

跟踪评级公告

联合[2014] 784 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”与“10国电集MTN1”的信用等级为AAA,维持“14国电集CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



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
10 国电集 MTN1	105 亿元	2010/08/04-2015/08/04	AAA	AAA
14 国电集 CP001	82 亿元	2014/02/26-2015/02/26	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14年3月
现金类资产(亿元)	417.53	351.55	355.82	288.82
资产总额(亿元)	6634.07	7258.25	7860.27	7369.25
所有者权益(亿元)	1065.49	1170.00	1291.57	1221.17
短期债务(亿元)	2354.58	2486.62	2988.44	2431.87
全部债务(亿元)	4735.23	5194.75	5620.29	5178.69
营业总收入(亿元)	2106.31	2324.87	2327.64	519.77
利润总额(亿元)	60.89	118.13	159.94	51.64
EBITDA(亿元)	459.34	612.02	693.24	--
经营性净现金流(亿元)	58.17	387.85	599.36	172.72
营业利润率(%)	11.86	16.23	21.28	23.49
净资产收益率(%)	3.78	7.29	9.58	--
资产负债率(%)	83.94	83.88	83.57	83.43
全部债务资本化比率(%)	81.63	81.62	81.31	80.92
流动比率(%)	40.75	32.60	31.52	36.08
全部债务/EBITDA(倍)	10.31	8.49	8.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.58	2.51	2.82	--
经营现金流流动负债比(%)	1.89	12.17	15.71	--

注: 1. 公司其他流动负债调至短期债务, 部分长期应付款调至长期债务
 2. 公司 2014 年一季度数据未经审计

分析师

石岱 丁伟
 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“国电集团”或“公司”)是中国五大发电集团之一。跟踪期内, 公司电力装机容量、资产及收入规模持续上升, 整体经营规模进一步扩大; 盈利能力与经营性净现金流增长较快, 整体经营情况良好。同时联合资信也注意到, 环保成本不断增加以及公司债务负担重等因素给公司带来一定的不利影响。随着公司在建项目的不断推进, 未来公司电力装机规模继续扩张, 收入有望持续增长, 行业地位将得到进一步巩固。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“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, 联合资信维持国电集团 AAA 的长期信用等级, 评级展望为稳定; 并维持“04 国电债 1”、“04 国电债 2”、“10 国电集 MTN1”AAA 的信用等级, 维持“14 国电集 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 公司发电资产多位于经济发达和资源密集地区, 区位优势明显。
2. 跟踪期内, 公司电源结构持续优化, 火电装机同比有所下降, 风电装机跃居世界首位, 行业内规模优势得到进一步巩固。
3. 跟踪期内, 煤炭市场价格走低, 公司成本压力下降, 盈利能力显著提高。
4. 公司现金类资产与经营活动现金净流量对存续期内债券保障程度好。

关注

1. 公司负债水平高, 债务负担重。

2. 未来公司在电源点建设、原有电厂扩建和设备改造方面支出较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国国电集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国国电集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级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，未因中国国电集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国国电集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月之内有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国国电集团公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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2014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）4家国内A股上市公司；龙源电力集团股份有限公司1家香港上市公司。公司电源基地遍布全国31个省、市、自治区；员工人数逾十万人。

公司本部设办公厅、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、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、技

术经济咨询中心、专家委员会办公室等19个职能部门。

截至2013年底，公司可控装机容量12279万千瓦，其中火电装机容量9213万千瓦，占75.03%，水电装机容量1258万千瓦，占10.25%，风电装机容量1723万千瓦，占14.03%。2013年公司完成发电量5333亿千瓦时，煤炭产量6885万吨。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为7860.27亿元，所有者权益为1291.57亿元（其中少数股东权益865.76亿元）；2013年公司实现营业收入2327.64亿元，利润总额159.94亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额为7369.25亿元，所有者权益为1221.77亿元（其中少数股东权益783.38亿元）；2014年1~3月公司实现营业总收入519.77亿元，利润总额51.64亿元。

公司地址：北京市西城区阜城门北大街6-8号；法定代表人：乔保平。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，

同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品

市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。2013 年 10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的

转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

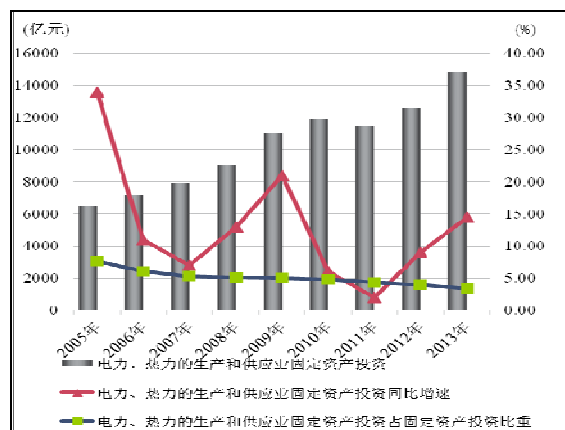
四、行业分析

公司主营收入来自电力板块，电力行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 发电行业运行概况

2004~2013年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。根据国家统计局数据，2013年，全国固定资产投资（不含农户）为436528亿元，增速延续回落态势，名义增长19.6%（扣除价格因素实际增长19.2%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资14823亿元，同比增长14.5%，增速增加4.1个百分点；在固定资产总投资额中占比稳中有降，为3.40%。

