



信用等级通知书

信评委函字[2014] 017号

浙江浙能电力股份有限公司：

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“浙江浙能电力股份有限公司2014年可转换公司债券”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；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年四月二十三日

浙江浙能电力股份有限公司 2014 年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	浙江浙能电力股份有限公司
发行规模	不超过人民币 100 亿元（含 100 亿元）
债券期限	6 年
转股期	自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

概况数据

浙能电力	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	348.96	394.74	434.06	446.12
总资产（亿元）	755.17	813.78	920.18	918.19
总债务（亿元）	333.12	338.93	399.77	376.06
营业总收入（亿元）	436.53	470.61	539.16	92.43
营业毛利率（%）	10.98	15.06	18.92	18.31
EBITDA（亿元）	91.32	119.20	157.93	-
所有者权益收益率（%）	8.06	11.71	17.74	12.06
资产负债率（%）	53.79	51.49	52.83	51.41
总债务/EBITDA（X）	3.65	2.84	2.53	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.74	5.73	6.99	-

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、2014 年 Q1 所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

中诚信证评评定浙江浙能电力股份有限公司（以下简称“浙能电力”或“公司”）2014 年可转换公司债券“信用级别为 AAA，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评授予发行主体浙能电力主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了公司偿还债务的能力极强，受不利经济环境的影响极小，违约风险极低。中诚信肯定了浙江省良好的经济发展水平；作为浙江省内最大的发电企业，公司拥有较强的区域竞争优势，电力资产质量较高；整体上市为公司后续发展奠定了坚实基础；很强的获现能力也为公司债务的本息偿还提供有力支撑。此外，我们也关注到电价调整以及资本支出压力对公司的未来信用水平存在一定影响。

正面

- 区域经济环境良好。浙江省为我国经济大省，多年浙江省 GDP 保持较快增长，经济总量连续位居全国前列，良好的区域经济带动了用电需求的稳步增长。
- 区域竞争优势。公司是浙江省最大的发电企业，截至 2014 年 3 月 31 日，公司共控股、受托管理、合营、参股 28 家发电厂；管理、控股装机容量 2,023 万千瓦，占浙江省统调火力发电企业装机容量的 47.88%，拥有较高的市场份额和区域竞争优势。
- 电力资产质量高，主要运营指标不断优化。近几年，公司通过关停小机组、新建高参数大容量发电机组，实现了电力资产质量的显著改善，机组运营效率快速提升，主要运营指标不断优化。
- 整体上市助力成长。2013 年 9 月，公司吸收合并东南发电计划获得证监会审核通过，同年 12 月公司在 A 股市场完成 10.72 亿股的公开发行。通过此次资产重组，公司实现了整体上市，成为全国最大的国有控股能源类上市公司之一，为未来发展打下了良好的基础。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn
罗庆 qluo@ccxr.com.cn
刘杰冰 bliu@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2014 年 4 月 23 日

- 经营性现金流充沛。公司与电网的结算基本为月结，现金收取较为及时，经营性现金流呈现持续流入状态，2011年~2013年分别为53.74亿元、90.68亿元和132.62亿元，很强的获现能力为公司债务本息的偿还提供了有力支撑。

关 注

- 电价调整对盈利能力的影响。2013年9月国家发改委下发了《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，要求降低有关省份的标杆上网电价，其中浙江省降幅最大，为0.025元/千瓦时，对公司未来盈利能力存在一定影响。
- 资本支出压力。公司目前在建及拟建项目较多，根据规划未来三年公司电力项目投资规模将达到281亿元，为公司带来一定资本支出压力。

概 况

发债主体概况

浙江浙能电力股份有限公司（以下简称“浙能电力”或“公司”）前身为浙江省电力开发公司（以下简称“电开公司”），系 2011 年 10 月 30 日经浙江省国资委《关于组建浙江省能源集团有限公司的通知》（浙政发[2001]6 号）批复同意，以电开公司整体变更方式设立的股份有限公司。

2011 年 9 月 1 日，电开公司召开股东会并作出决议，决定以原股东浙江省能源集团有限公司（以下简称“浙能集团”）、浙江兴源投资有限公司（以下简称“兴源投资”）为发起人，经天健会计师事务所《审计报告》（天健审[2011]4736 号）审计的电开公司净资产 240.96 亿元折合为浙能电力股本 77 亿股，净资产超过注册资本部分则转作资本公积一股本溢价，整体变更设立股份有限公司。浙能集团以其在电开公司中的股权所对应的净资产认购 73.15 亿股，占注册资本的 95%，为公司第一大股东；兴源投资以其在电开公司中的股权所对应的净资产认购 3.85 亿股，占注册资本的 5%。

2012 年 12 月根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会《关于浙江浙能电力股份有限公司引进战略投资者及增资扩股事项的批复》（浙国资委[2012]49 号）同意，公司引入了河北港口集团有限公司、北京航天产业投资基金和中国信达资产管理股份有限公司三家战略投资者，注册资本增加至 80.33 亿元。

2013 年公司获得中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《关于核准浙江浙能电力股份有限公司发行股份吸收合并浙江东南发电股份有限公司（以下简称“东电 B”）的批复》（证监许可[2013]1253 号），于 12 月 19 日在 A 股成功上市并吸收合并东电 B，注册资本增加至 91.05 亿元，其中浙能集团持股比例为 80.34%，为公司第一大股东。公司实际控制人为浙江省国资委。

公司主要从事火力发电业务，同时辅以提供热力等产品以及核电投资。截至 2014 年 3 月 31 日，公司拥有正在运营的控股电厂 14 家，控股装机容量 1,924.40 万千瓦；受托管理 2 家电厂，合营、参

股 12 家电厂；权益装机容量合计 2,234.58 万千瓦。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总计 920.18 亿元，所有者权益为 434.06 亿元，资产负债率为 52.83%；当年完成营业收入 539.16 亿元，实现净利润 77.00 亿元，经营活动现金净流量为 132.62 亿元。

另截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总计 918.19 亿元，所有者权益为 446.2 亿元，资产负债率为 51.41%；当期完成营业收入 92.43 亿元，实现净利润 13.45 亿元，经营活动现金净流量为 24.22 亿元。

本次债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
发行总额	不超过人民币 100 亿元（含 100 亿元）
发行价格	按面值发行
债券期限	6 年
债券利率	本次发行的可转债票面利率不超过 3.0%，具体每一年度的利率水平提请公司股东大会授权公司董事会或其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定
债券付息	本次可转债采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日
转股期	自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
转股价的确定	本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公布日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前的交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会或其授权人士根据市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。 前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。
募集资金用途	本次可转换债券募集资金拟用于浙江台州第二发电厂“上大压小”新建工程、浙江浙能温州电厂“上大压小”扩建项目等五个项目的建设

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

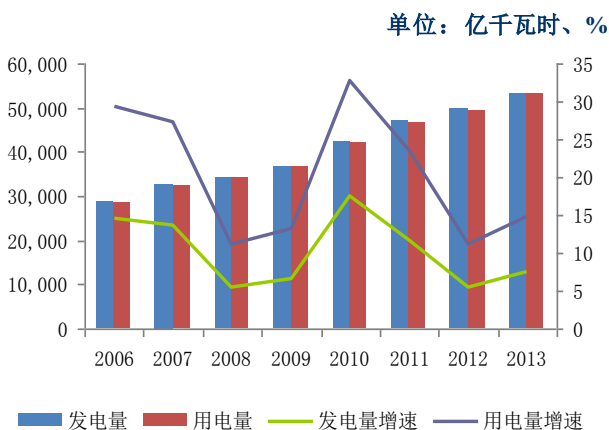
行业分析

电力行业概况

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。2007 年以前中国经济高速增长，受下游钢铁、有色、化工、建材四大高耗能行业投资升温推动，国内电力需求保

