



中国电力国际有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1835 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	中国电力国际有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“中电 GK01”、“GR 中电 02”	AAA
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存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国电力国际有限公司（以下简称“中电国际”或“公司”）股东支持力度很强、电力资产装机规模优势突出，清洁能源占比很高、售电量保持极高水平、盈利及经营获现水平显著提升和融资渠道多元且畅通等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司盈利水平易受燃料价格波动影响、债务规模增加且杠杆率相对较高、新能源电价持续下行等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
评级展望	中诚信国际认为，中国电力国际有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：受燃料价格波动和行业政策等因素影响，公司盈利能力持续大幅下滑，杠杆水平持续明显攀升、偿债能力明显弱化等。</p>	

正面

- 公司控股股东国家电力投资集团有限公司（以下简称“国家电投集团”）综合实力雄厚，在资产注入、资源保障、资本融通等多方面给予公司有力支持
- 公司积极推动能源结构转型，装机容量和清洁能源占比持续提升，规模优势突出且售电量保持极高水平
- 2023年以来受益于燃煤价格回落，公司盈利及获现水平显著提升
- 公司银企关系良好，子公司中国电力国际发展有限公司（以下简称“中国电力”）为上市公司，融资渠道畅通

关注

- 燃煤价格波动对公司盈利水平影响较大
- 公司投资支出较大，债务规模持续增加，财务杠杆率相对较高
- 电力市场化改革持续推进，新能源售电电价持续下行，需关注电力行业政策变动对售电电价走势的影响

项目负责人：张晶鑫 jxzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：方荷阳 hyfang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

中电国际（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,775.36	3,829.03	4,166.93	4,650.93
所有者权益合计（亿元）	794.76	1,125.44	1,291.50	1,388.30
负债合计（亿元）	1,980.60	2,703.59	2,875.43	3,262.63
总债务（亿元）	1,797.75	2,441.13	2,573.60	--
营业总收入（亿元）	595.72	771.83	794.97	214.16
净利润（亿元）	18.11	1.16	75.15	21.44
EBIT（亿元）	82.11	98.89	168.71	--
EBITDA（亿元）	174.35	243.18	329.85	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	107.20	228.39	273.06	60.36
营业毛利率(%)	15.48	17.56	23.74	26.98
总资产收益率(%)	3.22	2.99	4.22	--
EBIT 利润率(%)	13.78	12.81	21.22	--
资产负债率(%)	71.36	70.61	69.01	70.15
总资本化比率(%)	72.62	73.43	72.01	--
总债务/EBITDA(X)	10.31	10.04	7.80	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.35	2.40	3.10	--
FFO/总债务(%)	0.06	0.06	0.09	--

注：1、中诚信国际根据天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年及 2024 年一季度数据分别采用了 2023 年审计报告和 2024 年一季度财务报表数据期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比；3、中诚信国际债务统计口径包含公司计入少数股东权益的混合型证券余额以及计入其他流动负债的超短期融资券。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	可控装机容量 (万千瓦)	售电量 (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)
上海电力	2,244.52	721.92	1,685.72	70.01	424.02	21.93	35.68
华润电力	2,297.58	960.20	1,144.70	60.73	598.20	11.84	20.55
华电国际	5,844.98	2,095.46	2,230.36	62.62	1,171.76	6.43	48.08
中电国际	6,667.45	1,534.35	4,166.93	69.01	794.97	23.74	75.15

中诚信国际认为，与可比企业相比，公司在装机容量及售电量方面具有较为显著的规模优势。公司清洁能源机组占比很高，抵御燃料价格波动的能力较强，相对于传统能源发电企业，公司营业毛利率及利润水平较高。由于投资规模较大，公司财务杠杆水平相对较高。

注：“华润电力”为“华润电力投资有限公司”简称，“上海电力”为“上海电力股份有限公司”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

