



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2012] 跟踪031号

河北建投能源投资股份有限公司：

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“河北建投能源投资股份有限公司2011年公司债券”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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

证券评估有限公司
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
二零一二年五月十一日

河北建投能源投资股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

发行主体	河北建投能源投资股份有限公司		
担保主体	河北建设投资集团有限责任公司		
发行规模	不超过人民币 8 亿元		
存续期限	本次债券期限为 6 年，附第三年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权		
上次评级时间	2011/06/30		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA 评级展望 稳定		
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA 评级展望 稳定		

概况数据

建投能源	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益(亿元)	40.69	40.96	40.68	40.61
总资产(亿元)	100.74	121.27	156.00	156.60
总债务(亿元)	54.92	73.86	102.45	104.51
营业收入(亿元)	47.34	54.10	60.32	15.36
营业毛利率(%)	15.67	11.81	12.04	14.27
EBITDA(亿元)	10.03	8.80	9.23	-
所有者权益收益率(%)	2.62	0.91	0.40	-0.65
资产负债率(%)	59.61	66.23	73.93	74.07
总债务/EBITDA(X)	5.48	8.39	11.10	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.36	2.98	1.85	-
建投集团	2009	2010	2011	
所有者权益(亿元)	248.15	288.89	306.10	
总资产(亿元)	543.82	671.54	773.78	
总债务(亿元)	257.75	300.90	407.12	
营业收入(亿元)	103.91	133.41	151.24	
营业毛利率(%)	26.38	18.83	23.21	
EBITDA(亿元)	30.21	134.16	44.50	
净资产收益率(%)	3.63	2.83	2.70	
资产负债率(%)	54.37	56.98	60.44	
总债务/EBITDA(X)	8.53	2.24	9.15	
EBITDA 利息倍数(X)	2.66	9.94	2.21	

注：所有者权益包含少数股东权益。

基本观点

2011 年，河北建投能源投资股份有限公司（以下简称“建投能源”或“公司”）业务运营保持平稳，营业收入持续增长，发电设备利用效率保持较高水平；未来控股股东资产注入将带动公司电力资产规模实现快速增长，盈利能力有望提升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将持续关注燃煤价格持续高位运行、国家环保节能力度加强等因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持“河北建投能源投资股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AAA，维持发行主体建投能源主体信用等级为 AA，评级展望稳定。该级别考虑了河北建设投资集团有限责任公司（以下简称“建投集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 区域竞争优势。截至 2011 年 12 月 31 日，公司权益装机容量为 287.10 万千瓦，其中 234.3 万千瓦位于河北南网，装机容量在区域内排名前三，具有较强的区域竞争能力。
- 发电机组运营效率较高。公司参控股机组单机规模均在 30 万千瓦以上，加之不断加强技术改造，利用小时数、供电煤耗等各项运营指标持续改善。
- 未来优质电力资产注入。公司拟通过定向增发形式收购建投集团下属的宣化热电、秦热发电、沧州发电和三河发电 4 家电厂以及 1 家燃料公司。目前，上述定向增发事宜已报送证监会审核。未来优质电力资产注入将带动公司资产规模快速增长和盈利能力的不断提升。

分析师

曹张琪 zqcao@ccxr.com.cn
邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2012年5月11日



关注

- 国家环保节能力度加强。2011年7月，新的《火电厂大气污染物排放标准》颁布，更为严格的排放标准将在一定程度上增加火电企业的环保支出压力。
- 电源结构相对单一。公司现有电力资产均为火电，在当前燃煤价格高企，煤电联动尚不到位的背景下，单一的电源结构不利于公司分散业务风险、提升盈利能力。
- 债务负担加重，财务支出增加。2011年，公司总债务同比大幅上升43.60%至115.33亿元，导致财务费用支出增长46.53%至3.50亿元，对公司盈利水平形成一定负面影响。

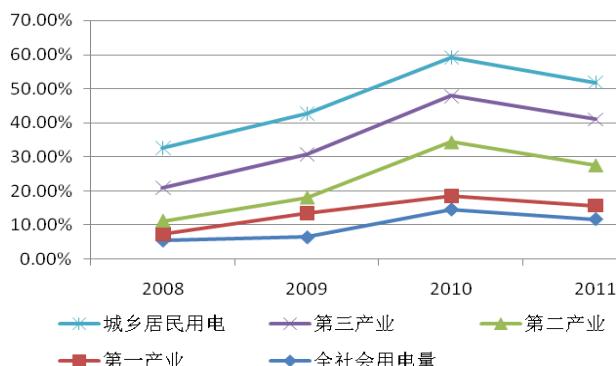
募集资金使用情况

本次债券于 2011 年 8 月 30 日发行，以 6.20% 的发行利率共计发行公司债券 4.5 亿元，募集资金已于 2011 年 8 月 30 日全部到位。其中，2.5 亿元用于偿还银行借款，其余部分补充流动资金。公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