持了较快的增长速度，2000年~2007年全社会用电量年复合增长率为13.63%。2008~2009年间，受金融危机影响，中国宏观经济增速放缓，全社会用电量年均增速降至6.79%。从2009年下半年起，在一系列经济刺激政策的作用下，中国宏观经济逐步企稳回升，拉动了全国电力消费的同时增长。2010年全社会用电量为41,923亿千瓦时，同比增速达到14.56%，恢复至金融危机前的增幅水平。2011年，国内电力消费需求总体旺盛，全社会用电量为46,928亿千瓦时，同比增速为11.94%，但受经济结构调整和节能减排政策影响，增速较2010年有所下降。2012年前三季度宏观经济延续了2011年四季度以来的放缓态势，工业和高耗能行业用电量增速大幅下滑带动全社会用电量增速随之放缓，2012年10月以来，我国经济有回暖趋势，全社会用电量增速环比企稳回升。总体看，2012年全国全社会用电量49,591亿千瓦时，同比增长5.67%，增速较上年回落6.08个百分点。2012年，全国累计发电量为49,774亿千瓦时，同比增长5.42%。

图 1：2006~2013年全国电力生产及消费情况



资料来源：国家统计局，中电联，中诚信证评整理

2013年我国电力供需总体平衡，全年全社会累计用电量53,223亿千瓦时，同比增长7.32%，增速比上年同期提高1.65个百分点。分产业看，第一产业用电量1,014亿千瓦时，同比增长0.7%；第二产业用电量39,143亿千瓦时，较上年度增长7.0%；第三产业用电量6,273亿千瓦时，同比增长10.3%；城乡居民生活用电量6,793亿千瓦时，较上年度增长9.2%。

电源建设方面，在用电需求持续上升的拉动下，近年来我国发电设备装机容量稳定增长。2013年底，全国发电设备装机容量12.47亿千瓦，较年初增长8.95%，增速较2012年提高0.51个百分点。具体来看，水电装机容量2.80亿千瓦，占全部装机容量的22.45%；火电8.62亿千瓦，占全部装机容量的68.14%；核电1,461万千瓦，并网风电7,548万千瓦。

在电源结构方面，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。从下表可以看出，自2009年始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75%以上；水电、风电等清洁能源的比重有所上升。发电小时方面，近年来，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。2011年度，水电发电平均利用小时出现较大幅度的下降，主要是因为当年中国平均降水量比常年偏少，特别是南方部分省市出现了历史罕见的汛期干旱现象，受此影响，水电发电明显回落。2012和2013年度水电发电平均利用小时出现较大幅度的增长，主要是年度平均降水量比常年同期偏多。而相比较而言，火力、核电发电机组性能较稳定且受自然条件的影响较小，发电设备平均利用小时波动幅度较小。

表 2: 2011 年~2013 年中国各机组类型年末装机容量和年度发电量

项目	2011 年		2012 年		2013 年	
	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)	数量	比例 (%)
装机容量 (万千瓦)						
火电	76,546	72.5	81,917	71.54	86,238	69.14
水电	23,051	21.83	24,890	21.74	28,002	22.45
风电	4,505	4.27	6,083	5.31	7,548	6.05
核电	1,257	1.19	1,257	1.1	1,461	1.17
太阳能	214	0.2	328	0.29	1,479	1.19
总计	105,576	100.00	114,491	100.00	124,728	100.00
发电量 (亿千瓦时)						
火电	38,975	82.54	39,108	78.57	39,142	77.97
水电	6,626	14.03	8,641	17.36	8,963	17.85
风电	732	1.55	1,004	2.02	983	1.96
核电	874	1.85	982	1.97	1,028	2.05
其他	10	0.03	39	0.08	87	0.17
总计	47,217	100.00	49,774	100.00	50,203	100.00
发电小时 (小时)						
火电	5,294	5.23	4,965	-6.21	5,012	0.95
水电	3,028	-11.69	3,555	17.4	3,318	-6.67
风电	1,903	-9.25	1,893	-0.53	2,080	9.88
核电	7,772	-1.92	7,838	0.85	7,893	0.70
平均	4,731	1.52	4,572	-3.36	4,511	-1.33

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。

为进一步推动电源结构调整, 国家制定了《可再生能源中长期发展规划(2005~2020 年)》及《核电中长期发展规划(2005~2020 年)》, 指出要加快水电、风电、太阳能等可再生能源发电, 积极发展核电, 并提出了具体市场份额发展目标: 至 2020 年, 大电网覆盖地区非水电可再生能源发电在电网总发电量中的比例将达到 3% 以上; 权益发电装机总容量超过 500 万千瓦的投资者, 所拥有的非水电可再生能源发电权益装机总容量应达到其权益发电装机总容量的 8% 以上。为调动投资者的积极性, 国家还发布了《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》, 规定可再生能源发电价格高于当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的差额部分, 在全国省级及以上电网销售电量中分摊。这一定价机制有利于调动可再生能源投资的积极性, 推动可再生能源发电的发展。

表 3: 可再生能源发电及核电中长期发展目标

单位: 万千瓦	2020 年
水电	30,000
核电	4,000
风电	3,000
生物质能发电	3,000
太阳能发电	180
潮汐电站	10

资料来源: 《可再生能源中长期发展规划(2005~2020 年)》、《核电中长期发展规划(2005~2020 年)》

总体来看, 2013 年以来全国大范围持续高温天气、宏观经济运行稳中有升以及上年同期基数较低等因素导致当年全社会用电增速较上年度有所加快。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, 区域性、时段性、季节性缺电仍将发生, 来水情况波动对水力发电将产生一定影响, 且影响同期的火力发电情况。电源结构方面, 根据目前全国立项或在建项目, 中诚信证评预计完全可能实现 2020 年可再生能源发电及核电发展目标。届时, 我国电源结构更加丰富, 可持续发展能力将进一步增强。

浙江省电力运行情况

浙江省作为华东地区乃至全国经济发展的重要省份之一，2013年浙江省实现地区生产总值37,568亿元，比上年增长8.6%。其中，第一产业增加值1,785亿元，第二产业增加值18,447亿元，第三产业增加值17,337亿元，分别增长0.4%、8.4%和8.7%。人均GDP为68,462元（按年平均汇率折算为11055美元），增长7.8%。三次产业增加值结构由上年的4.8:50.0:45.2调整为4.8:49.1:46.1。

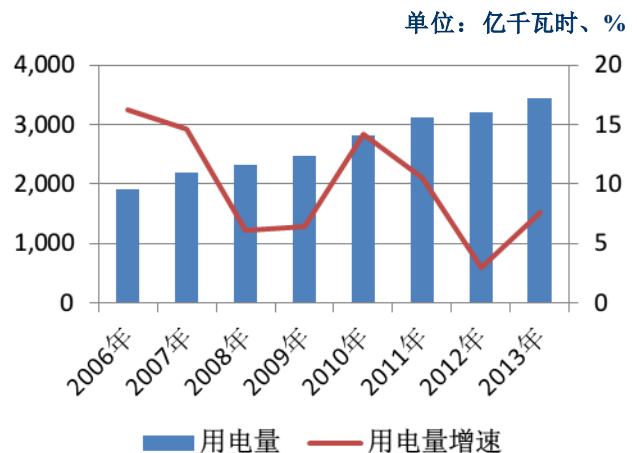
图 2：2007 年~2013 年浙江省生产总值及其增长速度情况



资料来源：浙江省统计局，中诚信证评整理

在良好的经济环境带动下，浙江省电力需求的不断增长。自2006年至2013年8年间，浙江省全社会用电量从1,909亿千瓦时上升到3,453亿千瓦时，年均复合增长率达到8.84%。另根据浙江省电力公司公布的数据，2013年全省全社会用电量中工业用电量为1,172.59亿千瓦时，占浙江省用电总量的比例为74.63%；工业用电量中制造业累计用电量为997.62亿千瓦时，占浙江省用电量比例为63.49%，占工业用电量比例为85.08%；同比分别增长5.04%、4.57%和3.22%，回升态势明显。第三产业和城乡居民生活用电仍然保持了较高的增长水平，全年用电增速分别达到7.13%和5.00%，增速较2012年同期有所下降。其中，制造业所含20个行业中，除冶金、石油加工炼焦等高耗能行业负增长外，其余行业均为正增长。

