

国电长源电力股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：刘翌晨 yqliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 29 日

声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1982 号

国电长源电力股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“20 长源 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持国电长源电力股份有限公司（以下简称“长源电力”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 长源 01”的信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际认为，2019 年以来公司火电机组利用效率进一步提升、上网电量保持增长、经营性业务盈利能力大幅提升、财务杠杆有所下降和畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到新冠肺炎疫情、煤炭价格波动、电力行业环境变化和重大资产重组进展等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

长源电力（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	93.57	93.63	97.44	96.94
所有者权益合计（亿元）	34.12	35.65	44.19	44.58
总负债（亿元）	59.45	57.98	53.25	52.36
总债务（亿元）	48.34	46.16	40.52	39.06
营业总收入（亿元）	54.64	65.63	73.66	12.18
净利润（亿元）	-1.22	2.16	5.91	0.39
EBIT（亿元）	0.72	5.19	10.29	--
EBITDA（亿元）	6.61	11.43	16.03	--
经营活动净现金流（亿元）	5.74	9.05	16.53	3.15
营业毛利率(%)	2.65	9.96	16.15	11.71
总资产收益率(%)	0.78	5.54	10.77	--
资产负债率(%)	63.54	61.92	54.65	54.01
总资本化比率(%)	58.62	56.42	47.83	46.70
总债务/EBITDA(X)	7.32	4.04	2.53	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.36	5.14	7.98	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；财务数据均使用财务报告期末数。

正面

■ **火电机组利用效率进一步提升，上网电量保持增长。**2019 年，受益于湖北省区域用电需求保持增长以及来水偏枯等因素，公司火电机组利用效率同比有所提升，推动上网电量同比增加。

■ **经营性业务盈利能力大幅提升。**2019 年，公司上网电量和上网电价均同比有所增长，同时煤炭价格有所回落，受益于此，公司营业毛利率大幅提升，带动经营性业务利润同比大幅增长。

■ **财务杠杆有所下降。**2019 年以来，公司债务规模持续下降，加之利润的积累和其他综合收益的增加，公司财务杠杆持续降低；同时盈利及获现能力增强，偿债能力进一步提升。

■ **畅通的融资渠道。**截至 2020 年 3 月末，公司共取得多家金融机构授信额度 115.13 亿元，其中尚未使用额度为 81.16 亿元。同时，公司作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

同行业比较

2019 年部分电力企业主要指标对比表						
公司名称	2018 年末 可控装机容量 (万千瓦)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
华电湖北	590.64	185.77	59.59	126.16	12.05	16.90
大唐山东	440.79	280.07	86.14	72.19	0.30	12.51
国电福建	327.20	84.21	51.77	66.07	4.94	13.82
长源电力	369.43	97.44	54.65	73.66	5.91	16.15

注：“华电湖北”为“华电湖北发电有限公司”简称；“大唐山东”为“大唐山东发电有限公司”简称；“国电福建”为“国电福建电力有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
20 长源 01	AA ⁺	AA ⁺	5.00	5.00	2020/1/13~2023/1/13

关注

■ **新冠肺炎疫情短期内对公司盈利能力形成一定影响。**2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，湖北区域生产总值及全社会用电量均同比大幅下降，导致公司机组出力受到挤压，短期内对公司盈利形成了一定影响。

■ **煤炭价格波动及电力行业环境变化。**公司电力资产中燃煤机组占比较高，煤炭价格波动对公司电力业务盈利能力影响较大。此外，取消煤电价格联动机制将对未来煤电电价形成一定影响。另外，国家不断推进风电项目平价上网，引发抢装潮，叠加新冠疫情爆发，在建新能源项目盈利及工期受到一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

■ **重大资产重组进展。**公司发布公告称拟向国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）发行股份及支付现金购买其持有的国电湖北电力有限公司（以下简称“国电湖北”）100%股权，若此次事项能够完成，公司装机规模以及盈利能力将大幅提升。中诚信国际对上述事项进展及其对公司后续发展规划和经营的影响保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，国电长源电力股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司装机容量及利用效率均持续大幅提升；利润水平持续大幅提升；财务杠杆水平持续大幅下降，偿债能力持续大幅提升。

■ **可能触发评级下调因素。**机组利用效率持续大幅下降；利润规模持续大幅减少；杠杆水平持续大幅上升，偿债能力大幅降低。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2020年1月，国电长源电力股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称：20长源01、债券代码：149023、债券期限：3年期、票面利率：3.55%）募集资金总额5亿元。本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。截至本报告出具日，募集资金已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部

