好，但2018年煤炭价格继续高位运行，应关注后续电煤价格波动对公司盈利能力的影响。

公司的主要煤炭资源为魏家崙煤矿，随着魏家崙煤电公司一期项目投产，煤电一体化形成，部分煤炭产能实现自产自用；且2018年煤炭价格高位运行，当年煤炭销售收入上升

公司目前控制的煤炭资源主要为其在2012年

收购的魏家崙煤矿，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。魏家崙煤矿一期的设计产能为600万吨/年，2018年，魏家崙煤电公司煤炭产量608万吨，同比增长8.52%，投产以来首次达到规划产能。在魏家崙电厂投产之前该煤矿的产煤主要用于对外销售，由于魏家崙电厂已于2017年3月正式投产，目前该煤矿所产煤主要用于魏家崙电厂一期项目。

魏家崙煤电公司为煤电一体化项目，目前两台发电机组已全部投入商业运行，魏家崙煤矿所产煤炭优先自用，故2018年煤炭产量虽大幅提升，但对外煤炭销量同比略减少0.25%至292.34万吨。2018年煤炭销售平均单价为309.12元/吨（不含税），同比增加15.05%，煤炭销售收入实现9.04亿元，同比增长14.76%。2018年魏家崙煤电公司煤炭销售业务毛利率为48.15%，同比减少3.04个百分点，主要系当年煤炭产量增加导致生产成本增加以及魏家崙煤矿剥离费用增加所致。

表5：近年来公司煤炭销售情况

指标	2016	2017	2018
销售量（万吨）	534	293.06	292.34
销售价格（元/吨）	164.96	268.69	309.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着魏家崙电厂一期的投产，公司部分煤炭产能实现自产自用；同时，得益于煤炭价格的继续高位运行，2018年公司煤炭业务收入规模提升明显。

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2016~2018年度财务报告，其中2016、2017年数据采用重述数。

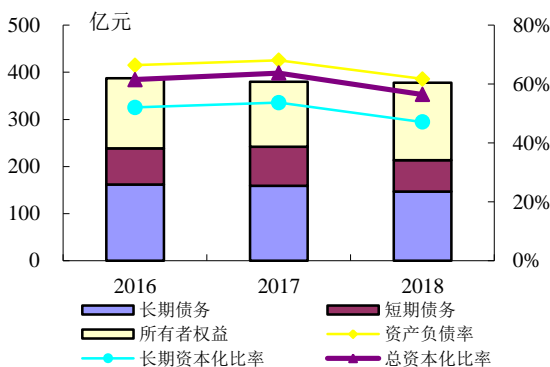
资本结构

2018年，公司控制规模扩张速度，机组投产节奏放缓，截至2018年末，公司总资产为429.65亿元，同比小幅下降3.00%；负债总额为265.12亿元，同比减少9.63%；同期，公司所有者权益同比上涨19.58%至164.53亿元，主要系公司于2018年12

月发行 20 亿元永续期公司债所致。

财务杠杆比率方面，截至 2018 年末，受益于权益资本的增加，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.71% 和 56.43%，较上年分别减少 6.37 个百分点和 7.34 个百分点，但由于权益资本增加主要来自于永续期公司债的发行，若剔除永续期公司债对权益资本的影响，公司负债率较上一年略有下降。

