

华润电力投资有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期) 跟踪评级报告 (2020)

项目负责人：刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1641 号

华润电力投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 华润 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持华润电力投资有限公司（以下简称“华润电力”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 华润 01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司发电资产规模优势明显、机组质量持续优化、运营管理水平进一步提升、盈利能力及获现能力大幅提升、资本实力提升和融资渠道畅通等方面的优势对公司信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到煤电行业政策变化和煤炭价格波动等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

华润电力（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,022.85	982.45	1,055.64	1,081.99
所有者权益合计（亿元）	375.18	374.53	465.48	473.89
总负债（亿元）	647.67	607.92	590.16	608.09
总债务（亿元）	404.49	352.44	343.69	348.40
营业总收入（亿元）	364.08	402.04	397.01	88.87
净利润（亿元）	22.37	0.01	31.55	8.48
EBIT（亿元）	47.83	24.00	56.91	--
EBITDA（亿元）	86.20	62.12	93.97	--
经营活动净现金流（亿元）	69.51	58.01	92.00	-3.13
营业毛利率(%)	16.72	14.45	20.81	18.27
总资产收益率(%)	4.73	2.39	5.58	--
资产负债率(%)	63.32	61.88	55.91	56.20
总资本化比率(%)	51.88	48.48	42.47	42.37
总债务/EBITDA(X)	4.69	5.67	3.66	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.90	3.08	5.91	--

注：中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **发电资产规模优势明显，机组质量持续优化，运营管理水平进一步提升。**2019 年公司在建机组陆续投产并关停部分落后机组，截至 2020 年 3 月末公司可控装机容量为 1,977.30 万千瓦。公司发电资产规模优势明显，机组质量持续优化，供电煤耗水平持续下降，运营管理水平进一步提升。
- **盈利能力及获现能力大幅提升。**2019 年，受益于燃煤价格的下降，公司盈利能力及获现能力均大幅提升。

- **资本实力提升，财务杠杆水平持续下降。**2019 年，受益于盈利能力增强，公司资本实力大幅提升，加之债务规模下降，财务杠杆水平持续下降。

- **融资渠道畅通。**截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 931.50 亿元，其中未使用额度 651.21 亿元。另外，公司控股股东华润电力控股有限公司（以下简称“华润控股”）是香港上市公司，资本市场融资渠道畅通。

关注

- **煤电行业政策变化。**近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策。此外，自 2020 年 1 月 1 日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整影响将面临一定下行压力。中诚信国际将持续关注电价调整政策对公司盈利能力的影 响，也对煤电去产能政策对公司在建煤电项目的影 响保持关注。

- **煤炭价格波动。**公司经营煤炭贸易及燃煤发电业务，煤炭价格波动对公司经营成本具有较大影响。

评级展望

中诚信国际认为，华润电力投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**收入及盈利持续大幅下降；债务及偿债压力快速提升；优质资产划出等因素。

同行业比较

2019 年部分电力企业主要指标对比表

公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)
中电国际	2,143.92	871.35	1,402.90	67.83	277.60	53.90
国投电力	3,406.23	1,621.41	2,247.22	66.89	424.33	39.08
粤电力	2,101.00	752.83	754.72	54.70	293.60	16.62
华润电力	1,977.30	849.41	1,055.64	55.91	397.01	20.81

注：“中电国际”为“中国电力国际发展有限公司”简称；“国投电力”为“国投电力控股股份有限公司”简称；“粤电力”为“广东电力发展股份有限公司”简称；除华润电力装机容量为 2020 年 3 月末数据和 中电国际装机容量为 2018 年数据外，其他均为 2019 年数据。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 华润 01	AAA	AAA	50.00	50.00	2016/06/13~2023/06/13

注：“16 华润 01”于第五年末附公司调整票面利率选择权、公司赎回选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16 华润 01” 期限为 7 年，募集资金为 50 亿元，附第五年末公司调整票面利率选择权、公司赎回选择权和投资者回售选择权。该债务融资工具募集资金使用与募集说明书承诺的用途及使用计划一致，且已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“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”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要

