信用评级公告

联合〔2021〕6540 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国电力国际发展有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国电力国际发展有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中电国际 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）:（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国电力国际发展有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国电力国际发展有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中电国际 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 中电国际 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2021/10/15

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
电力企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国电力国际发展有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国家电力投资集团有限公司（以下简称“国家电投”）旗下核心发电企业之一，在生产规模、装备水平、股东支持等方面具有综合优势。跟踪期内，公司装机容量进一步扩大，清洁能源占比继续提升；同时，受益于清洁能源盈利水平的提升，公司收入和除税前利润保持增长。同时，联合资信也关注到公司火电业务盈利有所下降、应收清洁能源补贴款对资金形成占用以及未来投资规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

跟踪期内，公司经营活动所得现金净额对存续债券的保障能力较强，EBITDA 对存续债券的保障能力很强。

未来，随着在建及规划建设的发电项目陆续投入运营，公司资产和收入有望继续保持增长；同时，公司电源结构逐步优化，清洁能源占比逐步提高，综合实力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持中国电力国际发展有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“18中电国际MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司电力业务规模保持增长，清洁能源占比提升，电源结构进一步优化。**截至 2020 年底，公司电力业务权益装机 2387.82 万千瓦。其中，清洁能源权益装机合计 939.36 万千瓦，占总权益装机的 39.34%，较 2019 年底提高 3.77 个百分点；清洁能源板块实现收入 107.19 亿元，占主营业务收入的 37.71%，同比提高 4.01 个百分点。

分析师：牛文婧　蔡伊静
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

2. **2020 年，公司盈利能力提升，经营活动所得现金净额保持增长。**2020 年，公司实现总收入 287.12 亿元，同比增长 2.39%；除税前利润 38.26 亿元，同比增长 40.97%；经营活动所得现金净额 55.02 亿元，同比增长 6.66%。

关注

1. **公司火电装机占比较高，2020 年火电业务盈利有所下降。**公司火电装机容量保持增长，但机组利用小时数和平均上网电价均有所下降，导致该板块盈利能力有所减弱。
2. **跟踪期内，公司留存现金规模较小，应收清洁能源补贴款规模较大，对资金形成一定占用。**截至 2020 年底，公司现金及现金等价物 13.16 亿元；同期，公司应收清洁能源补贴款合计 51.87 亿元，回收存在一定滞后性。
3. **公司仍处于扩张期，电源建设项目未来投资规模较大。**截至 2020 年底，公司主要在建项目总装机规模 427.00 万千瓦，目前尚处开展前期工作的清洁能源项目装机容量达 474.96 万千瓦，相关项目整体装机容量大，随着相关项目建设进度的推进，公司将面临一定的外部融资需求。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金及现金等价物（亿元）	18.53	12.38	13.16
资产总额（亿元）	1249.59	1402.90	1559.49
权益总额（亿元）	428.51	451.33	457.90
短期债务（亿元）	153.35	218.35	285.13
长期债务（亿元）	495.82	567.33	629.19
全部债务（亿元）	649.18	785.68	914.32
总收入（亿元）	234.76	280.42	287.12
除税前利润（亿元）	20.70	27.14	38.26
EBITDA（亿元）	84.16	106.78	125.73
经营活动所得现金净额（亿元）	27.84	51.58	55.02
营业利润率（%）	23.97	28.44	29.42
净资产收益率（%）	3.82	4.88	6.39
资产负债率（%）	65.71	67.83	70.64
全部债务资本化比率（%）	60.24	63.51	66.63
流动比率（%）	33.81	25.75	34.82
经营现金流动负债比（%）	10.70	15.90	13.57
现金短期债务比（倍）	0.12	0.06	0.05
全部债务/EBITDA（倍）	7.71	7.36	7.27
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	3.06	3.17

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制，总收入=收入+其他收入

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 中电国际 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/09	黄露、柳丝丝、程真	电力企业信用评级方法（V3.0.201907） 电力企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
18 中电国际 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/09/03	黄露、李晨	电力行业企业信用评级方法（2017 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国电力国际发展有限公司以下简称“该公司”）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该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司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，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，未因该公司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相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国电力国际发展有限公司
2021 年跟踪评级报告

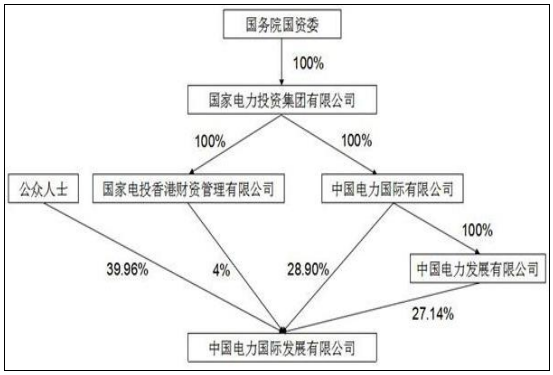
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国电力国际发展有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

公司于2004年3月24日根据香港法例第622章《公司条例》在香港注册成立，并于2004年10月15日在香港联合交易所有限公司主板上市，股票代码“2380.HK”，股票简称“中国电力”。截至2020年底，公司股本172.68亿元，国家电力投资集团有限公司（以下简称“国家电投”）通过其全资子公司中国电力国际有限公司（以下简称“中电国际”）和国家电投香港财资管理有限公司合计持有公司60.04%的股份，为公司实际控股股东。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

图1　截至2020年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围及组织架构未发生重大变化。

截至2020年底，公司合并资产总额1559.49亿元，权益总额457.90亿元（含非控股股东权益123.92亿元）。2020年，公司实现总收入287.12亿元，除税前利润38.26亿元。

公司注册地址：香港湾仔港湾道 18 号中环广场 63 层 6301 室；董事局主席：贺徙。

三、存续债券概况和募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续期债券为“18 中电国际 MTN001”，所募资金用于优化债务结构，归还下属子公司银行借款。“18 中电国际 MTN001”募集资金已按照规定用途使用完毕，并于跟踪期内按时付息。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 中电国际 MTN001	20.00	20.00	2018/10/15	3 年

资料来源：Wind，联合资信整理

四、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负面影响，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 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

