



# 国投电力控股股份有限公司

## 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 2049 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

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	国投电力控股股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“19 国投电”、“21 国投电”、“21 电力 Y1”、“21 电力 Y2”、“21 电力 Y3”、“22 电力 Y2”、“23 电力 Y1”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”或“公司”）水电资源优质、装机规模优势突出、清洁能源占比高、盈利及获现能力很强和融资渠道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对自然条件变化较为敏感及面临一定资本支出压力等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，国投电力控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>受行业政策、煤炭价格波动和来水情况等因素影响，公司盈利能力持续大幅下降；杠杆水平持续攀升；海外投资项目大幅亏损。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司独享雅砻江流域水能资源开发权和水电站梯级建设营运权，水电装机规模及联合调度优势突出</li> <li>■ 装机容量持续增长且规模优势突出，机组质量优良，清洁能源占比高</li> <li>■ 经营性盈利及获现能力保持行业内很强水平</li> <li>■ 可使用授信额度充足，作为A股上市公司，融资渠道畅通</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 清洁能源机组盈利能力易受区域来水、来风及光照等自然条件变化的影响</li> <li>■ 公司在建项目以新能源发电和大型水电项目为主，投资规模较大，面临一定资本支出压力</li> </ul>		

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn  
项目组成员：王馨淼 xmwang@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

国投电力（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,414.06	2,583.00	2,773.63	2,818.44
所有者权益合计（亿元）	880.98	936.21	1,021.17	1,060.35
负债合计（亿元）	1,533.08	1,646.78	1,752.46	1,758.10
总债务（亿元）	1,428.39	1,460.86	1,561.80	1,566.86
营业总收入（亿元）	437.66	504.89	567.12	141.08
净利润（亿元）	52.13	76.80	121.60	37.14
EBIT（亿元）	106.98	144.57	186.55	--
EBITDA（亿元）	193.23	241.26	285.77	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	146.31	219.64	212.68	64.57
营业毛利率(%)	29.28	32.04	36.08	40.28
总资产收益率(%)	4.55	5.79	6.97	--
EBIT 利润率(%)	24.44	28.63	32.90	--
资产负债率(%)	63.51	63.75	63.18	62.38
总资本化比率(%)	63.42	62.43	61.83	60.96
总债务/EBITDA(X)	7.39	6.06	5.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.52	4.45	5.76	--
FFO/总债务(X)	8.76	11.25	13.77	--

注：1、中诚信国际根据公司经营信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>1</sup> 审计并出具标准无保留意见的 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 年、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 1~3 月财务数据采用了财务报表期末数；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，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、为计算有息债务，中诚信国际将“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务，将“长期应付款”、“预计负债”和“其他权益工具”中的有息债务调整至长期债务。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	上网电量 (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)
长江电力	7,179.50	2,747.80	5,719.43	62.88	781.12	57.83	279.56
华能水电	2,752.79	1,062.35	1,952.39	63.78	234.61	56.36	82.43
国投电力	4,085.66	1,576.39	2,773.63	63.18	567.12	36.08	121.60

中诚信国际认为，国投电力在控股装机容量、上网电量方面弱于长江电力，但机组类型较为多元；公司营业收入规模处于可比企业中等水平，利润率较低的火电机组占比相对较高，营业毛利率低于可比企业。公司财务杠杆水平在对比企业中处于中等水平。

注：“长江电力”为“中国长江电力股份有限公司”简称；“华能水电”为“华能澜沧江水电股份有限公司”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
19 国投电	AAA	AAA	2023/06/19 至本报告出具日	12.00/12.00	2019/6/12~2029/6/12	--
21 国投电	AAA	AAA	2023/06/19 至本报告出具日	6.00/6.00	2021/4/16~2026/4/16	--
21 电力 Y1	AAA	AAA	2023/06/19 至本报告出具日	20.00/20.00	2021/8/10~2024/8/10 (3+N)	续期、调整票面利率、利息递延、赎回、偿付顺序
21 电力 Y2	AAA	AAA	2023/06/19 至本报告出具日	10.00/10.00	2021/8/24~2024/8/24 (3+N)	续期、调整票面利率、利息递延、赎回、偿付顺序
21 电力 Y3	AAA	AAA	2023/06/19 至本报告出具日	10.00/10.00	2021/11/11~2024/11/11 (3+N)	续期、调整票面利率、利息递延、赎回、偿付顺序

