



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]0434号

## 江西赣能股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

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

二零一四年三月十日

## 2014 年江西赣能股份有限公司信用评级报告

受评对象	江西赣能股份有限公司
主体信用等级	AA
评级展望	稳定

### 概况数据

赣能股份	2010	2011	2012	2013.3
总资产(亿元)	64.60	66.84	61.82	62.65
所有者权益(亿元)	14.51	11.80	13.25	14.59
总负债(亿元)	50.09	55.04	48.57	48.07
总债务(亿元)	49.15	53.83	45.91	45.73
营业总收入(亿元)	20.57	25.90	25.70	6.77
EBIT(亿元)	2.22	0.31	4.94	--
EBITDA(亿元)	4.30	2.69	7.14	--
经营活动净现金流(亿元)	2.40	0.59	9.23	1.56
营业毛利率(%)	9.54	0.89	17.05	28.74
EBITDA/营业总收入(%)	20.91	10.39	27.78	--
总资产收益率(%)	3.45	0.48	7.69	--
资产负债率(%)	77.53	82.35	78.57	76.72
总资本化比率(%)	77.20	82.02	77.60	75.82
总债务/EBITDA(X)	11.43	20.01	6.43	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.65	0.89	2.17	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2013 年一季度财务报表未经审计；由于缺乏有关数据，未计算 2013 年 1-9 月 EBIT、EBITDA 及相关指标。

### 分析师

项目负责人：吕修磊 [xllv@ccxi.com.cn](mailto:xllv@ccxi.com.cn)

项目组成员：王帅 [shwang@ccxi.com.cn](mailto:shwang@ccxi.com.cn)

电话：(010) 66428877

传真：(010) 66426100

2014 年 3 月 10 日

### 基本观点

中诚信国际评定江西赣能股份有限公司(以下简称“赣能股份”或“公司”)的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司有竞争力的发电资产、有力的股东支持、参股项目可获得一定规模投资收益以及通畅的融资渠道等有利因素。中诚信国际同时关注宏观经济增速放缓使用电需求回落、煤炭价格波动以及电价政策的调整、国家核电政策的变化等因素对公司稳定经营和整体信用状况的影响。

### 优势

- **有竞争力的发电资产。**公司两台 70 万千瓦超临界燃煤发电机组资产质量优良，技术先进，机组煤耗水平及发电效率等指标均处于江西省前列；此外公司还有 10 万千瓦的水电机组，整体装机规模和机组结构具有一定的区域竞争优势。
- **有力的股东支持。**公司控股股东江西省投资集团公司（以下简称“江投集团”）综合实力雄厚，可为公司的发展提供有力的支持；此外，为促进赣能股份的持续发展，江投集团承诺，未来在赣能股份偿还各类到期债务时，如资金上发生困难，江投集团将协调有关方面给予流动性支持，以保证其按时足额还本付息。
- **参股项目可获得一定规模投资收益。**近年来公司参股的江西昌泰高速公路有限公司（以下简称“昌泰高速”）等公司整体经营状况良好，每年可为公司贡献一定规模的投资收益，为公司整体盈利能力的稳定提供了较好支撑，增强了公司的综合抗风险能力。
- **通畅的融资渠道。**公司作为上市公司，具有较为通畅的股权融资渠道；此外，公司拥有良好的银企关系，截至 2013 年 3 月末公司共获得银行授信总额 54.38 亿元，其中尚未使用额度 32.24 亿元。

### 关注

- **宏观经济增速放缓，用电需求增速回落。**近两年我国经济增速放缓，全国用电需求增速回落，电力供需形势的变化将对公司发电量造成一定影响。
- **煤炭价格波动以及电价政策的调整。**公司发电资产主要是燃煤发电机组，对电煤价格的波动很敏感，煤炭价格波动以及煤电联动政策的出台对公司火电机组盈利能力产生较大影响。
- **国家核电政策的变化。**公司参股的彭泽核电和烟家山核电等内陆核电项目受国家核电政策影响目前已停止前期工作，中诚信国际将持续关注国家核电政策变化以及公司核电项目进展情况。

## 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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、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。

## 公司概况

江西赣能股份有限公司成立于 1997 年，是由江西省投资集团公司与江西省电力公司发起设立，1997 年 11 月发行上市，公司股票代码为 000899。2007 年，根据电监电改函[2007]29 号文件，江西省电力公司将所持有的公司股权全部转让给江投集团。截至 2013 年 3 月末，公司的注册资本为 6.47 亿元，江投集团持有公司 58.43% 的股份。江西省国资委持有江投集团 100% 股权，公司的实际控制人为江西省国资委。

公司主要业务为电力生产，全资拥有丰城二期发电厂（2\*70 万千瓦）、抱子石水电厂（2\*2 万千瓦）和居龙潭水电厂（2\*3 万千瓦）等已投运电力资产，拟建丰电三期发电工程（2\*100 万千瓦）；截至 2013 年 3 月末，公司可控和权益装机容量均为 150 万千瓦。此外，公司还持有江西昌泰高速公路有限公司 23.33% 股权、中电投江西核电有限公司（以下简称“江西核电”）20% 股权、江西高技术产业投资股份有限公司（以下简称“江西高投”）40% 股权和江西高技术产业发展有限公司（以下简称“江西高发”）12.57% 股权等。

截至 2012 年末，公司总资产为 61.82 亿元，所有者权益为 13.25 亿元，资产负债率为 78.57%；2012 年，公司实现营业总收入 25.70 亿元，净利润 1.65 亿元，经营活动净现金流 9.23 亿元。

截至 2013 年 3 月末，公司总资产为 62.65 亿元，所有者权益为 14.59 亿元，资产负债率为 76.72%；2013 年 1~3 月，公司实现营业总收入 6.77 亿元，净利润 1.23 亿元，经营活动净现金流 1.56 亿元。

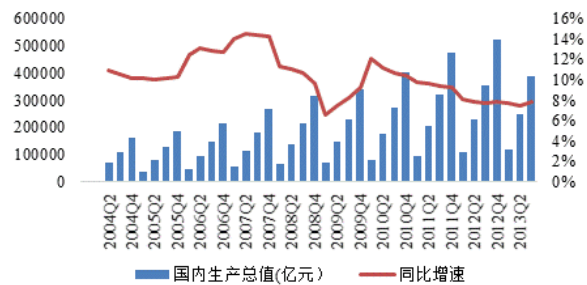
## 宏观经济和政策环境

2013 年第四季度 GDP 同比增速从第三季度的 7.8% 小幅降至 7.7%。2013 全年 GDP 同比增速为 7.7%，低于 2012 年 7.8% 的增速。

从需求端来看，四季度消费同比增速延续回升势头；投资稳中有降，其中制造业和基建投资增速下降，而房地产投资走强在一定程度上支撑了总体投资增速；进出口数据在经历年中贸易融资套利水分挤压之后表现稳健，进出口增速均较三季度有所

回升。从生产端来看，制造业生产继续受制于实体经济层面产能过剩拖累，PMI、工业增加值先高后低，但仍维持在三季度末水平，表明去产能去库存过程平稳。从 PMI、外贸等数据来看，2014 年前两个月经济运行基本平稳：需求端基本符合预期，而生产端走弱受季节性影响更大。

图 1：中国 GDP 及增长率



资料来源：国家统计局

货币政策方面，四季度央行坚持稳中求进的工作总基调，继续实施稳健的货币政策，创新调控思路和方式，不放松也不收紧银根，适时适度预调微调。根据流动性形势变化，灵活调整流动性操作的方向和力度，综合运用并适时创新流动性管理工具，有效应对了多种因素引起的短期资金波动。2013 年四季度通胀水平呈现出前高后低之势，从 10 月份 3.2% 的较高水平回落至 12 月的 2.5% 的中性水平，2014 年 1 月 CPI 维持在 2.5% 水平。预计未来一段时间内央行货币政策总体仍保持稳定，总体中性，适度预调微调，平抑短期资金波动。

财政政策方面，四季度全国财政收入增速较三季度有所回升，但同时财政支出增速也快速上升。未来一段时间财政政策重点将继续集中在国家重点基建投资、住房保障、新能源、节能环保等领域的投资，大规模刺激政策仍不会出台。

货币信贷方面，四季度数据显示资金条件偏紧。广义货币（M2）增速持续小幅回落，新增贷款表现也较为疲软，同时社会融资总量累计增速也逐季回落。

十八届三中全会明确市场在资源配置中的决定性作用，改革的核心是处理好政府与市场的关系。涉及财税改革、农村改革以及完善开放型经济体系等方面，改革措施也将进一步巩固中国的财政

实力。中诚信国际认为，短期内，社会经济面临着调整和再平衡的压力。随着改革的不断深入和各项政策陆续落实，资源进行重新配置，社会经济将进入新的平衡期，这更有利于经济的长期健康发展。预计 2014 年 3 月召开的两会以后，对经济、环境、生态等改革举措将进一步得到推进、落实。

