

信用评级公告

联合〔2021〕8348号

联合资信评估股份有限公司通过对“国电融资租赁有限公司 2019 年度第一期绿色资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“国电融资租赁有限公司 2019 年度第一期绿色资产支持票据”项下“19 国电融资 ABN001 优先 A2”的信用等级为 AAA_{sf}；“19 国电融资 ABN001 优先 A3”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年八月二十六日

国电融资租赁有限公司2019年度第一期 绿色资产支持票据2021年跟踪评级报告

评级结果

票据名称	存续规模 (亿元)		占比 (%)		评级结果	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
19 国电融资 ABN001 优先 A1	--	--	--	--	--	--
19 国电融资 ABN001 优先 A2	3.99	4.64	48.11	52.06	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 国电融资 ABN001 优先 A3	2.80	2.80	33.78	31.44	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 国电融资 ABN001 次	0.88	0.88	10.64	9.90	NR	NR
票据合计	7.67	8.32	92.53	93.40	--	--
超额抵押	0.62	0.59	7.47	6.60	--	--
资产池合计	8.29	8.91	100.00	100.00	--	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

初始起算日: 2017 年 12 月 1 日

信托设立日: 2019 年 1 月 8 日

票据法定到期日: 2024 年 1 月 26 日

跟踪期间: 2020 年 4 月 26 日—2021 年 4 月 26 日

本次基础资产跟踪基准日: 2021 年 3 月 31 日

上次票据跟踪基准日: 2020 年 4 月 26 日

本次票据跟踪基准日: 2021 年 4 月 26 日

上次跟踪评级时间

2020 年 7 月 24 日

本次跟踪评级时间

2021 年 8 月 26 日

分析师

徐阳 范朔 刘炳奇

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对“国电融资租赁有限公司 2019 年度第一期绿色资产支持票据”进行了持续的跟踪, 对基础资产的信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构信用状况和尽职情况进行了持续的关注, 并结合上述要素对票据进行了现金流分析。

截至本次基础资产跟踪基准日, 基础资产信用水平有所提高(基础资产加权平均影子级别由上次跟踪时的 A_s/A_s⁻ 提升为 A_s⁺/A_s), 基础资产剩余期限也明显缩短(加权平均剩余期限由 14.94 个月缩短至 6.36 个月), 但资产池集中度极高, 且有所提升(入池资产笔数由上次跟踪评级时的 5 笔下降为 4 笔), 总体来看, 资产池整体质量未见明显波动。国家能源集团资本控股有限公司(以下简称“国能资本”, 主体长期信用等级为 AAA)作为本交易的流动性支持承诺人, 不可撤销及无条件地为优先级资产支持票据提供流动性支持义务, 从而对优先级资产支持票据的信用等级起到主要信用支撑作用。

同时, 联合资信通过现金流模型分析得出, 在当前利率水平下, 基础资产产生的现金流入对各期优先级资产支持票据预期利息支出及最后一期本息支出的保障程度均可达到 1 倍以上。

综上, 联合资信确定维持“国电融资租赁有限公司 2019 年度第一期绿色资产支持票据”项下“19 国电融资 ABN001 优先 A2”的信用等级为 AAA_{sf}; “19 国电融资 ABN001 优先 A3”的信用等级为 AAA_{sf}。

流动性支持承诺人主要财务数据：

国家能源集团资本控股有限公司				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-6月
资产总额(亿元)	759.69	798.93	390.85	364.32
所有者权益(亿元)	279.39	277.93	219.17	166.35
归属于母公司所有者权益 (亿元)	92.79	95.21	99.22	101.21
短期债务(亿元)	312.27	323.87	112.08	126.30
长期债务(亿元)	45.65	69.08	51.88	63.90
全部债务(亿元)	357.92	392.95	163.96	190.20
营业收入(亿元)	29.23	28.32	18.98	5.31
投资收益(亿元)	3.87	2.97	1.75	1.06
利润总额(亿元)	15.89	20.02	14.88	4.50
EBITDA(亿元)	23.16	27.61	22.16	7.91
筹资前净现金流(亿元)	17.29	4.85	28.83	-7.35
营业利润率(%)	56.09	70.65	78.34	84.74
资产收益率(%)	--	2.06	1.80	0.94
净资产收益率(%)	--	5.76	4.30	1.84
长期债务资本化比率(%)	14.04	19.91	19.14	27.75
全部债务资本化比率(%)	56.16	58.57	42.79	53.35
资产负债率(%)	63.22	65.21	43.92	54.34
流动比率(%)	--	--	--	--
筹资前净现金流流动负债 比(%)	--	--	--	--
期末现金及现金等价物余 额/短期债务(倍)	0.26	0.24	0.76	0.23
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	3.83	3.16	2.40
全部债务/EBITDA(倍)	15.46	14.23	7.40	24.05

注：2021年1-6月数据未经审计，相关指标未年化

优势

本交易流动性支持承诺人的支持能力极强。本交易流动性支持承诺人为国能资本，跟踪期内，国能资本获得股东大力支持，业务多元化稳步发展，资产质量保持良好，资本实力强，联合资信维持其主体长期信用等级为AAA，偿债能力极强，对优先级资产支持票据的信用等级起到主要信用支撑作用。

关注

资产池集中度极高，且有所上升。截至资产池跟踪基准日，入池资产仅剩4笔，承租人剩余4户，最大承租人未偿本金余额占比由上次跟踪评级时的56.15%上升至60.32%；承租人所在行业均为电力、热力生产和供应业；未偿本金余额最高的地区占比由78.61%上升至84.44%，集中风险进一步上升。

声 明

一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至本期债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、票据兑付情况

截至本次票据跟踪基准日，未触发加速清偿事件、权利完善事件、违约事件。

截至本次票据跟踪基准日（2021年4月26

日），票据累计进行了10次收益分配。截至本次票据跟踪基准日的票据收益分配情况、票据存续规模相关基本要素如下表所示：

表1 截至票据跟踪基准日本期票据兑付概况（单位：万元）

分配期间	19 国电融资 ABN001 优先 A1		19 国电融资 ABN001 优先 A2		19 国电融资 ABN001 优先 A3		19 国电融资 ABN001 次	
	利息	本金	利息	本金	利息	本金	利息	本金
2019/1/8 - 2020/4/26	760.54	60000.00	3337.17	13644.00	1818.09	--	--	--
2020/4/26 - 2020/7/26	--	--	543.19	366.00	349.04	--	--	--
2020/7/26 - 2020/10/26	--	--	544.82	360.00	352.88	--	--	--
2020/10/26 - 2021/1/26	--	--	540.56	5364.00	352.88	--	--	--
2021/1/26 - 2021/4/26	--	--	466.64	384.00	345.21	--	--	--
合计	760.54	60000.00	5432.38	20118.00	3218.10	--	--	--

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

表2 截至票据跟踪基准日本期资产支持票据发行及兑付情况（单位：万元、%）

票据名称	存续规模		占比		发行利率	到期日	兑付情况
	本次跟踪	上次跟踪	本次跟踪	上次跟踪			
19 国电融资 ABN001 优先 A1	--	--	--	--	--	2019/7/26	已兑付
19 国电融资 ABN001 优先 A2	39882.00	46356.00	48.11	52.06	4.70	2021/7/26	正常
19 国电融资 ABN001 优先 A3	28000.00	28000.00	33.78	31.44	5.00	2022/1/26	正常
19 国电融资 ABN001 次	8820.32	8820.32	10.64	9.90	--	2022/1/26	正常
票据合计	76702.32	83176.32	92.53	93.40	--	--	--
超额抵押	6194.73	5875.51	7.47	6.60	--	--	--
资产池合计	82897.05	89051.83	100.00	100.00	--	--	--

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

截至基础资产跟踪基准日（2021年3月31日），资产池剩余未偿本金余额82897.05万元，对剩余票据本金形成7.47%的超额抵押，高于上次跟踪评级水平。考虑超额抵押后，“19国电融资 ABN001 优先 A2”可获得的信用支持为51.89%，较上次跟踪评级提升了3.95个百分点；

“19国电融资 ABN001 优先 A3”可获得的信用支持为18.11%，较上次跟踪评级提升了1.61个百分点。

截至本次票据跟踪基准日，票据尚未发生违反合同约定的损害基础资产及其收益的情况，未触发加速清偿事件、违约事件、权利完善事件。

二、参与机构表现

跟踪期内，本交易主要参与机构未发生替换，履职情况稳定。

1. 发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人

本交易的发起机构/资产服务机构/差额支付承诺人为国能融资租赁有限公司（曾用名：国电融资租赁有限公司，以下简称“国能租赁”）。国能租赁是经商务部批准，由国电资本控股有限