图1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



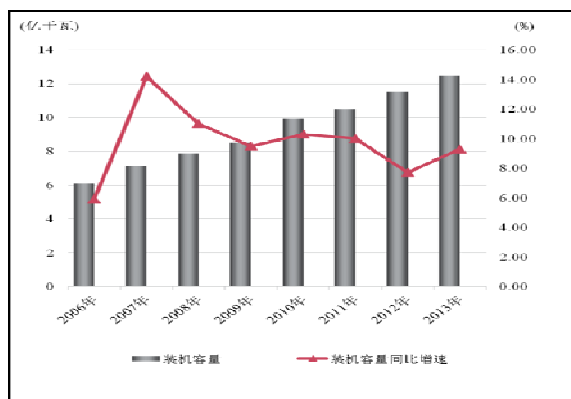
资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。根据中电联统计数据，2013年，全国电源基本建设完成投资3717亿元，同比下降0.4%；电源投资中的非化石能源发电投资比重达到75.1%，同比提高1.7个百分点。2013年，全国电源投资主要投向水利发电（占33.52%）和火力发电（占24.97%），但二者同比均有所下降。同期核电投资同比降幅最大，为21.72%，在电源总投资中占比16.38%。2013年，全国风电投资增长相对迅速，2013年完成投资638亿元，同比增长3.74%，在电源总投资中占17.16%。

2013年，全国电力装机容量持续提升，清洁能源装机占比延续增长态势。根据中电联统计数据，全年非化石能源发电新增装机5829万千瓦、占总新增装机比重提高至62%。截至2013年底，全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一，达到12.47亿千瓦，同比增长9.2%。其中，水电装机容量达到2.80亿千瓦，同比增长12.3%，占22.45%；火电装机容量8.62亿千瓦，同比增加5.7%，占69.13%。

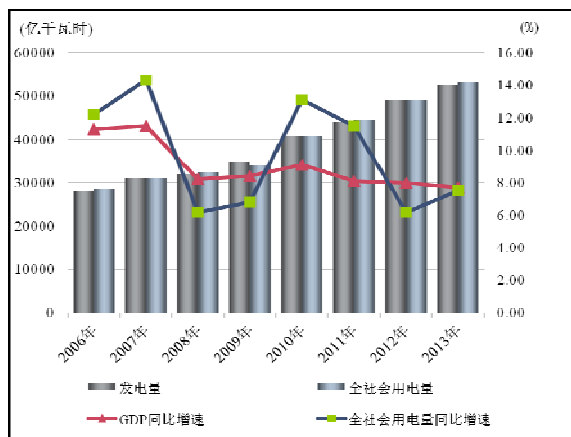
图2 2006~2013年中国发电装机容量变动情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2013年，全社会用电量为5.32万亿千瓦时、同比增长7.5%；主要受宏观经济企稳回升的影响，增速比上年提高1.9个百分点。分产业看，第二产业用电量同比增长7.0%、同比提高2.8个百分点至73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃，用电量同比增长10.3%，占11.79%。城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看，2013年第二产业用电需求稳中有升，第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

图3 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国

内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至2013年底，五大发电集团总装机容量约5.84亿千瓦，约占全国装机总量的44.48%；2013年的总发电量约为25210亿千瓦时，约占全国发电总量的48.06%。五大发电集团凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

表1 2013年底五大发电集团装机容量及发电情况
(单位：亿千瓦，亿kWh，%)

项目	2013 年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	1.43	11.62	6493	12.38
国电集团	1.23	10.00	5333	10.17
大唐集团	1.15	9.35	5162	9.84
华电集团	1.13	9.19	4728	9.01
中电投集团	0.90	7.32	3494	6.67
合计	5.84	47.48	25210	48.06

资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年3月20日环渤海动力煤价为533元/吨，较2013年底下降

15.53%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有显著作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。2012年以来煤价高位回落，使得火电企业成本压力减轻，盈利水平明显回升。

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行。此次电价下调导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

自煤电联动机制建立后，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。未来随着煤电联动细则的陆续出台，该机制对火电企业的影响有待观察。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生

能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

五、基础素质

1. 产权关系

截至2014年3月底，国务院国资委持有公司100%股权。

2. 企业规模与竞争实力

行业地位

截至2013年底，公司资产总额7860.27亿元，产业遍布全国31个省、市、自治区，控制煤炭资源量逾百亿吨，年煤炭产量6885万吨。可控装机合计1.23亿千瓦，是成立之初的5.40倍。公司被命名为国家“创新型企业”，荣获“十一五”中央企业节能减排优秀企业等荣誉称号。在国资委第一任期、第二任期考核和2006~2007、2009~2011年考核中荣获七个“A”级，2010年跻身世界500强，2013年快速提升至299位。

区位优势

从中国电力生产竞争范围来看，电力生产行业属于区域竞争。中国电力市场分为六大区域，即华北、东北、华东、华中、南方和西北。从五大发电集团的竞争区域来看，华能集团在华北电网、华东电网、南方电网拥有较大的市场份额；大唐集团在华北电网占有主导地位；