新一届中央管理层的经济治理更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革和避免大规模刺激计划为调控核心。根据经济运行状况，管理层或许会继续实施局部温和的财政刺激，保持中性货币政策，在防控债务和金融风险的同时，加大对中小企业的信贷支持，改革金融体系和融资体制，为经济增长创造稳定和有序的制度环境。

中诚信国际认为，随着管理层改革力度加大，使得经济调控思路逐渐明朗，政策不确定性带来的风险将会降低，这将有利于企业盈利能力的改善以及信用水平的稳定。

## 行业及区域经济环境

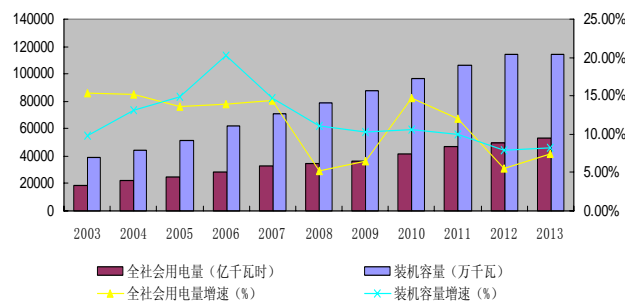
### 电力行业概况

电力是国民经济的支柱产业，近几年随着我国经济的发展，电力需求保持增长。2011年，全国电力需求总体旺盛，全国全社会用电量同比增长 11.74%，达到 4.69 万亿千瓦时。在旺盛的用电需求拉动下，2011 年全国全口径发电量 4.72 万亿千瓦时，比上年增长 11.68%。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。总体看，2012 年，全国全社会用电量 4.96 万亿千瓦时，同比增长 5.5%，增速较上年同期回落 6.5 个百分点，全国累计发电量为 4.98 万亿千瓦时，同比增长 5.22%。2013 年，全国全社会用电量 5.32 万亿千瓦时，同比增长 7.5%，增速同比上升 1.9 个百分点。

电力装机容量方面，从 2013 年新增装机来看，2013 年全国新增发电装机 9,400 万千瓦，同比有所增加，其中，水电新增 2,993 万千瓦，火电 3,650 万千瓦，核电 221 万千瓦，并网风电 1,406 万千瓦，并网太阳能发电 1,130 万千瓦。截至 2013 年底，全国发电

装机容量达到 12.5 亿千瓦，同比增长 9.2%，增速较 2012 年提高 1.4 个百分点。其中，水电 2.6 亿千瓦，同比增长 12.9%；火电 8.6 亿千瓦，同比增长 5.7%；核电 1,461 万千瓦，同比增长 16.2%；并网风电 7,548 万千瓦，同比增长 24.5%；并网太阳能发电装机容量 1,479 万千瓦，增长 3.4 倍。新能源和可再生能源发电装机占 31%，较上年提高 5.76 个百分点。

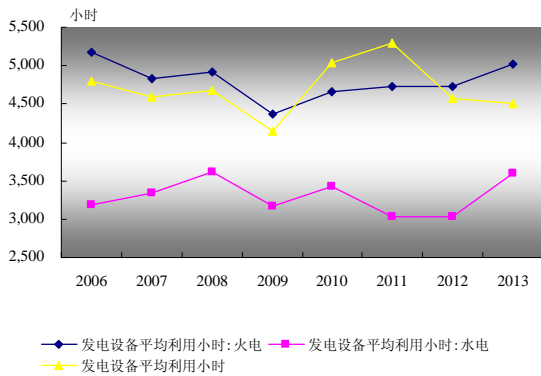
图 2：2003~2013 年我国电力消费与发电装机增长情况



资料来源：中国电力企业联合会

我国发电机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2011 年，经济的增长拉动社会用电需求增长，当年全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时数 4,731 小时，同比增加 81 小时。2012 年，我国经济增速和用电需求增速放缓，全年 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4,572 小时，较 2011 年降低 158 小时。其中，受大部分水电路域来水偏丰影响，水电设备平均利用小时 3,555 小时，同比增加 536 小时；火电设备平均利用小时 4,965 小时，同比降低 340 小时；核电 7,838 小时，同比增加 79 小时；风电 1,893 小时，同比增加 18 小时。2013 年，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时 4,511 小时，同比降低 68 小时，主要受利用小时数较低的可再生能源机组容量占比上升影响所致。分类型看，全国常规水电设备平均利用小时 3,592 小时；全国火电设备平均利用小时 5,012 小时；全国核电设备平均利用小时 7,893 小时；全国风电设备平均利用小时 2,080 小时。

图 3：2006 年以来全国电力设备利用小时数情况



资料来源：中国电力企业联合会

在电源结构方面，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，从 2001 年至今火电机组装机容量占电力装机总容量的比重一直保持在 70% 以上，仍居主导位置。

中诚信国际认为，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产生一定影响，且影响同期的火力发电情况。

### 江西省电力工业概况

近年来，随着区域经济发展，江西省电力需求保持增长；但 2012 年受宏观经济增速放缓影响，江西省用电量增速有所减缓。2013 年，随着经济的回升，江西省用电量增速也有所回升。

据江西省能源局统计，装机容量方面，截至 2012 年底，全省全口径装机容量达到 1,937 万千瓦，其中统调装机容量达到 1,533 万千瓦，包括火电装机 1,384 万千瓦，水电装机 137 万千瓦，风电装机 11.7 万千瓦。

用电量方面，2012 年江西省全社会用电量 867.7 亿千瓦时，同比增长 3.9%。2013 年，江西省全社会用电量 947.11 亿千瓦时，同比增长 9.2%，增速同比回升 5.3 个百分点；其中，第一产业用电量 10.75 亿千瓦时，同比增长 6.1%，由持续多年的负增长转为正增长；第二产业用电量 655.47 亿千瓦时，同比增长 8.0%，增速同比回升 7.9 个百分点，是全社会用电量增速回升的主要动力；第三产业用电量 116.10 亿千瓦时，同比增长 11.4%，保持较快

增长；居民生活用电量 164.79 亿千瓦时，同比增长 12.5%，居各产业用电增速首位。

发电量方面，2012 年江西省全口径发电量 759.6 亿千瓦时，同比增长 2.3%；统调发电量 614.5 亿千瓦时，同比下降 5.4%，其中火电发电量 571.3 亿千瓦时，同比下降 9.1%；水电发电量 41.7 亿千瓦时，同比增长 102.5%；风电发电量 1.5 亿千瓦时。2013 年 1~11 月，江西省全口径发电量 766.66 亿千瓦时，同比增长 12.19%；统调发电量 642.87 亿千瓦时，同比增长 16.01%，其中：水电发电量 30.68 亿千瓦时，同比下降 21.47%；风电发电量 3.63 亿千瓦时，同比增长 2.12 倍；火电发电量 608.57 亿千瓦时，同比增长 18.41%。统调火电利用小时数 4397 小时，同比增长 174 小时。

从煤炭资源基础看，江西省是我国南方煤炭资源紧缺省份。煤炭产量方面，2012 年江西省内煤炭产量约为 2,690 万吨，同比下降 4.27%；全省煤炭消费量约为 6,700 万吨，同比下降 4.1%，其中电煤消耗 2,578 万吨。江西省 2012 年需从省外引进的煤炭达到煤炭总消耗量的约 60%。煤炭价格方面，据江西省价格鉴定监测管理局数据，2013 年一季度江西省内热值为 4,600 千卡/千克的电煤价格为 560 元/吨，相比 2012 年 12 月份价格持平，与 2012 年同期相比下跌约 80~100 元/吨。2013 年三季度省内热值为 4,600 大卡/千克的电煤价格约为 520 元/吨，与二季度相比价格持平。

总体来看，2013 年以来，江西省用电量增速有所回升。2012 年以来煤炭价格的整体下跌在一定程度上减轻了江西省内电力企业的燃料成本压力，但江西省煤炭产量少，多数煤炭需要从省外引进，江西省火电企业仍面临一定的燃料稳定供应及煤炭价格波动风险。

### 行业关注

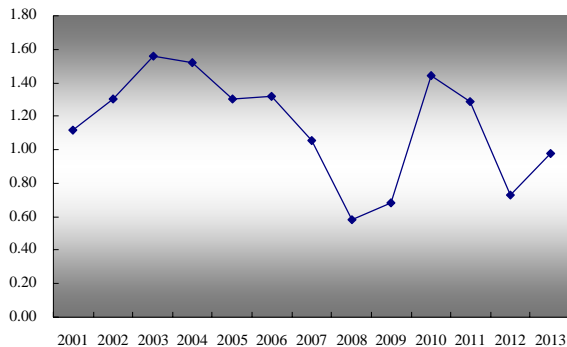
**2012 年到 2013 年上半年，受节能减排、经济结构调整及外围环境等影响，我国经济增速放缓，用电量增速有所下滑；2013 年下半年，受工业生产回暖及季节影响，用电量增速有所回升**