公司与龙源电力集团股份有限公司所属雄亚（维尔京）投资有限公司共同出资，于 2014 年 3 月 25 日设立的中外合资融资租赁公司，注册资本为 15 亿元人民币。截至 2021 年 3 月底，国能租赁的注册资本为 30 亿元，国家能源集团资本控股有限公司的持股比例为 51%，雄亚（维尔京）有限公司的持股比例为 49%。

截至 2020 年底，国能租赁资产总额为 206.36 亿元，负债总额为 172.85 亿元，所有者权益为 33.51 亿元。2020 年全年，国能租赁实现营业收入 6.81 亿元，净利润 1.13 亿元。截至 2021 年 3 月底，国能租赁资产总额为 214.44 亿元，负债总额为 180.59 亿元，所有者权益为 33.85 亿元。2021 年 1—3 月，国能租赁实现营业收入 2.08 亿元，净利润 0.34 亿元。

在业务发展方面，国能租赁作为国家能源投资集团有限责任公司内重要的境内外融资渠道，依托股东的资源优势，积极为集团子公司提供融资租赁服务。在风险管理方面，国能租赁加强内

部管控，建立以银行业为客户授信管理体系，制定修订了租赁业务管理、融资业务管理、财务管理、风险管理与信息系统管理等几大方面的管理办法及操作细则；对重大业务开展项目风险评估、风险预警；延伸业务领域，适当拓展市场化业务；适当向集团公司上下游产业延伸，开拓与集团主业相关度高市场化业务，如可再生能源设备制造、节能环保设备产业等，提高业务收益。风险控制方面，国能租赁对关键风险指标提出预警与防控，着力防范经营风险；做好租后管理工作，紧密跟踪存量客户资产、股权等相关变动情况，对于新增业务进行了更加严格的尽职调查与审批。

总体来看，国能租赁依托集团资源优势，业务发展较快，作为本交易的资产服务机构和差额支付承诺人，预计能够为本交易提供良好的服务。

2. 其他机构

跟踪期内，本票据的其他相关机构（受托人、资金保管机构）未发生变化，履职情况稳定。

三、流动性支持承诺人（详见附件 1）

1. 主体信用评级

本交易的流动性支持承诺人为国家能源集团资本控股有限公司（曾用名：国电资本控股有限公司，以下简称“国能资本”）。截至 2021 年 6 月末，国能资本注册资本及实收资本均为 73.45 亿元，控股股东为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），实际控制人为国资委，无股权被股东质押的情形。

截至 2020 年底，国能资本合并资产总额 390.85 亿元，负债合计 171.68 亿元，所有者权益 219.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.22 亿元。2020 年，国能资本营业收入为 18.98 亿元，利润总额 14.88 亿元，净利润为 10.68 亿元，其中归属于母公司净利润为 2.76 亿元。

截至 2021 年 6 月底，国能资本合并资产总额 364.32 亿元，负债合计 197.98 亿元，所有者权益 166.35 亿元，其中归属于母公司所有者权

益 101.21 亿元。2021 年 1—6 月，国能资本营业收入为 5.31 亿元，利润总额 4.50 亿元，净利润为 3.55 亿元，其中归属于母公司净利润为 2.33 亿元。

国能资本作为国家能源集团的金融产业投资与管理平台，能够得到国家能源集团在资金、管理、业务等方面的大力支持。国能资本融资租赁业务板块和保险经纪业务板块主要围绕国家能源集团开展业务，近年来经营情况较好；国能资本资本实力强，杠杆水平适中。同时，联合资信也关注到，宏观经济环境下行和相关监管政策变化等因素可能对国能资本经营造成不利影响。另外，由于国能资本股东的合并重组及未来业务板块的拓展，下属子公司有所调整，国能资本管理水平及新业务的开展情况仍有待观察。未来，随着国能资本业务多元化发展以及股东持续支持，其整体竞争力有望得到提升，联合资信对国

能资本的评级展望为稳定。

综上，联合资信认为，国能资本主体的违约风险极低，因此评定国能资本的主体长期信用等级为 AAA。

优势

1) 股东背景强，对国能资本支持力度大。

国家能源集团在能源行业保持领先地位，资本实力极强，经营实力强劲。国能资本作为其旗下唯一的金融产业投资与管理平台，在资金、管理、业务等方面均获得了股东大力支持。

2) 业务多元化，资本实力强。国能资本目前在银行、保险、保险经纪、融资租赁、资产管理、产业基金、商业保理等业务板块均有涉猎，布局较为广泛；截至 2021 年 6 月末，归属母公司所有者权益为 101.21 亿元，资本实力强。

3) 租赁及保险经纪业务稳步发展。国能资本租赁业务主要围绕国家能源集团开展，具备了一定的经营实力，资产质量保持良好；国能资本保险经纪业务覆盖国家能源集团所属成员单位，投保资产规模、营业收入和利润总额均持续稳步

增长。

关注

1) 业务经营易受经营环境变化影响。国能资本营业收入主要来自于租赁和保险经纪业务，宏观经济下行压力增加及相关监管政策变化等因素可能对国能资本经营带来不利影响。

2) 债务期限结构偏短，有待优化。国能资本有息债务以短期债务为主，要求国能资本加强流动性管理，债务结构有待优化。

3) 业务转型及管理水平有待观察。国能资本的业务板块有所调整，并且在新的业务领域有所布局，未来发展具有一定的不确定性，国能资本管理水平及新业务的开展情况仍有待观察。

2. 优先级票据支付能力分析

以 2020 年财务数据为基础，国能资本所有者权益（219.17 亿元）和 EBITDA（22.16 亿元）对优先级票据本金（6.79 亿元）的覆盖倍数分别为 32.28 倍和 3.26 倍，国能资本所有者权益和 EBITDA 对优先级票据本金的保障能力很强。

四、基础资产分析

跟踪期内，入池资产承租人剩余 4 户，加权平均剩余期限明显缩短，入池资产信用等级有所提高，但资产池集中度极高，且有所提升。

1. 基础资产概况

截至本次基础资产跟踪基准日，基础资产未偿本金余额 82897.05 万元。相比于上次基础资

产跟踪基准日，合同笔数由 5 笔下降为 4 笔，基础资产加权平均合同剩余期限缩短至 6.36 个月，加权平均贷款利率小幅降至 4.50%；基础资产加权平均影子级别由上次基础资产跟踪基准日的 A_s/A^-_s 提升为 A^+_s/A_s ，基础资产对比情况见下表：

表 3 基础资产概况

项目	本次跟踪	上次跟踪
资产池未偿本金余额	82897.05 万元	89051.83 万元
承租人户数	4 户	5 户
资产笔数	4 笔	5 笔
单笔租赁款最大未偿本金余额	50000.00 万元	50000.00 万元
加权平均现行资产利率	4.50%	4.56%
加权平均资产剩余期限	6.36 个月	14.94 个月
单笔租赁款最短剩余期限	0.79 个月	8.52 个月
单笔租赁款最长剩余期限	7.96 个月	19.96 个月
资产池加权平均信用等级	A^+_s/A_s	A_s/A^-_s

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

2. 承租人概况

截至本次基础资产跟踪基准日，承租人剩余 4 户。承租人具体情况如下表所示：

表4 截至本次基础资产跟踪基准日的承租人情况（单位：万元、月）

承租人	未偿本金余额	占比	所属行业	利率	剩余期限	所在地区	影子评级
承租人 1	50000.00	60.32%	电力、热力生产和供应业	4.75%	0.79	四川	A _s ⁻
承租人 2	20000.00	24.13%	电力、热力生产和供应业	4.05%	7.36	四川	AA _s
承租人 3	12000.00	14.48%	电力、热力生产和供应业	4.28%	6.35	新疆	A _s
承租人 4	897.05	1.08%	电力、热力生产和供应业	4.04%	7.96	江西	BBB _s ⁺
合计	82897.05	100.00%	--	--	--	--	--

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

五、定量分析

截至资产池跟踪基准日，入池资产承租人剩余 4 户，入池资产剩余 4 笔，其剩余户数极少，且集中度极高。国能资本作为本交易的流动性支持承诺人，不可撤销及无条件地为优先级票据提供流动性支持义务。联合资信给予国能资本的主体长期信用等级为 AAA，与优先级票据的信用等级保持一致。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足优先级票据预期本息的支付。具体情况如表 5 所示：

表 5 正常情景下优先级票据覆盖倍数

期数	现金流入	预期支出 (含费用支出)	优先级票据覆盖倍数
1	50801.30	851.97	62.1846

2	648.95	244.15	2.7911
3	32410.21	17758.93	1.8255

注：本表格中，1-2 期优先级票据覆盖倍数=（当期信托收益-预期费用）/当期优先级票据利息；第 3 期覆盖倍数=（当期信托收益-预期费用）/优先级票据本息

从表中可以看出，正常情况下（无早偿以及无违约情况），基础资产产生的现金流入对各期优先级票据预期利息支出及最后一期本息支出的保障程度均可达到 1 倍以上。综上分析，联合资信确定维持“国电融资租赁有限公司 2019 年度第一期绿色资产支持票据”项下 19 国电融资 ABN001 优先 A2 的信用等级为 AAA_{sf}；19 国电融资 ABN001 优先 A3 的信用等级为 AAA_{sf}。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定维持“国电融资租赁有限公司 2019 年度第一期绿色资产支持票据”项下“19 国电融资 ABN001 优先 A2”的信用等级为 AAA_{sf}；“19 国电融资 ABN001 优先 A3”的信用等级为 AAA_{sf}；“19 国电融资 ABN001