华电集团资产分布的省份比较集中，在贵州、黑龙江、新疆和四川等省份占有主导地位；中电投的优势在华东地区，且核电规模较大。公司发电业务主要分布于华北电网、华中电网、华东电网，区位优势较强。

科技环保的技术优势

公司始终坚持“自主创新、重点跨越、支撑发展、引领未来”的方针，实现低投入、低消耗、低排放、高效率的节约增长方式，重点推动了高参数、大容量机组建设，推进了等离子点火及稳燃、烟气脱硫、电站自动装置、电厂空冷装置、汽机通流改造等高科技产业化发展，进一步提高了公司的核心竞争力。公司拥有国内最大的空冷机组——大同电厂二期2×60万千瓦，单机容量国内领先的超临界机组——上海外高桥2×90万千瓦。此外，公司拥有原国家电力公司系统中评为“国际一流的发电企业”的两家电厂，浙江北仑电厂和山东石横电厂。

环保问题是未来电力工业必须面对的问题。公司拥有原国家电力公司下设的唯一一家环境保护研究所和一批以环保技术应用、环保工程设计和施工为主的子公司，公司这方面的优势给环保技术研究和开发利用提供了很好的成长空间，也通过国家给予的税收优惠政策进一步提升了公司的整体经济效益。

可再生能源发展与资源优势

公司优化企业资源配置，积极推进可再生能源发展。公司较为注重风电、水电的开发。经过多年开拓，公司的风电发展较快，打造了“龙源风电”的品牌。截至2013年底，公司风电装机规模达1732.5万千瓦，跃居世界第一；其控股子公司龙源电力是亚洲最大的风电发电企业，建成投产了国内首座海上潮间带示范风电场和首座大型低风速风电场。公司在大力开发陆基资源的同时，重视海基资源，为风电的长远发展作好项目准备。

对比五大发电集团公司的水电开发资源，公司开发的大渡河流域具有较好的资源优势。

大渡河流域可开发容量2340万千瓦，公司拥有已开发的龚嘴和铜街子两个水电站（合计132万千瓦），正在建设瀑布沟水电站（330万千瓦）和深溪沟水电站（66万千瓦）。大渡河的特殊水力资源优势和地理位置，被称为四川电力负荷中心的“一条路”，具有较好的开发条件和价值。此外，公司加快推进西藏能源项目的推进，开发帕隆藏布江（含易贡藏布、拉月曲）流域和尼洋河等流域的水电资源，初步规划总装机约1890万千瓦。

六、公司管理

跟踪期内，公司管理制度与高管人员均有所变化。

公司原实行总经理负责制，总经理是公司的法人代表；副总经理根据公司章程的规定和总经理的授权履行相应职责，协助总经理工作，并对总经理负责，公司内部管理机构在总经理领导下开展工作。2013年5月13日，根据党中央、国务院决定，公司设立董事会；根据国资委《关于修订中国国电集团公司章程的批复》（国资改革[2013]552号），公司设董事长1名，由国务院任免，董事长是公司法定代表人，公司设总经理1名，副总经理若干名，总会计师1名，可设总工程师1名，总经济师1名。在董事会制度正式建立前的过渡时期内，公司原“总经理办公会”暂由新班子上任后的“集团公司办公会”代替，现其职责亦由集团公司办公会继续行使。目前，《公司章程》业已修订，工商登记完成变更；公司制度改革平稳过渡，公司管理制度进一步健全。

公司董事长乔保平先生，历任国务院国有资产监督管理委员会群众工作局局长、统战部部长，中国电力投资集团公司党组成员、纪检组长，公司党组书记、副总经理；2013年5月起出任公司董事长、党组书记及中国十八大代表。

公司总经理陈飞虎先生，历任国家电力公

司总经理工作部副主任、主任兼体制改革办公室主任，国家电力公司总经济师，华电集团副总经理、党组成员；2013年5月起出任公司总经理和党组成员。

总体看，跟踪期内管理制度愈加健全，管理水平有望提升；公司新任高管有多年行业从业经历和丰富的管理经验，有助于公司综合实力的整体提升。

七、公司经营

1. 经营概况

公司主营业务收入主要来自于电力的生产、建设和经营。近年来公司积极实施“一体两翼”战略，除“一体”（发电产业）之外，还积极发展煤矿、金融等“资源翼”和环保脱硫等“科技翼”产业。近三年公司电力业务持续增长、煤炭业务波动下降，主营业务有所波动。2013年公司主营业务收入达到2250.68亿元。

电力及相关产品生产与销售始终为公司的核心业务，近三年收入占比始终保持在70%以上，并稳定提高。2011~2013年公司电力收入稳定增长，年均增幅为9.49%，2013年实现电力板块收入1790.43亿元，在主营业务收入中占比为

79.55%。

近年来公司逐步向综合性能源集团战略转型，大力发展煤炭业务与新能源业务。2013年以来，受制于煤炭行业的整体下行，公司煤炭板块业务有所减少，实现板块收入190.24亿元，同比下降40.98%，占比降至8.46%。同期公司新能源业务有所增长，2013年实现板块收入190.47亿元，占比增至8.46%。