本次跟踪情况

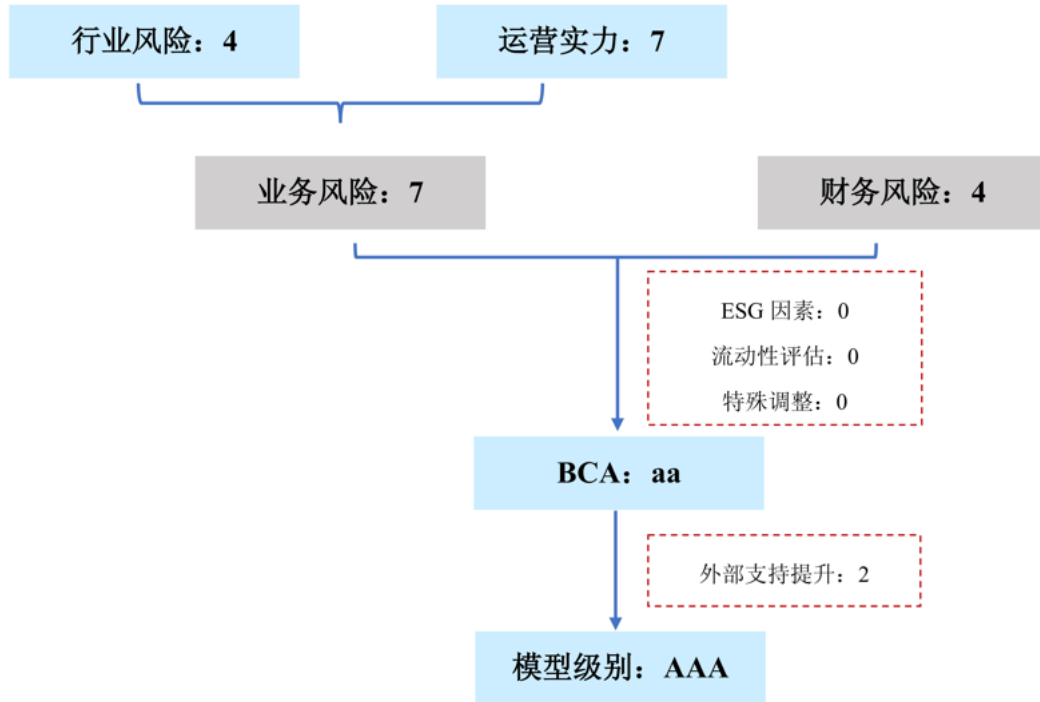
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额(亿元)	存续期	特殊条款
中电 GK01	AAA	AAA	2023/6/26 至本报告出具日	8/8	2023/02/06~2026/02/06	偿债保障承诺
GR 中电 02	AAA	AAA	2023/9/28 至本报告出具日	12/12	2023/11/14~2026/11/14	偿债保障承诺

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
中电国际	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/26 至本报告出具日

● 评级模型

中国电力国际有限公司评级模型打分(C150000_2024_05_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司是国家电投集团的核心子公司和主要的海外发展平台，其子公司中国电力为国家电投集团最主要的上市公司之一，在其产业布局中具有重要的战略地位，国家电投集团对公司具有极强的支持意愿和很强的支持能力，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望,2024 年1月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

中诚信国际认为，公司在装机规模及售电量方面具备显著的规模优势。跟踪期内，公司持续推动能源结构转型，清洁能源占比及装机规模稳步提升，电力资产较为优质，售电量及收入保持较好水平。煤炭价格回落缓解燃煤机组运营压力，但容量电价机制等政策影响仍存一定不确定性，需对燃料价格波动及平均售电单价变动保持关注。同时公司在建项目较多，面临一定的投资压力。

2023 年以来，公司产权结构和经营战略无较大变化，董事会成员变动及股权收购均未对公司正常生产经营产生影响，截至本报告出具日，公司治理结构完整、战略方向明确。

公司建立了健全的治理结构和较为完善的内部控制制度框架体系。2023 年内，因工作调动等原

因，公司董事会部分成员发生变更¹。2024 年 5 月，公司公告显示，根据集团公司总部组织结构优化调整方案对中电国际的董事长进行调整²，并于 5 月 6 日完成香港注册登记变更，属正常人事变动，对公司治理及日常经营管理无重大影响。截至报告出具日，公司治理结构完整。

截至 2024 年 3 月末，公司控股股东国家电力投资集团有限公司直接持有公司 100% 股权，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司的实际控制人。