次”未予以评级。

上述“19 国电融资 ABN001 优先 A2”和“19 国电融资 ABN001 优先 A3”的评级结果反映了该资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 国家能源集团资本控股有限公司主体分析

一、主体概况

国家能源集团资本控股有限公司（曾用名：国电资本控股有限公司，以下简称“国能资本”）成立于 2009 年 11 月，由原中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）出资设立，初始注册资本为 8.00 亿元，2010—2015 年，原国电集团多次对国能资本增资，累计增资 65.45 亿元，增资后国能资本注册资本及实收资本均为 73.45 亿元，原国电集团为国能资本唯一股东，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）。

2017 年 8 月，经国资委批准《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资发改革〔2017〕146 号），由原国电集团和原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）实施联合重组成立国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）。2020 年 10 月，国能资本名称变更为现名。

截至 2021 年 6 月末，国能资本注册资本及实收资本均为 73.45 亿元，控股股东为国家能源集团，实际控制人为国资委，无股权被股东质押的情形。

国能资本经营范围：项目投资；资产管理；信息咨询（中介除外）；企业总部管理。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至 2021 年 6 月末，国能资本设立了 10 个部门（中心）：综合部（党委办公室/董事会办公室）、组织人事部（人力资源部）、党建工作部（党委宣传部/工会办公室/统战部）、纪委办公室、企业管理与战略发展部（改革办）、财务部、投融资管理部（资产评估审核中心）、风控审计与法律事务部、金融科技中心、共享服务中心（组织机构图详见附件 1）；国能资本员工共 219 人。

截至 2021 年 6 月末，国能资本控股（含全

资）一级子公司共 5 家：全资子公司国能保险经纪（北京）有限公司（以下简称“国能保险经纪”）、全资子公司国能（北京）商业保理有限公司（以下简称“国能保理”）、全资子公司中电资产管理有限责任公司（以下简称“中电资产”）、控股子公司国能融资租赁有限公司（以下简称“国能租赁”，持股比例 51%）、控股子公司国电财务有限公司（以下简称“国电财务”，持股比例 28.98%）。

截至 2020 年末，国能资本合并资产总额 390.85 亿元，负债合计 171.68 亿元，所有者权益 219.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.22 亿元。2020 年，国能资本营业收入为 18.98 亿元，利润总额 14.88 亿元，净利润为 10.68 亿元，其中归属于母公司净利润为 2.76 亿元。

截至 2021 年 6 月末，国能资本合并资产总额 364.32 亿元，负债合计 197.98 亿元，所有者权益 166.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.21 亿元。2021 年 1—6 月，国能资本营业收入为 5.31 亿元，利润总额 4.50 亿元，净利润为 3.55 亿元，其中归属于母公司净利润为 2.33 亿元。

国能资本注册地址：北京市西城区西直门外大街 18 号楼 5 层 7 单元 601；法定代表人：陈景东。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，

2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏

观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，

第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实

现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际

大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增

加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

三、行业分析

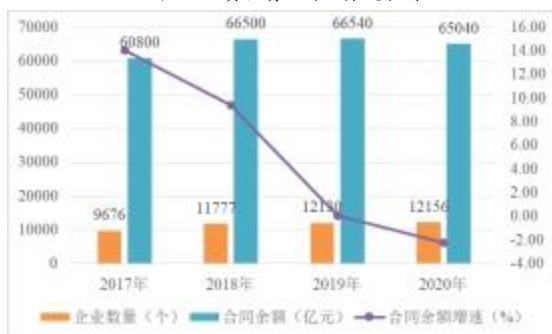
目前,国能资本主营业务通过下属子公司运营,收入主要来源于融资租赁业务和保险经纪业务。

1. 融资租赁行业分析

近年来,融资租赁行业企业数量和业务规模增速显著放缓,并且2020年出现了负增长。

长期以来,我国有两类融资租赁公司:一类是由中国银行保险监督管理委员会(以下简称“银保监会”)批准成立的金融租赁公司,属于非银行金融机构;另一类是由商务部批准成立的租赁公司¹,该类租赁公司主要是由非金融机构设立。近年来,融资租赁公司数量增速持续放缓,业务规模增速亦持续下降,并且2020年以来受新冠肺炎疫情疫情影响,业务规模在2007年进入快速发展期以来出现了首次负增长(详见下图)。截至2020年末,我国融资租赁公司12156家,较年初增加26家,合同余额为65040亿元,较年初下降2.25%。

图1 融资租赁公司业务发展情况



注:主坐标轴为企业数量和合同余额,次坐标轴为合同余额增速
资料来源:Wind、公开资料,联合资信整理

在行业增速变缓甚至出现负增长的环境下,龙头企业在业务规模和融资方面具有较大优势,行业分化明显。

从融资端来看,根据Wind统计,2020年融资租赁公司中共有42家在资本市场发行过债务融资工具(包括公司债、中期票据、短期融资券和PPN,不含资产证券化产品,下同),规模合计2722.55亿元。2020年发行过债务融资工具的融资租赁公司中,按照2020年末净资产排序,前十大融资租赁公司(以下简称“样本公司”)2020年债券发行量为1972.30亿元,占行业总发行量的比重为72.44%,其余32家融资租赁公司发行量占比合计27.56%。

从融资租赁公司经营情况来看,联合资信用租赁资产规模/全行业期末合同余额近似代表市场份额,样本公司2020年末租赁资产规模合计8902.83亿元,市场份额为13.69%,较年初增加1.90个百分点。截至2020年末,样本公司资产总额及租赁资产规模较年初增速分别为12.27%和13.48%。2020年尽管新冠肺炎疫情给融资租赁公司展业带来了较大的不利影响,但竞争力强的融资租赁公司仍然保持了稳定的发展趋势,行业内竞争分化较明显。

表2 样本公司2020年债券融资规模及业绩表现(单位:亿元)

序号	公司名称	2020年发行规模	2020年末租赁资产规模	2020年末总资产	2020年末净资产	2020年营业收入
1	远东国际融资租赁有限公司	579.00	1043.09	2648.96	522.46	209.50
2	平安国际融资租赁有限公司	398.50	2461.25	2779.61	411.12	194.23
3	中航国际租赁有限公司	308.70	1252.41	1587.49	250.12	101.26
4	国网国际融资租赁有限公司	119.30	893.83	1030.18	159.57	38.39
5	海通恒信国际融资租赁股份有限公司	167.00	915.39	1081.41	158.54	83.34
6	中国环球租赁有限公司	117.80	533.72	611.56	157.78	85.48

¹ 2018年5月,商务部已将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会。

7	芯鑫融资租赁有限责任公司	20.00	261.13	482.35	131.86	26.83
8	中电投融和融资租赁有限公司	143.00	670.84	813.08	114.94	42.30
9	中交融资租赁有限公司	34.00	373.41	473.06	99.35	27.40
10	广州越秀融资租赁有限公司	85.00	497.76	520.06	95.14	34.60
合计		1972.30	8,902.83	12027.77	2100.88	843.31

注：租赁资产规模按照一年内到期的非流动资产与长期应收款之和近似计算
 资料来源：WIND，联合资信整理

银保监会已正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》，对融资租赁公司的业务开展具有较强的引导和规范作用，大量空壳企业将被清退，部分融资租赁公司可能面临较大的转型压力。

银保监会于 2019 年 10 月发布了对商业保理企业的监管要求；2020 年 6 月 9 日，银保监会正式发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”），体现出银保监会对于类金融企业的监管标准逐渐向银行靠拢。《暂行办法》中提出的监管要求堪称国内融资租赁行业发展史上最严。监管机构着力整顿行业秩序，不专注主业、没有正常营业的企业未来将面临清理；正常类企业的融资渠道和业务的集中度等均将受到监管的限制，并且《暂行办法》对融资租赁企业的内部控制和风险管理均有较高的要求，有助于企业监控自身的风险敞口，及时发现风险和控制风险。虽然严监管会使融资租赁企业经受一定的清理、业务转型等各方面的压力；但长远来看，行业秩序将得到规范，符合监管规则的企业将能够健康、可持续发展。