因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存

在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

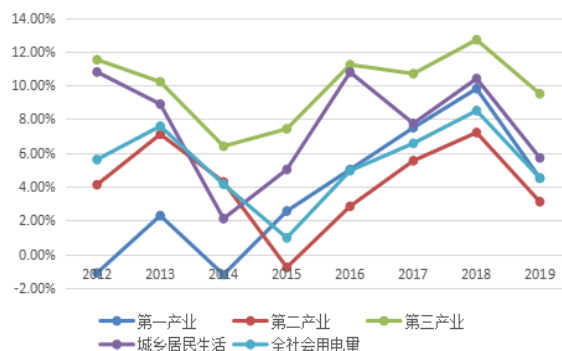
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将保持低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速开始企稳回升至2018年的8.5%。2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比继续回落至4.5%。2020年一季度，在新冠疫情等因素影响下，全国全社会用电增速为负。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（单位：%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2019 年的 68.32%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电持续保持较快增长速度，所占比重亦持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将继续保持低速增长。

2019年以来，火电装机增速有所回升，机组利用效率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；但煤炭价格的回落使得煤电企业经营压力有所缓解

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。2019 年，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，年末全口径火电新增装机 4,647 万千瓦，增速较上年同期增长 1.1 个百分点。预计未来用电负荷较高区域的火电装机将迎来小幅增长，但增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面，得益于用电需求增长和火电投资放缓等因素，2016 年以来全国火电平均利用

小时数稳步回升。2019 年，受全社会用电量增速同比明显回落以及清洁能源消纳比重上升等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上火电设备平均利用小时同比下降 85 小时。2020 年一季度，受新冠疫情影响，全国用电增速为负，未来较大的经济下行压力和放缓的全社会用电增速或将继续对全国火电整体利用水平造成一定拖累。

上网电价方面，随着电力体制改革的推进，供过于求的供需形势导致部分开放程度较高地区形成恶性竞价，对火电企业盈利能力形成较大影响。随着行业内企业市场化竞价回归理性，加之 2017 年政策性附加基金的下调，2017 年以来火电平均上网电价整体呈上升态势。2020 年 1 月 1 日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整影响将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2016 年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了很大影响。针对煤价的过快上涨，国家发改委等部门通过释放部分安全产能以及牵头组织煤炭中长期合同签订等措施调节供需，稳定煤价，2019 年煤炭价格呈现震荡小幅下行态势。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间有限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成较好支撑，未来我国煤炭价格大幅下降的空间不大。

中诚信国际认为，未来火电装机仍将保持低速增长。受用电增速放缓、清洁能源替代以及煤电上网电价的市场化等因素影响，火电机组利用效率和平均上网电价仍将面临一定下行压力，但目前下降的煤炭价格使得煤电企业经营压力有所缓解。

2019 年湖北省新增装机主要为火电和新能源机组，受全年湖北省各流域来水偏枯的影响，湖北省水电

发电量大幅下降，火电承担稳发增供主力作用；2020 年一季度，湖北省经济受新冠疫情冲击较大

2019 年，湖北省 GDP 继续保持增长，受益于此，湖北省全社会用电量同比增长 6.90%，其中工业用电量同比增长 4.61%，为公司业务发展奠定了良好基础。2020 年一季度，受新冠疫情影响，湖北省 GDP 同比下降 39.20%，湖北省经济受到较大冲击，全社会用电量同比明显下降；近期随着疫情防控形势持续向好，湖北省经济正在逐步恢复，经济基本面依旧长期向好。

2019 年湖北省新增装机 461.01 万千瓦，主要为火电和新能源机组。湖北省水电资源开发殆尽，再无新增低价水电增量，随着经济的发展，今后增量电源主要依靠火电和新能源。

发电量方面，2019 年湖北省全省发电量继续保持增长，但受全年湖北各流域来水偏枯的影响，湖北省水电发电量大幅下降，火电承担稳发增供主力作用。此外湖北省风力发电以及太阳能等新能源发电继续保持较快增长。

2019 年以来公司装机规模基本维持稳定，机组利用效率和上网电量均保持增长，上网电价亦有所提升；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司上网电量及供热量均较上年同期大幅下降

2019 年以来，公司火电机组装机容量维持稳定，随着荆门 6 号生物质耦合发电技改项目以及吉阳山风电项目的投产，截至 2020 年 3 月末，公司可控装机容量小幅增至 375.51 万千瓦，新能源机组占比小幅提升。公司电源资产以火电为主，2019 年以来区域分布及机组质量均维持稳定，截至 2020 年 3 月末，公司在运火电机组均为热电联产机组，且装机容量均在 30 万千瓦以上，60 万千瓦及以上机组容量占公司火电总装机容量的 35.65%，机组质量良好。

