大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

国电电力发展股份有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT

评级结果

主体信用			
跟踪评级结果	AAA	评级展望	稳定
上次评级结果	AAA	评级展望	稳定

债项信用：

债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
12 国电 02	10	7	AAA	AAA	2017.04
14 国电 03	15	5	AAA	AAA	2017.04
13 国电 MTN001	10	5+N	AAA	AAA	2017.04
14 国电 MTN001	17	5+N	AAA	AAA	2017.04

评级观点

大公对国电电力发展股份有限公司（以下简称“国电电力”或“公司”）“12 国电 02”、“14 国电 03”、“13 国电 MTN001”、“14 国电 MTN001”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。本次评级结果是大公对国电电力所处偿债环境、财富创造能力、偿债来源和偿债能力等评级要素历史表现及未来趋势综合判断的结果。主要理由阐述如下：

1、中国政府以稳中求进的审慎态度和较强的决策执行力，为中国实现经济稳定增长和经济结构调整提供重要保障，公司面临的政治生态较好；2017 年以来，全社会用电量增速继续回升带动发电企业发电量上升，但煤炭价格上涨，煤电企业燃料成本大幅攀升，受此影响煤电企业的外部偿债环境有所恶化。

2、公司财富创造能力主要依赖于电力业务，煤炭业务、化工业务和供热业务是其重要补充，公司电力装机规模优势显著，财富创造能力较强；未来若公司和中国神华能源股份有限公司（以下简称“中国神华”）资产重组顺利实施，公司财富创造能力将大幅增强。

3、公司偿债来源整体充裕，融资渠道多元，外部融资能力较强，但经营性净现金流在流动性偿债来源中的占比较低，可用偿债来源对财富创造能力的偏离度偏大，偿债来源结构有待进一步改善；公司清偿性偿债来源主要为发电设备等可变现资产，可变现资产价值较高，对债务偿还形成一定保障。

4、公司存量债务规模较大，有息债务占比较高，且面临一定

的短期偿债压力；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务融资能力依赖程度较高，债务安全度有待进一步提升。

◆ 优势与风险关注

有利因素：

1. 公司装机容量及发电量继续增长，规模优势显著，在电力市场仍具有很强的竞争能力；
2. 公司电源结构和机组利用效率不断优化，清洁能源装机占比持续提高，机组利用小时数仍高于全国平均水平；
3. 公司在资产注入和业务发展等方面持续得到控股股东的有力支持；
4. 公司拟与中国神华共同出资组建合资公司，且公司拥有对合资公司的控制权，若资产重组顺利实施，公司的市场地位和综合实力将得到进一步巩固和提高。

不利因素：

1. 2017 年，受煤炭价格上涨等因素影响，公司盈利能力大幅下滑；
2. 公司有息债务规模持续增加，短期有息债务规模占比较高，仍面临一定的短期偿债压力。

主要财务数据与核心指标

（单位：人民币亿元、%）

项目	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
总资产	2,792.53	2,741.30	2,712.67	2,501.85
所有者权益	740.97	726.59	741.72	695.24
总有息债务	1,833.61	1,828.68	1,693.52	1,583.81
营业收入	159.53	598.33	584.16	545.83
净利润	16.19	27.64	70.18	71.47
经营性净现金流	20.18	197.78	234.14	242.93
毛利率	21.48	17.03	25.58	31.01
总资产报酬率	0.67	3.75	5.55	6.23
债务资本比率	71.22	71.57	69.54	69.49
EBITDA利息覆盖倍数（倍）	-	3.08	4.01	3.40
经营性净现金流/总负债	0.99	9.92	12.40	13.45

注：公司提供了2017年及2018年1~3月财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对2017年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018年1~3月财务报表未经审计。

联系方式

评级小组负责人：谷蕾洁　　评级小组成员：王文静　唐　川

联系电话：+86-10-51087768　　客服电话：+ 86-4008-84-4008

传真：+86-10-84583355　　Email dagongratings@dagongcredit.com

地址：中国北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦A座29层

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年五月十七日

评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下:

