



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪069号

国投电力控股股份有限公司：

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“国投电力控股股份有限公司2013年公司债券（第一期）”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，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月六日

国投电力控股股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	国投电力控股股份有限公司		
发行规模	人民币 18 亿元		
存续期限	2014/3/21~2019/3/21		
上次评级时间	2015 年 5 月 8 日		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

国投电力	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	337.34	427.39	513.90
总资产（亿元）	1,595.59	1,737.52	1,835.45
总债务（亿元）	1,154.76	1,203.86	1,207.09
营业总收入（亿元）	283.39	329.57	312.80
营业毛利率（%）	40.51	50.72	52.21
EBITDA（亿元）	157.33	226.73	229.96
所有者权益收益率（%）	17.42	23.78	19.66
资产负债率（%）	78.86	75.40	72.00
总债务/EBITDA（X）	7.34	5.31	5.25
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	3.21	3.49

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2015 年，国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”或“公司”）受到全国电力需求增速放缓的及电价连续下调的影响，当年公司收入规模有所下降；但受益于煤价持续下跌，当年公司成本费用大幅减少，毛利水平有所提升，同时，公司电力资产规模不断扩大，电源结构不断优化，清洁能源占比较上年有所提升，公司整体盈利能力保持较高水平，具有极强的综合竞争实力和偿债能力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到电煤价格波动和电价调整政策可能影响公司未来盈利空间、水电业务存在周期性和季节性等不利因素对公司信用水平可能产生的影响。

综上，中诚信证评维持国投电力主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“国投电力控股股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 电力资产继续扩大，水电发电能力持续提高。截至 2015 年末，公司可控装机容量达 2,707.45 万千瓦，同比增长 4.87%，其中水电和火电装机容量占比分别为 61.2%和 36.03%。由于水电厂机组的陆续投产，公司全年水电发电量达 743.53 亿千瓦时，较上年增长 6.38%。未来几年，随着新建机组的继续投产和电力资产的收购，公司发电能力有望进一步提升。
- 电源结构调整优化，清洁能源占比增加。公司水电比例不断提高，在环保压力不断增加的背景下，公司以水为主的电源结构具有成本优势和环保优势，抗风险能力强。
- 盈利能力提升。受益于煤炭价格继续下行以及水电业务盈利能力的增强，2015 年公司营业毛利率上升至 52.21%，较上年增长 1.49 个百分点。

分 析 师

郑凯文 kwzheng@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliag@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 6 日

关 注

- 上网电价调整政策。2015 年 4 月及 12 月，连续两次下调燃煤发电上网电价的政策对发电企业的盈利能力造成一定负面影响；以竞价上网为核心的新电改方案使得公司面临更大的竞争压力。
- 水电业务的季节性和周期性。截至 2015 年末，公司水电机组占公司控股装机的 61.2%，但受河流丰水期、枯水期乃至丰水年、枯水年的影响，水电业务具有明显的季节性和周期性，或将对公司的盈利能力造成一定影响。

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

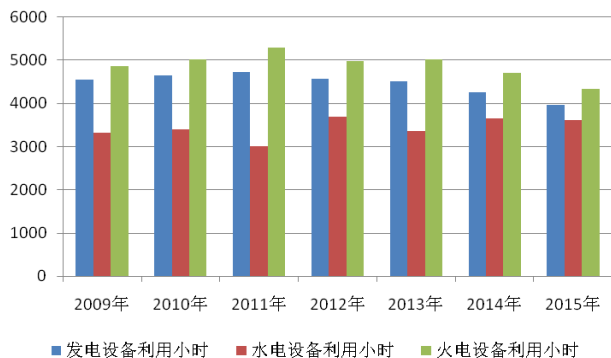
行业关注

受制于工业用量下行及能源结构调整的压力,2015 年我国全社会用电量增速继续放缓;同时,在清洁能源和节能减排的环保压力下,火电设备利用小时数减少

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关,全社会用电量增速一直被视作经济形势的晴雨表。2015 年,受制于工业用量下行及能源结构调整的压力,同时受到气温、降水等因素的影响,全社会用电量增速同比继续放缓,当年全社会用电量累计达到 5.55 万亿千瓦时,同比增长 0.5%,增速大幅回落 3.75 个百分点。

由于用电需求增速的放缓,主要发电设备平均利用小时数也有所下降。2015 年全年,全国 6,000 千瓦以上发电设备累计平均利用小时 3,969 小时,同比大幅下降 349 小时。其中,水电设备平均利用小时为 3,621 小时,同比减少 48 小时;火电设备平均利用小时为 4,329 小时,同比降低 410 小时。

图 1: 2009~2015 年全国 6,000 千瓦以上电力设备利用小时



资料来源: 中电联, 中诚信证评整理

伴随着经济增速的放缓,全社会用电需求增速下降,能源结构将进一步深入调整,短期来看,火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变;但长期来看,在环保和节能减排的压力下,新能源装机比重正在不断增加,火电产能过剩的局面将进一步显现,未来火力发电小时数可能进一步减少。

