

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；
维持“15内蒙华电MTN001”、“15内蒙华电MTN002”
和“15内蒙华电MTN003”的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年七月九日

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司 2018 年度跟踪评级报告

受评对象 内蒙古蒙电华能热电股份有限公司

本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
15 内蒙华电 MTN001	6	2015.07.17~2020.07.17	AAA	AAA
15 内蒙华电 MTN002	6	2015.08.27~2018.08.27	AAA	AAA
15 内蒙华电 MTN003	6	2015.11.13~2018.11.13	AAA	AAA

概况数据

内蒙华电	2015	2016	2017	2018.3
总资产(亿元)	382.15	443.69	430.94	424.04
所有者权益合计(亿元)	137.09	149.15	137.58	138.05
总负债(亿元)	245.06	294.54	293.36	286.00
总债务(亿元)	199.58	238.33	242.18	237.92
营业总收入(亿元)	108.29	97.62	117.83	27.66
净利润(亿元)	12.19	6.47	7.97	0.32
EBIT(亿元)	24.50	16.88	19.98	--
EBITDA(亿元)	44.48	39.85	45.60	--
经营活动净现金流(亿元)	29.97	24.21	33.24	4.15
营业毛利率(%)	19.28	16.44	17.49	17.13
总资产收益率(%)	6.37	4.09	4.57	--
资产负债率(%)	64.13	66.38	68.07	67.45
总资本化比率(%)	59.28	61.51	63.77	63.28
总债务/EBITDA(X)	4.49	5.98	5.31	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.00	3.73	4.32	--

注：公司财务报表均采用新会计准则编制；2018 年 1~3 月财务报表未经审计；2016 年度财务数据为经追溯调整的 2017 年期初数；由于缺乏相关数据，2018 年 1~3 月部分指标无法计算。

分析师

项目负责人：刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn

项目组成员：连伟光 wglia@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 7 月 9 日

基本观点

中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“15 内蒙华电 MTN001”、“15 内蒙华电 MTN002”和“15 内蒙华电 MTN003”的债项信用等级为 AAA。

2017 年以来，公司装机规模持续提升，机组结构有所优化，盈利能力有所改善，并继续保持畅通的融资渠道。同时，中诚信国际将持续关注电力体制改革、煤炭价格波动以及蒙西市场电力供需形势等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- **装机规模提升，机组结构优化。**2017 年 3 月，魏家崄电厂一期 2*66 万千瓦火电机组投产，该项目为公司首个煤电一体化项目及内蒙古自治区首个特高压外送电源项目；2017 年 12 月，公司通过发行可转换公司债券收购内蒙古北方龙源风力发电有限责任公司（以下简称“龙源风电”）。截至 2018 年 3 月末，公司控股装机容量为 1,100.60 万千瓦，装机规模持续提升，机组结构有所优化。
- **盈利能力改善。**新机组的投产及收购龙源风电提升了公司的整体盈利能力；其中，魏家崄电厂作为特高压外送项目，其利用水平具有优势，同时自有煤炭供应有效控制了燃煤成本；收购龙源风电提升了公司整体收入和利润规模。2017 年，公司发电量与上网电量同比上升，当期营业总收入为 117.83 亿元，同比增长 20.70%；实现净利润 7.97 亿元，同比增长 23.21%。
- **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。同时，公司间接融资渠道亦较为通畅，截至 2018 年 3 月末，公司共获得多家金融机构授信总额 331.29 亿元，未使用授信额度 152.91 亿元，备用流动性充裕。

关注

- **电改持续深入。**继中共中央国务院 2015 年 3 月 15 日内部下发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号）（以下简称“9 号文”）后，国家发改委、国家能源局于 2015 年 11 月后再次印发了多个电力体制改革配套文件，目前全国的电力体制改革已进入深试水阶段，已一定程度上压缩了发电企业的电价水平，中诚信国际将持续关注相关政策的实施效果。
- **蒙西市场供大于求局面依然存在。**2018 年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仍待改善，对公司未来发展战略和经营目标有一定影响。
- **煤炭价格波动。**公司发电装机以燃煤发电机组为主，煤炭价格波动对公司火电业务经营和盈利能力有较大影响。

声明

一、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。

二、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。

三、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。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对存续期内债券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次跟踪为定期跟踪评级。

基本分析

2017年以来，受工业供需关系改善以及持续高温天气等因素影响，全社会用电量增速同比有所提升，受益于稳中向好的宏观经济和电能替代继续推进，预计未来一段时间内全社会用电量仍将保持平稳较快的增长水平

2017年以来，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；另外，夏季大部分地区气温明显偏高，7月、9月全国平均气温均创1961年以来历史同期最高，拉用电量较快增长。受此影响，2017年全国全社会用电量继续维持2016年以来的增长态势，当期6.3万亿千瓦时，同比增长6.6%，增速同比提高1.6个百分点，人均用电量4,538千瓦时，人均生活用电量625千瓦时。

我国电力消费结构中，2017年，我国一、二、三产及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为1.8%、70.4%、14.0%和13.8%¹；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重继续分别同比提高0.5和0.2个百分点，是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0.7个百分点。

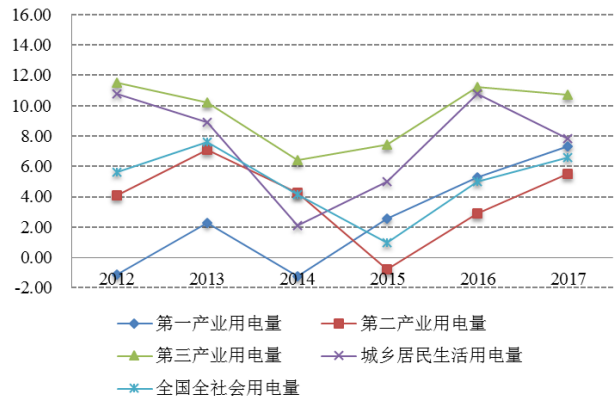
细分来看，2017年，我国第二产业及其制造业用电同比分别增长5.5%和5.8%，增速为2014年以来的最高水平。其中，国家创新发展持续发力，战略性新兴产业、高技术产业、装备制造业等新兴产业快速发展，装备制造业和高技术产业用电量持续快速增长，具有代表性的通用及专用设备制造业、交通运输/电气/电子设备制造业、医药制造业用电