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

评级报告导读

大公出具的信用评级报告是依据《大公信用评级原理》，通过偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面对发债主体信用风险状况进行判断。

大公认为，信用评级的目标是揭示债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度在信用风险矩阵中的位置。具体来说，偿债环境是影响发债主体财富创造能力和偿债来源的宏观制度环境；财富创造能力是发债主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度判断发债主体偿债来源结构合理性和可靠性，是评价偿债能力安全度的决定性因素，一般来说，偏离度越大，偿债来源稳定性和安全性越差，相反，偏离度越小，偿债来源稳定性和安全性越强；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度。

具体要素分析如下：

1、偿债环境主要从政治生态和信用生态两方面分析宏观制度环境及其运行态势对发债主体财富创造能力和偿债来源及偿债能力的影响；

2、财富创造能力分析的是发债主体盈利能力及其对偿债来源的贡献；

3、偿债来源主要通过分析发债主体盈利、可用偿债货币资金、债务收入、外部支持等流动性偿债来源以及可变现资产等清偿性偿债来源的数量和结构对发债主体偿债来源的安全度进行度量；

4、偿债能力分析是通过衡量发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力得到存量、新增和总债务偿还能力。

跟踪评级说明

根据大公承做的国电电力存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

基本经营

（一）主体概况

公司前身为大连东北热电发展股份有限公司，成立于1992年12月。1997年3月，公司在上海证券交易所挂牌上市，证券代码为600795。1999年11月，公司更名为现名。期间历经数次股权变更和增资扩股。截至2018年3月末，公司股本为1,965,039.78万股，中国国电集团有限公司（以下简称“国电集团”）为公司第一大控股股东。公司的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等有关法律法规规章的要求，制定公司章程。公司设立股东大会、董事会、监事会的公司法人治理结构，各部门职责分工合理、权责分配明确。股东大会是公司的权力机构。公司董事会由11名董事组成，设董事长1人，对股东大会负责。公司监事会由5名监事组成，设主席1人，监事会是公司的监督机构，对公司的生产经营活动实施监督管理。公司高级管理人员包括总经理、副总经理、总会计师和董事会秘书，由董事会聘任或解聘。此外公司设总经理工作部、计划发展部等职能部门，同时建立了健全的制度管理体系，制定了包括财务管理、内部审计、对外投资、风险控制等各方面的一系列管理制度。综合来看，公司法人治理结构健全并能有效运行。

公司战略定位是建设具有全球竞争力的世界一流综合性电力上市公司。总体发展策略为大力发展风电、水电，优化发展火电，安全高效发展煤炭产业，择优发展太阳能，努力发展核电，积极稳健开发海外市场。具体实施上：煤电方面，以技术创新引领发展，优先有序推进大型煤电基地、东部沿海地区煤电项目的布局和开发；水电方面，

重点抓好大渡河和开都河流域项目开发；风电方面，认真谋划发展布局，做好三年发展滚动计划，加大优质资源储备力度，重点抓好中东南部低风速和分散式风电项目；加大海外项目推进力度，重点抓好哈萨克斯坦、莫桑比克火电项目前期工作，确保取得实质性进展。

（二）盈利模式

公司的主要业务板块为电力生产和销售、煤炭销售、化工产品销售以及热力生产和销售等。电力生产和销售板块是公司收入的主要来源，2017 年，电力生产和销售板块业务收入占公司主营业务收入的 89.02%。未来 1～2 年，公司致力于建设具有全球竞争力的世界一流综合性电力上市公司，电力生产和销售板块仍将是公司的主要发展板块。

公司资产结构优良，所属企业分布在 24 个省、市、自治区。截至 2017 年末，公司控股装机容量 5,222.49 万千瓦，同比增加 134.34 万千瓦，其中火电 3,262.00 万千瓦，水电 1,374.58 万千瓦；2017 年公司发电量和上网电量分别为 2,022.02 亿千瓦时和 1,921.66 亿千瓦时，分别同比增长 2.71%和 2.65%；机组完成利用小时数 3,962 小时，高于全国平均 176 小时。此外，公司控制煤矿总资源储量 31 亿吨，煤矿设计（核定）生产能力 1,500 万吨/年。

