

甘肃电投能源发展股份有限公司面向专业投资者 公开发行 2020 年公司债券跟踪评级报告（2021）

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 17 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。

■ 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和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 [2021]跟踪 0325 号

甘肃电投能源发展股份有限公司：

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 甘电债”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月十七日

评级观点：中诚信国际维持甘肃电投能源发展股份有限公司（以下简称“甘肃电投”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘肃国投”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 甘电债”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了甘肃国投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了跟踪期内公司机组利用效率和获现能力进一步提升、偿债指标有所优化、财务杠杆水平下降、短期资本支出压力不大和较强的担保实力等优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到自然条件以及电量消纳情况等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

甘肃电投（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	191.40	189.80	190.37	181.12
所有者权益合计（亿元）	61.97	71.34	74.95	74.86
总债务（亿元）	124.21	114.52	112.07	103.87
营业总收入（亿元）	23.06	22.68	22.65	3.64
净利润（亿元）	5.08	4.85	5.17	-0.11
EBITDA（亿元）	19.13	18.46	18.25	--
经营活动净现金流（亿元）	13.71	15.31	16.13	2.99
资产负债率（%）	67.62	62.41	60.63	58.67
甘肃国投（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	2,668.74	2,758.65	2,794.54	2,844.08
所有者权益合计（亿元）	1,014.58	1,051.33	1,091.07	1,117.57
总债务（亿元）	1,202.22	1,254.50	1,201.07	1,210.03
营业总收入（亿元）	2,410.36	2,651.79	2,811.11	553.80
净利润（亿元）	18.72	25.30	22.84	14.09
EBITDA（亿元）	123.21	145.37	138.61	--
经营活动净现金流（亿元）	146.04	111.49	165.12	20.38
资产负债率（%）	61.98	61.89	60.96	60.71

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **2020 年机组利用效率同比提升。**受益于来水量情况较好和新能源消纳政策的落实，2020 年公司各电源类型机组利用效率均同比提升。
- **获现能力进一步提升，偿债指标有所优化。**2020 年公司经营活动净现金流保持增长，其对债务本息的覆盖能力均有所提升。
- **杠杆水平持续下降，短期资本支出压力不大。**2020 年公司债务规模进一步下降，加之利润累积使得公司所有者权益规模增

同行业比较

公司名称	控股装机容量（万千瓦）	发电量（亿千瓦时）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	营业毛利率（%）
赣能股份	151.57	74.54	79.89	36.97	26.77	20.78
甘肃电投	263.97	95.55	190.37	60.63	22.65	45.85

注：“赣能股份”为“江西赣能股份有限公司”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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 甘电债	AAA	AAA	2020/7/2	10.00	10.00	2020/12/16~2025/12/16 (3+2)	附设第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

注：“20 甘电债”由甘肃国投提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

长，财务杠杆水平有所下降。目前公司在建项目已接近尾声，短期内资本支出压力不大。

- **担保实力较强。**甘肃国投作为甘肃省国有资产投资运营最重要的主体，在甘肃省国有经济发展中具有重要作用，综合实力极强，能够为“20 甘电债”的偿还提供强有力的保障。

关注

- **对自然条件较为敏感。**公司在运机组中水电占比较大，且具有调节能力的机组相对较少，水电发电量受区域来水情况的变化影响较大。另外，公司风电受区域来风等自然条件影响也较大。
- **电量消纳情况。**受区域电力供需不平衡、配套电网建设不同步等因素的影响，甘肃地区电量消纳问题较为严重，限电情况高于全国平均水平。中诚信国际将持续关注外送通道投产以及受端省份用电需求等因素对公司电量消纳的影响。

评级展望

中诚信国际认为，甘肃电投能源发展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。**公司装机容量显著提升，盈利大幅增长且具有可持续性。
- **可能触发评级下调因素。**受行业影响，电力消纳情况大幅降低，上网电价大幅下行，盈利水平持续显著下降。

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

截至 2021 年 3 月末，公司债券募集资金使用情况如下：

表 1：公司募集资金使用情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	已用金额	资金用途	用途是否变更
20 甘电债	10.00	10.00	偿还到期公司债券，补充流动资金	否

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心

CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对

地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年以来，西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题，但电价让利幅度持续收窄。预计未来水电装机将保持一定增速，但大型水电集中投产以及外送建设进度或将影响水电机组利用效率的进一步提升

随着大型水电机组于“十二五”期间陆续投产，剩余待开发水电大多项目开发条件和经济性较差，我国水电装机增速持续下降；2020年以来，乌东德和白鹤滩等大型水电站已逐步进入投产期，带动年末我国水电装机增速大幅回升，预计未来短期内我国水电装机将保持一定增速。

用电需求方面，近年来，受益于消纳政策效用的不断显现，水电利用小时数整体呈上升态势。但2020年以来，西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题，且随着大型水电站进入集中投产期，外送通道建设及省间壁垒等问题仍得不到有效解决，西南水电消纳的持续改善仍有较大压力。