图 4：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

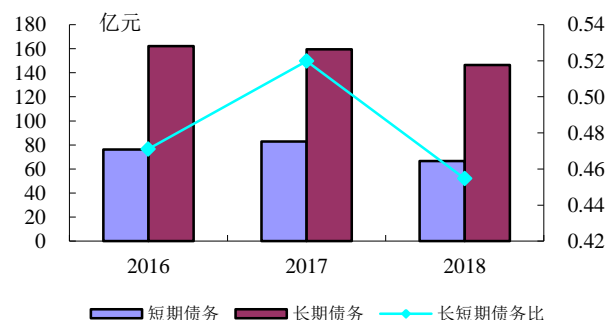
从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，符合电力行业资本密集型的特点。截至 2018 年末，公司非流动资产为 392.79 亿元，占总资产的比重为 91.42%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，占非流动资产的比重分别为 66.82%、12.89% 和 10.77%。其中，固定资产为 262.46 亿元，主要包括房屋及建筑物和机器设备等，同比减少 7.28%；在建工程为 50.65 亿元，主要为在建的火电项目，同比增长 35.06%，主要是因为公司在建和林电厂项目拟于 2019 年投产，当年加快建设进度所致；无形资产主要为土地使用权和采矿权等，同比小幅下降 2.94% 至 42.32 亿元。截至 2018 年末，公司流动资产为 36.86 亿元，同比增长 17.41%，占总资产比重为 8.58%，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 55.97%、13.95% 和 10.96%。其中，应收账款为 20.63 亿元，同比增长 31.34%，主要系当年售电量及售电收入增加及年末应收可再生能源补贴较年初增加 1.8 亿元所致；1 年以内的应收账款占比为 70%，且应收对象均为国有电力公司，应收账款回收风险小。货币资金为 5.14 亿元，同比减少 4.50%，其中受限货币

资金为 0.18 亿元，主要为承兑汇票保证金及矿山治理保证金；存货为 4.04 亿元，主要包括原材料和周转材料等，同比增长 5.47%。

从负债结构来看，公司非流动负债占比较高，截至 2018 年末，公司非流动负债为 148.83 亿元，同比减少 7.92%，占负债总额的比重为 55.98%，主要为长期借款和应付债券，占非流动负债的比重分别为 77.20% 和 21.51%。其中，长期借款为 114.59 亿元，主要为信用借款，同比减少 15.26%；应付债券为 31.92 亿元，主要包括非公开定向债务融资工具及中期票据等，同比增长 32.34%，主要系当年新发行 10 亿元非公开定向债务融资工具所致。截至 2018 年末，公司流动负债为 116.69 亿元，同比减少 11.70%，占负债总额的比重为 44.02%，主要由短期借款、其他应付款和应付账款构成，占流动负债的比重分别为 22.82%、22.02% 和 12.79%。其中，短期借款为 26.63 亿元，同比减少 40.08%，主要原因是当年偿还了大量的信用借款；其他应付款为 25.70 亿元，主要为应付工程款和设备款，较上年水平相当；应付账款为 14.92 亿元，主要为应付材料款和工程款，同比减少 16.26%，账龄超过 1 年的应付账款占比为 2.99%。

从债务结构来看，截至 2018 年末，公司总债务为 213.13 亿元，同比减少 11.99%。其中，短期债务和长期债务分别为 66.62 亿元和 146.51 亿元，同比分别下降 19.56% 和 8.06%。同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.45 倍，较上年下降 0.07 倍，债务结构有所优化。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 5：2016~2018 年末公司债务结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

整体上看，公司业务发展相对稳定，得益于可续期公司债的发行，公司账面权益资本较上年大幅增强，债务期限结构较上年有所优化，且以长期债务为主，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，2018 年公司营业收入为 137.43 亿元，同比上涨 16.64%；营业毛利率为 21.43%，较上年提升 3.94 个百分点。

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，2018 年电力和煤炭业务收入分别为 124.41 亿元和 9.04 亿元，同比分别增长 16.95% 和 14.76%。从毛利率来看，公司电力业务和煤炭业务的毛利率分别为 20.50% 和 48.15%，较上年分别提升 4.55 个百分点和下降 3.04 个百分点。此外，公司热力业务处于持续亏损状态。

表 6：2018 年公司主营业务分产品情况

单位：亿元、%、个百分点

分产品	营业收入	较上年同期	毛利率	较上年同期
电力销售	124.41	16.95	20.50	4.55
热力销售	2.64	12.09	-21.86	-1.24
煤炭销售	9.04	14.76	48.15	-3.04

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年，公司的三费合计为 10.56 亿元，同比增长 5.59%。公司期间费用主要系财务费用，当年财务费用增长 5.64% 至 10.30 亿元，主要系融资成本增加所致。得益于收入规模的较快增长，2018 年，公司三费收入占比为 7.68%，较上年进一步下降 0.80 个百分点，期间费用控制能力持续加强。