行业关注

2011 年中国电力需求整体较为旺盛，第二产业仍是拉动用电增长的决定因素；西部地区则成为带动用电增长的新新兴力量

图 1：2008~2011 年全社会及各产业累计用电增速



数据来源：中电联，中诚信证评整理

2011 年，全国全社会用电量为 4.69 万亿千瓦时，同比增长 11.7%，增速较上年微降 2.86 个百分点。分产业来看，2011 年，第一产业用电量比上年增长 3.9%。第二产业及其工业用电量分别增长 11.9% 和 11.8%，占全社会用电量的比重分别为 75.0% 和 73.8%，仍是拉动用电增长的决定因素；其中，轻工业用电增速低于重工业，且差距拉大。第三产业用电增长 13.5%。城乡居民生活用电增速放缓到 10.8%，其中城镇居民用电仅增长 8.2%。

分地区来看，2011 年东、中、西、东北地区用电分别增长 9.6%、12.1%、17.2% 和 7.9%，中西部用电需求增长明显快于东部和东北地区，西部地区所有省份用电量增速均高于全国平均水平，东部用电大省对全国用电带动作用减弱。

2011 年 1 季度，国内 GDP 同比增幅为 8.1%，增幅连续 5 个季度出现环比下滑。受此影响，2012 年 1 季度全社会用电量同比增速仅 6.8%，增速下滑明显。考虑到 2012 年国内外经济走势的不确定因素较大，预计全年全社会用电增速将同比有所下降。

国家电源投资力度有所减弱，电网投资比重上升；水电、核电、风电、太阳能等清洁能源比重上升，电源结构不断改善

电力投资方面，2011 年全国电力工程建设完成投资 7,393 亿元，与上年基本持平。其中，电源工程建设完成投资 3,712 亿元，比上年下降 6.49%；电网工程建设完成投资 3,682 亿元，比上年增长 6.77%，电网投资占电源投资的比重比上年提高 3.3 个百分点。截至 2011 年 12 月 31 日，全国全口径装机容量为 10.56 亿千瓦时，同比增长 9.2%；电网 220 千伏及以上输电线路回路长度、公用变设备容量分别为 48.0 万千米、22.0 亿千伏安，分别比上年增长 7.9% 和 10.5%，全国电力供应和配置能力进一步增强。

分电源结构来看，在 2011 年完成的电源工程建设投资中，水电完成投资 940 亿元、火电 1,054 亿元、核电 740 亿元，风电为 829 亿元，其中火电投资仅为 2005 年的 46.4%，已经连续 6 年同比减少。截至 2011 年底，水电、核电、风电、太阳能等清洁能源比重达到 27.5%，同比提高了 0.9 个百分点，清洁能源比重上升，电源结构不断改善。分地区来看，2011 年，我国西部、东北、中部以及东部地区装机容量分别增长 14.5%、7.8%、7.3% 和 6.4%，其中东、中部装机增长分别低于用电量增长 3.2 和 4.8 个百分点，在跨区资源配置能力不能完全配套的情况下，东部电力供需更加紧张。

火电装机增速减缓、水电来水偏枯等因素导致 2011 年我国电力供需仍然总体偏紧

2011 年，全国全口径发电量 4.72 万亿千瓦时，比上年增长 11.7%。其中，水电下降 3.5%，主要受来水偏枯因素所致；火电增长 14.1%，核电 874 亿千瓦时、增长 16.9%，并网风电 732 亿千瓦时、增长 48.2%。全国发电设备利用小时 4,731 小时，已

连续两年回升，其中，水电设备利用小时 3,028 小时，同比下降 376 小时，是三十年来最低的一年；火电设备利用小时达到 5,294 小时，同比提高 264 小时，提高幅度为 2004 年以来最大的一年。

此外，水电发电量下降对跨区跨省输电及电力平衡影响较大。2011 年三峡电厂累计送出电量比上年减少 7.3%；华中送出电量下降 15.1%，其中送华东、西北、华北、南方分别下降 11.0%、16.3%、69.6% 和 12.1%。由于来水偏枯以及电煤问题，贵州输出电量下降 11.5%，导致南方电网“西电东送”电量下降 13.2%。根据中电联对 2012 年电力形势预测数据显示，2012 年我国用电形势将持续紧张，最大电力缺口将达到 3,000-4,000 万千瓦。

煤炭供应能力有所增强，但电煤矛盾仍然突出，电煤价格高位运行，电价政策改革预期强烈

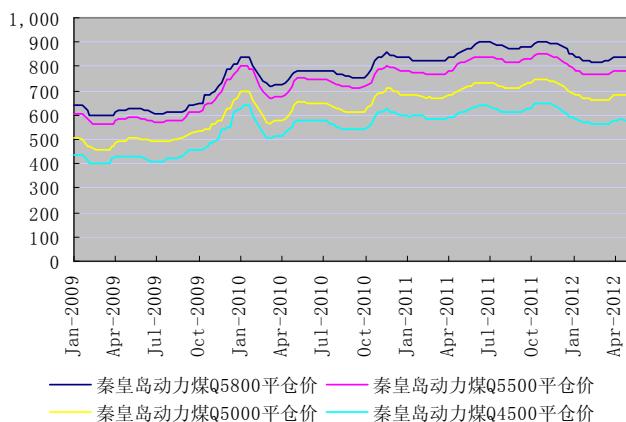
煤炭供应方面，近年来，随着一批新建、改扩建和资源整合煤矿技改完成陆续投产，煤炭产能释放有所加快，2011 年全行业新增产能 9,500 万吨。其中，内蒙古、山西和陕西全年煤炭产量分别为 9.79 亿吨、8.72 亿吨和 4 亿吨，同比分别增长 24.4%、17.7% 和 11.1%。