¹其中，国家三部委于2018年6月1日发布的《关于2018年光伏发电有关事项的通知》（发改能源〔2018〕823号）称暂不安排2018年普通光伏电站建设规模。

²通知称，对于2018年底之前核准的陆上风电项目，2020年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019年1月1日至2020年底前核准的陆

电价方面，近年来水电企业标杆上网电价受电价政策影响不大，受市场化交易让利幅度收窄等因素影响，行业内企业平均上网电价整体呈现回升态势。未来市场化程度的进一步放开仍将会给水电企业的上网电价造成一定下行压力，但由于水电电价水平较低，其在市场化交易中仍具有较大竞争力。

中诚信国际认为，未来随着大型水电逐步进入投产期，短期内我国水电装机将保持一定增速。2020年以来，西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题，且大型水电集中投产以及外送建设进度相对滞后等因素，将使得西南水电消纳的持续改善仍面临较大压力。目前水电电价让利幅度已有所收窄，未来电价进一步大幅下降可能性较小。

2020年以来，促消纳等政策落地使新能源机组利用效率持续改善，区域布局不断优化。政策调控和平价上网的加速推进导致短期内的风光装机增速分化，但平均上网电价整体将继续下降

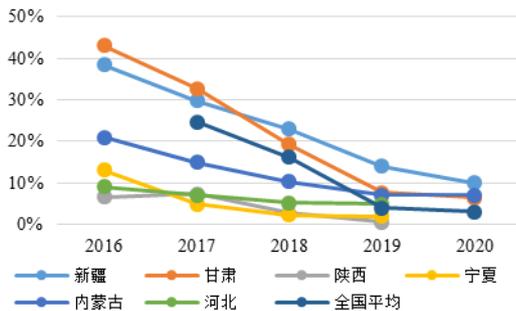
随着资源富集区域弃光、弃风率的大幅提升，政府出台一系列举措限制不达标区域新增项目建设¹，受此影响，风电及光伏装机增速自2016年以来整体呈下降态势。2019年5月21日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》²使得2019年下半年以来风电市场出现大规模“抢装潮”，大部分新增装机于2020年四季度显现，带动当期末国内风电装机规模大幅提升。未来随着结转延续的抢装项目、海上风电的抢装以及平价大基地项目的陆续建成投产，加之补贴问题逐步得到解决、技术的进一步成熟使得整体造价下降，整体将支撑十四五期间的风电及光伏装机规模快速增长，同时区域消纳的好转和外送通道的陆续投运也将使得新增风光装机逐步回归风光资源丰富的三北地区。

近年来，我国风电及光伏发电过快的装机增速及不合理的区域布局引发了弃风、弃光限电问题，

上风电项目，2021年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自2021年1月1日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。对2018年底前已核准的海上风电项目，如在2021年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。

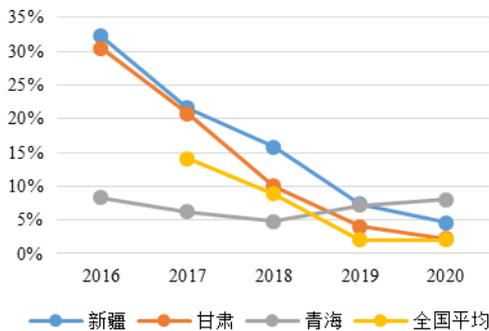
导致新疆和甘肃等资源富集区域的弃风和弃光率超过30%。但受益于国家多项消纳政策的不断落实，风电及光伏设备平均利用小时数持续回升，弃风率及弃光率也不断降低。在国家碳达峰和碳中和目标的推动下，未来新能源装机的大幅增加或将给其上网消纳带来较大压力。

图 1：近年来我国部分省份弃风率情况（%）



资料来源：国家能源局，中诚信国际整理

图 2：近年来我国部分省份弃光率情况（%）



资料来源：国家能源局，中诚信国际整理

上网电价方面，近年来国家不断推进2020年风电及光伏发电侧平价上网，多次下调标杆上网电价，并开始推行竞争方式配置新建项目，加之部分区域一开始推行新能源的市场化交易，整体将影响未来风电及光伏平均上网电价继续呈下降趋势。

近年来，政府出台大量政策扶持海上风电的发展。在陆上风电上网标杆电价陆续下调的背景下，政策明确近海风电和潮间带风电项目标杆上网电价如在2021年底前全部机组完成并网的仍将继续维持原批复电价，明确的装机规模目标及电价政策为海上风电的发展提供了有力支持。

中诚信国际认为，受政策影响，我国2020年风

电及光伏装机规模均明显提升，但平价上网的持续推进将使得上网电价呈持续下降态势。

2020年甘肃省经济保持稳定增长，区域发电量及用电量均同比增加，新能源消纳问题有所缓解

近年来甘肃省国内生产总值保持增长，根据甘肃省统计局数据，2020年甘肃省地区生产总值(GDP)同比增长3.9%，其中第一、二、三产业增加值分别同比增长5.4%、5.9%和2.2%。经济增长带动2020年全省全社会用电量同比增长6.8%。同期，全省发电量同比增长7.91%。

