

中国国电集团公司跟踪评级分析报告

债项

04 国电(1)
20 亿元人民币, 2004 /9/22~2014/9/21, AAA

04 国电(2)
20 亿元人民币, 2004 /9/22~2019/9/21, AAA

跟踪评级时间: 2007 年 6 月 27 日

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	10408148.65	15270698.81	19318115.19
所有者权益(万元)	1140252.688	1440586.82	1655786.336
主营业务收入(万元)	3446507.619	4981734.298	5962544.537
利润总额(万元)	224064.0417	305156.0131	412644.8704
资产负债率(%)	77.50	78.17	79.59
全部债务资本化比率(%)	73.69	74.85	76.45
净资产收益率(%)	3.52	2.38	3.98
流动比率(%)	50.99	39.04	33.27
EBITDA 利息倍数(倍)	4.42	3.65	3.79
债务保护倍数(倍)	0.08	0.06	0.07

分析员

张志军

电话 010-85679696-8836

邮箱 zzj@lianheratings.com.cn

王 佳

电话 010-85679696-8876

邮箱 wangjia@lianheratings.com.cn

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

1、公司概况

中国国电集团公司(以下简称“公司”或“国电集团”)是在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业,是电力体制改革后国务院批准成立的五大全国性发电企业集团之一,是经国务院同意进行国家授权投资的机构和国家控股公司试点企业,注册资本金120亿元人民币。

公司实行两级法人、分层授权、垂直管理的管理体制,目前设立了华北、东北、华中、华东、西北、川渝、山东、云南、贵州、广西、新疆11个分公司,在全国29个省(自治区、直辖市)拥有电源点。截止2006年底公司共有职工79356人,其中集团本部197人。

截至2006年底,公司拥有3个全资企业、25个内部核算单位、65个控股企业和12个参股企业,拥有可控装机容量为4445.25万千瓦,其中,火电装机容量3972.50万千瓦,占89.49%;水电装机容量405.33万千瓦,占9.12%;风电装机容量61.82万千瓦,占1.39%。

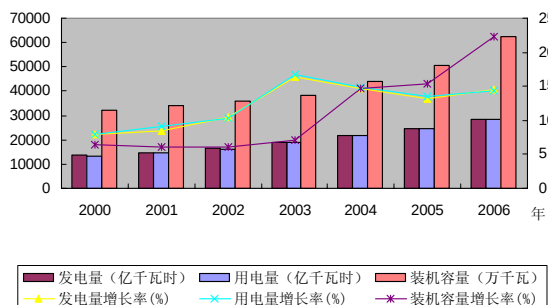
截至2006 年底,公司总资产19318115.19万元,总负债15375451.47万元,所有者权益1655786.34万元,少数股东权益2286877.38万元。2006 年公司实现主营业务收入5962544.54万元,利润总额412644.87万元,经营活动产生的现金流量净额1431375.99万元。

2、行业发展

电力行业是国民经济和社会发展的基础和支柱产业。2006 年,受国民经济持续快速增长的拉动,我国电力消费旺盛,全社会用电量达到 28248 亿千瓦时,同比增长 14.0%(见图 1),全年始终保持了快速增长。另一方面电力行业装机容量增速创历史最高水平,电力供给的增

长明显快于电力需求的增长，电力供应能力有较大提高。截至 2006 年底，全国发电装机容量达到 62200 万千瓦，同比增长 20.3%；其中水电 12857 万千瓦，约占总容量 20.7%，同比增长 9.5%；火电达到 48405 万千瓦，约占总容量 77.8%，增长 23.7%；水、火电占总容量的比例分别下降了 2.03 和上升了 2.15 个百分点。2006 年全国发电量达到 28344 亿千瓦时，同比增长 14.54%，其中，水电发电量 4167 亿千瓦时，约占全部发电量 14.7%，增长 5.1%；火电发电量 23573 亿千瓦时，约占全部发电量 83.2%，增长 15.3%；核电发电量 543 亿千瓦时，约占全部发电量 1.9%，增长 2.4%。2006 年全社会用电量达到 28248 亿千瓦时，同比增长 14.42%。伴随装机容量的快速增长，发电设备利用小时数回落，2006 年全国发电设备累计平均利用小时数为 5221 小时，同比降低 203 小时。2006 年电力行业完成销售收入 20808 亿元，同比增长 20%，实现利润 1446 亿元，同比增长 43%。