（三）股权链

截至 2018 年 3 月末，公司股本为 1,965,039.78 万股，国电集团为公司第一大控股股东，直接和间接持股比例为 46.09%。公司的实际控制人是国务院国资委。截至 2017 年末，公司拥有直属及控股企业 82 家，参股企业 21 家，筹建处 4 家。公司三级子公司宁夏英力特化工股份有限公司(以下简称“英力特”，股票代码：000635)为在深圳证券交易所的上市公司。

2017 年 8 月，国电集团收到国务院国资委通知，国电集团将与神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）实施联合重组，神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）作为重组后的母公司，吸收合并国电集团，国电集团注销。截至本报告出具日，神华集团已更名为国家能源集团，并在工商行政

管理机关完成变更登记（备案），国电集团和国家能源集团也已于2018年2月签署《国家能源投资集团有限责任公司与中国国电集团有限公司之合并协议》。上述合并事项的实施尚需履行必要的程序以及获得其他有权机构必要的批准、核准及同意，大公将持续关注后续进展情况。上述合并事项完成后，公司控股股东将变更为国家能源集团，实际控制人仍是国务院国资委。

（四）债务链

截至2018年3月末，公司总有息债务为1,833.61亿元，其中短期有息债务为508.03亿元。从债务构成来看，公司有息负债主要包括短期借款311.68亿元、应付票据21.80亿元、一年内到期的非流动负债62.55亿元、其他流动负债112.00亿元、长期借款1,159.62亿元、应付债券18.77亿元、其他非流动负债70.10亿元和长期应付款77.09亿元，其中其他流动负债主要为短期融资券，其他非流动负债主要为中期票据，长期应付款主要为应付融资租赁款。整体来看，公司债务融资渠道多样，存量债务规模较大，且短期有息债务占比很高，公司面临的一定的短期偿还压力。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2018年1月8日，公司本部未曾发生过信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的各类债务融资工具均按时偿付本息。

（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表1　本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
12国电02	10	2012.06.15～2019.06.15	偿还银行借款、补充流动资金	募集资金已使用完毕
14国电03	15	2015.10.16～2020.10.16	补充营运资金	
13国电MTN001	10	2013.12.20～于发债主体依照发行条款约定赎回之前长期存续	补充营运资金	
14国电MTN001	17	2014.11.17～于发债主体依照发行条款约定赎回之前长期存续	补充营运资金	

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

中国政府以稳中求进的审慎态度和较强的决策执行力，为中国实现经济稳定增长和经济结构调整提供重要保障，主要经济指标仍处于合理区间；我国信用风险有所上升但总体处于可控范围 ；2017 年以来，煤炭价格上涨，煤电企业燃料成本大幅攀升，受此影响煤电企业的外部偿债环境有所恶化。

（一）政治生态

中国政府稳中求进的审慎态度和较强的决策执行力，为中国实现经济稳定增长和经济结构调整提供重要保障；政策连续性较强，为企业各项业务的平稳发展提供了可靠的制度保障

2018 年是实施"十三五"规划的重要一年，是供给侧结构性改革的深化之年，中国政府将继续统筹推进"五位一体"总体布局和协调推进"四个全面"战略布局，以适应把握引领经济发展新常态，同时坚持以提高发展质量和效益为中心，坚持宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的政策思路，以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，以促进经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

中央政府审慎的改革态度、较大的政策回旋空间和较强的执行力将为中国实现经济转型提供重要保障。首先，中央政府继续坚持以稳中求进的工作总基调推进改革。其次，中国政府有能力通过实施稳健的货币政策和积极的财政政策保持一定经济增速，从而为结构调整提供稳定的经济增长环境。最后，较强的政策执行能力与统筹能力也将为中国顺利推进结构性改革、实现经济转型提供有力政治保障和现实依据。一方面，中国着力化解产能过剩导致的有效供给不足，为中国实现现代化进程创造上升空间；另一方面，中国积极推动的保就业、促民生等措施有助于缓解社会压力，防止结构调整期间的社会矛盾激化，帮助中国顺利实现经济转型和跨越中等收入陷阱。