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，从而造就了旺盛的电力需求。2012年，受经济增长放缓等因素影响，全国电力消费增长平缓，全年呈现出前三季度低速增长、第四季度趋稳回升的总体态势。2012年全国全社会用电量49,591亿千瓦时，同比增长5.5%，增速同比回落6.5个百分点。2013年，我国全社会用电量同比增长7.5%，同比提高1.9个百分点；其中第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量占比分别为1.91%、73.55%、11.79%和12.76%，分别同比增长0.7%、7.0%、10.3%和9.2%。

我国电力消费结构中，第二产业用电需求一直是全社会用电量的主要部分，近年来其用电量占比一直保持在73%以上。“十二五”期间，政府着力加快转变经济增长方式，调整经济结构，使经济增长向依靠消费、投资和出口协调拉动转变。2011年9月国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》，明确了节能的主要目标是“到2015年，全国万元国内生产总值能耗下降到0.869吨标准煤（按2005年价格计算），比2010年的1.034吨标准煤下降16%；‘十二五’期间，实现节约能源6.7亿吨标准煤”。我国政府对于高耗能产业节能降耗的政策力度日趋加大，未来第二产业用电量占比将逐步下降，单位工业增加值能耗也将呈现逐步下降趋势。

图4：2001年以来中国电力消费弹性系数



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

未来随着我国经济增长方式的转变和经济结构的调整，第三产业对经济增长的贡献将不断增

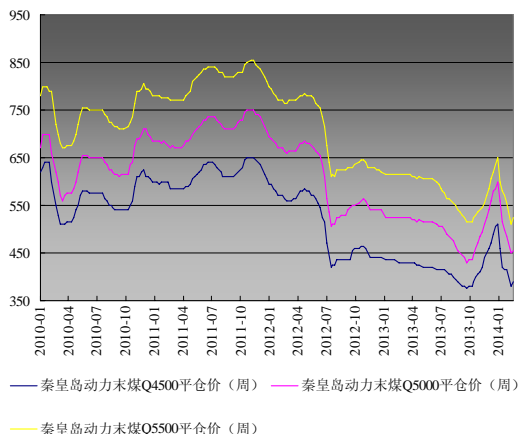
加，但其单位产值用电量远远小于第二产业，这将使我国电力消费弹性系数逐步降低。根据中电联发布的《电力工业“十二五”规划滚动研究综述报告》，“十二五”期间中国电力弹性系数目标达到1左右。

总体看，2012年到2013年上半年，经济总量增速放缓、高耗能行业处于下行周期及电力消费弹性系数的降低等多重因素将使得我国用电量增速同比有所放缓。2013年下半年，受工业生产回暖、工作日增加、持续高温等因素影响，全社会用电量同比增速大幅回升，电力消费弹性系数也呈现攀升态势。

### 在2011年两次电价上调以及煤炭价格回落的带动下，2012年和2013年上半年煤电企业盈利水平有较大幅度提升，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

从煤炭价格的走势看，2009年下半年到2011年，受电力需求强劲、电煤需求旺盛、煤炭运力不足等因素影响，我国动力煤供应整体偏紧。2010年煤炭和经济的企稳回升，煤炭价格整体呈现波动上行的趋势。2011年，全国煤炭价格总体高位运行，其中动力煤价波动上升，使得煤电企业经营更困难。2011年四季度至2013年三季度，受国内外经济形势低迷、电力需求减弱、国际煤价下跌和电力行业亏损等因素影响，煤炭价格整体保持回落趋势；尤其是2012年年中，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。2012年12月1日，秦皇岛动力煤（5,500大卡）价格为630元/吨，每吨较2011年同期下降了210元，降幅达到25%。2013年前三季度煤炭价格缓慢下跌，9月末上述煤炭价格约为515元/吨；2013年四季度，煤炭价格回转直上，于2013年末上行至650元/吨。2014年以来，上述煤炭价格再一次快速回落，于2月末跌至2013年9月末水平。

图 5：2010 年以来秦皇岛港动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：聚源终端

近年来国家电价政策也随着煤炭价格的波动而有所调整，2011 年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，国家发改委于 2011 年两次上调电价。2011 年 5 月，国家发改委下发《国家发展改革委关于适当调整电价有关问题的通知》（发改价格[2011]1101 号），决定适当提高火电电价水平，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 0.02 元/千瓦时。2011 年 12 月 1 日发改委再次发布通知上调电价，全国燃煤电厂上网电价平均每千瓦时提高约 0.026 元钱，将随销售电价征收的可再生能源电价附加标准由每千瓦时 0.004 元钱提高至 0.008 元钱；在部分地区对安装并正常运行脱硝装置的燃煤电厂试行脱硝电价政策，在上网电价外每千瓦时加价 0.008 元钱，以弥补脱硝成本增支。上述措施共影响全国上网电价每千瓦时平均提高约 0.03 元钱。

2012 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较大幅度回升。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》，主要内容包括：自 2013 年起取消电煤重点合同，取消电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主衔接签订合

同，自主协商确定价格；继续实施并不断完善煤电价格联动机制，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%；另外发改委对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。长期看，煤电联动政策的出台将有力地促进电煤市场化发展，使市场供需成为电煤价格的主要决定因素，“煤、运、电”产业链价格机制将得到进一步理顺，火电企业整体抗风险能力将得到有效增强。

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；江西省降幅为 0.01 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。

中诚信国际认为，本次电价调整对煤电企业盈利能力将造成一定的负面影响，根据煤电企业所在区域和环保水平等情况影响程度不一，但总体来看影响程度不大。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，中诚信国际将对煤电企业盈利能力变化保持关注。



## 竞争及抗风险能力

### 有力的股东支持

公司控股股东江西省投资集团公司原名江西省投资公司，成立于 1989 年 2 月，是江西省政府投资主体和国有资产经营主体，江西省国资委拥有江投集团 100% 股权。江投集团拥有较多的优质资产，目前江投集团运营着江西省康大高速和瑞寻高速两条高速公路，2012 年实现通行费收入 2.66 亿元；随着在建的九江长江公路大桥江西段的建成通车，江投集团交通板块收入有望大幅增加。江投集团还拥有江西省内二级燃气管网资产，未来随着燃气管网铺设里程的增加，燃气销量也将大幅增长。截至 2012 年末，江投集团资产总额 248.91 亿元，所有者权益 60.26 亿元，资产负债率 75.79%；2012 年江投集团实现营业总收入 56.45 亿元，净利润 0.70 亿元，实现经营活动净现金流 15.38 亿元。

截至 2013 年 3 月末，江投集团拥有赣能股份 58.43% 股权，作为江投集团旗下唯一的上市平台，公司可以得到江投集团和江西省国资委的有力支持。

根据公司公告，为促进赣能股份的持续发展，江投集团于 2013 年 5 月出具了关于对公司发行短期融资券予以支持的函，承诺未来在赣能股份偿还各类到期债务时，如资金上发生困难，江投集团将协调有关方面给予流动性支持，以保证赣能股份按时足额还本付息，努力保持赣能股份的良好信誉。

### 优质的电力资产

公司是江西省省属唯一大型发电企业以及江西省内唯一一家电力上市企业；此外公司也是江西省内唯一一家同时拥有火电和水电业务的大型电力企业，具有较强区域竞争优势。

公司现拥有电力装机容量 150 万千瓦，截至 2012 年末，约占江西省统调电力总装机容量的 9.78%。且公司的火电机组为 2007 年建成投产的两台 70 万千瓦超临界燃煤发电机组，资产质量优

良，技术先进，机组煤耗水平及发电效率等指标均处于江西省前列，在江西省火电行业内具备较强的竞争力。在供电煤耗上，公司自行配备的配煤掺烧系统在江西省内技术最为先进，公司 2010~2012 年火电平均供电煤耗分别为 318 克/千瓦时、314 克/千瓦时和 312 克/千瓦时，均优于同期全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电煤耗平均水平，且保持下降态势。此外，在核电开发方面，公司参股中电投江西核电有限公司彭泽核电项目 20% 股权，并参股江西万安烟家山核电项目。虽然近年来受国家暂停审批内陆核电项目政策影响，该核电项目暂停了已经开展的前期工作，但参股核电项目为公司未来电源结构的优化及长期稳定发展奠定了良好基础。总体看，公司目前拥有的电力资产质量较好，具有较强的区域及行业竞争优势。

## 业务运营

2012 年公司实现营业总收入 25.70 亿元，其中电力业务作为公司的主营业务，2012 年实现收入 25.54 亿元，占总收入的 99.39%；2013 年 1~3 月，公司实现营业总收入 6.77 亿元，其中电力业务收入 6.75 亿元，占总收入的 99.72%。公司电力业务中火电占比较大，2010 年~2013 年 3 月火电收入占营业总收入的比重分别为 92.96%、96.29%、93.74 和 96.62%。除电力运营外，公司还有一定规模的长期股权投资，可为公司贡献较多的投资收益。