<sup>1</sup> 根据中华人民共和国财政部、国务院国有资产监督管理委员会及中国证券监督管理委员会《关于印发通知》（财会〔2023〕4 号）的相关规定，为保证审计工作的独立性和客观性，公司聘请立信会计师事务所（特殊普通合伙）承担公司 2023 年财务决算审计和内部控制审计工作。公司已就该事项与信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）进行了充分沟通，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）已明确知悉本事项并确认无异议。

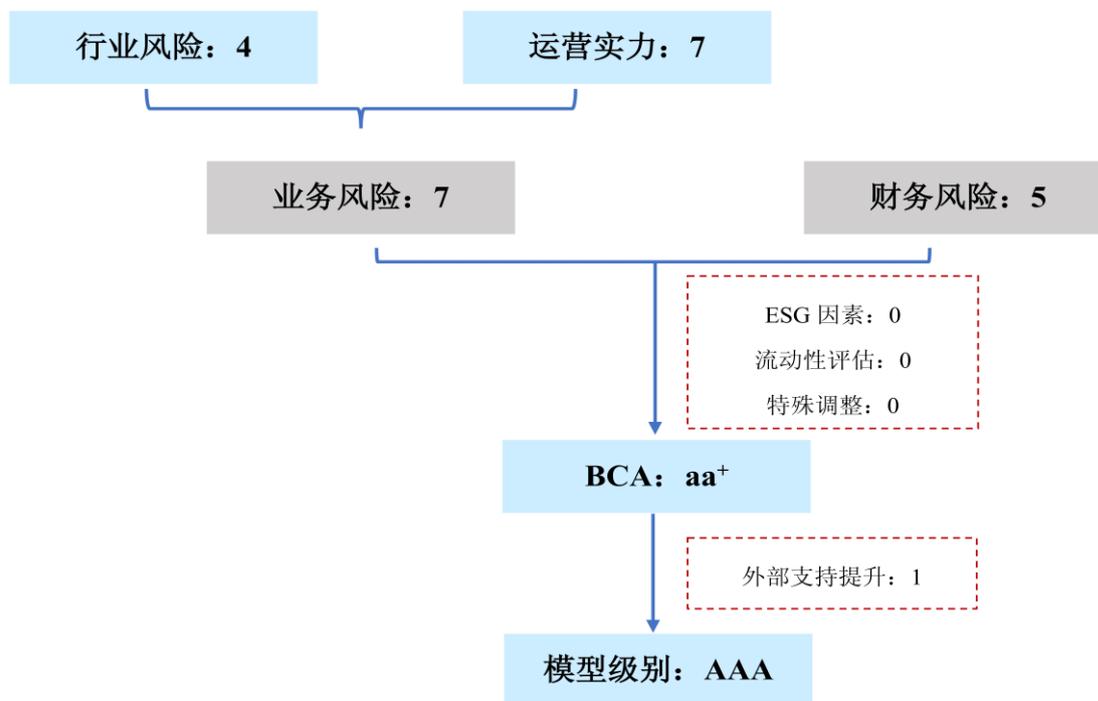
22 电力 Y2	AAA	AAA	2023/06/19 至本报告出具日	12.00/12.00	2022/11/14~2027/11/14 (5+N)	续期、调整票面利率、利息递延、赎回、偿付顺序
23 电力 Y1	AAA	AAA	2023/05/17 至本报告出具日	5.00/5.00	2023/5/26~2026/5/26 (3+N)	续期、调整票面利率、利息递延、赎回、偿付顺序

注：债项余额为 2024 年 5 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
国投电力	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/19 至本报告出具日

## ● 评级模型

### 国投电力控股股份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：** 公司最终控股股东国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）是国内首批国有资本投资公司，综合抗风险能力极强。公司作为国投集团唯一上市电力资产运营平台，在其业务运营中占有重要地位，可获得其较大支持。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，国投电力机组规模优势显著，结构多元，质量优良，上网电量保持极大规模且近年来持续增长，业务运营实力极强，公司在建项目较多，发展潜力较大。

*2023 年以来公司产权结构无较大变化，管理层变动预计不会对公司日常生产经营形成重大影响，战略方向较为明确。*

截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及总股本均为 74.54 亿元，国投集团持有公司 51.32% 的股份，为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。2023 年以来公司管理层发生的变化包括郭绪元先生任公司新任董事长，原董事长离任；原副总经理于海淼任总经理，原总经理离任等，上述变动均为正常工作调动，预计不会对公司日常生产经营形成重大影响。

