

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】234号

## 国电电力发展股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“国电电力发展股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二〇二〇年三月十三日



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与国电电力发展股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年3月13日



## 国电电力发展股份有限公司2020年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2020/3/13	张伟	唐骊

### 主体概况

国电电力发展股份有限公司作为国家能源投资集团有限责任公司核心上市公司，主要从事电力生产和销售、煤炭销售、化工产品销售等业务。国家能源投资集团有限责任公司为公司第一大股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

### 债券概况

本期债券发行额：不超过人民币10亿元（含10亿元）  
发行期限：3年  
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本  
发行目的：扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务

### 评级模型

#### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
经营规模	控股装机容量	39.00	39.00
	发电量	19.50	19.50
	营业收入	6.50	6.50
电源结构及技术水平	清洁能源装机占比	5.00	3.47
	大容量机组占比	5.00	5.00
成本控制及盈利能力	净资产收益率	5.00	3.02
	综合毛利率	5.00	4.30
债务率及保障程度	资产负债率	6.00	4.17
	经营现金流流动负债比率	4.50	3.98
	EBITDA 利息倍数	4.50	4.50
基础评分模型得分			93.44
2.基础模型参考等级			AAA
3.评级调整因素			无
4.主体信用等级			AAA
5.增信措施			无
6.本期债券信用等级			AAA

### 评级观点

东方金诚认为，近年来，国电电力发展股份有限公司控股装机容量大幅增长，规模优势显著提升，电源结构多元化程度高，经营性现金流表现良好。同时，东方金诚也关注到，公司资产负债率较高，短期债务占比较大，同时面临一定的资本支出压力。综合分析，公司债务偿还能力极强，基本不受不利经济环境的影响，本期债券到期不能偿付的风险极小。

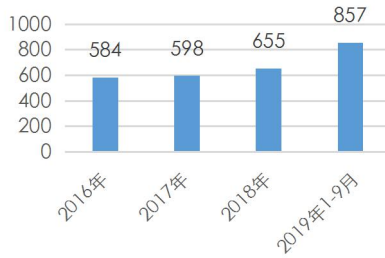
### 同业比较

项目	国电电力发展股份有限公司	华能国际电力股份有限公司	华电国际电力股份有限公司	大唐国际发电股份有限公司	上海电力股份有限公司
控股装机容量（万千瓦）	5530.59	10599.10	4995.24	6285.33	1500.25
发电量（亿千瓦时）	2132.21	4304.57	2098.54	2697.04	484.76
资产总额（亿元）	2725.11	4034.41	2250.26	2879.16	986.70
营业收入（亿元）	654.90	1698.61	883.65	933.90	225.79
综合毛利率（%）	18.61	11.30	12.35	15.67	21.44
利润总额（亿元）	30.63	34.36	31.56	41.68	40.03
资产负债率（%）	73.84	74.77	70.40	75.63	73.32
经营现金流流动负债比（%）	31.66	20.90	23.57	20.96	16.62
EBITDA 利息倍数（倍）	2.79	3.06	3.11	3.03	3.68

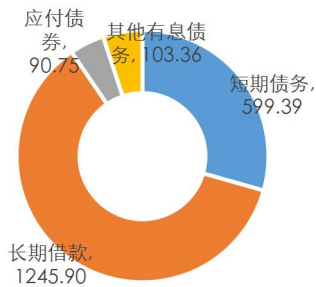
注：以上企业最新主体信用等级均为AAA/稳定，数据来源自各企业公开披露的2018年数据；随着资产重组的完成，国电电力发展股份有限公司2019年9月末装机容量大幅增至8713.39万千瓦，东方金诚整理。

## 主要指标及依据

营业收入变化（单位：亿元）



2019年9月末全部债务结构（单位：亿元）



主要数据和指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额(亿元)	2712.67	2741.30	2725.11	3724.85
所有者权益(亿元)	741.72	726.59	712.82	1202.95
全部债务(亿元)	1692.73	1784.83	1774.30	2039.40
利润总额(亿元)	91.09	37.84	30.63	80.39
净资产收益率 (%)	9.46	3.80	2.54	-
综合毛利率 (%)	25.58	17.03	18.61	-
资产负债率 (%)	72.66	73.49	73.84	67.70
流动比率 (%)	17.55	23.12	25.46	44.23
经营现金流动负债比率 (%)	26.16	25.33	31.66	-
全部债务/EBITDA (倍)	6.30	7.92	7.71	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.84	2.99	2.79	-
EBITDA/本期债券发行额(倍)	26.88	22.55	23.02	-

注：表中数据来源于公司2016年~2018年的审计报告及2019年1~9月未经审计的合并财务报表，本期债券发行额按10.00亿元计算。

## 优势

- 随着与中国神华能源股份有限公司组建的合资公司正式成立，公司并入了原属中国神华的17家子公司发电资产，装机容量居火电上市企业前列，规模优势显著提升；
- 公司电源结构多元化程度高，有助于保持较高的机组运营效率和降低过度依赖单一电源结构的经营风险；
- 公司现金获取能力很强，近年来经营活动持续为净流入，总体现金流表现较好。

## 关注

- 公司资产负债率处于较高水平，短期债务占比较大，债务集中度较高；
- 公司在建和拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

## 评级展望

预计我国电力行业运行总体将保持稳定，公司业务发展稳定，财务表现稳健，对债务偿还具有极强的保障能力，评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《东方金诚电力企业信用评级方法及模型（RTFU004201907）》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA	AAA	2019年11月21日	张伟 唐骊	《东方金诚电力企业信用评级方法及模型（RTFU004201907）》	<a href="#">阅读原文</a>
AAA	AAA	2016年7月5日	张佳丽 聂秋霞	《东方金诚电力企业信用评级方法》	<a href="#">阅读原文</a>

