

华润电力投资有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期、第二期）、2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）、2020 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期、第二期）、2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn

项目组成员：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 28 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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1877 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“19 华润 01”、“19 华润 02”、“20 华润 01”、“20 华润 Y1”、“20 华润 Y2”和“21 华润 02”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

二零二一年六月二十八日

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“19 华润 01”、“19 华润 02”、“20 华润 01”、“20 华润 Y1”、“20 华润 Y2”和“21 华润 02”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了跟踪期内机组规模优势提升、上网电量增加、资本实力提升、财务杠杆处于较低水平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电价调整政策和煤炭价格波动等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

华润电力（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	982.45	1,055.64	1,144.16	1,158.53
所有者权益合计（亿元）	374.53	465.48	550.47	557.86
总负债（亿元）	607.92	590.16	593.69	600.67
总债务（亿元）	352.44	343.69	336.72	343.88
营业总收入（亿元）	402.04	397.01	397.05	125.86
净利润（亿元）	0.01	31.55	42.22	7.40
EBIT（亿元）	24.00	56.91	67.91	--
EBITDA（亿元）	62.12	93.97	109.89	--
经营活动净现金流（亿元）	58.01	92.00	75.84	11.57
营业毛利率(%)	14.45	20.81	20.88	12.48
总资产收益率(%)	2.39	5.58	6.17	--
资产负债率(%)	61.88	55.91	51.89	51.85
总资本化比率(%)	48.48	42.47	37.95	38.14
总债务/EBITDA(X)	5.67	3.66	3.06	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.08	5.91	7.84	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **机组规模优势进一步提升。**随着公司在建机组陆续投产，2021 年 3 月末公司可控装机容量为 2,147.30 万千瓦，机组规模优势进一步提升。
- **上网电量增加。**得益于装机规模提升，2020 年以来公司上网电量同比增加，电力业务收入呈上升态势。

同行业比较

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（%）	净利润（亿元）
华能国际	11,335.70	4,040.16	4,382.06	67.71	1,694.39	17.44	57.04
华电国际	5,769.93	2,073.17	2,346.11	60.37	907.44	16.16	57.77
华润电力	2,147.30	897.41	1,144.16	51.89	397.05	20.88	42.22

注：“华能国际”为“华能国际电力股份有限公司”简称；“华电国际”为“华电国际电力股份有限公司”简称。

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 华润 01	AAA	AAA	2020/06/24	30.00	30.00	2019/03/18~2022/03/18	--
19 华润 02	AAA	AAA	2020/06/24	18.00	18.00	2019/08/16~2022/08/16	--
20 华润 Y1	AAA	AAA	2020/10/14	25.00	25.00	2020/10/22~2022/10/22 (2+N)	公司续期选择权、票面利率调整选择权、赎回选择权
20 华润 Y2	AAA	AAA	2020/12/03	20.00	20.00	2020/12/14~2022/12/14 (2+N)	公司续期选择权、票面利率调整选择权、赎回选择权
20 华润 01	AAA	AAA	2020/08/17	20.00	20.00	2020/09/21~2023/09/21	--
21 华润 02	AAA	AAA	2021/01/29	10.00	10.00	2021/05/06~2026/05/06	--

注：“20 华润 Y1”和“20 华润 Y2”在破产清算时的清偿顺序劣后于普通债务。

■ **资本实力提升，财务杠杆处于较低水平。**受益于利润积累，公司资本实力持续提升，且随着债务不断偿还，2020 年以来公司财务杠杆保持稳定并处于行业内较低水平。

■ **融资渠道畅通。**截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信 883.47 亿元，其中尚未使用的授信 519.05 亿元。另外，公司控股股东华润电力控股有限公司（以下简称“华润电力控股”，证券代码 HK.00836）是香港上市公司，资本市场融资渠道畅通。

关注

■ **电价调整政策。**随着市场化交易电量规模提升，2020 年公司平均上网电价继续下降，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。

■ **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。

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

截至本评级报告出具日，“19 华润 01”、“19 华润 02”、“20 华润 01”、“20 华润 Y1”、“20 华润 Y2”和“21 华润 02”的募集资金均按照募集说明书的约定使用完毕，不存在违规使用情况。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策