2011~2013年，公司主营业务毛利率分别为12.18%、16.84%和21.46%，呈现增长趋势，主要由于2012年以来煤炭市场供需形势较为宽松，煤价不断走低，电力企业盈利空间扩大所致。

2014年1~3月，公司实现主营业务收入501.80亿元；受燃煤机组上网电价有所下调的影响，2014年一季度公司主营业务收入同比下降5.67%。受益于煤价的低位盘整，同期公司电力板块毛利率升至23.99%，推动公司整体毛利率升至23.01%。

总体看，公司主营业务稳定发展，电力业务突出；受益于煤炭价格持续下行带动的电力业务盈利能力快速提升，公司整体盈利能力较好。

表2 2011~2013年公司主营业务经营情况（单位：亿元、%）

项 目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	1493.41	6.94	1683.20	15.37	1790.43	22.06	441.59	23.99
煤炭	302.75	32.25	322.29	23.04	190.24	20.60	13.60	21.50
高科技产业（新能源）	129.97	23.04	110.55	29.17	190.47	21.33	22.38	16.48
其他	113.72	15.16	137.98	10.42	79.53	10.34	24.23	11.93
合计	2039.85	12.18	2254.03	16.84	2250.68	21.46	501.80	23.01

注：公司其他板块包括受托运营以及出租资产等。

资料来源：公司提供

发电产业

截至2013年底，公司装机容量总计12279万千瓦，较2012年底增长2.26%；平均利用小时数为4500小时。2013年公司总发电量为5333亿千瓦时，实现售电量5079亿千瓦时，平均上网电价为417.92元/千千瓦时。

表3 公司近年来装机容量和发电量情况

（单位：万千瓦、亿千瓦时）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
可控装机容量	10672	12008	12279
其中：火电装机	8367	9301	9213
水电装机	1071	1154	1258
风电装机	1199	1497	1732
发电量	4769	4898	5333

其中：火电机组	4089	4265	4609
水电机组	371	402	404
风电机组	159	223	307

资料来源：公司提供

2013年公司可控火电装机容量有所下降，为9213万千瓦，同比降低0.95%；火电平均单机容量提高到36.6万千瓦，同比提高7.02%；火电30万千瓦及以上机组占比增至91.1%，60万千瓦及以上机组比重达44.4%，同比提高0.5个百分点；超（超）临界机组占43.30%。2013年公司火电装机占比为75.03%，同比下降2.42个百分点，电源结构调整成效较为显著。

2013年底，公司清洁能源装机达3066万千瓦，同比增长13.26%，比重达到24.97%。截至2013年底，风电装机达到1732万千瓦，跃居世界第一；2013年，世界海拔最高的那曲风电项目并网发电。水电“四区一流域”开发加快推进，大渡河流域水电开发稳步开展，形成梯级滚动开发格局，截至2013年底，公司水电装机规模增至1258万千瓦。此外，公司在华东、内蒙古、山西、黑龙江、青海、河北等地区也积极开发新能源项目。

电煤采购方面，公司积极做好煤炭订货工作，处理好与矿方、代理商的关系，做好各方面的沟通协调工作，保证电煤有效供应；同时，采取优化进煤结构、煤种掺烧等措施控制成本。2013年，公司自产自供煤炭量合计2407万吨。同比增加860万吨；进口煤炭2080万吨，同比增加970万吨。同期，公司煤炭采购量合计23345万吨，同比增长7.20%；到厂标煤价为677.94元/吨，同比下降13.26%。

2013年，公司发电量5333亿千瓦时，较2012年增长8.88%；实现售电量5079亿千瓦时。截至2013年底，公司平均上网电价417.92元/千千瓦时。从发电机组运行效率看，2013年公司平均利用小时数为4500小时，较2012年降低2.00%。2013年，公司供电煤耗为316.4克/千瓦时，综合厂用电率为5.82%，处于行业较好水平。

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。近年来，受煤炭行业景气度的影响，公司煤炭业务规模有所波动。2011~2013年，公司煤炭业务分别实现营业收入302.75亿元、322.29亿元和190.24亿元。

公司2008年获准进行煤炭资源开发，逐步加大了对煤炭行业的投资。随着宁夏沙巴台、内蒙察哈素和白音华等大型煤矿投产，公司煤炭产能产量均有所提高；平庄煤业拓市场、调结构，产煤4655万吨，同比增加879万吨，生产高纯二氧化锗20吨。截至目前，公司煤矿项目主要包括贺斯格乌拉露天矿（年产量1357.7万吨，51%控股）、元宝山露天矿（年产量1288.8万吨，51%控股）和白音华1号露天矿（年产量1111.8万吨，51%控股）等。

2013年，公司煤炭产量为6885万吨，实现煤炭销量6947万吨。近三年随着煤炭市场行情的波动，公司煤炭自给率分别为51.5%、65.22%和34.60%；主要外销客户为辽宁大唐国际锦州热电有限责任公司、中国石油天然气股份有限公司锦州石化分公司、中国石油天然气股份有限公司锦西石化分公司等。2013年，公司到厂标煤单价为677.94元/吨，同比减少103.66元/吨。

