

信用等级公告

联合〔2020〕1621号

联合资信评估有限公司通过对国家电网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，确定维持国家电网有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“11国网债01/11国网01”“11国网债02/11国网02”“18电网MTN001”“18电网MTN002”“18电网MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



国家电网有限公司 2020 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
国家电网有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
11 国网债 01/11 国网 01	AAA	稳定	AAA	稳定
11 国网债 02/11 国网 02	AAA	稳定	AAA	稳定
18 电网 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 电网 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 电网 MTN003	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
11 国网债 01/11 国网 01	100 亿元	100 亿元	2021/12/8
11 国网债 02/11 国网 02	50 亿元	50 亿元	2026/12/8
18 电网 MTN001	50 亿元	50 亿元	2021/6/21
18 电网 MTN002	30 亿元	30 亿元	2021/7/17
18 电网 MTN003	30 亿元	30 亿元	2021/7/18

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:2020 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业信用评级模型	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	aa ⁺	评级结果	AAA	
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素 评价结果	
经营风险	B	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
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	3	
调整因素和理由			调整子级	
公司在所属输配电行业具有垄断优势			+1	

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对国家电网有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国内两大国家级电网公司之一,在市场地位、输配电规模、设备技术水平等方面所具备的市场竞争优势。跟踪期内,公司保持了较大规模的投资支出,输电线路里程、售电量和营业收入均有所增长。同时,联合资信也关注到电力体制改革持续推进给公司未来经营情况带来一定不确定性、跟踪期内投资支出维持较高水平、受新冠肺炎疫情影响公司经营短期承压等因素对公司信用状况造成的不利影响。

公司经营现金流入量及 EBITDA 对公司存续债券保障能力极强。

公司在中国所辖地区具备垄断地位优势。未来,公司电网建设规模将进一步扩大,输变电行业投资稳定增长。随着以特高压电网为骨干的智能电网建设不断推进,公司将继续巩固其在国内电力传输领域的领导地位,保持稳健的经营及财务状况,进而支撑其优异的信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA,并维持“11 国网债 01/11 国网 01”“11 国网债 02/11 国网 02”“18 电网 MTN001”“18 电网 MTN002”“18 电网 MTN003”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

- 行业地位突出。**电力行业作为国民经济发展的基础和先导产业,具有重要战略地位。公司是关系国家能源安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业,行业地位突出。
- 公司经营区域覆盖面广,垄断优势明显。**公司在中国输配电行业占有绝对优势地位,经营区域包括 26 个省(自治区、直辖市),覆盖国土面积的 88%;供电服务人口超过 11 亿人。
- 跟踪期内,公司电网运行稳定性和输电效率进一步提高,售电量稳步增长。**2019 年公司售电

分析师：柳丝丝 王宇飞
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

量、综合线损率和供电可靠率等供电绩效指标继续呈优化态势，其中售电量增至4.45万亿千瓦时。

4. **公司经营活动现金流和EBITDA对公司存续期内债券本金保障能力极强。**截至报告公告日，由联合资信进行评级的公司存续期内债券本金260亿元，将于2021年集中偿付210亿元（以下简称“测算额度”）。2019年，公司经营活动现金流入量和净额分别为测算额度的149.99倍和17.58倍；EBITDA为测算额度的19.81倍。

关注

1. **公司未来在输配电成本等方面承受一定压力。**输配电价改革完成后，电网企业按照政府核定的输配电价收取过网费。随着改革的进行，电网企业的盈利模式或将有所改变。
2. **公司面临一定投资压力。**受国家产业政策因素影响，近年来，公司投资支出金额维持在较高水平。2019年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金4376.01亿元，未来公司计划继续进行较大规模资本投入，面临一定投资压力。
3. **2020年一季度，公司盈利水平大幅下降。**受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度，全国用电量增速为负，加上阶段性降价政策，短期内对公司盈利形成一定负面影响。但随着全社会复工复产加快，公司售电业务盈利能力或将恢复增长态势。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	872.51	808.34	876.59	1064.33
资产总额(亿元)	38113.28	39293.06	41558.50	41281.64
所有者权益(亿元)	16153.81	17017.04	18138.77	17998.29
短期债务(亿元)	2726.10	2280.89	3249.84	3939.59
长期债务(亿元)	5629.75	5725.75	5306.28	5588.59
全部债务(亿元)	8355.85	8006.63	8556.12	9528.19
营业收入(亿元)	23451.16	25469.89	26356.96	5688.18
利润总额(亿元)	910.24	780.14	773.91	20.94
EBITDA(亿元)	4074.92	4273.96	4159.20	--
经营性净现金流(亿元)	4599.98	4315.12	3692.03	-50.99
营业利润率(%)	5.71	4.95	5.93	3.23
净资产收益率(%)	4.16	3.32	3.19	--
资产负债率(%)	57.62	56.69	56.35	56.40
全部债务资本化比率(%)	34.09	32.00	32.05	34.61
流动比率(%)	29.11	26.27	26.33	29.12
经营现金流动负债比(%)	30.60	28.74	22.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.05	1.87	2.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.90	9.74	12.71	--

公司本部(母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	15329.68	18185.96	18997.04	19727.68
所有者权益(亿元)	11086.73	13831.34	14848.11	14922.25
全部债务(亿元)	3181.12	2661.12	2665.29	3541.99
营业收入(亿元)	2769.71	3194.47	3592.42	753.67
利润总额(亿元)	656.59	431.94	437.31	80.25
资产负债率(%)	27.68	23.94	21.84	24.36
全部债务资本化比率(%)	22.30	16.14	15.22	19.18
流动比率(%)	119.06	87.80	76.44	72.18
经营现金流动负债比(%)	29.44	32.63	3.85	--

注:2020年一季度财务数据未经审计;EBITDA数据取自公司披露的各年公司债券年度报告;集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

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
11 国网债 01/11 国网 01	AAA	AAA	稳定	2019/6/20	黄露、王宇飞	主体评级方法总论(2013年)	阅读全文
11 国网债 02/11 国网 02							
18 电网 MTN001							
18 电网 MTN002							
18 电网 MTN003							
18 电网 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/7/11	唐岩、王宇飞	主体评级方法总论(2013年)	阅读全文

18 电网 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/7/10	唐岩、王宇飞	主体评级 方法总论 (2013 年)	阅读全文
18 电网 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/5/14	唐岩、王宇飞	主体评级 方法总论 (2013 年)	阅读全文
11 国网债 01/11 国网 01	AAA	AAA	稳定	2011/6/23	王佳、黄滨	《资信评 级原理》 企业主体 评级方法 (2009 年)	阅读全文
11 国网债 02/11 国网 02	AAA	AAA	稳定	2011/6/23	王佳、黄滨	《资信评 级原理》 企业主体 评级方法 (2009 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
上 评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国家电网有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

国家电网有限公司 2020 年跟踪评级报告

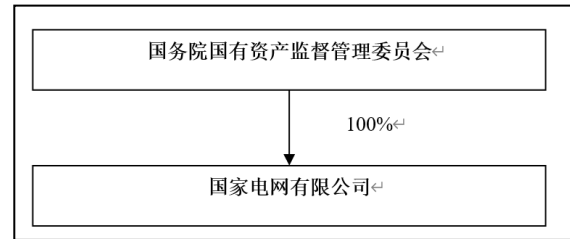
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于国家电网有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

国家电网有限公司（以下简称“公司”）系根据国务院关于印发电力体制改革方案的通知（国发〔2002〕5号），在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有独资企业，经国务院同意进行国家授权投资的机构和国家控股公司的试点，在国家计划中实行单列。根据《国务院关于组建国家电网公司有关问题的批复》（国函〔2003〕30号）及原国家经贸委《关于印发〈国家电网公司组建方案〉和〈国家电网公司章程〉的通知》（国经贸电力〔2003〕268号），公司于2003年5月13日在国家工商行政管理总局注册成立。注册号100000000037908(4-2)，注册资本2000亿元。2015年4月，国资委国资产权〔2015〕209号文件同意公司核增国家资本金3362.95万元，变动后，公司实收资本为5362.95万元，全部为国家资本金。2016年9月，国资委国资产权〔2016〕1034号文件同意公司核增国家资本金2311.69亿元，变动后，公司实收资本为7674.65万元，全部为国家资本金。2017年12月8日，公司完成全民所有制改制工作，注册资本增至8295.00亿元。截至2020年3月底，公司为国有独资的大型中央直属企业，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3月底公司股权结构图