边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年以来，火电装机增速继续保持较低水平，机组利用效率受新冠疫情及清洁能源消纳比重上升等因素影响持续下降，叠加目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力

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。未来在国家节能减排、控煤电¹等大背景下，火电投资主要集中于大型煤电一体化、特高压外送以及淘汰落后产能后的同规模置换项目，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面，2019 年以来，受用电需求增速下滑、清洁能源挤压、新冠疫情冲击以及水电由于来水偏丰而引起的持续出力等因素影响，全国火电设备平均利用小时数持续下降。其中，水资源丰富的西南地区的火电运营形势严峻，在煤炭价格回落的情况下，较低的利用小时数仍使得该区域火电持续亏损。未来短期内仍有较大规模清洁能源集中投产，在用电需求低速增长的情况下，全国火电设备平均利用小时仍面临较大的下行压力。

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及电改等因素影响仍将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，使得 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。

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商业化等因素影响，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，加之目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力。

随着在建机组投产，公司机组规模优势进一步提升，发电量和上网电量均有所增加；随着市场化交易电量增加，公司平均上网电价继续下降

2020 年，公司在建沧州机组（2*35 万千瓦）和曹妃甸二期机组（100 万千瓦）投产并新增参股了京能机组（132 万千瓦，公司持股 30%）和锦州一期机组（66 万千瓦，公司持股 50%），使得公司控股装机容量和权益装机容量均同比提升，机组规模优势明显。机组质量方面，截至 2021 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 60.40% 和 36.80%，机组质量优质。

表 1：近年来公司在运营发电机组情况（万千瓦、%）

指标	2019	2020	2021.3
权益装机容量	1,892.02	2,079.02	2,079.02
控股装机容量	1,977.30	2,147.30	2,147.30

¹ 国家十三五规划要求火电装机容量控制在 11 亿千瓦以内；同时根据 2023 年煤电规划建设风险预警，从资源约束和项目建设经济性角度来

看，全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

其中：热电联产占比	36.43	36.80	36.80
60万千瓦以上占比	60.54	60.40	60.40

注：除参股红河水电 30% 以外（该项目装机容量 21 万千瓦，公司权益装机 6.3 万千瓦），公司机组均为火电机组。

资料来源：公司提供

2020 年，受疫情及新能源挤占市场份额影响，公司机组利用小时有所下降，但得益于装机规模的增加，公司发电量和上网电量均同比提升。随着市场化交易电量规模提升，2020 年以来公司平均上网电价继续下降。2021 年一季度，由于去年同期受疫情影响基数较低，当期公司机组利用效率有所提升；同时价低的交易品种电量减少以及煤价高企导致多地月度交易价差明显收窄，当期平均上网电价同比提升。供电煤耗方面，由于新投产机组容量大效率高，2020 年以来公司综合供电煤耗水平继续下降，且低于全国平均水平。

表 2：近年来公司机组运营情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
发电量（亿千瓦时）	1,013.98	849.41	897.74	243.66
上网电量（亿千瓦时）	953.90	798.50	844.15	228.47
设备利用小时数（小时）	5,057	4,722	4,329	1,135
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.3900	0.3884	0.3773	0.3877
综合供电煤耗（克/千瓦时）	299.19	294.61	293.35	278.18
市场化交易电量（亿千瓦时）	--	499.00	620.00	193.70

注：公司未提供 2018 年市场化交易电量数据。

资料来源：公司提供

2020 年以来，公司持续开拓供热市场，售热量保持上升态势；售热价格仍受政府管制，但可保持盈利。

表 3：公司售热业务情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
售热量（万吉焦）	5,673.68	6,307.71	7,240.16	3,754.97
售热价格（元/吉焦）	--	41.01	40.19	38.17

注：公司未提供 2018 年售热价格数据。

资料来源：公司提供

受益于煤价下降，2020 年公司火电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。此外，中诚信国际将持续关注 2021 年以来煤炭价格快速上升对公司机组盈利能力的影响

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，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。