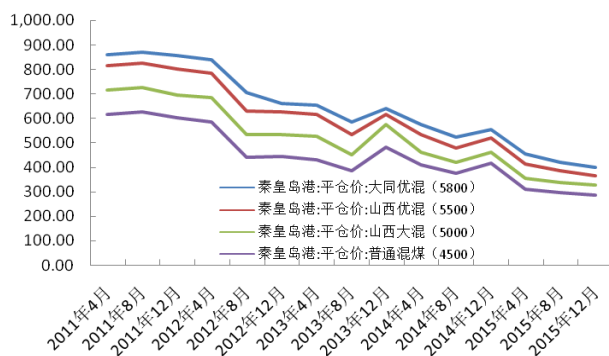
得益于煤炭价格的持续下降,我国火电企业盈利仍保持较高水平,而 2013 年以来多次煤电机组上网电价的下调及新电改方案对煤电企业盈利能力的影响值得关注

2014 年以来,受到宏观经济增速放缓和新能源

装机比重增加的共同影响,火电设备平均利用小时数显著降低;同时,我国火电结构进一步优化,技术水平进一步提升,高参数、大容量、高效环保型机组比例提高,截至 2015 年末,全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗较上年同期下降 4%至 315 克/千瓦时。进入 2016 年,该指标进一步下降,截至 2016 年 3 月末,全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗 304 克/千瓦时。2015 年,煤炭库存持续上升,煤炭价格快速下跌,截至 2015 年 12 月,秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价降至 366 元/吨,降幅达到 29.62%。

图 2: 2011.4~2015.12 动力煤价格走势

单位: 元/吨



资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

电价方面,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。

2014 年 12 月,《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(以下简称“新电改方案”)获得国务院第 39 次常务会议原则性通过。新电改方案将以竞价上网为主线,建立多买多卖的电力市场,用电企业和发电企业自主交易,实现电力交易市场化,放开价格管制将加剧火电企业内部的竞争分化并导致利润再分配,能效高的大型火电企业将从中获

益。

2015 年 4 月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议决定适当下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，以降低企业成本、稳定市场预期、促进经济增长、调整产业结构。经会议研究决定，按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上网电价，平均降幅为 0.02 元/千瓦时；同时，为减轻企业电费负担，将全国工商业用电价格平均下调 0.018 元/千瓦时，降价空间将被用来补贴脱销、除尘、超低排放等环保措施来促进节能减排和大气污染防治。此外，将继续对高耗能产业采取差别电价，加大惩罚性电价执行力度。

2015 年 12 月，国家发改委出台《国家发展改革委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》，明确煤电联动周期及测算方法。同月，国家发改委下发《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》，根据煤电价格联动机制有关规定，决定下调全国燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格，全国平均降幅为每千瓦时人民币 0.03 元。

总体来看，近年来煤炭价格的大幅回落使得火电企业成本压力有所减轻，但受近年来宏观经济增速放缓的影响，当年全国用电需求增速有所回落，且受制于环保和节能减排政策，火电设备利用小时数同比大量减少。同时，根据煤电联动政策，2015 年 12 月煤电企业上网电价再次下调，其对煤电企业未来的盈利能力造成了一定影响。

国家节能减排的目标促使以流域梯级开发为特征的大中型水电项目成为开发重点，水电总量目标不断提高，水电建设提速，清洁能源将进一步发展

2014 年，继中共中央下发的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（以下简称“电改 9 号文”）后，国家发改委、国家能源局颁布《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），落实清洁能源消纳和市场开拓等计划，具体措施包括落实可再生能源发电全额保障性收购制度，在保障电网安全稳定的前提下，全额安排可再生能源发电；优化预留水

电、风电、光伏发电等清洁能源机组发电空间；风电、光伏发电、生物质发电按照本地区资源条件全额安排发电；尽可能增加清洁能源送出与消纳，全力避免弃水、弃风、弃光。同时，国家能源局向可再生能源发电企业下发《关于请提供可再生能源补贴缺口资金的函》，加快解决可再生能源补贴和接网工程补贴资金缺口问题，在一定程度上鼓励清洁能源的不断发展。

2015 年 1 月，国家能源局发布《关于鼓励社会资本投资水电站的指导意见》，支出通过建立完备的开发管理、财税价格、投资回报等政策体系，支持和引导社会资本投资水电站。意见提出了完善社会资本投资的四项政策措施：一是完善水电开发政策，推进水电价格市场化，研究流域梯级效益补偿机制；二是加强政府投资引导，优化政府投资方向，对藏区水电及综合利用任务重、公益性强、预期收益差的重要水电项目，研究通过投资补助、资本金注入、贷款贴息等方式予以支持；三是创新投融资体制机制，鼓励银行业金融机构加大金融创新力度；四是建立利益共享机制，保障水资源开发综合利用效益的同时，充分考虑资源的利用。