注：以上为不完全列示。

## 主体概况

国电电力发展股份有限公司（以下简称“国电电力”或“公司”）系于1992年12月以定向募集方式设立的股份有限公司。1997年3月，公司在上海证券交易所挂牌上市。根据公司于2019年8月13日发布的《国电电力发展股份有限公司关于控股股东变更的公告》，原控股股东中国国电集团有限公司（以下简称“国电集团”）所持公司的90.39亿股股份已过户登记至国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）名下，约占公司总股本的46%。截至本报告出具日，公司股本为196.50亿股，其中国家能源集团持股比例为46%，为第一大股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司作为国家能源集团核心上市公司，主要从事电力生产和销售、煤炭销售、化工产品销售等业务。

2019年1月，公司与中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”）合资成立的北京国电电力有限公司（以下简称“北京国电电力”）完成工商注册登记，其中公司持股57.47%，拥有控股权，并纳入合并财务报表范围。截至2019年9月末，公司纳入合并范围子公司共173家。

## 本期债券主要条款及募集资金用途

### 本期债券主要条款

公司拟公开发行“国电电力发展股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券发行总额不超过人民币10亿元（含10亿元），为3年期固定利率债券，面值100元，按面值平价发行；采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随同本金一起支付。

### 募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

图表 1：本期债券募集资金用途（单位：万元）

借款单位	贷款银行	贷款余额	起始日	到期日
国电电力发展股份有限公司	交通银行	100000.00	2019-12-10	2020-12-10

数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 宏观经济和政策环境

### 2020年宏观经济增速有望企稳，外部逆风仍需重点关注

预计2020年GDP同比增速在6.1%左右，与2019年基本持平。2019年四季度，受中美经贸摩擦缓和、逆周期政策调节力度加大等因素推动，经济下行势头已初步得到遏制，GDP增速持平于6.0%。2020年是实现“十年GDP翻一番”目标的收官之年，稳增长刚性明显增强；此外，短期内全球经济也有望低位回暖，这些因素均将对2020年国内经济增长提供支撑。不过，未来美国大选将给中美经贸谈判带来新的不确定性，中东地区地缘政治风险也有可能对全球经济带来负面冲击，外部风险不容小觑。

## 宏观政策将进一步向稳增长方向倾斜，MLF利率有望持续下调，积极财政政策将重点向基建提速方向发力

2020年货币政策逆周期调节力度会进一步加大，预计为引导LPR报价下调，央行有可能继续下调MLF利率，降息周期已经启动；此外，资管新规过渡期延期将是大概率事件，金融严监管效应趋于缓和。财政政策方面，预计2020年财政赤字率将上调至3.0%，新增专项债发行规模有望扩大至3.15万亿；加之专项债新规、资本金新政等效果逐步显现，基建投资增速有望从2019年的3.8%回升至接近两位数。总体上看，2020年宏观政策在坚持不搞大水漫灌的同时，将进一步向稳增长方向倾斜。

## 行业分析

### 受“新冠疫情”爆发的影响，预计2020年全国用电量增速仍将有所下滑；火电是我国电源装机的最重要构成，预计未来增速仍将很低

2019年，产业转型、环保加压等多重因素导致高耗能企业关停、减产，全社会用电量增速同比下降4个百分点，机组平均利用小时数处于较低水平。“新冠疫情”爆发以来，我国制造业、服务业企业正常经营受到较大影响，节后复工、开工出现延期，预计2020年全社会用电量增速仍将有所下滑。

我国电源装机结构以火电为主，但近年来在控制煤电产能政策的控制和引导下，火电新增装机容量明显下降。2019年，国务院国资委启动了中央企业煤电资源区域整合试点，进一步加快试点区域的落后产能淘汰、资源优化配置和减少同质化竞争，长期利好于全国的火电产能控制及企业经营效率提升。

### 全国电煤价格指数同比继续有所回落，但由于煤电电价下调压力较大，预计2020年火电企业盈利水平仍将较低

中央政府大力推进煤炭产业供给侧改革，优质产能不断释放，2019年，全国原煤产量同比增长4.2%，同时进口煤炭增长6.3%。从需求来看，同期全国重点电厂供煤总量小幅下降3.6%。综合影响下，2019年以来，全国电煤价格指数已由年初511.02元/吨降至12月份的477.57元/吨，同时“长协煤”仍将对稳定电煤价格起到重要作用，预计2020年电煤价格仍将有所下降。

电价方面，近年来受政府“降成本”、高煤价现状、市场交易占比提高等因素的综合影响，全国煤电上网电价总体稳定回升。2019年9月，国务院常务会议决定，自2020年起取消煤电价格联动机制，并将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”市场化机制，浮动范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%。为降低企业用电成本，会议强调，电价明年暂不上浮，火电企业2020年电价下调压力较大，预计盈利水平仍将较低。

近年来我国积极推进电力行业的市场化改革，鼓励发电企业与售电企业、用户及电网企业签订三方发购电协议，特别是中长期协议。同时，考虑到煤电标杆上网机制的取消，2020年电力市场交易电量规模和占比将继续上升，火电企业将面临更大的市场竞争压力。