2023 年，公司继续推进清洁能源产业建设和收购事项，年内公司完成多项同一控制下的企业合并³，合并范围变化对业务结构和发展方向无重大影响，企业电力资产规模、业务区域布局和运营实力得到拓展。

战略方面，公司战略方向明确，将持续致力于发展清洁能源项目，践行“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念。同时，公司作为国家电投集团境外发展的主力平台，将继续打造国际化发展和投资的核心竞争能力，致力于成为国家电投集团的国际清洁低碳能源投资平台、国际综合智慧能源开发平台和国际清洁能源资本运作平台。

2023 年以来，公司积极推动能源结构转型，通过自建与资本运作方式，实现清洁能源装机的持续提升，整体装机规模亦保持增长，规模优势明显、电源结构较优。加之多元化的区域布局及持续增长的用电需求，公司电力业务竞争力处于极强水平。

2023 年以来，公司通过自建投运及收购主要从事清洁能源发电的项目公司的方式，持续推进能源结构转型，公司清洁能源装机占比稳步提升，可控装机容量亦保持增长，规模优势显著。通过同一控制下的企业合并，公司对清洁能源业务拓展的进程有所加快。另外，截至 2023 年末，公司风电、光伏和水电机组的装机容量占比分别为 26.83%、27.49% 和 13.46%，电源结构较为多元。机组质量方面，截至 2023 年末，公司在运煤电机组主要为 60 万千瓦级以上的大型机组，资产质量较高。公司不断加强对能耗指标的管控，2023 年公司供电标准煤耗为 292.26 克/千瓦时，相对较低。综合来看，公司可控装机规模很大，电源结构较优且煤电资产质量较好。

从区域分布来看，公司电力资产主要位于中国境内，并广泛分布在安徽、山西、湖南等二十余个省、自治区和直辖市。境内主要机组所在区域经济发展水平相对较高、用电需求旺盛。2023 年我国全社会用电量为 92,241 亿千瓦时，同比增长 6.7%，持续增长的用电需求为公司业务运营及发展提供支撑。同时，作为国家电投集团境外发展的主力平台，公司境外装机容量近年来保持增长，主要分布于巴西、巴基斯坦、墨西哥、越南和智利，同时覆盖哈萨克斯坦、澳大利亚等，较为多元化的区域分布亦可分散一定的经营风险。由于公司境外项目多位于发展中国家，部分国家如越南等持续面临宏观经济及政治局势波动的不确定性，需关注境外项目运营环境的变动情况。

¹ 2023 年内，公司 1 名董事席位发生两次变更，截至报告出具日，公司董事会成员仍由四人组成。

² 公司董事长变更为公司子公司中国电力的董事局主席。

³ 公司向国家电力投资集团有限公司购买国家电投集团四川电力有限公司 100% 股权；公司下属控股子公司中国电力国际发展有限公司向国家电力投资集团有限公司购买国家电投集团北京电力有限公司 55.15% 股权、国家电投集团黑龙江电力有限公司 100% 股权、国家电投集团山西电力有限公司 100% 股权、国家电投集团福建电力有限公司 100% 股权；公司下属子公司中电电力检修工程有限公司向国家电投集团电能核设备有限公司购买荣成上核新能源科技有限公司 100% 股权；公司下属控股子公司中电国际新能源控股有限公司购买了阜新中华协合风力发电有限公司 100% 股权、涠池祥风新能源有限公司 64.09% 股权、山西中盛达能源投资有限公司 100% 股权、北京京丰国威综合能源有限公司 70% 股权。

表 1：近年来公司可控装机结构情况（万千瓦）

指标	2022	2023	2023 年同比变化(%)
可控装机容量	5,662.32	6,667.45	17.75%
其中：煤电	1,693.50	1,693.50	0%
气电	363.72	390.72	7.42%
水电	847.46	897.16	5.86%
光伏	1,312.38	1,832.85	39.66%
风电	1,388.36	1,789.12	28.87%
其他	56.90	64.10	12.65%
清洁能源占比 ⁴ (%)	70.09%	74.60%	4.51 个百分点

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内公司水电龙头电厂扩建投产强化地位，风电和光伏资源继续保持很高的储备量及较好的资源禀赋；随着供需形势趋于宽松，2023 年以来公司煤炭采购价格有所回落，火电机组运营压力降低，需对燃料价格波动对公司火电业务影响保持关注。

