

# 信用等级通知书

东方金诚主评字【2021】187号

国电电力发展股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二一年八月二十五日



## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下

本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本报告自2021年8月25日至2022年8月24日有效，该有效期除修正或更新外，不因任何原因延长、中止或中断。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布

本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年8月25日



## 国电电力发展股份有限公司 2021年度主体信用评级报告

主体信用等级	评级展望	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	2021/8/25	张伟	唐骊

### 主体概况

国电电力发展股份有限公司作为国家能源投资集团有限责任公司核心上市子公司，主要从事电力生产和销售、煤炭销售、化工产品销售等业务。国家能源投资集团有限责任公司为公司第一大股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

### 评级模型

#### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
经营规模	控股装机容量	39.00	39.00
	发电量	19.50	19.50
	营业收入	6.50	6.50
电源结构及技术水平	清洁能源装机占比	5.00	2.35
	大容量机组占比	5.00	5.00
成本控制及盈利能力	净资产收益率	5.00	4.12
	综合毛利率	5.00	4.45
债务率及保障程度	资产负债率	6.00	5.45
	经营现金流动负债比率	4.50	4.36
	EBITDA 利息倍数	4.50	4.50

#### 2.基础模型参考等级

AAA

#### 3.评级调整因素

无

#### 4.主体信用等级

AAA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

### 评级观点

东方金诚认为，公司在国内电力市场中具有很强的竞争优势，大容量火电机组和清洁能源装机占比高，未来发电能力提高空间很大，经营性现金流表现较好。同时，东方金诚也关注到，公司面临一定的资本支出压力，且资产负债率较高，短期债务占比较大。综合分析，公司债务偿还能力极强，基本不受不利经济环境的影响。

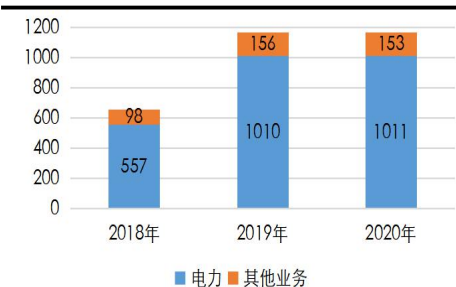
### 同业比较

项目	国电电力发展股份有限公司	华能国际电力股份有限公司	华电国际电力股份有限公司	大唐国际发电股份有限公司
控股装机容量（万千瓦）	8799.19	11335.70	5844.80	6827.81
发电量（亿千瓦时）	3773.63	4040.16	2073.17	2726.30
资产总额（亿元）	3573.37	4382.06	2346.11	2803.34
营业收入（亿元）	1164.21	1694.39	907.44	956.14
综合毛利率（%）	20.79	17.44	16.16	18.47
利润总额（亿元）	104.02	88.14	70.44	72.05
资产负债率（%）	66.83	67.71	60.37	67.40
经营现金流动负债比（%）	36.96	27.30	42.70	33.86
EBITDA 利息倍数（倍）	4.03	-	4.69	3.73

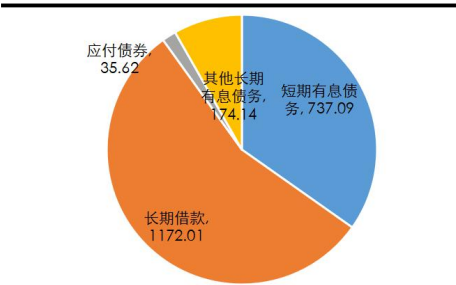
注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，数据来源于各企业公开披露的 2020 年数据；东方金诚整理。

## 主要指标及依据

近三年公司营业收入变化（单位：亿元）



2020年末公司全部债务结构（单位：亿元）



主要数据和指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年6月
资产总额 (亿元)	2725.11	3648.48	3573.37	3450.28
所有者权益 (亿元)	712.82	1166.49	1185.38	1196.35
全部债务 (亿元)	1774.30	2203.96	2118.86	-
利润总额 (亿元)	30.63	72.40	104.02	55.78
净资产收益率 (%)	2.54	4.22	6.50	-
综合毛利率 (%)	18.61	17.51	20.79	16.56
资产负债率 (%)	73.84	68.03	66.83	65.33
流动比率 (%)	25.46	38.97	36.64	48.56
经营现金流负债比率 (%)	31.66	36.80	36.96	-
全部债务/EBITDA (倍)	7.71	6.22	5.91	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.83	3.57	4.03	-

注：表中数据来源于公司 2018 年~2020 年的审计报告及 2021 年 1~6 月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司控股装机容量居火电上市企业前列，在国内电力市场中具有很强的竞争优势；
- 公司发电资产中大容量火电机组和清洁能源装机占比高，有助于保持较高的机组运营效率和降低过度依赖单一电源结构的经营风险；
- 公司电源项目储备充足，增强了新能源可持续发展能力，未来发电能力提高空间很大；
- 公司现金获取能力很强，经营活动现金持续为净流入，总现金流表现较好。

## 关注

- 公司在建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力；
- 公司资产负债率处于较高水平，短期债务占比较大，债务集中度较高。

## 评级展望

预计我国电力行业运行总体将保持稳定，公司业务发展稳定，财务表现稳健，对债务偿还具有极强的保障能力，评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《东方金诚电力企业信用评级方法及模型（RTFU004202004）》

## 历史评级信息

债项简称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
21 国电 GN003	AAA/稳定	AAA	2021-08-10	张伟 唐璐	《东方金诚电力企业信用评级方法及模型（RTFU004202004）》	阅读原文
16 国电 MTN001	AAA/稳定	AAA	2016-07-05	张佳丽 聂秋霞	《东方金诚电力企业信用评级方法》	阅读原文