图1 近几年我国电力供求状况



资料来源：根据中电新闻网和中电联电力工业统计快报整理

随着电力生产和投资规模的迅速增长，全国电力供需总体基本平衡，全国电力供需紧张形势得到明显缓解，缺电范围明显缩小，全国缺电省份由2005年初的25个减少到2006年12月的6个，供应偏紧的地区主要是华中和南方电网，偏紧的省份主要是山西、辽宁、四川、重庆、湖北、西藏、广东和云南。

预计2007年国内电力供需将趋于平衡，电力产能将出现略大于需求状况；以火电为主、严重失衡的电源结构使得未来国内电力工业的

发展方向被迫转向以电源结构调整为主线。按照国家发改委新的电厂运行调度政策，将优先保证能耗低、污染小的机组发电，依次按风电、水电、气电、核电、煤电、油机顺序进行调度电量。在电源结构调整过程中，水电作为清洁、可再生能源的代表，将成为电源结构调整中增长最快的部分。

3、生产经营

2006 年，公司新投产发电装机容量 939.60 万千瓦，超额完成全年计划投产任务。截止 2006 年底，公司拥有可控装机容量 4445.25 万千瓦，较 2005 年底增长 26.78%。2006 年全年完成发电量 2259.1 亿千瓦时，占全国总发电量的 7.97%，上网电量 2101.5 亿千瓦时，分别较 2005 年增长 18.62%和 18.80%，公司发电装机规模和发电量仍然保持较快的增长。2006 年公司的发电利用小时数、厂用电率和供电标准煤耗等几项技术指标均优于全国平均水平，其中火电设备平均利用小时数处于国内领先水平。

公司 2006 年实现主营业务收入 5962544.54 万元，其中电力产业实现收入 5574021.79 万元，占主营业务收入的 93.48%，公司主营业务十分突出。由于上网电价的调整，公司 2006 年主营业务利润率 14.56%，较 2005 年有所提高。鉴于目前“煤电联动”机制的实施，在一定程度上抵消了燃煤价格上涨带来的发电成本上升的压力，预计公司未来主营业务利润水平仍将保持稳定。

公司预计到2010 年发电装机容量达到 8000 万千瓦，其中通过新扩建实现新增4000~4500 万千瓦，通过重组并购新增500~1000 万千瓦，力争保持在全国总体规模10%的市场份额，预计每年投资规模将保持在300亿元以上。公司预计到2010 年底资产总额达到3200 亿元，年销售收入总额达到1200亿元，年实现利润总额达到80亿元；资产负债率控制在75%左右，净资产收益率达到6%左右。

4、财务状况

公司提供的2006年度财务报表已经中瑞华恒信会计师事务所有限责任公司审计，并出具了无保留审计意见。公司2006年因会计政策和会计估计变更以及重大会计差错调整的财务数据，对公司整体财务数据影响不大。公司下属子公司国电电力发展股份有限公司和国电长源电力发展股份有限公司自2007年1月1日起实施新的会计准则。

财务构成

截至2006年底，公司合并资产总额为19318115.19万元，较2005年底增长了26.50%，主要是固定资产的增加所致。公司流动资产和固定资产占总资产分别为12.18%和83.71%，长期投资和无形资产及其他资产占比很小，与2005年底相比，公司资产构成变化不大。

截至2006年底，公司负债总额15375451.47万元，比2005年底增加28.80%，其中流动负债7075857.95万元，较2005年底增加33.72%，长期负债8299593.52万元，较2005年底增加24.88%。截至2006年底，公司所有者权益合计1655786.34万元，较2005年底增长14.94%，主要是未分配利润的增加和未确认的投资损失的绝对值减少所致。

截至2006年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为79.59%和76.45%，较2005年底有所升高，公司债务负担重。

盈利能力

公司2006年实现主营业务收入5962544.54万元，同比增加19.69%，主要是由于同期公司投产发电装机容量增加和电价上涨所致；得益于煤电联动的实施，2006年实现利润总额412644.87万元，同比增加35.22%，增长幅度大于主营业务收入增幅；2006年实现净利润65855.51万元，较2005年增加92.27%。2006年公司净资产收益率3.98%，与2005年相比有所上升。总体看，2006年公司盈利能力有所增强，但盈利水平仍较低。

现金流

从经营活动看，2006年公司销售商品、提供劳务收到的现金6914124.04万元，同比增长42.61%，增幅较大；经营活动产生的现金流入量8095708.66万元，同比增长49.68%；经营活动产生的现金流量净额1431375.99万元，同比增长49.57%。从收入实现质量指标看，2006年公司现金收入比为115.96%，较2005年底增加18.64个百分点。总体看，2006年公司经营活动正常，获取现金能力明显增强，收入实现能力大幅改善。

从投资活动看，2006年公司投资活动现金流入121497.60万元，主要是取得投资收益所收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金；公司投资活动现金流出为4290723.66万元，主要是公司开发建设及收购电站项目的投资。2006年公司投资活动产生的现金流量净额-4169226.07万元，公司投资规模增长迅速。

从筹资活动来看，2006年公司筹资活动现金流入为8830775.05万元，主要是银行借款所收到的现金；公司筹资活动现金流出主要是偿还银行借款、支付银行利息和分配股利支付的现金。2006年，公司筹资活动现金流量净额2568746.85万元。公司现金及现金等价物净增加额近两年均为负值，2006年为-169124.04万元，导致公司现金储备逐年减少。

总体看，2006年公司现金流量正常，经营活动获取现金能力有所增强，但公司对外投资规模较大，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资活动需求，仍需通过筹资活动满足投资资金需求。

偿债能力

截至2006年底，公司流动比率和速动比率分别为33.27%和27.24%，公司短期偿债能力弱。2006年公司EBITDA利息倍数和债务保护倍数分别为3.79倍和0.07倍，公司对整体债务的保护能力偏弱。

公司与多家商业银行建立长期稳固的合作关系。从公司的信贷记录看，尚未出现贷款逾期现象，信用记录良好。截至2006年12月31

日，公司拥有各家银行贷款授信额度总计2778亿元。公司近年来生产经营稳定，发展速度较快，下属电厂大多数是当地电网的骨干型企业，并且有国电电力发展股份有限公司和国电长源电力股份有限公司两家A股上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

5、本期债券情况

公司于2004年9月28日发行了“2004年中国国电集团公司企业债券”，总金额40亿元，其中10年期20亿元，票面利率5.3%；15年期20亿元，票面利率5.6%。

公司发行的2004年10期固定利率企业债券于2005年9月8日起在上海证券交易所交易市场上市交易，上市额度为5728万元，证券简称为“04国电(1)”，证券代码为“120485”。

公司发行的2004年15年期固定率企业债券于2005年9月8日起在上海证券交易所交易市场上市交易，上市额度为590.8万元，证券简称为“04国电(2)”，证券代码为“120486”。

公司已于2005年9月22日和2006年9月22日全额按时支付了两期当期利息。

6、担保情况

本期债券由中国银行(中国银行于2004年8月26日整体改制为股份制商业银行，并更名为“中国银行股份有限公司”，以下仍简称“中国银行”)提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

经联合资信评估有限公司对中国银行的公开评级，中国银行的信用等级为AAApi。

积极因素

1、国民经济的快速增长带来了电力需求的更快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

2、公司在国内电力供应中市场占有率较高，发电企业布局合理，规模优势明显。

3、煤电联动政策的实施，在一定程度上缓解了公司电煤成本上升的压力，保证了发电企业的盈利水平。

4、公司与银行保持了良好的合作关系，并有两个子公司为A股上市公司，直接、间接融资渠道较为畅通。

5、中国银行为本期债券的提供了无条件的不可撤消的连带责任保证担保，2006年中国银行担保实力进一步增强。

关注

1、近年来，全国范围内电力投资规模巨大，未来几年内，可能出现阶段性电力过剩，电力供给市场格局和盈利水平可能会受到影响。

2、随着电力体制改革的深入，竞价上网可能成为电力生产企业最大的风险因素。

3、煤电联动暂时缓解了电力行业的成本压力，但两大利益集团的矛盾尚未得到根本解决，电煤成本对火电企业的盈利水平仍存在一定程度的威胁。

4、公司未来规划投资项目较多，投资规模较大，有一定的资金压力。

5、公司债务负担呈现进一步加重趋势。

附表 1 主要财务数据

项 目 (万元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
资产总额	10,408,148.65	15,270,698.81	19,318,115.19	36.24
流动资产	1,756,261.09	2,065,966.89	2,353,858.42	15.77
应收账款	471,257.68	704,433.49	751,587.97	26.29
存货	178,192.96	328,990.11	426,466.68	54.70
流动负债	3,444,187.10	5,291,479.87	7,075,857.95	43.33
短期借款	1,749,541.77	2,760,490.38	3,623,433.05	43.91
应付票据	13,000.69	334,137.13	596,752.66	577.51
一年内到期的长期负债	294,145.79	340,156.15	366,528.56	11.63
长期借款	3,958,845.99	5,940,470.07	7,582,952.53	38.40
应付债券	544,953.23	546,500.43	563,437.52	1.68
少数股东权益	1,201,880.90	1,892,701.55	2,286,877.38	37.94
所有者权益	1,140,252.69	1,440,586.82	1,655,786.34	20.50
主营业务收入	3,446,507.62	4,981,734.30	5,962,544.54	31.53
主营业务成本	2,957,522.98	4,332,768.13	5,041,295.79	30.56
营业利润	188,652.02	294,400.29	390,226.67	43.82
主营业务利润	452,830.87	606,936.12	868,349.46	38.48
利润总额	224,064.04	305,156.01	412,644.87	35.71
净利润	40,089.88	34,250.93	65,855.51	28.17
销售商品、提供劳务收到的现金	3,604,243.54	4,848,372.55	6,914,124.04	38.50
经营活动产生的现金流量净额	725,088.99	956,992.00	1,431,375.99	40.50
投资活动产生的现金流量净额	-2,098,888.00	-2,553,376.11	-4,169,226.07	40.94
筹资活动产生的现金流量净额	1,677,751.72	1,464,463.19	2,568,746.85	23.74
现金及现金等价物净增加额	303,954.55	-143,115.03	-169,124.04	
EBITDA	905,892.26	1,176,615.37	1,633,080.57	1,238,529.40
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
主营业务利润率 (%)	13.14	12.18	14.56	13.30
现金收入比 (%)	104.58	97.32	115.96	100.95
总资本收益率 (%)	4.35	4.22	4.55	4.38
净资产收益率 (%)	3.52	2.38	3.98	3.29
长期债务资本化比率 (%)	65.79	66.06	67.39	66.41
全部债务资本化比率 (%)	73.69	74.85	76.45	75.00
资产负债比率 (%)	77.50	78.17	79.59	78.42
流动比率 (%)	50.99	39.04	33.27	41.10
速动比率 (%)	45.82	32.83	27.24	35.29
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.42	3.65	3.79	3.95
筹资活动前现金流量净额				
利息偿还能力 (倍)	-6.70	-4.95	-6.35	-6.00
债务保护倍数 (倍)	0.08	0.06	0.07	0.07

附表 2 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=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

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件 3 企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

企业债券信用等级符号及含义等同企业主体长期信用等级