2011 年，虽然我国煤炭供应能力有所增强，但另一方面，下游主要耗煤行业保持了持续较快增长，加上水电减发、火电利用小时增加使得电煤需求旺盛进一步影响了电煤供需关系。2011 年，全国重点发电企业累计供、耗煤分别增长 15.78% 和 15.3%，日均供、耗煤分别为 381 万吨和 374 万吨；各月电厂耗煤持续较高。

电煤价格方面，总体来看，自 2009 年年末大幅上涨之后，2010 年至今国内煤价一直处于高位运行。2010 年 4 月，受南方来水偏枯、煤炭进口减少等因素影响，市场煤价持续较快上涨，6 月下旬达到全年最高水平。11 月以来，尽管处于冬季用煤旺季，但受工业增速回落，总体需求下降的影响，市场煤价呈现下降趋势。截至 2012 年 2 月 30 日，秦皇岛动力煤价格略有回落（图 2）。

图 2：2009.1~2012.5 秦皇岛动力煤平仓价

单位：元/吨



数据来源：恒生聚源，中诚信证评整理

面对燃煤价格高企给火电企业带来的经营压力，2011 年，发改委先后两次对上网电价进行调整，但调整力度远不足以弥补成本的大幅增长。在市场对电价改革预期强烈的背景下，近期，发改委披露了 2012 年电价改革方案，即“阶梯电价”。目前，全国已有部分省市开展了阶梯电价听证会，若电价改革能顺利实施，将在一定程度上缓解目前火电企业经营成本居高不下，盈利能力大幅下降明显的局面。

表 1：发改委关于居民阶梯电价方案

分档	备注
第一档基本用电	按覆盖 80% 居民家庭用电，不调整
第二档正常用电	覆盖 95% 居民家庭用电，提价不低于 0.05 元/度。
第三档高质量用电	其他部分；提价 0.3 元/度
免费档	城市低保户和五保户设置 10 度或 15 度免费点亮。

数据来源：公开资料，中诚信证评整理

环保节能力度加强，将加大火电企业运营成本

2011 年 7 月，环保部和国家质监总局联合发布了新的《火电厂大气污染物排放标准》，并在 2012 年 1 月 1 日起实施。新标准在脱硝、脱硫以及除尘等方面进行了更为严格的要求。新的排放标准将增加相关火电企业在环保方面的投入，在一定程度上增加了各发电企业的运营成本。

业务运营

表 2：2010、2011 年公司主营业务收入构成

	单位：亿元		
	2010	2011	同比增长
发电	52.88	58.70	11.00%
酒店	1.17	1.41	20.51%
综合能源服务	-	0.09	-
合计	54.05	60.20	11.38%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2011 年，公司共完成主营业务收入 60.20 亿元，同比增长 11.38%。其中，发电业务（包括电力和热力）实现营业收入 58.70 亿元，同比增幅为 11.00%；酒店业务实现营业收入 1.41 亿元，同比增幅为 30.51%，但占公司主营业务收入的比重仍较小，约为 2.33%。此外，综合能源服务业务为公司 2011 年新增业务板块，当年实现主营业务收入 0.09 亿元，尚处于培育阶段。

2011 年公司可控电力资产规模维持上年水平，未来在建及拟建项目的持续推进以及定向增发的完成将带动公司电力资产规模的快速提升

2011 年，公司下属国电长治热电有限公司 2 台 33 万千瓦的热电项目投产，截至 2011 年末，公司已投产可控装机容量为 300 万千瓦，同比未发生变化；权益装机容量为 287.10 万千瓦，同比增长 26.4 万千瓦，均为火电资产。

表 3：2011 年公司下属已投产电厂装机情况

公司名称	装机容量 (万千瓦)	持股比例 (%)
河北西柏坡发电有限责任公司	4×30	60
河北西柏坡第二发电有限责任公司	2×60	51
邢台国泰发电有限责任公司	2×30	51
衡水恒兴发电有限责任公司	2×30	35
河北衡丰发电有限责任公司	2×33	35
河北邯峰发电有限责任公司	2×66	20
国电榆次热电有限公司	2×33	40
国电长治热电有限公司	2×33	40

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在建项目方面，目前公司已核准在建电厂 2 家，分别为沙河发电和任丘热电（表 4），在建可控装机容量为 180 万千瓦，预计可在 2012 年先后实现投

产。届时，公司的电力资产规模将得到较大幅度的提升。此外，公司尚有邢台热电（2×350MW）、昌黎热电（2×350MW）和承德南郊热电（2×350MW）三个项目尚处于前期阶段，较为丰富的项目储备为公司业务规模持续扩大奠定良好的基础。

表 4：2011 年末公司在建电厂情况

公司名称	装机容量	持股比例	投产时间	电源类型
河北建投沙河发电有限责任公司	2×60	80	2012 年	电力
河北任丘热电有限责任公司	2×30	60	2012 年	电力、热力

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

值得一提的是，2011 年 2 月 24 日，公司披露《发行股份购买资产方案暨关联交易报告书》（以下简称“《报告书》”）。《报告书》中指出，公司拟通过定向增发形式收购建投集团下属的宣化热电、秦热发电、沧东发电和三河发电 4 家电厂以及 1 家燃料公司。目前，上述定向增发事宜已报送证监会审核。