同月，为合理反应水电市场价值，更大程度地发挥市场在资源配置中的决定性作用，促进水电产业健康发展，国家发改委发布通知，完善水电上网电价形成机制。通知规定，对于新投产的水电站，跨省跨区域交易价格由供需双方参照受电地区省级电网企业平均购电价格扣减输电价格协商确定；省内消纳电量上网电价实行标杆电价制度，标杆电价以省级电网企业平均购电价格为基础，统筹考虑电力市场情况和水电开发成本制定。水电比重较大的省份可在水电标杆上网电价基础上实行丰枯分时电价或者分类标杆电价。同时，要建立水电价格动态调整机制，逐步统一流域梯级水电站上网电价。通知提出，鼓励通过竞争方式确定水电价格，探索通过招标等竞争方式确定水电项目业主和上网电价，对现有水电站上网电价，进一步规范管理，逐步简化电价分档。

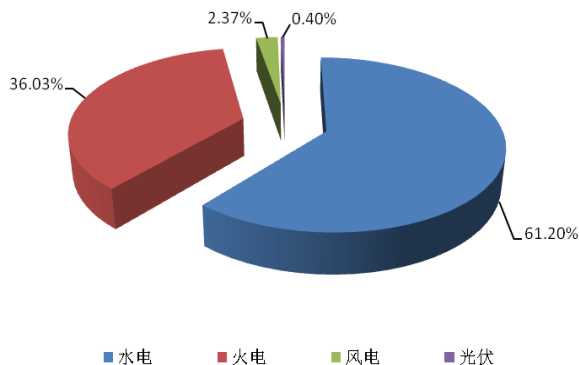
中诚信证评认为，以节能减排、大力发展清洁能源为契机，大中型水电项目将再次成为我国电力

开发的主力 and 重点，未来几年较大的水电投产规模是我国水电行业发展的良好机遇。

业务运营

2015 年，受全国用电量需求增速放缓及电价连续下调的影响，公司全年共实现营业收入 312.80 亿元，同比下降 5.09%；公司全年实现净利润 101.03 亿元，同比略降 0.61%。截至 2015 年末，公司可控装机容量 2,707.45 万千瓦，其中火电装机 975.6 万千瓦、水电装机 1,657 万千瓦、风电装机 64.05 万千瓦、光伏装机 10.8 万千瓦，公司电源结构以水为主、水火均衡，以水为主的电源结构具有成本优势和环保优势，抗风险能力强。

图 3：截至 2015 年 12 月 31 日公司可控电源结构



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从电力资产的区域分布来看，目前公司水电资产主要位于四川、甘肃和云南三省，火电资产主要分布于西部内陆地区以及福建省、广西省、天津市等地。未来，公司将持续加快推动雅砻江流域的水电梯级开发，同时积极在东部沿海布局大容量高参数环保型火电机组、在中西部煤炭富集地区布局煤电一体化项目及资源综合利用项目，形成项目投产、在建、核准、前期准备的良性滚动开发优势。

受到电力需求增速放缓及水电挤占火电市场影响，公司火电发电量和业务收入均有所下降

截至 2015 年末，公司投入运营的控股火电企业为 9 家。新投产项目方面，2015 年，宣城电厂二期项目投产，其装机容量为 66 万千瓦，当年实现营业收入 4.66 亿元。截至 2015 年 12 月 31 日，公司火电控股装机容量为 975.6 万千瓦，较上年增加 66 万千瓦。

表 1：截至 2015 年末公司控股火电电力资产情况

电厂名称	持股比例 (%)	装机结构 (万千瓦)	2015 年发电量 (亿千瓦时)
北疆电厂	64.00	200	98.15
嵩屿电厂	56.00	120	47.07
宣城电厂	51.00	129	46.66
湄洲湾电厂一期	51.00	78.6	41.32
北海一期	55.00	64	25.49
靖远二电厂	51.22	132	41.08
钦州电厂	61.00	126	36.85
伊利热电	60.00	66	26.18
盘江电厂	55.00	60	23.87
合计	-	975.6	386.67

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年受到电力需求下降及水电挤占火电市场等因素的影响，公司控股火电企业完成发电量 386.67 亿千瓦时，同比减少 8.26%，控股火电企业设备平均利用小时数为 4,105 小时，较上年减少 677 小时。

公司已投产火电机组单机装机容量均大于 30 万千瓦，且火电机组全部配备了脱硫、脱硝装置，公司火电企业各主要运营指标不断优化。截至 2015 年末，公司供电煤耗为 313.28 克/千瓦时，同比下降 2.59 克/千瓦时。

