

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0024 号

## 内蒙古能源发电投资集团有限公司：

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 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“19 内蒙电投 CP001”的信用等级为 **A-1**。

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

二零二零年二月十四日

## 内蒙古能源发电投资集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

受评对象 内蒙古能源发电投资集团有限公司

本次主体信用等级 AA+ 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA+ 评级展望 稳定

### 存续内债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
19 内蒙电投 CP001	7	2019.08.16~2020.8.16	A-1	A-1

### 概况数据

内蒙电投	2016	2017	2018	2019.9
总资产 (亿元)	325.12	333.35	352.03	378.63
所有者权益合计 (亿元)	89.38	81.67	81.45	82.80
总负债 (亿元)	235.75	251.69	270.58	295.83
总债务 (亿元)	183.99	203.78	218.13	242.43
营业总收入 (亿元)	43.58	53.05	65.80	59.59
净利润 (亿元)	0.56	-8.31	-0.60	0.64
EBIT (亿元)	8.68	0.64	10.06	--
EBITDA (亿元)	21.22	12.39	23.34	--
经营活动净现金流 (亿元)	2.87	7.96	23.11	15.38
营业毛利率 (%)	10.10	4.87	15.63	19.10
总资产收益率 (%)	2.66	0.20	2.94	--
资产负债率 (%)	72.51	75.50	76.86	78.13
总资本化比率 (%)	67.31	71.39	72.81	74.54
总债务/EBITDA (X)	8.67	16.44	9.35	--
EBITDA 利息倍数 (X)	2.17	1.43	2.09	--

注：公司财务报表均按照新会计准则编制；2019 年 1~9 月报表未经审计；由于缺少相关数据，2019 年 1~9 月部分指标无法计算；为计算有息债务，中诚信国际将公司“其他流动负债”科目中的短期应付债券调入短期债务，将公司“长期应付款”科目中的融资租赁款调入长期债务。

### 分析师

项目负责人：李俊彦 [jyli@ccxi.com.cn](mailto:jyli@ccxi.com.cn)

项目组成员：翁乐克 [lyweng@ccxi.com.cn](mailto:lyweng@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 2 月 14 日

### 基本观点

中诚信国际维持内蒙古能源发电投资集团有限公司（以下简称“内蒙电投”或“公司”）的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“19 内蒙电投 CP001”的债项信用等级为 A-1。

2019 年以来，公司装机规模继续保持增长态势，同时受益于内蒙古地区用电需求的快速增长，公司发电量和上网电量均较上年同期有所增长，盈利能力也有所改善。此外，中诚信国际也关注电力体制改革持续推进、煤炭价格维持高位及短期债务压力等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

### 优势

- **公司装机规模继续保持增长。**随着部分在建项目的投运，截至 2019 年 9 月末，公司控股运营装机容量已增至 571.81 万千瓦；其中火电装机容量 504 万千瓦，风电装机容量 54.65 万千瓦，光伏发电装机容量 13.16 万千瓦，公司发电能力有所提升。
- **发电量及上网电量同比增长。**2019 年以来，内蒙古自治区用电量增速继续回升，加之受益于装机容量增长和机组利用小时的提高，前三季度公司分别实现发电量和上网电量 223.07 亿千瓦时和 202.15 亿千瓦时，同比分别增长 24.15% 和 24.51%。
- **盈利能力有所改善。**2019 年以来，受益于上网电量的上升及煤炭价格的小幅回落，公司盈利能力有所改善，2019 年 1~9 月公司分别实现净利润 0.64 亿元和经营性业务利润 0.34 亿元，同比均扭亏为盈。

### 关注

- **电力体制改革持续推进。**2019 年以来，内蒙古地区电力体制改革持续推进，公司市场化电量占比持续提升，中诚信国际将对此保持关注。
- **煤炭价格维持高位。**2019 年以来煤炭价格虽小幅回落，但仍维持相对高位，公司发电机组以燃煤发电为主，高位运行的煤炭价格对公司火电业务运营影响较大。
- **短期债务压力。**公司债务压力较大，且短期债务保持较高水平，截至 2019 年 9 月末，公司总债务、短期债务及货币资金分别为 242.43 亿元、90.43 亿元和 14.02 亿元，面临一定的短期债务压力。

**本次评级适用评级方法和模型：电力生产（040100\_2019\_03）**

内蒙古能源发电投资集团有限公司打分卡结果				
重要因素	序号	指标名称	指标数据	对应分数
盈利能力（16%）	1	营业毛利率(%)	10.20	6
	2	总资产收益率(%)	1.93	3
财务政策与偿债能力（28%）	3	总资本化比率(%)	72.81	6
	4	经调整后的CFO/总债务(%)	0.29	6
	5	EBITDA利息保障倍数(X)	1.90	5
	6	EBITDA/总债务(%)	9.44	6
规模（24%）	7	总资产(亿元)	352.03	7
	8	营业总收入(亿元)	65.80	8
	9	可控机组上网电量	8	8
运营实力（32%）	10	发电业务竞争力	7	7
	11	利用水平	8	8
	12	资源控制力	8	8
打分结果				a-
BCA(Baseline Credit Assessment)基础信用评估				a
支持评级调整				3
评级模型级别				AA