图 3：2006 年~2013 年浙江省用电量及其增长速度情况



资料来源：国家统计局，中电联，中诚信证评整理

伴随着电力需求的持续增长，浙江省电力供求矛盾逐渐凸显。自2010年至2012年，电源项目最高负荷逐年增长，年度最高负荷由4,204万千瓦增加到5,174万千瓦，年复合增长率为10.94%。在国家调整电力结构、加快关停小火电机组的背景下，浙江省内电力供需缺口则更显突出，外购电量不断增加，2011年~2013年度浙江省的外购电量分别为584亿千瓦时、586亿千瓦时和836亿千瓦时，复合增长率为19.65%，远远高于浙江省60万千瓦及以上电厂发电量复合增长率，亦高于浙江省全社会用电量的复合增长率。

表 4：浙江省用电总量及外购电量情况

项目	单位：亿千瓦时		
	2011年	2012年	2013年
装机容量	6,069	5,637	5,975
发电量	2,747	2,779	2,885
全社会用电量	3,117	3,211	3,453
外购电量	584	586	836
外购电量占比	18.74%	18.25%	24.21%

数据来源：2011、2012年度数据来自浙江省统计年鉴、浙江省经信委网站和浙江省电力公司网站，2013年度数据来源于《浙江电网2013年四季度暨年度电力市场交易信息发布会资料》

浙江省地处东部沿海，一次能源较为匮乏，能源的提供主要依靠以电力为主的二次能源。随着浙江省人民生活水平的提高、城市化进程的不断推进，未来几年的电力需求将不断增加。根据浙江省能源局和浙江省发展规划院研究的《浙江省“十二五”和中长期能源需求预测研究》，浙江省能源需求将在未来二十年继续保持增长，并于2030年达到峰值。而根据浙江省发改委和浙江省能源局研究的

《浙江省“十二五”和中长期能源结构优化方案研究》，截至 2015 年，浙江省电网装机容量将达到 8,035 万千瓦，其中火电机组占比为 75%左右。此外，根据浙江省电力公司《十二五电力电量方案》的预测，到 2015 年，浙江省最高负荷、用电量将分别达到 7,165 万千瓦和 4,182 亿千瓦时，“十二五”期间年均增长分别为 9.5%和 8.4%。到 2020 年，浙江省最高负荷、用电量将分别达到 9,186 万千瓦和 5,302 亿千瓦时。因此，未来相当长的一段时间内，确保电力供应安全和调整电力能源结构仍然是浙江省电力行业的发展方向。

行业关注

2013 年以来我国用电需求增速回升，火电设备利用小时数有所增加，而来水偏枯使得水电发电有所减少

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。近十年来中国经济以出口及投资为引擎快速发展，工业增加值尤其是重工业保持较快增长，从而带动了旺盛的电力需求。尽管 2011 年以来欧债危机频发、美国经济复苏缓慢，外围经济环境欠佳，加之我国固定资产投资增速放缓，2012 年全国全社会用电量增速较上年回落 6.2 个百分点，但受当年我国宏观经济运行稳中有升、全国大范围持续高温天气及上年同期基数较低等因素的影响，2013 年我国全社会用电量累计 53,223 亿千瓦时，同比增长 7.32%，增速较上年度提升 1.72 个百分点。

从发电机组利用小时数情况来看，2013 年，全国发电设备累计平均利用小时 4,511 小时，同比下降 68 小时。其中，受来水偏枯的影响，水电设备平均利用小时为 3,318 小时，同比下降 273 小时（2012 年增速较高，基数较大）；而火电设备平均利用小时为 5,012 小时，同比增长 30 小时。

近年随着我国调整电源结构的力度不断加大，火电投资有所下降，而水电保持了较高投资增速。目前我国正处在能源结构调整时期，如果新能源出力不足，而火电项目投资下降，“十二五”末期将可能形成一定的电力缺口。但长期来看，随着电源和产业结构调整的完善，我国电力供求关系将会再次达到平衡，届时，清洁能源占比更大的电源结构将

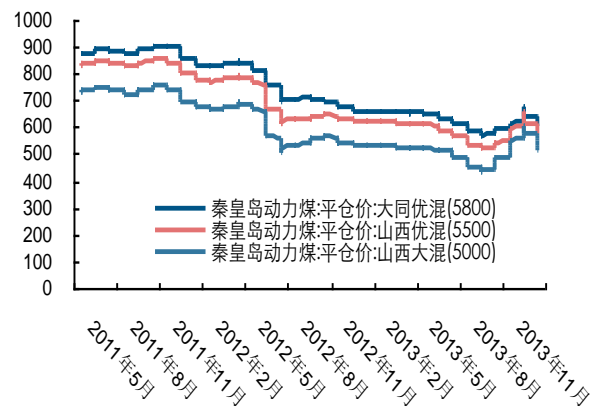
拉低整体发电设备利用小时数。

在煤炭价格回落带动下，火电企业盈利水平有所回升，而 2013 年 9 月国家发改委下调煤电机组上网电价对煤电企业盈利能力的影响值得关注

2011 年 4 季度以来，受国际煤价下跌、电力行业持续亏损等因素影响，动力煤价格上涨面临一定压力，政府对价格的临时干预措施对煤价产生了一定的抑制作用。另一方面，受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，煤炭价格整体保持回落趋势，尤其是 2012 年 5 月份以来，下游需求不振对煤炭价格的影响凸显，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌，至 2012 年 12 月 31 日，秦皇岛动力煤(5,500 大卡)平仓价为 625 元/吨，每吨较 2011 年同期下降了 170 元，降幅达到 21.52%。进入 2013 年以来，煤炭价格继续下降但降势趋缓；2013 年 9 月起煤炭价格有所回升，但回升幅度有限，至 2013 年 12 月 31 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 615 元/吨；至 2014 年 1 月 15 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价降至 580 元/吨。

图 4：2011 年 5 月以来动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：中国煤炭信息网，中诚信证评整理

2011 年 3 月 28 日，发改委发布了《关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》，要求煤炭和电力企业加强自律，保证市场供应和价格稳定，再次重申“限价令”。但上述“限价令”仅限于合同煤，并未扩展到市场煤领域。2011 年 11 月，根据《国家发展改革委关于加强发电用煤价格调控的通知》(发改电[2011]299 号)，国家发改委对合同电煤实行临时价格干预。此次价格干预不仅限于合同煤，对市场煤价格涨幅也做了限制。2012 年 12 月，

国家发改委分别下发了《关于解除发电用煤临时价格干预措施的通知》和《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，规定自 2013 年起取消电煤重点合同和电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同并协商确定价格；当电煤价格波动幅度超过 5% 时，以年度为周期，相应调整上网电价，同时将电力企业消纳煤价波动的比例由 30% 调整为 10%。目前电煤市场价格已经与大部分电力企业原签订的重点合同煤价格差幅不大，短期内电煤价格并轨政策出台对电力企业盈利影响不大。但长期看，煤电联动政策的出台将使火电企业能够有效转嫁电煤价格上涨带来的成本压力，火电企业的整体抗风险能力将得到有效增强。

同时为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本，缓解电力企业经营困难，保障正常合理的电力供应，发改委于 2011 年两次上调电价。2011 年 5 月，发改委下发通知上调全国 15 个省（区、市）上网电价，15 个省平均上调上网电价约 2 分/千瓦时。2011 年 12 月 1 日发改委再次发布通知上调电价，共影响全国上网电价每千瓦时平均提高约 3 分钱。