表 2：2014~2015 年公司控股火电企业主要业务指标

火电指标	2014	2015
发电量 (亿千瓦时)	421.47	386.67
设备平均利用小时	4,782	4,105
供电煤耗 (克/千瓦时)	315.87	313.28
平均上网电价 (元/千瓦时) (含税)	0.411	0.391
已完成脱硝改造机组占比 (%)	100	100
单位燃料成本 (元/兆瓦)	170.9	144.4

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年随着煤炭价格继续下行，公司火电企业运营成本有所下降，全年公司所属控股火电企业耗用标煤平均单价为 437 元/吨（不含税），同比下降 87 元/吨；2015 年全年累计采购煤炭 1,767 万吨，耗用煤炭 1,772 万吨。电价方面，公司分别与 2015 年 4 月和 9 月收到发改委关于调整发电企业上网电价的通知，公司 2015 年平均上网电价从去年的 0.411 元/千瓦时下降至 0.391 元/千瓦时。

受发电量及平均上网电价下降的综合影响，2015 年公司火电业务实现收入 120.47 亿元，同比

下降 13.22%，火电业务整体收入规模有所下滑。

2015 年公司水电资产规模稳定增长，水电板块成为公司主要利润增长点

2015 年，公司桐子林水电项目投产发电，新增水电可控装机容量 45 万千瓦。截至 2015 年 12 月 31 日，公司水电可控装机容量为 1,657 万千瓦，同比增长 2.79%。

表 3：截至 2015 年末公司控股水电电力资产情况

电厂名称	持股比例 (%)	装机结构 (万千瓦)	2015 年发电量 (亿千瓦时)
二滩	52.00	330	135.54
锦屏一级	52.00	360	168.43
锦屏二级	52.00	480	232.45
官地	52.00	240	116.86
桐子林	52.00	45	2.79
大朝山	50.00	135	55.76
小三峡	60.45	67	31.69
合计	-	1,672	743.53

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年雅砻江公司锦屏一、二级水电站产能全面释放，同时锦西水库发挥调节补偿作用，当年公司控股水电站整体发电量为 743.53 亿千瓦时，同比增长 6.38%。但由于新投产机组尚未满负荷运转，对平均设备利用小时数造成一定影响，因而控股水电厂设备利用小时数同比减少 386 小时，为 4,592 小时。

表 4：2014~2015 年公司控股水电业务主要经营指标

指标	2014	2015
设备利用小时	4,978	4,592
全国平均水电利用小时数	3653	3621
发电量 (亿千瓦时)	698.91	743.53
平均上网电价 (元/千瓦时) (含税)	0.294	0.290

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

上网电价方面，2015 年公司当年水电平均上网电价为 0.290 元/千瓦时，与上年基本持平。

2015 年，得益于新投产机组产能的释放，当年公司水电发电量较上年有所增加，公司水电业务收入共计 183.69 亿元，同比增长 5.12%，整体经营效益有所提高。

根据雅砻江水能资源开发规划，雅砻江流域下游在建的锦屏一级、锦屏二级、桐子林等电站陆续建成投产的同时，将推进中上游项目的前期工作，

公司控股装机规模将进一步扩大。

中诚信证评认为，随着公司部分在建水电项目的持续推进，未来水电资产规模将持续提升。值得关注的是，来水量的多少对水电站的发电量具有决定性影响，因此水电业务受自然条件和不可抗力等因素的影响较大。同时，受河流丰水期、枯水期乃至丰水年、枯水年的影响，水电业务具有明显的季节性和周期性，因此其盈利能力也表现出季节性和周期性波动。

公司新能源业务规模相对较稳定，但业务占比较小

2015 年公司新能源业务规模相对稳定，全年共有吐鲁番、东川和淖毛湖三个风电项目建成投产。截至 2015 年 12 月 31 日，公司风电可控装机容量为 64.05 万千瓦，较上年同期增加 14.7 万千瓦；太阳能可控装机容量为 10.8 万千瓦，与上年持平。

表 5：截至 2015 年末公司控股新能源电力资产情况

电源项目	持股比例 (%)	可控装机容量 (万千瓦)	电源类型
捡材塘风电场	64.89	9.45	风电
路南村风电场	64.89	4.95	风电
北大桥风电场	42.18	9.90	风电
北大桥第二风电场	64.89	20.10	风电
三塘湖风电场	64.89	4.95	风电
吐鲁番	64.89	4.95	风电
东川	64.89	4.8	风电
淖毛湖	64.89	4.98	风电
石嘴山	64.89	3.00	太阳能
格尔木	64.89	5.00	太阳能
敦煌	64.89	2.80	太阳能

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从业务运营情况来看，风电业务方面，2015 年公司风电项目完成设备利用小时 1,306 小时，同比减少 479 小时；2015 年，西北风电项目限负荷问题较为严重，当年，公司风电业务完成营业收入 3.45 亿元，较上年减少 19.25%。