**打分卡定性评估与调整说明：**

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别（a）的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件和多元化等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

## 评级历史关键信息

内蒙古能源发电投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	--	2019/07/30	张殷鹏、翁乐尧	<a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法 040100_2017_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	A-1	2019/07/11	张殷鹏、翁乐尧	<a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法 040100_2017_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2015/08/24	李俊彦、吴梦兮	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (电力生产) CCXI 040100_2014_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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、中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

三、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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，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，中诚信国际将对公司在存续期内的债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

## 基本分析

**2019年以来，火电装机增速有所回升，但机组利用效率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；煤炭价格的回落或对煤电企业盈利能力的改善提供一定支持，中诚信国际将对此保持关注**

近年来，面对煤电过剩的现状，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，并建立了煤电风险预警指标体系和出台了一系列化解过剩产能和停建缓建煤电项目的调控政策。2018年4月，国家发改委、工信部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部和国务院国资委联合下发《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》，提出2018年将淘汰、关停不达标的30万千瓦以下煤电机组，全国淘汰关停400万千瓦煤电落后产能；2018年5月，国家能源局发布《国家能源局关于发布2021年煤电规划建设风险预警的通知》（国能发电力〔2018〕44号），在全国范围内建立煤电建设风险预警机制，对装机宽裕度不标准的区域，实行暂缓核准、暂缓新开工建设自用煤电项目。受此影响，2018年全国新增煤电2,903万千瓦、同比少投产601万千瓦，为2004年以来的最低水平。2019年3月，国家发改委、国家能源局发布《关于深入推进供给侧结构性改革进一步淘汰煤电落后产能促进煤电行业优化升级的意见》（发改能源〔2019〕431号），其中要求包括设计寿命期满和不实施改造或改造后供电煤耗达不到要求等七大类燃煤机组（含燃煤自备机组）应实施淘汰关停。2019年4月，国家发展改革委、工业和信息化部和国家能源局联合发布《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785号），明确列入2019年度煤电淘汰落后产能目标任务的机组，除地方政

府明确作为应急备用电源的机组外，应在2019年12月底前完成拆除工作；发布2022年煤电规划建设风险预警，按照适度有序的原则，分类指导各地省内自用煤电项目（含燃煤自备机组）的核准、建设工作；文件同时提出，为妥善应对高峰时段电力缺口，进一步提高电力、热力应急保障能力，各地区应按需合安排应急备用电源和应急调峰储备电源。2019年1~9月，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，之前缓建的部分火电项目被移出缓建名单，火电新增装机2,847万千瓦<sup>1</sup>，较上年同期增长468万千瓦。截至2019年9月末，火电装机容量为11.70亿千瓦，同比增长4.4%，增速较上年同期上升1.3个百分点。

机组利用效率方面，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。2019年1~9月，全国火电设备平均利用小时为3,174小时，受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响同比降低101小时。

上网电价方面，近年来，随着电力体制改革的逐步推进，各省份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，对火电企业盈利能力形成较大影响。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。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。2019年9月26日国务院常务会议决定，从明年1月1日起，取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”的市

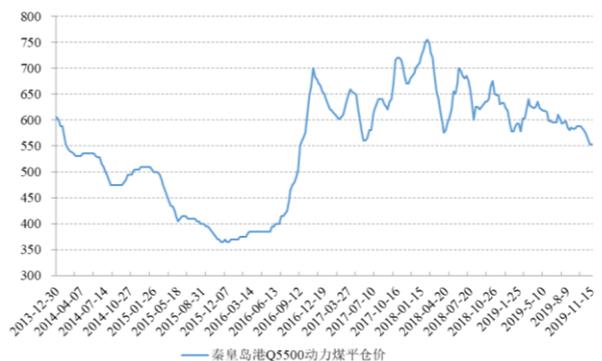
<sup>1</sup> 本年新增火电装机统计口径包含应急调峰储备能源。

市场化机制。基准价按各地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，具体电价由发电企业、售电公司、电力用户等通过协商或竞价确定，但 2020 年暂不上浮，这进一步放开了燃煤发电上网电价的市场化程度，为全面放开竞争性环节电力价格，加快确立市场在电力资源配置中的决定性作用奠定坚实基础，短期来看或将给火电平均上网电价带来一定下行压力。