2020 年，发电量提升使得公司煤炭采购量同比增加，单位售电燃料成本亦随煤价下降而下降，公司火电业务盈利能力有所提升。2021 年以来，由于煤价高企，公司单位售电燃料成本大幅上升，中诚信国际将持续关注煤价波动对公司盈利能力的影响。

2020 年公司煤炭销售量受关联方需求影响同比小幅下降，平均销售价格小幅提升。2021 年以来，公司煤炭销售价格随市场波动大幅上升。

表 4：公司电煤采购情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
电煤采购量（万吨）	4,892.85	4,796.02	4,905.15	1,370.68
标煤采购单价（元/吨）	731.54	684.61	639.22	767.22
单位售电燃料成本（元/千瓦时）	0.2400	0.2251	0.2108	0.2644

注：单位售电燃料成本因统计口径变化较前期评级报告有所调整。

资料来源：公司提供

表 5：公司煤炭销售情况

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭销售量（万吨）	1,089	1,362	1,107	318
煤炭销售价格（元/吨）	565.66	466.51	479.45	573.33

注：2019 年煤炭销售量及煤炭销售价格数据因统计口径变化较前期评级报告有所调整。

资料来源：公司提供

公司部分缓建火电项目开工建设，中诚信国际将持续关注公司在建煤电项目投产进度以及投产后盈利情况

截至 2021 年 3 月末，公司在建项目主要为煤电和气电项目，装机规模为 558.52 万千瓦。受国家煤电去产能政策影响，部分项目此前处于缓建状态，随着动工标准的满足，公司开始推进建设工作。中诚信国际将持续关注公司在建煤电项目投产进度以及投产后盈利情况。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司在建电力项目情况

项目名称	电源	持股比例 (%)	装机规模 (万千瓦)
山西宁武项目	煤电	50.00	70.00
辽宁锦州项目 2 号机组	煤电	50.00	66.00
湖北仙桃项目	煤电	100.00	132.00
安徽阜阳二期项目	煤电	40.00	132.00
广东西江项目	煤电	80.00	132.00
江苏泰兴项目	气电	100.00	8.10
河南郑州航空港项目	气电	60.00	8.22
广东珠海项目	气电	100.00	10.20
合计	--	--	558.52

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 2018~2019 年财务报告、经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年财务报告²以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司财务报表均为合并口径，财务数据均使用财务报告期末数。

2020 年，管理费用同比增加使得经营性业务利润下降，但得益于投资收益增加，公司利润总额保持提升；2021 年 1~3 月，受煤价高企影响，公司盈利能力有所下降

2020 年，上网电量增加推动电力收入上升，但受疫情影响煤炭销售收入下降，整体来看，公司营业总收入同比基本持平。营业毛利率方面，2020 年受益于煤价下降，公司电力板块毛利率有所提升，推动公司营业毛利率小幅上升。2021 年一季度，由于上年同期受疫情影响基数较低，各项业务收入均同比提升，但受煤价高企影响，营业毛利率有所下降。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
销售电力	295.07	276.91	284.00	78.41
销售煤炭	61.60	63.54	53.05	18.67

² 因普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）服务年期已达到规定年限，故 2020 年更换德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）为公司

销售热力	27.38	30.32	32.58	16.53
其他	17.99	26.24	27.42	12.25
营业总收入	402.04	397.01	397.05	125.86
板块	2018	2019	2020	2021.1~3
销售电力	13.32	19.90	21.50	14.95
销售煤炭	0.91	1.27	1.72	1.10
销售热力	11.91	13.63	10.51	1.15
营业毛利率	14.45	20.81	20.88	12.48

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

2020 年，根据国资委及华润（集团）有限公司（简称“华润集团”）关于计提离退休人员社会化费用的安排，公司计提了 3.48 亿元相关费用并计入管理费用，使得期间费用规模及期间费用率同比提升。2021 年 1~3 月，期间费用上升，但得益于营业总收入增速较快，期间费用率有所下降。

2020 年，由于管理费用同比增加，公司经营业务利润下降。此外，公司于当期处置了河南天中煤业有限公司等子公司股权，使得 2020 年投资收益大幅增加。2021 年 1~3 月，受煤价高企影响，公司经营业务利润同比下降。