各地金融局陆续下发了相关的监管文件，上海市地方金融监督管理局于 2019 年 6 月和 2020 年 4 月先后发布了《关于规范企业名称及经营范围中相关表述的通知》和《上海市地方金融监督管理条例》，进一步规范了上海市融资租赁企业名称及相关企业监督管理办法；2021 年 2 月，上海市地方金融监督管理局发布《上海市融资租赁公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“《上海市监督管理办法》”），就融资租赁公司设立、变更、注销等事项，业务经营与风险管理、监督管理、法律责任等进行一系列规定。2020 年 4 月，北京市地方金融监督管理局下发了《北京市融资租赁公司监督管理指引（试行）》（以下简称“《北京市指引》”），在《暂行办法》的基础

上，对融资租赁企业的股东做出了明确的要求以确保融资租赁企业的主要股东具有较强的经营实力和支持实力，并且尽可能避免同一股东下的同业竞争，另外还需要保持融资租赁企业股权的稳定性；除此之外，《北京市指引》中还明确一般风险损失准备原则上不低于风险资产余额的 1.5%。

2021 年宏观政策仍将保持连续性、稳定性、可持续性，并且要促进金融服务实体经济，做好风险防范和处置，宏观政策环境仍将相对稳定；但经济下行压力仍在，并且由于全球疫情的反复，实体经济仍然面临来自于疫情冲击的不确定性。融资租赁整体行业仍将保持缓慢发展，资产质量承压，盈利水平受到计提拨备的影响或将有所下滑，行业分化趋势将继续。

2020 年 12 月，中央经济工作会议召开。会议强调，2021 年是“十四五”规划的开局之年，是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年。会议指出，2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时效；要防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。宏观政策环境仍将保持一定的稳定性。

2019 年 5 月，央行、银保监会对包商银行实施接管，引起了一定的市场恐慌，实体经济的风险传导至金融及类金融行业并且风险逐渐暴露；受 2020 年新冠肺炎疫情影响，中小企业面临了极大的生存压力，金融机构面临的信用风险攀升；另外，2020 年以来，部分国有企业陆续违

约，市场反应强烈，整体融资环境将面临一定的不确定性。由此可见，实体经济仍然具有较大的下行压力，并且实体经济的风险正在对金融机构产生负面影响，融资租赁行业在金融体系内的抗风险能力总体不如银行等金融机构，因此融资租赁企业的融资环境及资产质量将面临更大的挑战。另外，虽然 2020 年国内疫情控制成效显著，但全球疫情又见反复，并且国内疫情亦有反弹迹象，2021 年国内实体经济仍然面临着来自于疫情冲击的可能性，融资租赁公司的资产质量亦将面临着较大的压力。

联合资信预计，2021 年融资租赁行业总体仍将保持缓慢发展的趋势，甚至全行业业务规模出现小幅下降；实体经济压力尚存仍然会给融资租赁公司的资产质量带来较大的下行压力，融资租赁公司的盈利水平亦将受到计提拨备的影响；债券违约给融资环境带来一定的不利影响，可能会使融资租赁行业融资渠道和成本受到影响，并且带来更明显的分化形势。

2. 保险经纪行业分析

近年来，银保监会深化保险中介市场改革，有利于行业规范发展；各路资本的涉足对保险中介和整个保险行业也将带来深刻影响，新型保险产品、新型合作模式有望逐步酝酿。

保险经纪公司属于保险专业中介机构之一，保险中介机构在完善保险产业链、提升保险资源配置效率、改进保险服务方面具有重要作用。我国保险专业中介包括保险专业代理、保险经纪、保险公估三类机构，其中保险经纪机构是受客户（投保人）委托，基于投保人的利益，按照其要求寻找最适合的保险公司，为投保人与保险公司订立保险合同提供中介服务；其与保险专业代理机构的区别是，代理机构是受保险公司委托招揽客户，是代表保险公司展业，而经纪公司是代表被保险人投保。保险中介渠道是我国保险业的主要渠道，特别是寿险行业。我国寿险公司以个人代理和银行邮政为主，公司直销占比较少。而财险公司以代理、经纪和直销三大渠道为主，其中代理渠道包括专业代理公司、兼业代理和个人代

理。

2000 年以来，我国保险中介机构历经快速增长热——清理整顿热——资本风口热。对于各路资本对保险中介公司的青睐，一方面是对市场前景的看好，另一方面是保险中介进入门槛相对保险公司而言较低；同时，随着越来越多的巨头入场，保险中介市场的格局将发生更为深刻的变化。在 2011—2018 年期间，保险中介渠道保费收入占比几乎都超过 80%，但以兼业代理渠道为主，专业中介渠道占比仍然非常低，对总保费的贡献比重始终难以突破 10%。专业中介机构的保费业务结构在 2016 年时仍以财险为主，随着商车费改深化、车险市场竞争日益激烈，以及人口老龄化与消费者保险意识增强等因素影响，从 2017 年开始，保险专业中介的保费结构重心大幅向人身险转移，2018 年人身险保费占比达 71%。因健康险等增长迅速、长期人身险的代理业务利润较高等原因，人身险需求持续增加，是中介机构转型的方向。

多年的快速增长累积的市场风险隐患增大，针对保险中介领域的代理乱象，中国保监会于 2009 年开始持续开展行业清理整顿；2015 年《关于深化保险中介市场改革的意见》，提出建成功能定位清晰、准入退出顺畅、要素流动有序的保险中介市场体系，保险中介市场逐步走向规范；2017 年 6 月，《保险销售行为可回溯管理暂行办法》要求保险公司、保险中介机构通过录音录像等技术手段记录和保存保险销售过程关键环节，实现销售行为可回溯。2018 年 5 月，《保险经纪人监管规定》对保险经纪人市场准入、经营规则、市场退出等方面作出了全面和详细的规定，并要求保险经纪公司投保职业责任保险或按注册资本的 5% 缴存保证金，保险中介机构的监管升级。银保监会 2019 年接连发布《关于开展保险公司销售从业人员执业登记数据清核工作的通知》《关于开展保险专业中介机构从业人员执业登记数据清核工作的通知》，对保险从业执证人员进行全面清核大整顿，保险中介从粗放式逐步向精细化发展模式转变。2020 年 8 月，银保监会就《保险中介行政许可及备案实施办法（征求意

见稿》公开征求意见，进一步明确了保险中介行政许可及备案事项。

四、经营分析

1. 经营概况

国能资本营业总收入随着业务整合而出现下滑，存续主营业务（融资租赁和保险经纪板块）发展态势较好，随着国能保理、中电资产及其基金子公司业务的开展，将进一步充实国能资本金融板块业务范围。

2020 年国能资本主要收入来源为财务公司、融资租赁板块、保险经纪板块和国电农银致远投资（天津）合伙企业（有限合伙）（以下简称“农银致远”）。国能资本融资租赁板块和保险经纪板块分别由国能租赁和国能保险经纪运营，近年来发展情况较好。

根据国家能源集团重组整合要求，国电财务将清算注销。国电财务于 2020 年 10 月结清所有经营性业务，仅使用账面资金购买银行理财等现金管理类产品，不再开展新业务，未来将会注销。

农银致远成立于 2017 年 9 月，国能租赁作为执行合伙人（出资比例 0.0009%）对其进行管理，目前业务已结束。2018—2020 年，财务公司和农银致远对国能资本营业收入的贡献度很高，随着国电财务业务的结清、农银致远业务的结束及长江财险不再纳入合并范围，国能资本营业收入显著下降，收入构成亦将出现显著变化，转变为以融资租赁业务和保险经纪业务收入为主。

2018—2019 年，国能资本利润总额有所增长，主要系利息收入增长及资产减值损失下降所致；随着财务公司清算注销和农银致远的业务结束，2020 年利润总额大幅下降，降幅为 25.68%。

2021 年 1—6 月，国能资本实现营业收入 5.31 亿元，同比大幅下降 52.76%，主要系国电财务业务已于 2020 年 10 月末结清，处于清算注销阶段所致，融资租赁和保险经纪业务收入贡献度显著提升。随着国能保理的设立、中电资产和基金公司成为全资子公司，国能资本金融业务范围能够得到进一步充实，但目前贡献度很低；利润总额亦大幅下降 55.27%。

表 3 国能资本经营概况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
财务公司	11.92	40.76	12.15	42.91	9.02	47.51	1.09	20.50
财产保险板块	4.82	16.49	4.48	15.83	0.00	0.00	0.00	0.00
融资租赁板块	3.85	13.17	4.45	15.70	2.70	14.24	1.03	19.36
保险经纪板块	0.97	3.33	1.24	4.38	2.14	11.28	1.32	24.80
商业保理板块	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17	3.28
农银致远	4.90	16.76	5.10	18.01	4.35	22.90	0.36	6.70
本部业务板块	2.78	9.50	0.90	3.16	0.77	4.06	1.35	25.34
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02
营业收入合计	29.23	100.00	28.32	100.00	18.98	100.00	5.31	100.00
利润总额		15.89		20.02		14.88		4.50