光伏发电业务方面，公司于 2009 年开始涉足光伏发电业务，业务开展时间较短，发电资产规模较小，2015 年公司光伏项目完成设备利用小时 1,580 小时，与上年基本持平，2015 年，公司光伏业务完成营业收入 1.57 亿元，与上年基本持平。

中诚信证评认为，光伏发电业务的盈利很大程度上取决于政府的补贴政策，考虑到公司光伏发电业务规模较小，业务风险尚处于可控范围，公司光伏发电业务收入规模和盈利能力有限，尚不足以成为公司的盈利增长点。

公司项目储备丰富，未来业务规模具有较大的增长空间；但随着在建和拟建项目的后续推进，公司未来或将面临一定的资本支出压力

截至 2015 年末，公司已获核准在建项目共计 10 个，总装机容量达 1,121.8 万千瓦，其中水电项目 465 万千瓦、火电项目 600 万千瓦、风电项目 54.8 万千瓦、光伏项目 2 万千瓦。2016 年公司境内计划投资总额为 60.37 亿元，境外计划投资 2.12 亿美元和 2.77 亿英镑。

表 6：截至 2015 年末公司境内已获核准在建项目明细

单位：%、万千瓦

项目名称	持股比例	装机容量	电源类型	目前进展/预计投产日期
北疆二期	64.00	200	火电	在建/2017
钦州二期	61.00	200	火电	在建/2016
湄洲湾二期	51.00	200	火电	在建/2017
两河口	52.00	300	水电	在建/2028
杨房沟	52.00	150	水电	在建/2014
桐子林	52.00	15	水电	已投产/2016
景峡	64.89	30	风电	在建/2017
烟墩	64.89	20	风电	在建/2017
武定一期	64.89	4.8	风电	在建/2016
宾川	64.89	2	光伏	在建/2016
合计	-	1,121.8	-	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：桐子林 1 台 15 万千瓦于 2016 年 3 月投产

随着电源建设项目的持续推进，清洁能源规模将不断增加，公司电力资产结构将不断优化。同时，随着在建和拟建项目的增多，公司资金需求将显著增加，未来或将面临一定的资本支出压力。

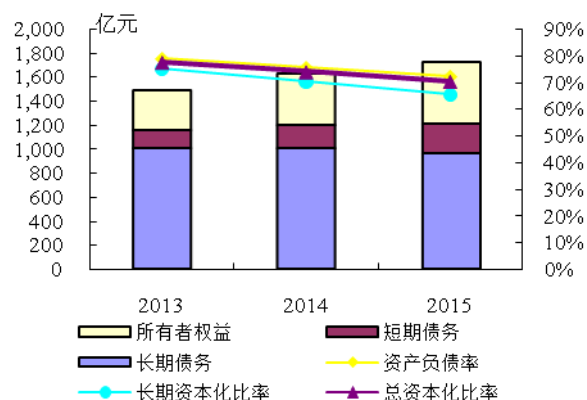
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2013、2014、2015 年财务报告，2013、2014 年的数据分别为 2014、2015 年财务报告的期初重列数。

资本结构

2015 年，随着多个在建项目的持续推进，公司资产总额持续扩大，截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 1,835.45 亿元，同比增长 5.64%。同期，公司总负债为 1,321.55 亿元，同比增长 0.87%。净资产方面，随着公司盈利的增长及留存收益的积累，2015 年末公司净资产增至 513.90 亿元，同比增长 20.24%。

图 4：2013~2015 年末公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产基本为非流动资产构成，截至 2015 年末，公司非流动资产 1,719.86 亿元，占资产总额的 93.70%，较上年同期增加 1.64 个百分点。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，截至 2015 年末，在非流动资产中的占比分别为 72.43%和 22.27%，分别较上年末下降和增加了 4.34 和 4.97 个百分点，其中固定资产主要系厂房及其他建筑物和机器设备等；在建工程主要包括两河口水电站、卡杨公路、国投钦州二期工程和国投湄洲湾二期工程等。

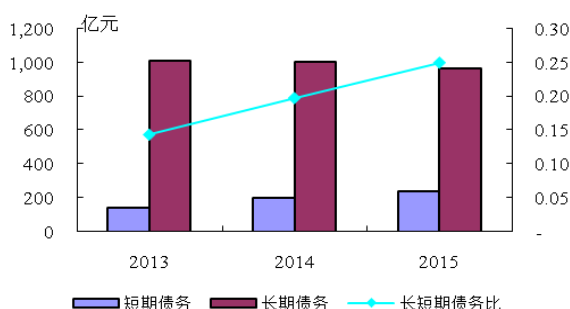
从负债结构来看，公司负债主要为非流动负债，截至 2015 年末，公司非流动负债 968.67 亿元，占负债总额的 73.30%，较上年同期下降 3.55 个百分点。公司非流动负债基本系长期借款，截至 2015 年末，在非流动负债中的占比为 94.60%，同比下降 1.57 个百分点，主要系信用借款。