量分别增长10.3%、10.3%和8.2%，增速均同比提高；传统产业中的四大高耗能行业用电增长4.0%，增速逐季回落。第三产业用电同比增长10.7%，继续保持较快的增长速度。其中，随着部分省份大数据综合试验区的逐步建成和投运，信息业用电量高速增长，当期同比增长14.6%；而交通运输/仓储和邮政业用电量同比增长13.3%，主要为电动汽车在城市公共交通领域快速推广、电气化铁路运输快速增长以及电商零售业等新业态的高速增长等因素所致。随着电能替代在居民生活领域加快推进，城乡居民生活用电继续保持快速提升，当期增长7.8%。

从用电增长动力看，2017年以来，随着企业产能利用率的回升，第二产业对全社会用电量的增长提供了较高的贡献率；2017年，第二产业、第三产业和城乡居民生活用电量对全社会用电量贡献率分别为60.0%、21.8%和16.1%；其中重工业和轻工业用电增长对全社会用电量增长的贡献率分别为45.9%和12.5%。

图1：2012年以来中国分产业电力消费增速

(单位：%)



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2017年以来，受工业供需关系改善以及持续高温天气等因素影响，全社会用电量增速同比有所提升。而受益于宏观经济稳中向好及电能替代继续推进等因素，预计未来一段时间内全社会用电量仍将保持平稳较快的增长水平。

2017年以来，全国火电机组平均利用小时数同比虽

¹ 数据参考中国电力企业联合会发布的《2017年全国电力工业统计快报一览表》。

有所回升，但整体仍保持在较低水平；同时煤炭价格快速上涨及市场化交易电量提升等因素，对煤电企业的盈利能力造成一定影响，中诚信国际将对此保持关注

在国内用电需求低速增长的背景下，非化石能源装机及其发电量占比的提升将不断挤压火电发电空间；同时各省内的火电设备平均利用小时数受区域内经济发展水平和电源装机结构影响，区域分化较为严重，整体来看全国火电设备平均利用小时数将保持较低水平。2017年以来，全国来水整体偏枯，水电释放一定发电空间，火电利用效率同比有所提升。

上网电价方面，2013年以来，国家发改委多次下调上网电价，2015年12月，国家发改委再次发布《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），自2016年1月1日起，下调全国燃煤发电上网电价平均约0.03元/千瓦时，同幅度下调一般工商业销售电价。此外，根据《国家发展改革委、环境保护部、国家能源局关于实行燃煤电厂超低排放电价支持政策有关问题的通知》（发改价格[2015]2835号），对于验收合格并符合超低排放限值要求的燃煤发电机组实行电价支持。其中，对2016年1月1日以前已经并网运行的现役机组，对其统购上网电量加价0.01元/千瓦时（含税）；对2016年1月1日之后并网运行的新建机组，对其统购上网电量加价0.005元/千瓦时（含税）。此外，随着电力体制改革的逐步推进，2016年以来各省份已逐步放开了电力市场化交易，开放程度较高的为内蒙古西部电网区域及云南等地区，供过于求的供需形势导致上述区域的交易电价远低于之前核定的区域煤电上网标杆电价，进一步压缩了火电企业盈利空间。2017年3月29日，国家发改委、国家能源局《关于有序放开发用电计划的通知》，推进火电企业市场电价部分降价幅度收窄。2017年6月16日，国家发改委发布《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电价，缓解燃煤发电企业经营困难。此后，山东、河南、河北、广东等多个省份上调燃煤发电机组标杆上网电价，但在煤价高位运行的背景下，对火电企业盈利能力的改善作用仍较为有限。

煤炭价格方面，2016年以前，宏观经济增速放缓，在固定资产投资，特别是房地产投资增速双下滑的影响下，主要耗煤行业景气度进一步下降，煤炭行业的需求持续疲弱；此外，政府治理大气污染决心较大，这将进一步加快国内能源结构的变革，限制钢铁、水泥等下游行业产能和耗煤量，煤炭特别是劣质煤消费量或将进一步承压。但2016年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，淘汰落后产能和释放过剩产能措施逐步推进，供给侧改革效果逐渐显现，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一定影响。针对煤价的过快上涨，2016年9月以来国家发改委等部门通过释放部分安全产能的措施调节供需，稳定煤价。2016年11月9日，国家发改委就鼓励签订中长期合同、促进煤炭和相关行业持续发展有关情况举行发布会，明确自2016年12月1日起，按照“基准价+浮动价”的定价模式执行电煤中长期合同，其中基准价为535元/吨的5500大卡动力煤，本次电煤中长期合同改变了以往定量不定价的做法，还突出强调了违约条款和监管内容，有关部门也将给予相应的政策和运力支持。2017年以来，煤炭供给有所增加，同时随着中长期协议的不断落实，沿海地区六大电力企业煤炭库存有所好转，秦皇岛5,500大卡动力煤价格有所下跌。另外，2017年8月，16部委联合印发《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》，提出鼓励和推动大型发电集团实施重组整合，鼓励煤炭、电力等产业链上下游企业发挥产业链协同效应，加强煤炭、电力企业中长期合作，稳定煤炭市场价格；支持优势企业和主业企业通过资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转等方式，整合煤电资源。

中诚信国际将持续关注煤炭价格波动以及政策落地情况对煤电企业盈利能力的影响。

2017年以来，虽然受来水偏枯影响，火电设备平均利用小时有所回升，但整体仍保持较低水平。同时，煤炭价格维持高位及市场化交易电量提升等因素也对煤电企业的盈利能力产生一定影响。中诚信国际将对行业政策变化以及煤炭价格变动对火电企业盈利能力的影响保持关注。