近年来甘肃省出台了一系列政策以解决区域内电力供需矛盾，加之青海—河南±800千伏特高压直流输电工程外送通道的建设完成，省内新能源消纳问题有所缓解，2020年新能源机组利用率为95.28%，同比提升1.63个百分点。但受区域电力供需不平衡、配套电网建设不同步等因素的影响，甘肃地区电量消纳问题仍较为严重。中诚信国际将持续关注外送通道投产以及受端省份用电需求等因素对区域电力企业所发电量消纳的影响。

2020年以来，公司装机容量维持稳定，受益于来水情况较好和消纳政策落实，2020年各类型机组利用效率均有提升；受市场化交易影响，公司上网电价有所波动

公司在运机组均为清洁能源机组，2020年以来，控股及权益装机容量均维持稳定。此外，截至2021年3月末，公司还负责托管控股股东甘肃省电力投资集团有限责任公司（以下简称“甘肃电投集团”）15.70万千瓦水电和光伏。

表 2：近年来公司装机结构情况（万千瓦）

指标	2018	2019	2020	2021.3
在运发电机组权益装机容量	275.09	265.30	265.30	265.30
可控装机容量	263.97	263.97	263.97	263.97
其中：水电	170.02	170.02	170.02	170.02
风电	80.35	80.35	80.35	80.35
光伏	13.60	13.60	13.60	13.60
水电占比（%）	64.41	64.41	64.41	64.41
风电占比（%）	30.44	30.44	30.44	30.44

光伏占比 (%)	5.15	5.15	5.15	5.15
----------	------	------	------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年受益于九甸峡公司和洮河公司等机组所处流域来水同比较好，公司水电机组利用效率进一步增长，推动发电量及上网电量同比增加。同期，受益于超发水电市场化调度政策的实施³，公司超发水电已全部通过市场化交易予以消纳，无弃水情况，且水电机组利用效率持续高于全国平均水平。此外，受益于新能源促消纳政策的不断落实，2020 年公司新能源机组利用效率继续提升，但由于机组所在区域限电弃风率较高，公司风电机组利用效率仍低于全国平均水平。2021 年一季度，公司水电机组利用效率及发电量均基本维持稳定。同期，受益于消纳持续改善以及公司风电场所处区域风资源优于去年同期，公司风电机组利用效率较上年同期有所提升，发电量较上年同期增加 12.81%。但由于公司光伏电站所处区域光资源有所下降同时弃光率较去年同期增加，光伏机组利用效率较上年同期有所下降，使得光伏发电量较上年同期减少 11.86%。

上网电价方面，2020 年受市场化交易规模继续提升的影响⁴，公司水电和风电机组上网电价均同比有所下降，对公司盈利能力造成一定影响。2021 年一季度，由于甘肃省一季度未开展现货交易，公司各类机组上网电价均较上年同期有所提升。新能源补贴方面，截至 2020 年末，公司尚有 10.05 亿元风电及光伏电价补贴款未到位。

表 3：近年来公司电力运营情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
发电量 (亿千瓦时)	86.82	89.66	95.55	13.28
水电	72.40	73.57	77.99	9.15
风电	12.52	13.96	15.22	3.61
光伏	1.90	2.13	2.34	0.52
上网电量 (亿千瓦时)	85.29	88.17	94.04	13.02

³ 2020 年 7 月 9 日，甘肃电力交易中心电力交易平台公开发布了《甘肃省工业和信息化厅关于开展超发水电市场化调度（交易）试行工作的复函》（甘工信函〔2020〕99 号），明确省电力主管部门根据省内电力供需平衡情况制定各类电源年度优先发电预案。由调度机构核定各水电厂优先发电量。各水电厂实际发电超出省内优先发电预案的电量视为水电超发电量，15 兆瓦以上水电企业超发电量应通过电力市场交易取得发电合同。水电超发按《甘肃省电力中长期交易规则（暂行）》参与电力交易。原则上，水电超发通过跨省跨区外送交易方式消纳，也可以参与省

水电	70.95	72.17	76.53	8.92
风电	12.46	13.90	15.18	3.59
光伏	1.88	2.10	2.33	0.51
设备平均利用小时数 (小时)	3,286	3,465	3,698	513
水电	4,392	4,464	4,732	555
风电	1,558	1,738	1,910	450
光伏	1,402	1,570	1,728	377
平均上网电价 (元/千瓦时, 含税)	--	--	--	--
水电	0.2758	0.2562	0.2361	0.2523
风电	0.4043	0.3663	0.3485	0.3712
光伏	0.8449	0.7472	0.8069	0.8274
市场化交易电量 (亿千瓦时)	41.99	45.73	78.75	12.71
水电	31.91	34.43	65.59	9.24
新能源	10.08	11.30	13.16	3.47