表 1：近年来公司各版块营业收入情况

单位：万元	2010	2011	2012	2013.3
火电	191,208	249,355	240,906	65,396
水电	12,947	8,303	14,527	2,094
其他	1,536	1,302	1,573	192
合计	205,691	258,960	257,006	67,682

资料来源：公司提供

### 电力板块

截至 2013 年 3 月末，公司在运营三家电厂，均为公司全资拥有，总装机容量 150 万千瓦，分别为丰城二期发电厂（2\*70 万千瓦火电），抱子

石水电厂（2\*2 万千瓦）及居龙潭水电厂（2\*3 万千瓦）。2012 年公司火电和水电共完成发电量 64.94 亿千瓦时，同比下降 8.65%；完成上网电量 62.08 亿千瓦时，同比降低 8.53%。

## 火电运营

截至 2013 年 3 月末，公司投入运营的控股火电厂为江西赣能股份有限公司丰城二期发电厂（以下简称“丰电二期”），位于江西省丰城市，火电总装机容量 140 万千瓦，由两台 70 万千瓦超临界发电机组构成，此两台机组是江西省内单机容量最大的火电机组。

表 2：近年来公司火电机组运营指标

	2010	2011	2012	2013.3
发电量（亿千瓦时）	55.47	68.73	60.83	16.49
上网电量（亿千瓦时）	52.90	65.56	58.03	15.77
机组利用小时（小时）	3,960.76	4,909.56	4,345.14	1,177.85
含税平均上网电价（元/千瓦时）	0.42290	0.44503	0.48569	0.48534
综合厂用电率（%）	4.82	5.05	4.96	4.99
非计划停运次数（次）	1	1	3	0
标煤采购单价（不含税）元/吨	870	1,032	927	810
供电标准煤耗（克/千瓦时）	318	314	312	307
已完成脱硫改造的机组占比（%）	100	100	100	100
脱硫效率（%）	94.40	94.38	92.71	91.83
电费回收率（%）	100	100	100	100

资料来源：公司提供

机组利用小时数方面，2010~2012 年公司火电机组利用小时数分别为 3,960.76 小时、4,909.56 小时和 4,345.14 小时。其中公司 2011 年机组利用小时数处于近年来较高水平，同比增长 23.95%，主要是受当年江西省用电需求增速较快影响，当年全省用电量增速达到 15.04%；2012 年，江西省用电量增速趋于放缓，加之省内总装机容量进一步增加，同时降水较充足导致水电发电量增长迅速，公司火电机组利用小时数同比下降 11.50%；2013 年 1~3 月，公司火电机组利用小时数为 1,177.85 小时。

发电量和上网电量方面，2010~2012 年公司发电量分别为 55.47 亿千瓦时、68.73 亿千瓦时和 60.83 亿千瓦时，同期上网电量分别为 52.90 亿千瓦时、65.56 亿千瓦时和 58.03 亿千瓦时，受机组利用小时数影响有所波动；2013 年 1~3 月公司发电量和上网电量分别为 16.49 亿千瓦时和 15.77 亿千瓦时。

电力消纳方面，公司生产的电力全部出售给江西省电力公司，并受其统一调度及管理。公司生产的电力均是按计划生产，不存在多余电量储存以及无法销售的现象。此外，公司电费回收率近年来一直保持在 100%，电费回收有保障。

电价方面，2011 年为解决煤炭价格不断上涨给电力企业带来的经营压力，江西省发改委连续两次发布调价政策，提高江西电网统调燃煤发电企业上网电价，目前公司火电最新批复上网电价为 0.4852 元/千瓦时。

表 3：近年来公司火电上网电价调整情况

单位：元/千瓦 时	2010 年 1 月 1 日起执行	2011 年 6 月 1 日起执行	2011 年 12 月 1 日起执行
上网电价	0.4258	0.4482	0.4852

资料来源：公司提供

供电煤耗方面，近年来公司不断提高管理运行水平，同时引进了配煤掺烧系统，优化了燃煤掺烧比例，有效降低了燃煤成本。近年来，公司供电标准煤耗水平呈下降态势，2010~2012 年分别为 318 克/千瓦时、314 克/千瓦时、312 克/千瓦时，优于同期全国 6,000 千瓦及以上火电机组 333 克/千瓦时、330 克/千瓦时和 326 克/千瓦时的平均供电煤耗水平。2013 年 1~3 月公司供电标准煤耗进一步下降至 307 克/千瓦时。

煤炭采购方面，2010~2012 年，公司采购原煤分别为 238 万吨、334 万吨和 277 万吨。2012 年以前丰电二期发电用燃煤委托控股股东江投集团下属江西省投资电力燃料有限责任公司（以下简称“江投燃料”）统一采购，江投燃料在供应商的价格基础上，以每吨原煤增加 4.5 元服务费（含税）的方式销售给丰电二期电厂。2012 年起丰电二期用煤均由公司自行进行采购。实行自主采煤

后，公司通过优化进煤结构、降低热值损失、减少库存损耗等措施降低燃料成本；同时由于国内煤炭价格有较大下降，2012年以来公司平均入厂标煤单价同比有所下降。2010~2012年公司煤炭采购折合标煤单价（不含税）分别为870元/吨、1,032元/吨和927元/吨，2013年1~3月进一步下降至810元/吨。从煤炭产地来看，2012年，公司共采购燃煤277万吨，采购金额20.69亿元，其中省外采购190万吨，主要来自在陕西、河南等区域；省内采购87万吨，主要来自江西煤业集团有限责任公司销售运输分公司。

环保方面，公司所属丰电二期发电厂建设时即投资近3亿元同步安装了脱硫设施。投运后，每年可减少二氧化硫排放7万多吨。公司已和环保机构建立在线监测系统，脱硫设施投运率一直名列江西省内火电厂前列。脱硝方面，目前公司正在建设机组脱硝工程，按工程计划及进展情况，该工程拟在2013年内完成。

总体看，公司火电机组资产质量优良，技术先进，机组煤耗水平及发电效率等指标均处于江西省前列；同时，2012年以来，煤炭价格的下降大幅减轻了公司的煤炭成本压力，提高了公司火电机组的盈利水平。

## 水电运营

目前公司已投产的水电站包括抱子石水电站及居龙潭水电站，总装机容量10万千瓦。此外，公司还托管江投集团所持有的江西东津发电有限责任公司（以下简称“东津水电”）全部97.68%股权，托管协议一年一签。托管期限内，公司按照东津电厂年度可供股东可分配利润的10%向江投集团收取股权托管的报酬，并由江投集团在托管期限结束后1个月内一次性支付给公司；如果东津电厂发生亏损，公司不收取报酬<sup>1</sup>。东津水电装机容量为2\*3.2万千瓦。

抱子石水电站位于修河上游修水县境内，装机容量为2\*2万千瓦，多年平均发电量1.28亿千

瓦时，年均机组利用小时数3,194小时。该电厂坝址控制流域面积534.3万平方米以上，设计多年平均降雨量1,584毫米，多年平均流量151立方米/秒，多年平均入库水量4,773百万立方米。电站正常蓄水位93.5米，相应库容0.437亿立方米，保证出力0.57万千瓦。

居龙潭水电站是赣江水系贡水左岸支流桃江干流的最末一级电站，装机容量2\*3万千瓦，坝址位于赣县大田乡夏湖、河头村之间的居龙潭，坝址控制流域面积7,739平方公里，多年平均径流量199立方米/秒，水库总库容7,360万立方米，正常蓄水位122米，保证出力0.67万千瓦，年平均发电量1.97亿千瓦时，是一座以发电为主，兼有水库养殖等综合效益的中型水利枢纽工程。

在电价方面，目前公司投产的抱子石和居龙潭水电站上网电价定为0.42元/千瓦时，处于国内水电上网电价较高水平，主要是由于公司水电站建设时移民成本较大，使得公司以成本加合理利润的方法核算的水电上网电价处于较高水平。相对于火电来说，虽然水电造价很高，但水电投产发电后，其运营、维护费用却远低于火电，因此公司水电的上网电价较火电上网电价具有较强的竞争优势。

发电量方面，2011年受江西省干旱来水量减少影响，公司两座水电站发电量合计2.35亿千瓦时，同比减少37.01%。2012年公司水电站所在流域降水情况较好，公司两座水电站发电量4.10亿千瓦时，同比增长74.62%；2013年1~3月，公司水电发电量合计达到0.59亿千瓦时。