表 7：2016-2018 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

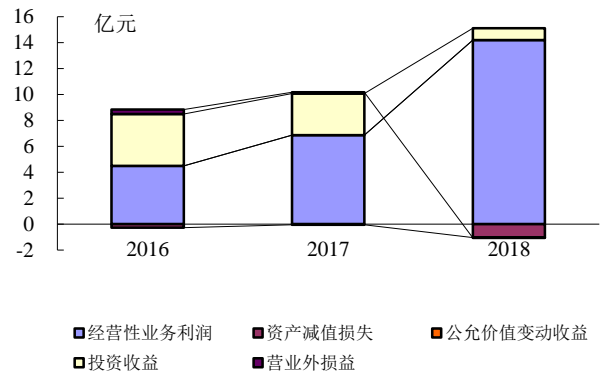
项目	2016	2017	2018
销售费用	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.26	0.25	0.26
财务费用	8.55	9.75	10.30
三费合计	8.81	10.00	10.56
营业收入	97.62	117.83	137.43
三费收入占比	9.02	8.49	7.68

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2018 年公司实现利润总额 14.49 亿元，同比增长 41.08%，主要来源于经营性业务利润和投资收

益。其中，得益于电力收入的增长，公司当年经营性业务利润为 14.21 亿元，同比大幅增长 106.98%；投资收益为 0.91 亿元，同比下降 71.55%，主要是因为公司 2017 年的投资收益中包含了转让蒙海电股权及京隆发电股权所实现的投资收益，后期不具有持续性。

图 6：2016-2018 年公司利润总额构成



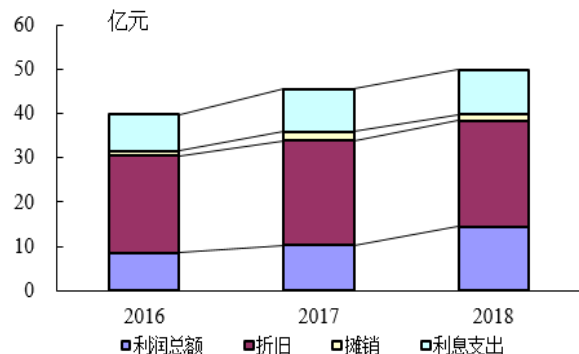
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年得益于发电收入的增加，公司收入规模同比增长，毛利率也有所上升；且公司三费收入占比持续下降，公司利润总额同比增长，整体盈利能力增强。

偿债能力

2018 年公司 EBITDA 规模为 49.88 亿元，同比增加 9.40%，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 4.27 倍和 4.57 倍，较上年分别下降 1.04 倍和增加 0.25 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所提升。

图 7：2016-2018 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，2018 年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 0.15 倍和 3.01 倍，较上年分别增加 0.01 倍和下降 0.14 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力依然很强。

表 8：2016-2018 年公司主要偿债指标

指标	2016	2017	2018
总资产（亿元）	443.69	430.94	429.65
总债务（亿元）	238.33	242.18	213.13
资产负债率（%）	66.38	68.07	61.71
总资本化比率（%）	61.51	63.77	56.43
经营活动净现金流（亿元）	24.21	33.23	32.84
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.14	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	2.26	3.15	3.01
EBITDA（亿元）	39.85	45.60	49.88
总债务/EBITDA（X）	5.98	5.31	4.27
EBITDA 利息倍数（X）	3.73	4.32	4.57

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司融资渠道多元化，整体融资能力很强。截至 2018 年末，公司获得各家银行授信额度共计 280.80 亿元人民币，未使用的银行授信额度为 117.07 亿元，备用流动性充足。