表 1：近年来公司可控电力装机容量情况

单位：万千瓦

指标	2017	2018	2019	2020.3
可控装机容量	365.03	369.43	375.51	375.51
其中：火电	359.00	359.00	359.00	359.00
风电	4.95	9.35	14.35	14.35
生物质发电	1.08	1.08	2.16	2.16
火电占比（%）	98.35%	97.18%	95.60%	95.60%
风电占比（%）	1.36%	2.53%	3.82%	3.82%
生物质占比（%）	0.30%	0.29%	0.58%	0.58%

资料来源：公司提供

2019年，受益于湖北省区域用电需求增长以及来水偏枯等因素，公司火电机组平均利用小时数同比有所增加，推动发电量及上网电量均同比有所增长。同期，受区域内来风偏弱以及荆门6号生物质机组未满足年度运营等因素的影响，公司风电及生物质发电利用效率均同比有所下降，导致新能源机组发电量及上网电量均同比有所减少。**中诚信国际关注到**，2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，湖北省区域用电增速为负，加之区域来水偏丰，公司电力机组出力受到挤压，发电量及上网电量较上年同期分别下降40.7%和41.0%，短期内对公司电力机组盈利能力形成一定影响。

市场化交易方面，2019年湖北省内用户参与电力市场化交易门槛有所降低，且用户数量增加，带动省内市场化交易规模同比有所增长，公司市场化交易电量规模及占比均大幅提升。2019年，公司供电标准煤耗同比基本持平。2020年一季度，供热量的下降使得公司供电标准煤耗较2019年全年有所上升。2019年，公司为控制炉膛出口氮氧化物排放，采取低氮燃烧的方式，使得水冷壁发生高温腐蚀泄漏，受此影响，公司非计划停机次数有所增加，中诚信国际将对公司机组的稳定运营情况保持关注。

上网电价方面，2019年，湖北省市场竞价逐步回归理性，市场竞价让利幅度有所缩窄，使得公司火电机组平均上网电价同比增长。同期，受益于收到湖北省地方补贴以及增值税税率降低等因素，公司风电及生物质发电上网电价均同比增长。补贴方面，截至2020年3月末，公司中华山风电场已累计结算四批次国家能源补贴，累计金额为0.75亿元，尚

有0.74亿元电价补贴款未收到。2020年一季度，受尚未收到地方补贴等因素的影响，公司火电及风电上网电价均小幅减少。**中诚信国际关注到**，随着电力市场化交易的推进，湖北区域直接交易规模不断增加，交易价格模式发生变化，同时竞争压力有所增加。此外，燃煤上网电价机制改革政策的实施使得公司三台超标杆机组电价面临下调风险，或将对公司整体电价水平产生一定影响。

表 2：近年来公司发电业务指标情况

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
平均利用小时数（小时）	3,897	4,632	5,120	--
其中：火电	3,909	4,682	5,185	883
风电	2,820	2,546	2,225	412
生物质	4,563	5,127	2,055	415
发电量（亿千瓦时）	142.24	170.93	188.61	32.37
其中：火电	140.35	168.09	186.15	31.69
风电	1.40	2.29	2.08	0.59
生物质	0.49	0.55	0.39	0.09
上网电量（亿千瓦时）	133.52	160.54	177.07	30.39
其中：火电	131.70	157.78	174.67	29.70
风电	1.35	2.23	2.03	0.57
生物质	0.47	0.53	0.37	0.09
市场化交易电量（亿千瓦时）	56.50	36.72	93.52	--
平均上网电价（不含税，元/千瓦时）				
其中：火电	0.3481	0.3644	0.4256	0.4187
风电	0.5345	0.5244	0.6967	0.6061
生物质	0.641	0.3577	0.4116	0.4161
供电煤耗（克/千瓦时）	308.35	307.50	307.43	309.85
发电标准煤单价（元/吨）	755.08	774.72	740.98	722.96
火电机组非计划停机（次）	2	2	7	1
火电机组综合厂用电率（%）	5.98	5.87	5.28	5.34