公司煤炭项目储备较为丰富。截至目前，公司拥有大平滩煤矿、簸箕煤矿、东沟煤矿和国强煤矿和太原南峪煤矿等矿田的开发权，上述煤矿的储量合计约为8.56亿吨；此外，还有刘三圪旦、奥塔、新疆尼勒克、玻璃沟以及黑河西岗子等煤矿的探矿权，上述煤矿储量合计约为75.74亿吨。

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。

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。

2. 经营效率

2011年~2013年，公司销售债权周转次数

分别为5.45次、6.09次和5.37次；公司存货周转次数分别为8.40次、9.12次和9.13次；公司总资产周转次数分别为0.32次、0.33次和0.31次，综合看，公司经营效率正常。

3. 未来发展

为保障建设投资控股型、规模效益型、资源节约型、集团化、市场化、现代化、国际先进的大型企业集团战略规划的实施，公司制定了下述目标：

（1）经营目标

2014年公司仍要保持装机规模稳定扩张的态势；电源新开工800万千瓦，投产660万千瓦；煤矿新投产规模150万吨。

（2）发展目标

2014年利润总额高于2013年，资产负债率低于年初水平，火电企业全面实现盈利。主要指标完成国资委考核值，获得国资委年度考核“A级”。在世界500强排名稳步提升。

（3）经济效益目标

2014年完成发电量5069亿千瓦时，售热量完成2.03亿吉焦；供电煤耗完成315克/千瓦时，发电厂用电率4.90%；控股煤炭产量7250万吨。

总体看，公司制定的发展规划目标明确，实施计划稳健可行。

八、财务分析

1. 财务概况

公司2011~2013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报告。公司2014年一季度财务报表未经审计。

2012年，公司合并范围减少8家子公司，新增29家子公司；2013年减少24家子公司，新增59家子公司。截至2013年底，公司合并范围内共有55家二级子公司。近年来，公司新增子公司主要通过新设取得，部分尚未投产，对公司合并口径财务数据影响不大，近年来公司财务

可比性较好。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为7860.27亿元，所有者权益为1291.57亿元（其中少数股东权益865.76亿元）；2013年公司实现营业总收入2327.64亿元，利润总额159.94亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额为7369.25亿元，所有者权益为1221.77亿元（其中少数股东权益783.38亿元）；2014年1~3月公司实现营业总收入519.77亿元，利润总额51.64亿元。

2. 盈利能力

受益于全社会用电需求的提升一级发电装机总容量的快速增长，公司售电收入持续增长；同时，主要受制于煤炭市场的低位盘整，公司煤炭收入波动下降。受上述因素影响，公司2011~2013年公司营业总收入整体呈增长趋势，年复合增长率为5.12%，2013年为2327.64亿元。

2011~2013年，公司营业利润率快速增长，三年分别为11.86%、16.23%及21.28%。主要是由于电煤价格呈下降趋势所致。

2011~2013年，公司期间费用（管理费用、销售费用和财务费用）快速增长，主要是财务费用增长较快，年复合增长13.79%，高于营业总收入增幅。近三年期间费用占营业总收入比重分别为11.81%、13.39%及13.84%，其中财务费用占比较大，公司期间费用占比呈上升趋势。

2011~2013年，由于电煤价格下跌带来的成本下降，公司利润总额快速增；2011年为60.89亿元，其中2011年公司营业外收入与投资收益合计占比较高（127.21%），主要是政府补助、其他利得与非流动资产处置利得，公司主业实际亏损。2012年公司主业扭亏为盈，实现利润总额118.13亿元；2013年公司利润规模快速扩张，为159.94亿元。

2014年1~3月，公司实现营业收入519.77亿元，受电煤价格持续低位运行的影响，营业利润率上升至23.49%；同期实现利润总额51.64

亿元。

总体看，公司收入规模持续增长；受益于煤炭价格的下降，公司盈利能力快速提升。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。

3. 现金流分析

从经营活动来看，随着公司收入的持续增长，公司经营活动现金流入量规模不断扩大，2013年为2660.50亿元，主要表现为销售商品、提供劳务收到的现金（占91.17%）。受近年来煤价持续走低的影响，公司经营活动现金流出持续下降，2013年为2061.14亿元，主要表现为购买商品、接受劳务支付的现金（占70.10%）。2011~2013年公司经营性现金流入净额快速增长，年均增幅为220.98%，2013年为599.36亿元。从收入实现质量看，2011~2013年公司现金收入比分别为99.10%、105.32%及104.21%，现金收入实现质量一般。

从投资活动看，2011年~2013年，公司投资活动现金流主要表现为现金流出，公司投资活动产生的现金净流出量分别为701.98亿元、677.37亿元和572.40亿元，其稳步下降主要由于公司收回投资收到的现金年复合增长241.38%而购建固定资产、无形资产等年均降低5.95%所致。