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 5,500 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。此外，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。进入 2018 年以来，煤炭价格依旧高位运行，各期 CECI 5500 大卡综合均价均超过国家发展改革委等《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（发改运行〔2016〕2808 号）规定的绿色区间（价格正常）上限，国内煤电企业采购成本居高不下；11 月，国家发改委发布《国家发展改革委办公厅关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》（发改办运行〔2018〕1550 号），鼓励支持更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同，并提出了全年中长期合同履约率应不低于 90% 的要求。2019 年初，受矿难事件影响，陕西等地区部分煤矿相继停产，我国动力煤价格有所上升，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价于 2019 年 3 月 8 日上涨至年内最高价 640 元/吨。但 2019 年 4 月以来，受电力行业煤炭需求下降、陕西地区煤矿全面复产及煤炭进口增加等因素影响，我国动力煤价格已逐步回落至黄色区间，截至 2019 年 11 月 15 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价已降至 552.5 元/吨。中诚信国际认为，中长期合同的签订将有利于煤炭的稳定供应和价格平稳，同时中诚信国际持续关注煤炭价格变化对火电企业盈利能力的影响。

图 1：2014 年以来秦皇岛港 Q5500 动力煤平仓价格情况  
单位：元/吨、含税



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

2019 年以来，火电装机增速有所回升，但机组利用效率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；煤炭价格的回落或对煤电企业盈利能力的改善提供一定支持，中诚信国际将对此保持关注。

## 2019 年以来，内蒙古自治区用电需求增速明显增长，使得区域内电力供大于求的状况有所改善

2019 年，初步核算<sup>2</sup>，内蒙古自治区全区生产总值完成 1.72 万亿元，按第四次全国经济普查修订数据后的同口径可比价计算，比上年增长 5.3%。分产业看，第一产业增加值比上年增长 2.4%；第二产业增加值增长 5.7%；第三产业增加值增长 5.4%。全年规模以上工业增加值比上年增长 6.1%，快于全国平均水平 0.4 个百分点。

电力装机方面，截至 2018 年末，内蒙古自治区全区 6,000 千瓦及以上发电厂装机容量 12,258.10 万千瓦，同比增长 3.8%。其中，火电、风电和水电的装机容量分别为 8,219.1 万千瓦、2,868.0 万千瓦和 238.1 万千瓦。

用电量方面，2019 年，内蒙古自治区全社会用电量为 3,653 亿千瓦时，同比增长 8.9%，其中，工业用电量同比增长 9.4%，2019 年 1~11 月，除青海、河南、甘肃和上海外，全国各省份全社会用电量均实现正增长。其中，全社会用电量增速高于全国平均水平（4.5%）的省份有 16 个，内蒙古自治区以 9.2% 的增速排名第三。较快的用电需求为区域内发电企业创造了较好的经营环境。同时，蒙西电网用电需求快速增长，2019 年内蒙古电力（集团）有限责任公司全年售电量完成 2,176.34 亿千瓦时，同比增长 11.41%。区域内电力供过于求的局面整体有所改善。

发电量方面，2019 年，由于用电需求较高，内蒙古自治区电力生产保持较快的增长速度，全区规模以上工业企业发电量 5,327.3 亿千瓦时，同比增长 8.5%。其中，规模以上新能源发电量 727.8 亿千瓦时，占规模以上发电量的比重为 13.7%。

电力外送方面，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。2016 年 7 月，锡盟~山东 1,000 千伏特高压交流输变电工程建成投运；2016 年 11

月，蒙西~天津南 1,000 千伏特高压交流输变电工程建成投运；2017 年 12 月，上海庙~山东±800 千伏特高压直流输电工程建成投运。2018 年，全区外送电量 1,806 亿千瓦时，占当年全国跨省外送量的 14%。外送通道的陆续建成及外送电量的增长一定程度缓解了内蒙古区域电力供需矛盾，促进区域电力消纳。

电力体制改革方面，2010 年 5 月内蒙古自治区建立了全国第一个电力多边交易市场，最早开始推进电力体制改革，2015 年 9 月国家发改委批复了蒙西电网输配电价改革试点第一个监管周期（2015~2017）输配电价准许收入和输配电价水平，新的电价机制自 2015 年 10 月 1 日起实行，这是我国第一个省级电网输配电价改革试点。2016 年 10 月国家发改委同意内蒙古自治区开展电力体制改革综合试点。2017 年 8 月，蒙西地区被列入电力现货市场建设试点地区。内蒙古自治区市场化电力体制改革不断推进。但随着电力市场化的推进，内蒙古自治区全区上网竞价价格仍相对较低，对煤电企业的盈利能力形成一定影响。

总体来看，2019 年以来，内蒙古自治区用电需求保持快速增长，对电力企业经营情况的改善起到了积极作用，区域内电力供过于求的局面有所改善。

## 2019 年以来，随着在建项目的逐步投运，公司装机规模持续提升，同时受益于用电需求回升，公司机组利用小时数有所提高，发电量及上网电量同比增长

2019 年以来，锡林热电二期 4 号机组的建成投产带动了公司装机容量的提升。截至 2019 年 9 月末，公司控股运营装机容量为 571.81 万千瓦；其中，火电机组装机容量为 504.00 万千瓦（包括 378.00 万千瓦热电联产机组），风电机组装机容量为 54.65 万千瓦；光伏装机容量为 13.16 万千瓦；公司权益装机容量为 495.45 万千瓦。