经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

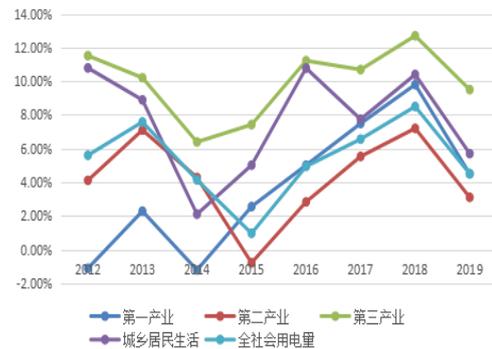
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将保持低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速开始企稳回升至2018年的8.5%。2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比继续回落至4.5%。2020年一季度，在新冠疫情等影响下，全国全社会用电增速为负。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（单位：%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2019 年的 68.32%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电持续保持较快增长速度，所占比重亦持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将继续保持低速增长。

2019年以来，火电装机增速有所回升，机组利用效率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；但煤炭价格的回落使得煤电企业经营压力有所缓解

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。2019 年，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，年末全口径火电新增装机 4,647 万千瓦，增速较上年同期增长 1.1 个百分点。预计未来用电负荷较高区域的火电装机将迎来小幅增长，但增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面，得益于用电需求增长和火电投资放缓等因素，2016 年以来全国火电平均利用

小时数稳步回升。2019年，受全社会用电量增速同比明显回落以及清洁能源消纳比重上升等因素影响，全国6,000千瓦及以上火电设备平均利用小时同比下降85小时。2020年一季度，受新冠疫情影响，全国用电增速为负，未来较大的经济下行压力和放缓的全社会用电增速或将进一步对全国火电整体利用水平造成一定拖累。

上网电价方面，随着电力体制改革的推进，供过于求的供需形势导致部分开放程度较高地区形成恶性竞价，对火电企业盈利能力形成较大影响。随着行业内企业市场化竞价回归理性，加之2017年政策性附加基金的下调，2017年以来火电平均上网电价整体呈上升态势。2020年1月1日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整影响将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2016年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了很大影响。针对煤价的过快上涨，国家发改委等部门通过释放部分安全产能以及牵头组织煤炭中长期合同签订等措施调节供需，稳定煤价，2019年煤炭价格呈现震荡小幅下行态势。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间有限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成较好支撑，未来我国煤炭价格大幅下降的空间不大。

中诚信国际认为，未来火电装机仍将保持低速增长。受用电增速放缓、清洁能源替代以及煤电上网电价的市场化等因素影响，火电机组利用效率和平均上网电价仍将面临一定下行压力，但目前下降的煤炭价格使得煤电企业经营压力有所缓解。

公司机组规模优势明显，质量进一步提升，但受用

¹宜兴热电和洛阳热电装机容量分别为12万千瓦和10万千瓦，关停后

电需求回落等因素影响，2019年公司机组利用效率同比下降；受益于供热管网建设推进和供热面积增加，公司售热量持续提升

2019年，公司在建机组陆续投产，同时公司关停了宜兴热电和洛阳热电¹并转让了部分机组股权，进而使得公司2020年3月末控股装机容量和权益装机容量分别上升和下降至1,977.30万千瓦和1,892.02万千瓦，整体来看公司机组规模优势明显。机组质量方面，截至2020年3月末，公司装机容量60万千瓦以上机组占比和热电联产机组占比分别为60.54%和36.43%，机组质量进一步提升。

机组利用效率方面，2019年，用电需求回落、清洁能源挤压以及区域外来电增加等因素导致公司机组利用效率有所下降。2020年一季度，受新冠疫情影响，全国用电需求下降，使得公司机组利用效率继续下降。但受益于良好的区域布局以及保障供热等因素，公司机组利用效率仍高于全国平均水平。供电煤耗方面，2019年以来公司继续关停落后机组，加强能耗指标管控，使得公司综合供电煤耗水平继续保持下降，且低于全国平均水平。2019年以来随着公司市场化程度的加深，公司电价水平持续下降。

表 1：近年来公司机组运营情况

指标	2017	2018	2019	2020.1-3
发电量（亿千瓦时）	985.32	1,013.98	849.41	208.86
上网电量（亿千瓦时）	927.13	953.90	798.50	195.78
设备利用小时数（小时）	4,954	5,057	4,722	--
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.3887	0.3900	0.3884	--
综合供电煤耗（克/千瓦时）	302.25	299.19	294.61	279.72
市场化交易电量（亿千瓦时）	--	--	499.00	65.00

注：公司未提供2017~2018年市场化交易电量数据以及2020年一季度机组利用小时数和平均上网电价数据。

资料来源：公司提供

随着供热管网的不断建设，公司供热面积的不断拓展，2019年公司售热量继续保持上升态势。2020年一季度，受新冠疫情影响，公司工业用热售

公司共获得补偿电量22.23亿千瓦时。

热量大幅下滑，但采暖供热量同比增长，公司售热结构有所变化。此外，售热价格受政府管制，但仍可保持盈利。

表 2：公司售热业务情况

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
售热量（万吉焦）	4,393.00	5,673.68	6,307.71	3,384.60
售热价格（元/吉焦）	--	--	41.01	37.79