注：由于四舍五入原因，部分年份合计数有所偏差；公司生物质发电机组平均上网电价中不含省级补贴。

资料来源：公司提供

供热业务方面，2019年以来，公司供热能力及下游客户情况均维持稳定。受益于下游客户需求的增长，公司供热量同比有所增加。公司供热价格的定价机制为双边自主协商，采用与煤价联动的浮动机制，近年来价格整体较为稳定。公司供热客户主要为工业用户，2020年一季度，新冠肺炎疫情导致区域工业用户停产，公司供热量较上年同期大幅减少。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司机组供热能力情况

单位：吨/小时、公里

投产项目	设计供热能力	供热半径	管线长度
荆门发电	2*110	5	8
长源一发	300	15	5
汉川一发	2*150	15	60
荆州热电	2*220	12	32

资料来源：公司提供

表 4：近年来公司供热业务情况

单位：亿吉焦，元/吉焦

区域	2017	2018	2019	2020.1~3
供热量	714	953	979	117
供热价格	48	49	50	49

资料来源：公司提供

2019 年以来，煤炭价格的回落使得公司燃料成本有所下降，火电机组盈利能力有所提升

公司无煤炭资源储备，并且湖北省为缺煤省份，公司煤炭全部依靠外省采购。公司煤炭主要采购自控股股东国家能源集团，同时与山西省、陕西省、河南省等地多家煤炭企业均保持着良好的合作关系，每年签订长期协议以保证煤炭供应。公司下属燃煤电厂为煤炭采购的主体，市场煤主要通过“国电煤炭交易平台”线上竞价采购，采购价格按照竞价结果确定。受益于国电集团及神华集团的重组整合，公司长协煤采购量占比整体呈上升态势，煤炭保障能力大幅增强。2019 年以来，公司火电机组发电量有所增长，煤炭采购量同比增加。同时，市场供需的变化使得煤炭市场价格呈下降态势，公司火电机组运营成本有所下降。

此外，蒙西至华中铁路煤运通道-浩吉铁路已经于 2019 年 9 月投运，该通道设计运输能力 2 亿吨/年，预计将有效缓解华中地区煤炭供应短缺问题，也将有效降低公司煤炭采购成本。

表 5：近年来公司煤炭采购情况

单位：万吨、元/吨

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
采购量	562.21	695.66	720.52	158.07
其中：长协煤数量	282.98	424.04	435.06	103.79
市场煤数量	279.23	271.61	285.46	54.28
平均采购价格	726.12	744.11	713.59	675.01
其中：长协煤价格	725.23	740.27	726.66	696.74
市场煤价格	727.02	749.88	693.88	633.07

资料来源：公司提供

公司在建项目以电力项目为主，此外公司正在推进重大资产重组，若顺利完成，公司竞争实力将大幅提升

截至 2020 年 3 月末，公司在建装机容量为 5.00 万千瓦，拟建项目装机容量为 81.00 万千瓦，未来随着在建、拟建项目的投入运营，公司发电能力或将进一步提升。

中诚信国际关注到，受政策影响，国内风电行业出现抢装潮，风机和零部件价格也有所提升，加之疫情影响，公司在建、拟建项目建设进度以及盈利能力或受到一定影响。另外，国家控煤减排政策不断推进，或将对荆州热电二期项目的核准形成一定影响。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司主要在建、拟建项目情况

单位：万千瓦、亿元

项目名称	装机容量	持股比例	总投资	已完成投资	预计投产时间	2020.4~12 计划投资
在建项目						
中华山二期风电	5.00	100%	4.28	2.68	2020 年	1.60
拟建项目						
乐城山二期风电	6.00	100%	5.00	--	2021 年	--
安陆赵棚风电	5.00	100%	4.20	--	2021 年	--
荆州热电二期（2*35）	70.00	100%	25.07	--	2022 年	--
拟建项目合计	81.00	--	34.27	--	--	--

注：拟建项目均待核准。

资料来源：公司提供

此外，2020 年 5 月 20 日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》（以下简称“公告”），称公司拟向国家能源集团

发行股份及支付现金购买其持有的国电湖北 100%

股权¹。

国电湖北为公司控股股东国家能源集团之全资子公司，与公司合署办公，实行“一套人马，两块牌子”。截至2019年末，国电湖北控股装机容量约为342.3万千瓦，火电设备大容量机组比例较高，发电资产优质。收购完成后，公司总装机容量约为712万千瓦，占2019年末湖北省内总装机容量的9.06%，占火电装机容量的19.93%。