表 1：截至 2019 年 9 月末公司参控股发电资产情况

项目名称	装机容量 (万千瓦)	权益 (%)
准大发电厂（准大发电）	2×30	51

<sup>2</sup> 数据来源：内蒙古统计局

新丰热电厂（新丰热电）	2×30	51
锡林热电厂（锡林热电）	2×30	100
锡林热电厂（锡林热电二期）	2×35	100
金山热电厂（金山热电）	2×30	51
乌斯太电厂（乌斯太热电）	2×30	100
兴安热电厂（兴安热电）	2×34	100
陶日木风电场	33×0.15	100
二连浩特风电场	33×0.15	100
公主岭风电场	33×0.15	100
二连光伏发电项目	2.00	100
杭锦发电厂	2×33	60
巴音风电场	20	51
红泥井风电场	24×0.2	80
武川三圣太风电场	25×0.2	80
乌兰五号风电项目	10.00	100
巴音杭盖光伏发电项目	2.00	100
包头固阳光伏发电项目	4.16	100
兴安盟光伏项目	2.00	100
察右前旗光伏项目	3.00	100
<b>控股合计</b>	<b>571.81</b>	<b>--</b>
黄河万家寨	150	33.33
<b>参控股权益合计</b>	<b>495.45</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从发电机组运行水平看，2018年，受益于用电需求回暖，加之公司积极参与市场化交易以争取多发电，当期机组平均利用小时同比上升481小时至4,704小时；同时受益于装机容量的上升，当期公司分别实现发电量和上网电量251.05亿千瓦时和226.81亿千瓦时，同比分别增长22.40%和22.36%。2019年1~9月，公司分别实现发电量和上网电量223.07亿千瓦时和202.15亿千瓦时，受益于新建装机的投产及内蒙古地区、特别是蒙西地区电力需求的增长，分别较上年同期增长24.15%和24.51%。未来随着在建项目的陆续投产，公司发电量有望进一步上升。

供电煤耗方面，近年来公司持续推进机组的技术改造，供电煤耗整体呈下降态势，但仍处于较高水平，2018年及2019年1~9月供电煤耗分别为329.29克/千瓦时和337.73克/千瓦时。

表 2：近年来公司电力业务主要指标

指标	2016	2017	2018	2019.9
可控装机容量（万千瓦）	442.65	486.65	533.76	571.81

其中：火电（万千瓦）	401.00	434.00	469.00	504.00
风电（万千瓦）	39.65	44.65	54.65	54.65
光伏（万千瓦）	2.00	8.00	10.11	13.16
发电量（亿千瓦时）	159.83	205.11	251.05	223.07
其中：火电（亿千瓦时）	154.38	195.71	238.00	211.61
风电（亿千瓦时）	5.09	8.18	11.22	9.59
上网电量（亿千瓦时）	144.91	185.37	226.81	202.15
其中：火电（亿千瓦时）	139.52	176.19	214.09	191.12
风电（亿千瓦时）	5.03	7.96	10.90	9.21
发电机组平均利用小时（小时）	3,957	4,223	4,704	3,934
其中：火电（小时）	4,262	4,509	5,075	4,239
风电（小时）	1,285	1,857	2,054	1,755
平均上网电价	--	--	--	--
其中：火电（元/千瓦时）	0.2420	0.2218	0.2441	0.2402
风电（元/千瓦时）	0.5025	0.5007	0.4675	0.3837
供电煤耗(克/千瓦时)	332.66	335.16	329.29	337.73

资料来源：公司提供

火电上网电价方面，考虑到2016年下半年以来煤炭价格的迅速上涨，国家发改委于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；自2017年7月1日起，内蒙古西部电网燃煤发电标杆上网电价按每千瓦时0.2829元（含税，含脱硫、脱硝和除尘）执行，内蒙古东部电网燃煤发电标杆上网电价按每千瓦时0.3035元执行。同时，随着电力体制改革的持续推进，公司市场化交易电量逐年增加，2018年公司市场化交易电量占比已达到80%；但2018年以来，内蒙古地区交易竞价趋于理性，折价幅度有所下降。受二者综合影响，2018年公司火电上网电价上升至0.2441元/千瓦时。2019年1~9月，标杆上网电价未进行调整，但受市场化交易程度继续加深影响，公司火电当期平均上网电价小幅下降至0.2402元/千瓦时。

风电上网电价方面，受风电标杆上网电价下调及参与市场化交易影响，近年来公司风电平均上网电价不断下降，2018年及2019年1~9月分别为0.4675元/千瓦时和0.3837元/千瓦时。