煤炭等资源获取方面，公司与一批大型煤炭生产和运输企业签订长协议供煤合同，锁定长期价格成本，建立了稳定的供应关系。公司发电用煤来自于外部采购，煤炭价格波动对公司盈利水平影响较大，资源控制能力有待提升。2023 年以来，国内原煤产量处于较高水平及海外煤炭供需趋于宽松、进口政策变动等因素共同推动市场煤炭价格大幅回落。受益于此，公司煤炭采购价格有所下降，煤电业务边际收益改善，仍需对煤炭价格波动对公司燃煤机组生产经营及盈利能力的影响保持关注。

公司水电资产机组在境内主要分布于沅水流域，境外主要管理位于巴西和智利的水电站，重点项目包括五强溪水电厂、三板溪水电厂、巴西圣西芒水电站等。跟踪期内，位于巴西电力负荷中心地带的圣西芒水电站仍保持很高的可利用小时数；五强溪水电厂是湖南省最大的水电站，2023 年完成扩建机组投产后，进一步强化了其作为华中电网调峰调频骨干水电厂地位。三板溪水电厂是沅水干流唯一具有多年调节性能的龙头电站，对下游梯级电站补偿效益显著。公司水电机组发电量受沅水流域来水情况影响较大，2023 年受区域来水大幅减少影响，水电机组利用小时数同比下降。

公司拥有丰富的风电和光伏资源储备。公司光伏项目主要分布于宁夏、湖北、山西等地区，同时布局墨西哥、澳大利亚、哈萨克斯坦等国家。整体来看，公司主要光伏项目位于太阳能资源较为丰富的区域，年度光伏利用小时数近 1,300 小时。公司风电项目主要位于湖南、山东、广西、山西、甘肃等地区，同时布局澳大利亚、墨西哥、哈萨克斯坦、越南等国家，其中澳大利亚和哈萨克斯坦拥有丰富的风力资源。新疆地区存在一定的弃风压力，公司主要通过加强电力营销、自建外送线路等方式减轻弃风压力。

受来水偏枯及上年剥离煤电机组影响，2023 年公司售电量同比有所下降但仍保持在极高水平。伴随清洁能源收购及新机组投入商业运行，新能源收入贡献比重提升，并带动公司收入继续增长。需关注煤电容量电价机制及可再生能源监管等政策对平均售电单价的影响。

售电量方面，2023 年受益于清洁能源收购、风光及气电新机组投入商业运营，公司风电、光伏和气电的发电量及售电量均同比增长。但因水电发电仍受来水偏枯影响、煤电售电量受 2022 年末

⁴ 清洁能源占比为清洁能源占可控装机容量比重，为去除煤电机组外的装机容量占比。

处置煤电机组⁵影响同比明显下降，致使 2023 年公司累计发电量及售电量较上年同期有所减少，但整体仍能保持极高水平。

售电单价方面，2023 年，受平价上网项目陆续投产影响，公司光伏和风电的售电单价均同比下降，但因煤电及气电售电单价提升，公司平均售电单价同比有所提高。其中，气电平均电价上升主要系一家气电站参与广东省电网企业代购市场电交易。伴随新能源装机规模及售电量提升，新能源对公司收入的贡献比重进一步增加，并带动当期公司收入继续增长。2024 年一季度，公司售电量保持较好水平，但因燃料价格回落下煤电价格联动逐步加强且平价上网的新能源机组增加，致使公司平均售电单价下降。自 2024 年开始实施的煤电容量电价机制⁶，或将在一定程度上保障煤电机组的盈利空间，但《全额保障性收购可再生能源电量监管办法》⁷的出台或将导致新能源发电项目面临更大的消纳及市场化竞争压力，因此政策对整体平均售电电价的影响存在一定的不确定性，中诚信国际将保持关注。