注：以上为不完全列示。



## 主体概况

国电电力发展股份有限公司（以下简称“国电电力”或“公司”）系于1992年12月以定向募集方式设立的股份有限公司。1997年3月，公司在上海证券交易所挂牌上市。根据公司于2019年8月13日发布的《国电电力发展股份有限公司关于控股股东变更的公告》，原控股股东中国国电集团有限公司（以下简称“国电集团”）所持公司的90.39亿股股份已过户登记至国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）名下，约占公司总股本的46%。截至2020年4月9日，公司股本为196.50亿股，国家能源集团直接持股比例为46%，系公司第一大股东；公司通过集中竞价方式累计回购股份13.17亿股，占公司总股本的6.7%，用途为注销<sup>1</sup>。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”）。

公司作为国家能源集团核心上市子公司，主要从事电力生产和销售、煤炭销售、化工产品销售等业务。截至2020年末，公司控股装机容量为8799.19万千瓦，其中火电机组6707.70万千瓦；2020年完成发电量3773.63亿千瓦时，同比增长3.00%。

2019年1月，公司与中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”）合资成立的北京国电电力有限公司（以下简称“北京国电电力”）完成工商注册登记，公司持股57.47%，纳入合并财务报表范围。截至2020年末，公司纳入合并范围子公司共170家。

2021年8月7日，公司发布《关于公司与国家能源集团进行资产置换暨关联交易的公告》，称公司拟与国家能源集团进行资产置换，具体为公司向国家能源集团置出河北银行股份有限公司19.016%股权、国电英力特能源化工集团股份有限公司51.025%股权，权益净资产评估值76.78亿元；国家能源集团向公司置入国家能源集团山东电力有限公司100%股权、国家能源集团江西电力有限公司100%股权等，权益净资产评估值200.41亿元。公司将以现金方式向国家能源集团支付差额123.63亿元（本次资产置换最终交易价格将以净资产评估值为基础，按照经有权部门备案的评估结果确定）。置换完成后，公司控股装机容量净增加1564.72万千瓦，并填补在山东、江西、福建、广东、海南、湖南等区域常规能源发电空白，提高公司在上述区域电力市场的占有率。如本项目协议生效条件<sup>2</sup>未达成，则项目实施存在变更、中止或终止的风险。

## 宏观经济和政策环境

### 二季度宏观经济延续修复势头，出口拉动工业生产是经济复苏的主动力

二季度GDP同比增长7.9%，增速较一季度大幅回落主要源于上年同期基数变化；二季度GDP两年平均增速为5.5%，比上季度加快0.5个百分点，表明经济修复过程持续推进。受海外疫情高发带动，二季度出口异常强劲，带动工业生产“领跑”，是当前经济修复的主动力。当季消费延续缓慢复苏势头，投资增长动能有所增强，但内部分化明显。其中，制造业投资受到企业利润改善和融资政策支持，二季度修复节奏明显加快；财政支出节奏放缓，基建投资走势温和；调控加码背景下，房地产投资韧性仍然较强，但6月增长动能开始“拐头向下”。

<sup>1</sup> 2021年4月16日，公司召开2021年第二次临时股东大会，同意公司以集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额不低于人民币6亿元，不超过人民币12亿元。截至2021年6月17日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份4.97亿股，占公司总股本的比例为2.53%，支付资金总额为11.99亿元（不含印花税、交易佣金等交易费用），公司2021年股份回购方案实施完毕。2021年8月4日，公司召开2021年第15次总办会，拟启动回购股份的注销程序。本次注销完成后，公司股份总数将由196.50亿股变更为178.36亿股，注册资本减少18.15亿元（实际减资额以上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司核准的金额为准）。

<sup>2</sup> 本次交易获得国家能源集团内部有权决策机构审议通过；本次交易获得国电电力股东大会审议通过；本次交易所涉及的置出、置入资产的评估报告经有权部门备案；河北银行股份转让获得河北银保监局批准。

受上年基数变化影响，预计三季度 GDP 增速将回落至 6.2%左右，两年平均增长率则会升至 5.7%，将基本达到今年潜在经济增长水平。接下来消费将更多替代出口，成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受国际大宗商品价格上升影响，二季度 PPI 大幅冲高，消费不振叠加猪肉价格大跌，CPI 低位运行。我们判断，三季度 PPI 涨幅回落有限，物价“剪刀差”格局将会延续。四季度 CPI 同比有望升至 2.5%至 3.0%区间，全面高通胀风险依然不大。

**全面降准标志着货币政策向稳增长方向微调，“紧信用”过程有望告一段落，下半年财政政策发力空间很大**

7 月全面降准意外落地，在改善小微企业融资环境的同时，也将激励银行贷款投放。这意味着上半年持续推进的“紧信用”过程接近尾声，下半年信贷和社融增速将触底回升，市场利率也有望“下一个台阶”，有利于企业信用债融资。综合考虑经济和物价形势，本次降准并不代表货币政策全面转向宽松，但客观上会增强经济修复的韧性。上半年财政支出进度为近 9 年以来最慢，专项债发行明显延后，这为下半年财政发力预留了很大空间。

整体上看，今年宏观政策在向常态化回归，“有保有压”的结构性特征凸显，“保”的重点是小微企业、绿色发展和科技创新，“压”则主要指向房地产金融和城投平台融资。上半年房企违约有所增加，下半年部分弱质平台信用风险值得关注。