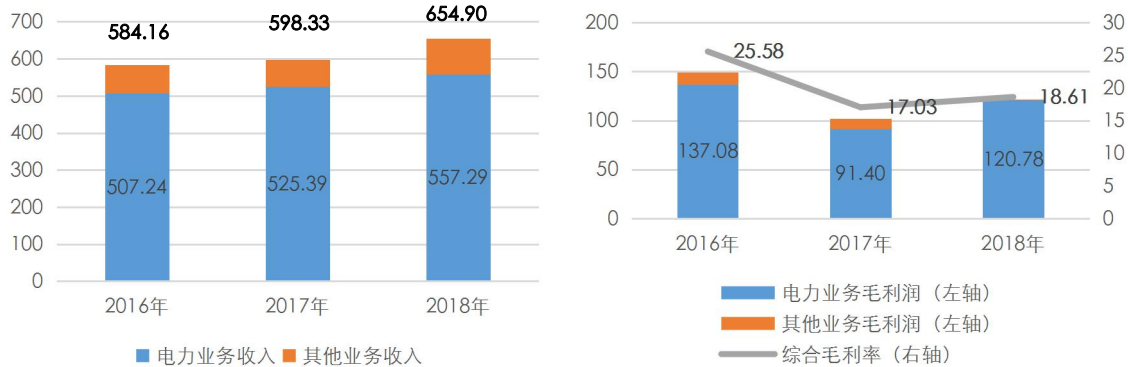
## 业务运营

### 经营概况

### 公司营业收入持续增长，2018年以来的综合毛利率水平有所提高

公司主要从事电力生产和销售，并辅以热力、化工和煤炭等业务，电力业务收入为营业收入的最主要来源。2016年以来，公司营业收入逐年增长。其中，电力业务收入受益于装机容量增加和机组利用效率提高而保持较快增长。其他业务方面，随着供热面积的扩大，热力业务收入持续增长；化工和煤炭销售业务收入受市场行情影响均呈现一定的波动性。

图表 2：公司营业收入、毛利润及毛利率变化情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2017年，公司毛利润和毛利率大幅下降，主要系煤炭价格大幅上涨所致；2018年，由于平均上网电价回升，公司毛利率水平有所提升。

2019年1~9月，公司实现营业收入856.99亿元，同比大幅增长主要系将北京国电电力纳入合并报表范围，发电量大幅增长所致；毛利润为178.77亿元，综合毛利率为20.86%。

### 电力业务

随着和中国神华组建的合资公司正式成立，公司并入原属中国神华的17家子公司发电资产，装机容量位居火电上市企业前列，规模优势显著

作为国家能源集团的核心上市子公司，公司发电机组装机规模优势显著。2019年1月，随着和中国神华组建合资公司的正式成立，公司合并范围增加原属于中国神华的17家子公司，控股装机容量增加了3053万千瓦。截至2019年9月末，公司控股装机容量8713.39万千瓦，处于火电上市企业的第二位，仅次于华能国际（600011.SH）。

图表 3：公司各类型机组装机容量构成（万千瓦）

指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年9月末
控股装机容量	5088.15	5222.49	5530.59	8713.39
其中：火电	3374.75	3262.00	3491.20	6651.20
水电	1229.68	1374.58	1431.38	1437.18
风电	462.52	564.71	586.81	603.81
光伏发电	21.20	21.20	21.20	21.20

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司发电设备遍布全国24个省（市、自治区），以大容量火电机组为主，同时清洁能源装机占比较高，有助于降低过度依赖单一电源结构带来的经营风险

公司发电机组遍布全国24个省（市、自治区），在江苏、安徽、浙江等电力需求旺盛地区

以及四川、山西、宁夏和新疆等水资源和煤炭资源富集地区分布相对集中，具有一定的区位优势。公司华东地区的发电业务收入占比在 50%左右，华北地区、西北地区和西南地区发电业务收入均占比 10%以上。本次资产重组新增的中国神华标的资产主要集中在浙江、安徽和江苏等地，进一步提升公司在上述区域电力市场的占有率，市场竞争优势更加明显。整体来看，区域分布结构的合理性在一定程度上降低了运营风险。

近年来，公司持续推进高效火电和清洁能源项目开发力度。从火电机组结构来看，2016 年~2018 年末，公司 60 万千瓦以上机组占比分别为 59.44%、61.50%和 63.13%，火电机组以大容量机组为主，且结构持续优化，有助于保持较高的机组运行效率。同期末，公司新能源和清洁能源装机占比分别为 33.67%、37.54%和 37.29%，清洁能源占比较高，降低了过度依赖单一电源结构带来的经营风险。

**在全社会用电量增速回升和装机容量增长带动下，公司发电量持续增长，机组运营效率保持行业较高水平；受 2016 年以来煤炭价格大幅上涨及保持高位运行影响，公司电力业务毛利率波动较大，但仍处于行业领先水平**

受益于装机容量增长、全国用电量增速回升，公司发电量和上网电量逐年保持增长、发电机组利用效率不断提升，发电设备利用小时数高于全国平均水平。随着全国电力体制改革的不断推进，公司 2018 年参与市场交易电量为 882.49 亿千瓦时，占上网电量的 43.49%，预计未来电力消纳面临的市场竞争将继续增加。

2019 年 1~9 月，公司发电量和上网电量分别同比增长 2.59%和 2.41%（基数含北京国电电力）；参与市场化交易电量 1385.19 亿千瓦时，占上网电量的 53.79%。

图表 4：公司电力业务主要指标变化情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~9 月
发电量（亿千瓦时）	1968.85	2022.02	2132.21	2720.50
上网电量（亿千瓦时）	1865.53	1921.66	2029.26	2575.33
平均上网电价（元/千千瓦时）	323.83	328.80	337.64	332.97
机组平均利用小时数（小时）	3994	3962	4058	-
平均供电煤耗标准（克/千瓦时）	300.15	299.55	297.71	-
入炉标煤单价（元/吨）	423.99	585.38	609.53	-