表 2：公司控股装机发电量和售电量

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
发电量（亿千瓦时）	1,502.24	1,723.40	1,599.29	436.76
售电量（亿千瓦时）	1,443.00	1,653.54	1,534.35	420.30
其中：煤电	884.98	908.98	724.31	185.79
气电	108.31	79.08	113.75	23.94
水电	224.34	214.76	152.13	58.04
风电	122.87	252.39	293.67	86.00
光伏	85.40	173.95	219.37	58.73
其他	17.10	24.39	31.12	7.80
售电单价（元/千千瓦时）	366.52	434.65	457.59	440.99
其中：煤电	348.78	428.27	448.41	440.29
气电	543.53	647.55	689.92	629.91
水电	255.96	253.14	252.40	345.21
风电	431.05	506.97	492.70	470.22
光伏	484.63	472.81	450.03	403.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建项目以新能源发电项目为主，在建装机规模较大且项目储备丰富。未来伴随新能源机组建成投产，公司电源结构有望进一步优化，经营实力亦将进一步增强，但同时也面临一定的投资压力。

2023 年，公司继续推进能源结构优化升级，在建项目主要为新能源发电项目，在建工程规模很大。截至 2023 年末，公司在建工程规模在 300 亿元以上。重大在建项目包括市场化并网光伏发电项目（一期 40 万千瓦）、靖海 150MW 海上风电场项目、麻城市多能互补百万千瓦新能源基地二期（300MW）项目等。同时，公司也有一定规模的储备项目，基于战略规划积极扩展境外装机容量。伴随未来在建项目的建成投产，公司装机规模将继续提升，电源结构亦将进一步优化，但公司未来投资规模将维持高位，面临一定的投资支出压力。

⁵ 2022 年 12 月，中国电力与中煤集团签订产权交易合同，向其出售新源融合 60% 股权，以优化煤电资产结构。

⁶ 2023 年 11 月，国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，决定自 2024 年 1 月 1 日起建立煤电容量电价机制，对煤电实行两部制电价政策。其中电量电价通过市场化方式形成，容量电价水平根据煤电转型进度等实际情况逐步调整，充分体现煤电对电力系统的支撑调节价值，更好保障电力系统安全运行，为承载更大规模的新能源发展奠定坚实基础。

⁷ 2024 年 2 月，国家发改委发布《全额保障性收购可再生能源电量监管办法》，自 2024 年 4 月 1 日起，可再生能源发电量将由原先的“全额收购+补贴”的模式变更为“保障性收购+市场化”运作。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年燃煤价格回落带动公司盈利及获现水平明显提升，相关偿债指标亦均有所优化。跟踪期内公司购建并举推动资产及债务继续增长，多渠道融资及引入战略投资者推动公司资本实力增强，当期末财务杠杆率同比压降但仍处于较高水平。同时，凭借很强的经营获现能力及外部融资能力，公司可实现到期债务接续，整体偿债能力亦保持在较好水平。伴随项目投资建设的推进，需持续关注公司的财务杠杆管控情况。

盈利能力

2023 年，伴随新能源产能陆续投放及子公司储能业务量增加，公司营业总收入规模同比进一步增长。同时，受益于燃煤价格回落，营业毛利率亦同比提升，加之财务费用及期间费用因融资成本下降而有所减少，使得公司当期经营性业务利润同比显著增加。燃煤价格回落下公司通过联、合营企业获得的投资收益明显增加，但因 2022 年处置长期股权投资获得较大的投资收益，使得 2023 年投资收益同比表现相对稳定。上述因素共同推动 2023 年公司各盈利指标实现大幅优化。2024 年一季度，伴随售电量的同比增加及燃煤价格的进一步回落，公司经营继续向好，各盈利指标延续优化态势。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
火电	383.84	-2.86	458.40	-1.02	427.14	10.73	--	--
水电	57.42	47.55	54.36	39.92	38.40	18.03	--	--
风电	63.41	54.61	127.95	48.81	144.69	48.37	--	--
光伏	41.99	50.68	85.22	50.44	100.31	45.16	--	--
其他	49.06	40.73	45.89	28.51	84.43	24.52		
合计	595.72	15.48	771.83	17.56	794.97	23.74	214.16	26.98