## 行业分析

**随着宏观经济持续回暖及电能替代的持续推进，预计 2021 年全社会用电量增速同比明显提升；虽然我国电源结构仍以火电为主，但未来可再生能源机组占比将大幅提高**

受疫情爆发影响，2020 年我国全社会用电量增速为 3.1%，同比下降 1.4 个百分点，该增速仅高于 2015 年水平。我国疫情防控成效显著，宏观经济保持良好的恢复态势，2020 年四个季度 GDP 同比增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%和 6.5%。展望 2021 年，随着全球经济复苏，我国经济持续回暖，预计我国全年用电需求旺盛，同时受电能替代、低基数因素等影响，用电量增速同比明显提升。

虽然，我国发电机组仍以火电为主，但近年来在控制煤电产能政策影响下，火电新增装机容量明显下降。其他发电机组方面，因剩余可开发水电资源的开发难度和成本加大，水电装机容量增长缓慢；风电和太阳能项目的整个建设周期较短，且近些年随着相关设备组件价格的下行，已成为我国实现“碳中和”的有效手段，“十四五”期间新增机组规模或继续创历史新高，机组占比将大幅提高。

**预计电力企业将面临一定的煤价上涨及电价下降压力，盈利水平仍将处于较低水平**

近年来，中央政府大力推进煤炭产业供给侧改革，优质产能不断释放，全国原煤产量稳步增长。2020 年，全国规模以上企业原煤产量小幅增长 0.9%，增幅有所下滑；由于对电煤需求下滑，全年重点电厂供煤总量同比降幅较大。价格方面，2020 年，秦皇岛港 5500 大卡下水动力煤长协价同比下跌 12 元/吨，市场煤均价较 2019 年基本持平。

但是，受宏观经济复苏、煤炭供需阶段性错配、低温寒潮天气等影响，2020 年入冬以来，我国煤炭市场供需偏紧，动力煤市场价格明显上涨。尽管考虑到长协煤和进口煤对稳定、调节电煤价格起到的作用，预计 2021 年火电企业仍将面临一定的煤价上涨压力。

电价方面，全国煤电上网电价总体稳定回升。2019年9月，国务院常务会议决定取消煤电价格联动机制，并将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”市场化机制，浮动范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%。未来火电电价仍面临一定的下降压力，盈利水平仍将处于较低水平。

近年来，我国积极推进电力行业的市场化改革，鼓励发电企业与售电企业、用户及电网企业签订三方发购电协议，特别是中长期协议。同时，中央企业煤电资源区域整合试点可进一步加快试点区域的落后产能淘汰、资源优化配置和减少同质化竞争，长期利好于稳定火电企业产能控制及企业经营效率提升。

**水电为我国电源结构的重要构成，主要集中于西南地区，在电网建设不断完善和政策支持下，水电消纳能力有望得到提升**

我国水电快速发展，已形成包括金沙江、长江上游和澜沧江干流等在内的十三大水电基点。随着优质水电资源开发渐尽、开发成本的大幅上升，近些年全国水电投资增速放缓，水电约占全国发电机组的16%左右。分地区看，四川、云南和湖北为水电装机的前三大省份。

由于电网建设滞后于规划，四川、云南水电外输通道不足，弃水较为严重。2018年9月，国家能源局发布《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，要求加快推进雅中至江西特高压直流等9项重点输变电工程建设。同时，国家鼓励富余水电通过参与受电地区市场竞价，以扩大外送比例增加“西电东送”规模，西南地区水电消纳能力有望得到提升。

**2020年，我国风电和太阳能的新增装机规模创历史新高，同时发电成本显著下降，退坡补贴后仍具有经济效益，预计未来可继续保持较高盈利水平**

伴随着全国环保加压及火电机组淘汰和转备用速度的加快，近年来，我国风电和太阳能发电行业发展迅猛。2020年，全国风电和太阳能新增装机容量分别达到0.7亿千瓦和0.5亿千瓦，合计约占到全部新增装机的60%，均创2015年以来的历史新高；发电量同比分别增长15.0%和16.1%，电源结构占比合计提高至9.8%。但是，由于风电资源主要分布于电力消纳能力有限的“三北”地区，全国风电企业普遍也面临着弃风限电和补贴款发放滞后等问题。

为缓解“弃风”和“弃光”状况，政府不断在项目建设审批、电力输送、拓宽本地消纳等方面出台政策，全国弃风和弃光现象明显好转。同时，受技术进步、规模化经济、供应链竞争日益激烈等因素推动，全球可再生能源发电成本急剧下降，使得风电和太阳能发电项目更具经济效益。据国际可再生能源机构数据显示，在2019年所有新近投产的并网大规模可再生能源发电容量中，有56%的成本都低于最便宜的化石燃料发电。

电价方面，补贴退坡后，存量可再生能源项目仍可继续获得一定的补贴。2020年10月底，财政部、国家发改委、国家能源局联合发文，明确了可再生能源电价附加补助资金结算规则，规定可再生能源项目全生命周期的合理利用小时数。这是政府部门首次以文件的形式，正式明确风电项目补贴的全生命周期合理利用小时数和补贴年限。

总体来看，风电和太阳能等可再生能源成为我国实现碳中和的有效手段，相关发电企业发展潜力巨大，退坡补贴后预计可继续保持较高盈利水平。

## 业务运营

### 经营概况

公司营业收入主要来自电力业务，随着平均煤价的下行，2020 年综合毛利率水平有所回升

公司主要从事电力生产和销售，并辅以热力、化工和煤炭等业务。公司营业收入主要来自电力业务，2019 年大幅增长主要系将北京国电电力纳入合并报表范围所致。随着供热面积的扩大，公司热力业务收入持续增长；煤炭销售业务收入受市场行情影响均呈现一定的波动性。