注：融资租赁业务板块收入中利息支出冲抵了利息收入，而下文对国能租赁经营情况的分析中，国能租赁营业收入不包含利息支出，因此存在较大差异；财产保险板块因为 2019 年 10 月其不再纳入合并范围，因此 2020—2021 年数据为 0
资料来源：国能资本提供，联合资信整理

2. 融资租赁业务

国能资本融资租赁业务由国能租赁运营，另外，国能资本拥有神华（天津）融资租赁有限公司（以下简称“神华租赁”）的管理权，但神华租赁仍为中国神华能源股份有限公司（以下简称

“中国神华”）的全资子公司（直接持股 51%，间接持股 49%），神华租赁负责中国神华内部业务，国能租赁负责除中国神华以外的业务。截至 2020 年末，神华租赁租赁资产余额为 72.26 亿元。

国能租赁业务以集团内为主, 依托于国家能源集团的支持, 投放额和租赁资产规模逐年增加, 营业收入稳步增长。

国能资本融资租赁业务由国能租赁开展, 业务投向以集团内为主, 集团外业务很少, 从业务模式来看, 主要为售后回租, 另外有少量的直接租赁和保理业务。

国能租赁依托于强大的股东背景, 投放规模

逐年增长, 始终以电力相关行业为主, 期末生息资产余额亦逐年增长, 截至 2020 年末, 国能租赁生息资产余额为 201.27 亿元。

随着业务的发展, 国能租赁营业收入稳步增长, 但增幅远低于投放额及生息资产余额的增幅, 主要系疫情期间为降低企业融资成本导致收益率下降所致; 另外由于利息支出的增加, 2020 年利润总额出现下滑。

表 4 国能租赁经营情 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月	
当期投放额	25.39	64.68	102.14	54.88	
按行业	火电	16.44	29.80	48.86	43.05
	风电	3.99	24.43	13.00	0.97
	水电	1.20	1.50	3.80	5.00
	热电	1.00	4.50	28.57	4.00
	工程	2.56	0.00	7.90	0.00
	煤炭	0.00	4.45	0.00	0.00
	光伏	0.00	0.00	0.00	1.86
按是否集团业务	集团内	22.63	64.68	94.24	54.88
	集团外	2.76	0.00	7.90	0.00
生息资产余额	122.95	130.38	201.27	220.33	
其中: 直接租赁	11.35	14.05	20.39	22.14	
售后回租	108.06	114.26	179.48	197.68	
保理	3.54	2.06	1.39	0.50	
营业收入	6.06	6.68	6.81	4.26	
利润总额	1.19	2.31	1.93	0.83	

注: 表中的营业收入、利润总额和净资产均为母公司口径
资料来源: 国能资本提供

国能租赁资产质量较好, 截至 2020 年末不良资产降为 0。

国能租赁按照风险程度大小分类, 将业务资产划分为正常一级、正常二级、正常三级、正常四级、关注一级、关注二级、关注三级、次级、可疑和损失等十个级别。其中, 次级、可疑和损失合称为不良。

2020 年末国能租赁可疑类资产规模降为 0, 主要系可疑类项目的融资人经营风险持续改善,

重新划归正常类所致; 2020 年国能租赁新增 11.45 亿元关注类资产, 主要由于根据国资委关于《中央企业煤电资源区域整合试点方案》的要求, 结合国家能源集团落实国资委要求的整体安排部署, 9 个租赁项目承租人在涉及转出目录内, 故将该 9 个承租人统一划分为关注类。截至 2021 年 6 月末, 国能租赁仍无不良资产, 关注类资产增长主要系以上 9 个承租人的租赁资产余额增加所致, 资产质量保持较好。

表 5 国能租赁生息资产质量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
正常	121.60	129.03	189.82	207.04
关注	0.00	0.00	11.45	13.29
次级	0.00	0.00	0.00	0.00

可疑	1.35	1.35	0.00	0.00
损失	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	122.95	130.38	201.27	220.33
不良资产	1.35	1.35	0.00	0.00
减值准备	0.68	1.07	1.17	1.20
不良率	1.10	1.04	0.00	0.00
拨备覆盖率	50.00	79.35	*	*
生息资产拨备率	0.55	0.82	0.58	0.55

注：上表中的*代表分母为0

资料来源：国能资本提供

国能租赁主要服务于集团内企业，因此行业集中度和客户集中度很高；区域分布较为分散。

国能租赁的租赁业务以集团内为主，电力相关行业（火电、水电、风电、热电）资产占比持续增长，截至2021年6月末，电力相关行业占比为93.65%，行业集中度很高。

从地区来看，截至2021年6月末，除宁夏、

辽宁、四川外，无单一省份租赁资产余额占比超过10%的情形，区域分布较为分散。

从客户集中度来看，国能租赁客户集中度很高，单一最大客户集中度已接近监管要求（不超过30%），单一最大集团客户及全部关联方融资余额占净资产的比例超过了监管要求（不超过50%），面临业务结构调整压力。

表6 国能租赁客户集中度情况（单位：亿元、%）

项目		2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
单一最大客户	融资租赁业务余额	7.00	8.00	9.79	13.00
	占净资产比例	21.31	24.28	29.21	38.08
单一最大集团客户	融资租赁业务余额	120.41	128.32	199.87	219.82
	占净资产比例	366.56	389.44	595.44	643.85
单一关联方	融资租赁业务余额	7.00	8.00	9.79	13.00
	占净资产比例	21.31	24.28	29.21	38.08
全部关联方	融资租赁业务余额	120.41	128.32	199.87	219.82
	占净资产比例	366.56	389.44	595.44	643.85

资料来源：国能资本提供

国能租赁杠杆倍数持续增加，未来面临资产扩张受限或补充资本金的压力。

随着国能租赁业务规模的扩大，杠杆倍数持续增加，截至2021年6月末为6.62倍，目前中国银保监会对于融资租赁公司风险资产的要求为不超过净资产的8倍，国能租赁未来业务扩张或将受到监管要求的限制，亦将面临补充资本金的压力。

表7 国能租赁杠杆水平情况（单位：亿元、倍）

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
风险资产	123.49	135.64	205.63	225.94
风险资产/净资产	3.76	4.12	6.13	6.62

资料来源：国能资本提供

3. 保险经纪业务

近年来国能保险经纪经营较为稳定，业务以国家能源集团内为主，合作承保机构集中度尚可。

国能资本保险经纪业务由子公司国能保险经纪经营。国能保险经纪前身为国电保险经纪（北京）有限公司，成立于2007年4月，2020年，原股东国电燃料有限公司和国家能源集团物资有限公司以股权划转方式退出；2021年上半年原股东国电科技环保集团股份有限公司以股权转让方式退出后，原国电保险经纪（北京）有

限公司成为国能资本的全资子公司，并更名为“国能保险经纪（北京）有限公司”。

国能保险经纪主要通过投保人委托辅助其选择保险人或设计保险方案购买保险，从而收取佣金。根据保险合作协议，按照总保费的一定比例向保险公司收取保险经纪佣金。国能保险经纪的客户群体以国家能源集团内企业为主，集团统保业务佣金收取比例为30%，非统保项目根据项目具体情况确定。

国能保险经纪业务几乎全部为财产险，近年来收取的佣金收入规模较为稳定，均在2亿上下浮动。

表8 国能保险经纪业务发展情况（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-6月
财产险保费规模	68806.70	70921.54	72853.73	43061.67
人身险保费规模	193.42	63.71	44.97	8.89
其中：健康险	193.42	63.71	44.97	7.78
保费规模合计	69000.12	70985.25	72898.70	43070.56
佣金收入	18007.11	20603.95	20390.89	11906.29
营业收入	18499.94	20664.21	21407.18	13158.14
利润总额	14340.18	15595.93	17001.73	11430.97

资料来源：国能资本提供

从经纪产品的承保机构来看，来自中国人民财产保险股份有限公司的佣金收入最高，来自前五大保险公司的佣金收入占绝对比重，占比接近90%。

表9 2020年佣金收入前十的合作保险公司（单位：万元、%）

名称	佣金收入	占比
人保财险	4843.81	23.75
太保财险	4135.51	20.28
平安财险	3776.83	18.52
永诚财险	2917.09	14.31
国寿财险	2628.14	12.89
英大财险	751.22	3.68
大地财险	535.66	2.63
华泰财险	244.40	1.20
太平财险	236.08	1.16
中银财险	235.61	1.16
合计	20304.35	99.58

资料来源：国能资本提供

4. 其他主要控股及参股公司

国能资本其他主要控股和参股公司能够对国能资本的利润形成一定的补充。

截至2020年末，国能资本其他主要控股及参股公司分布在资产管理行业、保险业和银行业，能够对国能资本贡献一定的利润。

中电资产原为国能资本联营企业，持股比例50%，2021年6月成为国能资本全资子公司。中电资产所属全资子公司国能（北京）私募基金管理有限公司也成为重要的金融业务板块之一。