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。**

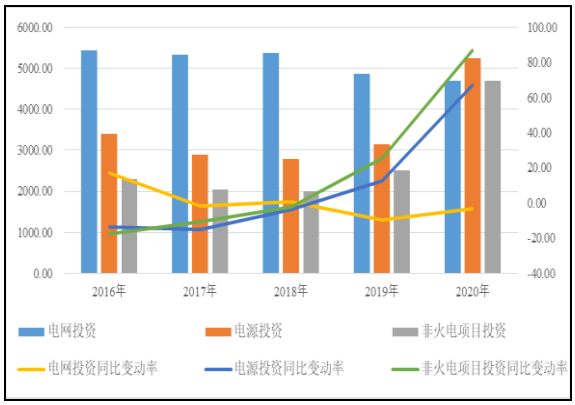
五、行业分析

1. 行业概况

2016年以来，中国电力供需总体平衡，电力投资波动增长，电力装机规模持续增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据[1]，2016年以来，全国电力投资额波动增长，其中电源投资增速较高，而电网投资有所下滑。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1－2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图2 近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）

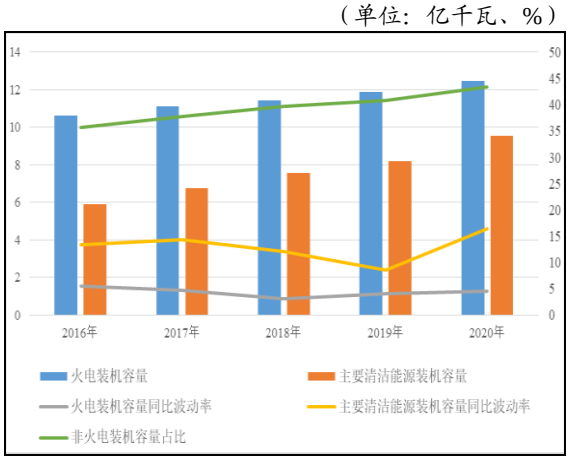


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016－2019年装机容量增速逐年回落，2020年呈现回升趋势。2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

（单位：亿千瓦、%）



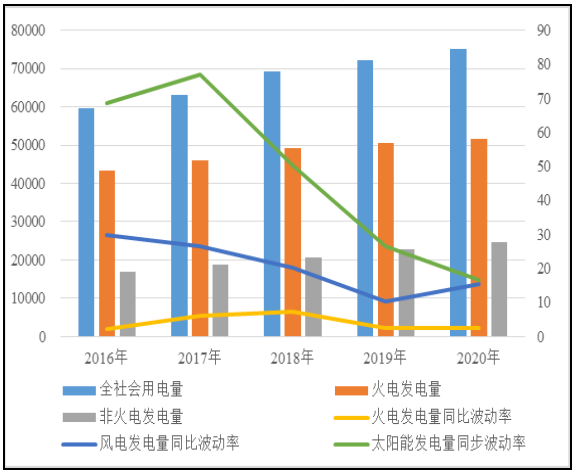
资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

[1] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

图 4　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降。2020 年一季度，受新冠疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降 6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020 年，全社会用电量 7.51 万亿千瓦时，同比增长 3.1%。其中，第一产业用电量同比增长 10.2%，且连续三个季度增速超过 10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

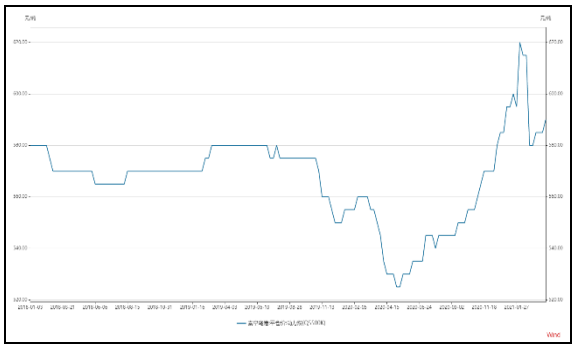
2. 行业关注及政策调整

煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大，煤炭价格提高一定程度侵蚀火电盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

（1）煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年开始复苏。截至 2016 年 11 月 9 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值 610 元/吨。2017－2019 年底，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在 550 元/吨至 600 元/吨之间震荡。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于 2020 年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。2020 年下半年，伴随疫情得以控制后国内经济逐步复苏，同时受内蒙古煤炭减产以及进口煤政策实行总量严控和冷冬气候等因素影响，煤炭供不应求，带动价格快速回升。2021 年，煤炭市场由“去产能”转为“煤炭保供”，伴随进口煤顺畅通关、煤炭主产地先进产能释放以及供暖煤炭需求减弱，煤炭市场供不应求局面得以缓和，煤炭价格自 2 月初开始有所回落，但仍保持较高水平。

图 5　秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

（2）煤电上网电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019 年 10 月 21 日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658 号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于 2020 年 1 月 1 日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020 年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

（3）碳减排政策

2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争 2030 年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。随后，“3060 目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入 2021 年度八大重点任务之一，力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到 2025 年，其经营区跨省跨区输电能力达到 3.0 亿千瓦，输送清洁能源占比达到 50%。此外，2020 年以来，生态环境部陆续发布《2019－2020 年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入 2019—2020 年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

3. 行业展望

预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020－2021 年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以

国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司股本172.68亿元，国家电投为公司实际控股股东，国务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为国内大型电力生产企业，目前机组仍以火电为主，但电源结构稳步优化。

公司的发电业务主要分布于河南、安徽、湖南、山西、湖北、四川、广西、山东等地。截至 2020 年底，公司权益装机 2387.82 万千瓦。其中，煤电权益装机 1448.46 万千瓦，水电权益装机 350.78 万千瓦，光伏发电权益装机 338.91 万千瓦，风电权益装机 199.05 万千瓦，气电权益装机 50.62 万千瓦。

近年来，公司电源结构不断优化，清洁能源占比逐步提升。2020 年，公司顺应补贴退坡政策趋势，以平价、竞价能源项目发展为主，全年新增清洁能源装机 182.71 万千瓦，占新增装机总额的 58.06%。其中，辽宁朝阳 50.00 万千瓦光伏平价上网项目已全部投产，山西大同零碳绿能基地 35.00 万千瓦的平价光伏项目已完成并购。截至 2020 年底，公司清洁能源权益装机合计 939.36 万千瓦，占总权益装机的 39.34%，较 2019 年底提高 3.77 个百分点；清洁能源板块实现收入 107.19 亿元，占主营业务收入的 37.71%，同比提高 4.01 个百分点。

跟踪期内，公司电力生产效率保持较高水平，发电量快速增长。2020 年，伴随发电机组规模的扩大，公司实现发电量和上网电量分别为 919.03 亿千瓦时和 882.56 亿千瓦时，分别较 2019 年增长 5.47%和 5.62%。其中，完成市场交易电量 410.54 亿千瓦时，较 2019 年增长 6.61%，占全部上网电量的 46.52%。