2017年以来新电改稳步推进，短期来看对现有发电企业盈利能力影响较大；长期来看，将促使发电企业转型升级，并改变电网企业盈利模式；中诚信国际将持续关注相关政策的落实情况

为解决制约电力行业科学发展的突出矛盾和深层次问题，推动结构转型和产业升级，中共中央国务院于2015年下发了9号文以及相关配套政策，确立了在进一步完善政企分开，厂网分离，主辅分离的基础上，按照管住中间、放开两头的体制架构推进电力体制改革。2016年随着政策的发布，市场化电力体制改革进一步深化。2017年以来，电改稳步推进，国家进一步完善各项市场交易规则，并陆续发布了《关于有序放开发用电计划的通知》、《关于全面推进跨省跨区和区域电网输电价格改革工作的通知》以及《关于开展电力现货市场建设试点工作的通知》，各级省政府相继发布了2018年市场化交易规则等，根据2016年市场交易的经验，各省交易规则不断完善。

其中，发电侧方面，目前发电企业逐步进入售电侧、新增配电领域，与用户开展直接交易，形成由市场决定电价的机制。但2016年由于电力产能过剩，全社会用电量增速持续低迷，发用电计划的缩减和市场化交易电量的提升，使得发电企业形成恶性竞争，市场电价较低，对发电企业盈利能力造成较大影响。2017年国家出台相关政策细化电改体制，各省根据国家政策以及之前的交易经验，进一步完善交易细则，未来随着政策的进一步落实，恶性竞价或将得到缓解；同时电量由市场分配的竞争机制，将合理引导发电企业扩张速度，并根据政

策导向，加大清洁能源比重，实现发电企业的转型升级，建立一个相对平衡的电力市场。

输配电侧方面，目前输配电仍以国家电网公司和南方电网公司为投资主体，由于一直以来输配电价不进行单独核定，因此相对垄断的电网建设运营体系以及不透明的输配电成本，导致无法形成有效的市场竞争机制。不断推进省级电网输配电价改革，合理降低输配电价格是此次国家电力体制改革的关键。输配电价定价方面，2016年3月，国家发改委公布了宁夏、湖北、云南、贵州、安徽5个地区的输配电价，后陆续发布了《关于扩大输配电价改革试点范围有关事项的通知》和《关于全面推进输配电价改革试点有关事项的通知》，要求全国范围内开展输配电成本调查和输配电价测算准备工作；在此基础上，2016年12月发改委发布《省级电网输配电价定价办法（试行）》，对省级电网输配电价体系和计算方法进行了进一步细化，提出了妥善处理政策性交叉补贴的初步思路，并通过成本费用、供电效率以及线损率等方式对电网企业进行激励和约束；至此完整的输配电定价政策体系已经完成。输配电改革试点方面，根据2017年7月国家发改委和国家能源局召开电改吹风会透露，截至目前，已批复输配电价水平的第一批、第二批共18个省级电网及深圳电网，累计核减电网准许收入300多亿元，降价空间全部用于降低工商业电价水平，减轻实体经济负担；第三批14个省级电网输配电价核定工作已基本完成，近期将由各省级价格主管部门向社会公布，这意味着输配电价改革将实现省级电网全覆盖。2017年8月以来，国家开始进一步推进跨省跨区和区域电网输电价格改革。中诚信国际将持续关注新核定输配电价的落实情况以及其对电网企业的影响。

售电侧方面，根据9号文及相关配套政策，同意符合条件的各类主体组建售电公司，明确同一供电营业区内可以有多个售电公司，并制定了售电主体的准入和退出机制。截至目前，全国范围内已成立包括北京、广州2个国家级电力交易中心在内的33个电力交易中心，在交易中心注册的售电公司达

上万家；云南、贵州等 21 个省（区、市）开展了电力体制改革综合试点，重庆、广东等 9 个省（区、市）和新疆生产建设兵团开展了售电侧改革试点。2016 年通过交易中心，国家电网完成市场化交易电量 7,907 亿千瓦时，占总交易电量的 21.0%；南方电网完成市场化交易电量 1,651 亿千瓦时，占总交易电量的 19.9%。虽然目前部分地区配售电公司尚无具体业务运营，配售电业务仍集中于两大电网公司，而且电价改革主要以发电企业让利为主，短期来看对电网企业运营影响有限，但对现有发电企业盈利能力影响较大。未来随着配售电相关政策的不断健全以及电力市场的不断建设，发电企业将不断转型升级，发售一体的综合能源企业可以根据用电企业的需求量，合理安排发电量，并分配合同与市场竞价电量；同时根据市场数据的收集和研究，售电公司与发电厂还可以协商报价，制定最优组合；相对于其他类型的售电主体，发售一体的综合能源企业可获得相对较大的利润空间。因此，长期来看，电网企业的盈利模式将发生改变，发售一体的综合能源企业具有较大的发展空间。

电力市场方面，随着电力体制改革的不断推进，中长期电力交易的计划调度和市场交易矛盾日益凸显，而电力现货市场能够通过发现完整的电力价格信号，引导市场主体开展中长期电力交易、输电权交易和电力期货交易。2017 年 6 月份国家能源局就《关于开展电力现货市场建设试点工作的通知（讨论稿）》征求各方意见，提出在京津冀等 9 个地区开展电力现货市场建设的试点，拟委托电力规划设计总院组织相关单位研究现货市场方案和运营规则，2018 年底启动电力现货市场试运行。首批试点或选取南方（以广东起步）、蒙西、浙江、山东、福建、四川等 7 个地区，而京津冀、云南等地区或将作为第二批试点。

总的来说，2017 年以来新电改稳步推进，短期来看，新核定输配电价的实施效果将逐步显现，同时配售电相关政策还需进一步完善，目前电价改革仍主要以发电企业让利为主，但随着交易细则的进一步落实，发电企业恶性竞争将逐步回归理性。长