表 5：拟注入资产情况

公司名称	权益 (%)	装机结构
宣化热电	100	2×30
秦热发电	40	2×30
沧东发电	40	2×60 (一期) 2×66 (二期)
三河发电	15	2×35 (一期) 2×30 (二期)

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

中诚信证评认为，未来随着公司在建、拟建项目的持续推进以及股东方资产注入的逐步完成，公司的电力资产规模将得到快速提升。但公司电力资产均为火电，电源结构相对单一。在当前燃煤价格高企、煤电联动不充分的情况下，单一的电源结构不利于公司分散业务风险，提升盈利能力。

发电量小幅增长，各项运营指标持续优化，但燃煤价格高企仍成为制约公司盈利表现的主要因素

2011 年，河北南部电网全社会用电量为 1,558 亿千瓦时，同比增长 10.61%。同期，公司发电量和上网电量实现小幅增长。2011 年，公司完成全口径发电量 179.53 亿千瓦时，同比增长 2.14%；上网电量 167.69 亿千瓦时，同比增长 2.08%。

公司现有投产电厂单机装机容量均大于 30 万千瓦，且早在 2009 年，公司全部机组均实现脱硫，因此公司各项运营指标表现良好。2011 年，公司控股发电机组平均利用小时数为 5,984 小时，高于河北南网平均水平 393 小时，同比增加 125 小时。此外，公司在 2011 年完成汽轮机提效等技术改造 40 余项，使得机组效率持续提高。2011 年，公司平均供电煤耗进一步下降至 328.67 克/千瓦时（表 4）。

表 6：2009~2011 年公司主要运营数据

	2010	2011
全口径发电量(亿千瓦时)	175.76	179.53
全口径上网电量(亿千瓦时)	164.27	167.69
发电机组平均利用小时数(小时)	5,859	5,984
平均供电标煤消耗(克/千瓦时)	330.87	328.67

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2011 年，电煤价格持续高位震荡，国内火电企业面临的成本上升压力加大。当年公司控股子公司平均综合标煤单价为 747 元/吨，同比上涨 9.53%。为缓解燃煤价格上涨给火电企业带来的成本压力，当年 12 月，河北省物价局下发《关于调整电网电价的通知》（冀价管[2011]62 号），河北南网电价上调 2.83 分/千瓦时（含税）。中诚信证评认为，虽然此次电价的上调将对公司 2012 年营业收入产生正面影响，但煤电联动尚未到位，公司盈利能力难以得到明显改善。

表 7：2011 年末公司主要控股子公司电价情况

公司名称	单位：元/千瓦时（含税）	
	调整前	调整后
河北西柏坡发电有限责任公司	0.4017	0.4300
河北西柏坡第二发电有限责任公司	0.4017	0.4300
河北国泰发电有限责任公司	0.4009	0.4292

数据来源：公司临时公告，中诚信证评整理

新增综合能源服务业务板块，尚处于发展初期，但业务发展前景良好

为实现公司资产和业务结构调整，转变发展方式，公司于 2011 年设立综合能源服务业务板块，与控股股东共同投资设立了河北建投国融能源服务股份有限公司，并在当年顺利开拓了业务市场，实施了一批综合能源服务项目。

具体来看，公司以合同能源管理作为初期发展基础和主要开发模式，推进节能减排技术的应用和

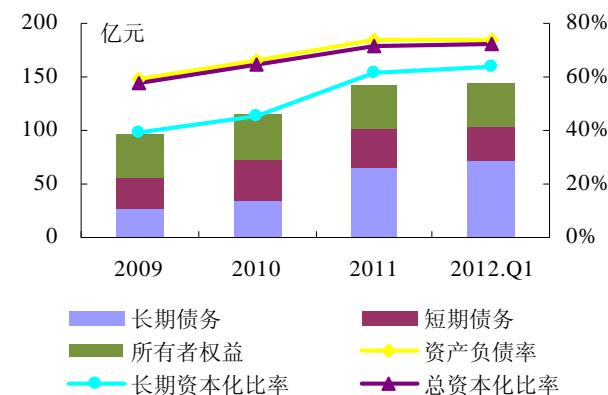
开发，促进工矿企业节能减排。2011 年，公司共开发实施合同能源管理项目 12 个。此外，公司还大力推进可再生能源在建筑方面的综合应用。2011 年，公司重点开发了控股子公司邢台国泰发电有限责任公司余热回收供热项目和石钢冲渣水余热利用项目。中诚信证评认为综合能源服务业务符合国家节能减排的产业政策，具备良好的发展前景。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中磊会计师事务所有限责任公司出具了标准无保留意见的 2009~2011 年财务报告以及未经审计的 2012 年第 1 季度财务报告，其中 2009 年、2010 年财务数据分别为 2010 年、2011 年财务报告的期初数，所有数据均为合并口径。