供热业务方面，截至2019年9月末，公司在蒙西电网热电联产机组装机容量310万千瓦，蒙东电网热电联产机组装机容量68万千瓦。公司在区域供热市场竞争优势明显，截至2019年末，公司

供热面积约为 3,839 万平方米，供热地区主要在呼和浩特、丰镇、锡林浩特、乌斯太开发区和兴安盟乌兰浩特；其中，金山热电厂在呼和浩特市供热市场占有率约为 12.00%；新丰热电厂在丰镇市供热市场占有率约为 50.00%；乌斯太热电厂在乌斯太经济开发区采暖期供热市场占有率约为 76.00%；锡林热电厂及锡林浩特聚能矿产品在锡林浩特市供热市场占有率约为 65.00%；兴安热电厂在乌兰浩特市供热市场占有率为 40.00%。近年来公司售热量持续增长，2018 年公司为 2,304.85 万吉焦，同比增长 13.56%，供热价格为 21.75 元/吉焦。2019 年 1~9 月，公司售热量为 1,704.7 万吉焦，同时乌斯太热电厂、金山热电厂供热价格均实现不同程度的上调，锡林热电厂新增趸售执行协议价，供热价格为 28.21 元/吉焦，同比明显上涨，受益于此，公司供热板块整体盈利有所好转。

总体来看，2019 年受益于在建项目的投运，公司装机规模持续提升；同时受益于用电需求回升，公司机组利用小时数有所提高，发电量及上网电量同比增长。但中诚信国际也关注上网电价调整及电改持续推进等因素对公司电力业务运营状况的影响以及公司供热业务未来盈利能力的改善情况。

### 2019 年以来煤炭价格小幅回落，但仍维持相对高位，公司煤电机组燃料采购成本较高，但公司自用煤炭量的增加一定程度分散了煤价提升对公司火电业务的影响

公司发电机组主要为火电机组，燃料成本变动对公司盈利水平有很大影响。公司电煤的采购由公司本部的原料管理部门根据各分公司（电厂）的地理位置，按照就近原则统一采购、统一定价。由于自备煤矿尚不能满足公司发电需求，目前公司已经与当地各家煤矿建立了稳定的业务合作关系，原材料供应稳定、价格较为合理。

煤炭采购量方面，随着装机规模增长，公司发电用煤需求不断上升。2018 年公司煤炭采购总量为 1,666.48 万吨，同比增长 23.37%；2019 年 1~9 月，公司煤炭采购总量为 1,431.12 万吨，较上年同期增长 23.33%。

煤炭采购价格方面，2018 年，煤炭价格维持高位，公司发电标煤单价进一步上升至 373.65 元/吨。2019 年 1~9 月，公司发电标煤单价小幅下降至 368.87 元/吨。

表 3：近年来公司煤炭采购情况

指标	2016	2017	2018	2019.1~9
煤炭采购总量（万吨）	1,055.81	1,350.83	1,666.48	1,431.12
市场煤占比（%）	96.58	96.07	92.42	83.56
发电标煤单价（元/吨）	226.94	355.35	373.65	368.87

资料来源：公司提供

在立足电力主业的同时，公司积极向上游煤炭领域拓展，以确保燃料供应的稳定性，抵御煤炭价格波动的风险。截至 2019 年 9 月末，公司拥有胜利西三煤矿，其煤炭储量为 5.02 亿吨，可采储量为 3.42 亿吨，设计产能为 600 万吨/年，煤质为褐煤，热量为 3,100~3,600 大卡/千克；胜利西三煤矿是露天矿，主要供应锡林热电厂，其余外售。此外，内蒙古自治区政府、内蒙古国资委为支持内蒙电投新的煤、电一体化经营格局和发展定位，同意在鄂尔多斯或蒙东地区配置一块具备开发条件、可采量 10 亿吨左右的煤炭资源，补足公司因玻璃沟、黑岱沟矿权转让给国电集团而减少的煤炭资源；同意有计划、有重点地逐步给公司配置国家批准规划和前期工作靠前的中等、优质煤炭资源 90 亿吨。截至目前，自治区已明确将储量为 24.6 亿吨的纳林希里煤矿及储量 4.5 亿吨的色连煤矿煤炭资源配置给公司，2019 年 1~9 月，公司已为上述资源合计缴纳 20.83 亿元的资源价款，截至 2019 年末，纳林希里和色连煤矿探矿权证均已经办理完成。未来，自治区政府和内蒙古国资委将会根据公司在建电厂的投运进度，持续为公司配置煤炭资源，公司煤炭产能有望持续增强。

煤炭产销方面，2018 年，胜利西三矿实现煤炭产量 629.39 万吨，自用和外销分别为 342.95 万吨和 286.44 万吨，由于锡林热电厂二期的建成投产，自用占比有所增加。2019 年 1~9 月，受征地到界、新的土地手续仍在审批中导致停产影响，公司当期煤炭产量为 313.76 万吨，同比有所下滑，但公司自产煤炭量占比继续增加。整体来看，公司自用煤炭量持续提升，一定程度上分散了煤价提升对于公司