中诚信国际认为，若此次重大资产重组能够顺利完成，公司装机规模以及盈利能力将实现大幅提升。中诚信国际将持续关注上述事项进展及其对公司后续发展规划和经营方面的影响。

表 7：近年来国电湖北财务情况

国电湖北（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	139.09	137.98	123.51	126.42
所有者权益合计（亿元）	48.72	47.80	44.21	47.70
总负债（亿元）	90.37	90.18	79.30	78.72
总债务（亿元）	78.21	81.17	70.29	70.01
营业总收入（亿元）	36.10	47.45	54.22	42.85
净利润（亿元）	3.13	1.82	0.96	3.62
EBIT（亿元）	6.28	6.21	5.43	--
EBITDA（亿元）	11.54	12.17	11.26	--
经营活动净现金流（亿元）	11.90	7.75	13.65	7.77
营业毛利率(%)	17.41	12.59	9.82	15.63
总资产收益率(%)	4.49	4.49	4.15	--
资产负债率(%)	64.97	65.36	64.21	62.27
总资本化比率(%)	61.62	62.94	61.39	59.48
总债务/EBITDA(X)	6.78	6.67	6.24	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.47	3.42	3.13	--

注：中诚信国际根据 2016~2018 年审计报告及 2019 年前三季度未经审计的财务报表整理；财务数据均使用财务报告期末数。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度财务报告以及公司披露的未经审计的 2020 年 1~3 月财务报表。公司财务报告均采用新会计准则编制。财务数据均使用财务报告期末数。

为计算有息债务，中诚信国际将“其他流动负债”科目中的短期应付债券及短期借款调整至短期

债务。

2019 年，上网电量和电价的增长推动公司营业总收入进一步增加，同时煤炭价格的回落使得公司营业毛利率有所上升，经营性业务盈利能力大幅提升

2019 年，上网电量的增长和上网电价提升使得公司电力业务收入同比增加，进一步推动公司营业总收入增长，同时煤炭价格回落使得公司电力业务及营业毛利率均同比大幅提升。此外，受益于下游供热需求的增长，2019 年公司热力销售收入同比有所增长，受电热成本采用热量法分摊的影响，公司供热业务呈持续亏损状态，但亏损幅度同比大幅下降。

表 8：公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
电力	46.87	59.05	66.75	11.35
热力	3.41	4.64	4.86	0.57
其他	4.36	1.93	2.05	0.26
营业总收入	54.64	65.63	73.66	12.18
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
电力	1.82	9.88	15.53	5.64
热力	-20.22	-17.56	-2.20	-7.02
营业毛利率	2.65	9.96	16.15	11.71

注：2017 年公司其他业务包含煤炭贸易业务收入，2018 年由于公司下属煤矿关停，公司不再进行煤炭贸易业务。2018~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司其他业务收入主要为粉煤灰、渣收入及其他非电收入；各分项加总与合计数不一致，主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，受益于债务规模和融资成本的下降，公司财务费用同比有所减少，带动期间费用及期间费用率均同比下降；同期，公司经营性业务利润同比大幅增加。另外，国电长源河南煤业有限公司（以下简称“河南煤业”）破产清算²，导致公司当期投资收益呈亏损状态。此外，2019 年公司资产减值损失主要为计提的待处置报废资产减值，营业外收入主要为对供应商罚没利得和应付账款核销利得。2019 年，受益于盈利能力的提升，公司 EBIT 和 EBITDA 均同比大幅增长，带动总资产收益率同比

¹ 公司在发行股份及支付现金购买资产的同时，拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行普通股募集配套资金，募集资金总额不超过 16 亿元，预计不超过本次交易中发行股份购买资产交易价格的 100%；募集配套资金发行的普通股不超过本次重组前公司总股本的 30%，即 3.32 亿股。

² 2019 年 7 月，公司发布公告称，河南煤业主要从事煤炭投资、经营业

务。截至 2018 年 11 月末，河南煤业已停止营业，且严重资不抵债，为避免损失扩大，公司作为债权人对河南煤业实施破产清算，2019 年公司不再将其纳入合并范围。河南煤业已于 2019 年 12 月 26 日正式将有关印章、证照、资产和会计档案移交破产管理人。

提升。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，一季度公司上网电量大幅减少，导致营业总收入规模较上年同期减少 40.58%，营业毛利率同比下降 8.15 个百分点，进而使得经营性业务利润和利润总额均较上年同期大幅减少。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	2.67	3.08	2.77	0.62
期间费用率（%）	4.89	4.69	3.75	5.11
经营性业务利润	-1.71	2.78	8.40	0.69
资产减值损失	0.12	0.24	0.17	0.02
投资收益	0.51	0.54	-0.06	-0.03
营业外损益	0.11	-0.11	0.19	0.01
利润总额	-1.22	2.98	8.35	0.66
EBIT	0.72	5.19	10.29	--
EBITDA	6.61	11.43	16.03	--
总资产收益率（%）	0.78	5.54	10.77	--