注：公司未提供 2017~2018 年售热价格数据。

资料来源：公司提供

2019 年以来，受益于煤炭价格的回落，电力业务盈利能力有所提升；公司煤炭销售主要为关联方贸易往来，煤炭销售规模持续提升

为控制煤炭采购价格，公司对华润电力控股下属的其他子公司进行煤炭统购统销。2019 年以来，发电量同比下降使得公司煤炭采购量有所减少，但煤炭价格回落推动公司单位售电燃料成本持续下降，公司火电业务盈利能力有所提升。中诚信国际将持续关注煤炭价格波动情况。

煤炭销售方面，2019 年以来受下游需求量增加的影响，公司煤炭销售量保持增长。公司煤炭销售价格随煤炭市场价格的影响而有所波动，且由于公司煤炭销售下游客户主要为同一控制人下的关联方公司，因此公司煤炭销售定价相对较低。

表 3：公司电煤采购情况

指标	2017	2018	2019
电煤采购量（万吨）	4,006.00	4,892.85	4,796.02
标煤采购单价（元/吨）	680.95	731.54	686.52
单位售电燃料成本（元/千瓦时）	0.2130	0.2210	0.2040

资料来源：公司提供

表 4：公司煤炭销售情况

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭销售量（万吨）	704	1,089	1,177	245
煤炭销售价格（元/吨）	543.61	565.66	470.18	456.82

资料来源：公司提供

公司在建项目全部为火电，投资节奏有所放缓，且投资规模相对可控

截至 2020 年 3 月末，公司在建项目全部为火电项目，由于公司控股股东华润电力控股重点布局

清洁能源领域，控制煤电项目投资规模，受此影响公司在建项目投资节奏有所放缓，未来投资规模相对可控。待项目建成后，公司装机规模或将进一步提升，中诚信国际将持续关注公司在建煤电项目投资进度以及投产后盈利情况。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司在建电力项目情况（万千瓦）

项目名称	权益装机规模
曹妃甸二期项目	102
沧州运东热电联产工程	63
锦州项目	66
仙桃项目	132
泰兴项目	8.7
合计	371.7

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，且均为合并口径，财务数据均使用财务报告期末数。

2019 年上网电量下降使得公司营业总收入小幅回落，但受益于燃煤价格的下降，公司营业毛利率有所提升，进而带动经营性业务利润及其他盈利能力指标同步提升

2019 年，上网电量的下降使得公司营业总收入规模小幅回落。营业毛利率方面，2019 年受益于燃煤价格的下降，公司电力板块和热力板块毛利率有所提升，推动公司营业毛利率同步提升。2020 年一季度，公司营业总收入受新冠疫情影响同比下降 8.22%，但营业毛利率同比基本持平。

表 6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入（亿元）	2017	2018	2019	2020.1~3
销售电力	288.54	295.07	276.91	57.94
销售煤炭	38.27	61.60	63.54	12.01
销售热力	22.34	27.38	30.32	14.57

其他	14.93	17.99	26.24	4.35
营业总收入	364.08	402.04	397.01	88.87
板块	2017	2018	2019	2020.1~3
销售电力	15.08	13.32	19.90	20.41
销售煤炭	0.82	0.91	1.27	1.15
销售热力	19.96	11.91	13.63	9.14
营业毛利率	16.72	14.45	20.81	18.27

注：各列合计数和加总之和误差系四舍五入所致；销售热力收入包括供热入网费收入；其他包括综合能源服务收入、副产品销售收入、管理服务收入 and 出售发电指标收入等。

资料来源：公司提供

2019 年公司业务规模扩大以及职工薪酬增长推动公司管理费用规模提升；但受债务规模下降的影响，公司财务费用同比下降，使得公司期间费用及期间费用率有所回落。2020 年一季度，公司财务费用同比上升，推动公司期间费用和期间费用率同比提升。

2019 年以来煤炭价格持续下行，推动公司经营性业务利润大幅提升。此外，2019 年公司参股的重庆能源（贵州）煤电有限公司大幅亏损，使得当期公司投资收益同比下降；同期，公司将在建煤矿项目计提减值，使得公司当期资产减值损失大幅提升。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司经营性业务利润同比下降。