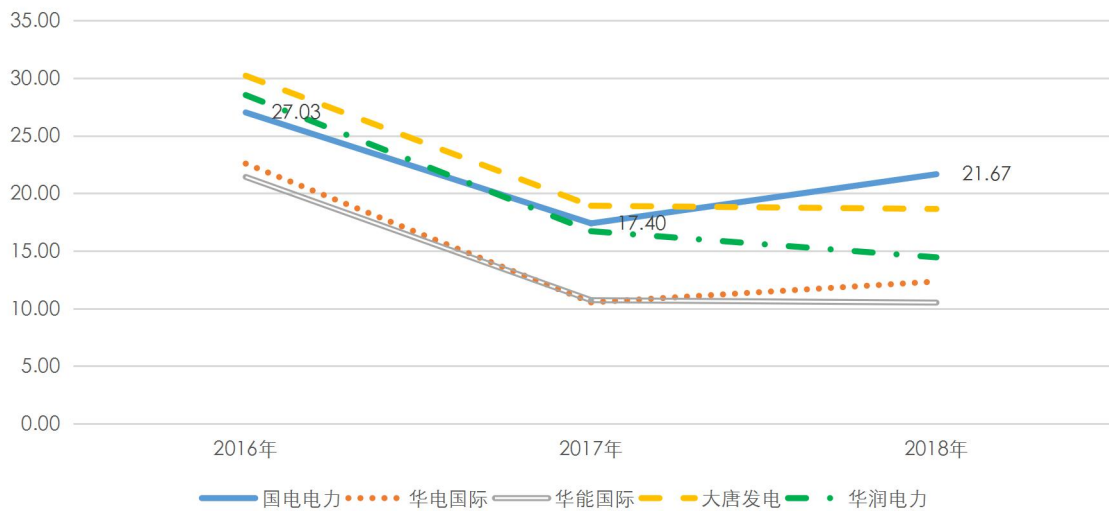
数据来源：公司提供，东方金诚整理

上网电价方面，随着市场化交易电价回升和 2017 年 7 月燃煤机组标杆上网电价上调，公司近些年发电机组平均上网电价小幅上涨。同时，在上网电量增长的带动下，2016 年~2018 年公司电力业务收入分别为 507.24 亿元、525.39 亿元和 557.29 亿元，保持较快增长。

公司煤炭采购以外部采购为主，采购对象较为分散。但由于 2016 年下半年以来煤炭价格大幅上涨，公司标煤采购单价快速提高，电力业务毛利率水平降幅较大。与华能国际等火电上市企业对比，2016 年以来，公司毛利率处于领先水平。



图表 5：可比企业电力业务毛利率对比情况（单位：%）



数据来源：公开资料，东方金诚整理

自 2020 年起，对尚未实现市场化交易的燃煤发电电量，上网电价采取“基准价+上下浮动”市场化机制，且 2020 年电价暂不上浮。受此影响，预计公司 2020 年平均上网电价将有所下降，或对收入规模和毛利率水平产生较大影响。

**公司在建和拟建的电源项目装机规模较大，项目建成投产后发电能力将进一步提高，但也面临一定的资本支出压力**

截至 2018 年末，公司重要在建电源项目包括国电浙能宁东发电有限公司 2\*1000MW 机组基建项目、国电电力邯郸东郊热电有限责任公司 2\*350MW 上大压小项目等，总装机容量 464.00 万千瓦。项目建成投产后，公司的发电能力将进一步提高。公司上述在建项目概算投资规模为 259.71 亿元，按照工程累计投入比例计算，未来尚需投资 28.71 亿元。

截至 2018 年末，公司拟建项目包括 86 万千瓦的四川大渡河金川水电站等，计划总投资 126.38 亿元。四川大渡河金川水电站已于 2019 年 1 月取得四川省发展和改革委员会的核准批复，项目总投资 120.65 亿元（项目资本金 24.13 亿元），总装机容量 85 万千瓦。

总体来看，公司在建和拟建的电源项目装机容量和投资规模较大，为未来发电能力的进一步提高提供了保障，但也面临一定的资本支出压力。

### 其他业务

公司煤炭业务以经销为主，主要由子公司国电镇江燃料有限公司和宣威和源煤业有限公司负责。2016 年~2018 年，公司煤炭销售收入分别为 76.04 亿元、91.19 亿元和 73.78 亿元；毛利率分别为 0.74%、2.16%和 0.70%，由于目前公司煤炭销售业务主要采取采购后再对外销售的经营模式，煤炭购销业务的毛利润普遍很低，且受煤炭市场行情影响呈现一定波动性。

公司化工业务收入主要来自于控股子公司国电英力特能源化工集团股份有限公司（以下简称“英力特集团”）下属上市公司英力特。英力特主要从事 PVC、PPVC 糊状树脂、烧碱等化学原料的制造和销售业务。截至 2018 年末，英力特 PVC 业务产能为 26 万吨/年，烧碱产能 21 万吨/年。2016 年~2018 年，公司化工业务分别实现收入 23.00 亿元、26.09 亿元和 23.29 亿元；毛利率分别为 15.96%、20.16%和 14.14%。

## 外部支持

国家能源集团吸收合并公司原控股股东国电集团相关工作完成后，公司成为国家能源集团的控股子公司，预计在资产注入和煤炭资源供给等方面将继续得到股东的有力支持

根据国家能源集团于2018年3月出具的《关于进一步解决与国电电力同业竞争问题有关事项的函》，国家能源集团在承继国电集团相关承诺的前提下，对公司做出避免同业竞争承诺：明确将公司作为国家能源集团常规能源发电业务整合平台，逐步择机将常规能源发电业务注入公司。国家能源集团为国务院国资委直属的全国性能源集团企业，综合财务实力极强。2019年9月末，国家能源集团总资产17625.61亿元，资产负债率59.79%；2018年及2019年1~9月营业收入分别为5371.68亿元和4054.31亿元，利润总额分别为735.41亿元和616.45亿元。