注：资产减值损失包含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来，公司总债务规模持续减少，所有者权益规模不断增加，杠杆水平持续下降；公司总债务仍以短期债务为主，债务结构有待改善

2019 年，公司固定资产规模受折旧的影响同比减少；同时随着在建项目的推进，公司在建工程规模呈增长态势。流动资产方面，2019 年公司新能源发电装机容量小幅增长，使得应收电价补贴款有所增加，加之公司上网电量的增长导致了应收电费的增加，期末应收账款有所增长。2019 年，公司向金融机构以不附追索权的方式转让了 2.40 亿元应收账款。同时，受益于经营性盈利能力的提升，期末公司货币资金规模同比有所增加。截至 2019 年末，公司受限的货币资金共计 0.02 亿元，占比为 1.29%，主要为保证金。

近年来公司债务规模随着短期债务的逐渐偿还逐年减少，但仍以短期债务为主，且占比不断增加，公司债务结构有待改善。受益于公司利润的积累以及可供出售金融资产重分类为其他权益工具投资并按照公允价值重新计量使得其他综合收益增加，2019 年以来公司所有者权益规模不断增加，

财务杠杆水平持续下降。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司资金支付有所延后，期末货币资金规模有所增加，而营业收入的减少导致应收账款较上年末有所减少。同时，随着短期债务的偿还，公司短期债务占总债务的比重有所下降，债务结构有所改善。

表 10：近年来公司主要资产、负债和权益情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1.71	1.00	1.55	2.89
应收账款	6.10	7.71	8.36	4.72
流动资产	11.65	14.53	14.22	14.76
可供出售金融资产	5.82	5.82	9.24	9.24
固定资产	66.39	65.53	65.29	63.52
在建工程	3.72	1.32	2.27	2.85
无形资产	2.57	2.63	2.46	2.44
非流动资产	81.92	79.09	83.22	82.19
总资产	93.57	93.63	97.44	96.94
应付账款	5.98	4.78	4.80	4.68
其他应付款	2.97	3.01	2.78	3.37
短期债务	28.42	27.39	27.84	22.25
长期债务	19.92	18.76	12.68	16.81
短期债务/长期债务	1.43	1.46	2.20	1.32
总负债	59.45	57.98	53.25	52.36
总债务	48.34	46.16	40.52	39.06
所有者权益合计	34.12	35.65	44.19	44.58
总资本化比率	58.62%	56.42%	47.83%	46.70%

注：可供出售金融资产包含其他权益工具投资。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司经营获现能力大幅提升，能够有效满足投资和筹资需求，偿债能力亦有所增强

2019 年，受益于上网电量的增加、上网电价的提升以及煤炭价格的下降，公司经营活动净现金流同比大幅增加，能够有效满足投资需求。此外，随着在建项目的持续推进以及对外投资的增加，公司投资活动现金仍呈净流出态势，规模维持稳定。同期，公司加大债务偿还力度，使得当期筹资活动现金净流出规模大幅增加。

2019 年以来随着债务规模的下降以及经营性业务盈利能力的提升，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均明显上升。

2020 年一季度，上网电量的减少使得公司经营活动现金净流入规模较上年同期减少 6.21%，同时

项目建设的不断推进以及债务的偿还使得当期投资和筹资活动现金流均保持净流出态势。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	5.74	9.05	16.53	3.15
投资活动净现金流	-4.17	-4.98	-4.83	-0.76
筹资活动净现金流	-0.13	-4.78	-11.17	-1.04
经营活动净现金流利息保障倍数	2.93	4.07	8.23	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	5.82	14.86	34.24	27.67*
EBITDA 利息保障倍数	3.36	5.14	7.98	--
总债务/EBITDA	7.32	4.04	2.53	--

注：加*数据经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道为偿债能力提供了保障；对外担保以及未决诉讼规模较小

截至 2020 年 3 月末，公司从银行获得授信额度 115.13 亿元，未使用额度 81.16 亿元，良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。另外，公司作为 A 股上市公司，具有畅通的资本市场融资渠道。