受益于经营性业务利润的增加，2019 年公司利润总额大幅提升，进而带动 EBIT、EBITDA 以及总资产收益率等指标提升。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	21.98	38.13	35.62	7.42
期间费用率（%）	6.04	9.48	8.97	8.35
经营性业务利润	36.16	17.42	44.20	8.29
资产减值损失合计	2.94	2.04	7.56	--
投资收益	0.11	11.15	8.27	2.39
营业外损益	1.48	-19.99	-0.96	0.05
利润总额	31.60	6.58	44.16	10.93
EBIT	47.83	24.00	56.91	--
EBITDA	86.20	62.12	93.97	--
总资产收益率（%）	4.73	2.39	5.58	--

注：资产减值损失合计中含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年委托贷款规模扩大推动总资产规模提升，未分配利润不断积累使得公司资本实力提升，财务杠杆保持行业内较低水平

公司资产以非流动资产为主，其中固定资产和在建工程合计占非流动资产的比重较大，符合电力行业资本密集的特点。作为华润电力控股的资金统筹调配平台，2019 年关联方新能源项目建设资金需求较大，使得其他应收款规模大幅上升，进而推动公司总资产规模上升。受公司融资以及发放委托贷款进度的影响，2019 年公司货币资金同比下降；公司应收账款主要为应收的电费款，回收风险不大。

2019 年以来，随着债务陆续偿付，公司短期债务及总债务规模同比下降，债务结构有所优化。受盈利能力增强影响，公司未分配利润大幅提升，同时公司少数股东权益有所提升²，同时公司少数股东权益有所提升，加之公司发行 50 亿元永续债并计入其他权益工具，使得公司所有者权益规模大幅提升。若将 50 亿元永续债计入总债务，公司财务杠杆水平保持稳定且处于行业内较低水平³。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

指标	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	22.07	39.47	32.91	35.61
应收账款	36.80	34.55	31.96	42.00
其他应收款	313.95	280.38	371.66	386.64
流动资产	421.57	391.10	486.33	520.56
总资产	1,022.85	982.45	1,055.64	1,081.99
短期债务	178.60	167.63	118.57	130.25
短期债务/长期债务（X）	0.79	0.91	0.53	0.60
总债务	404.49	352.44	343.69	348.40
所有者权益合计	375.18	374.53	465.48	473.89
总资本化比率	51.88	48.48	42.47	42.37

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司获现能力大幅增强，加之债务规模下降，公司偿债能力增强；关联方贷款发放规模提升导致投资活动现金流大规模流出

2019 年，煤炭价格的下降使得公司经营活动净

² 2019 年 2 月，公司转让华润电力（唐山曹妃甸）有限公司 39% 股权予山西漳泽电力股份有限公司，公司持股比例由 90% 降至 51%，公司少数股东权益规模有所提升。

³ 若将 50 亿元永续债计入总债务，则 2019 年及 2020 年 3 月末公司总资本化比率分别为 48.65% 和 48.45%。

现金流大幅提升；同期，公司加大向关联方发放委托贷款的规模，推动公司投资活动净现金流呈大规模流出态势。此外，公司加大了筹资力度，公司筹资活动净现金流由负转正。

2019年以来，受益于燃煤价格的下降，公司EBITDA和经营活动净现金流均大幅提升，加之债务规模下降，公司偿债能力有所增强。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	69.51	58.01	92.00	-3.13
投资活动净现金流	-39.32	19.05	-104.84	-19.69
筹资活动净现金流	-30.23	-59.94	5.25	26.26
经调整的经营净现金流/总债务（%）	-1.43	10.79	22.15	-8.54*
经营活动净现金流/总债务	0.17	0.16	0.27	-0.04*
经营活动净现金流/利息支出	3.95	2.88	5.78	--
EBITDA 利息保障倍数	4.90	3.08	5.91	--
总债务/EBITDA	4.69	5.67	3.66	--

注：由于缺乏部分数据，2020年一季度部分指标无法计算；带“*”号指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对公司偿债能力提供支持，受限资产和对外担保规模均很小，对公司影响不大

截至2020年3月末，公司共获得银行授信931.50亿元，其中尚未使用的授信651.21亿元，备用流动性充沛。另外，公司的控股股东华润电力控股作为香港上市公司拥有畅通的权益融资渠道。

截至2020年3月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计1.81亿元，主要为土地使用权和保证金，公司受限资产规模很小，对公司资产流动性影响不大。