资本结构

图 3：2009~2012.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2011 年，随着沙河发电和任丘热电项目建设的推进，公司资产规模同比增长 28.64% 至 156.00 亿元。同期，公司通过发行公司债、保险债¹以及增加银行借款等方式筹集资金满足项目建设的资金需求，截至 2011 年 12 月 31 日，公司负债合计 115.33 亿元，同比上升 43.60%。受此影响，公司负债水平呈现上升态势，2011 年公司资产负债率和总资本化比率分别为 73.93% 和 71.58%，分别同比上升 7.70 和 7.25 个百分点。相较于国内主要电力上市公司来说，公司负债水平较为适中。

¹ 公司在 2011 年先后成功发行 8 亿元中国人寿保险债券投资计划和 4.5 亿元公司债券。



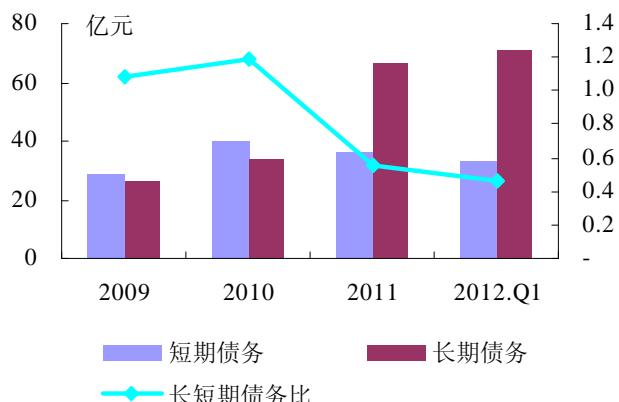
表 8：2011 年末主要电力上市公司负债水平

公司名称	总资本化比率（%）	资产负债率（%）
国投电力	80.71	82.01
长江电力	56.89	57.96
粤电力 A	59.84	66.44
湖北能源	67.07	68.66
华能国际	72.95	77.14
建投能源	71.58	73.93

资料来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

债务结构方面，2011 年，公司成功发行公司债券，募集资金 4.5 亿元；同时，公司增加的银行借款以长期借款为主，当年债务结构得到明显改善。截至 2011 年 12 月 31 日，公司长短期债务比为 0.55（2010 年为 1.19），以长期债务为主的债务结构符合电力企业投资规模大、回报期长的特点。

图 4：2009~2012.Q1 公司长短期债务结构



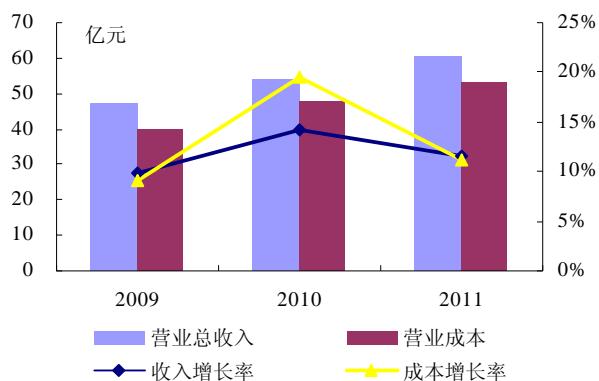
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2011 年随着在建项目的推进，公司债务规模快速增长，负债水平有所上升。但公司新增债务以长期债务为主，债务结构有所改善。

盈利能力

2011 年，公司可控装机容量未发生变化，但在发电量增长和电价上调的带动下，营业收入实现持续稳定增长，全年共完成营业收入 60.32 亿元，同比上升 11.49%。

图 5：2009~2011 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，酒店和综合能源服务业务毛利水平较高，分别达到 60.49% 和 81.36%，但由于其业务占比较小，公司综合营业毛利率仍受制于发电业务。2011 年公司发电业务和综合营业毛利率分别为 10.62% 和 12.04%，均基本与上年持平。2012 年 1 季度，受益于近期燃煤价格走低，公司营业毛利率略有回升，为 14.27%。中诚信证评认为，公司电力资产均为火电，毛利空间受燃煤价格走势影响较大；但得益于公司电力资产靠近产煤区，较低的运输成本使得公司发电业务毛利率仍高于主要火力上市公司同期毛利率水平（表 8）。

表 9：2010、2011 年公司各业务板块毛利率比较

业务板块	2010	2011
发电	10.64%	10.62%
酒店	62.53%	60.49%
综合能源服务	-	81.36%
合计	11.81%	12.04%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 10：2011 年末主要电力上市公司毛利率水平

公司名称	毛利率（%）	电源结构
国投电力	17.05	火电、水电
长江电力	59.31	水电为主
粤电力 A	9.60	火电为主
湖北能源	16.87	水电为主
华能国际	8.70	火电为主
建投能源*	10.62	火电

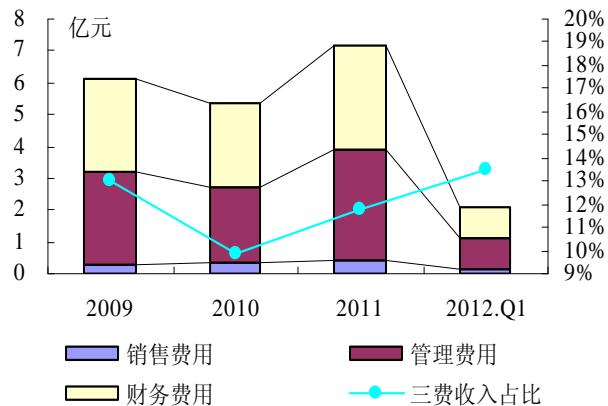
注：建投能源为电力业务板块毛利率。

资料来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

2011 年，公司期间费用上升较快，全年共计发生 7.13 亿元；三费收入占比为 11.82%，同比上升 1.96 个百分点。其中，财务费用受债务规模扩大影响，当年发生额为 3.20 亿元，同比增长 22.10%。