数据来源：公司提供

公司是关系国家能源安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业，以建设和运营电网为核心业务，承担着为经济社会发展提供安全、经济、清洁、可持续的电力供应的基本使命。公司经营区域包括26个省（自治区、直辖市），覆盖国土面积的88%；供电服务人口超过11亿人。

公司总部内设办公室、研究室、发展策划部、财务资产部、安全监察质量部、营销部（农电工作部）、特高压建设部、抽水蓄能和新能源部、物资部（招投标管理中心）、互联网部和基建部等职能部门。

截至2019年底，公司（合并）资产总额41558.50亿元，所有者权益18138.77亿元（含少数股东权益621.56亿元）；2019年公司实现营业总收入26521.96亿元，营业收入26356.96亿元，利润总额773.91亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额41281.64亿元，所有者权益17998.29亿元（含少数股东权益580.71亿元）；2020年1-3月公司实现营业总收入5757.23亿元，营业收入5688.18亿元，利润总额20.94亿元。

公司注册地址：北京市西城区西长安街86号；法定代表人：毛伟明。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告公告日，联合资信评定的公司公开发行的尚需偿还债券本金合计260.00亿元（详见表1）。存续债券募集资金均按照募集资金用途使用，不存在用途变更情况。跟踪期

内，相关债券于付息日均按期付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期日
11 国网债 01/11 国网 01	100.00	100.00	2011/12/08	2021/12/08
11 国网债 02/11 国网 02	50.00	50.00	2011/12/08	2026/12/08
18 电网 MTN001	50.00	50.00	2018/06/21	2021/06/21
18 电网 MTN002	30.00	30.00	2018/07/17	2021/07/17
18 电网 MTN003	30.00	30.00	2018/07/18	2021/07/18

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5

公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%

和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，

同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，

提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界

各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的

不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

公司是关系国家能源安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业，以建设和运营电网为核心业务。

1. 行业概况

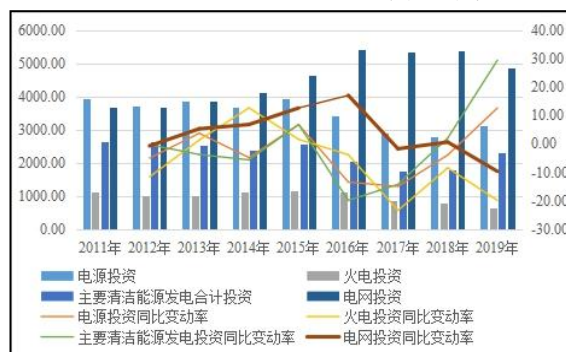
中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。但2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

根据中电联统计数据¹，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。2020年一季度，中国主要发电企业电源工程建设完成596亿元，同比增长30.9%，主要由于补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”，风电工程投资完成281亿元，同比增长185.9%；同期，电网基本建设工程投资完成365亿元，同比下降27.4%。

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。

图2 近年中国电源及电网投资情况

(单位：亿元、%)

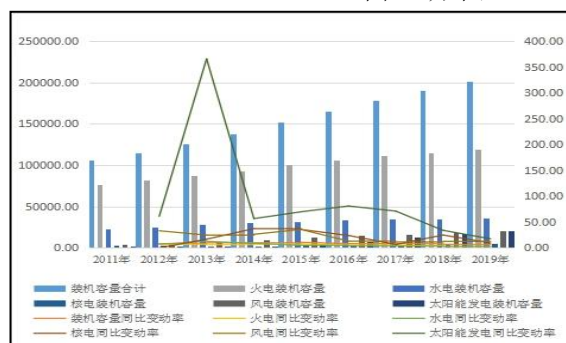


资料来源：中电联，联合资信整理

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年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2020年一季度，中国发电新增装机容量1356万千瓦，受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中火电占比较高，约为52%。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

(单位：万千瓦、%)

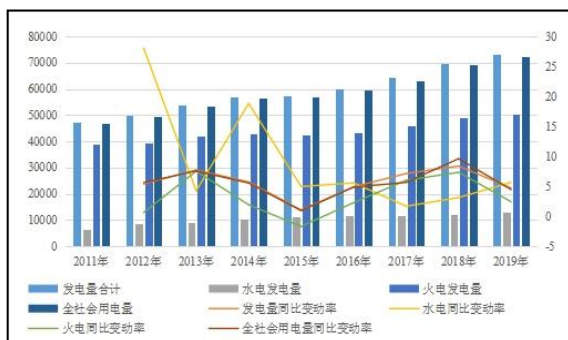


资料来源：中电联，联合资信整理

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；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。2019年，多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初，受新冠肺炎疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；3月，伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度，中国全社会用电量15698亿千瓦时，同比下降6.5%，其中，第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

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：中电联，联合资信整理

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中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。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦

时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。2020年一季度，全国主要发电设备平均利用小时均同比下降，带动全国全口径发电量同比下降6.8%至15822亿千瓦时，其中火电和水电发电量降幅较大。

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；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

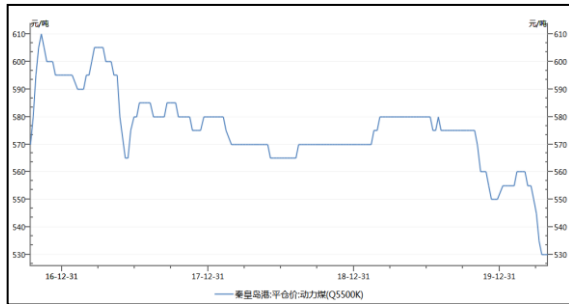
(1) 煤炭价格及供需波动

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，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

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。

图5 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

(2) 上网电价调整

光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上线，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格

〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019年I~IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元；2020年将分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018年之前核准，但2020年底前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年底前核准，但2021年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021年1月1日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年将调整为每千瓦时0.75元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对2018年底前已核准，且在2021年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

煤电电价调整

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) 可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

2019年1月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月5日，国家能源局发布《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出2020年度新建光伏发电项目补贴预算总规模为15亿元。其中，5亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目）按10亿元补贴总额组织项目建设。2020年3月12日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有

关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底）以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月20日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号，提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩，持续扩大绿证市场交易规模，并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

(4) 限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时，水能利用率96%，同比提高4个百分点。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘

肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

3. 行业展望

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

（1）提升电力高质量可持续保供能力。

包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

（2）提高电力资源配置效率。包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统

调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

（3）促进电力高效利用。包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

（4）全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力。包括做好关键设备替代国、替代厂商以及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司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，经国务院同意进行国家授权投资的机构和控股公司的试点，在国家财政及相关计划中实行单列。截至2020年3月底，公司是国有独资企业，为大型中央直属企业，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

公司是关系国家能源安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业，以建设和运营电网为核心业务，承担着为经济社会发展提供安全、经济、清洁、可持续的电力供应的基本使命。

公司将下属子公司分为输配供电、运营保

障、支撑服务、新兴业务、市场化产业和市场化金融六类。公司拥有东北、西北、华北、华东、华中及西南 6 大区域电网，经营电网覆盖 26 个省（自治区、直辖市），供电规模超过 11 亿人。公司经营区域广泛，各区域经济发展和电力需求水平与能源资源分布呈现不均衡状况，电价水平、气候特点和负荷特征的差异，具有较强优势互补的自然条件，能够实现资源在更大区域范围内的优化配置，促进了公司所在地区的协调发展，也使得公司现有电网配置资源的潜力得到进一步发挥。2019 年，公司在《财富》世界 500 强企业中位列第五。

3. 技术水平

公司开发和运用了世界领先的电网技术，其技术优势进一步提高了公司自身的运营能力和效率并增强公司在国际电工领域的影响力。

公司在电力技术研发领域处于全球领先地位。公司在能够实现长距离、高效率输电的特高压输电技术方面掌握了核心技术，自主研发、设计并建成 10 个特高压交流输电项目和 11 个特高压直流输电项目。公司围绕构建全球能源互联网，组织开展了 100 余项研究课题，成功发布了《全球能源互联网发展战略白皮书》《跨国跨洲电网互联技术与展望》等 10 多项重要成果。截至 2019 年底，公司已获得 1684 项特高压关键技术专利授权，形成特高压输电技术国家标准和行业标准 166 项，完成特高压关键技术研究课题 387 项。