发展战略方面，公司全力践行能源保供使命并推动绿色低碳转型发展，围绕“双碳”目标，推动绿色高质量发展，坚持落实效益优先的经营发展思路及策略，聚焦清洁能源主责主业，不断提高专业化管理能力，持续推进改革创新，积极打造世界一流的绿色高效电力企业。

**2023 年公司装机容量进一步提升且规模优势显著，清洁能源占比高且机组质量优良；公司控股机组中雅砻江流域水电装机占比高，其盈利易受极端天气和来水变化影响。**

2023 年以来，随着四川、云南、贵州、甘肃、广西等区域一系列新能源项目陆续投产、国投钦州两台 66 万千瓦燃煤机组分别于 2023 年底、2024 年 4 月投产，公司总装机规模持续提升，保持了显著的规模优势，且清洁能源占比进一步提升。公司电力资产优质，其下属的雅砻江水电是雅砻江流域干流<sup>2</sup>唯一的水电开发运营主体，规模和资源优势突出，雅砻江水电下属两河口水电站具有多年调节能力、锦屏一级水电站具有年调节能力，梯级补偿效益显著，联合调度优势突出。公司火电以高参数、大容量机组为主，截至 2023 年末除垃圾发电外火电机组容量全部在 30 万千瓦及以上，百万千瓦级机组占控股火电装机容量的 63.97%，机组质量优质。

表 1：近年来公司可控电力装机容量概况（万千瓦）

指标	2021	2022	2023
可控装机容量	3,621.83	3,776.42	4,085.66
其中：水电	2,076.50	2,128.00	2,128.00
火电	1,188.08	1,188.08	1,254.08
风电及光伏	357.25	460.34	703.58
清洁能源占比	67.20%	68.54%	69.31%

注：火电机组装机容量包含垃圾发电；装机容量包含境外项目；2023 年末公司风电及光伏装机规模分别为 318.25 万千瓦、385.33 万千瓦。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域分布方面，公司控股电力资产分布广泛，但其中约半数装机为四川省雅砻江流域水电，盈利水平易受极端天气及来水情况变化影响，但总体盈利能力强。火电多为沿海电厂，区位优势明显，2023 年以来煤炭成本的下降使得火电业务盈利能力大幅好转。新能源机组分布很广，可以一定程度上规避单一区域风光资源及消纳情况变化的影响。海外业务方面，公司已在泰国、英国及印尼布局项目，已投运项目运营较为稳定<sup>3</sup>。

表 2：近年来公司在运可控机组分布情况（万千瓦）

区域	电源类别	2021	2022	2023
四川	风电及光伏	43.25	43.25	161.65
	水电	1,870.00	1,920.00	1,920.00
天津	风电及光伏	5.00	6.89	10.00
	火电	400.00	400.00	400.00
福建	火电	398.60	398.60	398.60
广西	风电及光伏	19.40	29.40	30.73
	火电	326.00	326.00	392.00
云南	风电及光伏	48.40	63.40	100.00
	水电	135.00	135.00	135.00

<sup>2</sup> 雅砻江流域水量丰沛、落差集中、水电淹没损失小，兼具消纳和移民优势，经济技术指标优越，运营效率突出，流域技术可开发装机容量约 3,000 万千瓦，在我国 13 大水电基地中排名第 3。

<sup>3</sup> 泰国曼谷火电项目所处区域用电需求旺盛，英国风电项目享有 20 年的可再生能源义务证书（简称 ROC）补贴机制。2021~2023 年，泰国曼谷项目实现发电量分别为 0.78 亿千瓦时、0.62 亿千瓦时和 0.78 亿千瓦时，英国项目实现发电量分别为 1.19 亿千瓦时、1.44 亿千瓦时和 1.19 亿千瓦时。另外，公司已于 2021 年 11 月完成印尼巴塘水电项目（4\*12.75 万千瓦）的股权交割，并将该项目纳入了公司合并报表范围，目前该项目仍处于在建阶段。