2013 年 9 月，国家发改委下发了《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》要求从 9 月 25 日起降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；提高上海、江苏、浙江等省（区、市）天然气发电上网电价。根据《通知》的规定，全国省级电网中除云南省和四川省未做调整外，其他均下调了煤电机组上网电价，降价幅度从 0.009 元/千瓦时~0.025 元/千瓦时不等，平均降幅为 0.014 元/千瓦时，其中上海市、江苏省和浙江省降幅最大，为 0.025 元/千瓦时。在上述地区煤电上网电价下调的基础上，《通知》还规定，对脱硝达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，上网电价每千瓦时提高 0.01 元钱；对采用新技术进行除尘达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，上网电价每千瓦时提高 0.002 元钱。

总体来看，近年以来煤炭价格高位回落使得火电企业煤炭成本压力减轻，加之电价上调政策效果显现，大部分火电企业盈利水平有所回升。而 2013

年 9 月份的电价调整政策对煤电企业的盈利能力可能会造成一定负面影响，根据煤电企业所在区域和环保水平等情况影响程度不一，但总体来看影响有限。同时，本次电价调整还将促使煤电企业加大脱硝除尘等环保措施的投入力度。此外，根据煤电联动政策，煤炭价格若继续低迷，煤电企业上网电价或将面临新一轮的下调，中诚信证评将对此予以关注。

《火电厂大气污染物排放标准》的正式实施将一定程度上加重火电企业的环保支出压力

火电厂大气污染治理主要包括除尘、脱硫和脱硝，目前我国火电行业脱硫和除尘装置安装已达到相当高的普及程度，但脱硝装置的普及水平仍较低。为提高脱硝装置的普及率，环境保护部和国家质检总局共同发布的《火电厂大气污染物排放标准》（GB13223-2011），将氮氧化物作为刚性约束指标纳入国家污染减排考核范围，而燃煤电厂烟气脱硝设施建设是实现氮氧化物排放总量控制目标的关键。该标准自 2012 年 1 月 1 日起正式实施，要求新建机组 2012 年开始、老机组 2014 年开始，其氮氧化物排放量不得超出 100 毫克/立方米，并规定到 2015 年，所有火电机组都要安装烟气脱硝设施。

尽管 2011 年 12 月起，我国已在 14 个省（自治区、直辖市）开始试行每度电 8 厘钱的脱硝电价补贴，并于 2013 年 1 月 1 日将试点范围由 14 省扩大到全国，但该标准并不能完全弥补火电企业脱硝运营支出。因此《火电厂大气污染物排放标准》的正式实施将加重火电企业的环保支出压力。

竞争优势

装机结构持续改善，电力资产质量良好

近年来，随着一批大型高效清洁机组的建成投产，浙能电力装机容量保持稳步增长。截至 2014 年 3 月 31 日，公司控股及管理电厂装机容量为 2,023 万千瓦，占据省内统调电厂装机容量 47.88% 的市场份额，是浙江省内最大的电力生产企业。此外，公司所处浙江省的区域经济发达，电力需求基础深厚，电价承受能力较强，可为其已有、在建及拟发展项目产能的利用提供较强保障。

表 5: 浙江省电网内主要的统调发电企业发电情况

单位: 万千瓦、亿千瓦时

公司名称	2012 年度		2013 年度	
	期末发电设备容量	发电量	期末发电设备容量	发电量
浙能电力 ¹	2,032.04	1,040.29	2,107.34	1078.08
神华集团有限责任公司	574.76	315.12	574.76	331.70
华能集团	400.00	241.16	400.00	248.20
中国国电集团公司	320.00	190.79	320.00	197.40
中国大唐集团公司	240.00	140.21	330.00	154.10
中国华电集团公司	185.00	50.52	268.00	59.90

数据来源: 浙江省电力公司网站, 中诚信证评整理

表 6: 公司在建工程情况

单位: 万千瓦

项目名称	装机结构	投入运营时间
六横电厂	2*100	2014.12
台二电厂	2*100	2015.10
镇海天然气热电联产工程	3*35	2014.9
常山天然气热电联产工程	40	2014.3

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

装机结构方面, 2005 年以来, 公司执行国家火电机组“上大压小”政策, 目前已关停所有 12.5 万千瓦级及以下的小机组, 期间共关停小机组 14 台, 关停机组总装机容量达 145 万千瓦。与此同时, 公司积极推进节能高效的大机组项目的建设, 截至 2014 年 3 月 31 日, 公司控股的 37 台燃煤机组中 60 万千瓦级以上机组共 17 台, 总装机容量 1,116 万千瓦, 在公司控股燃煤机组装机容量的比重为 64.32%, 远优于全国平均水平²。此外, 目前公司控股在建燃煤机组单机容量均为 100 万千瓦的大型机组, 随着上述机组的建成投产, 公司未来电源结构有望进一步优化。中诚信证评认为, 公司未来关停压力较小, 同时不断改善的装机结构为其提高经营效率、增强盈利能力奠定良好基础。

重大资产重组助力成长

2013年9月27日, 公司收到中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)《关于核准浙江浙

能电力股份有限公司发行股份吸收合并浙江东南发电股份有限公司的批复》(证监许可[2013]1253号), 核准公司发行A股用于吸收合并浙江东南发电股份有限公司³(以下简称“东电B”)。2013年12月19日公司以5.53元/股的价格成功发行10.72亿股。通过换股吸收合并东电B, 公司实现了整体上市, 成为全国最大的国有控股能源类上市公司之一, 为未来更快更好发展打下良好的基础。

业务运营

作为浙江省内最大的火电生产企业, 公司受益于浙江省良好的经济基础, 收入规模稳步增长, 2011年~2013年分别完成营业收入436.53亿元、470.61亿元和539.16亿元, 三年复合增长率为11.14%。

电力生产

随着电源项目建设稳步推进, 公司电源装机容量不断上升, 2011年~2013年公司控股装机容量以及权益装机容量分别为1,897万千瓦、1,934万千瓦、2,009万千瓦和1,751万千瓦、1,781万千瓦、2,278万千瓦, 三年复合增长率分别为2.91%和14.04%。另至2014年3月31日, 由于一家控股电厂变更为参股公司, 公司控股装机容量和权益装机容量出现小幅下降, 分别为1,924.40万千瓦和2,234.58万千瓦。不过, 公司仍有大量项目处于在建阶段, 随着在建电厂的陆续投产, 公司权益装机容量将进一步增加, 竞争优势有望得到进一步加强。

¹ 含受托管理的浙江温州特鲁莱发电和温州燃机二家电厂。

² 截至2012年4月30日, 全国60万千瓦级及以上机组占比为39%。

³ 东电B为B股上市公司, 公司持有其39.8%的股权。

表 7: 截至 2014 年 3 月 31 公司参控股发电机组分布情况

单位: 万千瓦、%

电厂名称	电源性质	装机结构	权益	总装机容量
控股电厂				
嘉华发电	火电	4*60+2*100	77.00	440.00
乐清发电	火电	2*60+2*66	51.00	252.00
兰溪发电	火电	4*60	97.00	240.00
北仑发电	火电	2*60+66	51.00	186.00
嘉兴发电	火电	33+33	70.00	66.00
温州发电	火电	30+33	66.98	63.00
滨海热电	火电	2*30	88.00	60.00
台州发电	火电	2*33+2*3	100.00	126.00
长兴发电	火电	3*30+33	95.00	126.00
镇海发电	火电	4*21.5	51.00	86.00
萧山电厂	火电	2*13+3*40.86	100.00	148.60
镇海气电	天然气	2*39.46	51.00	78.90
镇海联合	天然气	2*11.4+10.4	45.00	34.40
金华燃机	燃油	23	76.00	17.50
小计	-	-	-	1,924.40
参股电厂				
淮浙煤电	火电	2*63+2*66	50.00	258.00
半山发电	火电、 天然气	-	36.00	268.00
北仑一电	火电	2*60	30.00	120.00
国华舟山	火电	30	40.00	56.00
国华浙能	火电	4*60+2*100	40.00	440.00
大唐乌沙山	火电	4*60	35.00	240.00
北仑三电	火电	2*100	40.00	200.00
北海水力	水电	-	25.00	60.40
秦山联营	核电	-	20.00	262.00
秦山三核	核电	-	10.00	145.60
秦山核电	核电	-	28.00	32.00
长兴热电	天然气	2*43.5	49.00	87.00
小计	-	-	-	2,169.00
温州燃机	燃机	2*11+10.4	43.00	32.30
温州特鲁莱	火电	2*33	30.00	66.00
总计	-	-	-	98.30

注: 金华燃机和温州燃机正在进行燃料类型转换工程。工程完成后, 两电厂使用的燃料将全部由燃油改为燃气。

截至2014年3月末, 长兴热电由2013年末的全资子公司变为参股股权。

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

随着浙江省经济的持续增长, 区域用电需求不断上升, 公司控股机组保持了较为稳定的发电量。

2011 年~2014 年一季度公司完成发电量 1,012.03

亿千瓦时、1,005.07 亿千瓦时、1,038.56 亿千瓦时和 210.41 亿千瓦时, 售电量 992.29 亿千瓦时、949.11 亿千瓦时、984 亿千瓦时和 199 亿千瓦时。此外, 公司所属电厂多位于电力负荷中心, 历年设备利用小时数均高于全国平均水平。2013 年度, 公司 60 万千瓦级及以上机组平均利用小时数为 5,781 小时, 控股燃煤机组平均发电利用小时为 5,675 小时, 远高于全国 60 万千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时 4,572 小时。此外, 随着公司持续加大节能降耗力度, 加之大容量、高参数机组运行稳定性的不断提高, 公司平均供电标准煤耗不断下降, 2013 年公司供电标准煤耗为 306.70 克/千瓦时, 同比下降 4.10 克/千瓦时, 优于全国 6,000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗 325 克。

表8：2011年~2014.Q1公司控股、合营及受托管理的已投产电厂主要生产指标

单位：万千瓦、亿千瓦时、小时

项目	2011年度			2012年度			2013年度			2014.Q1		
	燃煤	燃气	燃机	燃煤	燃气	燃机	燃煤	燃气	燃机	燃煤	燃气	燃机
机组容量	1,862	159	94	1,859	239	61	1,993	323	50	1,994	236	50
发电量	1,079	48	5	1,063	52	2	1,103	56	2	242	13	-
平均设备利用小时	6,316	2,996	478	5,694	2,486	293	5,873	2,202	308	1,212	560	12
上网电量	1,014	47	5	1,006	51	2	1,043	55	2	229	15	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

电价方面，2013年9月，根据《国家发改委关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（发改价格[2013]1942号）及浙江省物价局发布的《浙江省物价局关于电价调整有关事项的通知》（浙价资[2013]265号），浙江省统调燃煤机组标杆上网电价每千瓦时降低0.025元（含税）。同时提高了可再生能源电价附加标准并完善了环保电价，将向除居民生活和农业生产以外的其它用电征收的可再生能源电价附加标准由每千瓦时0.8分钱（含税）提高至1.5分钱（对居民生活用电仍维持原标准每千瓦时0.1分钱）；将燃煤发电企业脱硝电价补偿标准由每千瓦时0.8分钱提高至1分钱；对采用新技术进行除尘、烟尘排放浓度低于30mg/m³（重点地区低于20mg/m³），并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，除尘成本在电价中给予一定补偿，电价补偿标准为每千瓦时0.2分钱。该价格水平自2013年9月25日开始执行。根据国家发改委和浙江省物价局的相关通知及文件，浙能电力下属控股电厂的批准上网电价如下表所示。

表9：截至2014年3月31日公司下属电厂批准上网电价

单位：元/千瓦时

电厂名称	燃料类型	批准电价（含税）	电价批准文号
嘉华发电	燃煤	0.4420	
乐清发电	燃煤	0.4420	
兰溪发电	燃煤	0.4420	浙价资[2013]265号
北仑发电	燃煤	0.4420	
镇海发电	燃煤	0.4315	
镇海天然气	燃气	0.9040	浙价资[2013]185号
嘉兴发电	燃煤	0.4758	
温州发电	燃煤	0.4420	浙价资[2013]265号
滨海热电	燃煤	0.4420	
镇海联合	燃气	0.9400	浙价资[2013]187号
金华燃机	燃油	1.4240	浙价商[2011]188号
钱清发电	燃煤	0.4508	
台州发电	燃煤	0.4515	浙价资[2013]265号
萧山发电	燃煤	0.4508	
	燃气	0.9040	浙价资[2013]185号
长兴发电	燃煤	0.4434	浙价资[2013]265号
长兴天然气	燃气	0.9040	浙价资[2013]185号

注：以上电价不含脱硫、脱硝电价。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

在火电机组环保改造方面，公司响应国家节能减排的环保政策，近年燃煤机组的脱硫、脱硝改造工作推进较快，减排效果较为显著。截至2013年6月底，公司管理的燃煤机组已全部完成脱硫改造。脱硝改造方面，截至2014年3月31日，公司下属14家控股电厂中嘉华发电、乐清发电、嘉兴发电、温州发电、滨海发电等5家下属控股电厂已安装脱硝设备，其余9家正在进行脱硝设备安装改造。公司通过增加环保投入，规范环保设施操作规程和岗位职责，确保各环保设施的正常运行，有效控制污染物的排放，实现所有污染物均达标排放，2011年~2013年公司环保方面投入分别为12.66亿元、20.21亿元和28.05亿元，预计2014年环保支出约为26.54

亿元。

公司十分注重安全生产投入，大力开展安全生产隐患排查治理活动，2011年~2013年公司在安全生产方面投资资金分别为5.78亿元、7.42亿元和10.24亿元，预计2014年将继续投入8.78亿元。得益于此，近年来公司未发生安全生产重大责任事故。

总体来看，近几年随着小机组的逐步关停以及高参数大容量机组的投入运营，公司机组结构不断优化，经营效率显著提高，与此同时，公司相应国

家节能减排号召，主要环保及能耗指标不断改善。

原材料采购

公司现有电源资产以火电为主，煤炭成本占到公司成本的60%左右，2013年全年采购量达到3,888万吨。目前，公司股东浙能集团参股同煤浙能麻家梁煤业有限责任公司和内蒙古同煤鄂尔多斯色连矿业投资有限公司等，上述公司煤矿年产量约为2,000万吨，能在同等情况下优先保证公司煤炭供应。

表 10：2011 年~2014.Q1 年公司主要原材料采购量

单位：万吨、元/吨、万立方米、元/立方米

项目	2011 年度		2012 年度		2013 年度		2014.Q1	
	采购量	平均采购价	采购量	平均采购价	采购量	平均采购价	采购量	平均采购价
燃煤	4,088	666.49	3,999	650.16	3,888	578.22	796	584.93
天然气	92,927	2.11	104,366	2.13	118,970	2.58	26,161	2.84
燃油	8.72	6,749.77	2.55	7,654.72	1.42	6,555.35	564	6,926.06

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

为提高煤炭采购议价能力，实现规模效应，浙能电力煤炭采购采用集约化采购的模式，由浙能电力全资子公司富兴燃料统一对外采购，然后统一销售给浙能电力下属各电厂。从采购渠道来看，富兴燃料与神华股份、中煤股份、大同煤矿、伊泰集团以及淮南矿业等大型煤炭集团⁴建立了长期的购销关系，并通过签订年度合同进一步保障公司煤炭采购的稳定性。

运输方面，公司燃煤机组主要位于宁波、舟山、台州、温州、嘉兴等地区，主要通过海运方式实现燃煤运输，与公路运输和铁路运输相比，具有较强的成本优势，能够有效降低燃煤运输成本，进而降低燃煤发电的生产成本，提高机组盈利能力。

总体来看，依托股东在煤炭资源的控制能力，以及主要电厂均位于沿海地区的地理优势，公司具有一定成本控制优势。

战略发展

在浙能集团总体战略格局下，公司将以科技创新和管理创新为推动力，以节能减排和运营效率为

着眼点，大力发展高效、节能火电和加大核电投资力度，优化产业结构，促进产业转型升级。

按照“大能源战略”的总体要求，公司将围绕实现经济效益提升和电力安全保障双重目标，以电煤资源保障为前提，以技术创新为动力，以节能环保为要求，以绿色火电和安全核电为发展方向，加快发展环保型燃煤发电，大力发展核电，积极拓展分布式能源，适度发展气电，着力推进供热改造，全面实施污染物减排和节能降耗；通过加强与大型煤炭资源企业的战略合作，确保电煤供给安全；通过加强科技创新和技术投入力度，应用超临界、超超临界等先进发电技术，建设清洁高效燃煤机组和节能环保电厂；通过加强省际间区域能源合作和国际能源合作，以市场换资源，推动省外煤电一体化和大型煤电基地建设，做强做优做大电力产业；使企业成为规模优势显著、节能技术领先、内部运营高效国内一流电力上市公司。

为实现上述战略目标，实现转型发展，公司未来一段时间内资本支出计划较为紧密。未来三年公司电力项目投资规模将达到281亿元，其中2014年计划投资支出额为96亿元，公司存在一定资本支出压力。

⁴ “神华集团”指中国神华集团能源股份有限公司；“中煤”指中国中煤能源股份有限公司；“伊泰集团”指内蒙古伊泰集团有限公司。

表 11：公司主要在建及拟建项目情况

单位：亿元

项目/公司名称	建设规模	总投资	持股比例	2014 年拟投资金额
浙能舟山六横电厂项目	2*100 万千瓦	78.90	56.0%	19.90
台州第二电厂	2*100 万千瓦	84.00	64.0%	27.91
温州发电公司项目	-	49.70	67.0%	17.51
镇海电厂项目	-	44.00	-	8.14
淮浙煤电公司项目	-	-	50.0%	5.09
顾北煤矿扩建及二水平延深工程	扩建到 400 万吨	2.93	50.0%	0.49
常山天然气热电项目	1*40 万千瓦	17.11	100.0%	2.03
滨海热电二期项目	4*5 万千瓦	24.15	88.0%	2.13
北仑电厂二期脱硝项目	3*60 万千瓦	4.06	-	1.15
凤台二期	2*66 万千瓦	42.71	50.0%	4.45

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

管 理

治理结构

根据《公司法》、《证券法》等有关法律、行政法规和规范性文件的规定，公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会、独立董事和董事会秘书等制度。公司董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会共三个专门委员会，为董事会重大决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业化和高效化。

自成立设立以来，公司股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、《公司章程》及各自议事规则的规定，独立有效地进行运作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情况发生。

内部管理

公司根据《公司法》、《证券法》和《上市公司内部控制指引》等法律法规的要求，建立了较为有效的内部控制制度体系。在建立内部控制制度时，公司主要考虑了内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督等五项基本要素。公司内部控制的目的是合理保证企业经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率和效果，促进企业实现发展战略。

安全生产方面，公司始终坚持“安全第一，预防为主，综合治理”的方针，不断完善有关安全管理制度，强化安全生产责任制，将安全理念、安全

法律法规和日常规范制度融入到整个安全管理和生产过程中。公司定期开展安全性评价，对安全性评价提出的问题定期进行整改，采取了一系列保障措施，包括：（1）安全生产组织机构建设，加强对安全的领导管理，并配备专、兼职的安全管理人员；（2）建立健全安全生产规章制度，制定了《安全生产监督管理办法》、《安全生产工作规定》、《安全生产突发事件应急预案》和《安全生产工作奖惩规定》等数十项安全生产方面的制度；（3）全面落实安全生产责任制，实行以各级行政正职为安全第一责任人的安全生产责任制，建立健全有系统、分层次的安全保障体系和安全生产监督体系，并相互配合，充分发挥作用；（4）坚持“全员、全过程、全方位”的安全生产管理原则，各单位在各自主管的工作范围内，从人、机、环境等多方面着手，加强过程控制和管理；（5）贯彻“谁主管、谁负责”的安全生产原则，并坚持“管生产必须管安全”，做到计划、布置、检查、总结、考核生产经营工作的同时，计划、布置、检查、总结、考核安全工作；（6）严格检修、技改项目施工的安全管理等，及时消除重大安全隐患。

环保方面，公司十分重视环保工作，内部设有专门的环保管理机构负责环保管理工作，此外，公司不断加强环保制度建设，制定了《发电厂环境保护管理工作办法》、《环保监督管理工作实施细则》等管理制度和操作方法。

内部检查监督方面，公司董事会设立有审计委

员会，公司设立有审计与内控委员会，并设立了专门的审计岗位、风险管理岗位及内部控制岗位，进一步强化了风险管理及内控职能，定期或不定期检查和监督整改落实，确保公司的规范运作和健康发展。同时，公司制订了《内部审计管理制度》、《工程项目管理审计制度》、《审计后评估管理制度》等相关管理制度，公司审计与内控部在公司董事会、总经理办公会及公司审计与内控委员会的领导下，依照国家法律、法规以及公司内部规章制度、对公司内部各单位的财务收支和经济活动进行内部审计监督，检查公司内部各单位的会计帐目、相关资产以及内部控制体系，监督财务收支真实性、合法性、效益性，确保内部控制机制健全有效。

财务管理方面，公司健全了包括《会计基础工作管理制度》、《会计核算办法》、《预算管理制度》、《成本费用管理制度》、《资金管理制度》、《财务分析管理制度》、《税收管理制度》等较为有效的财务内控制度体系。

总体看，公司的治理结构健全，运作上不存在违法违规情形。公司内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行。

财务分析

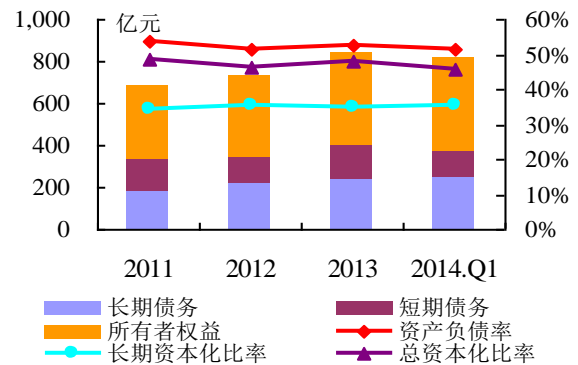
以下财务分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011、2012 和 2013 年财务报告以及未经审计的 2014 年一季度财务报表。

资本结构

近几年，公司一直采取较为稳健的发展策略，专注于电力生产和销售主业，资产规模及所有者权益总体呈现增长态势。2011 年~2013 年，公司资产规模分别为 755.17 亿元、813.78 和 920.18 亿元；规模扩张的同时，通过利润积累和资产注入等方式，公司所有者权益历年也稳步提升，2011~2013 年所有者权益分别为 348.96 亿元、394.74 亿元和 434.06 亿元，近年体现了较好的业务成长性。另截至 2014 年 3 月 31 日，公司所有者权益规模进一步增长，债务规模有所下滑，期末总资产规模小幅回落至 918.19 亿元，所有者权益合计 446.12

亿元。

图 5：2011~2014.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

负债方面，2011 年~2013 年公司总债务分别为 333.12 亿元、338.93 亿元和 399.77 亿元，其中 2013 年由于公司为建设六横电厂、台二电厂、长兴、镇海和常山等天然气热电联产工程、脱硝工程等项目，以及对秦山核电有限公司等公司进行增资，借款规模有所增加，带动当期债务规模有所提升。从财务杠杆比率来看，公司近年财务杠杆比例均维持在稳定适中的范围内，财务结构稳健性良好，且在行业中处于偏低水平。2011 年~2014 年一季度，公司资产负债率分别为 53.79%、51.49%、52.83% 和 51.41%，总资本化比率分别为 48.84%、46.20%、47.94% 和 45.74%。