注：受统计口径影响，上表部分数据与往期披露不一致。

资料来源：公司提供

公司在建项目已接近尾声，装机容量有望进一步提升，短期内无投资压力

截至 2021 年 3 月末，公司在建项目为神树水电站项目，该项目主体工程已全部完工，涉及的生态环境问题已全部整改并通过相关部门的验收，目前正在进行发电前的相关验收工作，短期内无投资压力。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司在建电力项目情况

(万千瓦、亿元)

项目名称	装机规模	总投资	已投入	2021 年 4~12 月计划投入
神树水电站	5.20	11.44	11.67	0.31

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的无保留意见的 2018 年财务报告⁵、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的无保留意见 2019~2020 年财务报告以及公司

内电力直接交易（增量）、自备电厂发电权转让交易、水-火合同转让交易。

⁴ 公司新能源机组参与甘肃省内及省外市场化交易，其包含大用户直供、发电权置换以及外送电量交易。

⁵ 根据公司业务需要，经公司第七届董事会第三会议、第七届监事会第三会议、2020 年第一次临时股东大会审议通过，公司将 2019 年度财务审计及内部控制审计机构由瑞华会计师事务所变更为大信会计师事务所。

披露的未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司财务报表均为合并口径，财务数据均使用财务报告期末数。为计算有息债务，中诚信国际将租赁负债及长期应付款中的融资租赁款计入长期债务；将其他流动负债中的拆借款计入短期债务。

2020 年公司经营性业务盈利能力同比提升；2021 年一季度，公司季节性亏损，但亏损幅度较上年同期有所收窄

公司主营业务突出，电力板块收入占总收入的比重维持在 99% 以上。2020 年公司营业总收入和营业毛利率均基本维持稳定。2021 年一季度，上网电价的上升带动营业总收入及毛利率均较上年同期有所增长。

表 5：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
电力业务收入	22.89	22.59	22.54	3.63
其他业务收入	0.17	0.08	0.11	0.01
营业总收入	23.06	22.68	22.65	3.64
电力业务毛利率	48.24	45.86	45.61	26.90
其他业务毛利率	94.31	94.48	93.48	95.55
营业毛利率	48.59	46.04	45.85	27.11

注：部分年度各板块业务收入加总与营业总收入不一致，系四舍五入所致；公司其他收入主要为汽车租赁、固定资产出租、托管及代维费、CDM 业务等业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用中主要为财务费用，2020 年以来，债务规模的下降带动财务费用同比小幅下降，进而推动期间费用以及期间费用率均进一步下降。

2020 年，受益于期间费用的较好控制，公司经营业务利润同比有所增加。此外，2020 年公司参股的国投甘肃小三峡发电有限公司和甘肃电投集团财务有限公司等企业维持稳定运营，所产生的投资收益为公司利润形成补充。2021 年一季度，由于水电站所处流域处于枯水期，公司呈季节性亏损，但受益于上网电价的上升，公司亏损幅度较上年同期有所减少。

2020 年，费用化利息支出的减少使得公司 EBIT、EBITDA 和总资产收益率等盈利指标均同比小幅减少。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	6.05	5.60	5.04	1.18
期间费用率	26.23	24.68	22.24	32.28
经营性业务利润	4.85	4.57	5.12	-0.21
投资收益	0.79	0.98	0.89	0.17
利润总额	5.80	5.61	5.96	-0.04
EBIT	11.60	10.92	10.74	--
EBITDA	19.13	18.46	18.25	--
总资产收益率	5.95	5.73	5.65	--

注：由于缺乏相关数据，2021 年 1~3 月部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来公司债务规模有所减少，加之利润累积推动所有者权益规模增长，财务杠杆水平同比下降

2020 年以来公司无重大在建项目投产，随着折旧的计提，期末固定资产规模有所减少。公司流动资产主要为货币资金及应收账款。受发行公司债券影响，2020 年末公司货币资金规模同比增加，且其中 0.04 亿元为票据保证金；同时，新能源上网电量的增长推动期末公司应收补贴款进一步增加。受以上因素综合影响，截至 2020 年末，公司总资产规模有所增加。2021 年 3 月末，受偿还银行借款影响，公司货币资金有所减少，进而使得总资产规模有所减少。

随着到期债务陆续偿还，2020 年以来，公司总债务规模持续下降，其中以长期债务为主，债务结构合理。受益于利润的累积，公司所有者权益规模保持增长，财务杠杆水平有所下降。2021 年一季度，受亏损影响，公司所有者权益小幅减少，但随着债务的偿付，财务杠杆水平进一步下降。

表 7：近年来公司主要资产、负债及权益情况（亿元、%）

指标	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4.67	8.86	14.44	7.56
应收账款	7.30	9.92	11.33	12.67
流动资产	20.39	24.47	30.90	23.22
固定资产	149.33	142.62	136.03	134.16
在建工程	10.92	11.86	12.54	12.73
非流动资产	171.01	165.33	159.47	157.90
总资产	191.40	189.80	190.37	181.12
短期债务	12.54	18.95	16.70	9.12
长期债务	111.67	95.57	95.38	94.75
短期债务/长期债务 (X)	0.11	0.20	0.18	0.10