3. 股东支持

实际控股股东国家电投综合实力极强，对公司支持力度大。

公司实际控股股东国家电投是中国大型国有电力企业集团之一，资产已覆盖全国 31 个省、市、自治区，境外业务分布在日本、澳大利亚、马耳他、印度、土耳其、南非、巴基斯坦、巴西、缅甸等国家和地区，资产已覆盖全国 31 个省、市、自治区，境外业务分布在日本、澳大利亚、马耳他、印度、土耳其、南非、巴基斯坦、巴西、缅甸等国家和地区。国家电投

的电力业务在资产总量、市场份额和技术水平等方面都位居国内发电企业的前列，且为国内三大核电开发建设运营商之一，截至 2020 年底，国家电投可控装机容量为 17627.83 万千瓦。截至 2020 年底，国家电投总资产为 13241.37 亿元，所有者权益为 3511.92 亿元（含少数股东权益 1875.49 亿元），2020 年实现营业收入 2782.28 亿元，利润总额 206.99 亿元。

公司为国家电投的常规能源业务的核心企业以及综合能源和创新发展平台，在资源获取和常规能源发展方面可获得股东大力支持。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司执行董事、总裁和董事局主席发生变更，新任领导从业经历和管理经验丰富，履职能力强；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2020 年 7 月 8 日，公司董事局宣布：委任贺徙先生为公司执行董事兼总裁。董事局主席田钧先生不再同时兼任公司总裁职务。

2021 年 4 月 12 日，公司董事局宣布：贺徙先生已获委任为董事局及其辖下风管会与执委会的主席，以及公司授权代表的职务。田钧先生已辞任公司执行董事、董事局及其辖下风管会与执委会的主席，以及公司授权代表的职务。

贺徙先生，1965 年出生，华北电力大学毕业，研究生学历，工学硕士学位，教授级高级工程师。贺徙先生现任公司董事局主席、执行董事和总裁，国家电投的新能源总工程师；曾任中电投广西核电有限公司执行董事兼总经理、中电投电力工程有限公司副总经理兼总工程师，以及海南中海能源股份有限公司马村电厂总工程师等职务。

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司发电机组装机容量增加，且清洁能源占比提高，电源结构进一步优化。公司清洁能源上网电量增长带动主营业务收入保持增长；同时受益于毛利率较高的清洁能源占比提升，公司综合毛利率有所提高。

公司营业收入主要来自电力销售业务。2020 年，公司主营业务收入同比增长 2.39%，主要系清洁能源收入增长所致。分板块来看，2020 年，受火电上网电量和上网电价双降影响，公司火电收入同比下降 3.80%至 177.08 亿元，占主营业务收入的比重下降至 62.29%，但仍为公司最主要的收入来源。2020 年，公司各类清洁能源的装机容量和利用小时数均有所增长，公司水电、风电和光伏发电业务分别实现收入 59.72 亿元、20.14 亿元和 27.33 亿元，分别较 2019 年增长 5.03%、26.27%和 31.71%。

毛利率方面，2020 年，受益于清洁能源业绩表现理想，整体收入规模及盈利水平提升，带动公司综合毛利率由 2019 年的 20.86%上升至 23.72%。其中，火电机组利用小时数有所下降，同时上网电价和燃煤成本均小幅下降，以致公司火电业务毛利率较 2019 年小幅下降 1.07 个百分点至 9.09%；由于水电机组所在流域来水较好，机组利用小时数大幅增长，带动毛利率较 2019 年增长 13.67 个百分点至 48.77%；风电和光伏发电机组运营较为稳定，风电上网电价上升带动毛利率小幅增长 1.27 个百分点，光伏上网电价下降导致毛利率下降 10.81 个百分点。

表 3　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
火电	165.90	71.58	9.55	184.07	66.30	10.16	177.08	62.29	9.09
水电	45.65	19.70	48.40	56.86	20.48	35.10	59.72	21.01	48.77
风电	9.06	3.91	43.89	15.95	5.75	51.15	20.14	7.09	52.42
光伏发电	11.15	4.81	50.77	20.75	7.47	53.45	27.33	9.61	42.64
合计	**231.76**	**100.00**	**20.53**	**277.63**	**100.00**	**20.86**	**284.27**	**100.00**	**23.72**

资料来源：根据公司年报整理

2．煤炭采购

公司发电成本中燃煤采购成本占比较大，但凭借稳定的、大量的煤炭需求，加之与国有大型煤炭生产企业合作关系稳定，公司在煤炭采购成本控制及煤炭供应稳定性方面仍具有一定优势。

公司主营火电，发电成本中燃煤采购成本占比较大，约为公司营业成本的 50%~60%。2020 年，伴随煤电发电量的减少，公司燃煤采购量和消耗量均同比下降。同期，受市场因素影响，公司煤炭采购价格有所下降。

表 4　公司电煤采购情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
燃煤采购量（万吨）	2415.80	2663.63	2611.61
燃煤消耗量（万吨）	2369.12	2648.05	2586.10
标煤采购单价（元/吨）	712.61	689.80	647.04

资料来源：公司提供

从煤炭供应看，在华北地区，燃煤主要由电厂周边的煤矿企业供应，在东南沿海地区，燃煤主要依靠铁路、航运运输。为加强成本控制，公司积极与大型煤矿企业合作，签订年度重点购煤合同，稳定煤炭供应和实现采购单价优惠；同时，加大煤炭集中采购力度，利用规模效益压降火电燃料成本。2020 年，公司前五大供应商（煤炭及消耗品等生产材料）采购额占总采购金额的 52.53%，采购集中度较高。

3．生产经营

跟踪期内，公司整体发电机组利用小时数有所下降，但受装机容量规模提升的带动，公司总发电量保持增长，且清洁能源占比逐步提高，电源结构不断优化。

（1）电力资产

截至2020年底，公司权益装机2387.82万千瓦，较2019年底增长13.10%。从电源结构看，煤电权益装机1448.46万千瓦，水电权益装机350.78万千瓦，光伏发电权益装机338.91万千瓦，风电权益装机199.05万千瓦，气电权益装机50.62万千瓦。

（2）电力生产

受装机容量提升和利用小时数变化影响，公司发电量和上网电量逐年增长，2020 年，公司实现发电量和上网电量分别为 919.03 亿千瓦时和 882.56 亿千瓦时，分别较 2019 年增长 5.47%和 5.62%。

电力市场化交易方面，2020 年，公司完成直供电 410.54 亿千瓦时（含火电 344.07 亿千瓦时及清洁能源 66.47 亿千瓦时），占全部上网电量的 46.52%；火电及水电直供电平均除税电价相比除税后标杆上网电价分别折让约 9.81%和 5.75%。

表 5　公司电站运营指标情况

项目		2018 年	2019 年	2020 年
合计	权益装机容量（万千瓦）	1973.16	2111.32	2387.82
	发电量（亿千瓦时）	741.01	871.34	919.03
	上网电量（亿千瓦时）	709.65	835.59	882.56
	上网电价（元/千瓦时）	0.32658	0.33226	0.32210

	机组利用小时数（小时）	**3755.00**	**4127.00**	**3849.00**
火电	权益装机容量（万千瓦）	1324.37	1360.31	1448.46
	发电量（亿千瓦时）	539.42	592.32	579.99
	上网电量（亿千瓦时）	511.12	560.20	547.70
	上网电价（元/千瓦时）	0.32457	0.32857	0.32150
	机组利用小时数（小时）	4585.00	4391.00	4104.00
	平均单位燃料成本（元/千瓦时）	0.21562	0.20811	0.19710
	平均供电煤耗率（克/千瓦时）	302.41	301.82	303.31
水电	权益装机容量（万千瓦）	310.16	313.41	350.78
	发电量（亿千瓦时）	164.61	211.77	247.14
	上网电量（亿千瓦时）	162.55	209.47	244.72
	上网电价（元/千瓦时）	0.28086	0.27146	0.24405
	机组利用小时数（小时）	3148.00	3882.00	4514.00
风电	权益装机容量（万千瓦）	125.82	153.55	199.05
	发电量（亿千瓦时）	20.24	33.71	41.46
	上网电量（亿千瓦时）	19.53	32.89	40.56
	上网电价（元/千瓦时）	0.46355	0.48501	0.49661
	机组利用小时数（小时）	1967.00	2058.00	2110.00
光伏	权益装机容量（万千瓦）	176.39	247.29	338.91
	发电量（亿千瓦时）	16.75	33.54	48.52
	上网电量（亿千瓦时）	16.45	33.03	47.71
	上网电价（元/千瓦时）	0.67798	0.62825	0.57275
	机组利用小时数（小时）	1398.00	1383.00	1433.00

注：平均机组利用小时数计算过程中未考虑部分当年投运较晚的机组；火电经营数据统计中仅包含煤电业务；合计权益装机容量统计中含参股公司上海电力股份有限公司的天然气发电权益装机容量
资料来源：公司提供

火电

跟踪期内，公司火电装机容量保持增长，但机组利用小时数和平均上网电价均有所下降，导致该板块盈利能力有所减弱。

公司电力经营以火电为主。跟踪期内，火电装机容量保持增长，但受 2020 年初新冠疫情影响用电负荷下降，以及清洁能源电量挤占电网需求影响，公司火电机组平均利用小时较 2019 年下降 287 个小时至 4104 小时，发电量和上网电量均有所下降。

上网电价方面，2020 年，受电价较低的直供电占比上升影响，公司火电平均上网电价小幅下降至 0.3215 元/千瓦。

供电煤耗方面，公司注重节能减排，通过提高管理运行水平、关停小机组以及投运大机组等有效措施，使公司单位供电标准煤耗保持在较好水平。2020 年，公司平均供电煤耗较 2019 年小幅增加 1.49 克/千瓦时，主要系火电机组出力系数下降所致。

环保改造方面，公司为下属火电机组配置了烟气除尘装置和脱硫脱硝装置，截至 2020 年底，公司超过 90%的已投产煤电机组满足超低排放标准，脱硫效率和脱硝效率分别为 99.23%和 88.39%，均保持在较高水平。

水电

跟踪期内，公司水电装机容量稳步增长，受年内水况良好因素带动，公司水电设备利用程度显著提升，但由于区域水电上网电价下调等因素影响，公司水电上网电价下降明显。

公司水电资产主要由控股子公司五凌电力有限公司（以下简称“五凌电力”）和国家电投集团广西电力有限公司（以下简称“广西公

司”）负责运营。其中，五凌电力是湖南省网内的第二大发电企业和最大的水电企业。跟踪期内，公司水电权益装机容量保持增长，电站主要分布于湘、黔两省的沅水、湘江和资江流域。

跟踪期内，公司大部分水电厂所在流域期内雨水偏丰，水电机组利用小时数大幅增长，带动发电量和上网电量均同比增长。

上网电价方面，2020年，公司水电上网电价明显下降，主要系公司水电主要集中于湖南省，湖南于2019年7月1日下调了水电上网电价，同时2020年湖南发电企业需平均分摊当地政府对辅助服务市场的电费补偿。

风电及光伏

跟踪期内，公司大力推进风电及光伏项目建设及收购，带动清洁能源装机规模快速增长；但部分区域仍面临限电问题，且新能源电价补贴退坡以及补贴回款滞后情况可能对公司风电和光伏电站运营及盈利能力造成一定不利影响。

近年来，公司大力发展风电及光伏业务，加之国家电投下属电力资产的注入，公司风电及光伏装机容量快速增长，电源结构不断优化。公司风电资产主要由五凌电力、广西公司和国家电投集团山东能源发展有限公司负责运营，项目主要分布于湖南、山东、广西、新疆、甘肃、山西等地，针对新疆地区所存在的弃风情况，公司已通过加强电力营销、自建外送线路等方式减轻弃风压力，目前来看，公司新疆地区的风电消纳情况好于当地平均水平。公司光伏项目布局较为分散。

2020年，受益于装机容量的增长，以及国家推动绿色发展而加强清洁能源调度及消纳，公司风电和光伏的发电量和上网电价均同比大幅增长。

上网电价方面，2020年，公司风电上网电价同比小幅增长，主要系部分新投产风电项目位于电价较高的区域，以及增值税税率下调所致。同期，光伏上网电价同比下降，主要系光伏电价补贴退坡，以及公司平价上网光伏发电项目投产所致。新能源电价补贴方面，截至2020年底，公司尚有12.17亿元补贴款尚未到位。

4. 经营效率

公司整体运营效率尚可。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 3.61 次、29.21 次和 0.19 次，较 2019 年变动不大，整体经营效率尚可

表 6　2020 年经营效率同业对比情况（单位：次）

项目	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
大唐国际发电股份有限公司	6.09	21.63	0.34
华电国际电力股份有限公司	8.10	27.32	0.39
华能国际电力股份有限公司	7.52	13.19	0.35
公司	3.61	29.21	0.19