资料来源：公司债券年报及季度财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2023 年末，公司货币资金同比有所下滑，但受限比例低，可动用部分充裕。公司应收账款主要为应收电费以及应收新能源补贴款，账龄仍以 1 年以内为主，规模随收入增长而增加。2023 年以来，公司购建并举推动固定资产和在建工程均同比增长，同时受追加投资及参股企业收益积累影响，当期末公司长期股权投资规模进一步增加，整体带动公司资产总额进一步提升；项目建设及收购推进亦使公司保持一定的融资需求，2023 年末公司长短期债务及总债务规模均同比增长，但公司债务结构仍保持在合理水平。另外，2023 年末公司其他应付款增加主要系股权收购导致应付集团公司股权转让款增加；权益结构方面，主要因子公司发生同一控制下的企业合并事项，2023 年末公司资本公积同比明显减少并导致当期末归属于母公司所有者权益同比下滑。同期末，因发行永续债、基础设施类 Reits 及引入战略投资者等，公司少数股权权益同比明显增加，并带动公司权益规模上升，资本实力继续增强。2023 年末公司财务杠杆水平同比略有下降，资本结构有所改善，但杠杆率仍在 69% 以上。伴随发电资产持续投入，预期债务规模将处于上升态势，需持续关注其财务杠杆水平。

现金流及偿债情况

受益于经营业绩持续改善，2023 年及 2024 年一季度，公司经营活动净现金流入规模均较上年同期同比提升，经营获现能力进一步增强。伴随公司项目投资支出增加及收购子公司及相关单位支付现金的增加，2023 年公司投资活动现金流净支出规模同比明显增加。公司经营获现能力强，投资需求大，经营活动回笼资金不足部分由筹资现金流补充，2023 年公司筹资活动现金流仍保持净流入态势。偿债能力方面，2023 年受益于公司盈利及获现水平的明显提升，FFO 对总债务的覆盖能力及 EBITDA 对债务本息的覆盖能力均有所增强。整体来看，公司有息债务保持较大规模，但受益于很强的获现能力及筹资能力，偿债能力能够保持在较好水平。公司银企关系良好，截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 3,076.09 亿元，其中尚未使用的额度为 1,348.47 亿元，备用流动性充足。同时，公司子公司中国电力是香港上市公司，权益融资渠道畅通。资金管理方面，公司合理安排资金计划，并配合国家电投集团下属财务公司、财资公司推进司库系统一体化建设，加强资金管理能力，根据资金归集相关要求执行资金归集。

表 4：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
期间费用合计	72.47	115.50	111.91	29.75
经营性业务利润	16.67	14.51	76.84	26.70
利润总额	20.81	12.11	91.24	26.31
总资产收益率	3.22	2.99	4.22	--
应收账款	128.88	246.76	274.21	346.03
固定资产	1,669.38	2,392.75	2,594.02	2,681.90
总资产	2,775.36	3,829.03	4,166.93	4,650.93
其他应付款	51.00	104.19	182.04	191.42
总债务	1,797.75	2,441.13	2,573.60	--
归属于母公司所有者权益合计	254.29	274.56	246.02	201.93
少数股东权益	540.47	850.89	1,045.48	1,186.37
资产负债率	71.36	70.61	69.01	70.15
总资本化比率	72.62	73.43	72.01	--
经营活动净现金流	107.20	228.39	273.06	60.36
投资活动净现金流	-354.41	-391.04	-429.68	-26.50
EBITDA 利息保障倍数	2.35	2.40	3.10	--
FFO/总债务	0.06	0.06	0.09	--
总债务/EBITDA	10.31	10.04	7.80	--

资料来源：公司债券年报及季度财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 158.50 亿元，占当期末总资产的比例为 3.80%，受限比例低。同期末，公司无重大未决诉讼事项及对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，2021 年~2024 年 4 月末，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。

假设与预测⁸

⁸中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，

假设

——2024 年，预计煤价企稳并有所回落，平价上网新能源机组增加，市场博弈下，平均售电单价同比下降。

——2024 年，伴随在建项目建成投产，公司装机容量保持增长，平均利用小时数保持与上年相当的水平，公司售电量同比增加。

——2024 年，公司在建项目如期推进，投资支出保持较大规模，整体债务规模呈上升趋势。

——2024 年，通过多渠道融资及引入战略投资者，公司资本实力进一步增强，财务杠杆水平稳中有降。

预测

表 5：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	73.43	72.01	69.01~72.01
总债务/EBITDA(X)	10.04	7.80	7.40~7.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