总债务	124.21	114.52	112.07	103.87
所有者权益	61.97	71.34	74.95	74.86
总资本化比率	66.71	61.62	59.93	58.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司经营获现能力保持增长，加之债务规模减少，公司偿债能力有所提升

2020 年公司银行承兑汇票贴现规模增加，使得经营活动净现金流同比小幅增长。同时，受投资放缓影响，公司投资活动流出规模有所减少。2019 年，公司实施 6 亿元债转股，2020 年公司发行 10 亿元公司债，受此综合影响，筹资活动现金流量净额规模基本维持稳定。

2020 年，受益于债务规模减少以及经营活动净现金流增加，公司 EBITDA 及经营活动净现金流相关偿债指标均有所提升。总体来看，公司偿债能力较好。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	13.71	15.31	16.13	2.99
投资活动净现金流	-1.39	-1.76	-1.21	-0.33
筹资活动净现金流	-13.97	-9.40	-9.34	-9.54
经营活动净现金流/总债务	0.11	0.13	0.14	0.12*
经调整的经营净现金流/总债务（%）	5.71	8.30	8.37	7.19*
经营活动净现金流/利息支出	2.24	2.71	3.11	--
EBITDA 利息保障倍数	3.12	3.27	3.51	--
总债务/EBITDA	6.49	6.20	6.14	--

注：由于缺乏相关数据，2021 年一季度部分财务指标无法计算；带“*”号指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

畅通的融资渠道对公司偿债能力提供一定支持，公司受限资产规模尚可，无对外担保和重大未决诉讼

公司为 A 股上市公司，拥有股权融资渠道。同时，截至 2021 年 3 月末，公司通过控股股东甘肃电投集团间接获得银行授信 241.52 亿元，其中尚未使用的授信 46.65 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 22.72 亿元，占期末总资产的比重为 12.54%，主要为公司为取得借款所抵

押的固定资产。

截至 2021 年 3 月末，公司无重大未决诉讼及对外担保事项。

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，2018 年~2021 年 4 月 25 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

公司作为甘肃电投集团以清洁能源为主的唯一资本运作平台，在技术、资源、品牌优势和融资等方面得到了股东的支持

公司控股股东甘肃电投集团为省政府出资设立的国有大型投资公司，是省政府确定的国有资本投资公司改组试点单位，现有能源和现代服务业两大产业，是甘肃省内权益发电装机最大的电力投资企业，具有一定规模优势。截至 2020 年末，甘肃电投集团控参股建成及在建电源项目 61 个，权益装机容量 1,106.1 万千瓦（已建成 900.9 万千瓦，在建 205.2 万千瓦）。

公司为甘肃电投集团唯一的上市资本运作平台，还负责托管甘肃电投集团尚未达到上市条件的水电和光伏资产。2020 年公司营业总收入和经营活动现金净流入分别占甘肃电投集团的 31.13% 和 61.77%，在其经营中地位重要。

偿债保障措施

“20 甘电债”本息的到期兑付均由甘肃省国有资产投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

甘肃国投是甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”）出资组建的有限责任公司，截至 2021 年 3 月末，甘肃国投实收资本为 123.13 亿元，控股股东及实际控制人均为甘肃省国资委。甘肃国投作为甘肃省国有资产投资

运营最重要的主体，甘肃省国资委陆续将甘肃省优质股权无偿划转至甘肃国投。甘肃国投下属核心子公司金川集团股份有限公司有色金属矿产资源储备丰富，是集采、选、冶、化工配套的大型有色冶金企业；甘肃电投集团为甘肃省内权益发电装机最大的电力投资企业；甘肃省农垦集团有限责任公司是全国拥有土地面积最大的农业企业之一。

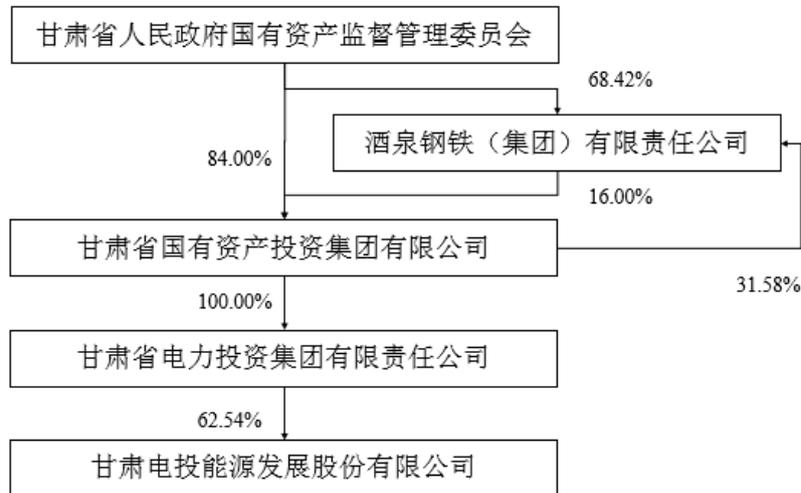
截至 2021 年 3 月末，甘肃国投总资产为 2,844.08 亿元，所有者权益合计为 1,117.57 亿元，资产负债率为 60.71%；2020 年，甘肃国投实现营业收入 2,811.11 亿元，净利润为 22.84 亿元，经营活动净现金流为 165.12 亿元。