从财务杠杆比率来看，公司经营情况良好，资金充沛以及自有资本实力持续提升，近三年公司财务杠杆比例保持下降态势。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.00%

和 70.14%，同比分别下降 3.40 和 3.66 个百分点，但仍处于较高水平。

从债务期限结构来看，2015 年末公司短期债务为 241.33 亿元，较上年增加 21.50%；长期债务为 965.76 亿元，较上年减少 3.93%；总债务为 1,207.09 亿元，较上年增加 0.27%，截至 2015 年末，公司长短期债务比为 0.25，同比上升 0.05，债务期限结构整体上仍较为合理。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、投资回报期长的特点。

图 5：2013~2015 年公司债务结构分析



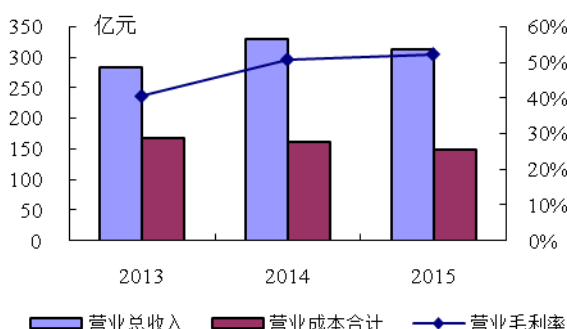
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，公司资产规模不断增加，自有资本实力不断增强，债务期限结构较为合理；但财务杠杆水平保持较高水平。

盈利能力

2015 年，受到全国电力需求下降以及电价下调的影响，公司火电板块整体收入水平明显下降，当年实现营业收入 120.47 亿元，较上年同期下降 13.22%；同期受益于雅砻江公司新投产机组产能的释放以及锦西水库的调节补偿作用，当年公司水电板块收入较上年增长 5.12%至 183.69 亿元。2015 年公司实现营业收入 312.80 亿元，同比下降 5.09%。

图 6：2013~2015 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，受益于 2015 年煤价持续大幅下跌，公司成本费用较上年降幅较大，当年公司综合毛利率为 52.21%，较 2014 年提升 1.49 个百分点，盈利能力有所提高。

期间费用方面，2015 年公司共产生财务费用 58.90 亿元，同比减少 4.31%，主要是由于贷款利率下调、债务置换等原因使得公司资金成本较上年有所降低；管理费用为 8.67 亿元，同比增加 7.71%，主要原因系当年固定资产折旧政策调整及雅砻江信息化转入无形资产导致无形资产摊销增加。总体来看，公司 2015 年共计发生期间费用 67.64 亿元，三费收入占比为 21.62%，较上年增加 0.45 个百分点。

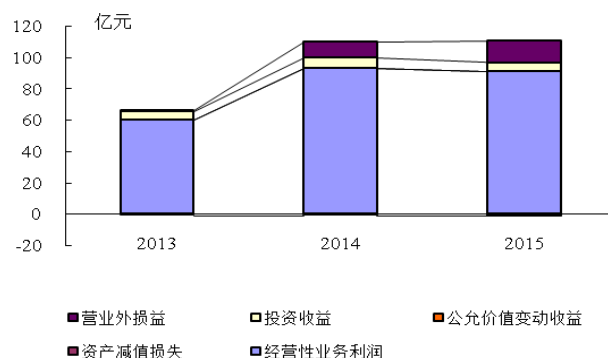
表 7：2013~2015 年公司三费情况分析

	2013	2014	2015
销售费用	0.50	0.17	0.07
管理费用	7.41	8.05	8.67
财务费用	44.10	61.56	58.90
三费合计	52.01	69.78	67.64
营业总收入	283.39	329.57	312.80
三费收入占比	18.35%	21.17%	21.62%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润构成看，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。2015 年，公司全年实现经营性业务利润 90.88 亿元，同比增长 2.32%。同时，公司投资参股电厂共取得投资收益 5.79 亿元，同比减少 12.80%。营业外损益方面，2015 年公司取得政府补助 16.06 亿元，主要为雅砻江、大朝山等的增值税返还。总体来看，公司 2015 年利润总额同比增长 0.30%至 109.81 亿元。

图 7：2013~2015 年公司利润总额结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，2015 年受电价下调及全国用电需求

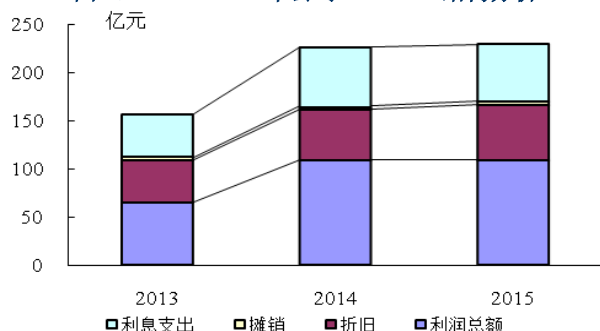
增速放缓的影响，公司收入规模有所降低；但受益于煤价持续大幅下跌，公司毛利水平较上年有所提升，公司整体盈利能力依然很强。