此外，在国电集团和神华集团实施联合重组背景下，公司和中国神华签署资产重组协议，通过与中国神华设立合资公司新增控股装机容量3053万千瓦，进一步增强公司发电业务的规模和综合竞争实力，同时对于改善公司与中国神华的同业竞争，深化双方业务合作，充分发挥上下游产业链的协同效应起到良好作用。

## 企业管理

截至本报告出具日，公司股本为196.50亿股，其中国家能源集团持股比例为46%，为第一大控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

公司依照《公司法》、《证券法》及《上市公司治理准则》等相关法律法规要求，设立股东大会、董事会、监事会等，并聘任管理层，治理结构完善。公司本部设总经理工作部（党委办公室）、法律事务与信息管理部、计划发展部、市场营销部、证券融资部、人力资源部（党委组织部）、财务产权部等职能部门，同时建立了健全的制度管理体系，已全面推行制度化的规范管理，制定了包括财务管理、对外投资、内部审计、工程建设、燃料管理在内的管理制度。

综合看来，公司建立了完善的治理架构和内部组织结构，管理制度较为健全。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2016年~2018年及2019年1~9月合并财务报表。瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016年~2017年财务报表进行了审计，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2018年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2019年1~9月财务报表未经审计。

2019年1月，公司与中国神华组建的合资公司北京国电电力完成标的资产交割，并取得了神华国华国际电力股份有限公司、神皖能源有限责任公司、浙江国华新能发电有限责任公司、内蒙古国华呼伦贝尔发电有限公司、江苏国华陈家港发电有限公司、国华太仓发电有限公司、神东电力新疆准东五彩湾发电有限公司等17家火电企业的控制权。此外，从2019年1月1日起，公司能够对国电建投内蒙古能源有限公司（以下简称“国电建投”）实施控制，并将其纳入合并范围。截至2019年9月末，公司纳入合并范围子公司共173家。

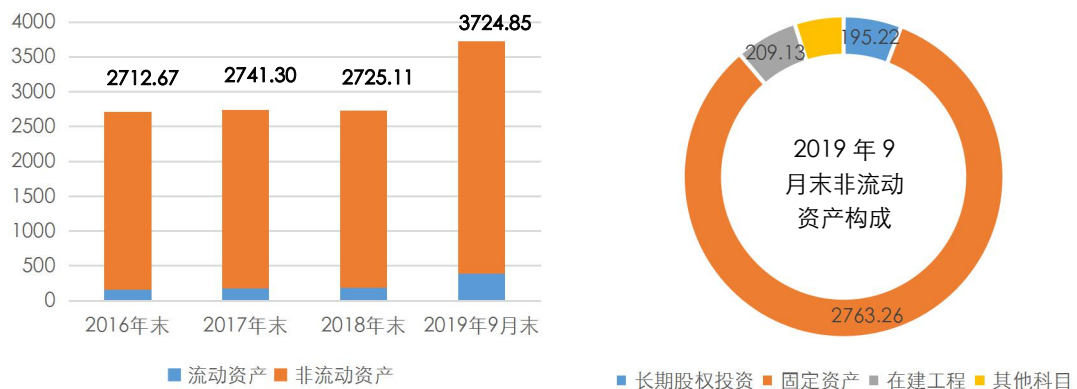
## 资产构成与资产质量

受益于合资公司成立，公司资产规模大幅提升，资产结构以发电机组和生产设备等非流动资产为主，资产流动性一般

受益于合资公司成立并被纳入合并范围，公司2019年9月末资产总额大幅增长至3724.85亿元；资产结构基本以发电机组和生产设备等非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2018年末，公司货币资金为43.22亿元，其中受限规模为0.59亿元；2019年9月末，货币资金增长至100.56亿元，主要系将与中国神华合资新成立的北京国电电力纳入合并范围后，收回原在中国神华集中管控资金所致。公司应收账款逐年增加，主要为应收上网电费收入，账龄基本集中于1年以内，流动性良好。公司存货构成较为稳定，主要包括原材料和库存商品等。

图表 6：公司资产变化及非流动资产构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。公司固定资产主要为已投产的发电机组、机械设备以及厂房建筑物等，是资产结构的最重要组成部分。2019年9月末，公司固定资产规模大幅增长至2763.26亿元，主要系合并范围新增控股子公司北京国电电力所致。公司在建工程主要以在建电源项目为主，包括国电浙能宁东发电有限公司2\*1000MW机组基建项目等。公司长期股权投资主要为对合营和联营企业的投资，2018年末，公司长期股权投资对象主要包括国电建投、河北银行股份有限公司和国电科技环保集团股份有限公司等企业，其中对上述三家企业的投资金额分别为29.38亿元、47.25亿元和20.40亿元。

截至2019年6月末，公司受限资产为184.59亿元，占总资产比重较低，包括融资租赁资产及用于抵押的固定资产等。此外，公司以电费收费权质押方式取得借款余额为209.81亿元。

## 资本结构

公司所有者权益有所波动，构成以少数股东权益、实收资本、未分配利润等为主

2017年末及2018年末，公司所有者权益均有所下降，主要是由于净利润同比减少、且向股东分配股利规模较大；随着控股子公司北京国电电力的成立，2019年9月末大幅增长。

从构成看，2016年以来，公司股本较为稳定，而未分配利润由于各年盈利及利润分配变化存在较大波动；2019年9月末少数股东权益大幅增长主要系合并范围新增控股子公司北京国电电力所致。此外，公司资本公积主要系“国电转债”转为公司股票所形成。

此外，公司其他权益工具全部为公司发行的永续债。尽管永续债的发行带动了所有者权益增长，但公司对其具有还本付息责任，实际债务规模亦将有所扩大。

图表 7：公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
实收资本（股本）	196.50	196.50	196.50	196.50
其他权益工具	26.75	26.75	26.83	26.83
资本公积	54.80	53.74	53.55	61.49
盈余公积	41.76	45.42	47.90	47.90
未分配利润	190.16	185.53	175.79	216.06
少数股东权益	221.51	211.62	205.08	643.16
<b>所有者权益</b>	<b>741.72</b>	<b>726.59</b>	<b>712.82</b>	<b>1202.95</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