综上所述，中诚信国际维持甘肃省国有资产投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为甘肃国投具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“20 甘电债”的按期偿还提供有力保障。

评级结论

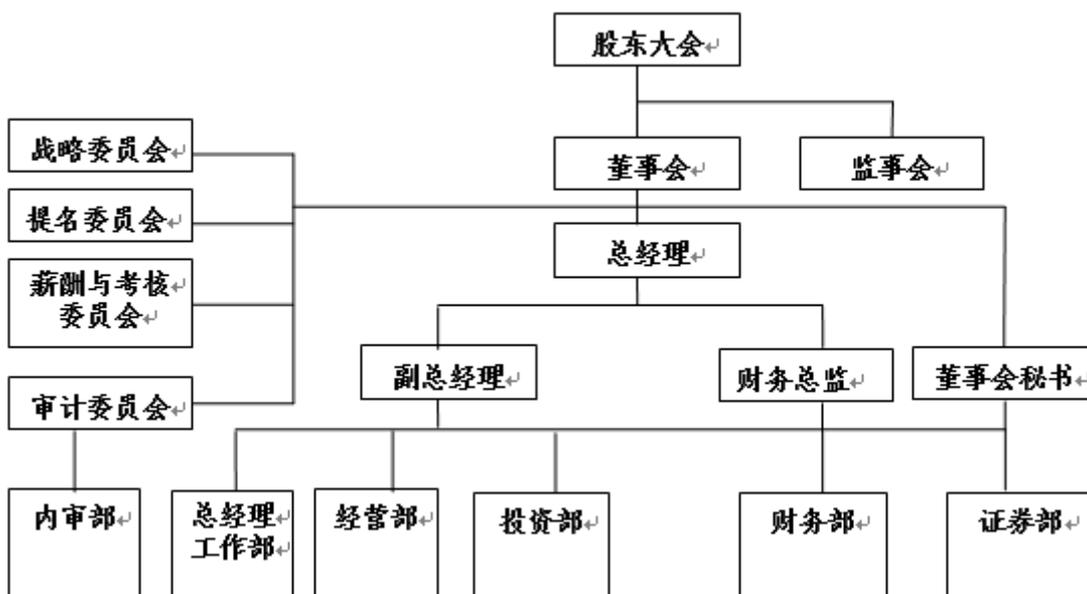
综上所述，中诚信国际维持甘肃电投能源发展股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 甘电债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：甘肃电投能源发展股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



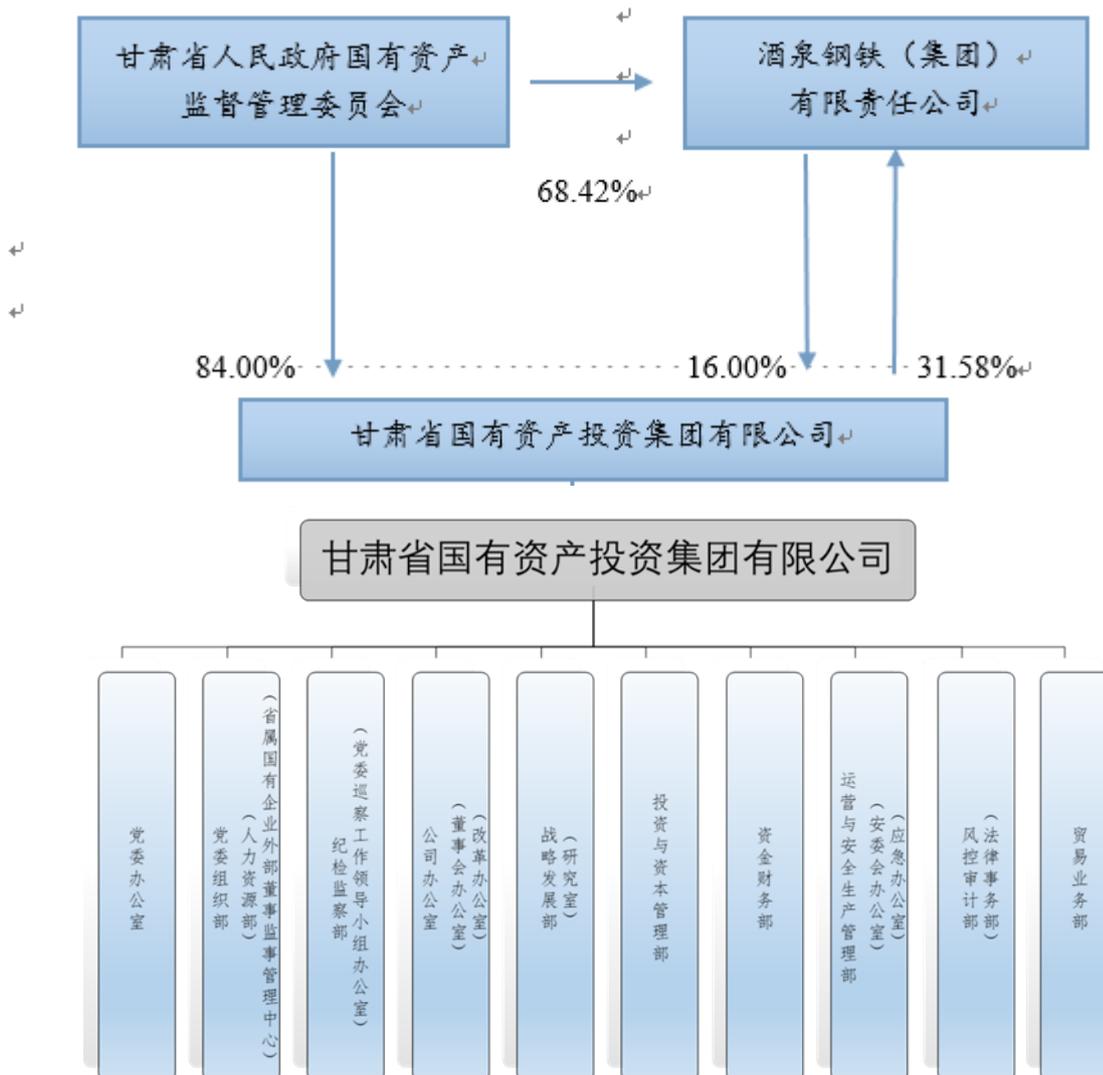
子公司名称	持股比例（%）
甘肃电投河西水电开发有限责任公司	96.62
甘肃电投洮河水电开发有限责任公司	100.00
甘肃电投炳灵水电开发有限责任公司	90.00
甘肃电投九甸峡水电开发有限责任公司	59.40
甘肃电投大容电力有限责任公司	100.00
甘肃酒泉汇能风电开发有限责任公司	100.00
甘肃电投新能源汽车技术服务有限公司	100.00