2011年~2013年公司筹资活动前产生的现金流净额分别为-643.80亿元、-289.52亿元和26.96亿元，公司对外融资压力呈降低趋势，2013年起公司经营活动现金流净额可基本覆盖投资活动的资金需求，对外融资依赖性有所下降。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金；2011年~2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为774.07亿元、221.91亿元与-80.37亿元，其中2013年净额为负主要由于公司取得借款收到的现金

降至3832.05亿元所致。

2014年1~3月，公司经营性现金流入和净流量分别为1028.72亿元和172.72亿元，分别占2013年全年的38.67%和28.82%，现金收入比为117.00%；投资性现金净流出量为217.79亿元，筹资活动净流入量为9.40亿元。

总体上，公司经营活动获取现金能力强，投资规模较大，对外部融资依赖性有所降低。

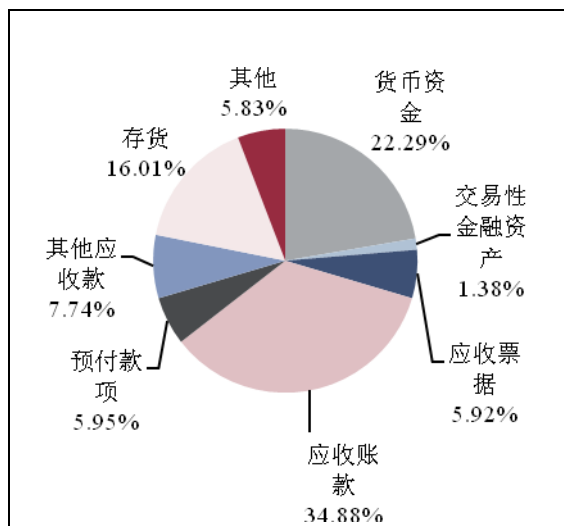
4. 资本及债务结构

2011~2013年，随着电力及煤炭业务的持续投入，公司资产总额保持了较快增长，年均复合增长率达8.85%，截至2013年底，公司资产总额7860.27亿元。2011~2013年公司资产构成比较稳定，非流动资产占总资产比重均在80%以上。公司资产以非流动资产为主。

截至2014年3月底，主要受在建工程、固定资产的影响，公司资产总额较2013年底下降6.25%至7369.25亿元，其中非流动资产占比相应有所下降，为84.25%。

流动资产

图4 2013年公司流动资产结构情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司流动资产波动降低，年均降幅为-2.13%。截至2013年底，公司流动资产合计1202.63亿元，主要为货币资金占22.29%，应收账款占34.88%，预付款项占

5.95%，应收票据占5.92%，存货占16.01%。

2011~2013年，公司应收款项有所增长，导致货币资金持续降低，年均降幅为13.57%，截至2013年底为268.06亿元，主要为银行存款、银行汇票存款和保函押金等，其中银行存款占货币资金总额的94.08%。

2011~2013年，公司应收账款有所增长，年均增长10.85%。截至2013年底，公司应收账款净额为419.51亿元，其中账龄在1年以内的占92.41%。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7.89亿元，计提比例为1.85%。

2011~2013年，公司预付款项快速下降，年均降幅为26.74%，2013年底为71.52亿元，计提坏账准备0.45亿元。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49.62%。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。

2011~2013年，公司其他应收款大幅波动，年均降幅为0.98%，主要由项目前期费构成；受项目进程影响，波动较大；作为前期费的项目资本金原计入其他应收款，项目公司设立后项目资本金转出。2013年公司项目开展较多，其他应收款快速回升。截至2013年底，公司其他应收款净额为93.10亿元，其中1年内款项占比90.98%、1~2年占比4.65%、2~3年占比1.60%、3年以上占比2.78%。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12.65亿元，坏账准备计提充分。

2011~2013年，公司存货稳定下降，年均降幅为6.22%，主要是公司下属发电公司存煤持续减少所致。截至2013年底，公司存货余额为192.56亿元，其中，占比较大的分别是原材料，占比50.19%，主要为电力生产企业储存的电煤；库存商品占比32.37%，主要是集团下属煤炭企业储存的电煤。公司共计提3.14亿元存货跌价准备。

截至2014年3月底，公司流动资产合计

1153.03亿元，公司流动资产构成与2013年底变化不大。

非流动资产

2011~2013年，随着公司生产经营规模扩大和大规模对外投资，公司非流动资产年均增长11.26%。截至2013年底，公司非流动资产合计6657.65亿元，以固定资产与在建工程为主，分别占非流动资产比率为65.36%与18.24%。

2011~2013年，公司长期股权投资平稳增长，年均增长7.94%，2013年底为244.97亿元，主要公司接受无偿划入、新增投资及收购煤炭企业所致。

2011~2013年，公司固定资产年均增长12.47%，主要是在建工程完工转入固定资产所致。截至2013年底，公司固定资净额4351.35亿元，主要由房屋建筑物、机器设备、运输工具构成，固定资产成新率为70.07%，处于较好水平。

2011~2013年，公司在建工程年均增长3.71%。截至2013年底，公司在建工程余额为1214.56亿元，主要包括大岗山水电站、宁东化工项目、猴子岩水电站项目枕头坝一级水电站项目以及肇庆2*35MW 热电联产工程等项目。