截至2020年3月末，公司对外担保余额为2.55亿元，被担保方为浙江温州特鲁莱发电有限责任公司（简称“特鲁莱发电”），根据其目前的财务情况，该笔担保代偿风险较小⁴。同期末，公司未决诉讼案件共5件，涉及标的金额合计1.72亿元，涉案金额

相对较小，对公司整体业务运营影响不大。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2020年5月19日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为华润电力控股在中国境内的发电业务平台，在投资、经营和管理等方面可得到股东支持

华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）主营业务包括零售、电力、啤酒、地产、食品、医药、纺织、化工、水泥、微电子、燃气、压缩机等，在香港拥有六家上市公司，实力雄厚。华润电力控股是华润集团旗下唯一从事电力业务的专业公司，并于2003年在香港联交所上市，电力运营水平高，直接及间接融资能力强。

公司作为华润电力控股在中国境内的发电业务平台，集中了其火电资产。2019年公司营业收入、净利润和经营活动净现金流分别占华润电力控股的65.08%、53.45%和50.08%⁵，同时公司也是华润电力控股的资金统筹调配平台，地位很重要。

评级结论

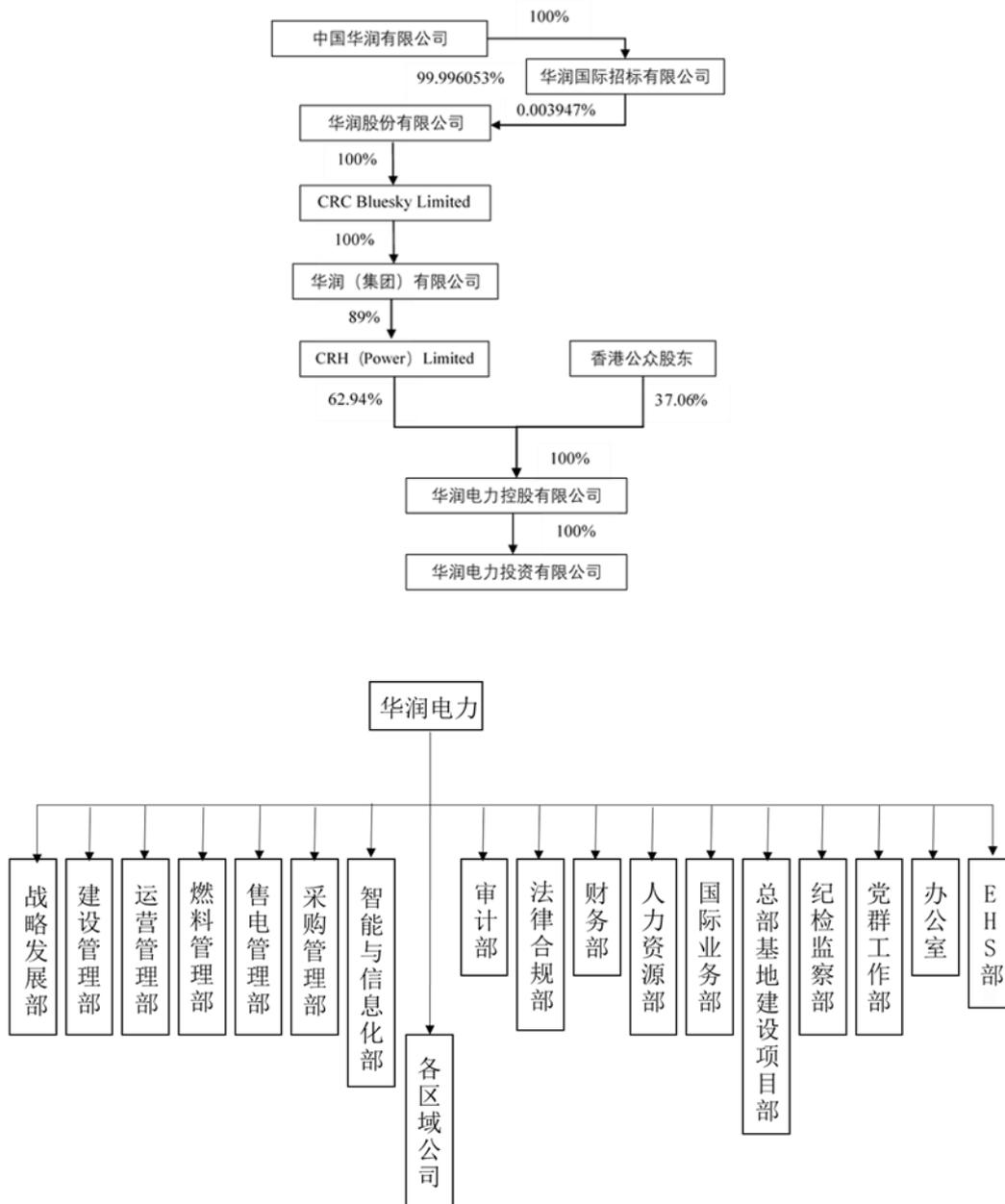
综上所述，中诚信国际维持华润电力投资有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“16华润01”的信用等级为**AAA**。