2012 年 1 季度，公司三费收入占比进一步上升至 13.45%。期间费用快速增长对公司盈利水平形成一定负面影响。

图 6：2009~2012.Q1 年公司三费情况分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2011 年，在燃煤价格高企毛利空间受损和期间费用增长的双重挤压下，公司经营性业务出现亏损，为 -3,022.81 万元。同期，公司转让所持有的河北银行 4,700 万股的股权，当年投资收益大幅增长至 6,984.40 万元（2010 年为 70.61 万元）。总体来看，受经营性业务亏损影响，公司 2011 年利润总额共计 4,639.94 万元，同比下降 40.07%。

未来，随着公司在建项目的陆续投产、河北电力需求的增长，公司营业收入仍存在一定的提升空间。但居高不下的燃煤价格将是制约公司乃至整个火电行业盈利的关键因素。

偿债能力

表 11：2009~2011 公司主要偿债能力指标

	2009	2010	2011
长期债务(亿元)	26.30	33.67	66.05
总债务(亿元)	54.92	73.86	102.45
总债务/EBITDA(X)	5.48	8.39	11.10
经营净现金/总债务(X)	0.16	0.14	0.02
经营净现金利息倍数(X)	2.87	3.53	0.33
EBITDA 利息倍数(X)	3.36	2.98	1.85

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2011 年，为满足在建项目资金需求，公司长期债务规模增长较快，并带动总债务规模上升，截至 2011 年 12 月 31 日，公司长期债务和总债务合计分别为 66.05 亿元和 102.45 亿元。受此影响，公司当

年各项偿债能力指标有所弱化，截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 11.10 和 1.85，同比分别上升 2.71 和下降 1.13，现金获取对债务以及利息的覆盖程度有所下降。同期，燃料成本上升使得公司经营性现金支出增加，经营性现金净流入规模同比减少 84.22%，为 1.65 亿元；经营性净现金对总债务和利息支出的保障均有所下降，2011 年公司经营性净现金/总债务和经营性净现金利息保障倍数分别为 0.02 和 0.33。

或有负债方面，截至 2011 年 12 月 31 日，公司无对外担保。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司获得各家银行授信总计 203.67 亿元，已使用额度为 102.36 亿元。

总体来看，公司在建项目的持续推进使得其债务规模增长较快，偿债压力有所上升；同时，持续高企的燃煤价格也对公司盈利能力产生负面影响。但我们认为，公司目前负债水平仍较为适中，且债务结构符合火电行业运营特点，长期来看，伴随公司在建项目的陆续投产，收入规模和盈利水平仍存在较大上升空间，公司仍具备很强的偿债能力。

担保实力

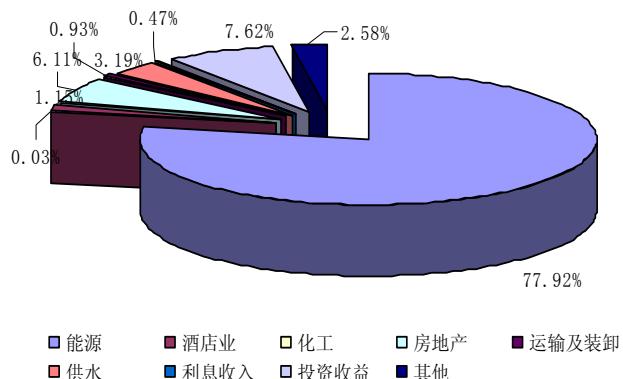
本次债券由河北建设投资集团有限责任公司（以下简称“建投集团”或“集团”）提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

建投集团是经河北省人民政府批准设立的国有独资公司，是由河北省国资委履行监管职责的国有资本运营机构和投资主体，主要从事能源、交通等基础产业和河北省支柱产业的投资与建设。集团是河北省资产规模最大的国有投资公司，除建投能源外，公司还控股新天绿色能源股份有限公司（H 股上市公司），参股华能国际电力股份有限公司、大唐国际发电股份有限公司等大型上市公司。截至 2011 年 12 月 31 日，集团权益装机容量为 907.78 万千瓦，占河北省发电设备总装机容量的 20.40%；2011 年，集团控股电厂完成发电量 393.06 亿千瓦时，上网电量 364.57 亿千瓦时。

2011 年，建投集团共实现主营业务收入 140.86 亿元，同比增长 12.41%。其中，能源板块仍为集团

最主要的收入来源，当年收入占比达到 77.92%；其余则主要集中在房地产、供水业务以及参股企业的投资收益，收入占比分别为 6.11%、3.18% 和 7.62%。