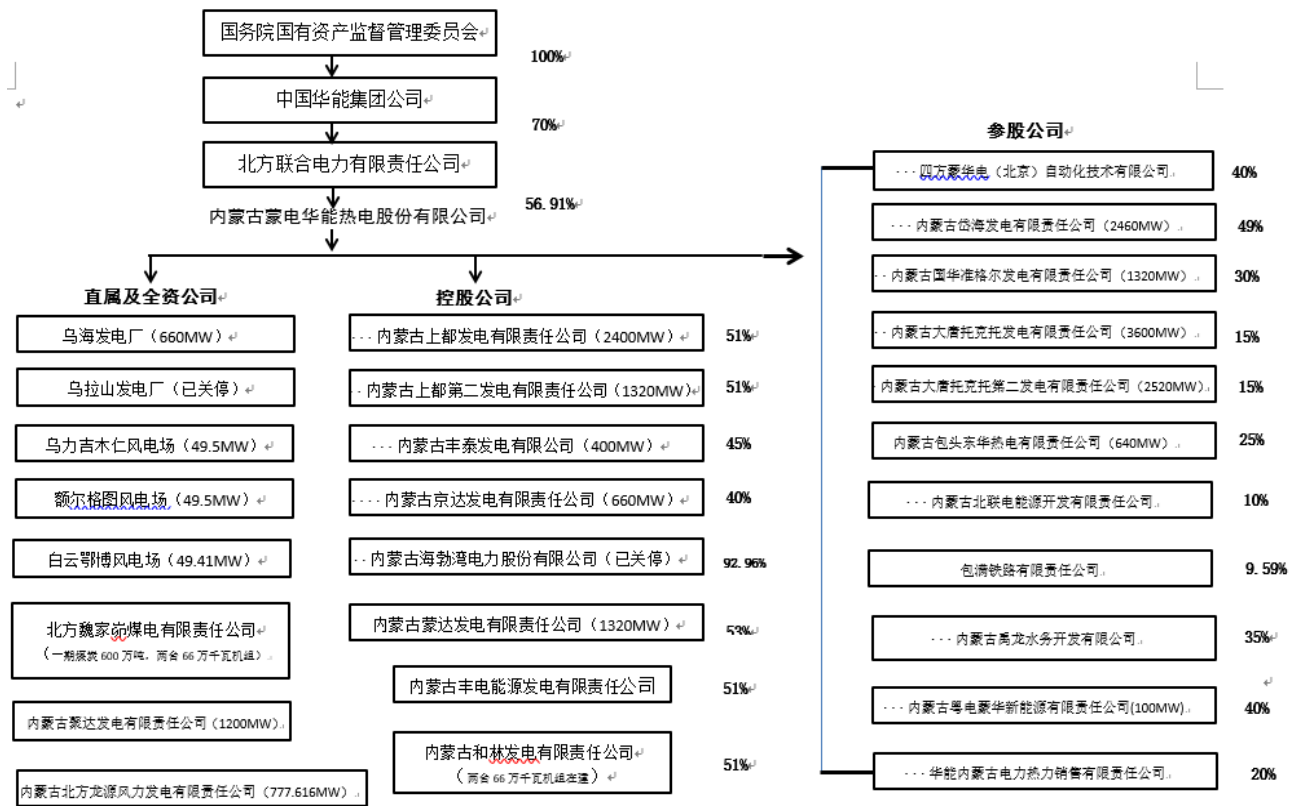
或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保、无重大法律诉讼事项。

整体而言，公司装机规模优势突出，发电资产优质。随着全社会用电需求增加，公司经营业绩持续增长，抗风险能力和综合实力强，加之公司拥有强大的股东支持及畅通的融资渠道，整体偿债能力极强。