火电业务的影响，且未来公司有望依托于现有煤炭资源，进一步提升煤炭产能。

表 4：近年来胜利西三煤矿煤炭产销量情况

指标	2016	2017	2018	2019.1-9
产能(万吨/年)	600	600	600	600
产量(万吨)	201.63	511.61	629.39	313.76
自用(万吨)	135.94	219.31	342.95	225.67
外销(万吨)	65.69	292.30	286.44	98.76

资料来源：公司提供

总体来看，2019 年以来煤炭价格小幅回落，但仍维持相对高位，公司煤电机组燃料采购成本较高，但公司自用煤炭量的增加一定程度分散了煤价提升对公司火电业务的影响。中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对公司煤炭生产及电力业务的影响。

表 5：截至 2019 年 9 月末公司重要在建项目情况（单位：万千瓦、亿元）

项目名称	装机规模	计划总投资	已投资	2019 年全年计划投资
科右中发电项目	2*66	51.53	8.64	0.39
巴音杭盖风电项目	30	20.91	0.89	16.00
呼和浩特风电供热项目	10	7.28	0.28	7.07
胜利西三矿	--	19.31	10.10	2.01
合计	--	99.03	19.91	25.47

资料来源：公司提供

总体来看，2019 年以来，限于政策及项目贷审批节奏等因素，公司在建项目进展较为缓慢。未来随着项目的投产，清洁能源比重预计将有所提升。中诚信国际将持续关注公司在建工程进展及带来资本支出压力情况。

## 财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2016~2017 年度财务报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>3</sup> 审计并出具标准无保留意见的公司 2018 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2019 年前三季度财务报告。所有财务报表均依据新会计准则编制，中诚信国际分析采用各期报表期末数。

为计算有息债务，中诚信国际将公司“其他流动负债”科目中的短期应付债券调入短期债务，将

**2019 年以来，限于政策及项目贷审批节奏等因素，公司在建项目进展较为缓慢，未来随着项目的投产，投运后清洁能源比重预计将有所提升**

截至 2019 年 9 月末，公司在建项目主要为热电、风电及煤矿项目，计划总投资 99.03 亿元，已投资 19.91 亿元，2019 年计划投资 25.47 亿元。其中科右中发电项目 2017 年被列入煤电缓建名单，2019 年 6 月移出，现已开始复工建设，同时受项目贷审批节奏因素影响，公司其他在建项目进展较为缓慢，不过风电项目工期相对较短，若 2020 年顺利投产，未来公司装机结构将进一步优化，清洁能源占比将持续提升。

公司“长期应付款”科目中的融资租赁款调入长期债务。

## 盈利能力

2018 年公司实现营业总收入 65.80 亿元，同比增长 24.02%。从收入构成来看，火电业务依旧占绝对主导地位，2018 年公司火电业务收入为 55.19 亿元，占营业总收入的比重为 83.88%；受益于锡林热电等项目的建成投运以及用电需求提升，公司火电板块收入同比增长 31.34%；风电及光伏发电方面，2018 年，公司风电业务收入为 4.32 亿元，同期光伏发电业务收入为 1.23 亿元，同比分别增长 26.31% 和 75.71%，随着装机规模的提升均同比明显增长。煤炭销售业务方面，2018 年公司煤炭销售业务收入为 6.05 亿元，随着 2017 年西三矿生产恢复正常，煤炭产销量大幅上升，同时煤炭价格维持高位也带动了煤炭销售收入的提高。2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 59.59 亿元，受益于火电上网电量

<sup>3</sup> 2018 年应公司股东内蒙古国资委定期更换审计机构的要求，公司变更审计机构。

的增长，同比增长 30.67%。

表 6：近年来公司收入结构（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~9
火电	32.55	42.02	55.19	50.94
风电	2.02	3.42	4.32	3.53
光伏发电	0.40	0.70	1.23	1.23
煤炭销售	0.56	3.42	6.05	3.69
物资销售	4.14	1.50	0.16	1.84
其他业务	3.91	1.99	4.56	2.00
抵销	--	--	-5.72	-3.64
<b>合计</b>	<b>43.58</b>	<b>53.05</b>	<b>65.79</b>	<b>59.59</b>

资料来源：公司提供

毛利率方面，由于火电收入占总收入的比重较高，公司营业毛利率受火电业务毛利率影响较大。2018 年，受益于机组利用效率的提升及火电上网电价的增长，公司营业毛利率上升至 15.63%。2019 年 1~9 月，公司营业毛利率为 19.10%，继续保持上升态势。