表 12：2013 年 12 月 31 日主要电力上市公司负债水平

单位：亿元、%			
公司名称	总资产	资产负债率	总资本化比率
华能国际	2,602.75	71.55	65.53
国电电力	2,406.77	75.61	70.45
国投电力	2,406.77	75.61	76.90
浙能电力	920.18	52.83	47.94
上海电力	350.53	67.22	63.87

资料来源：各上市公司财务报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司主要通过银行借款进行融资，并以长期债务为主。2011 年~2014 年第一季度，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.84、0.57、0.70 和 0.52 倍，处于合理水平。总体来看，公司以长期债务为主的债务结构符合电力行业投资规模大、投资回收期长的特点，债务期限结构较为合理。

根据公司投资规划，未来三年公司电力项目投资规模将达到 281 亿元，其中 2014 年~2016 年分

别为 96 亿元、120 亿元和 65 亿元。目前公司处于快速发展期，随着电源建设项目的不断推进，公司未来将面临一定的资金压力。

综合来看，近几年公司发展较为平稳，资产规模稳步提升，自有资本实力不断增强，负债水平较低，债务结构较为合理。资本支出方面，由于目前公司在、拟建项目较多，未来仍将有较大的资本支出规模，或将面临一定的资金压力，但考虑到公司畅通的融资渠道和股东方的支持，以及公司较为稳健的财务结构，预计未来其负债水平仍能够控制在较合理的范围内。

盈利能力

公司收入主要来自于电力销售收入和蒸汽销售收入（具体收入构成见表 13），其中近年来电力销售收入均占公司营业总收入的 80% 左右。随着公司装机容量的提高和发电规模的持续增长，公司营业总收入逐年保持增长态势。2011 年~2013 年，公司营业总收入分别为 436.53 亿元、470.61 亿元和 539.16 亿元，复合增长率达到 11.14%。2014 年一季度受电价下调及用电量减少等因素影响，公司收入规模出现小幅下滑，当期共实现营业收入 92.43 亿元，同比下滑 11.90%。

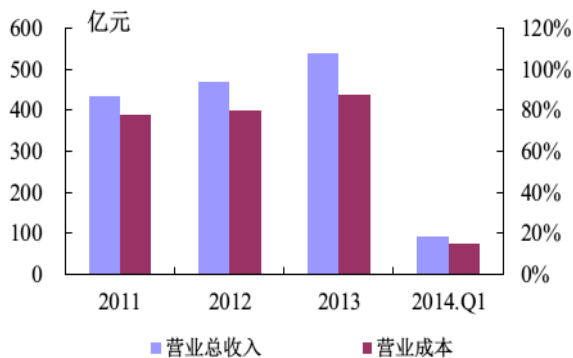
表 13：2011 年~2014.Q1 公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2011		2012		2013		2014.Q1	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务	399.94	91.62	417.70	88.76	433.12	80.33	85.67	92.69
电力销售	394.08	90.28	411.94	87.53	427.25	79.24	84.25	91.15
蒸汽销售	5.86	1.34	5.76	1.22	5.87	1.09	1.42	1.54
其他业务	36.59	8.38	52.91	11.24	106.04	19.67	6.76	7.31
营业收入	436.53	100.00	470.61	100.00	539.16	100.00	92.43	100.00

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 6：2011 年~2014.Q1 公司收入分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2011 年~2013 年公司营业毛利率分别为 10.98%、15.06% 和 18.92%。其中，2011 年由于电煤市场价格持续高位运行，公司燃煤采购成本大幅上升，导致当期毛利率较上年下降 4.68 个百分点。2012 年，受益于煤炭价格回落、电价上调翘尾影响，公司盈利能力有所回升，2013 年煤炭价格进一步回落，公司电力销售业务毛利率继续稳步提升，营业毛利率进一步增加至 18.92%。2014 年一季度尽管公司收入规模有所回落，但盈利空间仍维持在 2013 年全年的较好水平，当期营业毛利率为 18.31%，主业盈利能力仍然较强。

表 14：2013 年国内主要电力上市公司毛利率水平

公司名称	毛利率 (%)	电源结构
华能国际	13.71	火电为主
国电电力	16.71	火电为主
国投电力	23.54	火电、水电
浙能电力	18.92	火电为主
上海电力	14.43	火电为主

资料来源：各上市公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2011 年~2014 年一季度公司的三费合计金额分别为 27.66 亿元、31.99 亿元、32.60 亿元和 6.74 亿元，占营业总收入的比例分别为 6.34%、6.80%、6.05% 和 7.29%。总体看，公司期间费用率均保持在相对稳定的水平，三费占比水平较为合理，同时期间费用控制能力随公司业务规模的增长有所增强，规模效益有所显现。

表 15: 2011 年~2014.Q1 公司三费情况分析

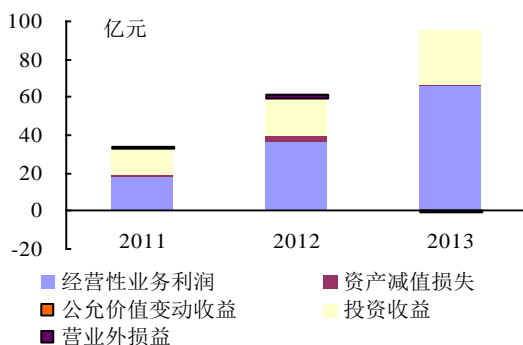
单位: 亿元、%

	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	-	-	-	-
管理费用	11.65	13.72	15.15	2.78
财务费用	16.02	18.27	17.45	3.96
三费合计	27.66	31.99	32.60	6.74
营业总收入	436.53	470.61	539.16	92.43
三费收入占比	6.34	6.80	6.05	7.29

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2011 年~2014 年第一季度公司利润总额分别为 33.25 亿元、56.13 亿、93.00 亿元和 15.90 亿元。从利润总额的构成来看, 经营性业务利润和投资收益为公司利润总额的主要部分。2011 年~2014 年第一季度公司分别实现经营性业务利润 17.85 亿元、35.93 亿元、65.74 亿元和 9.48 亿元, 其中 2013 年随着公司盈利能力的明显提升, 公司经营性业务利润大幅增长。公司投资收益主要来自其与其他发电企业、煤炭企业合资办电及投资核电企业等取得的投资收益。2011 年~2014 年第一季度公司分别取得投资收益 14.61 亿元、20.96 亿元、28.28 亿元和 6.48 亿元, 投资收益也呈现逐年稳步增长的态势。受益于经营性业务利润和投资收益增长的双重贡献, 公司不仅利润总额实现大幅增长, 净利润同期也有明显提升, 2011 年~2014 年第一季度, 公司分别实现净利润 28.11 亿元、46.24 亿元、77.00 亿元和 13.45 亿元。

图 7: 2011 年~2013 年公司利润总额构成



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总的来看, 近年来随着发电量、上网电量的增加, 公司收入稳定增长, 且近年来受煤炭价格持续低位运行、电价上调翘尾等因素影响, 公司经营效益大幅提升, 公司整体盈利能力保持增长。未来虽然公司资本支出规模仍然较大, 利息支付压力或将

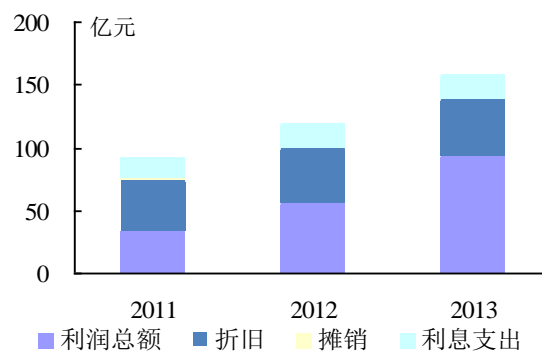
增加, 但考虑到公司规模效益逐步凸现, 费用控制措施较为有效, 整体盈利能力仍然较强。不过, 公司目前电源结构较为单一, 盈利空间受燃煤价格波动影响较为明显, 加上近期上网电价下调等因素影响, 中诚信证评将对公司成本控制及其盈利空间波动保持持续关注。