期来看，电力商品属性将逐步还原，电力供应将转为更加开放的交易模式，电网企业盈利模式将发生改变，这也将促进发电企业进一步转型升级。中诚信国际将持续关注相关政策的落实情况。

跟踪期内，魏家峁电厂一期投产及收购龙源风电使得公司装机规模持续提升，机组结构有所优化

2017 年 3 月，公司魏家峁电厂一期 2*66 万千瓦火电机组投产；2017 年 4 月，公司向内蒙古海力售电有限公司协议转让内蒙古蒙华海勃湾发电有限责任公司（2*20 万千瓦）51%的股权；2017 年 12 月，公司发行可转换公司债券，募集资金净额 18.63 亿元全部用于收购控股股东北方联合电力有限责任公司持有的龙源风电（装机容量 77.76 万千瓦，其中包括 2.07 万千瓦光伏发电机组）81.25%的股权，收购完成后，公司持有龙源风电 100%的股权。截至 2018 年 3 月末，公司控股装机容量达到 1,100.60 万千瓦，装机规模进一步上升。

从电源结构来看，公司以火电机组为主，截至 2018 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 91.59%。公司的火电机组质量较好，截至 2018 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 88.10%，60 万千瓦及以上机组容量占火电总装机容量的 61.90%。风电方面，受收购龙源风电的影响，公司风电机组装机规模明显上升，机组结构有所优化；截至 2018 年 3 月末，公司控股新能源装机容量为 92.60 万千瓦（包括 2.07 万千瓦光伏发电机组）。

从电源区域分布来看，公司控股电厂按照所发电量上网情况包括蒙西地区、蒙东地区和华北地区。蒙东地区装机容量合计 9.9 万千瓦，全部为风电机组。蒙西地区风电装机容量为 82.70 万千瓦，其中包括龙源风电风电装机容量 77.76 万千瓦；火电装机容量为 504 万千瓦，其中丰镇电厂（4*20 万千瓦）是内蒙古西部电网联接华北电网的枢纽电站，承担着向自治区和首都供电的任务，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；上述电厂虽然位于蒙西电网，但受益于其良好的区位优势 and 战略地位，电力消纳有一定的保障。公司华北地区装机容量合计 504 万千瓦，其中上都电厂是电量全部接入华北电网的“点对点”电厂，魏家崙电厂一期项目（2*66 万千瓦）是公司首个煤电一体化项目和自治区首个特高压外送电源项目，两台机组全部接入蒙西-天津南特高压交流输变电网，借助于特高压外送通道，魏家崙电厂一期的建成投产使得公司发电及售电能力均有所提升。

表 1：截至 2018 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
内蒙古龙源风电风力发电有限责任公司	--	77.76	100
内蒙古电网小计	--	586.7	--
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
北方魏家崙煤电有限责任公司	2*66	132	100
华北电网小计	--	504	--
合计	--	1,100.6	--

注：龙源风电装机容量包括了 2.07 万千瓦光伏发电机组。

资料来源：公司提供

表 2：截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目情况

项目名称	建设内容	持股比例 (%)	项目总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	未来投资计划 (亿元)		
					2018.4-12	2019	2020
和林发电厂一期	2*66 万千瓦火电	100	57.54	34.37	14.42	8.75	--

资料来源：公司提供

参股电站方面，公司参股了内蒙古岱海发电有限责任公司、内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司、内蒙古大唐国际托克托第二发电有限责任公司和内蒙古国华准格尔发电有限责任公司等多个电力资产优质的发电公司。2017 年 5 月，公司通过北京产权交易所公开挂牌方式转让所持内蒙古京隆发电有限责任公司 25% 股权；截至 2018 年 3 月末，公司权益装机容量为 1,066.62 万千瓦。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。

在建项目方面，和林电厂一期 2*66 万千瓦火电项目处于项目建设阶段，该项目是“上大压小”项目，于 2014 年 3 月获得国家发改委核准，但由于无法办理《建筑工程施工许可证》，2017 年 9 月被列入 2017 年煤电停建和缓建名单。按照国家发改委要求，对于列入 2017 年停建和缓建范围的项目，原则上不得安排 2018 年投产，确有需要的，在依法依规取齐开工必要的支持性文件，并由相应省级发改委（能源局）会同派出能源监管机构等部门和单位确认后列为 2018 年拟投产项目。目前和林电厂一期项目已取齐开工必要的支持性文件，并获得发改委（能源局）会同派出能源监管机构等部门和单位的确认文件，已具备复工的相关基础条件，其续建和投产将严格按照国家发改委、国家能源局的最终确定意见执行。截至 2018 年 3 月末，和林电厂一期项目已完成投资 34.37 亿元，中诚信国际对该项目的续建和投产进度保持关注。

总体来看，跟踪期内，魏家崙电厂一期投产及收购龙源风电使得公司装机规模继续提高，机组结构有所优化；同时，中诚信国际对和林电厂一期项目的续建和投产进度保持关注。

2017 年公司火电机组利用小时有所回升，发电量及上网电量同比亦有所增长，上网电价水平略有上升，同时自有煤炭供应一定程度平抑了煤炭市场价格维持高位的影响

2017 年，受益于用电需求回升，加之新投产的魏家崙电厂一期项目为特高压外送项目，利用水平较高，当期公司火电机组平均利用小时达到 4,521 小时，同比上升 389 小时；同时受益于装机规模的提升，2017 年公司分别实现发电量和上网电量 457.10 亿千瓦时和 421.45 亿千瓦时，同比分别增长 20.78% 和 21.68%。2018 年 1~3 月，受益于用电需求继续回暖，公司火电机组平均利用小时为 1,024 小时，同比上升 226 小时；当期发电量及上网电量分别为 103.23 亿千瓦时和 94.75 亿千瓦时，同比分别增长 31.81% 和 32.17%。