截至2014年3月底，公司非流动资产合计6216.22亿元，固定资产与在建工程规模均有所减小，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。

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益年均复合增长率为10.10%，增长主要来自于少数股东权益。2013年公司所有者权益合计1291.57亿元，其中，归属于母公司的所有者权益合计425.81亿元，少数股东权益865.76亿元。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28.18%和69.75%。

截至2014年3月底，公司所有者权益合计1221.17亿元，较2013年底下降5.45%，主要是少数股东权益有所减少所致，权益构成较上年

底变化不大。总体看，公司权益稳定性较好。

负债

2011~2013年，公司负债稳定增长，年复合增长率为8.61%。截至2013年底，公司负债合计6568.70亿元，其中，流动负债合计31815.42亿元，占58.08%；非流动负债合计2753.28亿元，占41.92%。

截至2013年底，公司流动负债主要由短期借款（占31.13%）、应付款项（占15.70%）、一年内到期的非流动负债（占12.79%）和其他流动负债（占21.74%）等构成。截至2013年底，公司其他流动负债829.55亿元，主要由短期融资券（占98.79%）和私募票据（占1.21%）等构成。截至2013年底，公司非流动负债主要由长期借款（占74.84%）、应付债券（占18.21%）和其他非流动负债（占4.28%）等构成；其中其他非流动负债主要由私募票据（占59.42%）构成。

2011~2013年，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均略有下降，但仍处于较高水平；截至2013年底，三项指标分别83.57%、81.31%和67.08%。公司债务负担重。

随着到期借款与债券的偿付，截至2014年3月底，公司负债总额6148.07亿元，较2013年底下降6.40%；其中流动负债占比51.97%，较2013年底下降6.11个百分点。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83.43%、80.92%和69.22%，公司债务负担略有减轻。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，随着流动负债规模的增长，公司流动比率和速动比率均有所下降，2013年底分别为31.52%和26.47%。截至2014年3月底，随着其他流动负债与一年内到期的非流动负债减少带来的流动负债的下降，流动比率和速动比率分别上升至36.08%与29.95%。2011~2013年，公司经营现金流动负债比大幅上升，2013年为15.71%，主

要由于公司经营性现金净额增长较快所致。总体看，公司短期债务规模较大，短期偿债能力指标有所上升但仍然偏低；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。

2011~2013年，由于公司固定资产折旧快速增长以及利润总额规模显著扩张，公司EBITDA 规模持续增长，EBITDA 利息倍数波动增长，2013年为2.82倍；对全部债务的保障能力有所上升，2013年公司全部债务/EBITDA 倍数为8.11倍。总体看，公司长期偿债能力指标一般。

截至2013年底，公司的对外担保余额为29.35亿元，担保比率为2.27%。公司的主要担保对象主要为国有控股企业。目前被担保企业生产经营状况良好，发生代偿风险的可能性低。

公司与银行建立良好的合作关系，截至2014年3月底，公司已获得各商业银行授信总额为10071亿元，其中已使用3500亿元，尚有6571亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

6. 存续期内债券偿还能力

截至2014年5月底，公司存续期内债券为“04国电债1”、“04国电债2”、“10国电集MTN1”和“14国电集CP001”额度合计227亿元，其中一年内到期的债券“04国电债1”和“14国电集CP001”发行额度合计为102亿元，待偿还中长期债券“04国电债2”和“10国电集MTN1”发行额度合计为125亿元。截至2014年3月底，公司现金类资产288.82亿元，为一年内到期的待偿还债券发行额度的2.83倍，公司现金类资产对存续期内一年以内到期债券保护程度好。

2013年，公司EBITDA为693.24亿元，为存续期内中长期债券发行额度的5.55倍，覆盖程度高；同期公司经营活动现金净流入量为599.36亿元，为上述存续期内债券总额的4.79倍，对上述存续期内债券覆盖程度高。

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。

总体看，公司现金类资产、经营活动现金净流量与EBITDA对存续期内债券保障能力较好。

7. 过往债务履约情况

截至2013年底，公司逾期借款总计0.86亿元。其中，龙源电力集团贷款金额为4000万元，属于改革历史遗留问题；国电九江发电厂贷款金额为2624万元，该逾期贷款正在清理中；国电万安发电厂贷款金额为1942.20万元，主要由于其地方政府与中央存在争议尚未解决，导致该贷款未能按时偿还。