甘肃	风电及光伏	42.25	87.25	121.25
	水电	71.50	73.00	73.00
新疆	风电及光伏	93.85	93.85	113.85
贵州	风电及光伏	--	5.20	20.00
	火电	62.50	62.50	62.50
青海	风电及光伏	19.90	19.90	19.90
安徽	风电及光伏	17.00	17.00	17.00
内蒙古	风电	--	15.00	15.00
陕西	风电及光伏	15.00	15.00	15.00
江苏	风电及光伏	12.00	12.00	12.00
浙江	风电及光伏	10.00	10.00	10.00
辽宁	风电及光伏	4.00	10.00	10.00
宁夏	风电及光伏	8.00	8.00	8.00
湖南	风电及光伏	--	5.00	5.00
江西	风电及光伏	5.00	5.00	5.00
海南	风电及光伏	4.80	4.80	4.80
河北	风电及光伏	4.40	4.40	4.40
西藏	风电及光伏	--	--	15.00
海外	泰国曼谷火电	0.98	0.98	0.98
	英国（Afton 风电项目）	5.00	5.00	5.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2023 年公司上网电量稳定增长且保持极大规模，上网电价亦呈上升态势；但需关注水电所在流域来水、新能源电量消纳以及煤炭价格变化等因素对机组运营及盈利的影响。**

2023 年以来，受益于新能源装机规模提升及火电出力增加等因素，公司上网电量持续增长且保持极高水平。水电方面，2023 年受雅砻江流域、澜沧江流域来水偏枯影响，公司水电上网电量及利用小时数同比下降，但利用小时数仍高于全国平均水平<sup>4</sup>。火电方面，2023 年以来受燃料价格下降、所在区域火电顶峰出力需求提升等因素影响，公司火电上网电量及利用小时数均大幅提升；公司供电煤耗处于较低水平，且随着能耗指标管控力度的加强，火电机组供电煤耗持续降低。新能源方面，装机规模的增长带动风电和光伏上网电量持续提升，公司新能源机组主要集中于消纳条件有限的西北和西南地区，弃风率及弃光率处于较高水平，需对公司新能源项目未来消纳情况保持关注。

随着电力体制改革的不断推进，部分省区市场化交易电量种类不断增加、规模不断加大，公司市场化交易电量占比保持上升态势。上网电价方面，2023 年受市场化交易电价下降及新能源机组平价上网电量占比增加等因素影响，公司火电、风电及光伏机组平均上网电价均出现下降，但同时水电上网电价有所上升，主要系雅砻江水电外送江苏部分的电价同比上升所致，加之水电上网电量占比较高，公司整体上网电价保持了上升趋势。

表 3：近年来公司机组运营情况

类别	2021	2022	2023
平均利用小时数（小时）	4,665	4,257	4,207
其中：水电	4,958	4,684	4,427
火电	4,971	4,262	4,896
风电	2,180	2,070	2,177
光伏	1,396	1,353	1,274
发电量（亿千瓦时）	1,536.69	1,565.00	1,617.75

<sup>4</sup> 2021~2023 年，全国水电机组平均利用小时数分别为：3,622 小时、3,418 小时及 3,133 小时。

其中：水电	882.57	991.93	942.06
火电	590.11	505.91	581.22
风电	47.86	48.74	64.94
光伏	16.15	18.41	29.53
<b>上网电量（亿千瓦时）</b>	<b>1,494.51</b>	<b>1,525.18</b>	<b>1,574.56</b>
其中：水电	877.63	986.21	936.43
火电	554.20	473.23	545.59
风电	46.71	47.57	63.38
光伏	15.97	18.18	29.16
<b>市场化交易电量（亿千瓦时）</b>	<b>625.90</b>	<b>645.16</b>	<b>711.11</b>
<b>市场化交易电量占比(%)</b>	<b>41.88</b>	<b>42.30</b>	<b>45.16</b>
<b>平均含税上网电价（元/千瓦时）</b>	<b>0.319</b>	<b>0.351</b>	<b>0.374</b>
其中：水电	0.255	0.272	0.300
火电	0.389	0.481	0.472
风电	0.484	0.508	0.486
光伏	0.918	0.845	0.665
单位供电煤耗（克/千瓦时）	297.65	298.79	296.90
弃风率(%)	8.78	11.41	12.02
弃光率(%)	3.67	5.02	7.80