整合中国神华火电资产后，公司火电装机占比有所提高，导致 2019 年电力业务毛利率小幅回落。2020 年，受益于全年平均煤炭价格的下行，公司综合毛利率有所回升。

由于全社会用电量需求大幅回升，2021 年 1~6 月，公司实现营业收入 598.65 亿元，同比增长 13.86%；毛利率为 16.56%。

图表 1 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
电力	557.29	21.67	1010.11	17.03	1011.26	20.55
热力	29.36	-19.66	44.75	-11.05	48.69	-5.60
煤炭销售	73.78	0.70	98.75	23.62	82.66	21.37
其他业务（含内部抵消）	-5.52	-	12.38	-	21.61	-
合计	654.90	18.61	1165.99	17.51	1164.21	20.79

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 电力业务

近年来，公司装机容量大幅增长，位居火电上市企业前列，在全国电力生产市场中具有重要地位；发电资产中大容量火电机组和清洁能源装机占比高

作为国家能源集团的核心上市子公司，公司发电机组装机规模优势显著。2019 年 1 月，随着北京国电电力的正式成立，公司控股装机容量因此增加 3053 万千瓦。2020 年以来，由于国电宣威发电有限责任公司破产清算移交管理人及转让新疆区域火电公司股权等，公司火电机组规模有所下降。截至 2021 年 6 月末，公司控股装机容量 8239.79 万千瓦，处于火电上市企业的第二位，仅次于华能国际电力股份有限公司；装机结构中清洁能源<sup>3</sup>占比 25.61%。

<sup>3</sup> 不含燃气发电。



图表2 公司各类型机组装机容量（万千瓦）

指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
控股装机容量	5530.59	8937.69	8799.19	8239.79
其中：火电	3491.20	6873.70	6707.70	6103.20
水电	1431.38	1437.18	1437.18	1437.18
风电	586.81	605.61	633.11	673.21
光伏发电	21.20	21.20	21.20	26.20

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司发电资产区域分布合理，遍布全国 26 个省（市、自治区），有助于降低运营风险。在东部沿海地区、大型煤电基地和外送电通道布局有大容量、高参数的火电机组，来煤渠道较为广泛，交通运输畅通便利，市场竞争优势明显；在四川大渡河流域、新疆伊犁喀什河流域、辽宁浑江流域，积极开发大中型水电，实施流域开发，集约化管理，流域集控联调。

从火电机组结构来看，2020 年末，公司拥有 60 台 60 万千瓦以上机组，包括 18 台 100 万千瓦及以上机组，占火电装机容量的 66.76%，均采取脱硫、脱硝、低氮燃烧以及安装高效除尘器等措施。公司清洁能源装机占比较高，有利于降低过度依赖单一电源结构带来的经营风险。

若公司与国家能源集团的资产置换顺利实施，公司控股装机容量净增加 1564.72 万千瓦，并填补在山东、江西、福建、广东、海南、湖南等区域常规能源发电空白，提高在上述区域电力市场的占有率。如本项目协议生效条件未达成，则项目实施存在变更、中止或终止的风险。

近三年，公司发电量保持增长，发电机组利用效率高于行业平均水平；2021 年以来，煤炭价格的快速回升或对公司全年盈利造成一定的影响

受益于装机容量增长、全社会用电量增加，公司发电量和上网电量逐年保持增长、发电机组利用效率不断提升，发电设备利用小时数高于全国平均水平。随着全国电力体制改革的不断推进，2020 年，公司参与市场化交易电量 2338.92 亿千瓦时，占上网电量的 65.34%。

由于疫情导致上年同期发电量基数较低，2021 年上半年，公司发电量和上网电量分别同比增长 14.26%和 14.50%。

图表3 公司电力业务主要指标变化情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~6 月
发电量（亿千瓦时）	2132.21	3663.58	3773.63	1779.52
上网电量（亿千瓦时）	2029.26	3471.79	3579.63	1686.67
其中：火电（亿千瓦时）	1390.70	2799.21	2849.24	1396.63
水电（亿千瓦时）	515.68	543.62	598.08	208.86
平均上网电价（元/千千瓦时）	337.64	332.86	318.87	349.35
机组平均利用小时数（小时）	4058	4246	4363	2170
平均供电煤耗标准（克/千瓦时）	297.71	299.03	298.45	293.91
入炉标煤单价（元/吨）	609.53	577.55	549.28	701.02-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

上网电价方面，在市场化交易电价回升和市场交易占比提高的综合影响下，公司近些年发电机组平均上网电价小幅波动。同时，得益于上网电量的增长，2018 年~2020 年公司电力业

务收入分别为 557.29 亿元、1010.11 亿元和 1011.26 亿元，逐年保持增长。

公司煤炭采购以外部采购为主，采购对象较为分散。由于整合中国神华火电资产后，公司火电装机占比提高，导致 2019 年电力业务毛利率有所回落；同时，伴随着全年煤炭平均价格的下行，公司 2020 年的电力业务毛利率提升至 20.55%。

2021 年以来，全国煤炭价格呈回升趋势，环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数由上年末的 585 元/吨上涨至 2021 年 7 月 20 日的 670 元/吨，或对公司全年盈利造成一定的影响。