随着国能保理公司的设立，以及中电资产由联营企业变为全资子公司，对国能资本收入、利润贡献度将进一步提高。

截至2021年6月末，国能资本对瑞泰人寿持股比例为50.00%，对长江财险的持股比例为14.00%，对石嘴山银行的持股比例为18.60%，以上三家参股公司均未将其2020年产生的利润对国能资本进行分红。

表10 以上控股、参股公司2020年概况（单位：亿元）

企业名称	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
国电财务有限公司	75.18	75.03	9.72	4.13
中电资产管理有限公司	0.29	0.28	0.05	0.00
瑞泰人寿保险有限公司	60.58	7.44	10.03	-1.21
长江财产保险股份有限公司	20.83	5.96	6.50	-1.33
石嘴山银行股份有限公司	720.77	50.66	14.83	2.42

资料来源：国能资本提供

5. 未来发展

国能资本的未来发展方向符合在国家能源集团内的定位，有助于推动下属各版块业务的协同发展。

“十四五”期间，国能资本将把握内外部机遇，坚定“一个目标”，统筹谋划、协同推进，布局“五大板块”，实现创新发展。

总部管控模式。国能资本顺应金融控股公司监管趋势，聚焦产业金融，按照分业经营、协同发展、集中管理、资源共享、持续驱动的原则，着力提升金融股权投资与管理能力，高标准建设“五个中心”，打造集团产业金融的战略、运营、

管控的集中统一平台。国能资本本部主要负责战略规划、资源配置、资本运作、风险管控、考核监督和党的建设等工作，以建立风险合规、财务共享、投资融资、信息科技等共享中台为抓手，加快建立适应新时期发展特点的管控模式。同时进一步推进整合集团公司系统内参控股金融机构，吸收合并金融类股权，做优金融业务的专业化集中管理。

业务发展领域。紧扣国能资本战略定位，以服务集团为出发点，不断扩展产融协同的深度和广度。按照服务集团的功能属性和业务实质，国能资本将重点围绕产业投融资、资产管理、风险管理、国际金融、金融科技等五大板块，推动产业金融向综合能源金融方向发展。

五、财务分析

1. 财务概况

国能资本提供了 2018—2020 年合并及母公司财务报表，由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，并出具了无保留意见的审计结论；国能资本 2021 年 1—6 月财务报表未经审计。

合并范围方面，2019 年国能资本由于丧失控制权而不再将长江财险纳入合并范围²；2020 年国能资本合并范围未发生变化，2021 年上半年合并范围增加了 3 个全资子公司：国能保理、中电资产及其全资子公司国能（北京）私募基金管理有限公司；另外，考虑到 2020 年以来，国电财务不再开展新业务并且逐渐清算，农银致远业务结束，同时，根据人社部要求，集团企业年金需进行整合，并按照理事会受托模式，由专业养老金投资管理机构进行统一投资管理。2020 年起，国能资本不再对原国电集团年金资产进行受托管理，该部分受托资产转移外部养老金投资管理机构，因此财务数据可比性较弱。本报告 2018—2019 年数据取自 2019—2020 年审计报告

中的上期数/期初数，2020 年数据取自当年审计报告的本期数/期末数。

截至 2020 年末，国能资本合并资产总额 390.85 亿元，负债合计 171.68 亿元，所有者权益 219.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.22 亿元。2020 年，国能资本营业收入为 18.98 亿元，利润总额 14.88 亿元，净利润为 10.68 亿元，其中归属于母公司净利润为 2.76 亿元。

截至 2021 年 6 月末，国能资本合并资产总额 364.32 亿元，负债合计 197.98 亿元，所有者权益 166.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 101.21 亿元。2021 年 1—6 月，国能资本营业收入为 5.31 亿元，利润总额 4.50 亿元，净利润为 3.55 亿元，其中归属于母公司净利润为 2.33 亿元。

2. 合并财务报表分析

（1）资产质量

随着国电财务结清，农银致远业务结束，受托管理原国电集团企业年金转移至外部养老金投资管理机构，国能资本资产规模于 2020 年出现大幅下降，受限资产主要用于质押融资，占比较高，整体资产质量一般。

2018—2020 年，国能资本资产总额波动下降，其中 2019 年末较年初增长 5.16%，主要系国电财务贷款规模增长、融资租赁公司业务规模增长及受托管理的企业年金规模增长所致，2020 年以来，由于国电财务逐渐清算，农银致远业务结束，国能资本受托管理的原国电集团企业年金转移至外部养老金投资管理机构等因素，国能资本资产规模较年初大幅下降 51.08%至 390.85 亿元。截至 2020 年末，国能资本受限资产 79.42 亿元，占比 20.32%，受限资产主要来自于国能租赁长期应收款质押融资（73.87 亿元），另外货币资金受限金额为 5.55 亿元，为美元定期存款（6 个月）和存放中央银行法定准备金。

² 根据国家能源集团与湖北省国资委于 2019 年 11 月 18 日签订的关于长江财险的合作协议，长江财险股权结构发生变化，自合作协议签订之日起，长江财险由国家能源集团管理企业变更为湖北省直管企业，自 2019 年 11 月起

长江财险不再纳入合并范围。公司将长江财险的投资由成本法转权益法核算。

表 11 国能资本资产构成 (单位: 亿元、%)

项目	金额			占比		
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
货币资金	104.26	97.76	91.17	13.72	12.24	23.33
长期应收款	238.23	244.94	257.91	31.36	30.66	65.99
发放贷款及垫款	230.39	244.54	0.00	30.33	30.61	0.00
可供出售金融资产	45.50	53.95	8.96	5.99	6.75	2.29
其他资产	93.29	122.12	3.63	12.28	15.28	0.93
其他	48.02	35.61	29.18	6.32	4.46	7.47
资产总额	759.69	798.93	390.85	100.00	100.00	100.00

资料来源: 国能资本提供, 联合资信整理

国能资本持有较大规模的货币资金, 2018—2020 年末国能资本货币资金维持在 100 亿左右。

2018—2019 年, 国电财务的发放贷款及垫款和可供出售金融资产、其他资产占国能资本资产的比重较大。由于 2020 年以来, 国电财务业务逐渐结清及受托管理的原国电集团企业年金转出, 以上科目均出现显著下降。

长期应收款主要来自于国能租赁的融资租赁业务和农银致远通过委托贷款方式借给原国电集团的长期应收款, 利率为 4.61%; 目前, 农银致远业务结束, 但随着国能租赁业务规模的扩大, 国能资本长期应收款依然逐年增长, 截至 2020 年末为 257.91 亿元, 其中融资租赁业务产生的长期应收款账面价值为 202.34 亿元 (已计提减值准备 1.17 亿元), 农银致远通过委托贷款方式借给原国电集团的长期应收款 55.57 亿元 (此部分未计提减值)。

截至 2021 年 6 月末, 国能资本资产总额 364.32 亿元, 较年初下降 6.79%, 主要系农银致

远业务到期, 对原国电集团的委贷 (计入长期应收款) 结清所致。

(2) 负债

随着国电财务存续业务的逐渐结清及受托管理原国电集团企业年金的转出, 国能资本负债规模大幅下降, 结构亦发生变化, 整体杠杆水平适中。

由于 2020 年国电财务存续业务逐步结清, 即将清算注销, 因此吸收存款及同业存放出现大幅下降, 2020 年末降为 0; 2019 年长江财险不再纳入合并范围, 因此 2019 年末国能资本保险合同准备金降为 0。2018—2019 年末, 国能资本其他负债主要为受托管理的原国电集团企业年金, 由于 2020 年受托管理的企业年金的转出, 因此 2020 年国能资本其他负债出现大幅下降。受此影响, 国能资本负债规模于 2020 年出现显著下降, 并且结构亦出现显著变化。截至 2020 年末, 国能资本负债以短期借款、长期借款和其他负债 (国能租赁发行的资产证券化产品) 为主。

表 12 国能资本负债构成 (单位: 亿元、%)

项目	金额			占比		
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期借款	29.08	29.53	65.96	6.05	5.67	38.42
吸收存款及同业存放	261.71	289.29	0.00	54.49	55.53	0.00
长期借款	17.72	38.18	67.26	3.69	7.33	39.18
应付债券	47.91	27.95	0.00	9.97	5.37	0.00
其他负债	106.64	133.24	36.51	22.20	25.58	21.27
其他	17.24	2.80	1.95	3.59	0.54	1.14
负债总额	480.30	520.99	171.68	100.00	100.00	100.00

资料来源: 国能资本提供, 联合资信整理

2018—2019年，国能资本短期债务中较大部分为国电财务的吸收存款及同业存放，随着国电财务业务的逐步结清，2020年以来国能资本短期债务和全部债务均显著下降，截至2020年末，国能资本全部债务为163.96亿元，来自于国能租赁，构成仍然以短期债务为主，相对于国能租赁较为长期的租赁期限，债务结构有待优化。

表13 债务及杠杆水平（单位：亿元、倍、%）

指标	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
短期债务	312.27	323.87	112.08	126.30
长期债务	45.65	69.08	51.88	63.90
全部债务	357.92	392.95	163.96	190.20
资产负债率	63.22	65.21	43.92	54.34
全部债务资本化比率	56.16	58.57	42.79	53.35

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：国能资本财务报告及提供资料，联合资信整理

随着国能资本全部债务的下降，杠杆较2019年末出现了明显下降，截至2020年末，国能资本资产负债率和全部债务资本化比率分别为43.92%和42.79%。

截至2021年6月末，国能资本负债总额197.98亿元，全部债务190.20亿元，较上年末

有所增长，主要系国能租赁融资规模增加所致，另外，由于所有者权益的下降，杠杆有所提升。

从债务期限分布来看，2021—2022年偿债压力较大。

表14 截至2021年6月末国能资本债务期限分布

（单位：亿元、%）

到期年份	金额	占比
2021年	73.37	38.58
2022年	62.30	32.75
2023年	40.57	21.33
2024年及以后	13.96	7.34
合计	190.20	100.00

资料来源：国能资本提供，联合资信整理

（3）所有者权益

国能资本资本实力强，所有者权益稳定性较好。

由于非全资子公司逐渐剥离，国能资本少数股东权益显著下降，截至2020年末，国能资本所有者权益为219.17亿元，其中归属于母公司所有者权益99.22亿元，构成以实收资本（占比74.02%）和未分配利润（占比17.36%）为主，稳定性较好。

表15 国能资本所有者权益构成（单位：亿元、%）

科目	金额				占比			
	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
实收资本	73.45	73.45	73.45	73.45	79.16	77.15	74.02	72.57
未分配利润	10.05	10.45	17.23	20.76	10.83	10.97	17.36	20.52
其他	9.29	11.31	8.55	6.99	10.02	11.88	8.61	6.91
归属于母公司所有者权益合计	92.79	95.21	99.22	101.21	33.21	34.26	45.27	60.84
少数股东权益	186.60	182.72	119.95	65.14	66.79	65.74	54.73	39.16
所有者权益合计	279.39	277.93	219.17	166.35	100.00	100.00	100.00	100.00

注：表中实收资本、未分配利润和其他的占比为占归属于母公司所有者权益的比重，其余科目的占比为占所有者权益合计的比重

资料来源：国能资本提供，联合资信整理

截至2021年6月末，国能资本归属母公司所有者权益101.21亿元，规模及构成均较上年末变化不大，但由于农银致远在此期间业务结束，少数股东权益大幅下降，受此影响，国能资本所有者权益合计较上年末下降24.10%至166.35亿元。

（4）盈利能力

国能资本近年来营业收入有所下降，同时支出亦随之下降，盈利能力一般。

2018—2020年，国能资本营业收入整体呈下降趋势。国能资本营业支出主要为业务及管理费、财务费用和赔付支出，随着长江财险不再纳

入合并范围，2020年赔付净支出降为0，并且业务及管理费大幅下降。国能资本将子公司因业务产生的利息计入利息净收入中的利息支出，将本部借款利息计入财务费用，随着本部债务规模的下降，计入财务费用的利息支出大幅下降。

2018—2020年，国能资本资产减值损失受贷款减值损失的影响很大，另外，2020年国能资本对长期股权投资计提了4.94亿元资产减值损失。

表16 国能资本盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
营业收入	29.23	28.32	18.98	5.31
营业支出	12.84	8.31	4.11	0.81
其中：业务及管理费	3.77	4.29	2.29	0.72
财务费用	2.19	1.82	0.69	0.003

表17 2020年同行业国能资本财务指标对比

项目	净资产收益率	资产负债率	自有资产负债率
常德财鑫金融控股集团有限责任公司	2.24	60.84	60.84
湖南财信投资控股有限责任公司	10.68	79.69	76.77
苏州国际发展集团有限公司	5.43	70.78	65.34
上述样本企业平均值	6.12	70.44	67.65
国能资本	4.30	43.92	43.92

注：本表中对比样本的自有资产和自有负债扣除代理买卖证券款和代理承销证券款
资料来源：公开资料及国能资本提供资料，联合资信整理

（5）现金流

随着国能资本下属业务板块的调整及合并范围的变化，合并口径现金流出现了很大波动，总体看现金存量较为充足。

2018—2020年，国能资本经营活动产生的现金主要为财务公司客户存款和银行同业存放款项净增加/减少额及国能租赁业务投放，2020年国能资本经营活动现金流处于净流出状态主要系国电财务存量业务逐渐结清及国能租赁业务规模扩张所致。

国能资本投资活动现金流主要来自财务公司、公司本部、长江财险、农银致远的投资活动，随着财务公司业务结清、农银致远业务到期，2020年国能资本投资活动现金流转为净流入状态。

国能资本筹资活动现金流主要来自于对外融资和偿还债务，2020年国能资本产生了58.04

资产减值损失	2.93	-0.77	0.85	0.03
利润总额	15.89	20.02	14.88	4.50
净利润	12.40	16.04	10.68	3.55
总资产收益率	--	2.06	1.80	0.94
净资产收益率	--	5.76	4.30	1.84
归母净利润收益率	--	4.26	2.84	2.33

注：由于2018年国能资本将石嘴山银行剥离，在2019年审计报告中期初及上期数不含石嘴山银行，合并范围发生重大变化，导致2018年数据可比性很差，因此在此不予比较

资料来源：国能资本财务报告，联合资信整理

受以上因素影响，国能资本利润总额有所波动，2019—2020年盈利指标表现有所下滑，盈利能力尚可。2021年1—6月，国能资本实现营业收入5.31亿元；利润总额4.50亿元。

与所选国能资本比较，国能资本杠杆及盈利指标均低于样本企业。

亿元其他与筹资活动有关的现金流出，主要为农银致远投资者的本金分配。

2018—2020年，国能资本年末现金及现金等价物余额规模均较充足。

表18 国能资本现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
经营活动现金流量净额	6.30	39.51	-68.78	-17.04
投资活动现金流量净额	10.99	-34.66	97.61	9.69
筹资活动现金流量净额	5.26	-8.72	-21.96	-48.65
现金及现金等价物净增加额	22.53	-3.79	6.93	-56.01
期末现金及现金等价物余额	82.47	78.69	85.62	29.61

资料来源：国能资本财务报告

2021年1—6月，国能资本经营活动现金流净额为-17.04亿元，投资活动现金流净额为9.69亿元，筹资活动现金流净额为-48.65亿元，期末现金及现金等价物大幅降至29.61亿元，合并口

径现金储备仍较充足。

3. 母公司口径财务分析

母公司资产以对子公司投资和受托管理原国电集团企业年金为主,由于受托管理的企业年金转出,母公司口径资产规模有所下降。母公司口径债务规模很小,所有者权益稳定性较好。母公司口径营业收入主要来自于投资收益,整体盈

利水平一般,现金规模较小。

(1) 资产负债表

母公司资产规模呈下降趋势,主要系受托管理原国电集团企业年金转出所致。截至2021年6月末,母公司口径资产总额95.66亿元,较上年末增长7.71%,主要系国能资本收购了中电资产50%的股权,并且新设立了全资子公司国能保理所致。

表19 母公司资产构成(单位:亿元、%)

项目	金额			占比		
	2018年末	2019年末	2020年末	2018年末	2019年末	2020年末
货币资金	20.47	17.18	6.76	8.82	7.37	7.61
可供出售金融资产	25.37	14.86	8.96	10.92	6.38	10.08
长期股权投资	42.36	41.95	42.02	18.24	18.00	47.31
其他资产	136.32	146.68	14.23	58.70	62.96	16.02
其他	7.72	12.33	16.86	3.32	5.29	18.98
资产总额	232.23	232.99	88.82	100.00	100.00	100.00

资料来源:国能资本提供,联合资信整理

国能资本受托管理的企业年金产生的负债规模较大,随着此职能的转出,负债规模显著下降,截至2020年末母公司口径负债规模很小。2021年以来,国能资本本部新增了5.35亿元短期借款,因此负债及债务规模有所回升,杠杆仍然很低。

随着利润积累,母公司口径所有者权益持续稳步增长,截至2021年6月末,母公司口径所有者权益为89.35亿元,构成以实收资本为主(占比82.21%),稳定性较好。

(2) 利润表

母公司口径营业收入主要为子公司分红和自营投资收益,2018—2020年持有子公司股权

产生的投资收益持续增长,由于2018年国能资本处置了瑞银证券部分股权,产生了大额非经常性收益,因此2019年投资收益总额同比下降;营业支出主要为业务及管理费和财务费用(此处财务费用中包含的部分利息收入在合并口径中与子公司利息支出抵消,因此母公司口径财务费用显著小于合并口径)。2020年母公司口径利润总额为5.31亿元,总资产收益率和净资产收益率分别为3.29%和6.25%,盈利水平一般。