注：上表中发电量、上网电量、上网电价为公司境内控股企业数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭采购方面，公司无自有煤炭资源，境内火电机组燃料主要采购自国能销售集团有限公司、中煤新集能源股份有限公司和国投京闽（福建）工贸有限公司等，由于公司位于福建、广西的火电机组采购部分进口煤，故公司市场煤采购量较高。2023 年国内煤炭保供政策效果显现、国际煤炭供需形势趋于宽松，使得公司煤炭采购入炉标煤单价同比下降，火电机组盈利能力大幅好转，中诚信国际将对煤炭价格变动情况及其对公司火电机组盈利水平的影响保持关注。

表 4：近年来公司境内控股火电机组燃料采购情况（万吨、元/吨）

指标	2021	2022	2023
长协煤采购数量	1,507	1,106	1,194
市场煤采购数量	1,423	1,553	1,827
入炉标煤单价（不含税）	1,024	1,199	1,029

注：市场煤采购量中包含进口煤采购部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**未来随着在建项目陆续投产运营，公司装机规模将进一步提升，电源结构将持续优化；但较大的投资规模也将带来一定的资本支出压力。**

截至 2023 年末，公司在建项目以新能源发电和大型水电项目为主，装机规模较大。未来随着在建项目的投产，公司装机规模将得到进一步提升，电源结构将进一步优化。但同时，较大的投资需求将使公司面临一定的资本支出压力。

表 5：截至 2023 年末公司在建项目情况（万千瓦）

序号	项目名称	设计规模
1	广西六炉山风电	40
2	广西董永风电	15
3	广西那思风电	10
4	海南文昌光伏	10
5	贵州平塘乐阳光伏	10
6	贵州平塘新塘光伏	10

7	云县茂兰光伏	20
8	玛纳斯储能+光伏	50
9	阿克塞光热+光伏	75
10	浦北分布式光伏	1.74
11	十堰郧西光伏	2
12	平阳鳌江光伏	5
13	贵州贵定光伏	5
14	天津宝坻风电	15
15	平塘大塘风电	10
16	册亨丫他风电	7.50
17	册亨秧坝风电	10
18	元江团田光伏	8
19	东川角家村光伏	18
20	若羌光热+光伏项目	100
21	浦北共享储能	20
22	英国 Benbrack 风电	6.71
23	卡拉水电站	102
24	巴塘水电站	51
25	钦州三期火电	132
26	华夏三期火电	60
合计	--	793.95

资料来源：公司年报

## 财务风险

中诚信国际认为，项目建设的持续推进使得公司资产及债务规模持续增长，财务杠杆相对平稳；公司可通过其很强的经营及获现能力为投资支出及债务付息提供保障，同时凭借其较好的内部流动性及很强的外部融资能力能够实现到期债务平稳续接，整体偿债能力亦保持在很强水平。

### 盈利能力

2023 年以来，受益于上网电量、电价的上升及火电燃料价格的下降，公司营业总收入及毛利率均同比增长，保持了很强的盈利能力。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2023 年以来财务费用的下降及营业收入的提升使得期间费用及期间费用率均同比下降，费用控制能力有所增强。2023 年公司投资收益同比大幅提升主要系参股火电厂受益于燃料成本下降扭亏为盈所致；在上述因素共同作用下，2023 年以来公司利润水平及各项盈利指标均大幅提升。

### 资产质量

公司资产以固定资产和在建工程等非流动资产为主，在建项目的持续推进、经营获现流入以及应收电费和可再生能源补贴款增加等推动公司总资产规模持续增长。负债主要为有息债务，2023 年以来公司项目建设持续推进使得融资仍保持较大规模，总债务持续增长；公司长期债务占比高，债务结构合理。受益于未分配利润的积累，公司权益规模持续上升，2023 年以来财务杠杆水平略有下降且处于行业内合理水平。值得注意的是，公司少数股东权益占比较高，需对公司权益稳

定性保持关注。

### 现金流及偿债情况

2023 年，公司经营活动现金净流入规模下降主要系收到的税费返还下降及随着经营规模扩大支付的职工薪酬、保证金增加所致，但公司仍保持了很强的经营获现能力。公司项目建设增加使得投资活动现金净流出规模上升；同时公司仍保持了一定外部融资力度，筹资活动现金呈净流出态势系到期偿还债务本息及股利分配<sup>5</sup>金额较多所致。2024 年一季度，公司经营获现水平同比进一步提升。2023 年末公司债务规模同比进一步增长，但受益于盈利水平的提升及很强的经营获现水平，各项偿债指标持续优化且保持行业内较好水平，公司偿债能力很强。截至 2024 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 4,377.22 亿元，其中尚未使用授信额度为 2,686.30 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司将资金归集至国投财务有限公司；公司与国投财务有限公司签订了《金融服务协议》，国投财务有限公司向公司提供存款、贷款、融资租赁以及结算等中国银保监会批准的相关业务。