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 12.45 亿元，同比上升 20.17%，三费收入占比为 18.92%，同比下降 0.60 个百分点。细分来看，公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成；2018 年公司财务费用为 10.06 亿元，由于债务规模的上升有所增加；同期管理费用为 2.03 亿元，随着公司业务规模的扩大同比增加 7.98%。2019 年 1~9 月，公司三费合计为 9.96 亿元，其中财务费用为 8.76 亿元，由于债务规模的扩大，公司财务费用较去年同期继续上升，不过由于营业总收入的增长，2019 年 1~9 月期间费用占收入比为 16.71%，较去年同期小幅下降。

表 7：近年来公司期间费用情况

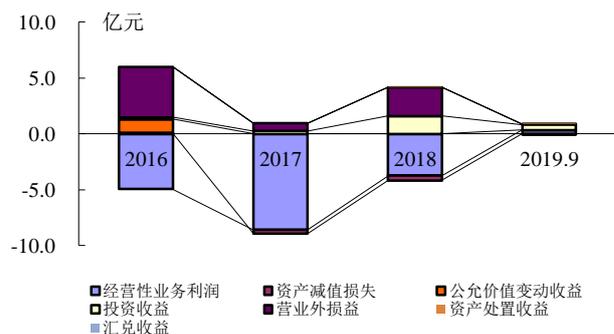
指标	2016	2017	2018	2019.1~9
销售费用（亿元）	0.02	0.00	0.35	0.13
管理费用（亿元）	1.52	1.88	2.03	1.06
财务费用（亿元）	7.51	8.48	10.06	8.76
三费合计（亿元）	9.06	10.36	12.45	9.96
营业总收入（亿元）	43.58	53.05	65.80	59.59
<b>期间费用占收入比（%）</b>	<b>20.78</b>	<b>19.52</b>	<b>18.92</b>	<b>16.71</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现利润总额 0.03 亿元和 0.87 亿元，同期

净利润分别为-0.60 亿元和 0.64 亿元。从经营性业务盈利能力来看，2018 年，公司经营性业务利润为-3.76 亿元，受上网电价持续下降及煤炭价格上涨影响，近年来公司经营性业务持续亏损；但 2018 年，得益于上网电价上涨和公司火电机组利用效率的提升，公司经营性业务亏损有所缓解。2019 年 1~9 月，公司火电机组效率继续提升加之煤炭价格高位回落，公司实现经营性业务利润为 0.34 亿元，同比由亏转盈。此外，2018 年公司实现营业外损益（营业外收入-营业外支出）2.58 亿元，主要是由于公司出售多余煤炭产能指标实现营业外收入 2.35 亿元。2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现投资收益 1.60 亿元和 0.47 亿元，均为对黄河万家寨水利枢纽有限公司以权益法下确认的投资收益。

图 2：近年来公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，2019 年以来公司受装机规模及火电机组利用效率的增加，收入规模显著增长，毛利率明显回升，经营性业务亏损有所缓解，但高位运行的煤炭价格仍对公司盈利能力形成一定压力，中诚信国际将持续关注公司经营性业务盈利能力改善情况。

## 偿债能力

由于公司近年来盈利能力较弱及支付纳林希里煤矿和色连煤矿的资源价款，公司债务规模持续增长。截至 2019 年 9 月末，公司总债务规模为 242.43 亿元，较上年末增长 11.14%，资产负债率和总资本化比率分别为 78.13% 和 74.54%。考虑到公司仍有一些在建项目，债务规模及负债率水平仍

存在一定的上行压力。

从偿债能力指标来看,2018年,公司火电业务盈利增强,公司EBITDA同比增长88.32%,其对总债务及利息支出的覆盖能力有所增强。现金流偿债指标方面,近年来公司经营活动净现金流持续上升,对公司债务本息和覆盖能力亦有所增强,但总体来看公司偿债能力仍有待改善,短期流动性压力较大。

**表8: 近年来公司偿债能力指标**

	2016	2017	2018	2019.9
货币资金(亿元)	5.59	6.82	11.10	14.02
短期债务(亿元)	69.86	80.70	70.31	90.43
总债务(亿元)	183.99	203.78	218.13	242.43
资产负债率(%)	72.51	75.50	76.86	78.13
总资本化比率(%)	67.31	71.39	72.81	74.54
经营活动净现金流(亿元)	2.87	7.96	23.11	15.38
EBITDA(亿元)	21.22	12.39	23.34	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.17	1.43	2.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.15	0.33	--
总债务/EBITDA(X)	8.67	16.44	9.35	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.04	0.10	0.33	0.23*
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.04	0.11	0.08*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.29	0.92	2.07	--

注:由于缺少数据,2019年1~9月部分指标无法计算;带“\*”号数据经年化处理。

资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

截至2019年9月末,公司对外担保余额3.33亿元,为公司按出资比例对黄河万家寨水利枢纽有限公司的借款提供连带担保,目前被担保对象运营正常。受限资产方面,截至2018年末,公司所有权或使用权受到限制的资产共计61.78亿元,主要为锡林热电厂固定资产、乌斯太电厂机器设备、杭锦发电固定资产、兴安热电厂固定资产、准大发电厂和新丰热电厂所拥有的建筑物和机器设备等。同期末公司无重大未决诉讼事项。