公司致力于推动智能电网技术研发、应用和工程实践，相继建成舟山和厦门柔性直流、南京和苏州统一潮流控制器、国家风光储输、苏州国际能源变革典范城市、鲁能海西多能互补、新一代智能变电站等一批重大科技示范工程，巩固和扩大了公司在世界电网科技领域的技术领先优势。公司建成全球规模最大的车联网平台，累计接入充电桩 43 万个，注册用户超 200 万户，提供一键导航、充电预约、便捷

支付等服务。累计安装智能电表 4.98 亿只，基本实现用电信息自动采集全覆盖。

公司完成了巴西美丽山特高压±800 千伏直流输电一、二期、埃塞俄比亚 500 千伏交流输电等工程建设，正在推进巴基斯坦默拉士 660 千伏直流输电工程建设，成功带动中国高端电工装备出口到德国、波兰、菲律宾等 100 多个国家和地区。公司提出的特高压交流电压等级和绝缘水平已纳入国际标准，并主导 53 项国际电工委员会（IEC）国际标准、25 项电气与电子工程师学会（IEEE）国际标准的制定工作，发起成立 7 个国际电工委员会新技术委员会并承担 7 个秘书处和 1 个主席职务。

七、管理分析

2020 年 1 月 20 日，公司发布《关于董事长、党委书记调整的公告》，免去公司原董事长、党组书记寇伟同志相关职务，另有任用；任命毛伟明同志为公司董事长、党委书记，免去其江西省省委常委、委员和副省长职务。此事项对公司经营、财务状况及偿债能力等方面无重大影响。

毛伟明先生，1961 年 5 月出生，1982 年 8 月参加工作，大学本科，工程师，现任国家电网有限公司董事长、党组书记；曾任江苏省常州市委常委、武进市委书记、市长，常州市委常委、副市长，泰州市委副书记、代市长、市长，江苏省发展和改革委员会主任、党组书记，江苏省政府秘书长，江苏省副省长，工业和信息化部副部长、党组成员，江西省委常委、省政府党组副书记、常务副省长等职。

跟踪期内，公司在其他董事、监事、高级管理人员、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. 经营现状

2019 年，售电量的增长推动公司收入规模

持续提升；2020年一季度，新冠肺炎疫情以及阶段性降价等因素对公司业务运营产生一定影响。公司整体盈利能力很强，但盈利水平随着国家清理电网垄断性服务收费、输配电价改革的推进和售电侧放开将承受一定压力。

作为关系国民经济命脉的重点骨干企业，公司一直以强化核心能力为目标，大力发展主营业务。目前按照国家要求，对于居民、农业等不参与市场化交易的保障性用户，公司按照政府出台的目录电价获得销售收入。对于工商业等市场化用户，公司按照核定输配电价水平收取过网费，销售电价则通过顺加取得。此经营模式仍在转变过程中。

总体来看，输配电价改革完成前，公司的运营业绩主要取决于公司向发电厂支付的平均上网电价与从最终用户向公司支付的平均销售电价的差额。上网电价为公司购买电量而支付给发电厂的价格。销售电价为最终用户为其使用的电量而支付给公司的价格。输配电价是指由客户为输电和配电支付的价格，等于销售电价减去上网电价、输电配电过程中损失的价值以及政府征收的各类基金及附加费。输配电价改革到位后，公司的运营业绩主要取决于政府价格主管部门核定的准许收入水平。

首个监管期（2017—2019），国家发改委推进输配电价改革试点进度加快，先后制定公布《输配电定价成本监审办法（试行）》和《省级电网输配电价定价办法（试行）》，按“准许成本加合理收益”的原则建立了独立的输配电价机制，据此以省为单位，按照三年为一个监管周期，在每一个监管周期前核定各省级电网输配电业务的准许收入，再以准许收入为基

础核定输配电价。截至2018年底，国家发改委已批复了公司经营区中除西藏以外的所有省级电网输配电价、区域电网输配电价和跨区跨省专项输电工程输电价格。

2019年，国家发改委开始实施第二个监管周期成本监审与输配电定价，分别于2019年5月、2020年初下发修订的《输配电定价成本监审办法》和《省级电网输配电价定价办法》，仍保持“准许成本+合理收益”的定价机制不变，通过先核定准许收入再除以预计电量得到核定输配电价。输配电准许收入由准许成本、合理收益和税金构成。准许收益用于弥足电网企业输配电投资带来的债务成本和所需的资本金回报，等于可计提收益的有效资产乘以准许收益率。输配电业务准许收入核定后，再除以监管期预测售电量，计算得出省级电网平均输配电价。

公司主营业务为电力供应。收入方面，2019年，公司实现营业收入26356.96亿元，同比增长3.48%，主要系公司售电量增长所致。从收入结构上看，公司主营业务收入占比持续维持在99.50%以上，2019年为99.66%。毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为7.56%，较2018年增长0.83个百分点；其中主营业务毛利率为7.53%，较2018年增长0.83个百分点。

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情及阶段性降低电价影响，公司整体收入及毛利率水平有所下滑，实现营业总收入5688.18亿元，同比下降9.71%；营业收入5677.17亿元，同比下降9.03%；综合毛利率为4.76%，较2019年下降2.80个百分点。

表3 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	25379.84	99.65	6.70	26267.55	99.66	7.53	5677.17	99.81	4.74
其他业务	90.04	0.35	17.16	89.42	0.34	18.71	11.01	0.19	14.80
合计	25469.89	100.00	6.73	26356.96	100.00	7.56	5688.18	100.00	4.76

注：1、公司营业总收入包括营业收入、利息收入、已赚保费和手续费及佣金收入；2、公司营业收入中主营业务包括电力供应、可再生能源发电、国际业务、施工、设计、监理、招标、电工装备制造、房产物业、信息通信等业务；其他业务主要包括出租资产、投资性房地产、销售材料、培训服务等业务
资料来源：公司财务报表

售电情况

跟踪期内，公司售电量维持增长态势，供电服务水平持续提升；同时积极推进电力市场建设，电网输送能力持续提升。

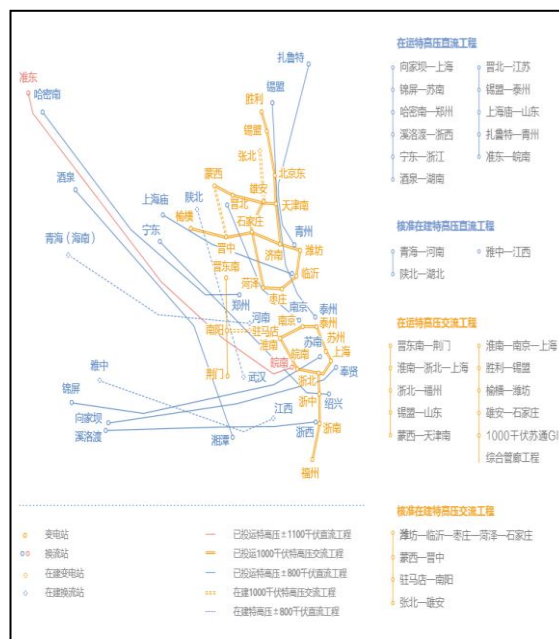
截至 2019 年底，公司服务客户 4.90 亿户，较去年增加 2500 万户，保持增长态势；并网机组容量 15.56 亿千瓦，较 2018 年增加 0.86 亿千瓦。2019 年，受全社会用电量增加影响，公司并网机组上网电量为 4.64 万亿千瓦时、售电量为 4.45 万亿千瓦时，分别较 2018 年增长 4.04% 和 4.95%。在推进电力体制改革方面，公司市场化交易电量 2.09 万亿千瓦时，较 2018 年增长 30.63%；其中跨区跨省交易电量 1.06 万亿千瓦时，省间清洁能源交易电量 4373 亿千瓦时。2019 年，公司继续发挥大电网优势，充分利用特高压电网远距离、大容量输电特点，大力开展跨区跨省交易，更大范围优化配置电力资源。2019 年，特高压跨区跨省输送电量 3750.50 亿千瓦时，较上年增加 20.11%。

电网投资与运营

跟踪期内，公司继续推动电网高质量发展，但电网建设投资规模同比下降；实现可靠供电，综合线损率不断下降；积极开拓国际市场。

跟踪期内，公司发挥特高压资源优化配置作用。截至 2019 年底，公司建成投运“十交十一直”21 项特高压工程，核准、在建“四交三直”8 项特高压工程。公司经营区跨省跨区域输电通道设计容量达 2.1 亿千瓦，特高压累计输送电量超过 1.6 万亿千瓦时，电网资源配置能力不断提升。