表4：近年来公司水电站运营情况

抱子石水电站	2010	2011	2012	2013.3
发电量(亿千瓦时)	1.5257	0.8626	1.5829	0.3486
上网电量(亿千瓦时)	1.501	0.843	1.5542	0.3419
机组利用小时数(小时)	3,814.2	2,156.48	3,957.22	871.56
等效可用系数(%)	90.93	83.11	81.17	84.39
非计划停机次数(次)	0	0	0	0
含税平均电价(元/千瓦时)	0.42	0.42	0.42	0.42
居龙潭水电站	2010	2011	2012	2013.3
发电量(亿千瓦时)	2.1275	1.4881	2.5218	0.2443
上网电量(亿千瓦时)	2.1015	1.4698	2.4928	0.2413

<sup>1</sup>由于近年来东津电厂实现净利润尚不足于弥补以前年度累计亏损，无可供分配利润，因此，公司2010年~2012年均未收取股权托管费。

机组利用小时数（小时）	3,546	2,480	4,203	407
等效可用系数(%)	90.47	87.82	90.05	75.66
非计划停机次数（次）	0	0	0	0
含税平均电价（元/千瓦时）	0.42	0.42	0.42	0.42

资料来源：公司提供

总体来看，公司水电机组运营成本较低，上网电价处于较好水平，机组盈利能力较强；但公司目前水电装机规模较小，同时水电发电量受来水情况影响较大，中诚信国际将关注公司水电厂所在流域降水量变化对公司水电业务盈利能力的影响。

## 投资业务

除电力运营外，公司还参股多家公司股权，每年可获得一定规模的投资收益。截至 2013 年 3 月末公司主要拥有江西昌泰高速公路有限公司 23.33% 股权、中电投江西核电有限公司 20% 股权、江西高技术产业投资股份有限公司 40% 股权和江西高技术产业发展有限公司 12.57% 股权等资产。

表 5：截至 2013 年 3 月末公司主要参股公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比 例 (%)	2012 年经营状况
中电投江西核电有限公司	96,727	20	项目公司尚处于项目报批阶段，未有收益
江西昌泰高速公路有限责任公司	150,000	23.33	截至 2012 年末该公司总资产 281,126.41 万元，净资产 268,015.89 万元；2012 年实现净利润 26,476.27 万元
江西高技术产业投资股份有限公司	15,000	40	截至 2012 年末该公司总资产 16,145.98 万元，净资产 16,124.75 万元；2012 年实现净利润 18.90 万元
江西高技术产业发展有限公司	26,500	12.57	截至 2012 年末该公司总资产 26,952.78 万元，净资产 25,359.92 万元；2012 年实现净利润 147.20 万元
江西浙大网新科技有限公司	2,000	30	截至 2012 年末该公司总资产 2,160.84 万元，净资产 1,363.69 万元；2012 年亏损 80.08 万元

资料来源：公司提供

公司参股 23.33% 的昌泰高速主要经营昌泰

高速公路和其他交通基础设施的投资、建设、管理、收费、养护管理等等。昌泰高速公路于 2001 年 6 月开工建设，2003 年 6 月建成通车。目前昌泰高速每年可为公司贡献一定规模的投资收益。但由于近年来江西区域内线路增加、车流分散，泰昌高速实现净利润有所下降，公司实现的泰昌高速投资收益也有所下降。2010~2012 年公司分别按出资比例确认昌泰高速投资收益 0.91 亿元、0.79 亿元和 0.62 亿元；2010~2012 年公司分别获得昌泰高速现金红利 0.70 亿元、0.35 亿元和 0.35 亿元。

公司参股 12.57% 的江西高发和参股 40% 的江西高投分别成立于 2001 年 2 月和 2002 年 3 月，主要经营范围为高技术产业的投资、管理、经营及咨询服务等，由于上述两家公司所投资项目尚未产生较大规模收益，公司从此两家公司确认的投资收益较少。

核电投资方面，公司持股 20% 的江西核电主要负责江西彭泽核电项目的建设、营运和管理等工作。此外，2009 年 8 月公司与中国核工业集团公司（以下简称“中核工业”）、江西赣粤高速公路股份有限公司（以下简称“赣粤高速”）共同签署了《江西万安烟家山核电厂项目合作投资意向协议》，由三方共同出资开发江西万安烟家山核电厂项目，其中中核工业出资 51%，公司与赣粤高速的共同出资比例为 49%（两者的持股比例由江西省发改委（能源局）确定）。该项目经有关部门批准，于 2010 年 6 月成立中核江西核电筹建处，开展项目前期工作。截至 2012 年末，公司已暂按 24.5% 的持股比例累计支付筹建款 2,058 万元。2011 年 3 月受日本福岛核事故影响，我国要求对国内已运行及在建核电项目进行全面安全检查，并宣布在《核安全规划》批准前暂停审批新项目和已开展前期工作的项目。2012 年 10 月 24 日，国务院常务会议讨论通过《核电安全规划（2011—2020 年）》和《核电中长期发展规划（2011—2020 年）》，明确指出“十二五”时期我国只在沿海安排少数经过充分论证的核电项目厂址，不安排内陆核电项目。彭泽核电和烟家山核

电均为内陆核电项目，上述项目已暂停了已经开展的前期工作，而未来国家政策允许重新启动内陆核电项目建设的时间尚不明确。但长期来看，公司参股核电项目将为公司电源结构的优化及长期稳定发展打下良好的基础。

总体来看，公司参股的昌泰高速项目盈利情况较好，可为公司每年贡献一定规模的投资收益；公司参股的内陆核电项目受国家政策影响已停止前期工作，中诚信国际将持续关注国家核电政策变化以及公司核电项目进展情况。

## 战略规划

按照公司中长期规划，公司将继续专注发电主业，适时发展新能源产业，实现能源结构多元化和适度产业多元化，发展成以电力产业为主体，新能源、其他公用事业为支撑，具有可持续发展能力和较强竞争力的大型综合公用事业上市公司。

为实现公司目标，公司正积极推进在建拟建项目。其中江西丰城三期发电有限公司（以下简称“丰电三期”）于2008年8月开始筹建，由公司与控股股东江投集团共同投资组建，公司持股比例为55%。丰电三期项目拟建设2×100万千瓦超超临界燃煤机组，项目总投资约79亿元人民币。目前丰电三期尚处于项目报批阶段，截至2013年3月末，公司已对丰电三期投入金额为525.56万元。目前根据项目审批进程情况，公司暂无对其具体投资计划。

此外，环保方面，公司正在进行丰电二期电厂烟气脱硝改造工程。该工程是在每台70万千瓦机组各上一套脱硝装置，采用SCR脱硝工艺，脱硝效率不低于75%。根据工程进度安排，项目预计将在2013年内完成工程建设。该项目预计总投资2.20亿元，截至2013年3月末已完成投资金额1,448.90万元。

表6: 截至2013年3月末公司主要在建项目情况(单位: 万元)

项目名称	审批进程	项目 总投资	截至2013 年3月末 已投资	2013年计 划投资额
丰电三期 发电工程	已获得江西省发改委 批准前期工作函	790,000.00	525.56	暂无计划
烟气脱硝 改造工程	已向省能源局备案， 公司已开始组织施工	22,000.00	1,448.90	21,983.08
合计	--	812,000.00	1,974.46	21,983.08

资料来源：公司提供

总体看，短期内公司在建项目主要为脱硝工程，资本支出压力不大。长期来看，电力生产仍然是公司投资的重点领域，未来丰电三期工程完工后公司装机容量和电力业务收入将大幅提升；同时，由于丰电三期项目投资规模较大，公司未来可能面临一定的资本支出压力。

## 管理

### 产权结构

公司控股股东是江西省投资集团公司，截至2013年3月末江投集团持有公司58.43%股份。江西省国资委拥有江投集团100%股权，公司的实际控制人为江西省国资委。

### 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》等有关法律法规的要求，不断完善治理结构，强化内部管理，规范经营运作。

目前公司已建立了较为规范的公司法人治理结构，形成了以《公司章程》为公司的最高行为准则，以各项规章制度为主要架构的规章体系，并形成了以股东大会、董事会、董事会专门委员会、监事会及公司管理层为主体结构的决策与经营管理体系。

公司结合内部控制要求和公司实际需要，建立健全了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《独立董事制度》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等一系列公司治理规则，并严格遵照实施，公司法人治理结构不断完善，运作较为规范。

总体看，目前公司已经形成了较为清晰的法人治理结构，决策层和管理层职责分明，为快速决策和有效监督提供了有力保障。

## 管理水平

公司按照《公司法》、《中华人民共和国证券法》、《企业内部控制基本规范》以及有关的法律、法规和政策规定，不断健全、完善内控制度，提高管理水平。

内控方面，公司结合自身实际情况，自主设计符合公司生产经营特点的内部控制体系，完善和修订各项规章制度及业务流程，对燃料管理、安全生产等关键业务、重要流程和流程中可能存在的风险实施重点控制。目前公司已完成对本部及所属电厂所有制度及业务流程的梳理，其中公司本部下发 188 项制度和 122 个业务流程，所属各单位共梳理了 525 项制度或标准、311 个流程及其风控矩阵，全面规范公司经营管理的各个环节。