⁴ 公司持有特鲁莱发电40%股权，并向其出具承诺函，承诺在先行回收投资的范围内对其债务承担连带责任，并出具了履约保函。该担保将在

特鲁莱发电完成清算时，但最迟不超过2022年6月30日到期。

⁵ 此处以2019年12月31号汇率中间价折算，1港元=0.89578人民币。

附一：华润电力投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：华润电力投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	220,660.16	394,664.64	329,077.06	356,130.42
应收账款净额	368,029.03	345,450.33	319,567.26	420,019.22
其他应收款	3,139,473.54	2,803,817.25	3,716,551.91	3,866,355.27
存货净额	147,494.69	187,501.38	189,451.34	151,466.55
长期投资	477,616.52	584,592.70	510,136.85	514,198.45
固定资产	3,915,316.53	3,450,296.07	3,998,232.65	3,916,864.45
在建工程	1,043,001.78	1,383,776.18	741,698.17	754,623.11
无形资产	163,752.87	163,650.07	194,716.66	193,706.23
总资产	10,228,487.48	9,824,499.35	10,556,360.94	10,819,872.60
其他应付款	1,796,187.08	2,000,364.52	1,836,514.25	2,001,125.72
短期债务	1,786,024.34	1,676,292.56	1,185,709.55	1,302,541.28
长期债务	2,258,852.21	1,848,132.13	2,251,159.78	2,181,496.51
总债务	4,044,876.55	3,524,424.69	3,436,869.33	3,484,037.79
净债务	3,824,216.39	3,129,760.05	3,107,792.27	3,127,907.37
总负债	6,476,674.05	6,079,217.23	5,901,595.88	6,080,928.97
费用化利息支出	162,319.27	174,211.41	127,498.30	--
资本化利息支出	13,643.31	27,185.24	31,530.85	--
所有者权益合计	3,751,813.43	3,745,282.12	4,654,765.06	4,738,943.64
营业总收入	3,640,811.92	4,020,422.51	3,970,133.37	888,684.93
经营性业务利润	361,554.86	174,196.32	441,963.61	82,890.45
投资收益	1,139.98	111,452.92	82,729.85	23,884.94
净利润	223,659.29	124.06	315,484.61	84,796.56
EBIT	478,295.96	239,967.51	569,103.66	--
EBITDA	862,002.08	621,238.81	939,718.14	--
经营活动产生现金净流量	695,144.96	580,134.97	919,974.30	-31,286.65
投资活动产生现金净流量	-393,200.91	190,475.87	-1,048,439.22	-196,906.76
筹资活动产生现金净流量	-302,262.88	-599,449.93	52,475.57	262,587.99
资本支出	500,014.74	501,930.26	385,569.73	44,542.77
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	16.72	14.45	20.81	18.27
期间费用率(%)	6.04	9.48	8.97	8.35
EBITDA 利润率(%)	23.68	15.45	23.67	--
总资产收益率(%)	4.73	2.39	5.58	--
净资产收益率(%)	5.71	0.00	7.52	7.22*
流动比率(X)	1.03	0.95	1.37	1.37
速动比率(X)	0.99	0.91	1.32	1.33
存货周转率(X)	20.58	20.53	16.68	17.04*
应收账款周转率(X)	10.90	11.27	11.94	9.61*
资产负债率(%)	63.32	61.88	55.91	56.20
总资本化比率(%)	51.88	48.48	42.47	42.37
短期债务/总债务(%)	44.16	47.56	34.50	37.39
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.16	0.27	-0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.39	0.35	0.78	-0.10*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.95	2.88	5.78	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-1.43	10.79	22.15	-8.54*
总债务/EBITDA(X)	4.69	5.67	3.66	--
EBITDA/短期债务(X)	0.48	0.37	0.79	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.90	3.08	5.91	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.72	1.19	3.58	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度整理；由于缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分财务指标无法计算；带“*”号指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。