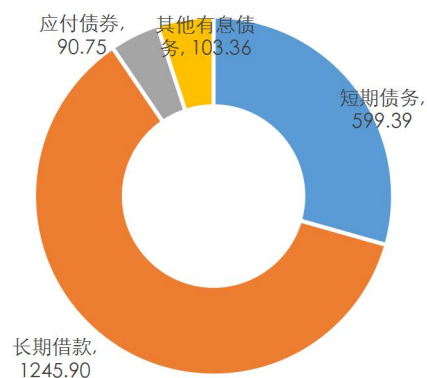
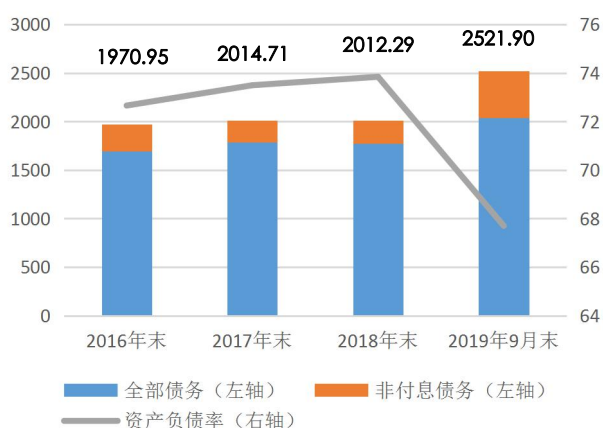
**2019 年公司负债规模大幅增加，短期债务占比较大，资产负债率明显下降但仍处于较高水平**

由于合并范围新增控股子公司北京国电电力，公司 2019 年 9 月末负债总额大幅增加，其中全部债务占比很高，但债务率显著下降。截至 2019 年 9 月末，公司全部债务为 2039.40 亿元，占负债总额的比重为 80.87%；其中短期债务 599.39 亿元，占比 29.39%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司自身信用融资能力很强，2018 年末短期借款中信用借款占比达 96.32%。公司应付账款主要为应付工程设备款和燃料款，近三年末基本保持稳定。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、长期应付款和其他非流动负债等，呈一定的波动性。公司其他流动负债为公司本部发行的超短期融资券，受公司调整债务期限结构影响，总体呈下降趋势。

图表 8：公司负债及债务率变化情况（亿元、%）

图表 9：2019 年 9 月末全部债务构成（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动负债以长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债为主。公司长期借款以信用借款为主。2018 年以来，公司更多地采用直接融资方式，应付债券大幅增长。公司其他非流动负债为已发行的中期票据和资产证券化融资形成的债务。公司长期应付款主要为应付融资租赁款和国电集团企业债。

截至 2018 年末，公司对外担保余额为 5.21 亿元，包括对国电建投<sup>1</sup>3.75 亿元和山西漳电国电王坪发电有限公司 1.46 亿元担保。综合来看，公司对外担保金额较小，整体风险可控。

### 盈利能力

受煤炭价格大幅上涨等因素影响，公司 2017 年盈利水平降幅较大；随着控股装机容量大幅增加及全国电煤价格的下行，预计 2019 年整体盈利状况将明显改善

受益于全社会用电量需求回升和装机容量增长，公司营业收入逐年保持增长；但由于煤炭价格的大幅上涨，2017 年营业利润率降幅较大。

图表 10：公司盈利相关指标（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~9月
营业收入	584.16	598.33	654.90	856.99
营业利润率	24.38	15.98	17.08	19.33
期间费用	68.16	74.42	85.80	96.55
投资收益	17.14	24.76	36.97	8.49
利润总额	91.09	37.84	30.63	80.39
总资本收益率	5.32	3.69	3.73	-
净资产收益率	9.46	3.80	2.54	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司投资收益主要来自参股的国电建投、河北银行股份有限公司和同煤国电同忻煤矿有限公司等，随着煤炭行业市场转暖逐年保持增长；2018 年来自上述三家企业的投资收益合计占比 40.25%。2019 年 1 月，公司取得国电建投的控制权，预计未来投资收益增长将受到一定影响。

2018 年，公司利润总额有所下降主要系因宁夏英力特煤业有限公司破产清算计提坏账损失 11.60 亿元，并对其剩余机械设备等固定资产计提 3.21 亿元减值损失，此外公司还对其他固定资产合计计提 7.69 亿元减值损失。

公司 2017 年以来净资产收益率等降幅较大，处于近些年的较低水平，主要系受煤炭采购成本大幅上涨、所属相关资产计提减值准备金额较大影响。

随着北京国电电力纳入合并报表范围，2019 年 1~9 月，公司营业收入、利润总额均大幅增长，同时考虑到电煤价格下降，预计 2019 年整体盈利状况明显改善。但“基准价+上下浮动”市场化电价机制的实施或对公司未来收入和盈利状况产生较大影响。

### 现金流

公司主营业务现金获取能力很强，近年来经营活动现金流表现良好，净流入规模基本可满足投资活动的资金需求

公司主要从事的电力业务具有很强现金获取能力，2016 年~2018 年现金收入比率分别为 109.87%、108.09%和 109.51%；同时在发电量和营业收入增长带动下，公司经营活动现金流入总体大幅增加。由于煤炭成本上涨及发电量增长带来的煤炭需求扩大，公司经营活动现金流出增幅较大。综合影响下，公司经营活动净流入规模虽然有所波动，但总体表现仍然良好。