公司利润主要来源于经营性业务利润和投资收益，得益于投资收益增加，2020 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同方向变动。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	38.13	35.62	40.44	8.47
期间费用率(%)	9.48	8.97	10.19	6.73
经营性业务利润	17.42	44.20	40.53	6.71
资产减值损失合计	2.04	7.56	0.61	--
投资收益	11.15	8.27	16.17	3.21
利润总额	6.58	44.16	54.89	10.04
EBIT	24.00	56.91	67.91	--
EBITDA	62.12	93.97	109.89	--
总资产收益率(%)	2.39	5.58	6.17	--

注：资产减值损失合计中含信用减值损失；2021 年一季度部分数据无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年关联方往来使得期末总资产有所增加，总债

提供审计服务。

务随着债务偿付有所下降，加之利润积累使得资本实力提升，公司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，随着折旧计提，2020年以来固定资产和在建工程合计呈下降态势。此外，公司作为控股股东华润电力控股的资金管理平台，将拆借给新能源关联方的资金计入长期应收款和其他应收款科目，2020年以来关联方新能源项目建设资金需求较大，使得公司总资产增加。出于控制资产负债率考虑，公司于2020年提前偿还部分债务，使得当期末货币资金规模下降。公司应收账款主要为应收的电费款，回收风险不大。

截至2020年末，随着债务陆续偿付，公司总债务规模下降，但由于部分债券将于一年内到期，短期债务规模有所增加。得益于利润积累以及公司发行45亿元永续债并计入其他权益工具，2020年末所有者权益合计规模大幅提升。若将永续债计入总债务，2020年以来公司财务杠杆水平保持稳定且处于行业内较低水平³。

表 9：近年来公司资产负债表主要情况（亿元、%）

指标	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	39.47	32.91	24.14	57.06
应收账款	34.55	31.96	44.99	53.33
其他应收款	280.38	371.66	383.14	379.45
流动资产	391.10	486.33	509.63	534.97
固定资产	345.03	399.82	425.62	414.92
在建工程	138.38	74.17	33.23	37.04
长期应收款	21.36	9.05	86.66	80.73
非流动资产	591.35	569.30	634.53	623.57
总资产	982.45	1,055.64	1,144.16	1,158.53
短期债务	167.63	118.57	139.51	123.31
长期债务	184.81	225.12	197.21	220.57
短期债务/长期债务(X)	0.91	0.53	0.71	0.56
总债务	352.44	343.69	336.72	343.88
所有者权益合计	374.53	465.48	550.47	557.86
总资本化比率	48.48	42.47	37.95	38.14

注：2018-2019年末其他应收款含应收股利和应收利息。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

³若将永续债计入总债务，则2019~2021年3月末总资本化比率分别为48.65%、48.64%和48.65%。

2020年，公司获现能力很强，偿债指标保持较好水平。此外，关联方贷款发放规模提升导致投资活动现金流出有所增加

2020年，公司仍保持很强获现能力，但受往来款支出增加影响，经营活动净现金流同比下降。公司加大对关联方发放委托贷款的规模，使得投资活动现金流出有所增加。此外，公司当期偿债规模下降，使得筹资活动净现金流同比增加。

2020年，EBITDA有所提升，其对债务本息的覆盖能力增强，但经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有所下降。整体来看，公司仍保持较强的偿债能力。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2018	2019	2020	2021.1-3
经营活动净现金流	58.01	92.00	75.84	11.57
投资活动净现金流	19.05	-104.84	-121.51	17.08
筹资活动净现金流	-59.94	5.25	37.76	4.57
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.79	22.15	17.67	10.00*
经营活动净现金流/总债务	0.16	0.27	0.23	0.13*
经营活动净现金流/利息支出	2.88	5.78	5.41	--
EBITDA 利息保障倍数	3.08	5.91	7.84	--
总债务/EBITDA	5.67	3.66	3.06	--

注：由于缺乏部分数据，2021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2021年3月末，公司共获得银行授信883.47亿元，其中尚未使用的授信519.05亿元，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年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计1.69亿元，主要为土地出让金和保证金，受限资产规模很小，对公司资产流动性影响不大。