图 6 公司在建在运特高压工程示意图



资料来源：公司 2019 年《社会责任报告》

2019 年，公司完成电网建设投资 4473 亿元，较上年下降 8.52%。截至 2019 年底，公司的 110（66）kv 及以上输电线路总长度已经达到 109.34 万公里，2019 年开工 5.10 万千米、投产 5.10 万千米，110（66）kv 及以上变电（换流）设备容量已经达到 49.4 亿千瓦，2018 年开工 3.0 亿千瓦、投产 2.9 亿千瓦。近年来，公司综合线损率持续下降，城市和农网供电可靠率持续提高。2019 年，公司综合线损率为 6.25%，较 2018 年降低 0.22 个百分点；通过降低线损节约电量 109 亿千瓦时，较 2018 年增加 14 亿千瓦时。2019 年，城市和农网供电可靠率分别为 99.955% 和 99.815%。近年来，公司在经营区域最高用电负荷不断攀升的情况下，公司实现电网可靠运行，输配电效率不断提高。

表 4 公司电网建设、运行基本情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年
电网投资建设（亿元）	4856.30	4889.40	4473
输电线路长度*（万千米）	98.10	103.34	109.34
并网机组容量（亿千瓦）	13.79	14.70	15.56
并网机组上网电量（万亿千瓦时）	4.10	4.46	4.64

售电量（亿千瓦时）	38745.00	42361.00	44536.00
综合线损率（%）	6.66	6.47	6.25
城市供电可靠率（%）	99.948	99.955	99.955
农网供电可靠率（%）	99.784	99.795	99.815
公司经营区域最高用电负荷（亿千瓦）	7.62	8.10	8.10

注：*代表 110（66）千伏及以上输电线路

资料来源：公司 2019 年《社会责任报告》

自 2009 年开始，公司陆续投资运营菲律宾、巴西、葡萄牙、澳大利亚、意大利、中国香港和希腊 7 个国家和地区骨干能源网，开展输电、配电、输气等业务。积极推进国际产能合作，建成投运巴西美丽山特高压输电二期项目、巴西特里斯皮尔斯输电特许权二期项目、缅甸首个大型卖电工程总承包项目一缅甸 230 千伏主干网项目。开工建设巴基斯坦默拉直流输电项目、菲律宾棉兰老—维萨亚联网项目。签署希腊克里特岛联网项目股权投资意向协议，与法国电力公司签署合作框架协议，签署埃塞俄比亚输配电项目 PPP 协议，签订乌克兰佐菲亚风电项目总承包合同，签署埃及国家电网升级改造二期项目合作协议。

截至 2019 年底，公司管理境外资产规模 650 亿美元；累计在 IEC 立项国际标准 50 项，发布 32 项；累计在 IEEE 立项国际标准 25 项，发布 8 项。公司积极推进国际化战略，带动包括资金、技术、标准、管理在内的全方位“走出去”。

清洁能源发展

跟踪期内，公司持续提升新能源发展和消纳水平。

2019 年，公司继续积极消纳清洁能源，通过扩大同步电网规模、优化系统运行、加大清洁能源跨省跨区支援、灵活调节电源建设管理、建设抽水蓄能电站等手段以最大限度消纳清洁能源。

2019 年，公司经营区域内新增新能源（风电和光伏）并网容量 3405 万千瓦，新能源并网容量累积达到 3.48 亿千瓦，同比增长 16.1%，其中风电并网容量为 1.61 亿千瓦，同

比增长 12.5%；光伏发电并网容量为 1.70 亿千瓦，同比增长 15.0%。分布式光伏并网容量 5637.2 万千瓦，同比增加 1088.3 万千瓦。

2019 年，清洁能源机组总上网电量为 15682 亿千瓦时，同比增长 10.60%，其中水电上网电量为 8049 亿千瓦时，同比增长 5.70%；新能源发电机组（风电和光伏）上网电量为 5658 亿千瓦时，同比增长 16.20%。2019 年，公司新能源利用率 96.8%，同比增长 2.7 个百分点；减少弃风 125.9 亿千瓦时、减少弃水 14.7 亿千瓦时、减少弃光 42.7 亿千瓦时。抽水蓄能电站助力公司新能源消纳“双升、双降”效果明显，增加消纳新能源电量 262 亿千瓦时。

另外，公司深度推进电能替代，提高电力的使用范围。公司通过制定《乡村电网发展规划（2018—2025）》，不断推动农村电气化水平。2019 年完成电能替代项目 9.7 万个，电能替代电量达到 1802 亿千瓦时，同比增长 33%，以电代油减排 6052 万吨二氧化碳，以电代煤减排 1.20 亿吨二氧化碳。工业加工领域替代电量 911 亿千瓦时，长江流域港口建成岸电近 200 套。推广家庭电气化产品 5.79 万台，完成 123 个营业厅电动汽车体验区建设与升级。

2. 经营效率

公司经营效率处于行业较高水平，但销售债权周转次数处于逐年下降趋势中。与同业企业相比，公司销售债权周转次数较高，存货周转次数偏低，但整体经营效率正常。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数持续下降，分别为 53.86 次、51.74 次和 47.05 次，主要系应收账款增长所致。同期，公司存货周转次数逐年增长，分别为 15.34 次、17.76 次和 20.44 次；公司总资产周转次数保持相对稳定，分别为 0.65 次、0.66 次和 0.66 次。

表 5 截至 2019 年底同行业公司经营效率情况对比
(单位：次)

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
中国南方电网有限责任公司	16.33	180.00	0.65

公司	47.05	20.44	0.66
----	-------	-------	------

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 未来发展战略

公司确立了阶段性发展目标，有利于公司持续健康发展。

公司未来发展目标：2020—2025年，基本建成具有中国特色国际领先的能源互联网企业，部分领域、关键环节和主要指标达到国际领先，中国特色优势鲜明，电网智能化数字化水平显著提升，能源互联网功能形态作用彰显。2026—2035年，全面建成具有中国特色国际领先的能源互联网企业。

4. 在建项目

公司近年来重大工程主要为特高压工程，

未来尚需要投资规模较大，考虑到公司经营活动现金流规模较大，项目投资所需资金对公司筹资压力影响一般。

近年来公司重大工程主要为特高压工程。2019年，公司“两交一直”（南阳—荆门—长沙特高压交流，陕北—湖北、雅中—江西特高压直流）获得核准，“一直”（白鹤滩—江苏特高压直流）具备核准条件，荆门—武汉、驻马店—武汉、武汉—南昌—长沙特高压交流，白鹤滩—浙江特高压直流，闽粤联网工程完成可研。截至2019年底，公司在建特高压直流输电工程4个，特高压交流输电工程3个，预计总投资合计945亿元，已完成投资376亿元，未来尚需投资569亿元，有一定融资需求。

表6 截至2019年底公司重大在建电网工程情况（单位：亿元、%）

项目	项目总投资	截至2019年底投资	开工时间	预计投运时间
特高压直流输电工程：				
张北柔直±500千伏特高压直流输电工程	125	110	2018.02	2020年
青海—河南±800千伏特高压直流输电工程	222	120	2018.11	2020年
雅中—江西±800千伏特高压直流输电工程	244	24	2019.09	2021年
陕北—武汉±800千伏特高压直流输电工程	185	3	2020.02	2021年
特高压交流输电工程：				
1000kV 蒙西—晋中特高压交流输变电工程	54	45	2018.11	2020年
1000kV 驻马店—南阳特高压交流输变电工程	51	35	2019.03	2020年
1000kV 张北—雄安特高压交流输变电工程	64	39	2019.03	2020年
合计	945	376	--	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2018—2019年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018年公司合并范围净增加90家企业，其中：通过收购兼并增加5户、无偿划入132户、新设49户、分公司改制为子公司增加2户，共计增加188家；2018年清

算核销20户、改制为分公司66户、吸收合并8户、转让减少4户、进入破产程序1户，共计减少98家。截至2019年底，公司纳入合并范围子公司共计1258家，较2018年净增加2户，其中：2019年收购兼并增加8户、新设等其他原因增加75户、分立4户，共计增加87户；2019年改制为分公司减少4户、清算注销减少71户、转让减少6户、其他原因减少4户，共计减少85户。2020年1—3月，公司合并范围未发生重大变化。公司合并范围变化较大，但主营业务未发生变化，相关子公司规模不大，对财务数据可比性影响不大。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 41558.50 亿元，所有者权益 18138.77 亿元（含少数股东权益 621.56 亿元）；2019 年公司实现营业总收入 26521.96 亿元，营业收入 26356.96 亿元，利润总额 773.91 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 41281.64 亿元，所有者权益 17998.29 亿元（含少数股东权益 580.71 亿元）；2020 年 1—3 月公司实现营业总收入 5757.23 亿元，营业收入 5688.18 亿元，利润总额 20.94 亿元。

2. 资产质量

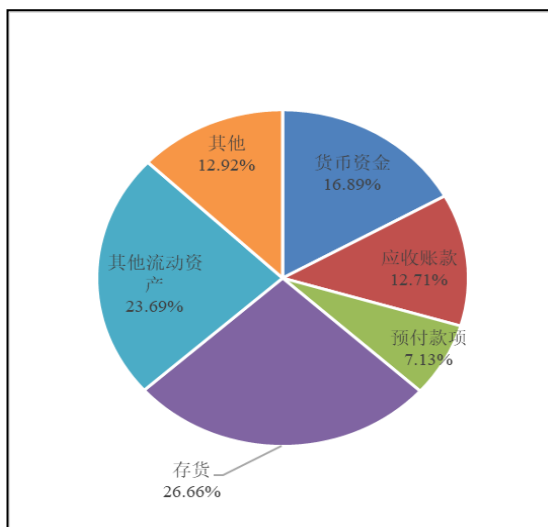
公司资产规模大且资产结构稳定，公司整体资产质量高。

截至 2019 年底，公司资产总额 41558.50 亿元，较 2018 年底增长 5.77%。资产结构方面，流动资产和非流动资产占比分别为 10.28% 和 89.72%，公司资产构成仍以非流动资产为主，与电网运营公司固定资产规模大的特点相符合。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产总额 4273.21 亿元，较 2018 年底增长 8.35%，主要系预付款项及其他流动资产增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 16.89%）、应收账款（占 12.71%）、存货（占 26.66%）和其他流动资产（23.69%）构成。

图7 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 721.70 亿元，较 2018 年底下降 1.69%，变化不大；其中银行存款为 679.67 亿元。截至 2019 年底，公司受限货币资金 44.46 亿元，占比较小。整体看，公司货币资金较为充裕。

公司的应收账款主要由应收电费、应收建筑施工行业款项和其他行业应收账款构成。截至 2019 年底，公司应收账款为 543.03 亿元，较 2018 年底增长 21.32%，主要系业务扩张所致。截至 2019 年底，公司共计提了坏账准备 94.03 亿元，计提比例达到 14.76%，计提较为充分。

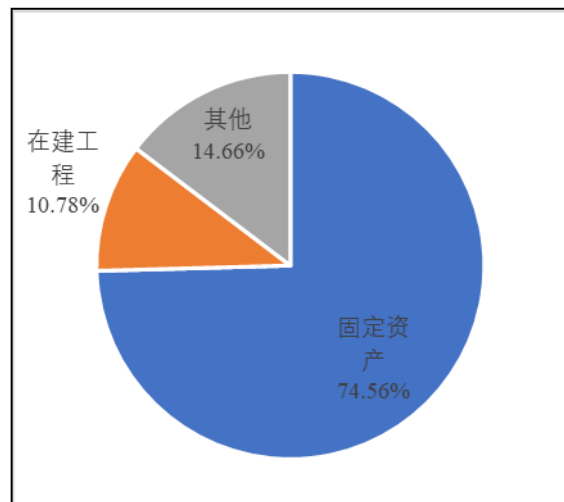
截至 2019 年底，公司存货净额 1139.34 亿元，较 2018 年底下降 8.49%，主要由原材料（占 6.63%）、自制半成品及在产品（占 57.29%）、库存商品（占 23.94%）及尚未开发的土地储备（占 7.59%）构成。截至 2019 年底，公司计提存货跌价准备 46.14 亿元，其中对自制半成品及在产品计提 31.69 亿元，对库存商品计提 12.05 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动资产 1012.49 亿元，较 2018 年底增长 32.52%，主要系所属财务公司存放央行款项、留抵增值税等增加所致。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 37285.30 亿元，较 2018 年底增长 5.48%，其构成以固定资产（占 74.56%）为主。

图8 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

公司固定资产主要为机器设备、房屋建筑物和电子设备。截至 2019 年底，公司固定资产净额（含固定资产清理）为 27799.91 亿元，较 2018 年底增长 5.13%。2019 年底，固定资产账面原值为 58168.39 亿元，累计折旧为 30365.22 亿元，减值准备为 8.57 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程 4019.97 亿元，较 2018 年底增长 4.50%，其中基建工程账面价值 2763.05 亿元、技改工程 292.89 亿元、其他工程 801.88 亿元。

在受限资产方面，截至 2019 年底，公司合并资产负债表中，所有权或使用权受到限制的资产合计 454.39 亿元，占比为 1.09%，受限资产占比极小。

表 7 截至 2019 年底公司受限资产情况

(单位: 亿元)

资产类别	期末余额
货币资金	44.46
应收账款	71.93
存货	3.82
房屋建筑物	125.87
机器设备	1.20
土地使用权	193.94
其他	13.17
合计	454.39

资料来源: 公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 41281.64 亿元，较 2019 年底下降 0.67%，变化不大。其中，其中流动资产占 11.11%、非流动资产占 88.89%，资产结构维持稳定。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2019 年，受益于国务院国资委注资及资本公积和未分配利润增加等因素，公司资本实力有所提升，所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 18138.77 亿元，较 2018 年底增长 6.59%。截至 2019 年底，公司所有者权益中归属母公司所有者权益为 17517.22 亿元，其中实收资本、

资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 80.06%、11.37%、4.63%和 5.00%；同期，少数股东权益 621.56 亿元。截至 2019 年底，公司实收资本 14024.29 亿元，较 2018 年底增长 6.02%，系国务院国资委注资所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 17998.29 亿元，较 2019 年底下降 0.77%，主要系其他综合收益减少所致。所有者权益构成与 2019 年底相较变化不大。

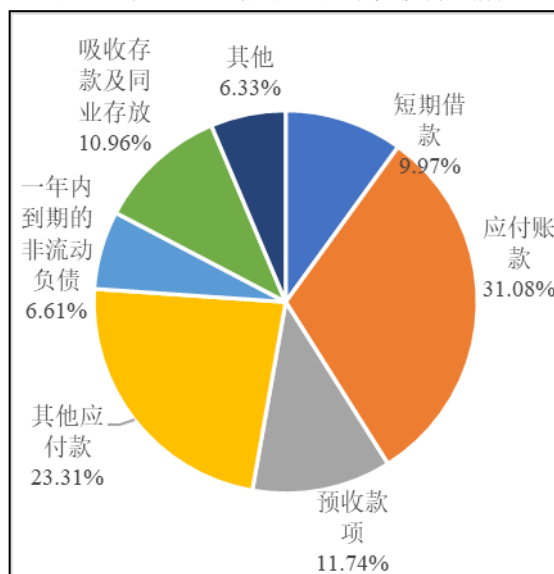
负债

受电网建设等持续推进影响，2019 年以来公司有息债务规模维持增长趋势，但公司整体债务负担适中，债务结构合理。

截至 2019 年底，公司负债总额 23419.73 亿元，较 2018 年底增长 5.13%，其中流动负债占比 69.30%，非流动负债占比 30.70%。从公司负债结构来看，公司负债以流动负债为主且占比较为稳定。

截至 2019 年底，公司流动负债 16228.77 亿元，较 2018 年底增长 8.10%，以短期借款、应付账款、预收款项、吸收存款及同业存放和其他应付款为主，占流动负债比重分别为 9.97%、31.08%、11.74%、10.96%和 23.31%。

图 9 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源: 公司财务报告

截至 2019 年底，公司短期借款为 1617.96 亿元，较 2018 年底增长 43.61%，主要系公司进一步优化债务结构，降低融资成本所致；其中信用借款 1607.26 亿元，占比为 99.34%。

截至 2019 年底，公司应付账款为 5043.81 亿元，较 2018 年底增长 0.02%，变化不大。账龄方面，公司 1 年以内应付账款占比 87.72%。

截至 2019 年底，公司预收款项为 1904.58 亿元，较 2018 年底下降 2.87%，其中一年以内预收账款占比为 95.72%；公司其他应付款为 3782.64 亿元，较 2018 年底增长 4.86%。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 7190.96 亿元，较 2018 年底下降 0.99%，构成以长期借款和应付债券为主，占比分别为 35.96% 和 37.83%。

截至 2019 年底，公司长期借款为 2585.83 亿元，较 2018 年底下降 1.58%，变化不大；其构成以信用借款为主（2052.87 亿元），利率期间为 1.08%~6.84%。

截至 2019 年底，公司应付债券为 2720.45 亿元，较 2018 年底下降 12.20%，主要系部分债券到期兑付或调整至一年内到期的非流动负债所致。截至 2019 年底，公司应付债券中中期票据余额 140.79 亿元、企业债券余额 2425.74 亿元、公司债券 153.91 亿元。到期分布方面，截至 2020 年 6 月 15 日，公司本部发行债券余额合计 2830.00 亿元，其中 2020 年到期规模 1420.00 亿元、2021 年到期规模 680.00 亿元、2022 年到期规模 190.00 亿元、2024 年到期规模 40.00 亿元、2025 年及以后到期规模 500.00 亿元，2020 年到期债务规模相对较大。

表 8 截至 2020 年 6 月 15 日公司本部发债情况

(单位：亿元)

证券名称	起息日	到期日期	当前余额
20 电网 SCP002	2020-01-13	2020-06-11	40.00
19 电网 SCP012	2019-12-16	2020-06-13	50.00
20 电网 SCP015	2020-03-16	2020-06-14	50.00
19 电网 SCP014	2019-12-18	2020-06-15	50.00

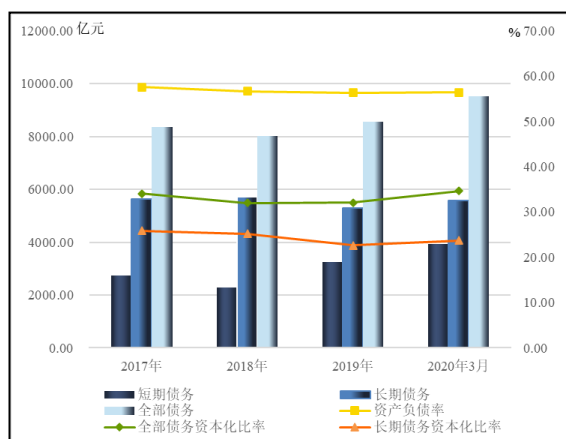
20 电网 SCP012	2020-02-17	2020-06-16	30.00
20 电网 SCP006	2020-01-19	2020-06-17	70.00
19 电网 SCP007	2019-09-23	2020-06-19	40.00
20 电网 SCP003	2020-01-15	2020-07-13	50.00
20 电网 SCP005	2020-01-17	2020-07-15	60.00
20 电网 SCP013	2020-02-17	2020-07-16	30.00
20 电网 SCP017	2020-03-25	2020-07-23	20.00
20 电网 SCP022	2020-06-11	2020-08-10	70.00
20 电网 SCP011	2020-02-13	2020-08-11	50.00
20 电网 SCP016	2020-03-17	2020-08-14	20.00
19 电网 SCP010	2019-11-20	2020-08-16	60.00
20 电网 SCP009	2020-01-21	2020-08-18	30.00
19 电网 SCP011	2019-11-26	2020-08-22	40.00
20 电网 SCP021	2020-05-26	2020-08-24	80.00
20 电网 SCP023	2020-06-11	2020-09-09	30.00
20 电网 SCP010	2020-02-13	2020-09-10	80.00
20 电网 SCP014	2020-02-19	2020-09-16	20.00
20 电网 SCP008	2020-01-21	2020-09-17	70.00
20 电网 SCP018	2020-03-26	2020-09-22	30.00
20 电网 SCP020	2020-05-26	2020-09-23	50.00
20 电网 SCP025	2020-06-12	2020-10-10	30.00
15 国网债 04	2015-10-21	2020-10-21	50.00
20 电网 SCP019	2020-05-25	2020-10-22	70.00
13 国网债 03	2013-10-23	2020-10-23	50.00
15 国网债 06	2015-11-11	2020-11-11	20.00
19 电网 CP003	2019-11-21	2020-11-21	50.00
20 电网 SCP024	2020-06-12	2020-03-09	30.00
20 电网 CP001	2020-03-17	2021-03-17	80.00
20 电网 CP002	2020-03-18	2021-03-18	50.00
20 电网 CP003	2020-03-19	2021-03-19	20.00
20 电网 CP004	2020-05-28	2021-05-28	70.00
20 电网 CP005	2020-05-28	2021-05-28	100.00
06 国网债 2	2006-05-29	2021-05-29	50.00
18 电网 MTN001	2018-06-21	2021-06-21	50.00
18 电网 MTN002	2018-07-17	2021-07-17	30.00
18 电网 MTN003	2018-07-18	2021-07-18	30.00
16 国网债 02	2016-10-20	2021-10-20	50.00
16 国网债 02	2016-11-14	2021-11-14	50.00
11 国网债 01	2011-12-08	2021-12-08	100.00
15 国网债 01	2015-04-09	2022-04-09	80.00
12 国网债 01	2012-04-17	2022-04-17	50.00
07 国网债 02	2007-09-07	2022-09-07	10.00
12 国网债 04	2012-11-20	2022-11-20	50.00
14 国网债 04	2014-08-19	2024-08-19	40.00
10 国网债 02	2010-02-05	2025-02-05	100.00
10 国网债 04	2010-04-06	2025-04-06	50.00
11 国网债 02	2011-12-08	2026-12-08	50.00

12 国网债 02	2012-04-17	2027-04-17	100.00
13 国网债 02	2013-01-23	2028-01-23	100.00
13 国网债 04	2013-10-23	2028-10-23	50.00
14 国网债 02	2014-03-13	2029-03-13	50.00
合计	--	--	2500.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 8556.12 亿元，较 2018 年底增长 6.86%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致；短期债务和长期债务占比分别为 37.98% 和 62.02%，短期债务占比有所提升。截至 2019 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 56.35%、32.05% 和 22.63%，分别较 2018 年底下降 0.34 个、增长 0.06 个和下降 2.54 个百分点，债务指标变化不大。

图 10 近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计为 23283.35 亿元，较 2019 年底下降 0.58%，主要系应付票据、应付账款及一年内到期的非流动负债减少所致；流动负债占比 67.66%，较 2019 年底小幅下降。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 9528.19 亿元，较 2019 年底增长 11.36%，短期债务占比 41.35%、长期债务占比 58.65%，短期债务占比进一步提升。

截至 2020 年 3 月底，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 56.40%、34.61% 和 23.69%，与 2019 年底相比变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，受期间费用上升等因素影响，公司营业利润及利润总额小幅下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情及阶段性电价调整政策等不利因素影响，公司盈利水平大幅下降，但随着新冠肺炎疫情防控成效显著、复工复产加快，全社会用电需求逐步恢复，公司经营情况或将逐步好转。

2019 年，受益于售电量提升影响，公司实现营业收入 26356.96 亿元，同比增长 3.48%；营业成本 24363.54 亿元，同比增长 2.56%。同期，公司营业利润率为 5.93%，较 2018 年增长 0.98 个百分点。

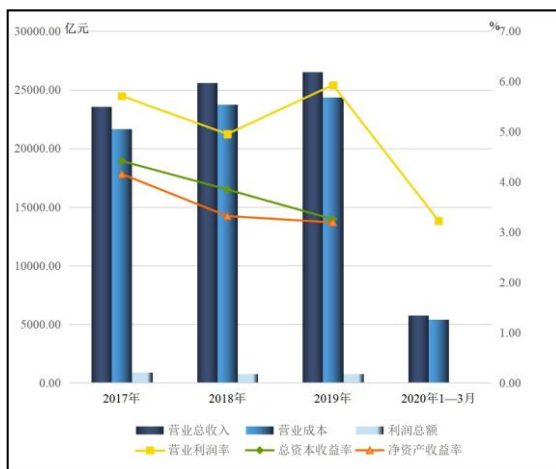
2019 年，公司期间费用为 1002.42 亿元，同比增长 62.15%，主要系管理费用增加所致。截至 2019 年底，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 101.23 亿元、503.64 亿元、140.94 亿元和 256.61 亿元，分别同比增长 3.81%、增长 275.52%、增长 43.01% 和下降 10.90%。受益于利息收入增加等因素，公司财务费用同比有所下降，但由于输配电价成本调整，公司管理费用同比大幅增长，导致 2019 年公司期间费用率同比上升了 1.37 个百分点至 3.78%

非经常损益方面，2019 年，公司计提资产减值损失 32.92 亿元，同比下降 66.74%，其中坏账损失 9.38 亿元、存货跌价损失 17.32 元、可供出售金融资产减值损失 2.98 亿元。同期，公司投资收益小幅增长至 197.42 亿元，其构成主要系权益法核算的长期股权投资收益 125.04 亿元及可供出售金融资产等取得的投资收益 47.84 亿元。2019 年，公司营业利润 759.64 亿元，同比下降 3.47%；营业外收入 70.54 亿元，同比增长 23.08%，其中与企业日常活动无关的政府补助 10.38 亿元；利润总额为 773.91 亿元，同比下降 0.80%。

从盈利指标看，2019 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 3.19% 和 3.26%，同比分别下降 0.13 个和 0.9 个百分点。总体看，公司盈利能力呈下降趋势，但考虑到公司所开

展业务具有较强的公益性质，盈利能力与政策相关性较高。

图 11 近年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 5688.18 亿元，同比下降 8.86%；营业利润和利润总额分别为 17.37 亿元和 20.94 亿元，分别为 2019 全年的 2.29% 和 2.71%；营业利润率为 3.19%。

5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量维持高水平。2019 年以来，公司经营活动净现金流同比下降，叠加投资支出规模增加影响，公司对外融资压力较往年有所加大。

经营活动方面，2019 年，受售电量增长影响，公司经营活动现金流入量 31497.90 亿元，同比增长 2.29%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 28999.82 亿元，同比增长 3.81%。2019 年，公司现金收入比为 110.03%，较 2018 年变化不大，维持高水平。2019 年，受输配电价成本上升影响，公司经营活动现金流出量亦有所增长，为 27805.87 亿元，同比增长 5.01%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 20954.13 亿元，同比增长 6.96%。2019 年，公司经营活动现金净流入为 3692.03 亿元。

投资活动方面，公司投资活动与国家相关政策要求密切相关（例如：特高压工程、农网改造等）。2019 年，公司投资活动现金流入量有所增长，为 1289.63 亿元。同期，受购建

固定资产、无形资产支付的现金支出规模增大影响，公司投资活动现金流出量同比增长 7.55% 至 5025.49 亿元。2019 年，公司投资活动净流出为 3735.86 亿元，同比增长 6.09%。

2019 年，公司筹资活动前现金流净额由正转负，为 -43.83 亿元，对外融资压力较往年有所增加。

筹资活动方面，公司主要筹资途径为银行借款。2019 年，公司加大融资力度，筹资活动净现金流由流出转为流入，为 30.23 亿元。2019 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 12.95% 至 3398.48 亿元，其中取得借款收到的现金同比增长 16.00% 至 3091.65 亿元。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	30793.17	31497.90	6519.56
经营活动现金流出量	26478.06	27805.87	6570.55
经营活动现金流量净额	4315.12	3692.03	-50.99
投资活动现金流入量	1151.18	1289.63	472.79
投资活动现金流出量	4672.61	5025.49	1259.80
投资活动现金流量净额	-3521.43	-3735.86	-787.01
筹资活动现金流入量	3008.88	3398.48	2627.99
筹资活动现金流出量	3831.54	3368.25	1609.42
筹资活动现金流量净额	-822.66	30.23	1018.56
筹资活动前现金流	793.69	-43.83	-838.00

资料来源：根据公司财务报告整理

2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情及阶段性电价调整政策等不利因素影响，公司经营性现金流入规模同比下降 14.34%，经营性现金流量净额 -50.99 亿元，现金收入比 108.14%，收入实现质量维持高水平；投资活动现金流量净额 -787.01 亿元高；公司加大融资力度，筹资活动产生的现金流量净额 1018.56 亿元，较 2019 年同期的 147.74 亿元大幅增长。

6. 偿债能力

公司短期及整体偿债能力极强，资信状况良好，外部授信充裕，为公司偿债能力提供有力支撑。

从短期偿债指标看，截至 2019 年底，公司流动比率、速动比率分别为 26.33% 和 19.31%，较 2018 年底分别增长 0.06 个和 1.34 个百分点，整体仍维持在较低水平。2020 年 3

月底，公司流动比率、速动比率分别为 29.12% 和 21.48%，较 2019 年底小幅上升。2019 年，公司经营现金流动负债比为 22.75%，同比下降 5.99 个百分点；公司现金类资产/短期债务比为 26.97%，较 2018 年下降 8.47 个百分点。公司短期偿债指标处于较低水平，但考虑到公司拥有较为充裕的现金类资产、很强的外部融资能力以及较大规模的收入和现金流，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债指标看，2019 年，受利润规模下降影响，公司 EBITDA 为 4159.20 亿元，同比下降 2.69%。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数均有所增长，分别为 12.71 倍和 2.06 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务和利息的保护程度高，整体偿债能力极强。

截至 2019 年底，公司及所属子公司对外担保金额合计为 92.55 亿元，公司对外担保总额占公司净资产规模的 0.51%，担保比率极低，代偿风险极小。

截至 2019 年底，公司获得境内外银行授信总计 20539 亿元，未使用授信额度为 13287 亿元。公司资信状况良好，公司同国家开发银行、工商银行、农业银行、中国银行和建设银行等多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，具有很强的间接融资能力。

7. 母公司财务分析

公司合并范围内子公司众多，母公司占合并比重相对较小。公司合并范围内子公司有自主融资权限，故公司融资及偿付压力可有效自母公司分散至子公司，母公司债务负担较轻。跟踪期内，母公司盈利情况维持良好，经营活动净现金流入量大幅下降，融资力度有所加大。

资产负债方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 18997.04 亿元，较 2018 年底增长 4.46%，主要以长期股权投资等非流动资产为主，长期股权投资余额为 12564.47 亿元。截至 2019 年底，母公司货币资金余额为 239.79 亿元，较为充裕。截至 2019 年底，母公司所

有者权益合计 14848.11 亿元，较 2018 年底增长 7.5%，其中实收资本 14024.29 亿元，盈余公积 811.26 亿元，所有者权益稳定性好。截至 2019 年底，母公司负债合计 4148.93 亿元，较 2018 年底下降 4.72%；有息债务规模 2665.29 亿元，较 2018 年底增长 0.16%，包括短期借款 750.00 亿元、一年内到期的非流动负债 499.86 亿元、长期借款 305.43 亿元和应付债券 1110 亿元。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 21.84%。

盈利方面，2019 年，母公司实现营业收入 3592.42 亿元，同比增长 12.46%；投资收益 254.44 亿元，同比下降 9.65%；利润总额 437.31 亿元，同比增长 1.24%。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流入量为 4983.79 亿元，经营活动现金净流量为 104.63 亿元，同比下降 86.71%；同期，投资活动现金净流量为 -953.61 亿元，筹资活动现金净流量为 583.73 亿元。

8. 同行业对比

同行业对比方面，公司经营业务具有垄断性质，业务范围涉及中国 26 个省，中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）业务范围覆盖 5 个省。与南方电网相比，公司资产、权益、收入及利润规模均具有明显优势，债务负担适中。

表 10 2019 年同业对比数据情况

项目	公司	南方电网
资产总额（亿元）	41558.50	9336.52
所有者权益（亿元）	18138.77	3784.00
全部债务（亿元）	8556.12	3473.55
资产负债率（%）	56.35	59.47
全部债务资本化比率（%）	32.05	47.86
营业收入（亿元）	26356.96	5633.73
利润总额（亿元）	773.91	180.34
营业利润率（%）	5.93	7.14
EBITDA 利息倍数（倍）	12.71	7.12
全部债务/EBITDA（倍）	2.06	3.46

注：南方电网非联合资信客户，全部债务及 EBITDA 数据来自公开资料

资料来源：联合资信整理

9. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G1011010203854740J），截至2020年2月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

10. 抗风险能力

基于对电网行业发展的分析，以及公司自身经营和财务风险的判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续期内债券偿债能力

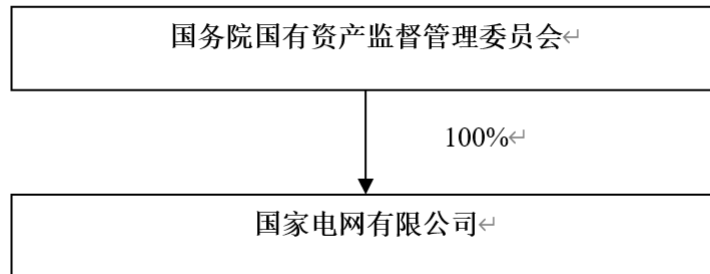
公司经营活动现金流和 EBITDA 对公司存续期内债券本金保障能力极强。

截至报告公告日，由联合资信进行评级的公司存续期内债券本金260亿元，将于2021年集中偿付210亿元（以下简称“测算额度”）。2019年，公司经营活动现金流入量和净额分别为31497.90亿元和3692.03亿元，分别为测算额度的149.99倍和17.58倍。2019年，公司EBITDA为4159.20亿元，为测算额度的19.81倍。2019年，公司经营活动现金流入量和净额分别为存续期内债券本金（260亿元）的121.15倍和14.20倍；EBITDA为存续期内债券本金（260亿元）的16.00倍。

十一、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“11 国网债 01/11 国网 01”“11 国网债 02/11 国网 02”“18 电网 MTN001”“18 电网 MTN002”“18 电网 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



总部

- | | | |
|-------------------|----------------|---------------|
| 办公室（党组办公室、董事会办公室） | 物资部（招投标管理中心） | 党组巡视办、巡视组 |
| 总师办公室 | 产业发展部 | 工会 |
| 研究室 | 党组宣传部（对外联络部） | 国家电力调度控制中心 |
| 发展策划部 | 国际合作部 | 企业管理协会 |
| 财务资产部 | （“一带一路”工作办公室） | |
| 安全监察质量部 | 审计部 | 驻公司纪检监察组 |
| 设备管理部 | 经济法律部 | |
| 营销部（农电工作部） | 党组组织部（人事董事部） | 分部 |
| 科技部（全球能源互联网办公室） | 人力资源部 | 国网华北分部 国网东北分部 |
| 基建部 | 体制改革办公室 | 国网华东分部 国网西北分部 |
| 特高压建设部 | 离退休工作部 | 国网华中分部 国网西南分部 |
| 抽水蓄能和新能源部 | 后勤工作部 | |
| 互联网部 | 党组党建部（思想政治工作部） | |

附件 1-2 截至 2019 年底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	持股比例 (%)	投资额 (万元)
1	华北电网有限公司	100	64971.50
2	国网北京市电力公司	100	4712035.73
3	国网天津市电力公司	100	3511568.55
4	国网河北省电力有限公司	100	1682295.77
5	国网冀北电力有限公司	100	1143429.96
6	国网山西省电力公司	100	1780328.84
7	国网山东省电力公司	100	4211229.65
8	国网上海市电力公司	100	12759501.00
9	国网江苏省电力有限公司	100	8797567.46
10	国网浙江省电力有限公司	100	3190119.65
11	国网安徽省电力有限公司	100	3258493.39
12	国网福建省电力有限公司	100	1914096.68
13	国网湖北省电力有限公司	100	3231609.39
14	国网湖南省电力有限公司	100	2411594.13
15	国网河南省电力公司	100	1941833.51
16	国网江西省电力有限公司	100	1716325.89
17	国网四川省电力公司	100	3567297.43
18	国网重庆市电力公司	100	2191419.19
19	国网辽宁省电力有限公司	100	3685972.44
20	国网吉林省电力有限公司	100	1848211.82
21	国网黑龙江省电力有限公司	100	2186376.40
22	国网内蒙古东部电力有限公司	100	1274260.71
23	国网陕西省电力公司	100	1208890.51
24	国网甘肃省电力公司	100	913489.50
25	国网青海省电力公司	100	1593060.23
26	国网宁夏电力有限公司	100	344893.38
27	国网新疆电力有限公司	100	1660259.96
28	国网西藏电力有限公司	51	3724948.72
29	全球能源互联网集团有限公司	100	1772451.33
30	国家电网海外投资有限公司	100	64880.06
31	国网国际发展有限公司	100	736493.80
32	鲁能集团有限公司	100	541430.90
33	都城伟业集团有限公司	100	3573005.63
34	国网电力科学研究院有限公司	100	257705.20
35	国网信息通信产业集团有限公司	100	234139.30
36	国网电动汽车服务有限公司	100	161615.73
37	国网电子商务有限公司	100	111703.56
38	国网雄安金融科技有限公司	100	61000.00
39	中国电力技术装备有限公司	100	398941.46
40	国网新能源控股有限公司	70	690845.60

41	国网新源水电有限公司	100	60000.00
42	国网通用航空有限公司	100	80490.08
43	国网物资有限公司	100	2251.08
44	英大传媒投资集团有限公司	100	64144.11
45	国网节能服务有限公司	100	527754.65
46	国网中兴有限公司	100	303446.15
47	许继集团有限公司	100	465700.85
48	平高集团有限公司	100	324503.10
49	山东电工电气集团有限公司	100	357846.91
50	中国电力科学研究院有限公司	100	228418.13
51	国网经济技术研究院有限公司	100	5444.16
52	国网能源研究院有限公司	100	6235.62
53	全球能源互联网研究院有限公司	100	364682.12
54	北京电力交易中心有限公司	100	5000.00
55	国中康健集团有限公司	100	576976.97
56	国网英大国际控股集团有限公司	100	4080411.30
57	中国电力财务有限公司	100	594708.43
58	北京华北电力实业总公司	100	5000.00

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2017 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	872.51	808.34	876.59	1064.33
资产总额(亿元)	38113.28	39293.06	41558.50	41281.64
所有者权益合计(亿元)	16153.81	17017.04	18138.77	17998.29
短期债务(亿元)	2726.10	2280.89	3249.84	3939.59
长期债务(亿元)	5629.75	5725.75	5306.28	5588.59
全部债务(亿元)	8355.85	8006.63	8556.12	9528.19
营业收入(亿元)	23451.16	25469.89	26356.96	5688.18
利润总额(亿元)	910.24	780.14	773.91	20.94
EBITDA(亿元)	4074.92	4273.96	4159.20	--
经营性净现金流(亿元)	4599.98	4315.12	3692.03	-50.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	53.86	51.74	47.05	--
存货周转次数(次)	15.34	17.76	20.44	--
总资产周转次数(次)	0.65	0.66	0.66	--
现金收入比(%)	112.80	109.68	110.03	108.14
营业利润率(%)	5.71	4.95	5.93	3.23
总资本收益率(%)	4.42	3.85	3.26	--
净资产收益率(%)	4.16	3.32	3.19	--
长期债务资本化比率(%)	25.84	25.18	22.63	23.69
全部债务资本化比率(%)	34.09	32.00	32.05	34.61
资产负债率(%)	57.62	56.69	56.35	56.40
流动比率(%)	29.11	26.27	26.33	29.12
速动比率(%)	19.60	17.98	19.31	21.48
经营现金流动负债比(%)	30.60	28.74	22.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.90	9.74	12.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.05	1.87	2.06	--

注：1、2020 年一季度财务数据未经审计；2、EBITDA 数据取自公司披露的各年公司债券年度报告

附件 3 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	374.75	505.04	239.84	350.58
资产总额(亿元)	15329.68	18185.96	18997.04	19727.68
所有者权益(亿元)	11086.73	13831.34	14848.11	14922.25
短期债务(亿元)	1090.84	740.23	1249.86	2126.56
长期债务(亿元)	2090.28	1920.89	1415.43	1415.43
全部债务(亿元)	3181.12	2661.12	2665.29	3541.99
营业收入(亿元)	2769.71	3194.47	3592.42	753.67
利润总额(亿元)	656.59	431.94	437.31	80.25
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	625.79	787.44	104.63	-50.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.00	10.60	10.76	--
存货周转次数(次)	1170.11	1411.02	1497.50	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.19	0.19	--
现金收入比(%)	105.28	106.38	105.44	107.89
营业利润率(%)	7.05	5.21	6.13	5.71
总资本收益率(%)	4.21	2.33	2.14	--
净资产收益率(%)	5.42	2.78	2.52	--
长期债务资本化比率(%)	15.86	12.19	8.70	8.66
全部债务资本化比率(%)	22.30	16.14	15.22	19.18
资产负债率(%)	27.68	23.94	21.84	24.36
流动比率(%)	119.06	87.80	76.44	72.18
速动比率(%)	118.98	87.70	76.37	72.12
经营现金流流动负债比(%)	29.44	32.63	3.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 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%
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/营业收入×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%
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+一年内到期的非流动负债+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 5-1 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 5-2 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 5-3 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