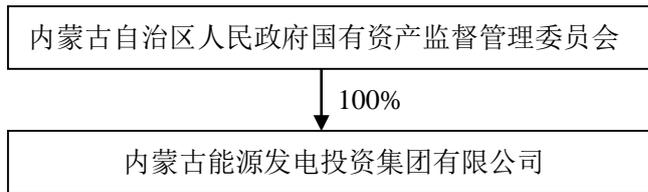
公司与金融机构有良好的合作关系,截至2019年9月末,公司获得综合授信额度318.32亿元,其中未使用额度为77.05亿元。

## 结 论

综上,中诚信国际维持内蒙古能源发电投资集团有限公司的主体信用等级为AA<sup>+</sup>,评级展望为稳

定;维持“19 内蒙电投 CP001”的债项信用等级为A-1。

附一：内蒙古能源发电投资集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供



**附三：内蒙古能源发电投资集团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)	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	55,913.20	68,176.11	110,953.10	140,172.94
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	201.53	201.53
应收账款净额	124,796.03	127,619.46	175,172.02	202,364.63
其他应收款	476,190.13	471,864.88	476,388.01	473,863.45
存货净额	42,526.36	47,022.25	46,903.21	44,087.10
长期投资	81,010.65	84,151.54	96,752.66	102,942.66
固定资产	1,815,137.47	1,931,129.34	2,027,400.66	2,062,792.62
在建工程	301,175.36	213,413.44	301,948.58	248,435.78
无形资产	97,117.43	95,441.04	93,897.12	92,800.11
总资产	3,251,244.34	3,333,515.24	3,520,308.07	3,786,335.38
其他应付款	51,719.87	53,429.77	75,665.93	61,910.88
短期债务	698,623.02	806,985.35	703,147.11	904,338.96
长期债务	1,141,309.96	1,230,780.56	1,478,187.67	1,519,965.60
总债务	1,839,932.98	2,037,765.92	2,181,334.78	2,424,304.56
净债务	1,784,019.78	1,969,589.81	2,070,381.69	2,284,131.62
总负债	2,357,491.30	2,516,855.92	2,705,782.91	2,958,328.73
财务性利息支出	76,564.46	86,296.50	100,271.94	--
资本化利息支出	20,993.28	134.87	11,179.03	--
所有者权益合计	893,753.04	816,659.32	814,525.16	828,006.64
营业总收入	435,819.14	530,516.63	657,952.98	595,942.61
三费前利润	40,999.43	15,371.57	85,615.98	102,624.74
投资收益	1,502.28	2,625.19	16,006.79	4,700.00
净利润	5,591.59	-83,062.86	-6,045.14	6,366.53
EBIT	86,840.87	6,442.74	100,553.91	--
EBITDA	212,169.42	123,937.95	233,402.66	--
经营活动产生现金净流量	28,653.27	79,634.69	231,120.45	153,803.94
投资活动产生现金净流量	-92,009.84	-142,342.81	-152,563.73	-269,268.63
筹资活动产生现金净流量	-75,868.13	67,451.03	-42,404.73	141,509.63
现金及现金等价物净增加额	-139,224.69	4,742.91	36,151.99	26,044.94
资本支出	182,799.32	137,850.53	128,400.87	275,573.32
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	10.10	4.87	15.63	19.10
三费收入比(%)	20.78	19.52	18.92	16.71
EBITDA/营业总收入(%)	48.68	23.36	35.47	--
总资产收益率(%)	2.66	0.20	2.94	--
流动比率(X)	0.73	0.68	0.79	0.74
速动比率(X)	0.69	0.64	0.75	0.71
存货周转率(X)	10.11	11.27	12.08	14.13*
应收账款周转率(X)	4.00	4.20	4.34	4.21*
资产负债率(%)	72.51	75.50	76.86	78.13
总资本化比率(%)	67.31	71.39	72.81	74.54
短期债务/总债务(%)	37.97	39.60	32.23	37.30
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.04	0.11	0.08*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.04	0.10	0.33	0.23*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.29	0.92	2.07	--
总债务/EBITDA(X)	8.67	16.44	9.35	--
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.15	0.33	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.17	1.43	2.09	--

注：公司财务报表均按照新会计准则编制；2019年1~9月报表未经审计；由于缺少相关数据，2019年1~9月部分指标无法计算；为计算有息债务，中诚信国际将公司“其他流动负债”科目中的短期应付债券调入短期债务，将公司“长期应付款”科目中的融资租赁款调入长期债务；带“\*”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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加-期间费用+其他收益

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

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=（营业收入-营业成本）/营业收入

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 = 营业成本/存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入/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）

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

## 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：短期融资券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力很强，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