注：上表为截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内二级子公司情况。



资料来源：公司提供

附二：甘肃省国有资产投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：甘肃国投公告

附三：甘肃电投能源发展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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	46,661.56	88,583.51	144,363.12	75,570.52
应收账款净额	73,033.12	99,185.48	113,254.08	126,746.55
其他应收款	53.45	4.18	24.45	40.81
存货净额	623.21	749.41	528.19	582.77
长期投资	64,243.38	67,633.59	71,852.93	74,188.37
固定资产	1,493,261.77	1,426,236.56	1,360,293.08	1,341,613.34
在建工程	109,161.15	118,643.22	125,398.02	127,337.66
无形资产	21,231.15	21,180.61	20,602.28	20,448.58
总资产	1,914,037.31	1,898,024.67	1,903,708.90	1,811,194.35
其他应付款	17,687.39	15,822.24	11,948.77	11,480.61
短期债务	125,366.18	189,459.40	166,958.89	91,235.60
长期债务	1,116,726.64	955,717.86	953,766.51	947,505.71
总债务	1,242,092.82	1,145,177.26	1,120,725.40	1,038,741.31
净债务	1,195,431.26	1,056,593.75	976,362.29	963,170.80
总负债	1,294,307.81	1,184,623.08	1,154,256.60	1,062,558.53
费用化利息支出	57,911.02	53,095.74	47,713.97	--
资本化利息支出	3,363.69	3,381.15	4,225.89	--
所有者权益合计	619,729.50	713,401.60	749,452.30	748,635.82
营业总收入	230,594.19	226,760.39	226,492.77	36,431.00
经营性业务利润	48,470.64	45,670.93	51,225.46	-2,094.66
投资收益	7,874.25	9,832.32	8,884.57	1,684.83
净利润	50,803.88	48,521.26	51,742.68	-1,061.07
EBIT	115,960.69	109,229.34	107,353.23	--
EBITDA	191,287.46	184,574.03	182,542.51	--
经营活动产生现金净流量	137,086.05	153,122.56	161,337.17	29,877.40
投资活动产生现金净流量	-13,897.33	-17,590.41	-12,120.70	-3,310.34
筹资活动产生现金净流量	-139,726.82	-94,047.88	-93,386.72	-95,401.77
资本支出	32,729.51	26,030.88	17,788.99	2,889.46