截至 2020 年末，公司对外担保余额为 3.18 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 7 件，涉及标的金额合计 2.37 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，2018~2021 年 4 月 29 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。2020 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 56.74%、57.51%和 36.63%，同时公司也是华润电力控股的资金管理平台，地位很重要，股东对公司的支持力度很强。

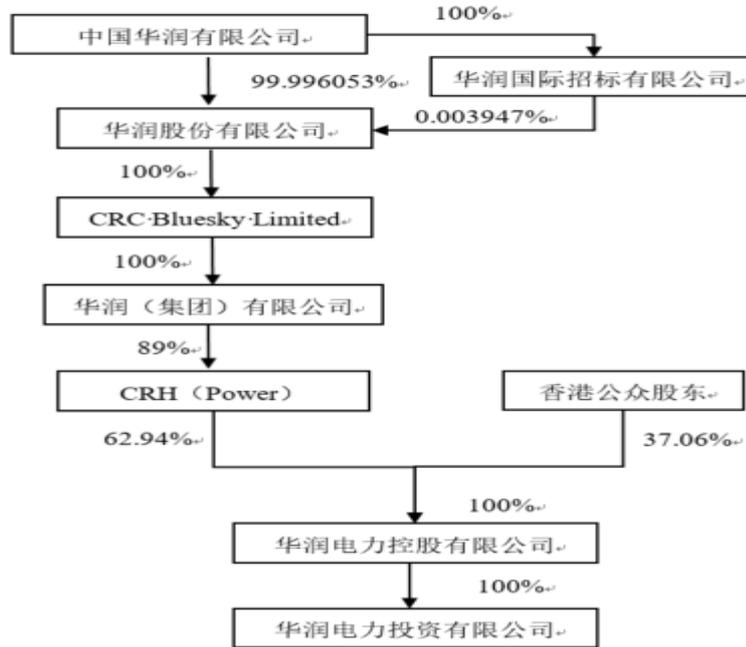
评级结论

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“19 华润 01”、“19 华润 02”、“20 华润 01”、“20 华润 Y1”、“20 华润 Y2”和“21 华润 02”的债项信用等级为 **AAA**。

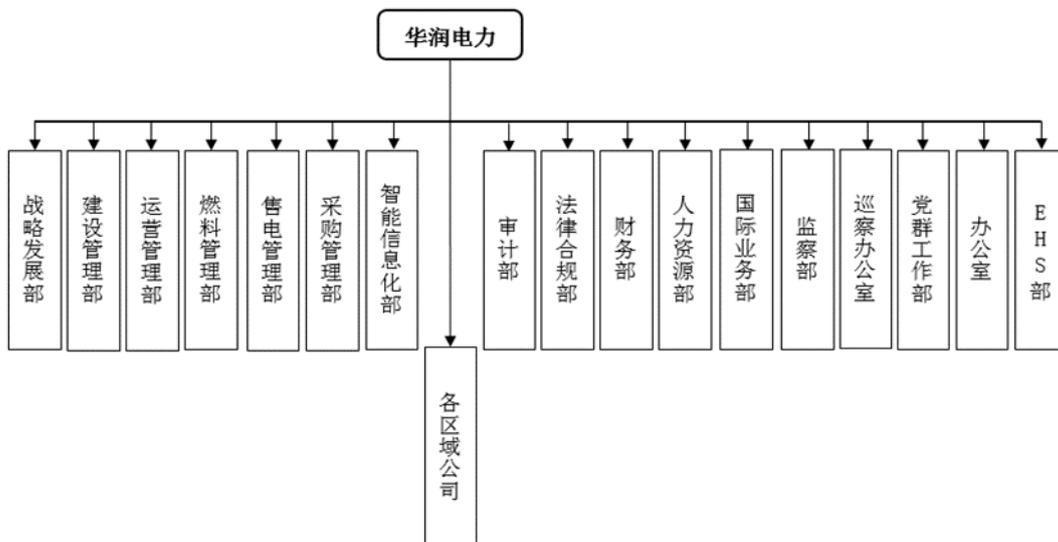
⁴ 公司持有特鲁莱发电 40% 股权，并向其出具承诺函，承诺在先行回收投资的范围内对其债务承担连带责任，并出具了履约保函。该担保