**公司电源项目储备充足，增强了新能源可持续发展能力，发电能力进一步提高空间很大，但也面临一定的资本支出压力**

在“碳达峰、碳中和”目标背景下，公司将大力发展风电、光伏发电等新能源产业，积极有序发展水电，2020 年新增新能源储备超过 1000 万千瓦。截至 2020 年末，公司重要在建电源项目包括四川大渡河公司丹巴水电站项目、四川大渡河金川水电站、国电双维上海庙火电项目、国电舟山普陀 6 号六横海上风电 2 区工程等，上述 4 个项目合计预算总投资 439.33 亿元，其中 2020 年已投资 27.47 亿元；按工程进度计算，尚需投资 329.63 亿元。

总体来看，公司电源项目储备充足，增强了新能源可持续发展能力，发电能力进一步提高空间很大。但是，公司在建项目投资规模较大，也面临一定的资本支出压力。

#### 外部支持

**国家能源集团吸收合并公司原控股股东国电集团相关工作完成后，公司成为国家能源集团的控股子公司，预计在资产注入和煤炭资源供给等方面将继续得到股东的有力支持**

根据国家能源集团于 2018 年 3 月出具的《关于进一步解决与国电电力同业竞争问题有关事项的函》，国家能源集团在承继国电集团相关承诺的前提下，对公司做出避免同业竞争承诺：明确将公司作为国家能源集团常规能源发电业务整合平台，逐步择机将常规能源发电业务注入公司。国家能源集团为国务院国资委直属的全国性能源集团企业，综合财务实力极强。2020 年末，国家能源集团总资产 17880.79 亿元，资产负债率 58.83%；2020 年，营业总收入和利润总额分别为 5569.43 亿元和 838.23 亿元。

此外，在原国电集团和神华集团实施联合重组背景下，公司和中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”）签署资产重组协议，通过与中国神华设立合资公司新增控股装机容量 3053 万千瓦，进一步增强公司发电业务的规模和综合竞争实力，同时对于改善公司与中国神华的同业竞争，深化双方业务合作，充分发挥上下游产业链的协同效应起到良好作用。

#### 企业管理

截至 2020 年 4 月 9 日，公司股本为 196.50 亿股，国家能源集团直接持股比例为 46%，为第一大股东；公司通过集中竞价方式累计回购股份 13.17 亿股，占公司总股本的 6.7%，回购股份用途为注销。公司实际控制人为国务院国资委。

公司依照《公司法》、《证券法》及《上市公司治理准则》等相关法律法规要求，设立股东大会、董事会、监事会等，并聘任管理层，治理结构完善。公司本部设综合管理部（党委办公室）、组织人事部（人力资源部）、党建工作部（党委宣传部、企业文化部、团委）等职能部门，同时建立了健全的制度管理体系，已全面推行制度化的规范管理，制定了包括财务管理、

对外投资、内部审计、工程建设、燃料管理在内的管理制度。

综合看来，公司建立了完善的治理架构和内部组织结构，管理制度较为健全。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2018 年~2020 年及 2021 年 1~6 月合并财务报表。中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年~2020 年财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2021 年 1~6 月财务数据未经审计。

2019 年 1 月，公司与中国神华组建的合资公司北京国电电力完成标的资产交割，取得了神国华国际电力股份有限公司、神皖能源有限责任公司等 17 家火电企业的控制权。此外，从 2019 年 1 月 1 日起，公司能够对国电建投内蒙古能源有限公司实施控制，并将其纳入合并范围。截至 2020 年末，公司纳入合并范围子公司共 170 家。

### 资产构成与资产质量

#### 公司资产规模有所波动，以发电机组和生产设备等非流动资产为主，资产流动性一般

2020 年末，公司资产总额小幅减少，资产结构仍以发电机组和生产设备等非流动资产为主。公司流动资产占比较小，主要由货币资金、应收账款和存货等构成，其中货币资金包括存出投资款、履约保证金等受限金额为 4.65 亿元，受限比例很小；应收账款变化不大，账龄基本集中于 1 年以内。公司存货有所下降，但构成较为稳定，仍以原材料和库存商品等为主。

由于原子公司国电宣威发电有限责任公司（以下简称“宣威公司”）宣告破产，公司 2020 年其他应收款计提坏账准备 43.26 亿元。2020 年末，公司其他应收款欠款余额规模较大单位包括宣威公司（51.70 亿元）、国电宁夏太阳能有限公司（26.40 亿元）和宁夏英力特煤业有限公司（10.70 亿元），分别计提坏账准备 42.20 亿元、26.40 亿元和 10.70 亿元。

图表 4 公司资产科目构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
货币资金	43.22	104.22	94.27	120.98
应收账款	61.18	136.58	136.23	188.05
其他应收款	12.08	16.07	23.86	21.04
存货	26.72	41.59	30.92	35.44
<b>流动资产</b>	<b>186.26</b>	<b>357.15</b>	<b>362.07</b>	<b>430.19</b>
长期股权投资	207.20	197.93	203.13	205.22
固定资产	2013.49	2731.38	2629.80	2412.43
在建工程	220.92	199.10	223.52	245.25
<b>非流动资产</b>	<b>2538.85</b>	<b>3291.33</b>	<b>3211.30</b>	<b>3020.09</b>
<b>资产总额</b>	<b>2725.11</b>	<b>3648.48</b>	<b>3573.37</b>	<b>3450.28</b>

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。公司固定资产主要为已投产的发电机组、机械设备以及厂房建筑物等，是资产结构的最重要组成部分。2020 年末，公司固定资产小幅减少，主要系计提折旧等所致；在建工程主要包括四川大渡河公司丹巴水电站

项目、四川大渡河金川水电站、国电双维上海庙火电项目等。2021年6月末，公司固定资产同比减少主要是由于处置新疆区域火电公司股权及计提折旧等。

截至2020年末，公司所有权或使用权受到限制的资产共计156.59亿元，占总资产比例为4.38%，主要为融资租赁形成的固定资产等。

### 资本结构

#### 公司所有者权益大幅增长，构成以少数股东权益、实收资本、未分配利润等为主

随着控股子公司北京国电电力的成立，公司2019年末所有者权益大幅增长。从构成看，公司实收资本未发生变化，未分配利润逐年保持增长；由于并表非全资子公司众多，公司少数股东权益占所有者权益比重较大。此外，公司资本公积主要系“国电转债”转为公司股票所形成。

公司其他权益工具全部为公司发行的永续债。尽管永续债的发行带动了所有者权益增长，但预计公司行使递延支付利息和延期等条款可能性很小，实际债务规模亦将有所扩大。

图表5 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
实收资本（股本）	196.50	196.50	196.50	196.50
其他权益工具	26.83	29.83	29.83	29.83
资本公积	53.55	60.60	60.49	60.49
减：库存股	0.00	0.00	27.40	39.98
未分配利润	175.79	195.91	204.99	221.66
少数股东权益	205.08	627.17	655.71	663.25
<b>所有者权益</b>	<b>712.82</b>	<b>1166.49</b>	<b>1185.38</b>	<b>1196.35</b>

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

#### 公司负债规模有所波动，短期债务占比较大，资产负债率明显下降但仍处于较高水平

由于合并范围新增控股子公司北京国电电力，公司2019年末负债总额大幅增加；2020年以来，公司负债规模总体保持下降趋势，但其中流动负债占比偏高。

图表6 公司负债构成情况（单位：亿元）

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
短期借款	240.42	348.47	322.24	296.75
应付账款	128.09	151.77	155.48	153.90
一年内到期的非流动负债	191.76	205.99	307.13	272.85
其他流动负债	64.50	91.50	80.91	47.09
<b>流动负债</b>	<b>731.51</b>	<b>916.45</b>	<b>988.24</b>	<b>885.85</b>
长期借款	1030.53	1215.89	1172.01	1154.19
应付债券	80.89	75.94	35.62	45.49
长期应付款	81.37	115.63	79.66	68.96
其他非流动负债	74.79	139.94	96.82	74.99
<b>非流动负债</b>	<b>1280.78</b>	<b>1565.54</b>	<b>1399.76</b>	<b>1368.08</b>
<b>负债总额</b>	<b>2012.29</b>	<b>2481.99</b>	<b>2388.00</b>	<b>2253.93</b>

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理



公司流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。公司短期借款中信用借款占比很高；一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款、长期应付款和其他非流动负债等，逐年保持增长。公司应付账款主要为应付工程设备款和燃料款，总体变化不大。公司其他流动负债为公司本部发行的超短期融资债券，近些年存在较大波动。

公司非流动负债以长期借款、应付债券等为主，2020年末降幅较大。其中，长期借款以信用借款和质押借款为主；应付债券和长期应付款均较2019年末有所下降。公司其他非流动负债为已发行的中期票据。公司长期应付款主要为应付融资租赁款和国电集团企业债。2021年以来，公司新发行了8.40亿元“21国电GN001”和10.00亿元“21国电GN002”等，但考虑到资金用途以偿还债务为主，预计对现有债务规模影响较小。

2020年以来，公司全部债务规模有所减少，其中短期有息债务占比偏高；资产负债率继续保持下降趋势，但仍处于较高水平。

图表7 公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
全部债务	1774.30	2203.96	2118.86	-
其中：短期有息债务	506.84	658.46	737.09	-
<b>资产负债率</b>	<b>73.84</b>	<b>68.03</b>	<b>66.83</b>	<b>65.33</b>
<b>全部债务资本化比率</b>	<b>71.34</b>	<b>65.39</b>	<b>63.08</b>	-

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至2020年末，公司对外担保余额为8.49亿元，被担保对象包括国家能源集团和晋控电力山西国电王坪发电有限公司。综合来看，公司对外担保金额较小，整体风险可控。

### 盈利能力

受益于合并范围扩大及煤炭价格的下行，公司利润总额持续增长，盈利能力不断增强；随着晶阳公司破产清算工作的推进，公司未来盈利或将受到一定影响

受益于装机容量增长、全国用电量增速回升，公司2019年营业收入大幅增长；2020年，公司营业收入小幅下降，而营业利润率同比有所波动；公司投资收益规模较大，主要来自参股的河北银行股份有限公司和同煤国电同忻煤矿有限公司等。

近三年，公司利润总额逐年保持增长，同时，总资本收益率和净资产收益率均明显提升，盈利能力有所增强。

图表8 公司盈利相关指标（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1~6月
营业收入	654.90	1165.99	1164.21	598.65
营业利润率	17.08	15.97	19.19	14.98
期间费用	85.87	109.50	103.99	44.17
投资收益	36.97	30.96	40.17	9.99
利润总额	30.63	72.40	104.02	55.78
总资本收益率	3.73	4.26	4.98	-
净资产收益率	2.54	4.22	6.50	-

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

根据公司于2021年4月30日发布的《关于对晶阳公司计提减值准备的公告》等公告，公司向人民法院申请控股子公司国电内蒙古晶阳能源有限公司（以下简称“晶阳公司”）破产清算，本部需计提对晶阳公司长期股权投资及其他应收款减值准备33.49亿元，将影响母公司当期利润总额减少33.49亿元；但因晶阳公司尚未移交管理人，仍纳入合并范围，不影响公司当期合并报表利润总额。随着晶阳公司破产清算工作的推进，公司未来盈利或将受到一定影响。