财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	48.59	46.04	45.85	27.11
期间费用率(%)	26.23	24.68	22.24	32.28
EBITDA 利润率(%)	82.95	81.40	80.60	--
总资产收益率(%)	5.95	5.73	5.65	--
净资产收益率(%)	8.32	7.28	7.07	-0.57*
流动比率(X)	1.19	1.09	1.55	2.02
速动比率(X)	1.18	1.09	1.55	2.01
存货周转率(X)	259.88	178.30	192.00	191.21*
应收账款周转率(X)	3.70	2.63	2.13	1.21*
资产负债率(%)	67.62	62.41	60.63	58.67
总资本化比率(%)	66.71	61.62	59.93	58.12
短期债务/总债务(%)	10.09	16.54	14.90	8.78
经营活动净现金流/总债务(X)	0.11	0.13	0.14	0.12*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.09	0.81	0.97	1.31*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.24	2.71	3.11	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.71	8.30	8.37	7.19*
总债务/EBITDA(X)	6.49	6.20	6.14	--
EBITDA/短期债务(X)	1.53	0.97	1.09	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.12	3.27	3.51	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.89	1.93	2.07	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、由于缺乏相关数据，2021年1-3月部分财务指标无法计算；3、带“*”指标已经年化处理；4、为计算有息债务，中诚信国际将租赁负债及长期应付款中的融资租赁款计入长期债务；将其他流动负债中的内部拆借款计入短期债务。

附四：甘肃省国有资产投资集团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)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2,858,969.10	2,786,101.56	3,313,444.83	3,438,993.22
应收账款	890,392.72	927,571.17	1,005,084.75	1,013,070.35
其他应收款	1,319,531.77	1,310,612.41	1,253,862.50	1,234,880.16
存货	2,620,529.91	2,845,096.18	2,886,775.25	3,051,978.95
长期投资	5,339,250.07	5,628,390.00	5,732,408.15	5,787,037.56
在建工程	1,644,255.95	1,645,718.36	1,324,390.39	1,385,709.44
无形资产	1,517,520.22	1,491,583.84	1,385,068.00	1,382,363.94
总资产	26,687,387.79	27,586,462.62	27,945,383.93	28,440,758.08
其他应付款	1,144,951.43	1,003,421.06	1,132,287.27	1,099,816.12
短期债务	5,210,169.51	4,864,249.99	4,309,329.54	4,593,623.40
长期债务	6,812,018.27	7,680,783.69	7,701,417.97	7,506,703.52
总债务	12,022,187.78	12,545,033.68	12,010,747.51	12,100,326.92
总负债	16,541,589.67	17,073,147.16	17,034,722.83	17,265,043.57
费用化利息支出	393,127.85	404,156.50	412,665.98	--
资本化利息支出	45,179.45	35,385.50	23,662.10	--
实收资本	1,231,309.99	1,231,309.99	1,231,309.99	1,231,309.99
少数股东权益	3,710,255.79	3,968,926.43	4,270,687.76	4,360,933.60
所有者权益合计	10,145,798.12	10,513,315.46	10,910,661.10	11,175,714.51
营业总收入	24,103,599.47	26,517,860.55	28,111,085.39	5,538,027.79
经营性业务利润	545,383.61	417,759.60	580,904.07	150,329.69
投资收益	114,358.32	131,445.58	76,928.12	57,581.58
净利润	187,166.14	252,997.68	228,390.52	140,860.96
EBIT	727,389.98	818,608.92	760,863.15	--
EBITDA	1,232,050.61	1,453,676.98	1,386,053.50	--
销售商品、提供劳务收到的现金	26,686,636.37	27,757,476.14	28,212,997.21	6,269,774.43
收到其他与经营活动有关的现金	734,358.48	1,176,985.56	895,051.63	137,302.43
购买商品、接受劳务支付的现金	23,763,941.05	25,237,377.95	24,670,156.04	5,650,221.56
支付其他与经营活动有关的现金	969,055.57	1,272,441.65	1,392,743.59	205,451.91
吸收投资收到的现金	14,312.31	137,903.19	389,911.72	8,788.10
资本支出	668,580.83	680,539.85	651,013.37	99,087.69
经营活动产生现金净流量	1,460,389.90	1,114,850.78	1,651,216.56	203,785.67
投资活动产生现金净流量	-515,448.48	-640,567.79	-862,163.19	-258,610.83
筹资活动产生现金净流量	-46,258.15	-584,036.74	-343,996.91	205,138.29
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	6.06	5.48	5.84	8.51
期间费用率(%)	3.60	3.76	3.61	5.39
应收类款项/总资产(%)	9.45	9.37	9.02	8.81
收现比(X)	1.11	1.05	1.00	1.13
总资产收益率(%)	2.81	3.02	2.74	--
资产负债率(%)	61.98	61.89	60.96	60.71
总资本化比率(%)	54.23	54.41	52.40	51.99
短期债务/总债务(X)	0.43	0.39	0.36	0.38
FFO/总债务(X)	0.12	0.10	0.12	0.07
FFO 利息倍数(X)	3.24	2.93	3.28	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.33	2.54	3.78	--
总债务/EBITDA(X)	9.76	8.63	8.67	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.30	0.32	--
货币资金/短期债务(X)	0.55	0.57	0.77	0.75
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.81	3.31	3.18	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告以及甘肃国投提供的未经审计的 2021 年一季度整理；中诚信国际将 2018~2019 年末长期应付款中的带息债务计入长期债务，将其他应付款中的带息债务计入短期债务；由于缺乏相关数据，2021 年 1~3 月部分财务指标无法计算。

附五：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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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）
偿债能力	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”。

附六：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。