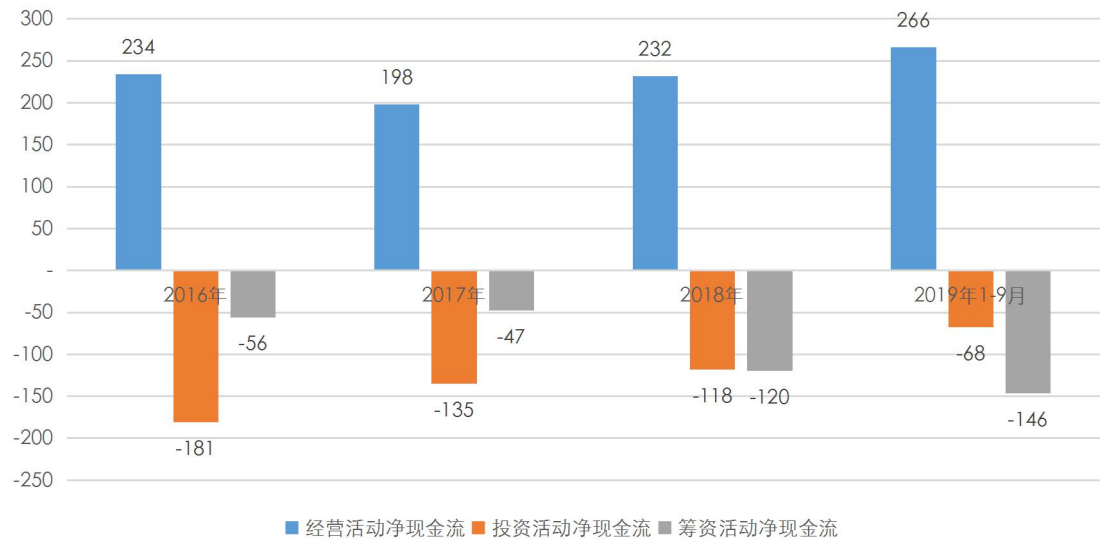
由于每年保持一定规模的电站项目投资，公司投资性现金流持续为净流出，但净流出规模

<sup>1</sup> 自 2019 年 1 月 1 日起，公司将国电建投纳入合并范围。

逐年减少，且基本可由经营性现金净流入满足。

由于项目建设对筹资活动的资金需求依赖较低，且债务控制力度较大，公司近年来筹资活动现金流持续表现为净流出状态。

图表 11：公司各项活动现金流表现情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 偿债能力

公司在国内电力市场中具有很强的竞争优势，近年来经营性现金流表现良好，对到期债务的保障程度很高，同时外部融资能力很强，综合偿债能力极强

公司流动资产对流动负债的保障程度不断提高，但仍处于较低水平。从长期偿债能力来看，公司 2019 年 9 月末整体债务率水平显著下降，EBITDA 对债务本息的保障程度较高。公司经营现金流状况良好，对到期债务偿还具有较好的保障作用。

图表 12：公司偿债能力指标情况

指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动比率 (%)	17.55	23.12	25.46	44.23
速动比率 (%)	14.80	20.26	21.81	39.26
经营现金流流动负债比 (%)	26.16	25.33	31.66	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.84	2.99	2.79	-
全部债务/EBITDA (倍)	6.30	7.92	7.71	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司自身信用融资能力很强，截至 2019 年 9 月末已获得中国银行、中国建设银行等共计 3641 亿元人民币的授信额度，尚未使用的授信额度为 1428 亿元。

本期债券拟发行额为不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元），相对于公司现有债务来说规模较小，且用于偿还公司债务，预计发行后对公司现有资本结构影响很小。

总体来看，尽管流动资产对短期债务保障程度较低，但公司在国内电力市场中具有很强的竞争优势，且近年来经营性现金流和 EBITDA 对债务本息的保障程度很高。东方金诚认为，公司综合偿债能力极强，对本期债券具有极强的保障。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2019年10月12日，公司本部无不良类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债务融资工具到期本息均如期兑付。

## 抗风险能力

基于对公司所处的电力生产行业、股东支持以及公司市场地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力极强。

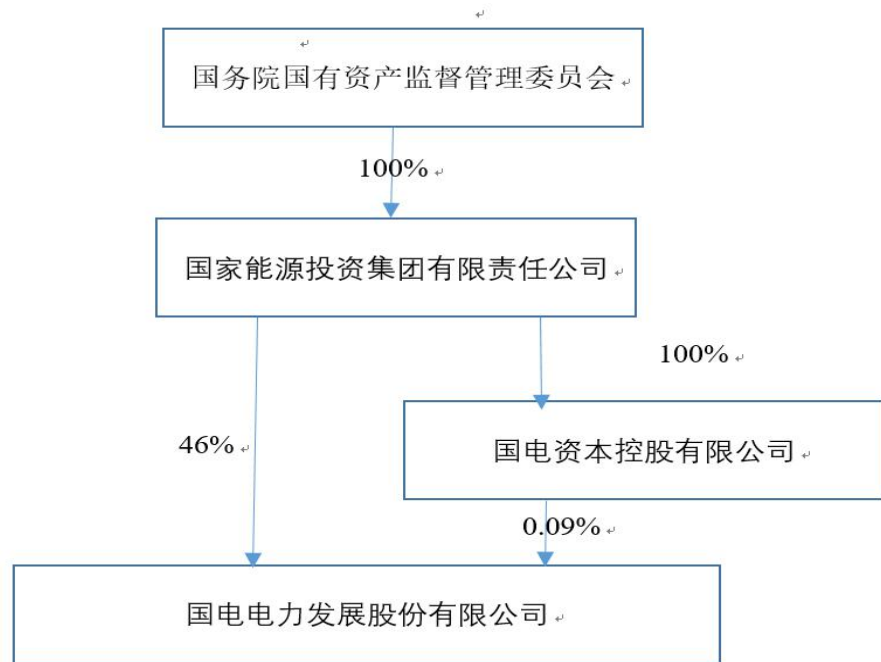
## 结论

东方金诚认为，随着与中国神华能源股份有限公司组建的合资公司正式成立，公司并入了原属中国神华的17家子公司发电资产，装机容量居火电上市企业前列，规模优势显著提升；公司电源结构多元化程度高，有助于保持较高的机组运营效率和降低过度依赖单一电源结构的经营风险；公司现金获取能力很强，近年来经营活动持续为净流入，总体现金流表现较好。