财务管理方面，公司为加强财务综合管理和防范经营风险，不断完善财务管理制度。根据《会计法》、《企业会计准则》等相关法规、制度，制定了《资金管理办法》、《银行借款管理办法》、《固定资产管理办法》、《应收账款管理办法》、《财务报告管理办法》等一系列财务管理制度；建立和完善了资金授权、审批、执行等业务流程，确定了各个环节的职责权限，形成有力的内部牵制，保证资金安全；加强了公司成本费用的管理，规范了各项成本费用的开支标准，规范了开支的审批权限。

投资管理方面，为了规范和加强投资管理，减少投资风险，确保国有资产保值增值，公司制定了《项目投资管理办法》，确定了投资发展部为投资业务的综合管理部门，明确了项目投资的审批权限，规定了投资项目的的基本原则和决策程序、投资实施过程、投资的风险管理、投资计划与资金支付、项目投资执行与处置控制等内容，保证公司投资项目符合国家法律、法规和产业、行业政策、公司发展战略，坚持效益最大化、风险最小化和规模适度、量力而行。

安全生产方面，公司作为电力生产企业，一直以来将安全生产放在首位，制定了一系列有关安全生产经营的制度以及管理办法；通过这些制度的实施，加大了安全监管力度、完善了各层级安全生产责任奖惩考核体系、有效地防范了安全隐患，保证了公司的安全生产经营活动。近年来公司所属各电厂安全生产形势稳定，截至 2012 年末，公司所属丰电二期、居龙潭水电厂、抱子石水电厂保持长周期安全生产运行天数分别达 2,176 天、2,112 天、3,243 天。

总体看，近年来公司通过完善治理结构和管控制度，治理和管理水平进一步提升。通过加强财务管理和投资管理，公司能够对资金的使用和对外投资进行有效控制，此外公司不断加强安全生产管理，相关管理指标较好。

## 财务分析

以下分析基于经上海东华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010~2011 年审计报告、经天健会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>2</sup> 审计并出具标准无保留意见的 2012 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2013 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。

## 资本结构

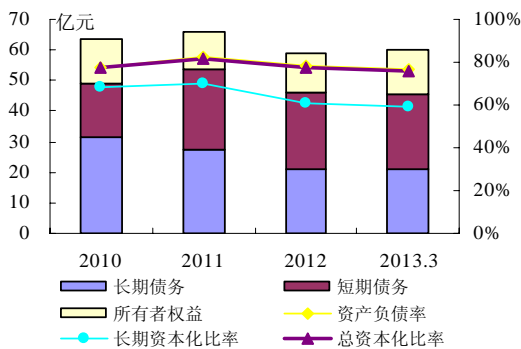
2010~2012 年末公司总资产规模分别为 64.60 亿元、66.84 亿元和 61.82 亿元，2013 年 3 月末为 62.65 亿元，近年来公司资产规模小幅波动；其中 2012 年公司资产规模小幅下降主要由于货币资金、存货减少以及固定资产折旧所致。2010~2012 年末，公司固定资产合计占总资产的比例分别为 73.61%、67.18% 和 69.53%，2013 年 3 月末为 67.73%，固定资产占比较高符合电力行

<sup>2</sup> 2012 年公司收到上海东华会计师事务所有限公司发来的《关于不再承接赣能股份 2012 年度财务报表审计和内控审计业务的函》（以下简称“《通知函》”），《通知函》告知：由于最近该所的组织结构发生变化，可能在专业人员、业务收入、风险基金等方面会与财政部财会[2012]2 号文件设定的证券资格会计师事务所的申请条件不相符合，经研究，决定不再承接公司 2012 年度财务报表审计和内控审计的业务。为了保证公司审计业务的正常开展，经征询公司董事会审计委员会及各位独立董事意见，同时报江西证监局审核无异议，经公司于 2012 年 11 月 15 日召开的 2012 年第二次临时股东大会审议通过，同意公司聘请天健会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2012 年财务报表和内部控制审计机构。

业资本密集的特点。此外，截至 2012 年末公司还拥有长期股权投资 9.24 亿元，主要为昌泰高速 6.25 亿元、江西核电 1.97 亿元、江西高投 0.64 亿元、江西高发 0.33 亿元等，此外公司还有可供出售金融资产 0.53 亿元，主要为泰豪科技 900 万股股票的期末市场价值。

2010~2012 年末公司总负债分别为 50.86 亿元、55.04 亿元和 48.57 亿元；2013 年 3 月末为 48.07 亿元。受 2011 年火电亏损较多，以及公司加大短期债务融资规模影响，当期末总负债处于近年来最高水平；负债规模的波动使得公司资产负债率也有所波动，2010~2012 年末分别为 77.53%、82.35%和 78.57%，2013 年 3 月末为 76.72%。2010~2012 年末及 2013 年 3 月末公司总资本化比率分别为 77.20%、82.02%、77.60%和 75.82%。

图 6：近年来公司资本结构



资料来源：公司财务报告

从债务结构看，近年来，公司长期债务占比逐年下降，短期债务于 2011 年末上升较多，之后有所回落；截至 2013 年 3 月末公司长期债务为 20.80 亿元，短期债务为 24.93 亿元。公司短期债务占总债务的比重呈上升趋势，2010~2012 年分别为 35.67%、48.56%和 54.61%，2013 年 1~3 月为 54.52%。

所有者权益方面，2010~2012 年末公司所有者权益分别为 14.51 亿元、11.80 亿元和 13.25 亿元，其中 2011 年公司所有者权益有所下降主要是由于公司当期发生亏损所致；2013 年 3 月末公司所有者权益为 14.59 亿元。

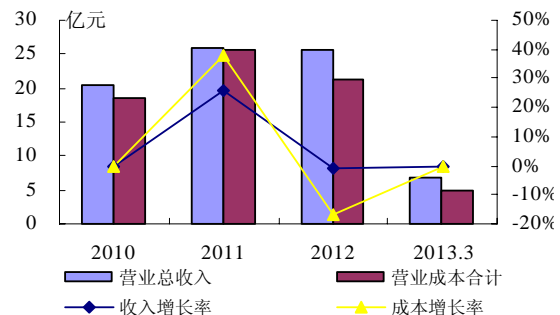
总体看，近年来由于没有大规模投资，公司

资产规模和负债率主要受债务规模变化有所波动。短期看，公司投资规模不大。但未来随着丰电三期项目的核准，公司资金压力将有所加大，负债率水平或将有所上升。

## 盈利能力

2010~2012 年公司营业总收入分别为 20.57 亿元、25.90 亿元和 25.70 亿元；其中 2011 年受江西省用电量增速较快影响，公司发电量大幅增长，带动公司收入同比上升 25.90%。2012 年受经济增速放缓影响，公司发电量有所减少，但同期上网电价有所提升，综合影响当期营业总收入小幅下降 0.75%。2013 年 1~3 月公司实现营业总收入 6.77 亿元，同比下降 11.22%。从收入构成看，电力的生产和销售是公司核心业务，售电收入作为主营业务收入，占营业总收入的比例一直维持在 99% 以上，2012 年公司的售电收入为 25.54 亿元。

图 7：近年来公司营业收入情况



资料来源：公司财务报告

营业成本方面，公司的营业成本主要包括燃料费用、折旧费用、职工薪酬等，2012 年三项成本分别占当期营业成本的 82.68%、10.16%和 2.42%。其中公司的燃料费用主要是煤炭采购费用，在公司煤炭用量变化不大的情况下煤炭价格的波动对公司营业成本的变化有显著影响。

表 7：近年来公司营业成本构成情况

	2012 年		2013 年 1~3 月	
	金额 (万元)	占营业成本比重	金额 (万元)	占营业成本比重
燃料费	176,243.63	82.68%	39,960.01	82.85%
折旧	21,654.1	10.16%	5,721.09	11.86%

职工薪酬	5,167.94	2.42%	1,276.17	2.65%
修理费	3,449.75	1.62%	362.1	0.75%
材料费	2,405.19	1.13%	200.54	0.42%
其他	4,253.31	2.00%	711.03	1.47%
营业成本	213,173.92	100.00%	48,230.94	100.00%

资料来源：公司提供

毛利率方面，2010~2012 年公司营业毛利率分别为 9.54%、0.89%和 17.05%；2013 年 1~3 月为 28.74%。火电方面，2011 年受煤炭价格上升影响，公司火电业务毛利率持续下滑，盈利能力下降明显；2012 年公司火电业务受上网电价提高、煤炭采购均价有所下降影响，毛利率从 2011 年的-0.36%上升至 2012 年的 14.38%，2013 年 1~3 月进一步上升至 28.42%。水电方面，由于水电固定成本较高，且毛利率受降水量变化明显，2011 年公司电站所在流域来水偏枯，水电毛利率处于较低水平，2012 年随着公司水电厂所在流域来水有所恢复，水电业务毛利率回升至 54.51%。