表 6：近年来公司财务相关指标（亿元）

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
营业总收入	437.66	504.89	567.12	141.08
营业毛利率(%)	29.28	32.04	36.08	40.28
期间费用合计	56.58	62.12	58.91	13.36
期间费用率(%)	12.93	12.30	10.39	9.47
经营性业务利润	65.93	91.60	137.46	41.58
投资收益	1.02	2.73	6.97	1.95
利润总额	65.85	94.33	142.15	43.21
EBIT	106.98	144.57	186.55	--
EBITDA	193.23	241.26	285.77	--
总资产收益率(%)	4.55	5.79	6.97	--
货币资金	88.87	116.39	113.58	122.78
应收账款	95.83	89.72	140.33	145.84
长期股权投资	93.38	97.60	101.42	102.66
固定资产	1,843.12	1,944.85	1,981.11	1,958.28
在建工程	112.25	123.33	172.98	217.07
<b>资产总计</b>	<b>2,414.06</b>	<b>2,583.00</b>	<b>2,773.63</b>	<b>2,818.44</b>
负债合计	1,533.08	1,646.78	1,752.46	1,758.10
短期债务/总债务(%)	16.22	15.20	14.68	12.98
<b>总债务</b>	<b>1,428.39</b>	<b>1,460.86</b>	<b>1,561.80</b>	<b>1,566.86</b>
股本	74.54	74.54	74.54	74.54
未分配利润	244.23	268.18	309.51	329.42
少数股东权益	366.23	391.07	430.51	449.35
<b>所有者权益合计</b>	<b>880.98</b>	<b>936.21</b>	<b>1,021.17</b>	<b>1,060.35</b>
<b>资产负债率(%)</b>	<b>63.51</b>	<b>63.75</b>	<b>63.18</b>	<b>62.38</b>
<b>总资本化比率(%)</b>	<b>63.42</b>	<b>62.43</b>	<b>61.83</b>	<b>60.96</b>
经营活动净现金流	146.31	219.64	212.68	64.57
投资活动净现金流	-90.88	-156.89	-206.56	-51.52
筹资活动净现金流	-64.01	-35.74	-9.39	-3.76
FFO（亿元）	125.13	164.28	214.99	--
总债务/EBITDA(X)	7.39	6.06	5.47	--
FFO/总债务(%)	8.76	11.25	13.77	--

<sup>5</sup> 2022 年和 2023 年公司分别派发现金股利 12.19 亿元和 20.50 亿元；2024 年预计派发现金股利 36.88 亿元。

EBITDA 利息保障倍数(X)	3.52	4.45	5.76	--
------------------	------	------	------	----

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产规模为 62.34 亿元，占总资产的 2.21%，受限比例较小，对资产流动性影响不大；同期末，公司无重大未决诉讼。截至 2023 年末，公司对外担保系对合营企业 Inch Cape Offshore Limited Holdings 提供的连带责任担保，余额为 2.58 亿元，规模较小。

表 7：截至 2024 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	2.72	履约保证金、房屋维修基金、银行保函及承兑汇票保证金等
应收账款	32.49	电费收费权质押
固定资产	21.64	项目抵押贷款及未办妥产权证书的资产
无形资产	5.50	项目抵押贷款及未办妥产权证书的资产
合计	62.34	--

注：尾差主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**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，2020 年~2024 年 5 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<sup>6</sup>

### 假设

- 2024 年，公司的在建项目按计划投产。
- 2024 年，公司各电源品种上网电价较上年变动不大。
- 2024 年，在建项目持续推进，投资持续保持较大规模，债务规模保持增长态势。

### 预测

表 8：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(%)	62.43	61.83	60.96~61.57
总债务/EBITDA(X)	6.06	5.47	5.10~5.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 调整项

ESG<sup>7</sup>表现方面，公司发电资产中清洁能源机组占比较高，碳排放配额持续保持盈余，近年来公司持续推进节能降耗工作，对重点企业进行能效提升和清洁生产技术改造，加强碳排放管理、废水治理及固废处理；公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；公司近三年未发生一般事故以上的安全生产事故；公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经