同时，东方金诚也关注到，公司资产负债率处于较高水平，且短期债务占比较大，债务集中度较高；公司在建和拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

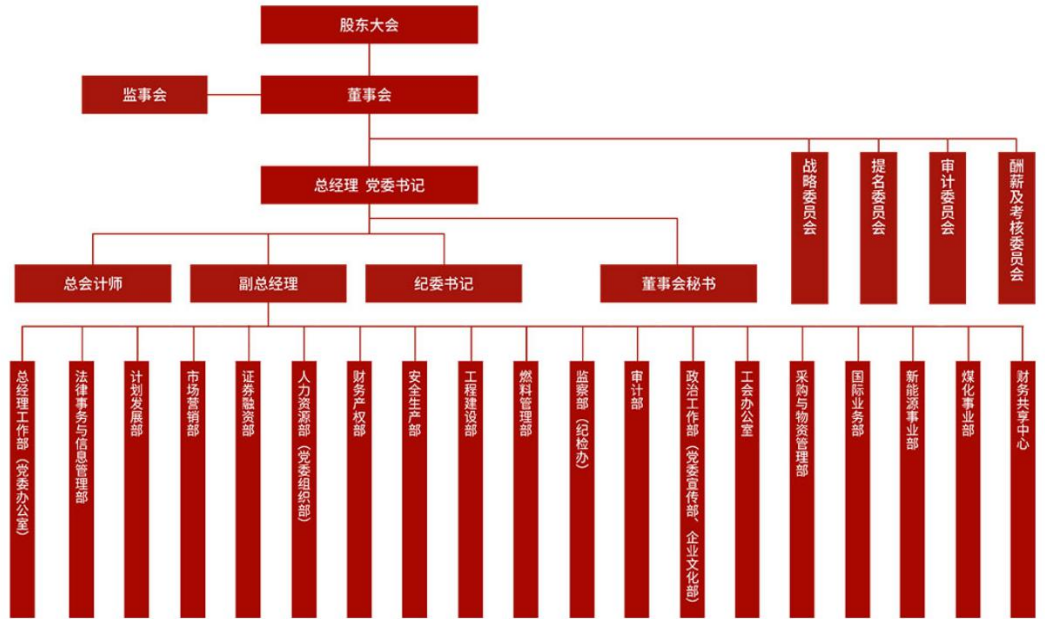
综上所述，公司的主体信用风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至2019年9月末国电电力股权结构图





附件二：截至2019年9月末国电电力组织结构图



附件三：国电电力主要财务数据和指标（单位：亿元）

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年9月
<b>主要财务数据：</b>				
资产总额	2712.67	2741.30	2725.11	3724.85
其中：流动资产	157.11	180.48	186.26	392.73
负债总额	1970.95	2014.71	2012.29	2521.90
全部债务	1692.73	1784.83	1774.30	2039.40
其中：短期债务	635.83	564.96	506.84	599.39
所有者权益	741.72	726.59	712.82	1202.95
营业收入	584.16	598.33	654.90	856.99
营业成本	434.73	496.41	533.03	678.23
期间费用	68.16	74.42	85.80	96.55
利润总额	91.09	37.84	30.63	80.39
净利润	70.18	27.64	18.09	61.42
经营活动产生的现金流量净额	234.14	197.78	231.62	266.18
投资活动产生的现金流量净额	-180.80	-134.66	-118.22	-67.91
筹资活动产生的现金流量净额	-55.70	-47.33	-119.74	-146.12
现金及现金等价物净增加额	-2.36	15.79	-6.35	52.15
<b>主要财务指标：</b>				
销售债权周转次数（次）	-	8.60	8.90	-
存货周转次数（次）	-	21.15	21.75	-
总资产周转次数（次）	-	0.22	0.24	-
现金收入比率（%）	109.87	108.09	109.51	105.88
综合毛利率（%）	25.58	17.03	18.61	20.86
总资本收益率（%）	5.32	3.69	3.73	-
净资产收益率（%）	9.46	3.80	2.54	-
资产负债率（%）	72.66	73.49	73.84	67.70
全部债务资本化比率（%）	69.53	71.07	71.34	62.90
长期债务资本化比率（%）	58.76	62.67	64.00	54.48
担保比率（%）	-	-	0.73	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.84	2.99	2.79	-
全部债务/EBITDA（倍）	6.30	7.92	7.71	-
流动比率（%）	17.55	23.12	25.46	44.23
速动比率（%）	14.80	20.26	21.81	39.26
经营现金流动负债比率（%）	26.16	25.33	31.66	-
EBITDA/本期债券发行额（倍）	26.88	22.55	23.02	-
经营活动现金流量净额偿债倍数（倍）	23.41	19.78	23.16	-

附件四：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
<b>盈利指标</b>	
毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
总资本收益率	(净利润 + 利息费用) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
<b>本期债券偿债能力</b>	
EBITDA/本期债券发行额(倍)	EBITDA / 本期债券发行额
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	经营活动现金流量净额 / 本期债券发行额

注：长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“国电电力发展股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的存续期内密切关注国电电力发展股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在国电电力发展股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向国电电力发展股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，国电电力发展股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如国电电力发展股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年3月13日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。