结 论

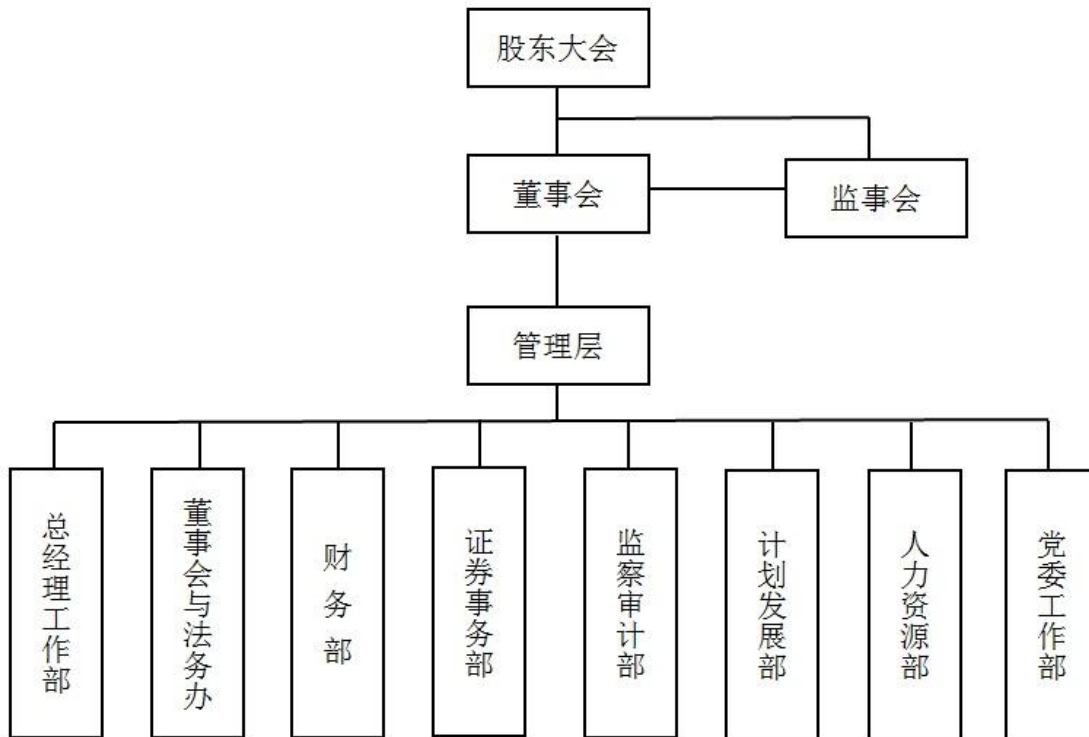
综上，中诚信证评维持内蒙古蒙电华能热电股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“内蒙古蒙电华能热电股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AAA**。

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 12 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 12 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）	2016	2017	2018
货币资金	19,422.01	53,837.14	51,411.96
应收账款净额	122,294.35	157,091.24	206,331.44
存货净额	39,471.98	38,308.60	40,403.85
流动资产	244,576.70	313,943.42	368,613.64
长期投资	289,293.55	256,071.83	179,776.76
固定资产合计	3,418,334.08	3,210,376.81	3,139,610.68
总资产	4,436,923.67	4,309,397.59	4,296,471.33
短期债务	763,189.82	828,247.77	666,214.33
长期债务	1,620,107.58	1,593,516.83	1,465,088.28
总债务（短期债务+长期债务）	2,383,297.40	2,421,764.60	2,131,302.60
总负债	2,945,419.67	2,933,579.13	2,651,202.60
所有者权益（含少数股东权益）	1,491,504.01	1,375,818.46	1,645,268.74
营业总收入	976,184.36	1,178,256.98	1,374,306.12
三费前利润	133,221.99	168,631.51	247,648.60
投资收益	39,766.92	32,158.15	9,149.56
净利润	64,693.84	79,711.59	109,350.30
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	398,461.41	455,987.01	498,832.90
经营活动产生现金净流量	242,062.50	332,361.83	328,389.59
投资活动产生现金净流量	-144,843.86	-267,016.48	-114,559.84
筹资活动产生现金净流量	-99,534.51	-31,111.22	-215,817.63
现金及现金等价物净增加额	-2,315.61	34,233.91	-1,987.83
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	16.44	17.49	21.43
所有者权益收益率（%）	4.34	5.79	6.65
EBITDA/营业总收入（%）	40.82	38.70	36.30
速动比率（X）	0.16	0.21	0.28
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.14	0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	0.40	0.49
经营活动净现金/利息支出（X）	2.26	3.15	3.01
EBITDA 利息倍数（X）	3.73	4.32	4.57
总债务/EBITDA（X）	5.98	5.31	4.27
资产负债率（%）	66.38	68.07	61.71
总资本化比率（%）	61.51	63.77	56.43
长期资本化比率（%）	52.07	53.67	47.10

注：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。

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。