<sup>6</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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人相关的重要假设，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，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>7</sup> 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。

营目标。**流动性评估方面**，公司经营获现能力很强，同时作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通，可以通过增发、配售股票等方式进行股权融资，融资渠道多元且畅通，公司外部投资以电力项目投资为主，建设周期较长，每年建设支出规模较为可控，未来一年流动性来源对流动性需求覆盖能力很强。

## 外部支持

**公司作为国投集团电力资产运营平台，在其业务运营中占有重要地位，可获得股东的大力支持。**

公司控股股东国投集团是国内首批国有资本投资公司，担负着国家重点项目投资、西部大开发等国有投资重任以及产业政策导向职能，得到国家的持续大力支持。国投集团业务结构多元化，已形成基础产业、金融及服务业和国际业务的协同发展，同时还积极推进前瞻性战略性业务，发展潜力很大，盈利能力极强。此外，国投集团银企关系良好，且拥有多家上市公司，直接与间接融资渠道畅通。公司作为国投集团唯一上市电力资产运营平台，在其业务运营中占有重要地位，可获得其很大支持。2023 年，公司营业总收入、净利润和经营活动净现金流分别占国投集团的 26.68%、58.09%和 60.43%。

## 跟踪债券信用分析

“19 国投电”募集资金 12.00 亿元，“21 国投电”募集资金 6.00 亿元，“21 电力 Y1”募集资金 20.00 亿元，“21 电力 Y2”募集资金 10.00 亿元，“21 电力 Y3”募集资金 10.00 亿元，“22 电力 Y2”募集资金 12.00 亿元，“23 电力 Y1”募集资金 5.00 亿元，上述债券募集资金用于偿还公司到期债务，其中部分用于偿还到期债务后补充流动资金，截至目前上述债券募集资金均已按用途使用完毕。

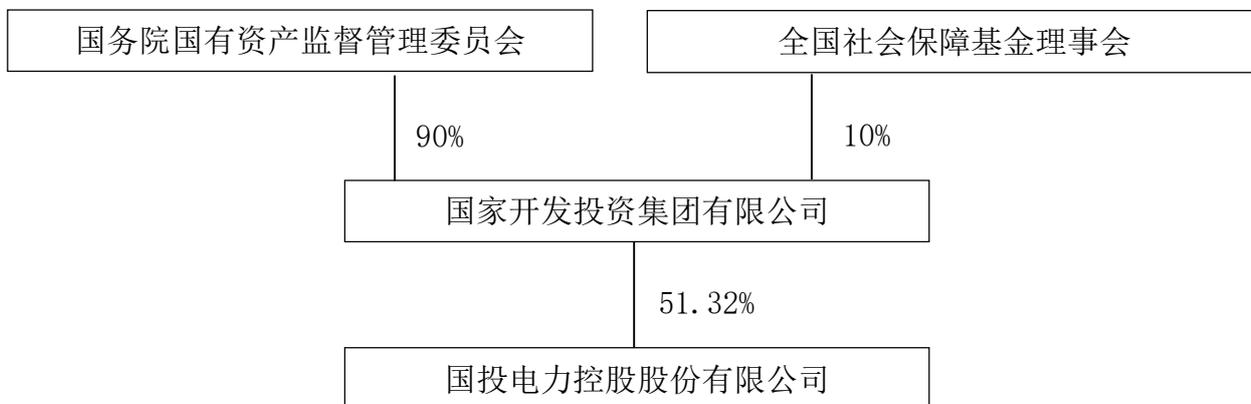
“21 电力 Y1”、“21 电力 Y2”、“21 电力 Y3”、“22 电力 Y2”、“23 电力 Y1”设置续期选择权、票面利率调整权、递延支付利息权、赎回选择权，破产清算时清偿顺序劣后于公司普通债务。上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

“19 国投电”、“21 国投电”、“21 电力 Y1”、“21 电力 Y2”、“21 电力 Y3”、“22 电力 Y2”和“23 电力 Y1”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。公司经营实力很强，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力尚可，目前跟踪债券信用风险极低。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持国投电力控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 国投电”、“21 国投电”、“21 电力 Y1”、“21 电力 Y2”、“21 电力 Y3”、“22 电力 Y2”和“23 电力 Y1”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：国投电力控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