ESG⁹表现方面，公司持续优化电源结构，积极发展清洁能源项目，目前开发项目以光伏和风电为主且布局储能业务，注重可持续发展和安全管理、注重员工权益且积极履行能源保供等社会责任。公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力强，未使用授信额度充足。公司子公司中国电力为香港上市公司，资本市场融资渠道通畅，财务弹性较好。此外，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出主要用于项目投资建设支出及债务还本付息。整体来看，良好的银企关系、较强的债券市场融资能力及畅通的融资渠道有助于债务平稳接续，未来一年流动性来源可覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

公司控股股东国家电投集团具有很强的支持能力，公司是其核心子公司和主要的海外发展平台，战略地位重要，控股股东对公司支持意愿极强，并能为公司在资产注入、资源获取等多方面提供较大支持。

公司控股股东为国家电投集团，最终实控人为国务院国资委。国家电投集团是我国大型国有独资电力企业集团之一，其发电资产已覆盖全国 31 个省、市、自治区，境外业务分布在日本、澳大利亚、马耳他、印度等多个国家和地区。国家电投集团资产规模雄厚，其装机容量、机组质量、市场份额和技术水平等方面均位居我国发电企业前列，行业地位显著，综合实力极强。国家电投集团下设财务公司、财资公司，协调外部银行、金融机构接入续贷的能力极强。公司是国家电投集团的核心子公司和主要的海外发展平台，其子公司中国电力为国家电投集团最主要的上市公司之一，在其产业布局中具有重要的战略地位。跟踪期内公司控股股东在权益融资、资产注入等方

前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁹中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

面为公司提供有力支持。综合来看，控股股东具有很强的支持能力，对公司有极强的支持意愿。

跟踪债券信用分析

“中电 GK01”募集资金 8.00 亿元，全部用于偿还项目并购及项目建设贷款，截至目前均已按用途使用。

“GR 中电 02”募集资金 12.00 亿元，其中 10.62 亿元用于偿还项目贷款，1.38 亿元用于项目建设投资，截至目前均已按用途使用。

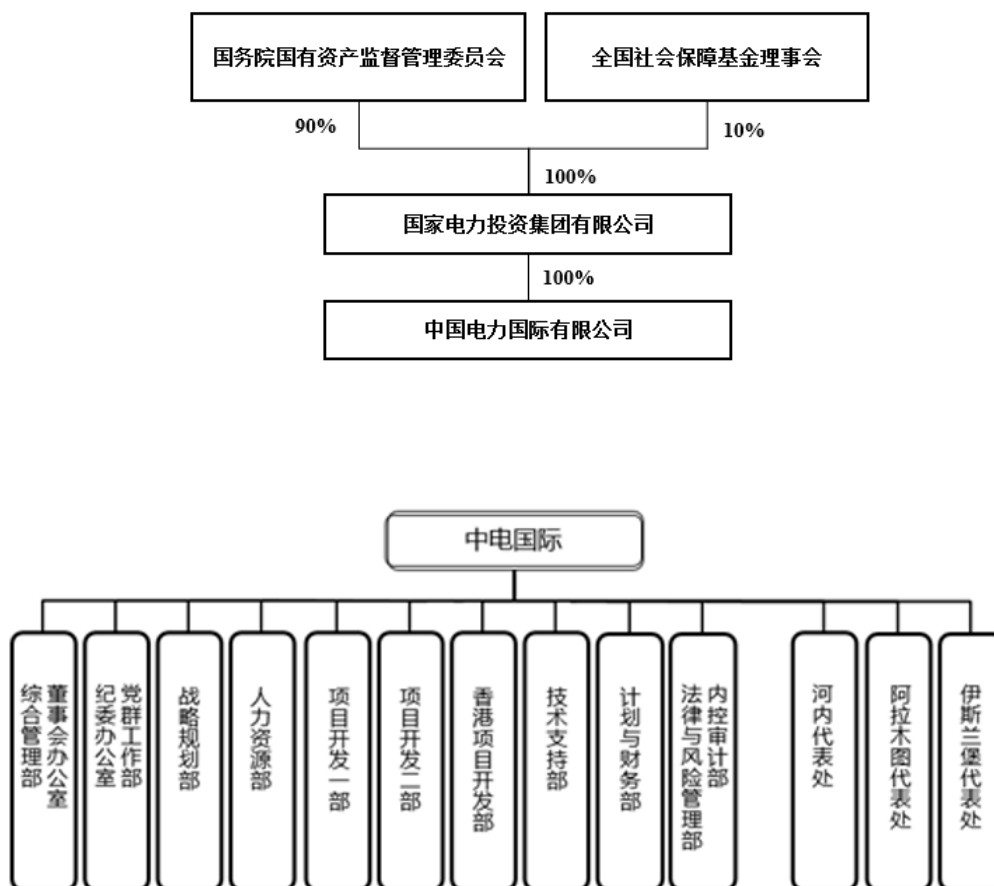
“中电 GK01”和“GR 中电 02”均设置偿债保障承诺，主要约定在债券每次付息、兑付日前 20 个交易日货币资金不低于每次应偿付金额的 10%；在债券每次回售资金发放日前 5 个交易日货币资金不低于每次应偿付金额的 20%。截至 2023 年末，公司货币资金余额为 118.35 亿元，受限货币资金为 1.19 亿元，货币资金充足。