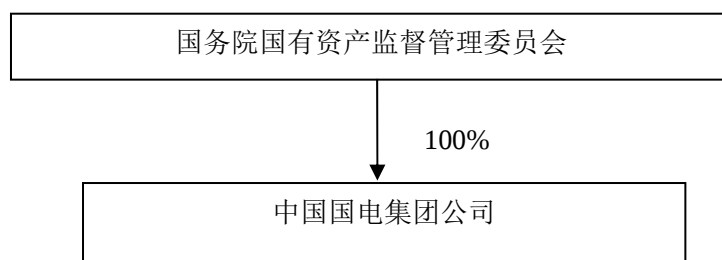
8. 抗风险能力分析

公司作为中国主要电力供给来源之一，近年来电力装机规模扩大较快，同时随着公司在清洁能源行业的进军，公司电源结构明显改善。总体上看，公司抗风险能力极强。

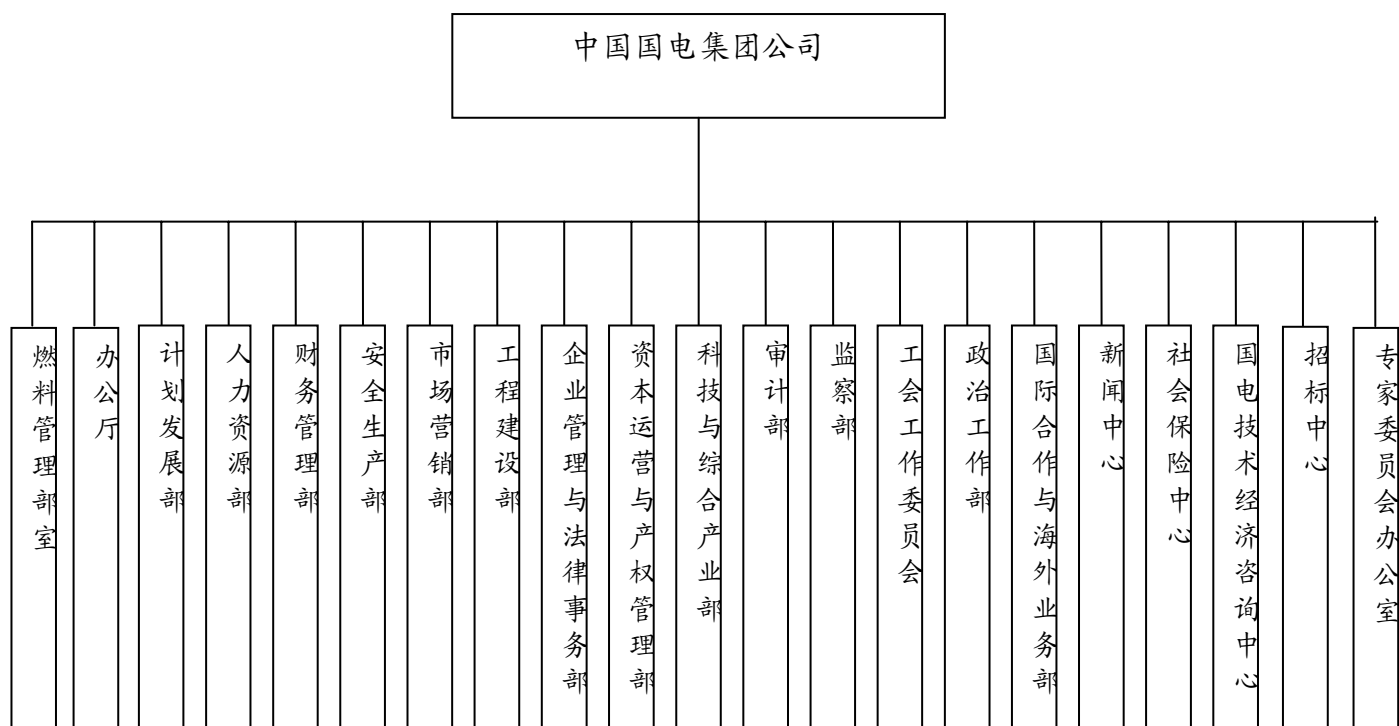
九、结论

综合考虑，联合资信维持国电集团AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“04国电债1”、“04国电债2”、“10国电集MTN1”AAA的信用等级，维持“14国电集CP001” A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织机构图



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	417.53	351.55	355.82	288.82
资产总额(亿元)	6634.07	7258.25	7860.27	7369.25
所有者权益(亿元)	1065.49	1170.00	1291.57	1221.17
短期债务(亿元)	2354.58	2486.62	2988.44	2431.87
长期债务(亿元)	2380.64	2708.13	2631.85	2746.82
全部债务(亿元)	4735.23	5194.75	5620.29	5178.69
营业总收入(亿元)	2106.31	2324.87	2327.64	519.77
利润总额(亿元)	60.89	118.13	159.94	51.64
EBITDA(亿元)	459.34	612.02	693.24	--
经营性净现金流(亿元)	58.17	387.85	599.36	172.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.45	6.09	5.37	--
存货周转次数(次)	8.40	9.12	9.13	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.33	0.31	--
现金收入比(%)	99.10	105.32	104.21	117.00
营业利润率(%)	11.86	16.23	21.28	23.49
总资本收益率(%)	3.76	5.17	5.35	--
净资产收益率(%)	3.78	7.29	9.58	--
长期债务资本化比率(%)	69.08	69.83	67.08	69.22
全部债务资本化比率(%)	81.63	81.62	81.31	80.92
资产负债率(%)	83.94	83.88	83.57	83.43
流动比率(%)	40.75	32.60	31.52	36.08
速动比率(%)	33.64	26.21	26.47	29.95
经营现金流动负债比(%)	1.89	12.17	15.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.58	2.51	2.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.31	8.49	8.11	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(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+费用化利息支出) / (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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
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%

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
 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 5 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

附件 6 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息