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。

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 2021 年 3 月末）



公司	业务性质	持股比例 (%)
华润电力（唐山曹妃甸）有限公司	电厂运营	51.00
华润电力（海丰）有限公司	电厂运营	100.00
华润电力（锡林郭勒）有限公司	电厂运营	70.00
华润电力湖北有限公司	电厂运营	100.00
华润电力登封有限公司	电厂运营	75.00
广州华润热电有限公司	电厂运营	100.00
华润电力（常熟）有限公司	电厂运营	100.00
华润电力（盘锦）有限公司	电厂运营	100.00
华润电力湖南有限公司	电厂运营	100.00
华润电力（沧州运东）有限公司	电厂运营	90.00



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	394,664.64	329,077.06	241,351.30	570,584.07
应收账款净额	345,450.33	319,567.26	449,941.26	533,322.83
其他应收款	2,803,817.25	3,716,551.91	3,831,429.87	3,794,518.85
存货净额	187,501.38	189,451.34	166,313.14	112,182.29
长期投资	584,592.70	510,136.85	538,920.75	538,218.99
固定资产	3,450,296.07	3,998,232.65	4,256,209.58	4,149,239.13
在建工程	1,383,776.18	741,698.17	332,280.43	370,403.28
无形资产	163,650.07	194,716.66	185,394.63	183,143.93
总资产	9,824,499.35	10,556,360.94	11,441,571.89	11,585,346.61
其他应付款	2,000,364.52	1,836,514.25	1,886,984.97	1,910,905.86
短期债务	1,676,292.56	1,185,709.55	1,395,097.68	1,233,099.89
长期债务	1,848,132.13	2,251,159.78	1,972,105.01	2,205,736.15
总债务	3,524,424.69	3,436,869.33	3,367,202.69	3,438,836.04
净债务	3,129,760.05	3,107,792.27	3,125,851.39	2,868,251.97
总负债	6,079,217.23	5,901,595.88	5,936,914.60	6,006,701.18
费用化利息支出	174,211.41	127,498.30	130,269.46	--
资本化利息支出	27,185.24	31,530.85	9,927.23	--
所有者权益合计	3,745,282.12	4,654,765.06	5,504,657.29	5,578,645.43
营业总收入	4,020,422.51	3,970,133.37	3,970,516.96	1,258,569.62
经营性业务利润	174,196.32	441,963.61	405,297.20	67,104.02
投资收益	111,452.92	82,729.85	161,729.36	32,069.75
净利润	124.06	315,484.61	422,176.73	74,027.07
EBIT	239,967.51	569,103.66	679,122.70	--
EBITDA	621,238.81	939,718.14	1,098,946.08	--
经营活动产生现金净流量	580,134.97	919,974.30	758,351.38	115,737.68
投资活动产生现金净流量	190,475.87	-1,048,439.22	-1,215,124.20	170,773.19
筹资活动产生现金净流量	-599,449.93	52,475.57	377,552.11	45,724.25
资本支出	501,930.26	385,569.73	340,624.95	69,269.00
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	14.45	20.81	20.88	12.48
期间费用率(%)	9.48	8.97	10.19	6.73
EBITDA 利润率(%)	15.45	23.67	27.68	--
总资产收益率(%)	2.39	5.58	6.17	--
净资产收益率(%)	0.00	7.52	8.31	5.34*
流动比率(X)	0.95	1.37	1.33	1.46
速动比率(X)	0.91	1.32	1.29	1.43
存货周转率(X)	20.53	16.68	17.66	31.64*
应收账款周转率(X)	11.27	11.94	10.32	10.24*
资产负债率(%)	61.88	55.91	51.89	51.85
总资本化比率(%)	48.48	42.47	37.95	38.14
短期债务/总债务(%)	47.56	34.50	41.43	35.86
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	0.27	0.23	0.13*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.35	0.78	0.54	0.38*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.88	5.78	5.41	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.79	22.15	17.67	10.00*
总债务/EBITDA(X)	5.67	3.66	3.06	--
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.79	0.79	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.08	5.91	7.84	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.19	3.58	4.84	--

注：由于缺乏相关数据，2021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。