偿债能力

2015 年，随着公司电源建设项目的持续推进，公司营运资金需求增加，债务规模略有增长。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总债务为 1,207.09 亿元，其中短期债务为 241.33 亿元，长期债务为 965.76 亿元。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2015 年公司利润总额较上年有所增加；同时，由于公司固定资产规模增加，相应的折旧额也随之增长，当年公司 EBITDA 增加至 229.96 亿元，EBITDA/营业总收入为 73.52%。2015 年，受电煤价格下降影响，公司采购成本下降，加之水电业务收入增加，公司经营活动净现金流较上年增长 6.79%，为 228.97 亿元。

图 8：2013~2015 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

从偿债能力指标看，2015 年公司总债务/EBITDA 为 5.25 倍，同比下降 0.06 倍，EBITDA 利息倍数为 3.49 倍，同比增长 0.28 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所提升。同期公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.19 和 3.47 倍，同比分别增长 0.01 和 0.43 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所增强。

表 8：2013~2015 年公司主要偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
EBITDA (亿元)	157.33	226.73	229.96
经营活动净现金流 (亿元)	151.98	214.41	228.97
资产负债率 (%)	78.86	75.40	72.00
总资本化比率 (%)	77.39	73.80	70.14
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.24	3.04	3.47
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.13	0.18	0.19
EBITDA 利息倍数 (X)	2.32	3.21	3.49
总债务/EBITDA (X)	7.34	5.31	5.25

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 2015 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 5.00 亿元，对子公司担保余额为 6.01 亿元，担保总额占公司净资产的 4.14%。考虑到担保金额相对较小，公司承担的或有风险可控。

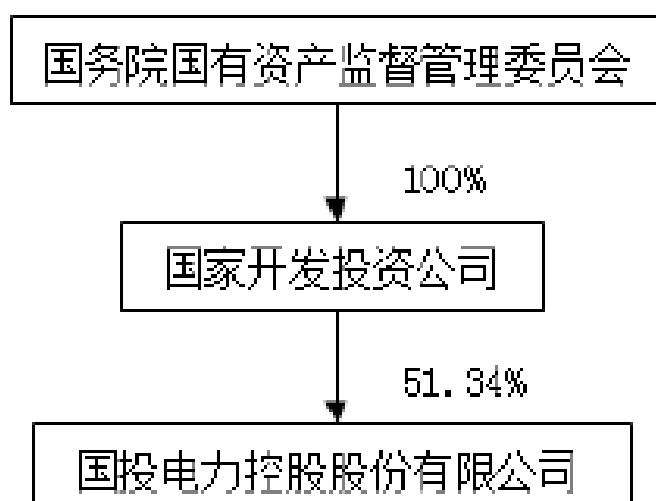
授信方面，公司拥有较为畅通的资本市场及银行融资渠道。截至 2015 年 12 月 31 日，公司共取得多家金融机构授信额度 2,900 亿元。其中，未使用额度达到 1,907 亿元，备用流动性充足。

总体来看，公司盈利及经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所增强，公司整体偿债能力有所提升；同时，随着电力资产规模的扩大以及电力结构的调整，公司未来收入规模及盈利能力仍有一定提升空间。