截至 2020 年 3 月末，公司不存在对外担保情况。同期末，公司涉及 2 起重大诉讼，涉案金额为 2.52 亿元。公司为下属子公司河南煤业 3 笔共计 2.52 亿元贷款本息承担连带担保责任，因河南煤业无力偿还，公司对贷款本息进行了代偿。截至 2020 年 3 月末，公司对持有河南煤业的股权计提减值准备 3.00 亿元。目前河南煤业已进入破产清算程序，中诚信国际将持续关注上述代偿款回收情况。

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值 0.02 亿元，系作为保证金的货币资金，规模较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 6 月 8 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司控股股东实力雄厚，资源协调能力极强，作为

其在湖北省的核心电力企业之一，公司可在煤炭供应和资源获取等方面获得其有力支持

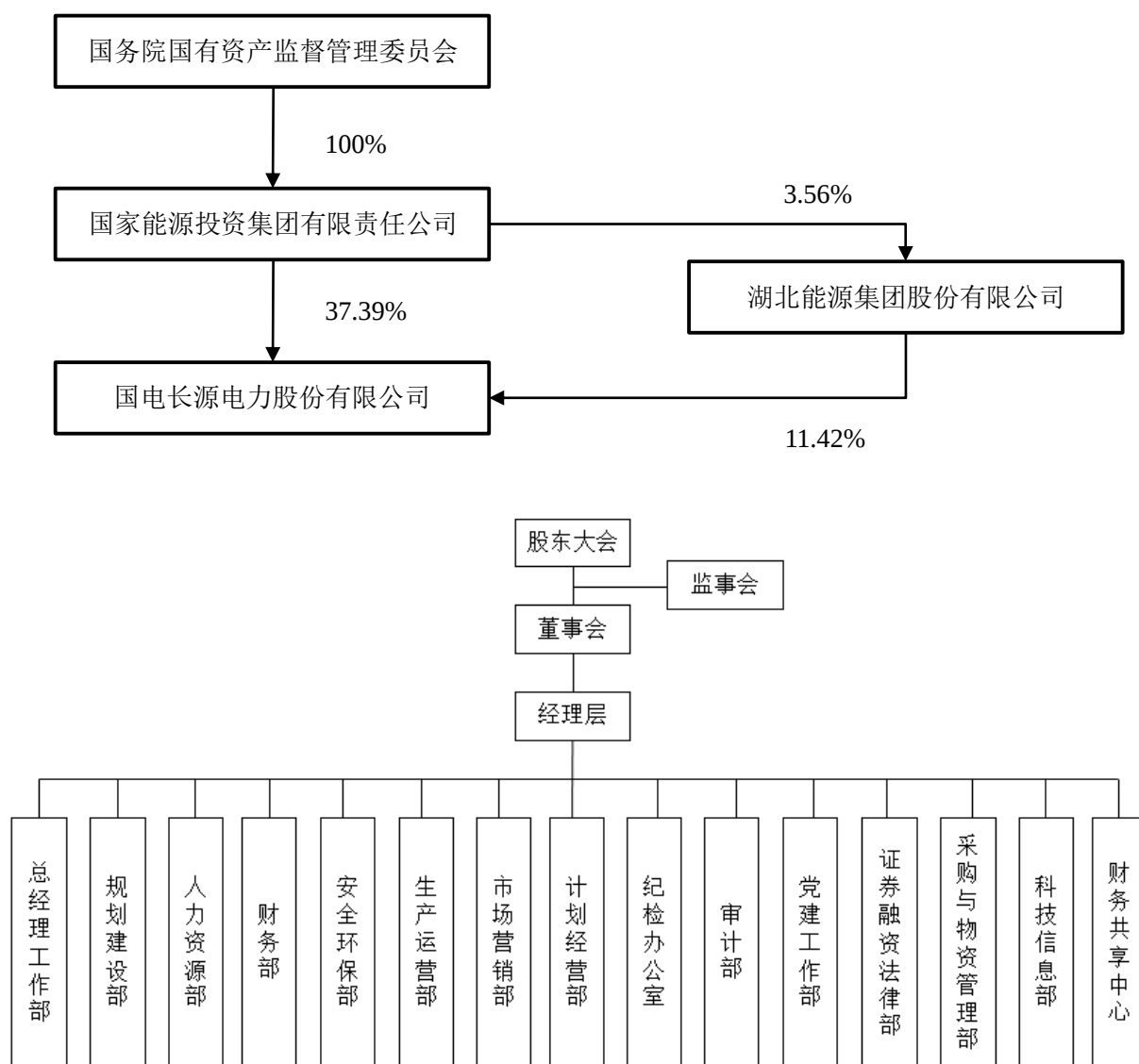
公司控股股东国家能源集团是国务院国资委直属的综合性能源集团，是世界最大的煤炭生产企业、火力发电企业、风力发电企业和煤制油、煤化工企业。2019 年，国家能源集团煤炭产量 5.1 亿吨，煤炭销量 6.7 亿吨，发电量 9,690 亿千瓦时，铁路运量 4.6 亿吨，两港装船量 2.5 亿吨，航运量 1.7 亿吨，化工品产量 1,593 万吨，产业规模优势非常显著。