偿债能力

近年来, 随着公司电源建设项目的不断推进, 其债务规模亦逐步上升, 截至 2013 年末, 公司总债务为 399.77 亿元, 其中长期债务为 234.83 亿元。不过从最新情况来看, 公司债务规模有所回落, 截至 2014 年 3 月 31 日, 公司总债务为 376.06 亿元。

从偿债指标来看, 公司近年保持着较强的获现能力, 经营活动净现金流和 EBITDA 近年均呈现逐年增长态势, 且规模可观, 可对现有债务形成有效覆盖。2013 年末公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数及经营活动现金流/总债务指标分别为 2.53、8.33 和 0.33, 均处于良好水平, 表明公司整体偿债能力很强, 且现金流稳定性较好。

图 8: 2011 年~2013 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 16: 2011 年~2013 年公司主要偿债能力指标

指标	2011	2012	2013
长期债务(亿元)	181.19	215.88	234.83
总债务(亿元)	333.12	338.93	399.77
资产负债率(%)	53.79	51.49	52.83
总资本化率(%)	48.84	46.20	47.94
EBITDA 利息倍数(X)	4.74	5.73	6.99
总债务/EBITDA(X)	3.65	2.84	2.53
经营净现金/总债务(X)	0.16	0.27	0.33
经营净现金/利息支出(X)	2.79	4.36	5.87

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2014 年 3 月 31 日，公司对外担保余额为 1.45 亿元，其中占比较大的为公司为秦山第三核电有限公司提供的担保，金额为 1.00 亿元。总体而言，公司对外担保余额规模较小，且被担保方实力及盈利能力较强，公司或有风险相对较低。

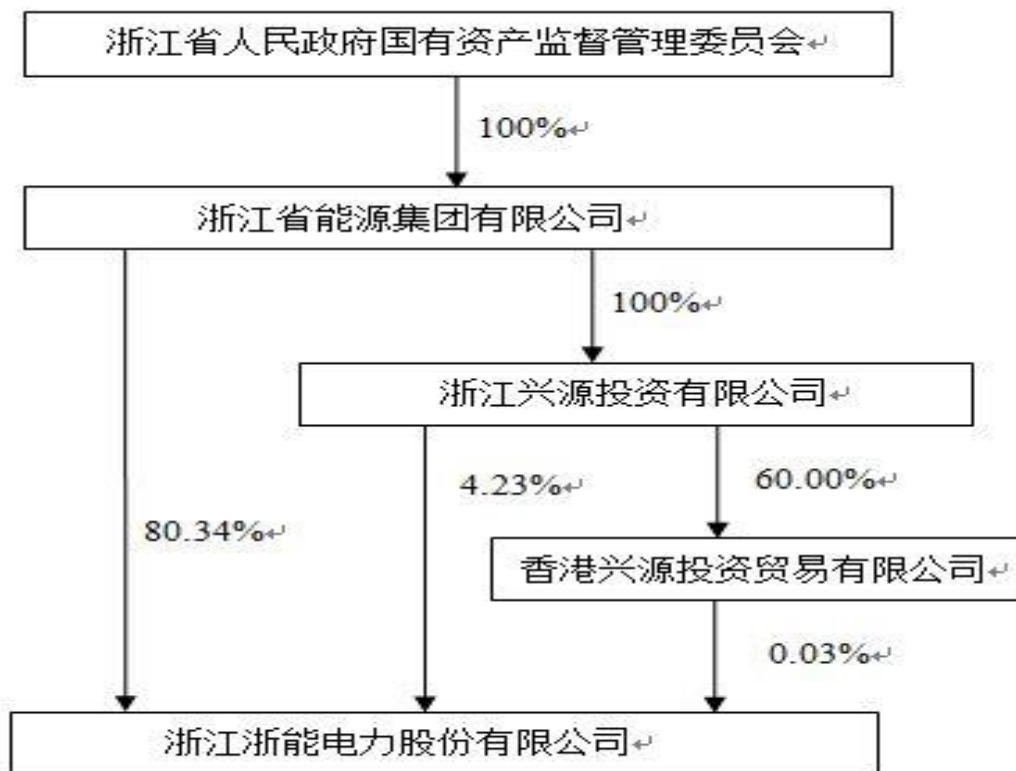
备用流动性方面，公司与银行等金融机构保持了良好的关系，与多家银行建立了长期战略合作关系，被多家银行授予较大的授信额度，具有良好的债务融资能力。同时，公司还可以通过资本市场进行股权融资和债务融资，具有广泛的融资渠道和较强的融资能力。

公司目前处于快速发展阶段，随着未来电源建设项目的不断推进，其资本支出规模将不断增加，公司债务水平面临一定上行压力。不过考虑到公司自有资本实力强、债务水平较低、债务期限结构合理、盈利能力不断增强等因素，中诚信证评认为公司整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评认为公司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，且在未来一定时期内公司的信用水平将保持稳定。

附一：浙江浙能电力股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：浙江浙能电力股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	639,064.36	759,241.85	1,019,436.79	1,024,409.88
应收账款净额	469,703.97	504,137.56	439,596.82	419,548.39
存货净额	378,607.82	316,367.75	319,756.60	359,855.19
流动资产	1,661,844.57	1,680,698.66	1,906,214.83	2,019,324.58
长期投资	1,118,900.30	1,441,176.16	1,745,587.86	1,819,746.48
固定资产合计	4,554,288.96	4,632,871.67	5,086,570.32	4,822,714.94
总资产	7,551,740.59	8,137,798.37	9,201,770.31	9,181,879.72
短期债务	1,519,363.17	1,230,440.85	1,649,429.11	1,293,220.78
长期债务	1,811,881.00	2,158,846.41	2,348,278.01	2,467,384.29
总债务(短期债务+长期债务)	3,331,244.17	3,389,287.27	3,997,707.11	3,760,605.07
总负债	4,062,099.61	4,190,437.38	4,861,197.72	4,720,729.10
所有者权益(含少数股东权益)	3,489,640.97	3,947,360.99	4,340,572.59	4,461,150.62
营业总收入	4,365,308.88	4,706,120.75	5,391,600.26	924,295.75
三费前利润	455,135.69	679,210.39	983,322.84	162,228.47
投资收益	146,097.93	209,580.48	282,837.48	64,830.19
净利润	281,093.58	462,414.32	769,970.33	134,469.59
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	913,199.34	1,192,027.37	1,579,253.36	-
经营活动产生现金净流量	537,375.24	906,797.74	1,326,216.71	242,200.66
投资活动产生现金净流量	-494,761.46	-739,412.18	-1,083,487.22	-138,575.09
筹资活动产生现金净流量	-132,893.94	-47,788.02	18,125.42	-98,652.47
现金及现金等价物净增加额	-90,365.81	119,521.48	260,855.56	4,973.10
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	10.98	15.06	18.92	18.31
所有者权益收益率(%)	8.06	11.71	17.74	12.06
EBITDA/营业总收入(%)	20.92	25.33	29.29	-
速动比率(X)	0.60	0.71	0.66	0.77
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	0.27	0.33	0.26
经营活动净现金/短期债务(X)	0.35	0.74	0.80	0.37
经营活动净现金/利息支出(X)	2.79	4.36	5.87	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.74	5.73	6.99	-
总债务/EBITDA(X)	3.65	2.84	2.53	-
资产负债率(%)	53.79	51.49	52.83	51.41
总债务/总资本(%)	48.84	46.20	47.94	45.74
长期资本化比率(%)	34.18	35.35	35.11	35.61

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；

所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：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。

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、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于浙江浙能电力股份有限公司 2014年可转换公司债券跟踪评级安排

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级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，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，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。