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制，数据口径较其他家略有差异
资料来源：联合资信整理

5. 在建工程及未来发展

公司发展战略合理。随着在建拟建项目建成投产，公司经营规模有望进一步扩大，电源结构有望进一步优化。但公司项目待投资规模较大，对外融资依赖程度将有所加大。

截至 2020 年底，公司主要在建项目总装机规模 427.00 万千瓦，预计总投资 232.12 亿元，已完成投资 101.19 亿元，未来仍需投资 130.93 亿元。公司在建项目将集中于 2021 年投产，以致公司存在一定的短期投资压力。

拟建项目方面，截至 2020 年底，公司正在开展前期工作的新项目装机容量总额约 474.96 万千瓦，主要为清洁能源项目。

表 7　截至 2020 年底公司主要在建工程项目情况（单位：万千瓦、亿元）

序号	项目名称	建设规模	电源类型	项目总投	预计完工时间	已完成投资金额	2021 年计划投资金额	资本金到位情况
1	山西中电神头电厂二期	200.00	火电	71.59	2021 年	32.19	23.00	7.06
2	五强溪电厂	50.00	水电	21.45	2023 年	5.00	4.00	4.00

3	静乐电厂二期	20.00	风电	17.15	2021 年	11.14	2.73	3.60
4	神池晋源电厂	10.00	风电	8.65	2021 年	6.77	1.45	1.74
5	代县新华能电厂	15.00	风电	12.87	2021 年	8.84	2.25	2.60
6	阳山雷公岩电厂	10.00	风电	7.98	2021 年	6.43	1.24	2.05
7	德州庆云电厂二期	10.00	风电	8.59	2021 年	5.16	3.01	1.10
8	固始南山一期	15.00	风电	16.28	2021 年	7.44	6.00	1.49
9	阿拉善右旗互联网+光伏治沙智慧电站+储能项目	10.00	光伏	3.75	2021 年	2.33	1.19	0.72
10	余丁乡永兴村光伏复合项目	20.00	光伏	7.25	2021 年	1.05	1.21	1.45
11	余丁乡黄羊村光伏复合项目	20.00	光伏	7.29	2021 年	1.08	1.22	1.46
12	余丁乡余丁村光伏复合项目	15.00	光伏	5.68	2021 年	1.05	0.92	1.10
13	江门燃机项目	12.00	气电	9.19	2021 年	7.85	0.24	17.27
14	常熟燃机项目	20.00	气电	34.40	2021 年	4.86	3.80	16.72
合计		**427.00**	--	**232.12**	--	**101.19**	**52.26**	**62.36**

资料来源：公司提供

未来，公司的重点工作将包括：

（1）聚焦清洁转型：公司致力加快转型发展步伐，以更大力度优化能源结构和产业布局。一是继续加快清洁能源发展，快速形成多个百万千瓦级新能源基地，大力推进开发分散式风电、分散式光伏、中小型风光发电与风光储能互补项目，寻求优质战略合作伙伴，提升清洁能源合作项目开发规模。二是降低高碳资产占比，加快处置部分存量煤电项目。三是加强技术改造，通过升级改造煤电机组实现煤炭清洁高效利用，提前谋划布局碳捕捉、碳存储。四是深入研究碳排放、碳交易政策，主动应对碳交易市场的挑战和机遇，结合实际制定公司碳减排目标计划及实施方案，研究碳交易策略。公司致力于尽快实现全面清洁低碳转型之目标，早日实现“碳达峰”。

（2）提升经营业绩：一是持续做好市场行销工作，主动适应电力市场化交易趋势，积极参与电力市场交易，争取市场发电量。二是持续优化生产经营，确保清洁新能源项目顺利投产，保障可再生能源电量上网消纳，持续提升清洁能源收入占比。三是强化人资激励导向改进，鼓励人员向新兴产业流动、向重点战略领域转移，不断提升全员劳动生产率。四是持续提升境外项目治理管控能力，根据境外资产的受托情况，完善制定境外授权管理政策，保证受托管理的境外资产“管得好、行得稳”。

（3）注入高品质发展新动能：一是在市场需求旺盛、经济发达的区域，积极培育“三新”（以新技术及应用发展的新产业、新业态、新模式）业务；致力结合新能源、分散式能源、综合能源等项目的开发，争取在建筑、交通、资讯基础设施等领域布局更多具有引领作用的智慧能源示范项目。二是推动创新管理体系和机制的建设，统筹资源推进科技创新、商业模式创新、管理创新，培植创新对产业转型升级的驱动和支撑作用。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报表，安永会计师事务所对该财务报告进行了审计，审计意见为：该综合财务报表已根据香港会计师公会颁布的《香港财务报告准则》真实而中肯地反映了公司于2020年底的综合财务状况，并已按照香港《公司条例》妥为编制。公司未提供本部财务数据。

2020年，公司合并范围增加子公司33家，减少子公司7家。公司主营业务未发生变化，且变动子公司的规模较小，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1559.49亿元，权益总额457.90亿元（含非控股股东权益123.92亿元）。2020年，公司实现总收入287.12亿元，除税前利润38.26亿元。

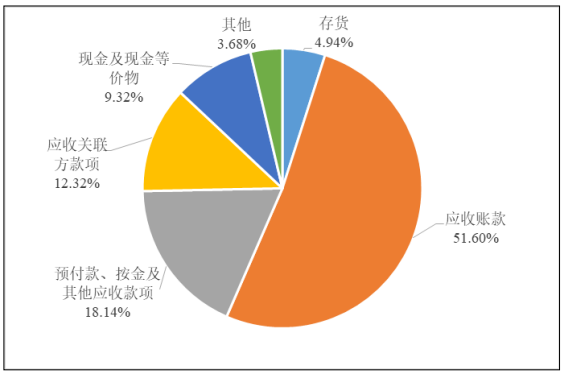
2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构仍以非流动资产为主，物业、厂房及设备占比高；公司应收清洁能源补贴款规模较大，对资金形成一定占用。公司资产受限比例很低，整体资产质量很好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 1559.49 亿元，较 2019 年底增长 11.16%，主要由于公司电站规模扩张所致。其中，公司非流动资产占 88.39%，流动资产占 9.06%，划分为持有待售处置组合之相关资产占 2.55%，非流动资产占比高，符合电力行业特征。

截至 2020 年底，公司流动资产为 141.21 亿元，较 2019 年底增长 69.07%，主要系应收账款和应收关联方款项大幅增长所致。公司流动资产主要由应收账款（占 51.60%）、预付款、按金及其他应收款项（占 18.14%）、应收关联方款项（占 12.32%）、现金及现金等价物（占 9.32%）和存货（占 4.94%）构成。

图6 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司现金及现金等价物（不含受限）13.16 亿元，较 2019 年底增长 6.30%。其中，银行存款及库存现金 7.93 亿元，存放于国家电投集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）的存款 5.24 亿元。截至 2020 年底，公司受限制存款 0.26 亿元。

截至 2020 年底，公司应收账款合计 85.03 亿元，较 2019 年底增长 14.76%，主要为应收地区及省级电网公司账款。根据应收账款账龄划分，截至 2020 年底，72.86 亿元应收账款计入流动资产（账龄主要为 1~3 个月），未开票的清洁能源电价补贴 12.17 亿元计入非流动资产（其他非流动资产科目）。截至 2020 年底，公司应收清洁能源补贴款合计 51.87 亿元，占应收账款合计的比重达 61.00%，主要系相关补贴款受政策因素影响，回收存在一定滞后性。

截至 2020 年底，公司预付款、按金及其他应收款项为 25.62 亿元，较 2019 年底增长 12.25%，主要系可抵扣增值税增加所致。公司预付款、按金及其他应收款项主要为待抵扣增值税、购买存货和材料预付款、按金及其他应收款项。

截至 2020 年底，公司应收关联方款项 17.39 亿元，较 2019 年增加 12.32 亿元，主要系应收国家电投下属公司的款项增加 2.14 亿元、应收联营公司的款项增加 1.73 亿元、应收合营公司的款项增加 6.57 亿元所致。

截至 2020 年底，公司存货 6.98 亿元，较 2019 年底小幅增长 1.12%，主要由煤炭和石油（5.56 亿元）和备件与消耗品（1.41 亿元）构成。

截至 2020 年底，公司非流动资产为 1378.43 亿元，较 2019 年底增长 8.27%，主要系电站规模扩张，物业、厂房及设备（占 81.94%）规模增长所致。

截至 2020 年底，公司物业、厂房及设备资产原值账面净值为 1129.55 亿元，较 2019 年底增长 14.04%。其中，发电机及设备占 40.41%，水坝占 19.06%，楼宇及租赁物业装修占 17.64%，在建工程占 13.46%。截至 2020 年底，公司物业、厂房及设备累计折旧及减值亏损 364.57 亿元，资产成新率为 75.60%，处于较高水平。

截至 2020 年底，公司划分为持有待售处置组合之相关资产为 39.85 亿元，较 2019 年底下降 13.88%。公司已于 2018 年底签订合资合同，以其持有的中电神头发电有限公司（以下简称“中电神头”）80%的权益出资，计划在

山西省成立苏晋能源控股有限公司。截至 2020 年底，上述出资计划尚未完成，由于公司仍致力于出售中电神头且该交易极有可能在一年内完成，故将该资产和负债分别划分为持有待售处置组合之相关资产和负债。公司划分为持有待售处置组合之相关资产下降主要系公司计提 5.87 亿元的减值亏损（为中电神头的公平价值减出售成本与其账面值之间的差额），并在综合收益表中作为其他亏损确认。

截至 2020 年底，公司受限资产账面价值为 27.65 亿元，受限比例很低。

表 8　公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	年末账面价值	受限原因
物业、厂房及设备	2.63	抵押融资
存款	0.26	共管账户中的现金存款
应收账款	24.76	质押融资
合计	**27.65**	--

资料来源：公司财务报告

3.　负债和权益

权益

跟踪期内，公司权益总额小幅增长，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年底，公司权益总额为 457.90 亿元，较 2019 年底小幅增长 1.46%，主要系公司发行永续中期票据所致。其中，股本占 37.71%，其他权益工具占 6.59%，储备占 28.64%，非控股股东权益占 27.06%。

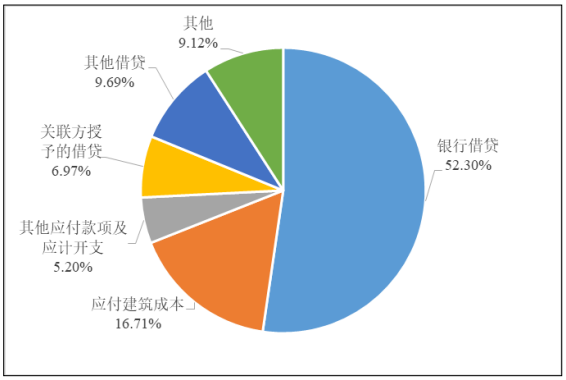
负债

跟踪期内，公司业务规模扩张带动债务规模有所增长，债务负担较重，但长期债务占比高，债务结构合理，与电力重资产行业特征相匹配。

截至 2020 年底，公司负债总额为 1101.59 亿元，较 2019 年底增长 15.77%，主要系业务规模扩张带动债务规模增长所致。其中，公司非流动负债占 60.71%，流动负债占 36.82%，划分为持有待售处置组合之相关负债占 2.47%。

截至 2020 年底，公司流动负债为 405.56 亿元，较 2019 年底增长 25.03%，主要由银行借贷（占 52.30%）、应付建筑成本（占 16.71%）、其他应付款项及应计开支（占 5.20%）、关联方授予的借贷（占 6.97%）和其他借贷（占 9.69%）构成。

图 7　截至 2020 年底公司流动负债资产构成情况



注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司非流动负债为 668.81 亿元，较 2019 年底增长 12.18%，主要由银行借贷（占 67.82%）和关联方授予的借款（占 18.13%）构成。

截至 2020 年底，伴随公司业务扩张，公司应付建筑成本 67.78 亿元，较 2019 年底增长 9.80%；公司其他应付款项及应计开支 21.09 亿元，较 2019 年底增长 25.67%，主要系应付利息和应付税费增长所致。

截至 2020 年底，公司银行借贷合计 665.72 亿元，较 2019 年底增长 96.49%。其中，长期银行借贷 453.59 亿元，较 2019 年底增长 101.17%，主要系公司用于新增项目建设的长期融资增加，以及 2020 年工商银行和农业银行不再是公司的关联方，原计入关联方授予的长期借贷转计入长期银行借贷所致；短期银行借贷 212.12 亿元，较 2019 年底增长 87.17%，主要系原计入关联方授予的短期借贷转计入短期银行借贷所致。2020 年，公司长短期银行借贷利率均有所下降。截至 2020 年底，公司有抵押的银行借贷为 182.94 亿元。