作为国家能源集团在湖北省的核心电力企业之一，公司在煤炭供应、项目资源获取、人力资源、技术和管理等多方面可获得国家能源集团有力支持。其中煤炭供应方面，2019 年国家能源集团下属企业为公司供应 292.85 万吨煤炭，占当期公司煤炭采购量的 40.64%，稳定的煤炭供应有利于公司降低采购成本、提高盈利能力。此外，公司正在推进重大资产重组，若此次事项能够完成，公司竞争实力将大幅提升。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持国电长源电力股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“20 长源 01”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：国电长源电力股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：国电长源电力股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	17,063.16	10,030.56	15,463.49	28,914.51
应收账款净额	60,982.96	77,114.95	83,572.82	47,225.07
其他应收款	1,588.38	1,411.77	506.92	1,096.58
存货净额	24,292.51	32,733.34	21,598.18	22,760.56
长期投资	71,246.70	72,319.99	106,559.35	106,293.98
固定资产	663,916.58	655,315.24	652,920.42	635,224.39
在建工程	37,215.30	13,230.05	22,704.00	28,536.34
无形资产	25,685.28	26,309.65	24,554.29	24,357.42
总资产	935,679.93	936,256.93	974,365.92	969,405.40
其他应付款	29,738.93	30,096.56	27,837.39	33,713.20
短期债务	284,161.13	273,927.59	278,397.47	222,484.46
长期债务	199,200.52	187,642.28	126,754.70	168,084.70
总债务	483,361.64	461,569.87	405,152.17	390,569.16
净债务	466,298.48	451,539.31	389,688.68	361,654.65
总负债	594,502.63	579,773.72	532,495.98	523,611.07
费用化利息支出	19,466.32	22,079.76	19,413.38	--
资本化利息支出	167.76	168.51	679.35	--
所有者权益合计	341,177.29	356,483.21	441,869.94	445,794.33
营业总收入	546,403.53	656,253.74	736,610.74	121,804.77
经营性业务利润	-17,101.94	27,758.21	83,998.23	6,925.09
投资收益	5,080.70	5,402.94	-562.62	-265.37
净利润	-12,173.78	21,563.57	59,126.08	3,924.39
EBIT	7,221.55	51,888.28	102,891.25	--
EBITDA	66,064.48	114,265.78	160,331.23	--
经营活动产生现金净流量	57,441.82	90,473.79	165,275.86	31,470.99
投资活动产生现金净流量	-41,716.97	-49,750.49	-48,278.98	-7,624.63
筹资活动产生现金净流量	-1,293.31	-47,805.90	-111,713.94	-10,395.34
资本支出	44,822.47	49,927.18	58,040.99	7,624.63
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	2.65	9.96	16.15	11.71
期间费用率(%)	4.89	4.69	3.75	5.11
EBITDA 利润率(%)	12.09	17.41	21.77	--
总资产收益率(%)	0.78	5.54	10.77	--
净资产收益率(%)	-3.45	6.18	14.81	3.54*
流动比率(X)	0.30	0.37	0.36	0.43
速动比率(X)	0.23	0.29	0.31	0.36
存货周转率(X)	25.45	20.72	22.74	19.39*
应收账款周转率(X)	9.10	9.50	9.17	7.45*
资产负债率(%)	63.54	61.92	54.65	54.01
总资本化比率(%)	58.62	56.42	47.83	46.70
短期债务/总债务(%)	58.79	59.35	68.71	56.96
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	0.20	0.41	0.32*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.20	0.33	0.59	0.57*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.93	4.07	8.23	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.82	14.86	34.24	27.67*
总债务/EBITDA(X)	7.32	4.04	2.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.23	0.42	0.58	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.36	5.14	7.98	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.37	2.33	5.12	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、财务数据均为财务报告期末数；3、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债的短期应付债券及短期借款调整至短期债务；4、将研发费用计入管理费用；5、其他应付款不包含应付利息和应付股利；6、由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分指标无法计算；7、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务 =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。