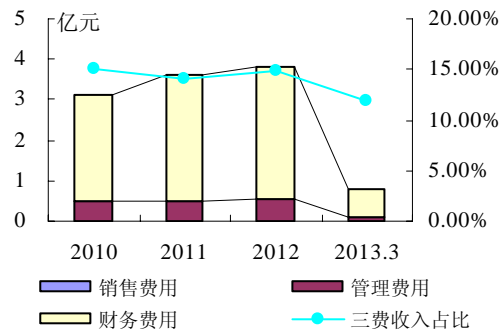
表 8：近年来公司毛利率情况

	2010	2011	2012	2013.3
火电	6.16%	-0.36%	14.38%	28.42%
水电	50.70%	26.26%	54.51%	37.73%
营业毛利率	9.54%	0.89%	17.05%	28.74%

资料来源：公司提供

期间费用方面，近年来公司三费总额逐年小幅上升，2010~2012 年及 2013 年 1~3 月三费合计金额分别为 3.11 亿元、3.64 亿元、3.82 亿元和 0.81 亿元，三费收入占比分别为 15.11%、14.05%、14.87%和 11.97%。从费用结构看，公司无销售费用，管理费用较为稳定，财务费用逐年上升。2010~2012 年公司财务费用分别为 2.61 亿元、3.14 亿元和 3.27 亿元。公司 2011 年末总债务规模增长较快，加之 2011 年下半年银行贷款利率上调，使得公司 2011 年财务费用同比增长 20.44%；2012 年公司财务费用同比增长 4.24%；2013 年 1~3 月公司财务费用 0.70 亿元，同比下降 19.04%。

图8：近年来公司三项费用变化情况



资料来源：公司财务报告

利润总额方面，近年来公司盈利能力波动较大，2010~2012 年及 2013 年 1~3 月利润总额分别为-0.38 亿元、-2.72 亿元、1.64 亿元和 1.23 亿元。从利润总额结构来看，2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司经营性业务利润分别为-1.27 亿元、-3.49 亿元、0.48 亿元和 1.08 亿元，经营性业务利润波动主要是受火电业务燃料价格波动所致。2010~2012 年公司投资收益分别为 0.95 亿元、0.80 亿元和 1.24 亿元，其中同期权益法核算的长期股权投资收益分别为 0.91 亿元、0.79 亿元和 0.62 亿元；2012 年公司还实现了 0.62 亿元的其他投资收益<sup>3</sup>，使公司的投资收益有较大增加。2013 年 1~3 月公司实现投资收益为 0.15 亿元。净利润方面，2010~2012 年公司净利润分别为-0.40 亿元、-2.72 亿元和 1.65 亿元，2013 年 1~3 月为 1.23 亿元。

总的来看，近年来煤炭价格大幅波动，公司整体盈利水平受到一定影响；2012 年以来随着上网电价的调升以及煤炭价格的回落，公司盈利能力明显上升。此外，公司每年还可获得一定规模的投资收益，为公司盈利能力的稳定起到了一定的支撑作用。中诚信国际将持续关注煤炭价格波动和电价调整对公司机组盈利能力的影响。

## 现金流

经营活动方面，公司 2010~2012 年的经营活

<sup>3</sup> 2011年10月，公司与泰豪科技股份有限公司（以下简称“泰豪科技”）签署相关协议，以持有的泰豪软件股份有限公司（以下简称“泰豪软件”）20%股权，置换泰豪科技900万股股权，占泰豪科技总股本的1.80%。经公司于2012年8月3日召开的公司2012年第一次临时股东大会审议通过，同意公司认定该项股权交易为非货币性资产交换，为公司增加投资收益6,281万元。



动净现金流分别为 2.40 亿元、0.59 亿元和 9.23 亿元，2013 年 1~3 月公司经营活动净现金流为 1.56 亿元。其中 2012 年及 2013 年 1~3 月，受煤炭价格下降影响，公司经营活动净现金流同比有大幅增加。

投资活动方面，公司 2010~2012 年的投资活动净现金流分别为-2.19 亿元、0.08 亿元和-0.42 亿元，2013 年 1~3 月为-0.38 亿元。其中 2010 年公司投资活动净现金流流出较多主要是受参股江西核电项目影响所致。

筹资活动方面，2010~2012 年公司筹资活动净现金流分别为 0.09 亿元、1.45 亿元和-10.73 亿元，2013 年 1~3 月为-0.89 亿元。2012 年以来公司盈利能力提升，经营活动净现金流增长较多，公司加大了债务偿还的规模，筹资活动净现金流表现为净流出。

**表9：近年来公司现金流状况**

现金流 (亿元)	2010	2011	2012	2013.3
经营活动产生现金流入	2148	2773	2725	665
经营活动产生现金流出	1908	2714	1801	509
经营活动净现金流	240	059	923	156
投资活动产生现金流入	085	036	036	000
投资活动产生现金流出	304	028	078	038
投资活动净现金流	-219	008	-042	-038
筹资活动产生现金流入	1703	3041	2558	641
其中：吸收投资收到的现金	000	000	000	000
借款所收到的现金	1703	3041	2558	641
筹资活动产生现金流出	1694	2896	3631	730
其中：偿还债务支付的现金	1420	2573	3300	659
筹资活动净现金流	009	145	-1073	-089
现金及现金等价物净增加额	029	212	-192	029

资料来源：公司财务报告

总体上看，近年来，公司经营活动净现金流受电价调整和煤炭价格波动影响较大；2012 年以来，公司经营活动净现金流增长较多，由于没有大规模的资本支出，公司资金压力有所缓解，并偿还了一定规模债务。未来随着丰电三期项目的核准并开工建设，预计公司的融资需求将有所上升。

## 长期偿债能力

2010~2013 年 3 月末，公司总债务分别为 49.15 亿元、53.83 亿元、45.91 亿元和 45.73 亿元。2012 年以来，公司盈利情况改善，且公司没有大规模的新建机组投资，随着长期债务的偿还，公司债务规模和负债水平有所下降。债务结构方面，近年来短期债务规模的快速上升使得其占总债务的比例有所升高；截至 2013 年 3 月末，公司总债务余额为 45.73 亿元，其中短期债务 24.93 亿元，资产负债率 76.72%。

从偿债能力指标看，近年来公司的 EBITDA 和经营活动净现金流波动较大，其对总债务和利息支出的覆盖能力亦有所波动。2012 年以来，受公司盈利能力有所增强，经营活动净现金流同比大幅增加影响，公司偿债能力指标有较大改善，经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖能力分别达到 0.20 倍和 2.80 倍；同期 EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力分别提升至 0.28 倍和 6.43 倍。

**表10：近年来公司偿债能力指标**

指标	2010	2011	2012	2013.3
总债务 (亿元)	49.15	53.83	45.91	45.73
短期债务 (亿元)	17.53	26.14	25.07	24.93
长期债务	31.62	27.69	20.8	20.80
EBITDA (亿元)	4.30	2.69	7.14	--
经营活动净现金流 (亿元)	2.40	0.59	9.23	1.56
资产负债率 (%)	77.53	82.35	78.57	76.72
总资本化比率 (%)	77.20	82.02	77.60	75.82
经营活动净现金流利息支出 (X)	0.92	0.20	2.80	--
经营活动净现金流总债务 (X)	0.05	0.01	0.20	0.14*
经营活动净现金流短期债务 (X)	0.14	0.02	0.37	0.25*
EBITDA/短期债务 (X)	0.25	0.10	0.28	0.31
EBITDA 利息倍数 (X)	11.43	20.01	6.43	--
总债务/EBITDA (X)	1.65	0.89	2.17	--

注：加“\*”指标已年化；由于缺乏有关数据，未计算 2013 年 1~9 月 EBIT、EBITDA 及相关指标。

资料来源：公司财务报告

截至 2013 年 3 月末，公司无重大的诉讼事项，无对外担保情况。融资渠道方面，公司与金融机构保持良好合作关系；截至 2013 年 3 月末，公司各银行授信额度 54.38 亿元，其中尚未使用额度 32.24 亿元。良好的银企关系为公司资金需求提供了有力的保障。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至 2013 年 3 月末，公司及下属子公司无逾期借款或其他不良信用记录。截至 2013 年 3 月末，公司无债务融资工具不良信用记录。

## 评级展望

总体来看，公司拥有的火电发电机组技术先进，煤耗水平较低，各项运营指标较好；公司控股股东江投集团实力雄厚，可为公司发展提供有力的支持；公司还拥有有一定规模的长期股权投资，可为公司提供一定规模的投资收益；此外公司通畅的融资渠道也为公司债务的偿还提供了较强的支持。中诚信国际同时关注宏观经济增速放缓、用电需求增速回落、煤炭价格波动情况、电价的调整政策等因素对公司稳定经营和整体信用状况的影响。