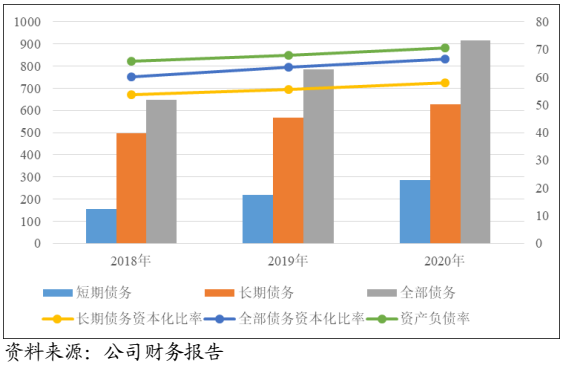
截至 2020 年底，公司关联方授予的借贷合计 149.50 亿元，较 2019 年底下降 58.17%，主要系调整至银行借贷所致。其中，国家电投授予的借贷为 96.58 亿元，财务公司授予的借贷为 40.60 亿元，其他关联方授予的借贷为 12.32 亿元。

截至 2020 年底，公司其他借贷合计 60.30 亿元，较 2019 年底增长 33.17%，由公司发行的中期票据和超短期融资券构成。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务为 914.32 亿元，较 2019 年底增长 16.37%；债务结构以长期债务为主，占比 68.82%，较 2019 年底下降 3.39 个百分点，债务结构合理。债务指标方面，截至 2020 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分别为 70.64%、66.63%和 57.88%，分别较 2019 年底上升 2.81 个百分点、3.12 个百分点和 2.18 个百分点。公司整体债务负担有所上升。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 944.32 亿元。从债务指标来看，截至 2020 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分别为 72.56%、68.82%和 60.64%，较调整前分别上升 1.92 个百分点、2.19 个百分点和 2.76 个百分点。

图 8　公司债务负担指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

债务期限结构方面[2]，截至 2020 年底，公司 1 年内到期的有息债务占 31.26%，1~2 年的占 13.14%，2~5 年的占 15.33%，5 年以上的占 40.27%，公司债务结构偏长期化，集中兑付压力不大。

4.　盈利能力

跟踪期内，公司业务规模保持增长，整体盈利能力有所增强。

2020 年，伴随装机容量及发电量的增长，公司总收入（含收入和其他收入）同比增长 2.39%至 287.12 亿元；同期，销售及提供服务成本（含燃料成本、折旧、员工成本、维修及保养费用、消耗品）同比小幅增长 0.99%至 202.66 亿元，主要系折旧和员工成本增长所致；公司成本增幅小于收入增幅，公司营业利润率同比上升 5.45 个百分点至 29.42%。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
收入	231.76	277.63	284.28
其他收入	3.00	2.79	2.84
销售及提供服务成本	178.48	200.67	202.66
其中：燃料成本	110.21	116.58	108.76
经营利润	44.14	54.81	63.72
财务费用	25.78	31.66	32.04
应占联营、合营公司利润	1.08	2.50	3.28
除税前利润	20.70	27.14	38.26
营业利润率	23.97	28.44	29.42
总资本收益率	3.77	4.29	4.60
净资产收益率	3.82	4.88	6.39

资料来源：公司财务报告

2020年，公司财务费用32.04亿元，同比增长1.19%，主要系债务规模增长带动利息支出增加所致。

2020年，公司应占联营、合营公司利润同比增长30.95%至3.28亿元，主要系煤价下降导致联营公司、合营公司利润增长所致。

受上述主要因素影响，2020年，公司实现除税前利润38.26亿元，同比大幅增长40.97%。

盈利能力指标方面，2020年，受益于清洁能源盈利的带动，公司盈利水平有所提高，总

[2] 公司提供资料的统计口径与本报告财务计算口径略有差异

资本收益率和净资产收益率分别为4.60%和6.39%，分别同比增长0.31个和1.51个百分点；公司整体盈利能力很强。

表 10　2020 年盈利指标同业对比情况（单位：%）

项目	营业利润率	总资本收益率	净资产收益率
华电国际电力股份有限公司	14.93	2.88	6.21
大唐国际发电股份有限公司	17.08	2.21	5.82
华能国际电力股份有限公司	16.38	3.88	4.03
公司	29.42	4.60	6.39

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制，数据口径较其他家略有差异
资料来源：Wind，联合资信整理

5.　现金流分析

2020 年，公司经营活动所得现金净额有所上升，但仍不足以覆盖公司投资活动所需资金，同时考虑到在建规模较大，公司存在较大的融资需求。

表 11　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动所得现金净额	27.84	51.58	55.02
投资活动所用现金净额	-121.85	-158.17	-157.68
融资活动前现金流净额	-94.01	-106.59	-102.67
融资活动所得现金净额	66.77	100.48	103.47

资料来源：公司财务报告

从经营活动看，2020 年，公司经营活动所得现金净额为 55.02 亿元，同比增长 6.66%，主要系营运所得现金增长所致。

从投资活动看，公司投资活动所用现金净流出额为 157.68 亿元，同比变化不大，构成主要为物业、厂房及设备之付款及兴建发电厂之预付款。

2020 年，融资活动前现金净流量为-102.67 亿元，经营活动所得现金净额无法满足投资活动现金流出量，存在较大对外融资需求。

从融资活动看，2020 年，公司融资活动所得现金净额为 103.47 亿元，同比小幅增长。

6.　偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力有所增强；综合考虑公司电力业务运营稳定、股东实力极强、融资渠道通畅等有利因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别上升至 34.82%和 33.10%，指标处于较低水平，但符合电力重资产、高负债的行业特征。2020 年，公司经营现金流动负债比小幅下降至 13.57%。截至 2020 年底，公司现金及现金类资产为短期债务的 0.05 倍，由于短期债务规模较大，现金及现金类资产对其保障能力偏弱。公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为125.73亿元，同比增长17.75%；公司EBITDA利息倍数由上年的3.06倍提高至3.17倍，全部债务/EBITDA由上年的7.36倍下降至7.27倍，长期偿债能力有所增强。

截至2020年底，公司获得银行或金融机构的本外币授信额度共计933.43亿元，其中尚余可使用授信额度共计493.88亿元。此外，公司作为港股上市公司，资本市场和债券市场融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司无对外担保和未决重大诉讼。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动所得现金净额对存续债券的保障能力较强，EBITDA 对存续债券的保障能力很强。