图 7：2011 年建投集团主营业务收入构成



数据来源：集团 2011 年审计报告，中诚信证评整理

从财务表现来看，随着能源业务板块在建电源项目的推进，集团资产规模增长较快，截至 2011 年 12 月 31 日，集团资产总额同比增长 15.22% 至 773.78 亿元。同期，集团通过发行企业债取得资金融通，满足资本支出需求，截至 2011 年 12 月 31 日，集团的负债规模同比上升 22.22% 至 467.68 亿元；资产负债率为 60.44%，虽同比上升 3.46 个百分点，但仍处于可控范围。债务结构方面，作为一家资本运营机构和投资主体，集团以长期债务为主，截至 2011 年 12 月 31 日，其长短期债务比为 0.15。总体来看，建投集团资本结构较为稳健，以长期债务为主的债务结构符合其业务特点和发展需要。

盈利能力方面，2011 年集团共完成主营业务收入 140.86 亿元，同比增长 12.41%。虽然燃煤价格高位运行对公司能源业务板块盈利能力产生一定负面影响，但得益于集团多元化的业务运营，整体盈利水平仍实现稳步提升，2011 年集团共实现利润总额 10.01 亿元，同比增长 4.77%。

从偿债指标来看，2011 年集团债务压力有所加大。截至 2011 年 12 月 31 日，集团总债务/EBITDA 和经营性净现金/总债务分别为 9.15 和 0.03，分别同比上升 6.91 和下降 0.05。同期，EBITDA 利息保障倍数和经营净现金利息保障倍数分别为 2.21 和 0.59，也较上年有所弱化。

银行授信方面，截至 2011 年 12 月 31 日，建投集团共计获得各家银行授信 451.8 亿元，银企关系良

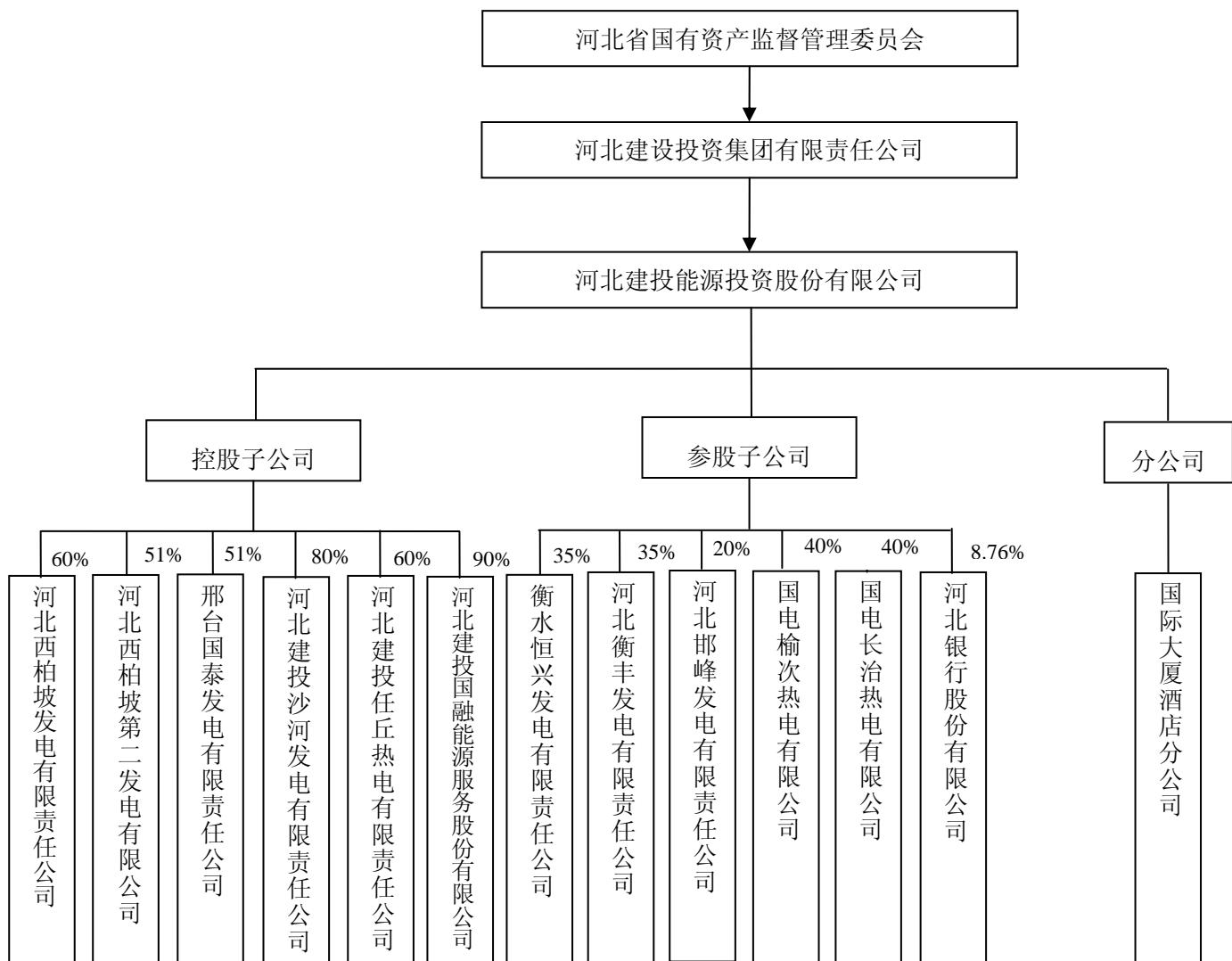
好。

综上所述，中诚信证评认为虽然建投集团在 2011 年受债务规模上升的影响，各项偿债指标有所弱化，但作为河北省国资委下属企业，集团具有强大的股东背景和很强的综合竞争力，能够为本次债券的换本付息提供有力的保障。