全称	简称	持股比例	2023 年末		2023 年	
			总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
雅砻江流域水电开发有限公司	雅砻江水电	52%	1,791.95	679.33	244.85	86.58
天津国投津能发电有限公司	国投津能	64%	105.28	9.89	71.63	0.10
国投新能源投资有限公司	国投新能源投资	64.89%	169.55	61.32	21.83	7.38
国投云顶湄洲湾电力有限公司	国投湄洲湾	51%	58.15	30.09	57.33	2.52
国投钦州发电有限公司	国投钦州	61%	55.28	30.29	79.05	9.49
国投云南大朝山水电有限公司	国投大朝山	50%	35.58	34.08	10.35	5.89
厦门华夏国际电力发展有限公司	华夏电力	56%	31.76	13.87	26.49	1.36



资料来源：公司提供

## 附二：国投电力控股股份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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	888,655.22	1,163,878.10	1,135,800.51	1,227,832.37
应收账款	958,312.66	897,151.78	1,403,313.63	1,458,410.44
其他应收款	37,115.22	69,951.00	89,949.10	88,269.79
存货	126,992.30	121,747.26	129,649.64	136,107.05
长期投资	969,675.85	1,003,814.82	1,039,510.35	1,052,253.33
固定资产	18,431,161.90	19,448,522.21	19,811,121.96	19,582,832.04
在建工程	1,122,488.45	1,233,341.13	1,729,821.13	2,170,701.08
无形资产	558,834.06	566,524.98	611,619.54	610,925.03
资产总计	24,140,570.82	25,829,951.84	27,736,302.11	28,184,426.94
其他应付款	1,004,591.98	1,696,495.24	1,604,948.25	1,569,249.23
短期债务	2,316,225.83	2,220,885.26	2,292,955.23	2,033,472.67
长期债务	11,967,659.35	12,387,676.59	13,325,001.14	13,635,121.97
总债务	14,283,885.17	14,608,561.86	15,617,956.38	15,668,594.64
净债务	13,417,925.47	13,469,958.14	14,508,308.47	14,440,762.28
负债合计	15,330,812.23	16,467,819.15	17,524,566.09	17,580,965.91
所有者权益合计	8,809,758.58	9,362,132.68	10,211,736.02	10,603,461.03
利息支出	548,177.01	542,101.17	496,454.68	--
营业总收入	4,376,625.45	5,048,924.36	5,671,186.25	1,410,781.67
经营性业务利润	659,329.66	916,002.12	1,374,621.93	415,773.22
投资收益	10,197.54	27,310.52	69,733.11	19,514.30
净利润	521,308.25	768,036.77	1,216,025.91	371,413.23
EBIT	1,069,806.04	1,445,704.62	1,865,543.33	--
EBITDA	1,932,271.66	2,412,634.13	2,857,747.25	--
经营活动产生的现金流量净额	1,463,138.92	2,196,350.17	2,126,812.26	645,713.33
投资活动产生的现金流量净额	-908,834.87	-1,568,882.06	-2,065,625.62	-515,160.92
筹资活动产生的现金流量净额	-640,094.60	-357,421.56	-93,911.18	-37,572.21

财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	29.28	32.04	36.08	40.28
期间费用率(%)	12.93	12.30	10.39	9.47
EBIT 利润率(%)	24.44	28.63	32.90	--
总资产收益率(%)	4.55	5.79	6.97	--
流动比率(X)	0.57	0.52	0.63	0.70
速动比率(X)	0.54	0.49	0.60	0.67
存货周转率(X)	24.37	27.59	28.84	25.36*
应收账款周转率(X)	4.57	5.44	4.93	3.94*
资产负债率(%)	63.51	63.75	63.18	62.38
总资本化比率(%)	63.42	62.43	61.83	60.96
短期债务/总债务(%)	16.22	15.20	14.68	12.98
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.06	0.11	0.10	0.16*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.39	0.75	0.71	1.27*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.67	4.05	4.28	--
总债务/EBITDA(X)	7.39	6.06	5.47	--
EBITDA/短期债务(X)	0.83	1.09	1.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.52	4.45	5.76	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.95	2.67	3.76	--
FFO/总债务(%)	8.76	11.25	13.77	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、因缺乏相关数据，部分指标无法计算；3、为计算有息债务，中诚信国际将“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务，将“长期应付款”、“预计负债”和“其他权益工具”中的有息债务调整至长期债务；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	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/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
经营效率	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)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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
	EBIT 利润率	=EBIT/营业收入
现金流	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 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	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