中诚信国际认为公司未来一定时期信用水平将保持稳定。

## 结论

综上所述，中诚信国际评定江西赣能股份有限公司的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

## 中诚信国际关于江西赣能股份有限公司 的跟踪评级安排

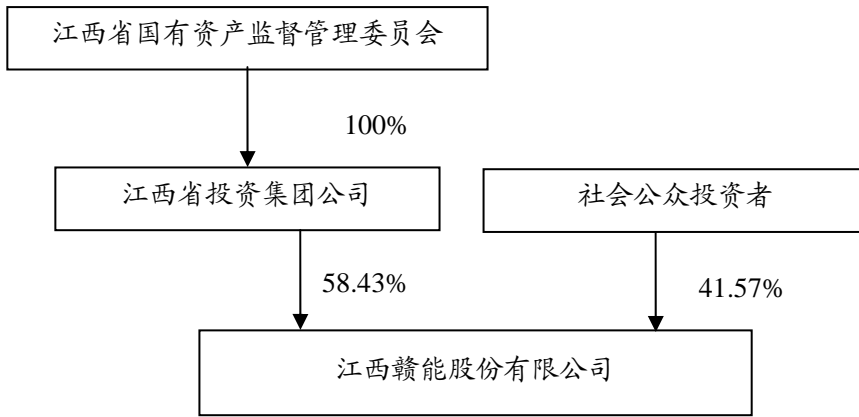
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对江西赣能股份有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在发行主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

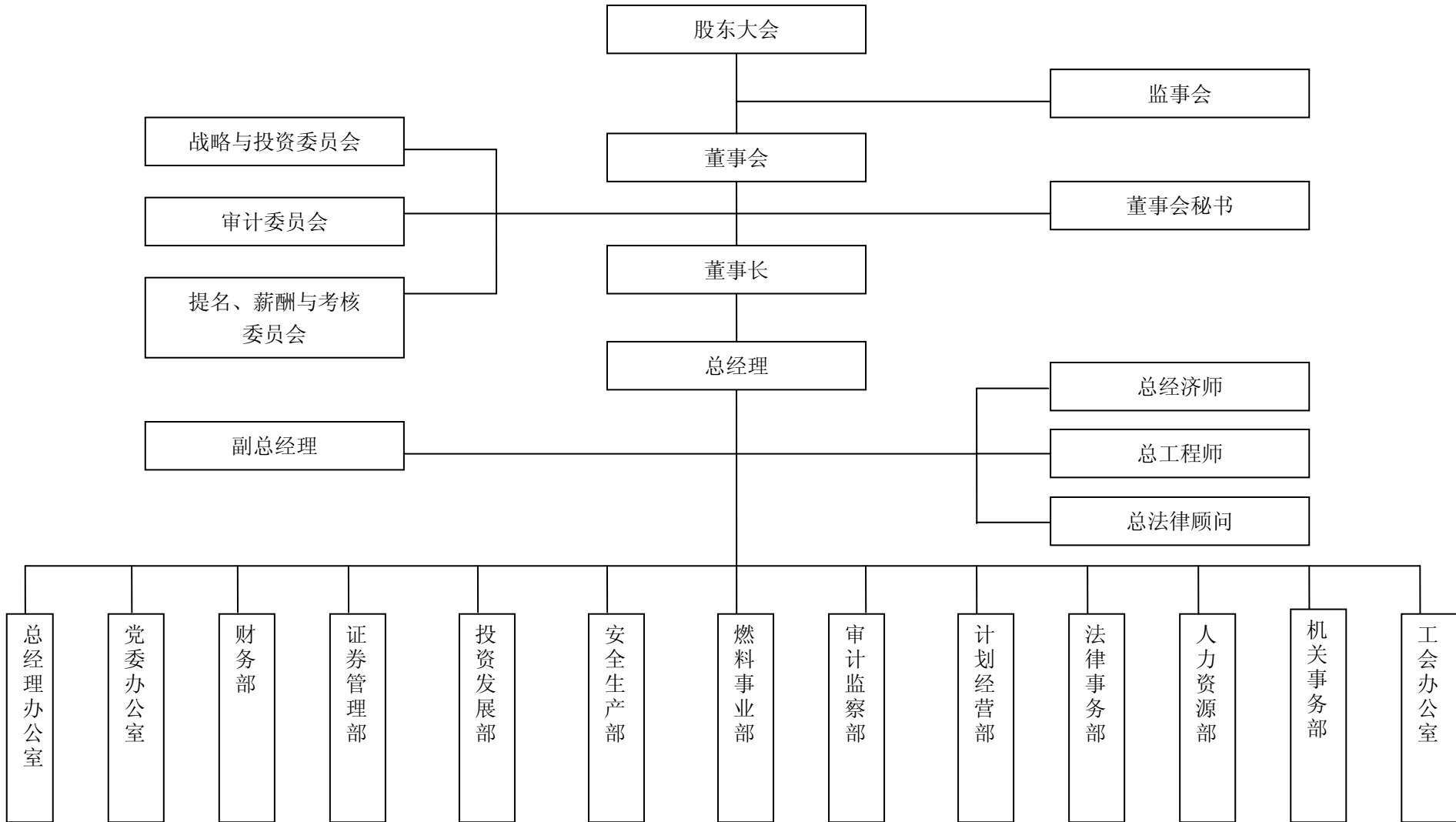
2014年3月10日

附一：江西赣能股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：江西赣能股份有限公司组织结构图（截至 2013 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附三：江西赣能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)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	34,502.66	57,804.71	36,487.62	39,384.01
交易性金融资产	778.19	575.55	618.52	634.11
应收账款净额	26,307.87	26,420.91	24,781.99	30,168.81
存货净额	11,737.93	29,426.58	19,744.48	19,959.92
其他应收款	3,080.48	2,318.67	2,005.12	2,235.32
长期投资	81,581.99	85,947.20	97,708.53	103,362.62
固定资产(合计)	469,042.37	449,052.35	429,819.88	424,347.31
总资产	646,015.79	668,420.25	618,211.12	626,549.91
其他应付款	2,563.15	3,013.64	2,384.27	2,516.27
短期债务	175,300.00	261,400.00	250,700.00	249,300.00
长期债务	316,200.00	276,900.00	208,400.00	208,000.00
总债务	491,500.00	538,300.00	459,100.00	457,300.00
净债务	456,997.34	480,495.29	422,612.38	417,915.99
总负债	500,866.72	550,425.14	485,704.54	480,675.86
财务性利息支出	25,998.26	30,279.71	32,954.90	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益(含少数股东权益)	145,149.08	117,995.11	132,506.58	145,874.04
营业总收入	205,691.36	258,960.55	257,005.85	67,681.71
三费前利润	18,354.73	1,465.83	42,297.23	18,900.90
投资收益	9,493.18	7,990.91	12,440.83	1,501.09
EBIT	22,191.32	3,125.75	49,446.38	--
EBITDA	43,017.09	26,897.75	71,389.03	--
经营活动产生现金净流量	24,001.00	5,905.95	92,309.52	15,589.50
投资活动产生现金净流量	-21,912.36	828.74	-4,203.41	-3,826.53
筹资活动产生现金净流量	853.13	14,467.37	-107,323.20	-8,866.59
现金及现金等价物净增加额	2,941.78	21,202.05	-19,217.09	2,896.39
资本支出	3,684.17	2,223.06	3,029.04	626.53
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率(%)	9.54	0.89	17.05	28.74
三费收入比(%)	15.11	14.05	14.87	11.97
EBITDA/营业总收入(%)	20.91	10.39	27.78	--
总资产收益率(%)	3.45	0.48	7.69	--
流动比率(X)	0.52	0.49	0.33	0.36
速动比率(X)	0.45	0.38	0.25	0.28
存货周转率(X)	20.44	12.47	8.67	9.72*
应收账款周转率(X)	7.36	9.82	10.04	9.85*
资产负债率(%)	77.53	82.35	78.57	76.72
总资本化比率(%)	77.20	82.02	77.60	75.82
短期债务/总债务(%)	35.67	48.56	54.61	54.52
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	0.01	0.20	0.14*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.14	0.02	0.37	0.25*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.92	0.20	2.80	--
总债务/EBITDA(X)	11.43	20.01	6.43	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.10	0.28	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.65	0.89	2.17	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2013年一季度财务报表未经审计；由于缺乏有关数据，未计算2013年1~9月EBIT、EBITDA及相关指标；带“\*”指标已年化。

#### 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

固定资产合计=固定资产+在建工程+工程物资+工程及工程物资预付款

短期债务=短期借款+应付短期融资券+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

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 / 存货平均余额

应收账款周转率 = 营业收入净额/ 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 /（计入财务费用的利息支出+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。