“中电 GK01”和“GR 中电 02”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司规模优势突出，且电力资产较为优质，通过自建与资本运作方式，公司清洁能源装机占比持续提升。2023 年以来煤炭价格回落推动公司盈利能力显著改善，同时经营获现水平进一步增强，盈利及偿债相关指标亦持续优化，且流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量稳定。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，且可顺畅滚动发行，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国电力国际有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“中电 GK01”和“GR 中电 02”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国电力国际有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附二：中国电力国际有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	57.42	131.51	118.35	173.59
应收账款	128.88	246.76	274.21	346.03
其他应收款	58.82	116.76	117.02	118.82
存货	27.47	25.69	34.52	23.52
长期投资	137.58	162.37	203.20	222.79
固定资产	1,669.38	2,392.75	2,594.02	2,681.90
在建工程	350.62	275.84	314.28	380.90
无形资产	37.94	52.01	61.34	87.99
资产总计	2,775.36	3,829.03	4,166.93	4,650.93
其他应付款	51.00	104.19	182.04	191.42
短期债务	447.88	593.74	633.37	--
长期债务	1,349.87	1,847.39	1,940.23	--
总债务	1,797.75	2,441.13	2,573.60	--
净债务	1,741.84	2,310.83	2,456.44	--
负债合计	1,980.60	2,703.59	2,875.43	3,262.63
所有者权益合计	794.76	1,125.44	1,291.50	1,388.30
利息支出	74.30	101.15	106.44	--
营业总收入	595.72	771.83	794.97	214.16
经营性业务利润	16.67	14.51	76.84	26.70
投资收益	4.19	15.89	15.19	-0.86
净利润	18.11	1.16	75.15	21.44
EBIT	82.11	98.89	168.71	--
EBITDA	174.35	243.18	329.85	--
经营活动产生的现金流量净额	107.20	228.39	273.06	60.36
投资活动产生的现金流量净额	-354.41	-391.04	-429.68	-26.50
筹资活动产生的现金流量净额	259.68	221.61	143.85	3.65
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	15.48	17.56	23.74	26.98
期间费用率(%)	12.17	14.96	14.08	13.89
EBIT 利润率(%)	13.78	12.81	21.22	--
总资产收益率(%)	3.22	2.99	4.22	--
流动比率(X)	0.63	0.74	0.67	0.78
速动比率(X)	0.59	0.72	0.64	0.76
资产负债率(%)	71.36	70.61	69.01	70.15
总资本化比率(%)	72.62	73.43	72.01	--
短期债务/总债务(%)	24.91	24.32	24.61	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.02	0.05	0.08	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.10	0.21	0.31	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.44	2.26	2.57	--
总债务/EBITDA(X)	10.31	10.04	7.80	--
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.41	0.52	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.35	2.40	3.10	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.11	0.98	1.59	--
FFO/总债务(X)	0.06	0.06	0.09	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司计入少数股东权益的混合型证券以及计入其他流动负债的超短期融资券；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金-中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金-中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn