

跟踪评级公告

联合[2011] 680 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国国电集团公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“04国电债1”、“04国电债2”、“09国电集MTN1”、“09国电集MTN2”、“10国电集MTN1” AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年八月二十四日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国国电集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
04 国电债 1	20 亿元	2004/09/22-2014/09/22	AAA	AAA
04 国电债 2	20 亿元	2004/09/22-2019/09/22	AAA	AAA
09 国电集 MTN1	49 亿元	2009/04/22-2014/04/22	AAA	AAA
09 国电集 MTN2	26 亿元	2009/05/07-2014/05/07	AAA	AAA
10 国电集 MTN1	105 亿元	2010/08/04-2015/08/04	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2011 年 8 月 24 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 3 月
现金类资产(亿元)	264.92	230.6	284.0
资产总额(亿元)	4237.29	5358.38	5549.17
所有者权益(亿元)	766.44	968.70	977.85
长期债务(亿元)	1412.11	1648.30	1871.58
全部债务(亿元)	2854.32	3482.53	3610.31
营业收入(亿元)	1220.79	1625.72	459.61
利润总额(亿元)	59.63	62.05	3.14
EBITDA(亿元)	171.88	407.28	--
经营性净现金流(亿元)	131.74	68.4	87.7
营业利润率(%)	14.81	12.11	10.53
净资产收益率(%)	5.55	6.41	--
资产负债率(%)	81.91	81.92	82.38
全部债务资本化比率(%)	78.83	78.24	78.69
流动比率(%)	37.41	32.63	39.75
全部债务/EBITDA(倍)	16.61	8.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.59	2.73	--
经营现金流/总负债(%)	6.52	2.56	--

注: 2011 年一季度数据未经审计

分析师

王佳

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中国国电集团公司(以下简称“公司”)是中国五大中央直属发电集团之一,资产规模大,行业地位突出,整体抗风险能力很强。跟踪期内,资产及收入规模进一步扩大,受煤炭价格高位运行影响,公司主业盈利水平有所下滑。

中期来看,电力行业环保要求不断提高,煤炭价格波动,公司仍面临较大的成本压力。未来随着在建电源点陆续投产,公司电力装机规模逐年增大,公司对上游煤炭资源的控制力度将逐步增强,公司抗风险能力有望增强。

“04国电债1”和“04国电债2”由中国银行股份有限公司(以下简称“中国银行”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)公开评级,中国银行主体长期信用等级为AAApi,其担保进一步增强了“04国电债1”和“04国电债2”本息偿还的安全性。

综合考虑,联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级,对公司的评级展望为稳定,并维持“04国电债1”、“04国电债2”、“09国电集MTN1”、“09国电集MTN2”和“10国电集MTN1”AAA的信用等级。

优势

1. 公司作为中国五大发电集团之一,在资产规模、装机容量规模和电源点布局方面具有较强的竞争优势,整体抗风险能力强。
2. 跟踪期内,公司装机规模大幅增长,电源结构进一步优化。
3. 跟踪期内,公司大力发展可再生能源,下属子公司龙源电力集团股份有限公司作为中国最早从事风电开发的企业,全球排名位列第三,亚洲排名位列第一。

关注

1. 跟踪期内电煤价格持续高位运行，公司主业盈利能力有所下滑。
2. 公司负债水平高，债务负担很重。

一、主体概况

中国国电集团公司（以下简称“国电集团”或“公司”）成立于 2002 年 12 月，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，是经国务院统一进行国家授权投资的机构和国家控股公司试点企业，截至 2011 年 3 月底，公司注册资本金 120 亿元人民币。

公司经营范围：实业投资经营及管理；电源的开发、投资、建设、经营和管理；组织电力（热力）的生产、销售；煤炭、发电设施、新能源、交通、高新技术、环保产业的投资、建设、经营及管理；电力业务相关的技术服务、信息咨询；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）。

公司目前拥有 16 个区域和省级分公司、13 个特大型子公司、两个科研机构，近二百家基层发电企业；拥有国电电力发展股份有限公司（600795）、长源电力股份有限公司（000966）、内蒙古平庄能源股份有限公司（000780）、宁夏英力特化工股份有限公司（000635）四家国内 A 股上市公司；龙源电力集团股份有限公司一家香港上市公司。电源基地遍布全国 31 个省、市、自治区；员工人数 11 万余人。

公司本部设燃料管理部、办公厅、计划发展部、人力资源部、财务管理部、安全生产部、市场营销部、工程建设部、企业管理与法律事务部、资本运营与产权管理部、科技与综合产业部、审计部、监察部、工会工作委员会、政治工作部、国际合作与海外业务部、新闻中心、社会保险中心、国电技术经济咨询中心、招标中心、专家委员会办公室等 21 个职能部门。

截至 2011 年 3 月末，公司可控装机容量为 9646.29 万千瓦，其中，火电装机容量 7709.15 万千瓦，占 78.89%；水电装机容量 1011.61 万千瓦，占 10.48%；风电装机容量 911.73 万

瓦，占 9.45%。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额为 5358.38 亿元，所有者权益 968.70 亿元，其中少数股东权益 636.45 亿元；2010 年公司实现营业收入 1625.72 亿元，利润总额 62.05 亿元。

截至 2011 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 5549.17 亿元，所有者权益 977.85 亿元，其中少数股东权益 696.94 亿元；2011 年 1~3 月公司实现营业收入 459.61 亿元，利润总额 3.14 亿元。

公司地址：北京市西城区阜城门北大街 6-8 号；法定代表人：朱永芃。

二、经营管理分析

1. 行业分析

电力需求回升趋势持续，发电机组平均利用小时数提高

2009 年，受宏观经济不景气到回暖的影响，中国发、用电量从年初严重下滑、年中企稳回升到年末大幅攀升，全年增速大于上年，全社会用电量增长为 5.96%。中国发电装机容量达到 8.74 亿 Kw，全口径发电量 36639 亿 Kwh，用电量 36430 亿 Kwh。2010 年，下游用电需求回升态势得以持续，根据中电联数据，2010 年全年，国内累计全社会用电量 41923 亿千瓦时，同比增长 14.56%，但受节能减排等政策影响，2010 年起，全社会用电需求量增幅开始回落，其中，第二产业用电量增幅最大，全年达 31318 亿千瓦时，同比增长 15.41%，增幅提高 10.72 个百分点。第一产业用电量 984 亿千瓦时，同比增长 4.68%，增幅降低 2.22 个百分点；第三产业 4497 亿千瓦时，同比增长 14.02%，增幅提高 1.28 个百分点；城乡居民生活 5125 亿千瓦时，同比增长 12.02%，与上年基本持平。

2011 年一季度，全国全社会用电量 10911 亿千瓦时，同比增长 12.7%，较上年四季度出现明显回升，部分地区气温偏低导致取暖负荷明显增加和重点行业生产形势较好是主要原

因。

2010年，中国基建新增发电设备容量9127万千瓦，其中，水电1661万千瓦，火电5872万千瓦，核电174万千瓦，并网风电 1399万千瓦。截至2010年底，中国发电设备容量96219万千瓦，其中，水电装机容量21340万千瓦，火电装机容量70663万千瓦，核电装机容量1082万千瓦，风电并网装机容量3107万千瓦。

2011年一季度，中国基建新增发电装机容量1379万千瓦，比上年同期少投产234万千瓦，主要是3月份投产规模较小，3月份投产的重点电源项目主要是汉能金安桥水电站4号机组（60万千瓦），这是中国首台民营企业投资控股的大型水电机组；分类型来看，水电新增123万千瓦，火电新增1001万千瓦，风电新增250万千瓦。截至2011年3月底，全国6000千瓦及以上发电设备容量94283万千瓦，比上年同期净增9304万千瓦；月底全口径发电设备容量9.7亿千瓦左右。其中，6000千瓦及以上水电设备容量1.84亿千瓦，火电7.13亿千瓦，核电1082万千瓦，并网风电3394万千瓦。从全国来看，由于多年来发电装机持续稳步增长，目前全国电力的装机供应能力总量充足，但是分地区间装机满足需求的能力各有不同。

进入2010年，行业内设备利用效率回升的趋势得以持续，1月份国内6000千瓦以上机组平均利用小时数实现5年来的首次正增长，2010年，全国发电设备平均利用小时为4660小时，同比增加114小时，为2004年以来发电设备利用小时持续下降后的首次回升，其中火电机组利用小时同比增加166小时；2010年受年初大范围干旱影响，水电机组利用小时同比出现较大下降，但自三季度进入丰水期，多数电站来水状况有明显改善，2010年，水电机组平均利用小时为3429小时，同比增加101小时。

2011年一季度，全国发电设备累计平均利用小时1135小时，比上年同期提高11小时，略低于2008年同期水平。其中，水电583小时，比上年同期提高89小时，处于往年的正常水

平，广西、青海、四川、云南、湖北、贵州的水电设备平均利用小时超过600小时，广西、云南、贵州、湖南等省份主要是由于上年同期基数较低；火电设备利用小时1292小时，与上年同期基本持平，其中，青海、宁夏、四川、重庆等需求比较旺盛的省份的火电设备利用小时超过1500小时，吉林的火电设备利用小时低于1100小时。

电煤价格处于上升通道，火电企业出现亏损

2009年四季度末，国内市场电煤价格又一次进入上升通道，2010年1月份主要电煤的平均价格较2009年10月份同比增幅超过25%，2月仍在高位窄幅波动。电煤价格的上涨对火电行业的利润空间形成了挤压。9月份以来随着北方地区逐步进入供暖季节，煤炭下游需求增大，价格水平也开始逐步上涨，2011年3月29日，秦皇岛山西优混平仓价为825元/吨，较1月初上涨了40元。由此也导致火电企业的经营压力再一次加大，火电企业出现亏损。2011年一季度，全国电厂电煤库存总体处于较高水平，但是局部时段、局部地区电煤供需比较紧张，特别是在1月上中旬矛盾比较突出，在一定程度上影响电力供应。截至3月底，全国重点企业电厂存煤5071万吨，可用13天，部分地区煤炭比较紧张。

总体看，目前电煤价格的波动仍是影响火电企业稳定经营的主要因素，但长期来看，由电煤价格市场化、电价管制所导致的电力企业政策性亏损不具有持续性，随国内电价体制改革的逐步推进，火电企业的盈利稳定性有望得到改善。

电价上调一定程度上缓解火电企业经营压力

2009年11月19日，国家发改委出台电价调整方案：自2009年11月20日起，全国销售电价平均每千瓦时提高2.8分钱；陕西等10

个省（区、市）燃煤机组标杆上网电价每千瓦时上调 0.2-1.5 分，浙江等 7 个省（区、市）下调 0.3-0.9 分；提高可再生能源电价附加标准；适当调整部分地区脱硫电价加价标准。

2010 年 5 月 12 日，国家发展改革委、国家电监会、国家能源局联合下发了《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》，取消对高耗能企业的用电价格优惠、坚决制止各地自行出台的优惠电价措施、加大差别电价政策实施力度、对超能耗产品实行惩罚性电价、整顿电价秩序并加强监督检查。

2011 年 4 月初，国家发改委上调了全国 16 个省（区、市）上网电价，其中，山西涨幅最高，为 2.6 分/度，山东等五省上调 2 分/度，河南等两省上调 1.5 分/度，另三省上调 1 分/度，一个省上调 0.9 分/度，还有四省上调 0.4 至 0.5 分/度。总体看，16 个省平均上调上网电价约 1.2 分/度。此次区域性上网电价的调整，一定程度上缓解了部分地区火力发电企业亏损的局面。近期，国家发改委已召集湖南、贵州、江西等省份的电价管理负责人就该地区的火电上网价格进行了讨论，上述中部地区火电上网电价有望进行上调。

2011 年 5 月底，发改委决定自 6 月 1 日起，对 15 个省市电价进行调整，内容包括：（1）15 个省市的工商业、农业用电价格平均上调 1.67 分/千瓦时，但居民用电价不变，其中山西上调幅度最高为 2.4 分/千瓦时，四川最低为 0.4 分/千瓦时；（2）上网电价每千瓦时平均上调 2 分左右。其中山西上调幅度最高为 3.09 分/千瓦时，贵州最低为 1.24 分/千瓦时；（3）15 个省市包括山西、青海、甘肃、江西、海南、陕西、山东、湖南、重庆、安徽、河南、湖北、四川、河北、贵州。

2. 经营分析

近年来公司逐步向综合性能源集团战略转型，大力发展煤炭业务，2010 年公司煤炭产品实现销售收入 79.73 亿元，占主营业务收入的

5.02%；2011 年 1~3 月，公司实现煤炭销售收入与高科技板产品销售收入 27.71 亿元，占主营业务收入的 6.15%。

公司新能源业务 2010 年实现收入 105.79 亿元，占主营业务收入 6.67%。2011 年 1~3 月，该板块实现收入 15.23 亿元，占主营业务 3.38%。

公司其他业务包括金融、环保等，2010 年公司其他业务收入 138.66 亿元，占公司主营业务收入 8.74%。2011 年 1~3 月，公司实现其他业务收入 48.15 亿元，占主营业务 10.69%，保持较快增长速度。

2009~2010 年，受电煤价格上涨因素影响，公司毛利率有所下降，2010 年为 12.39%。

表 1 2009 年公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

项目	2009 年		
	收入	占比	毛利率
电力	1022.26	86.28	14.24
热力	24.80	2.09	-25.82
煤炭	43.97	3.71	37.42
其它	93.80	7.92	32.06
合计	1184.83	100	15.68

资料来源：公司提供

表 2 2010~2011 年 3 月公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

项目	2010 年			2011 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力	1262.74	79.57	8.17	359.44	79.78	6.53
煤炭	79.73	5.02	42.79	27.71	6.15	51.61
新能源	105.79	6.67	22.09	15.23	3.38	21.27
其他	138.66	8.74	25.91	48.15	10.69	20.33
合计	1586.92	100	12.39	450.53	100	11.28

资料来源：公司提供

发电产业

近年来，公司电力装机容量不断增长的同时，电源结构也在不断优化，火电电源向大容量、低能耗方向发展，风电装机容量持续提高。

截至 2011 年 3 月末，公司可控装机容量为 9646.29 万千瓦，其中，火电装机容量 7709.15 万千瓦，占 78.89%；水电装机容量 1011.61 万千瓦，占 10.48%；风电装机容量 911.73 万千瓦，占 9.45%。公司拥有 60 万千瓦及以上火电机组 43 台，占全部火电总容量的 39.75%；30 万千瓦及以上火电机组占火电总容量达到 82.05%。

近年来公司加快可再生能源建设,努力提高风电、水电等清洁能源在电源结构中的比重。在风力发电方面,2010年公司的风电装机容量达到896.9万千瓦,居国内风电企业首位;在水力发电方面,2010年公司水电装机容量分布在四川、新疆、云南等省,其中公司拥有大渡河流域龚嘴和铜街子两个水电站(合计132万千瓦),正抓紧建设大渡河瀑布沟水电站(330万千瓦)和深溪沟水电站(66万千瓦)。

2010年公司积极扩大生产规模,新增基建投产1262.4万千瓦,其中火电585万千瓦,水电306.7万千瓦,风电362.36万千瓦,生物质发电8.3万千瓦。2010年公司并购增加容量126.7万千瓦。2010年全年核准1384万千瓦,开工2420万千瓦,核准和开工容量均再创历史新高。公司火电项目前期储备充足,已取得前期核准项目7个共510万千瓦,完成可研项目50个共6070万千瓦;公司水电项目前期工作有序推进,大渡河大岗山水电站获得国务院核准,猴子岩水电站列入国家西部大开发重点项目;深入开展新能源和可再生能源项目前期工作。

面对激烈的市场环境,公司提高了电量的供给,进一步促进销售,克服了电力供需矛盾趋缓、行业发电平均利用小时数持续下降的不利影响,稳定了市场份额。2010年,公司发电量41988991万千瓦时,同比增长18.9%;售电量完成39002739万千瓦时,同比增长20.81%。截至2010年末,平均上网电价389.61元/千千瓦时。

电煤采购成本占发电企业生产成本约70%。2010年,公司平均天然煤到厂价464.91元/吨,较2009年上涨了70.33元。针对煤炭价格波动的市场情况,公司积极应对,加强燃料管理,积极开拓供煤渠道,保证了燃料供应。同时采取优化进煤结构、煤种掺烧等措施控制燃料成本。此外,公司的主力电厂或处于坑口地区能够保证能源足够的供应,或处于交通枢纽地区,运输成本较低,因此成本在同业中处于较低水平。

公司坚持改进成本控制措施,一是积极抢发电量,落实煤电联动政策。在保证电量总水平稳定的基础上,进一步优化电量结构,提高高价电量比重;全面落实电价调整政策,确保按批复电价结算收入,及时、足额回收当期电热费,加强陈欠电热费回收。二是强化燃料基础管理,着力控制标煤单价。进一步拓展和优化供煤渠道,提高优质低价煤到货率,确保采购价格不高于所在区域同类火电企业平均水平;降低路损、场损,大力推广配煤掺烧成功经验;加快煤炭资源开发,增强电煤供应保障和平抑价格的能力。三是继续降低能耗指标,压降固定成本。优化机组运行,加强对煤耗、厂用电及各类小指标的考核,全面落实材料费、修理费、技改费用等可控费用压降目标,严格控制非生产资本性支出。2010年全年减少二氧化硫排放7.1万吨,减少二氧化碳排放446万吨。

其他产业

煤炭业务

公司电力装机以火电为主,随着电力装机规模的不断扩大,公司煤炭消耗量逐年快速增长,煤炭的供应能力与煤炭价格对公司经营影响较大。为保障煤炭供应,公司逐步加大对煤炭资源的控制力度。截至2010年末,公司煤炭储量达到140亿吨。2010年,公司控股煤炭产量达到4700万吨,其中平庄煤业煤炭产量2647万吨,占公司煤炭产量的56%,平庄煤业2010年煤炭产量排名中国煤炭企业煤炭产量第21位。预计到2011年末,公司煤炭产能将达到6000万吨,到2012年实现控股煤炭产能超过6800万吨。公司目前在建白音华煤矿、察哈素煤矿、沙巴台煤矿开发进展顺利,达产后将新增产2,300万吨。国电集团围绕煤炭资源开发打造煤电一体化产业布局,将煤炭资源开发的重点定为“三片一线”,即大型整装煤田、靠近电厂的煤矿、煤电一体化项目和燃料公司组织供应的下水煤和部分电厂用煤。公司下水煤体系基本形成,已拥有海运船舶22艘,港口码头

中转储配基地5个、储配煤场4个，海运能力3,200万吨。同时煤化工项目稳步推进，宁东煤基多联产基地正式开工，完成准东煤电及煤基化纤原料工业园项目规划。

其他

公司目前已形成新能源、节能、环保、信息化四大科技产业集群，拥有20多项自主知识产权的核心技术，一批高新技术企业国内领先、国际知名。

在新能源方面，公司着力打造以风电、太阳能为核心的新型发电技术。公司风机制造业形成规模，年产能2000台，自主研发的产品涵盖3MW、2MW直驱式，1.5MW高海拔低风速风机和电网友好型风机，销量进入全国前三。太阳能产业快速发展，下属宁夏太阳能公司多晶硅一期项目高标准投产；下属国电光伏江苏有限公司产业基地试生产，已具备光伏电站的可研、设计、系统集成和EPC总承包能力。

公司节能环保产业继续保持领先地位，下属龙源环保脱硫特许经营技术水平、装机容量居行业首位，资源回收型有机胺法烟气脱硫工艺成功应用；下属龙源技术等离子点火技术应用装机2.39亿千瓦，已建成5个无燃油电厂，累计节油700万吨；下属龙源冷却拥有直接、间接空冷设备制造能力960万千瓦，技术水平保持国内领先。节能环保技术及产品相继走向国门，至今已有15个境外项目，遍布10个国家和地区。

公司充分发挥整体优势，围绕发电主业快速拓展相关领域，金融、物资等产业协同发展，初具规模。下属的资本控股公司成功并购瑞泰人寿，相对控股石嘴山银行，发起设立“长江保险”公司，稳健投资瑞银证券，积极推进信托、基金公司的设立重组，实现金融业务多项突破，初步形成企业财务、银行、保险、信托为主的多元化金融平台。下属东北公司抢占水务市场，收购5家大型污水处理厂，取得沈阳中水和污泥市场控制权；下属江西公司深度利用粉煤灰，与建材企业合作开发了高附加值产

品。

公司建立了产学研用横向联合、协同创新的科技工作机制，科技创新支撑作用更加明显。其下属企业联合动力“风电设备及控制国家重点实验室”、龙源电力“国家能源风电运营研发（实验）中心”、电科院“国家能源节能减排与污染控制研发（实验）中心”以及龙源技术“国家认定企业技术中心”等4个国家级研发平台获得批准。特别是等离子体点火及稳燃技术荣获国家能源局科技进步一等奖。2010年全年公司获得国家科技资金5200万元，获得授权专利96项。

3. 管理变动情况

跟踪期内，公司在治理结构和高管人员设置方面无重大变化。

三、财务分析

公司 2009~2010 年财务报表经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准的无保留意见审计结论。公司 2011 年 3 月财务报表未经审计。

1. 盈利能力

2010 年，公司营业收入同比进一步上涨，达到 1625.72 亿元，增幅为 33.17%。同期，公司营业成本增幅 37.75%，略高于营业收入增幅，主要受电煤价格上涨影响。2010 年，公司营业利润率为 12.11%，较上年略有下滑。

2009~2010 年，公司期间费用（管理费用、销售费用和财务费用）进一步增长，主要是财务费用增长较快。期间费用占营业收入分别为 10.99% 和 10.69%。公司期间费用控制能力有所增强。

2009 年，随着电力生产业务盈利能力的回升，公司实现扭亏为盈。2010 年，公司实现利润总额 62.05 亿元，但营业外收入与投资收益合计占比较高（78.11%）。2010 年，公司实现投

资收益21.33亿元，其中，长期股权投资收益14.78亿元、其他投资收益6.19亿元。其他投资收益主要为全资子公司江西电力本期收购国电丰城发电有限公司（江西电力原持有45%股权）剩余55%的股权，原45%股权在购买日的公允价值和账面价值的差异形成投资收益6.10亿元。2010年，公司实现营业外收入27.14亿元，其中，政府补助利得14.57亿元、其他利得7.23亿元、非流动资产处置利得2.89亿元。

2011年1～3月，公司实现营业收入459.61亿元。同时，由于燃煤价格进一步提高，营业利润率小幅下降至10.53%；同期实现利润总额3.14亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业利润率略有下滑，但投资收益大幅增加，公司盈利状况维持在较好水平。2011年一季度，受电煤价格进一步提高影响，公司盈利状况下滑。未来随着在建电源点陆续投产，公司电力装机规模逐年增大，发电量进一步上升，电源结构逐步优化，公司抗风险能力有望增强。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2010年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入分别为1780.25亿元和1979.57亿元，较上年同期大幅增加，主要受益于公司装机容量、发电量上升和上网电价的提高。2009～2010年，公司现金收入比分别为108.22%和109.51%，公司收入实现情况良好。2010年，公司经营活动现金流出为1911.13亿元，较上年同期增幅53.21%，略高于经营活动现金流入量增幅，增幅较大主要因为电煤价格上涨，企业经营成本上升。2009～2010年，公司经营活动现金流量净额分别为131.74亿元与68.44亿元。

投资活动现金流方面，2009～2010年，公司投资活动现金流量净额分别为-633.26亿元和-871.27亿元，以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主，主要因为公司

近几年新建电源项目规模大，资本性支出大幅增加。

筹资活动现金流方面，公司为满足投资需求加大融资力度，筹资金额逐年增加。2009～2010年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为652.10亿元和759.84亿元。

2011年1～3月，公司经营活动现金流入量821.11亿元，经营活动现金流量净额87.71亿元，2011年一季度公司经营性现金流流动正常，企业经营相对稳定。同期公司投资活动产生的现金流量净额为-167.89亿元，其中，投资活动现金流出774.31亿元，较上年同期增加288.55亿元，增幅达到59.40%。公司筹资活动现金流入量130.14亿元，筹资活动保持较大规模。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动获取现金的能力较强，但受燃煤价格变化影响，公司经营活动现金流量净额波动较大。公司投资活动规模大且主要依靠外部融资。

3. 资本及债务结构

（1）资产质量

截至2010年底，公司资产总额5358.38亿元，较上年底增长26.46%。公司资产构成以非流动资产为主。

2011年1～3月，受货币资金、应收账款及其他应收款增长影响，公司流动资产占比略有增加。截至2011年3月底，公司资产总额5549.17亿元。其中流动资产合计1045.04亿元，占总资产18.83%；非流动资产合计4504.12亿元，占总资产81.17%。

流动资产

截至2010年底，公司流动资产合计873.69亿元，其中货币资金占22.58%，应收账款占29.64%，预付款项占15.17%，其他应收款占10.15%，存货占18.33%。

截至2010年底，公司应收账款净额为258.93亿元，其中账龄在1年以内的占94.02%。公司采用个别认定法对部分款项未计提或全

额计提坏账合计 5.23 亿元, 计提比例为 1.98%, 坏账计提较充分。

截至 2010 年底为 132.54 亿元, 公司预付款项主要是预付工程款与预付设备款。其中账龄在一年以内占 85.27%。公司超过 1 年以上的预付账款主要系尚未结算的预付大型设备款, 产品供货期较长未进行结算所形成, 故未计提坏账准备。

截至 2010 年底, 公司其他应收款净额为 88.64 亿元, 其中 1 年内款项占 63.47%, 1~2 年占 6.66%, 2~3 年占 8.94%, 3 年以上占 20.93%。公司分别采用个别认定法与账龄分析法合计计提坏账准备 7.68 亿元, 坏账准备计提充分。

截至 2010 年底, 公司存货余额为 160.12 亿元, 其中, 占比较大的分别是以电煤为主的原材料, 占存货的 60.81%, 主要为电力生产企业储存的电煤; 库存商品占比 19.20%, 主要是集团下属煤炭企业储存的电煤。公司共计提 0.39 亿元存货跌价准备。

截至 2011 年 3 月底, 公司流动资产合计 1045.04 亿元, 公司流动资产构成与 2010 年底变化不大。

非流动资产

截至 2010 年底, 公司非流动资产合计 4484.69 亿元, 以长期股权投资、固定资产与在建工程为主, 分别占非流动资产比率为 4.12%、65.76%与 22.00%。

截至 2010 年底, 公司长期股权投资为 184.79 亿元, 主要公司接受无偿划入、新增投资及收购煤炭企业所致。

截至 2010 年底, 公司固定资净额 2948.98 亿元, 主要由房屋建筑物、机器设备、运输工具构成。公司累计计提折旧 9.07 亿元。

截至 2010 年底, 公司在建工程余额为 986.41 亿元, 2010 年公司主要在建工程包括猴子岩水电站、大岗山水电站、双江口水电站、枕头坝水电站等多项工程以及国电谏壁发电厂“上大压小”扩建工程。

截至 2011 年 3 月底, 公司非流动资产合计 4504.12 亿元, 固定资产规模有所增大, 在建工程规模减小, 其他科目构成变化不大。

总体来看, 公司资产构成以非流动资产为主, 符合发电企业特点, 整体资产质量较好。

(2) 所有者权益

2010 年公司所有者权益合计 968.70 亿元, 其中, 归属于母公司的所有者权益合计 332.25 亿元, 少数股东权益 636.45 亿元。公司归属于母公司的所有者权益构成中, 实收资本和资本公积占比较大, 分别为 36.12%和 67.99%。

截至 2011 年 3 月底, 公司所有者权益合计 977.85 亿元, 权益构成较上年底变化不大。总体看, 公司权益稳定性较好。

(3) 负债

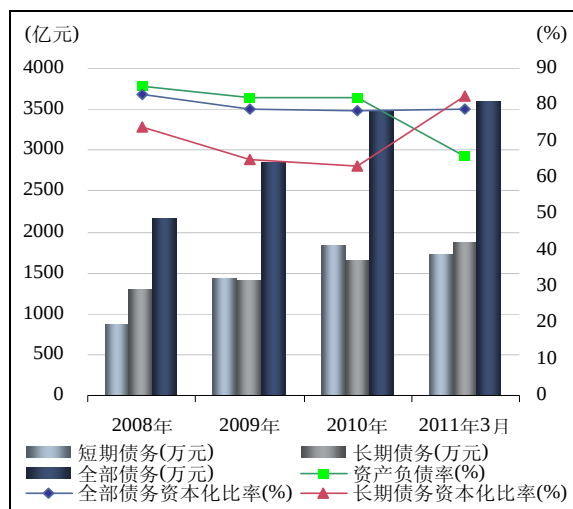
截至 2010 年底, 公司负债合计 4389.68 亿元, 其中, 流动负债合计 2677.86 亿元, 占 61.00%; 非流动负债合计 1711.82 亿元, 占 39.00%。

截至 2010 年底, 公司流动负债主要由短期借款 (占 56.06%)、应付票据 (占 6.74%)、应付账款 (占 16.70%)、其他应付款 (占 5.95%)、一年内到期的非流动负债 (占 5.69%) 和其他流动负债 (占 7.69%) 构成。非流动负债中, 长期借款占 75.70%, 应付债券占 20.59%。

截至 2010 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三项指标分别 81.92%、78.24%和 62.98%, 较上年变化不大, 公司债务负担重。

截至 2011 年 3 月底, 公司负债总额 4571.31 亿元, 其中流动负债 2629.01 亿元, 非流动负债 1942.30 亿元。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.38%, 78.69%和 65.68%, 公司债务负担继续加重。

图1 2008年~2011年3月公司债务构成



资料来源：公司提供

4. 偿债能力

截至2010年底，公司流动比率和速动比率分别为32.63%和26.65%，较上年底略有下降。截至2011年3月底，随着公司流动资产规模的上升，流动比率和速动比率分别上升至39.75%和33.37%。2010年公司经营现金流动负债比为2.56%。总体看，公司短期债务规模较大，短期偿债能力指标偏低，但考虑到公司经营规模较大，行业地位突出，融资能力较强，预计公司能满足短期债务偿还资金周转的需要。

2010年，公司EBITDA利息保护倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为2.73倍和8.55倍，均较上年略有下降。总体看，公司长期偿债能力指标一般。

2010年，公司EBITDA为407.28亿元，为存续期债券发行额度合计220亿元的1.85倍，保障能力较强。

截至2010年底，公司对外担保余额为29.07亿元，担保比率3.00%。被担保企业大部分为电力生产相关企业，发生代偿风险的可能性相对较低。

公司与银行建立良好的合作关系，截至2011年3月底，公司本部从银行获得授信额度共计5551亿元，其中未使用额度3193亿元，公司未使用授信额度大，间接融资渠道畅通。

中国银行为“04国电债1”和“04国电债2”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）公开评级，中国银行主体长期信用等级为AAApi，具备稳定的信用水平与很强的担保实力，更好地保证了“04国电债1”和“04国电债2”本息偿还的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，对公司的评级展望为稳定，并维持“04国电债1”、“04国电债2”、“09国电集MTN1”、“09国电集MTN2”和“10国电集MTN1”AAA的信用等级。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
流动资产：			
货币资金	2508991.22	1972396.56	2399183.57
交易性金融资产	15464.72	126813.99	113214.18
应收票据	124718.63	207444.61	328516.68
应收账款	1607682.52	2589265.71	2872378.40
预付款项	1720563.83	1325383.53	1739630.88
应收利息	1089.35		
应收股利			584.03
其他应收款	645433.16	886405.84	1423121.44
存货	930249.70	1601216.25	1677975.59
一年内到期的非流动资产		5384.18	
其他流动资产	4608.45	21205.66	30330.76
流动资产合计	7558801.57	8736869.21	10450438.28
非流动资产：			
△发放贷款及垫款	53000.00	49000.00	
可供出售金融资产	7366.16	29224.09	49906.19
持有至到期投资		58907.46	155907.46
长期应收款	17872.71	22235.52	22636.37
长期股权投资	1583721.96	1847922.00	2167433.86
投资性房地产	13754.09	13234.51	11665.03
固定资产	26325371.91	29489762.87	31537908.78
在建工程	4536887.77	9864083.13	6588858.19
工程物资	631667.33	944617.31	1898200.98
固定资产清理	1361.58		125.48
无形资产	1017641.46	1628100.15	1656165.44
开发支出	220.48	1925.14	2590.50
商誉	336303.09	523561.20	647777.84
长期待摊费用	42535.60	67400.46	66619.05
递延所得税资产	100859.66	144358.55	142009.21
其他非流动资产	145543.22	262608.37	93408.43
非流动资产合计	34814107.02	44846883.37	45041212.81
资产总计	42372908.59	53583752.58	55491651.09

附件1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
流动负债：			
短期借款	10883185.70	15011154.65	15108493.01
△吸收存款及同业存放	127672.98	4659.34	
交易性金融负债	1448.72	1675.14	
应付票据	2405333.88	1805917.21	1381320.87
应付账款	2476306.55	4472671.65	3780469.40
预收款项	333220.52	323930.18	333517.64
应付职工薪酬	242615.35	234563.35	263063.55
应交税费	-137457.38	-530559.87	-577893.07
应付利息	216640.55	236972.98	303346.66
应付股利			37626.16
其他应付款	1495213.50	1592134.94	1530167.29
一年内到期的非流动负债	1132073.13	1523528.69	897520.28
其他流动负债	1027341.98	2060000.00	3100862.62
流动负债合计	20203595.48	26778582.30	26290083.85
非流动负债：			
长期借款	12366619.44	12959121.86	14925990.68
应付债券	1754492.13	3523898.04	3789780.19
长期应付款	173038.58	233995.85	255657.83
专项应付款	38285.97	11644.65	28872.67
预计负债	3449.72	38263.40	37506.15
递延收益			185126.30
递延所得税负债	44113.67	166937.14	159200.86
其他非流动负债	124924.24	184336.80	40902.16
非流动负债合计	14504923.76	17118197.74	19423036.83
负债合计	34708519.23	43896780.04	45713120.69
所有者权益：			
实收资本(或股本)	1200000.00	1200000.00	1200000.00
资本公积	1596032.78	2259101.70	1734987.60
专项准备	86740.46	117296.74	134870.78
盈余公积	12020.61	12020.61	12020.61
一般风险准备	10239.65	17351.21	17351.21
未分配利润	-344482.63	-292668.64	-290778.42
外币报表折算差额	230.36	9393.38	656.86
归属于母公司权益合计	2560781.23	3322495.01	2809108.65
少数股东权益	5103608.13	6364477.53	6969421.76
所有者权益合计	7664389.36	9686972.54	9778530.41
负债和所有者权益总计	42372908.59	53583752.58	55491651.09

附件2 利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
一、营业收入	12207863.77	16257177.87	4596105.94
减: 营业成本	10288642.71	14173358.42	4074498.10
△利息收入	5768.32	10880.55	
△手续费及佣金支出	269.43	3708.92	
营业税金及附加	111753.42	115300.85	37411.62
销售费用	71283.21	175737.31	70410.99
管理费用	178714.94	310392.58	61348.07
财务费用	1091735.87	1251458.61	380937.73
资产减值损失	63825.17	47058.79	5099.02
加: 公允价值变动收益	403.75	4150.72	-548.21
投资收益	95744.62	213316.49	36328.94
汇兑收益	-2158.33	3562.00	-419.25
二、营业利润	492019.07	390696.88	-1139.96
加: 营业外收入	131960.76	271383.00	34578.61
减: 营业外支出	27660.49	41544.19	2071.13
其中: 非流动资产处置损失			
三、利润总额	596319.35	620535.69	31367.52
减: 所得税费用	171271.58	216342.72	54339.41
四、净利润	425047.76	404192.97	-22971.89
其中: 归属于母公司的净利润	22023.87	103743.31	-94369.53
少数股东损益	403023.89	326994.79	71397.63

附件 3-1 现金流量表
 （单位：人民币万元）

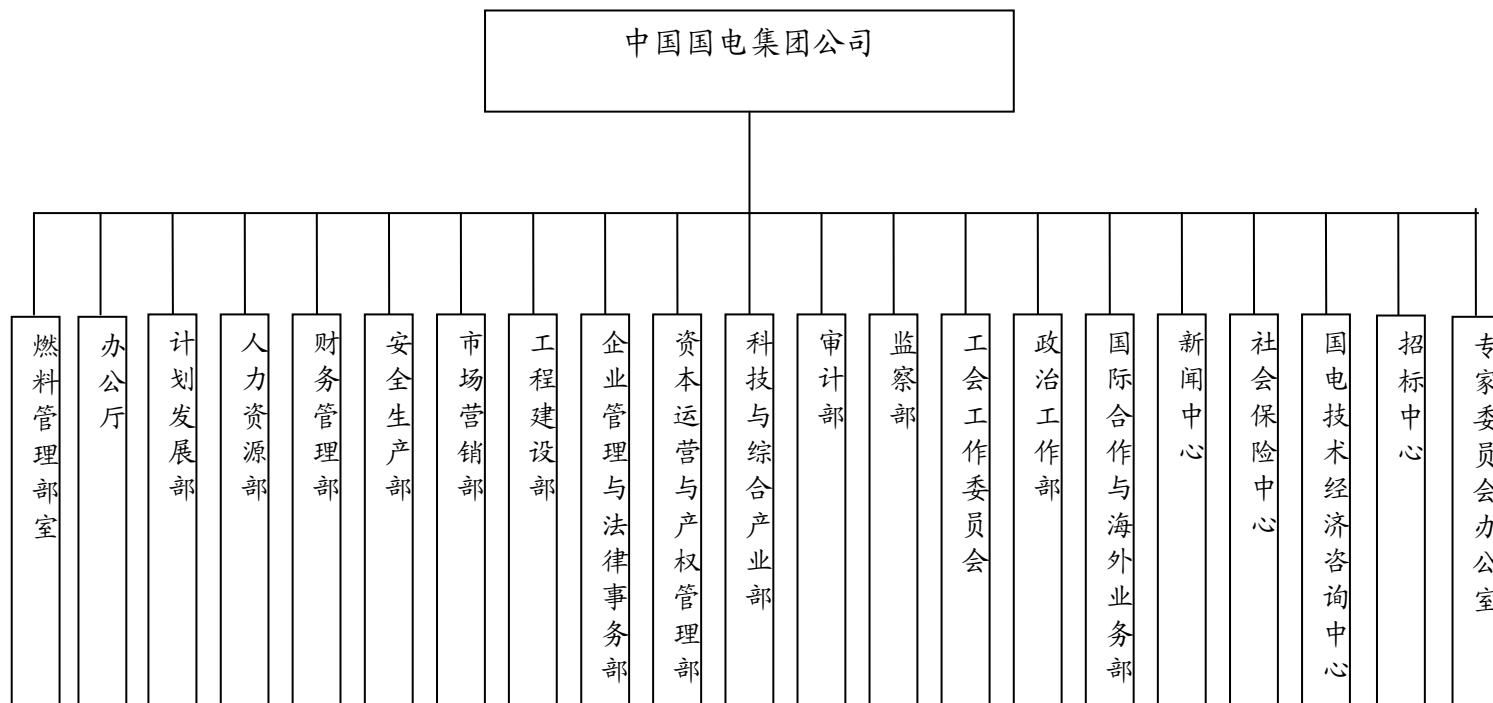
项目	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	13210809.22	17802471.19	6036817.80
△客户存款和同业存放款项净增加额	2840.33	-81079.61	-3290.62
△向其他金融机构拆入资金净增加额			130000.00
△收取利息、手续费及佣金的现金	1217.98	16348.89	23144.09
收到的税费返还	54932.92	-81079.61	10974.31
收到其他与经营活动有关的现金	521725.19	2015936.63	2043087.83
经营活动现金流入小计	13791525.64	19795701.27	8211117.78
购买商品、接受劳务支付的现金	8202872.02	13805916.47	4189464.96
△客户贷款及垫款净增加额	53000.00	-10533.05	81510.82
△存放中央银行和同业款项净增加额	51612.61	280047.40	104264.82
△支付利息、手续费及佣金的现金	2874.51	11181.61	3817.97
支付给职工以及为职工支付的现金	1026411.37	1145844.93	264060.47
支付的各项税费	1331211.62	1351158.64	437634.02
支付其他与经营活动有关的现金	1806107.73	2527701.62	2253283.11
经营活动现金流出小计	12474089.86	19111317.62	7334036.19
经营活动产生的现金流量净额	1317435.78	684383.65	877081.60
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	299560.43	316989.49	49564.31
取得投资收益收到的现金	68305.90	88719.38	56589.19
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	14067.18	80919.07	6016.05
处置子公司及其他单位收到的现金净额	5244.09	18192.43	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	409470.23	101644.26	108831.04
投资活动现金流入小计	796647.82	606464.63	221000.59
购建固定资产、无形资产等支付的现金	4735577.89	7949087.60	1476429.01
投资支付的现金	1340844.29	911665.38	253062.99
取得子公司等支付的现金净额	603817.31	332959.24	91483.87
支付其他与投资活动有关的现金	448970.19	125423.21	78970.94
投资活动现金流出小计	7129209.67	9319135.43	1899946.81
投资活动产生的现金流量净额	-6332561.85	-8712670.80	-1678946.22
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	3609662.02	1338186.69	2020.00
取得借款收到的现金	24386105.27	32108358.56	7529736.23
收到其他与筹资活动有关的现金	850154.44	131118.22	618028.75
筹资活动现金流入小计	28845921.73	33577663.47	8270265.50
偿还债务支付的现金	20707714.44	24026827.94	6298758.08
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1406082.76	1497587.20	452077.40
支付其他与筹资活动有关的现金	211140.50	454843.93	218078.79
筹资活动现金流出小计	22324937.69	25979259.08	6968914.27
筹资活动产生的现金流量净额	6520984.03	7598404.39	1301351.23
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1266.52	-1717.36	664.74
五、现金及现金等价物净增加额	1504591.44	-431600.11	500151.34
加：期初现金及现金等价物余额	750232.40	2254823.83	1899032.23
六、期末现金及现金等价物余额	2254823.83	1823223.73	2399183.57

附件 3-2 现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量:		
净利润	425047.76	404192.97
加: 资产减值准备	63825.17	47058.79
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1437175.99	1891755.26
无形资产摊销	27125.45	42997.56
长期待摊费用摊销	16554.20	27637.92
待摊费用减少(增加以“一”号填列)		
预提费用增加(减少以“一”号填列)		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)	-5440.27	-5866.98
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)	7824.74	5688.99
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)	-403.75	-4150.72
财务费用(收益以“一”号填列)	1078143.06	1258761.59
投资损失(收益以“一”号填列)	-95744.62	-213316.49
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)	1280.32	-42288.83
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)	699.26	122823.47
存货的减少(增加以“一”号填列)	171553.02	-695970.24
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	-1860673.83	-1161878.56
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	50469.28	-993061.08
其他(含追溯调整项目影响合计数、待摊费用减少、预提费用增加)		
经营活动产生的现金流量净额	1317435.78	684383.65

附件 4 公司组织机构图



附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	8.10	7.18	--
存货周转次数(次)	10.12	11.09	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.34	--
现金收入比(%)	108.22	109.51	131.35
盈利能力			
营业利润率(%)	14.81	12.11	10.53
总资本收益率(%)	4.15	4.74	--
净资产收益率(%)	5.55	6.41	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	64.82	62.98	65.68
全部债务资本化比率(%)	78.83	78.24	78.69
资产负债率(%)	81.91	81.92	82.38
偿债能力			
流动比率(%)	37.41	32.63	39.75
速动比率(%)	32.81	26.65	33.37
经营现金流动负债比(%)	6.52	2.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.89	2.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	8.55	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.18	-0.23	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.65	-5.38	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
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
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
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	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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 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
 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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级