## 现金流

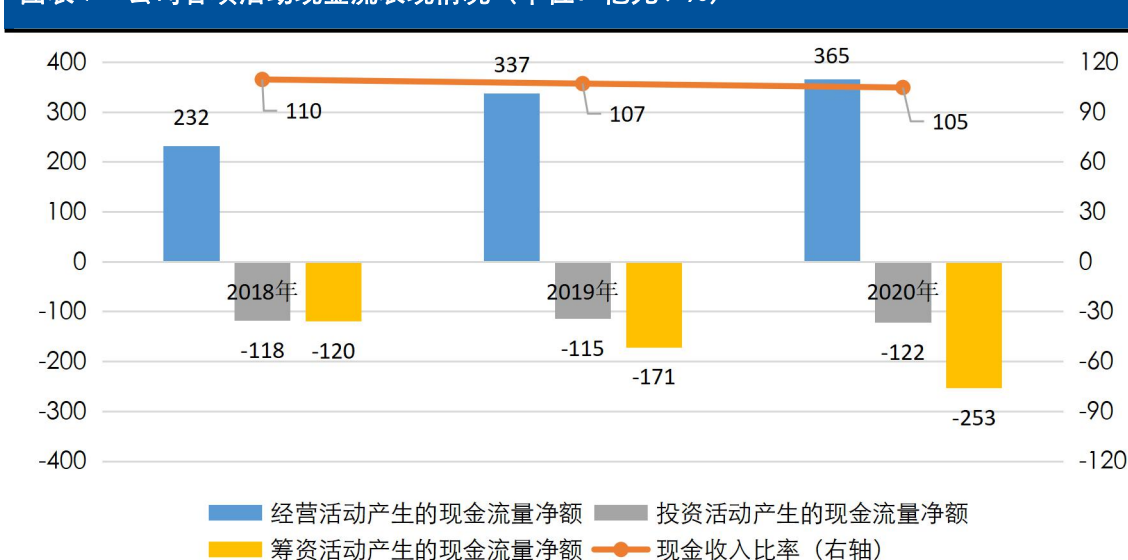
公司主营业务现金获取能力很强，近年来经营活动净现金流入大幅增长，且可完全满足投资活动的资金需求，体现现金流表现良好

公司主要从事的电力业务具有很强现金获取能力，同时在发电量和营业收入增长带动下，公司经营活动现金流入大幅增加。由于发电量增长带来的煤炭需求扩大，公司经营活动现金流出增幅较大。综合影响下，公司经营活动净现金流入规模大幅增长，总体表现良好。

近年来，公司投资活动净现金流出规模较大，存在一定的资本支出压力。但是，公司投资活动资金需求完全可由经营现金流覆盖，筹资前现金流持续为正，可进一步用于债务偿还及股息分配等，筹资活动净流出规模逐年增长。

2021年1~6月，公司经营、投资和筹资活动现金流量净额分别为105.08亿元、7.53亿元和-88.23亿元，体现现金流表现良好。

图表9 公司各项活动现金流表现情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 偿债能力

公司在国内电力市场中具有很强的竞争优势，经营性现金流表现良好，对到期债务和利息支付的保障程度很高，同时外部融资能力很强，综合偿债能力极强

近年来，公司流动比率和速动比率均有所波动，流动资产对流动负债的保障程度处于较低水平。从长期偿债能力来看，公司EBITDA对债务本息的保障程度较高，且经营活动现金流状况良好，对到期债务偿还具有较好的保障作用。

图表 10 公司偿债能力指标情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~6 月
流动比率 (%)	25.46	38.97	36.64	48.56
速动比率 (%)	21.81	34.43	33.51	44.56
经营现金流动负债比率 (%)	31.66	36.80	36.96	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.83	3.57	4.03	-
全部债务/EBITDA (倍)	7.71	6.22	5.91	-

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司自身信用融资能力很强，截至 2020 年末已获得中国银行、中国建设银行等主要贷款银行共计 4166 亿元人民币的授信额度，尚未使用的授信额度为 2329 亿元。

总体来看，尽管流动资产对流动负债保障程度较低，但公司在国内电力市场中具有很强的竞争优势，经营性现金流表现良好、银行授信额度充足，综合偿债能力极强。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2021 年 3 月 16 日，公司本部无不良类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债务融资工具到期本息均如期兑付。

### 抗风险能力

基于对公司所处的电力生产行业、股东支持以及公司市场地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力极强。