上网电价方面，考虑到2016年下半年以来快速上涨的煤炭价格，国家发改委自2017年7月1日起取消、降低部分国家政策基金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价；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》、国家电网公司华北分部及国网内蒙古东部电力有限公司相关通知，公司蒙西电网、华北电网、蒙东电网的上网标杆电价自2017年7月1日分别进行了上调。同时，市场化交易电量方面，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%。受上述因素影响，2017年公司火电机组含税平均上网电价为0.277元/千瓦时，同比有所上升。2018年1~3月，公司火电机组含税平均上网电价进一步上升至0.283元/千瓦时。

供电耗煤方面，随着装机结构的不断优化，2017年公司整体供电标准煤耗下降至329.84克/千瓦时，较2016年减少3.57克/千瓦时。2018年1~3月，公司供电标准煤耗进一步下降至324.67克/千瓦时。

环保改造方面，公司继续加强机组脱硫、脱硝、除尘等技术改造。截至2017年末，公司在运营控股火电机组共24台，全部取得环保脱硫、除尘电价，22台机组完成超低排放改造，18台机组取得超低排放电价批复。

表3：近年来公司火电机组主要运营指标

指标	2015	2016	2017	2018.1~3
发电量（亿千瓦时）	411.71	378.47	457.10	103.23
上网电量（亿千瓦时）	378.30	346.37	421.45	94.75
机组利用小时数（小时）	4,495	4,132	4,521	1,024
平均上网电价（含税，元/千瓦时）	0.311	0.270	0.277	0.283
供电标准煤耗（克/千瓦时）	337.73	333.41	329.84	324.67

资料来源：公司提供

供热方面，公司近年来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2017年末，公司所属乌海发电厂、丰镇发电厂、蒙达发电、丰泰公司和上都公司均实现了供热。2017年，公司售热量为985.00万吉焦，同比增长12.79%。但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，2017年，随着装机规模提升，公司发电燃煤需求增加，全年煤炭采购量为2,880万吨，同比增长21.57%；煤炭耗用量为2,848万吨，同比增长20.27%。煤炭采购价格方面，2017年以来煤炭市场价格维持高位，但随着魏家崙电厂一期煤电一体化项目投产，公司自产煤炭供应一定程度平抑了高煤价对公司火电业务的影响，2017年公司标煤采购单价为320元/吨，同比小幅上升。2018年1~3月，公司标煤采购单价为351元/吨。

表4：近年来公司煤炭采购情况

指标	2015	2016	2017	2018.1~3
采购量（万吨）	2,369	2,369	2,880	569
耗用量（万吨）	2,472	2,368	2,848	658
标煤采购单价（不含税，元/吨）	270	316	320	351

资料来源：公司提供

总体来看，2017年公司火电机组利用小时有所回升，发电量及上网电量同比增长，上网电价水平上升，同时自有煤炭供应一定程度平抑了煤炭市场价格维持高位的影响。中诚信国际将持续关注煤炭价格波动情况及其对公司火电业务的影响。

收购龙源风电提升了公司的风电装机规模和发电能力；2017 年以来，公司风电机组利用小时有所上升，发电量及上网电量保持增长

风电运营方面，2017 年收购龙源风电使得公司风电装机规模和发电能力明显提升。受益于用电需求回升及保障性收购政策的实施，2017 年公司风电机组平均利用小时达到 1,914 小时，同比上升 270 小时；当期风电发电量及上网电量分别为 17.73 亿千瓦时和 17.36 亿千瓦时，同比分别增长 16.49% 和 18.34%。2018 年 1~3 月，公司风电机组平均利用小时为 566 小时，当期风电发电量和上网电量分别为 5.24 亿千瓦时和 5.14 亿千瓦时。

表5：近年来公司风电运营情况

指标	2015	2016	2017	2018.1~3
发电量（亿千瓦时）	1.74	15.22	17.73	5.24
上网电量（亿千瓦时）	1.70	14.67	17.36	5.14
机组利用小时数（小时）	1,173	1,644	1,914	566
蒙东网电价（不含税，元/千瓦时）	0.457	0.466	0.463	0.454
蒙西网电价（不含税，元/千瓦时）	0.436	0.430	0.388	0.402

注：2016 年数据经追溯调整。

资料来源：公司提供

上网电价方面，主要受市场化交易电量增加的影响，2017 年公司蒙西电网风电机组平均上网电价下降至 0.388 元/千瓦时；蒙东电网风电机组上网电价为 0.463 元/千瓦时，基本保持稳定。2018 年 1~3 月，公司蒙东电网及蒙西电网风电机组平均上网电价分别为 0.454 元/千瓦时和 0.402 元/千瓦时。

总体来看，收购龙源风电提升了公司的风电装机规模和发电能力；2017 年以来，公司风电机组利用小时有所上升，发电量及上网电量保持增长。

随着魏家峁电厂一期投产，公司部分煤炭产能自产自用，整体经济效益提升，抗风险能力增强；同时对外煤炭销量相应减少，但销售价格受市场行情影响大幅上涨

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。该煤矿是魏家峁煤电一体化项目的配套煤矿，随着 2017 年魏家峁电厂一期机组投运，部分煤炭用于新机组的生产需要，对外销量有所下降，2017 年公司煤炭销售量下降至 293 万吨。煤炭销售价格方面，受 2017 年以来煤炭价格持续维持高位的影响，公司煤炭平均销售价格达到 268.69 元/吨，同比上升 62.88%。2018 年 1~3 月，公司煤炭销售量为 36 万吨，平均销售价格为 338.51 元/吨。

表6：近年来公司煤炭销售情况

指标	2015	2016	2017	2018.1-3
销售量（万吨）	423	534	293	36
平均销售价格（元/吨）	113.36	164.96	268.69	338.51