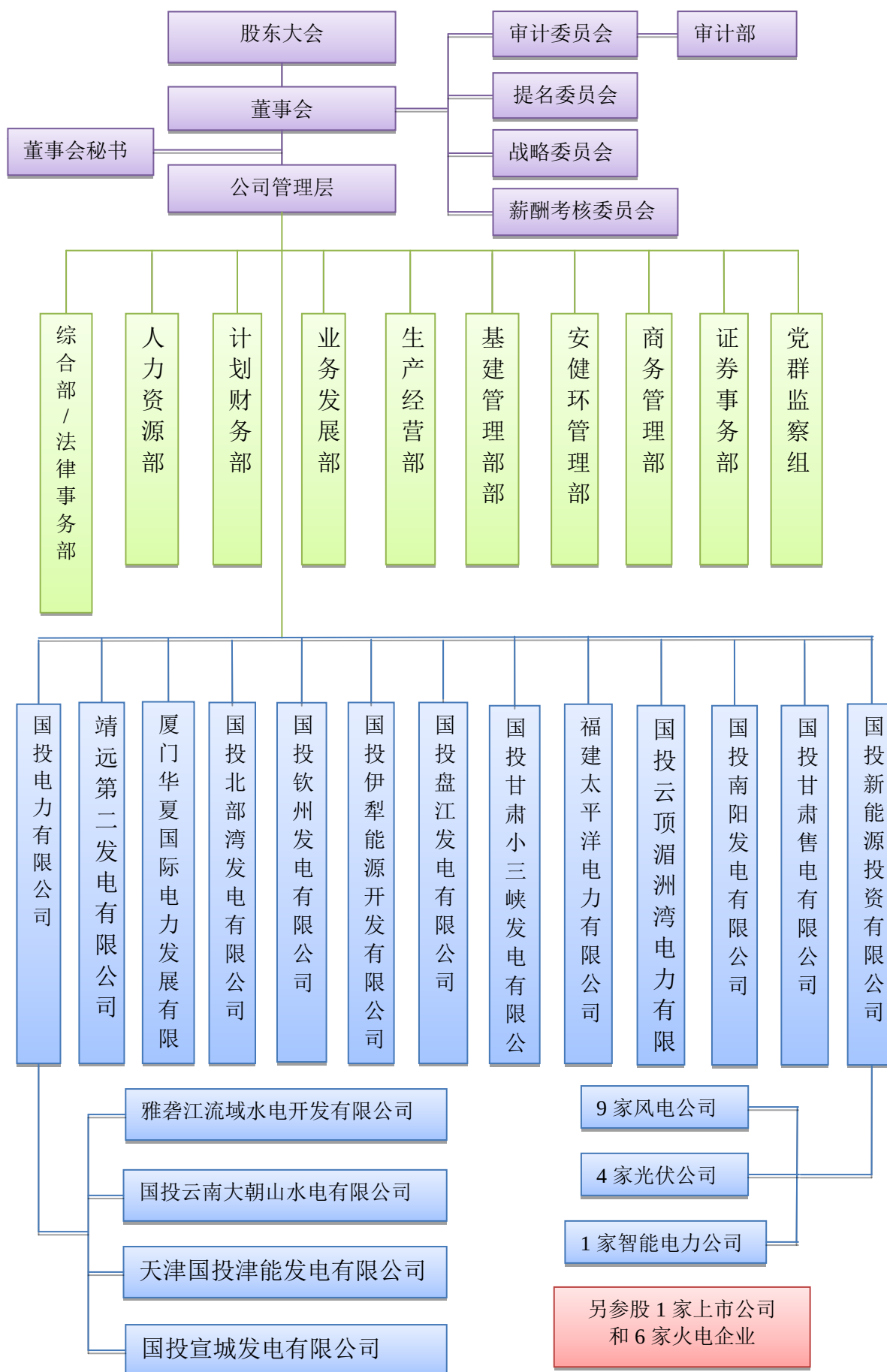
结论

综上，中诚信证评维持国投电力主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“国投电力控股股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

附一：国投电力控股股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：国投电力控股股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：国投电力控股股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	399,435.50	760,728.97	632,675.34
应收账款净额	327,689.55	294,842.12	240,631.63
存货净额	97,132.14	109,160.73	84,537.22
流动资产	1,023,218.49	1,380,227.05	1,155,887.95
长期投资	280,774.71	278,248.47	292,802.49
固定资产合计	14,323,672.84	15,170,150.69	16,376,332.54
总资产	15,955,876.60	17,375,188.35	18,354,478.12
短期债务	1,447,890.05	1,986,231.70	2,413,268.74
长期债务	10,099,669.79	10,052,323.79	9,657,599.39
总债务（短期债务+长期债务）	11,547,559.84	12,038,555.49	12,070,868.13
总负债	12,582,497.72	13,101,274.53	13,215,513.87
所有者权益（含少数股东权益）	3,373,378.88	4,273,913.82	5,138,964.25
营业总收入	2,833,898.11	3,295,716.92	3,127,969.98
三费前利润	1,120,413.86	1,628,105.63	1,585,192.99
投资收益	54,815.44	66,438.09	57,933.95
净利润	587,701.88	1,016,442.15	1,010,258.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,573,311.32	2,267,263.74	2,299,642.80
经营活动产生现金净流量	1,519,761.28	2,144,098.11	2,289,677.16
投资活动产生现金净流量	-1,688,417.28	-1,366,500.64	-1,569,367.95
筹资活动产生现金净流量	-50,275.04	-436,861.84	-845,665.33
现金及现金等价物净增加额	-218,931.05	340,735.49	-125,356.12
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	40.51	50.72	52.21
所有者权益收益率（%）	17.42	23.78	19.66
EBITDA/营业总收入（%）	55.52	68.79	73.52
速动比率（X）	0.38	0.42	0.30
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.18	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	1.05	1.08	0.95
经营活动净现金/利息支出（X）	2.24	3.04	3.47
EBITDA 利息倍数（X）	2.32	3.21	3.49
总债务/EBITDA（X）	7.34	5.31	5.25
资产负债率（%）	78.86	75.40	72.00
总资本化比率（%）	77.39	73.80	70.14
长期资本化比率（%）	74.96	70.17	65.27

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益合计

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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：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

评级展望是证评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。