结 论

综上，中诚信证评维持发行主体建投能源主体信用等级为 **AA**，维持本次公司债信用等级为 **AAA**，评级展望稳定。

附一：河北建投能源投资股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 12 月 31 日）





附二：河北建投能源投资股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	13,095.44	58,935.26	100,227.70	72,836.67
应收账款净额	49,514.88	49,834.79	64,415.40	72,847.63
存货净额	24,607.02	32,452.29	29,760.53	40,357.94
流动资产	144,402.46	211,765.58	255,827.46	250,306.62
长期投资	153,612.28	144,854.30	151,100.98	151,042.18
固定资产合计	676,947.06	824,434.43	1,107,545.53	1,119,074.78
总资产	1,007,427.18	1,212,679.81	1,560,041.96	1,565,974.64
短期债务	286,197.22	401,902.77	363,921.68	332,188.07
长期债务	263,030.00	336,728.22	660,549.91	712,868.57
总债务(短期债务+长期债务)	549,227.22	738,630.99	1,024,471.59	1,045,056.64
总负债	600,549.16	803,100.63	1,153,279.06	1,159,860.00
所有者权益(含少数股东权益)	406,878.02	409,579.18	406,762.90	406,114.64
营业总收入	473,445.21	541,045.91	603,215.63	153,606.36
三费前利润	70,897.77	60,356.86	68,283.19	20,792.07
投资收益	5,993.42	70.61	6,984.40	-71.92
净利润	10,659.71	3,732.17	1,627.68	-659.66
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	100,299.33	87,989.27	92,283.52	-
经营活动产生现金净流量	85,583.26	104,301.42	16,457.24	560.62
投资活动产生现金净流量	-65,358.79	-161,958.79	-241,803.70	-36,377.40
筹资活动产生现金净流量	-29,908.36	104,740.07	268,728.43	8,425.75
现金及现金等价物净增加额	-9,683.89	47,082.71	43,381.97	-27,391.03
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率(%)	15.67	11.81	12.04	14.27
所有者权益收益率(%)	2.62	0.91	0.40	-0.65
EBITDA/营业总收入(%)	21.18	16.26	15.30	-
速动比率(X)	0.36	0.39	0.47	0.48
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	0.14	0.02	0.00
经营活动净现金/短期债务(X)	0.30	0.26	0.05	0.01
经营活动净现金/利息支出(X)	2.87	3.53	0.33	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.36	2.98	1.85	-
总债务/EBITDA(X)	5.48	8.39	11.10	-
资产负债率(%)	59.61	66.23	73.93	74.07
总债务/总资本(%)	57.44	64.33	71.58	72.01
长期资本化比率(%)	39.26	45.12	61.89	63.71

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加



附三：河北建设投资集团有限责任公司财务数据及主要指标

财务数据(单位: 万元)	2009	2010	2011
货币资金	652,738.76	755,316.70	558,898.78
应收账款净额	71,921.16	115,968.33	140,280.80
存货净额	204,283.01	293,900.94	362,685.61
流动资产	1,246,577.54	1,456,279.84	1,394,022.90
长期投资	1,939,229.56	2,476,924.97	2,789,748.43
固定资产合计	1,798,634.29	2,118,939.29	2,668,378.43
总资产	5,438,229.40	6,715,362.83	7,737,767.34
短期债务	383,519.40	230,310.01	520,481.44
长期债务	2,193,992.61	2,778,739.33	3,550,726.46
总债务(短期债务+长期债务)	2,577,512.01	3,009,049.35	4,071,207.90
总负债	2,956,702.92	3,826,441.47	4,676,752.08
所有者权益(含少数股东权益)	2,481,526.48	2,888,921.36	3,061,015.27
营业总收入	1,039,076.66	1,334,130.76	1,512,378.07
三费前利润	264,659.03	234,165.75	334,833.59
投资收益	10,175.28	7,562.22	12,358.77
净利润	90,007.38	81,706.86	82,572.52
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	302,101.90	1,341,648.64	445,024.00
经营活动产生现金净流量	193,025.90	239,031.78	119,674.97
投资活动产生现金净流量	-1,092,884.04	-1,079,421.87	-935,194.01
筹资活动产生现金净流量	1,096,850.17	952,954.34	620,853.52
现金及现金等价物净增加额	196,879.04	109,205.84	-196,417.92
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	26.38	18.83	23.21
所有者权益收益率(%)	3.63	2.83	2.70
EBITDA/营业总收入(%)	29.07	100.56	29.43
速动比率(X)	1.54	1.22	0.98
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	0.08	0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	0.50	1.04	0.23
经营活动净现金/利息支出(X)	1.70	1.77	0.59
EBITDA 利息倍数(X)	2.66	9.94	2.21
总债务/EBITDA(X)	8.53	2.24	9.15
资产负债率(%)	54.37	56.98	60.44
总债务/总资本(%)	50.95	51.02	57.08
长期资本化比率(%)	46.93	49.03	53.70

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

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

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

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

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。