资料来源：公司提供

总体来看，随着魏家峁电厂一期投产，公司部分煤炭产能自产自用，整体经济效益提升；同时，对外煤炭销量相应减少，但销售价格受市场行情影响大幅上涨。

财务分析

以下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 2015~2017 年度财务报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报告，公司财务报表均依照新会计准则编制。

由于收购龙源风电，公司 2016 年度财务数据为经追溯调整的 2017 年期初数。

盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 117.83 亿元，同比增长 20.70%。分板块来看，公司营业总收入主要来自于电力业务，受装机规模和发电量增长及上网电价上升影响，2017 年公司实现电力业务收入 106.38 亿元，同比增长 23.42%；热力业务方面，公司通过热电联产技术改造不断提升供热能力，2017 年实现供热收入 2.36 亿元，同比增长 4.36%；煤炭业务方面，2017 年公司煤炭销售量明显下降，但受煤炭销售价格大幅上升影响，当期实现煤炭销售收入 7.87 亿元，同比仅下降 0.93 亿元。2018 年 1~3 月，公

司实现营业总收入27.66亿元，受益于发电量的增长而同比上升41.51%。

表7：近年来公司主要业务板块收入情况（单位：亿元）

业务板块	2015	2016	2017	2018.1~3
电力	101.43	86.19	106.38	24.96
热力	1.67	2.26	2.36	1.23
煤炭	4.80	8.80	7.87	1.22
其他	0.39	0.04	0.89	0.25
合计	108.29	97.62	117.83	27.66

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

毛利率方面，2017年公司营业毛利率为17.49%，同比上升1.05个百分点。细分来看，受益于装机规模及发电量增长、上网电价水平上升和有效控制燃煤成本等因素，2017年公司电力业务毛利率为15.95%，同比上升1.05个百分点；受煤炭价格持续维持高位影响，公司煤炭销售毛利率为51.19%，同比上升14.83个百分点；公司供热业务仍持续亏损，2017年受煤炭价格维持高位影响下降至-20.62%。2018年1~3月，公司营业毛利率为17.13%。

表8：近年来公司主要业务板块毛利率情况（单位：%）

业务板块	2015	2016	2017	2018.1~3
电力	22.43	14.90	15.95	18.33
热力	-8.20	-0.80	-20.62	-34.73
煤炭	-38.67	36.36	51.19	48.06
综合毛利率	19.28	16.44	17.49	17.13

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2017年公司三费合计为10.00亿元，同比增长13.54%；但受益于营业总收入的增长，当期三费收入占比同比下降0.53个百分点至8.49%。公司期间费用主要为财务费用，2017年公司财务费用为9.75亿元，同比上升14.01%，主要由于魏家峁电厂一期项目投产并停止利息资本化，使得费用化利息支出增长所致。2018年1~3月，公司三费合计为2.67亿元，三费收入占比为9.64%。

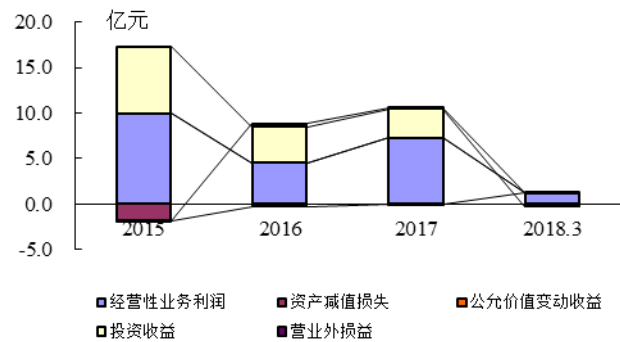
表9：近年来公司三费情况

指标	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用（亿元）	--	--	--	--
管理费用（亿元）	0.29	0.26	0.25	0.06
财务费用（亿元）	9.06	8.55	9.75	2.61
三费合计（亿元）	9.36	8.81	10.00	2.67
三费收入比（%）	8.64	9.02	8.49	9.64

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2017年公司分别实现利润总额和净利润10.27亿元和7.97亿元，同比分别增长19.35%和23.21%。公司利润主要来自于经营性业务利润和投资收益，2017年公司实现经营业务利润7.26亿元，受益于装机规模及发电量增长、上网电价水平上升和有效控制燃煤成本等因素而同比增长60.90%；投资收益方面，2017年公司实现投资收益3.22亿元，其中，公司通过转让内蒙古蒙海勃湾发电有限责任公司及内蒙古京隆发电有限责任公司股权分别实现投资收益0.69亿元和2.09亿元，但受煤炭价格维持高位的影响，2017年公司参股电厂盈利下滑，使得当年度公司投资收益同比下降19.13%。2018年1~3月，公司分别实现利润总额和净利润1.01亿元和0.32亿元。

图2：近年来公司利润总额构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，2017年，受益于装机规模和发电量增长及上网电价水平上升，公司营业总收入同比增长；加之自有煤炭供应有效控制了燃煤成本，公司毛利率及利润规模均有所回升，盈利能力整体改善。同时，处置控股及参股子公司使得公司获得一定投资收益，但煤炭价格维持高位削弱了参股公司的盈利能力。中诚信国际将持续关注区域上网电价变化及煤炭价格波动等因素对公司盈利能力的影响。

偿债能力

截至2017年末，受发行可转换债券等因素影响，公司总债务小幅上升至242.18亿元；同时，受同一控制下合并龙源风电冲减资本公积的影响，

2017年末公司所有者权益同比下降7.76%至137.58亿元，当期末公司资产负债率和总资本化比率分别小幅上升至68.07%和63.77%。截至2018年3月末，受部分债务到期偿还影响，公司总债务下降至237.92亿元，资产负债率和总资本化比率分别小幅下降至67.45%和63.28%。

从偿债能力指标来看，2017年，受益于装机规模及发电量增长、上网电价水平上升、供电煤耗下降及燃煤成本的有效控制，公司盈利及获现能力有所提高，当期EBITDA及经营活动净现金流同比分别上升14.44%和37.30%，二者对债务和利息支出的覆盖能力均有所增强。

表 10：近年来公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.3
总债务(亿元)	199.58	238.33	242.18	237.92
资产负债率(%)	64.13	66.38	68.07	67.45
总资本化比率(%)	59.28	61.51	63.77	63.28
EBITDA(亿元)	44.48	39.85	45.60	--
经营活动净现金流(亿元)	29.97	24.21	33.24	4.15
经营活动净现金流利息倍数(X)	2.69	2.26	3.15	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.15	0.10	0.14	0.07*
EBITDA利息倍数(X)	4.00	3.73	4.32	--
总债务/EBITDA(X)	4.49	5.98	5.31	--

注：由于缺乏相关数据，2018年1-3月部分指标无法计算；带“*”号指标经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

截至2018年3月末，公司无对外担保，无重大的诉讼事项。资产受限方面，截至2018年3月末，公司受限资产账面价值合计为6.67亿元，主要为货币资金、应收票据及应收账款。

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。公司长期与金融机构保持着良好的合作关系。截至2018年3月末，公司共获得多家金融机构授信总额331.29亿元，未使用授信额度152.91亿元。很强的直接和间接融资能力为公司资金需求及债务偿还提供保障。

过往债务履约情况

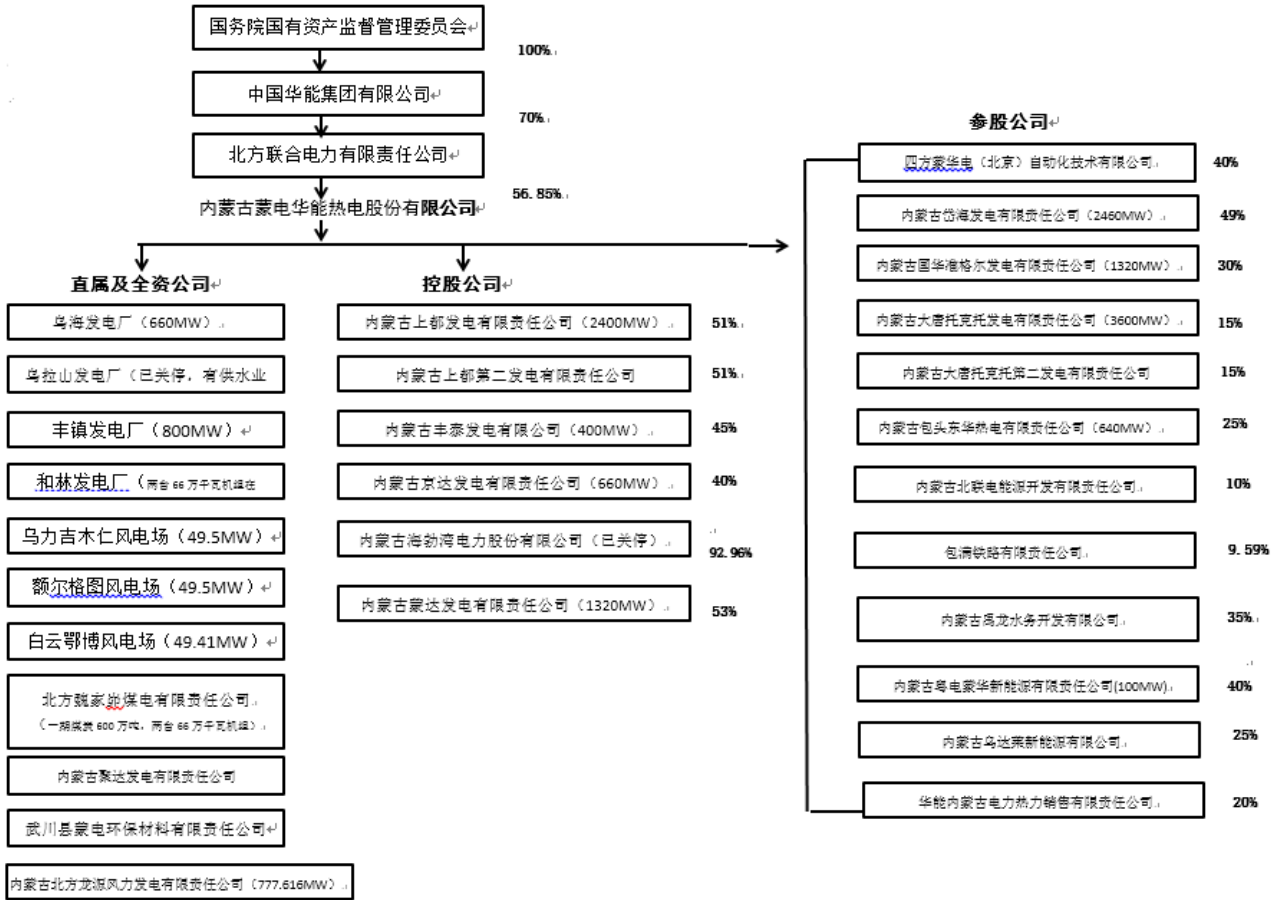
公司的债务性筹资渠道主要包括银行借款和债券市场融资等。截至目前，公司均能按时或提前

归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

结论

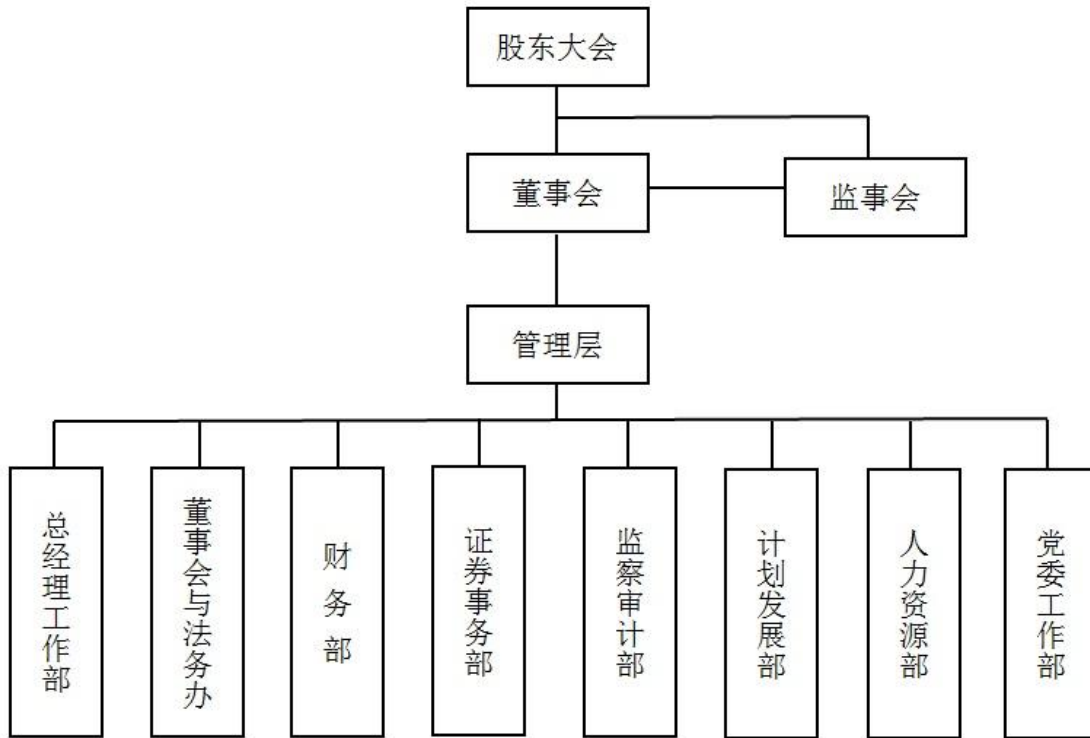
综上，中诚信国际维持内蒙古蒙电华能热电股份有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“15内蒙华电 MTN001”、“15内蒙华电 MTN002”和“15内蒙华电 MTN003”的债项信用等级为**AAA**。

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 3 月末）



资料来源：公司提供

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 3 月末）



资料来源：公司提供

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（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	8,835.28	19,422.01	53,837.14	28,402.04
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	78,649.06	122,294.35	157,091.24	161,139.92
其他应收款	15,230.43	15,919.67	19,621.29	19,745.68
存货净额	34,513.76	39,471.98	38,308.60	42,166.27
长期投资	331,603.77	289,293.55	256,071.83	250,350.07
固定资产	2,245,311.56	2,587,471.03	2,815,539.78	2,757,844.50
在建工程	447,606.88	629,163.25	275,951.42	288,857.25
无形资产	420,361.22	416,363.13	435,991.91	434,603.80
总资产	3,821,459.24	4,436,923.67	4,309,397.59	4,240,445.07
其他应付款	212,534.35	300,286.86	257,148.97	262,004.91
短期债务	710,608.82	763,189.82	828,247.77	850,478.00
长期债务	1,285,211.85	1,620,107.58	1,593,516.83	1,528,678.08
总债务	1,995,820.67	2,383,297.40	2,421,764.60	2,379,156.07
净债务	1,986,985.39	2,363,875.39	2,367,927.46	2,350,754.04
总负债	2,450,603.16	2,945,419.67	2,933,579.13	2,859,970.71
财务性利息支出	90,414.34	82,736.45	97,033.81	--
资本化利息支出	20,903.49	24,166.70	8,524.14	--
所有者权益合计	1,370,856.08	1,491,504.01	1,375,818.46	1,380,474.35
营业总收入	1,082,935.30	976,184.36	1,178,256.98	276,589.20
三费前利润	193,604.26	133,221.99	168,631.51	38,173.02
投资收益	73,374.48	39,766.92	32,158.15	-2,312.78
净利润	121,940.90	64,693.84	79,711.59	3,202.64
EBIT	245,048.23	168,805.21	199,754.63	--
EBITDA	444,802.04	398,461.41	455,987.01	--
经营活动产生现金净流量	299,723.61	242,062.50	332,361.83	41,501.78
投资活动产生现金净流量	-105,628.81	-144,843.86	-267,016.48	-18,235.10
筹资活动产生现金净流量	-200,583.38	-99,534.51	-31,111.22	-49,067.90
现金及现金等价物净增加额	-6,488.39	-2,315.61	34,233.91	-25,801.36
资本支出	178,210.50	199,312.83	144,041.36	17,018.51
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	19.28	16.44	17.49	17.13
三费收入比(%)	8.64	9.02	8.49	9.64
EBITDA/营业总收入(%)	41.07	40.82	38.70	--
总资产收益率(%)	6.37	4.09	4.57	--
流动比率(X)	0.13	0.19	0.24	0.23
速动比率(X)	0.10	0.16	0.21	0.20
存货周转率(X)	18.45	22.05	25.00	22.79*
应收账款周转率(X)	10.77	9.72	8.43	6.95*
资产负债率(%)	64.13	66.38	68.07	67.45
总资本化比率(%)	59.28	61.51	63.77	63.28
短期债务/总债务(%)	35.60	32.02	34.20	35.75
经营活动净现金/总债务(X)	0.15	0.10	0.14	0.07*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.42	0.32	0.40	0.20*
经营活动净现金/利息支出(X)	2.69	2.26	3.15	--
总债务/EBITDA(X)	4.49	5.98	5.31	--
EBITDA/短期债务(X)	0.63	0.52	0.55	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.00	3.73	4.32	--

注：公司各期财务报表均依照新会计准则编制；2018年1~3月财务报表未经审计；2016年度财务数据为经追溯的2017年期初数；由于缺乏相关数据，2018年1~3月部分指标无法计算；带“*”号指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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+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+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

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+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

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

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/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

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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（营业成本合计） / 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

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））

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：中期票据信用等级符号及定义

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。