截至 2021 年 6 月底，公司存续债券余额共计 95.00 亿元。其中，2023 年需偿还债券余额规模较大，为 30.00 亿元。

截至 2020 年底，公司现金及现金等价物为一年内到期债券余额（25.00 亿元）的 0.53 倍；2020 年，公司经营活动所得现金净额和 EBITDA 分别为存续债券待偿还本金峰值（30.00 亿元）的 1.83 和 4.19 倍。

表 12　截至 2021 年 6 月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券简称	余额	到期日期	下一行权日
21 中电国际 SCP001	5.00	2021-08-06	--
18 中电国际 MTN001	20.00	2021-10-15	--
19 中电国际 MTN001	20.00	2022-09-05	--
20 中电国际 MTN001	15.00	2023-11-05	2023-11-05
20 中电国际 MTN002	15.00	2023-11-18	2023-11-18
21 中电国际 MTN001	20.00	2024-04-23	--
合计	**95.00**	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

表 13　公司存续债券保障情况

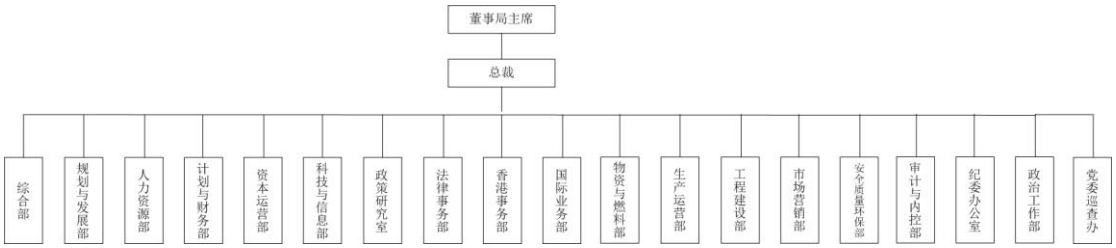
项 目	2020 年
一年内到期债券余额（亿元）	25.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	30.00
现金及现金等价物/一年内到期债券余额（倍）	0.53
经营活动所得现金净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.83
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.19

资料来源：联合资信整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持中国电力国际发展有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中电国际 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件1-1　截至2020年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司纳入合并范围的主要子公司

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	安徽淮南平圩发电有限责任公司	84160.00	60.00
2	淮南平圩第二发电有限责任公司	10415.30 万美元	60.00
3	淮南平圩第三发电有限责任公司	157180.00	60.00
4	黄冈大别山发电有限责任公司	166748.60	51.00
5	平顶山姚孟发电有限责任公司	170233.60	100.00
6	五凌电力有限公司	852914.00	63.00
7	四川中电福溪电力开发有限公司	96800.00	51.00
8	中电国瑞物流有限公司	30265.50	100.00
9	中电神头发电有限责任公司	100000.00	80.00
10	芜湖发电有限责任公司	14250.00 万美元	100.00
11	中电（普安）发电有限责任公司	99912.00	95.00
12	山西中电神头第二发电有限责任公司	238531.70	100.00
13	淮南中电焦岗湖光伏发电有限责任公司	12301.20	100.00
14	大同中电光伏发电有限公司	68043.00	100.00
15	中电（江门）综合能源有限公司	20400.00	100.00
16	中电（商丘）热电有限公司	143552..29	100.00
17	芮城中电光伏发电有限公司	20000.00	100.00
18	淮南中电施家湖光伏发电有限责任公司	22026.00	100.00
19	中电智慧综合能源有限公司	20000.00	100.00
20	国家电投集团广西电力有限公司	147400.00	100.00
21	国家电投集团山东能源发展有限公司	82000.00	100.00
22	国家电力投资集团安徽新能源有限公司	50300.00	100.00
23	国家电投集团湖北绿动新能源有限公司	72000.00	100.00
24	左云中电光伏发电有限公司	18606.20	100.00
25	浑源中电光伏发电有限公司	17881.57	100.00
26	中电（朝阳）新能源有限公司	96000.00	100.00
27	新泰中电光伏发电有限公司	27200.00	100.00
28	国家电力投资集团寿县新能源有限公司	29800.00	100.00

资料来源：公司年报

附件 2　公司主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金及现金等价物（亿元）	18.53	12.38	13.16
资产总额（亿元）	1249.59	1402.90	1559.49
权益总额（亿元）	428.51	451.33	457.90
短期债务（亿元）	153.35	218.35	285.13
长期债务（亿元）	495.82	567.33	629.19
全部债务（亿元）	649.18	785.68	914.32
总收入（亿元）	234.76	280.42	287.12
除税前利润（亿元）	20.70	27.14	38.26
EBITDA（亿元）	84.16	106.78	125.73
经营活动所得现金净额（亿元）	27.84	51.58	55.02
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.83	4.59	3.61
存货周转次数（次）	30.37	28.62	29.21
总资产周转次数（次）	0.21	0.21	0.19
营业利润率（%）	23.97	28.44	29.42
总资本收益率（%）	3.77	4.29	4.60
净资产收益率（%）	3.82	4.88	6.39
长期债务资本化比（%）	53.64	55.69	57.88
全部债务资本化比率（%）	60.24	63.51	66.63
资产负债率（%）	65.71	67.83	70.64
流动比率（%）	33.81	25.75	34.82
速动比率（%）	31.07	23.62	33.10
经营现金流动负债比（%）	10.70	15.90	13.57
现金短期债务比（倍）	0.12	0.06	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	3.06	3.17
全部债务/EBITDA（倍）	7.71	7.36	7.27

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制，总收入=收入+其他收入

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	
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%
权益年复合增长率	
总收入年复合增长率	
除税前利润年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	总收入/平均应收账款
存货周转次数	销售及提供服务成本/平均存货
总资产周转次数	总收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	（年度利润+费用化利息支出）/（权益总额+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	年度利润/权益总额×100%
营业利润率	（总收入-销售及提供服务成本）/总收入×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	全部债务/（长期债务+短期债务+权益总额）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+权益总额）×100%
担保比率	担保余额/权益总额×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	经营活动所得现金净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金及现金等价物/短期债务

注：　总收入=收入+其他收入

销售及提供服务成本=燃料成本+折旧+人工成本+维修及保养+消耗品

应收账款=流动资产中应收账款+其他非流动资产中应收账款

短期债务（流动负债中科目）=银行借贷+关联方授予的借贷+其他借贷+租赁负债

长期债务（非流动负债中科目）=银行借贷+关联方授予的借贷+其他借贷+租赁负债

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前利润+费用化利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

权益总额=本公司股东应占资本及储备+非控股股东权益

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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

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。