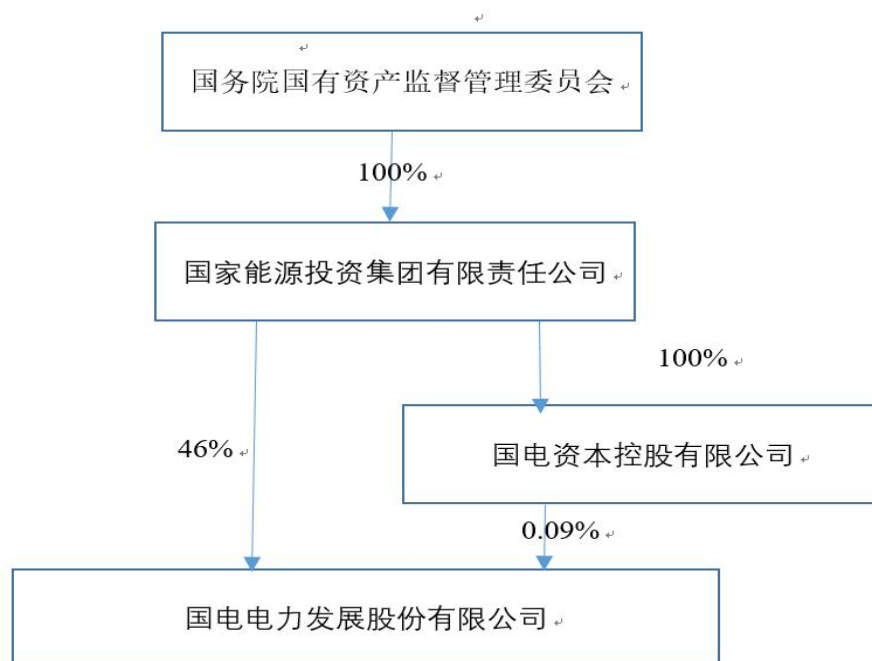
### 结论

东方金诚认为，公司控股装机容量居火电上市企业前列，在国内电力市场中具有很强的竞争优势；公司发电资产中大容量火电机组和清洁能源装机占比高，有助于保持较高的机组运营效率和降低过度依赖单一电源结构的经营风险；公司电源项目储备充足，增强了新能源可持续发展能力，未来发电能力提高空间很大；公司现金获取能力很强，经营活动现金持续为净流入，总现金流表现较好。

同时，东方金诚也关注到，公司在建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力；公司资产负债率处于较高水平，短期债务占比较大，债务集中度较高。

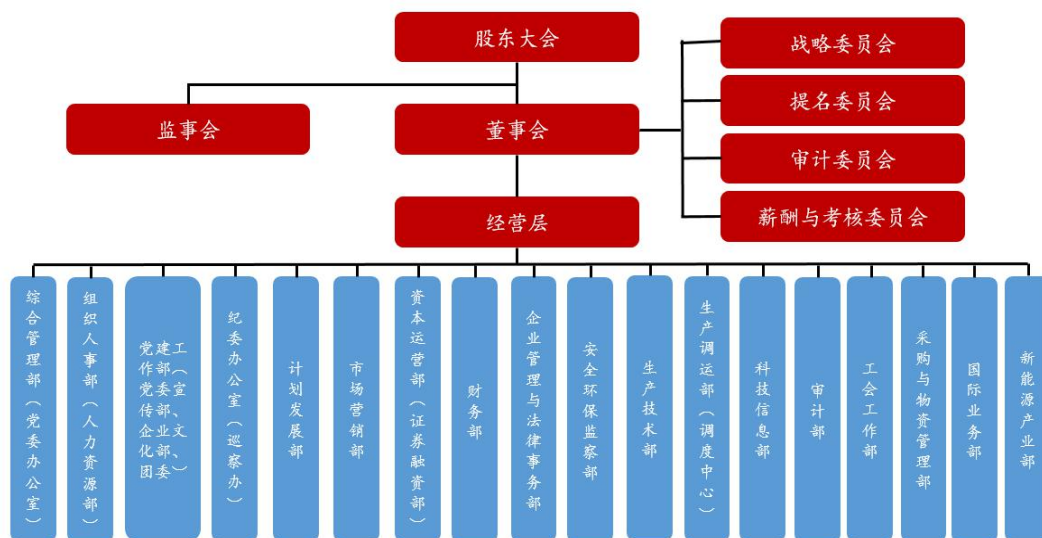
综上所述，公司的主体信用风险极低，债务偿还能力极强，基本不受不利经济环境的影响。

附件一：截至 2020 年末公司股权结构图





## 附件二：截至本报告出具日公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据和指标（单位：亿元）

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
<b>主要财务数据：</b>				
资产总额	2725.11	3648.48	3573.37	3450.28
其中：流动资产	186.26	357.15	362.07	430.19
负债总额	2012.29	2481.99	2388.00	2253.93
全部债务	1774.30	2203.96	2118.86	-
其中：短期有息债务	506.84	658.46	737.09	-
所有者权益	712.82	1166.49	1185.38	1196.35
营业收入	654.90	1165.99	1164.21	598.65
营业成本	533.03	961.88	922.21	499.49
期间费用	85.87	109.50	103.99	44.17
利润总额	30.63	72.40	104.02	55.78
净利润	18.09	49.19	77.07	42.47
经营活动产生的现金流量净额	231.62	337.22	365.22	105.08
投资活动产生的现金流量净额	-118.22	-114.53	-121.88	7.53
筹资活动产生的现金流量净额	-119.74	-171.45	-253.29	-88.23
现金及现金等价物净增加额	-6.35	51.24	-9.95	24.38
<b>主要财务指标：</b>				
现金收入比率（%）	109.51	107.01	104.67	106.13
综合毛利率（%）	18.61	17.51	20.79	16.56
总资本收益率（%）	3.73	4.26	4.98	-
净资产收益率（%）	2.54	4.22	6.50	-
资产负债率（%）	73.84	68.03	66.83	65.33
全部债务资本化比率（%）	71.34	65.39	63.08	-
长期债务资本化比率（%）	64.00	56.99	53.83	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.83	3.57	4.03	-
全部债务/EBITDA（倍）	7.71	6.22	5.91	-
流动比率（%）	25.46	38.97	36.64	48.56
速动比率（%）	21.81	34.43	33.51	44.56
经营现金流动负债比率（%）	31.66	36.80	36.96	-

#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBDITA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期有息债务=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+其他短期债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体等级符号及定义

符号	定 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。

注：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。



## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在主体信用等级有效期内密切关注国电电力发展股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向国电电力发展股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，国电电力发展股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如国电电力发展股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

  
东方金诚国际信用评估有限公司

2021年8月25日