2021年1—6月,母公司口径实现营业收入1.88亿元,其中投资收益1.35亿元,主要为持有和处置交易性金融资产的投资收益;实现利润总额1.67亿元,同比大幅增加1.49亿元。

表20 母公司口径盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
营业收入	6.02	4.36	6.56	1.88
营业支出	1.18	1.22	1.26	0.21
其中:业务及管理费	0.77	0.85	0.79	0.27
财务费用	0.32	0.27	0.36	-0.09
利润总额	4.04	3.15	5.31	1.67
净利润	3.26	3.10	5.29	1.39
总资产收益率	1.45	1.33	3.29	1.51

净资产收益率	4.07	3.83	6.25	1.57
--------	------	------	------	------

注：2021年1-6月数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：国能资本财务报告，联合资信整理

(3) 现金流量表

2018—2019年母公司口径经营活动现金流处于净流入状态，2020年转为净流出主要系收到其他与经营活动有关的现金规模大幅下降所致。

母公司口径投资业务主要为受托管理的企业年金产生的投资活动现金流，随着受托管理年金资产的转出，因此母公司口径投资活动现金流入和流出规模均大幅下降，仍然保持了净流入状态。

母公司口径债务规模很小，2019年及2020年无筹资活动现金流入，随着存续债务的偿还和利润分配，母公司筹资活动现金流处于净流出状态。

表 21 国能资本现金流量情况 单位：亿元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-6月
经营活动现金流量净额	9.99	12.84	0.00	-5.78
投资活动现金流量净额	10.12	8.84	16.02	3.41
筹资活动现金流量净额	-4.12	-25.06	-31.41	5.31
现金及现金等价物净增加额	15.97	-3.30	-15.33	2.93
期末现金及现金等价物余额	20.47	17.18	1.85	4.78

资料来源：国能资本财务报告

2021年1-6月，母公司口径经营活动现金流净额为-5.78亿元，投资活动现金流净额为3.41亿元，筹资活动现金流净额为5.31亿元，期末现金及现金等价物回升至4.78亿元，现金规模仍然较小。

4. 偿债能力

国能资本偿债能力指标总体表现较好，考虑到国能资本资本实力较强且资产质量较好，并且股东能够在业务、资金等方面给予国能资本大力支持，国能资本整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，国能资本合并口径现金及现金等价物余额对短期债务的覆盖程度均不到1倍，但国能资本本部短期债务规模较小，母公司口径短期偿债指标表现较好。2021年以来，由于国能资本增加了5.35亿元短期借款，6月末现金短期债务比降至0.89倍。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，国能资本EBITDA随着利润总额波动而波动；合并及母公司口径的EBITDA对利息的覆盖程度均较好，合并口径EBITDA对债务的覆盖程度一般。

表 22 国能资本偿债指标

项目	合并口径				母公司口径			
	2018年	2019年	2020年	2021年1-6月	2018年	2019年	2020年	2021年1-6月
期末现金及现金等价物余额/短期债务(倍)	0.26	0.24	0.76	0.23	1.02	*	*	0.89
EBITDA(亿元)	23.16	27.61	22.16	7.91	6.43	5.49	5.98	1.80
EBITDA利息倍数(倍)	3.36	3.83	3.16	2.40	2.94	2.57	12.47	49.80
全部债务/EBITDA(倍)	15.46	14.23	7.40	24.05	7.76	5.45	0.00	2.97

注：1. 母公司口径2019及2020年末短期债务为0，因此期末现金及现金等价物/短期债务无法计算；2. 2021年1-6月数据未年化
资料来源：国能资本财务报告及提供资料，联合资信整理

截至2021年6月末，国能资本无对外担保（不含对合并范围内的担保）及重大未决诉讼。

截至2021年5月末，国能资本共获得的银行授信128亿元，已使用4.20亿元，国家能源集团总对总授信非循环信用额度为225.40亿元，循环信用额度60.00亿元；间接融资渠道较通畅。

六、结论

国能资本作为国家能源集团金融产业投资与管理平台，能够得到国家能源集团在资金、管理、业务等方面的大力支持。国能资本融资租赁业务板块和保险经纪业务板块主要围绕国家能

源集团开展业务，近年来经营情况较好；国能资本资本实力强，杠杆水平适中。

同时，联合资信也关注到，宏观经济环境下行和相关监管政策变化等因素可能对国能资本经营造成不利影响。另外，由于国能资本股东的合并重组及未来业务板块的拓展，下属子公司有所调整，国能资本管理水平及新业务的开展情况

仍有待观察。

未来，随着国能资本业务多元化发展以及股东持续支持，国能资本整体竞争力有望得到提升，联合资信对国能资本的评级展望为稳定。

综上，联合资信认为，国能资本主体的违约风险极低，因此评定国能资本的信用等级为AAA。

附件 2 国家能源集团资本控股有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-6 月
财务数据				
资产总额 (亿元)	759.69	798.93	390.85	364.32
所有者权益 (亿元)	279.39	277.93	219.17	166.35
归属于母公司所有者权益 (亿元)	92.79	95.21	99.22	101.21
短期债务 (亿元)	312.27	323.87	112.08	126.30
长期债务 (亿元)	45.65	69.08	51.88	63.90
全部债务 (亿元)	357.92	392.95	163.96	190.20
营业收入 (亿元)	29.23	28.32	18.98	5.31
投资收益 (亿元)	3.87	2.97	1.75	1.06
利润总额 (亿元)	15.89	20.02	14.88	4.50
EBITDA (亿元)	23.16	27.61	22.16	7.91
筹资前净现金流 (亿元)	17.29	4.85	28.83	-7.35
财务指标				
营业利润率 (%)	56.09	70.65	78.34	84.74
资产收益率 (%)	--	2.06	1.80	0.94
净资产收益率 (%)	--	5.76	4.30	1.84
长期债务资本化比率 (%)	14.04	19.91	19.14	27.75
全部债务资本化比率 (%)	56.16	58.57	42.79	53.35
资产负债率 (%)	63.22	65.21	43.92	54.34
流动比率 (%)	--	--	--	--
筹资前净现金流流动负债比 (%)	--	--	--	--
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.26	0.24	0.76	0.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.36	3.83	3.16	2.40
全部债务/EBITDA (倍)	15.46	14.23	7.40	24.05

注：2021 年 1-6 月数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：国能资本财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务) / 2]×100%
资产收益率	当期净利润/ [(期初资产总额+期末资产总额) / 2]×100%
净资产收益率	当期净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部有息债务/ (全部有息债务+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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务

注: 短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务
 长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益
 筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5 入池资产承租人影子评级方法与企业主体长期信用评级方法差异说明

根据联合资信结构化产品的评级方法，在对结构化产品进行信用评级过程中，联合资信对入池资产承租人及担保方（如有）进行信用评级，该评级称为影子评级。为表示该评级与企业主体长期信用评级的区别，联合资信采用在主体长期信用评级等级符号后加下标 s 来表示影子评级。

联合资信影子评级所采用的基本原理和方法与联合信信的主体长期信用评级基本相同，即是对受评主体如期还本付息的能力和意愿的综合评价。考虑到结构化产品评级中客观现实条件和时间限制等因素，以及结构化产品评级工作实际需要，入池资产承租人及担保方（如有）影子评级过程相对于联合资信的企业主体长期信用评级过程会有较大幅度的简化。联合资信主要根据发起机构提供的入池资产的信贷资料，对入池资产承租人及担保方（如有）进行研究分析，主要考察因素包括其所属行业、地区、规模和竞争力、经营管理风险、财务状况、历史回款记录、股东情况等，通过相关打分模型、历史数据预测以及公司信用评级委员会讨论确定承租人及担保方（如有）的影子评级结果。对于联合资信发布的承租人及担保方（如有）的信用等级，我们会直接采用。

影子评级结果主要用于结构化产品的评级，是衡量入池资产承租人及担保方（如有）信用质量的一个参考指标，也是衡量入池资产质量的一个参考指标，同时影子评级还是联合资信结构化产品评级模型内的一个重要输入参数。影子评级不是联合资信对承租人及担保方（如有）的正式评级，不公开对外发布和使用。联合资信入池资产承租人及担保方（如有）影子评级信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_s、AA_s、A_s、BBB_s、BB_s、B_s、CCC_s、CC_s、C_s。除 AAA_s 级、CCC_s 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。各等级含义与企业主体长期信用等级的含义一致，如下表所示：

级别设置	含义
AAA _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	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 _s	不能偿还债务

附件 6 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和 C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 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。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。