在火电供给侧改革背景下，煤电政策措施不断升级，装机增速明显放缓，非化石能源装机占比提升，火电将继续承压，未来利用小时数将保持较低水平

在全国火电供给侧改革目标下,国家严格控制煤电规划建设,《电力发展“十三五”规划（2016～2020 年）》提出“十三五”期间，取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿千瓦以上，2020 年全国煤电装机力争控制在 11 亿千瓦以内,非化石能源发电装机达到 7.7 亿千瓦左右，占比约 39%；同时，围绕十三五规划，发改委、能源局发布《关于促进我国煤电有序发展的通知》，采取“取消一批、缓建一批、缓核一批”措施。近年来，随着全国能源结构的调整，非化石电源快速发展，非化石能源装机占比从 2014 年的 33.3%提高到 2017 年的 38.7%，未来一段时间内，煤电装机的占比将继续下降。2017 年末，火电装机增速继续放缓，为 7.6%，同比下降 0.6 个百分点；全国全口径发电装机容量 17.8 亿千瓦；其中，非化石能源发电装机容量 6.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 38.7%，同比提高 2.1 个百分点。利用小时数方面，2017 年全国发电设备利用小时 3,786 小时，与上年基本持平，其中，全国火电设备利用小时 4,209 小时，同比提高 23 小时；水电设备利用小时 3,579 小时、同比降低 40 小时；并网风电、太阳能发电设备利用小时分别为 1,948 小时、1,204 小时，同比分别提高 203 小时、74 小时。

截至 2018 年 3 月末，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电装机容量 17.1 亿千瓦，同比增长 6.1%。其中火电装机容量 11.0 亿千瓦，同比增长 3.7%，增速同比降低 1.3 个百分点。2018 年一季度，全国发电设备利用小时为 922 小时，同比提高 34 小时。其中全国火电设备利用小时 1,089 小时、同比提高 52 小时；并网太阳能发电、风电、核电设备利用小时分别为 289、592、1,690 小时，同比分别提高 14、124、59 小时。

2017 年，电力市场化进程的推进使得价格相对较低的交易电量占比增加，抵消标杆电价上调对于火电企业的部分有利影响；煤炭价格继续上涨，煤电企业燃料成本大幅攀升，受此影响火电企业盈利能力有所下降

上网电价方面，自 2015 年 4 月电价平均每度下调 2 分以后，2016 年 1 月发改委再次下调全国燃煤发电上网电价约每度 3 分，2017 年 6 月 16 日，发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。各地专项基金征收标准不同，该政策实施相当于上调约 1 分钱的上网电价。但是，随着电力体制改革的逐步推进，国家发改委、能源局密集出台省级电改方案，《售电公司准入与退出管理办法》、《有序放开配电业务管理办法》、《电力中长期交易基本规则》等核心配套文件相继落地，2016 年以来各省份逐步放开了电力市场化交易，2017 年市场化交易电量规模进一步扩大，交易电量累计 1.63 万亿千瓦时，同比增长 45%。总体来看，2017 年下半年开始标杆电价有所上调，但在火电行业产能过剩的背景下，发电企业参与市场竞争意愿不断增强，交易电量占比增加因素抵消了标杆电价上调对于火电企业一部分的有利影响。

煤价方面，自 2016 年下半年以来，受煤炭行业去产能超进度，叠加安全、环保等多方面因素影响，煤炭产量增加不足，电煤供应持续偏紧，煤炭价格企稳回升并维持在高位运行，煤电企业发电成本大幅增加。截至 2017 年 4 月末，环渤海动力煤平均格指数为 570 元/吨。

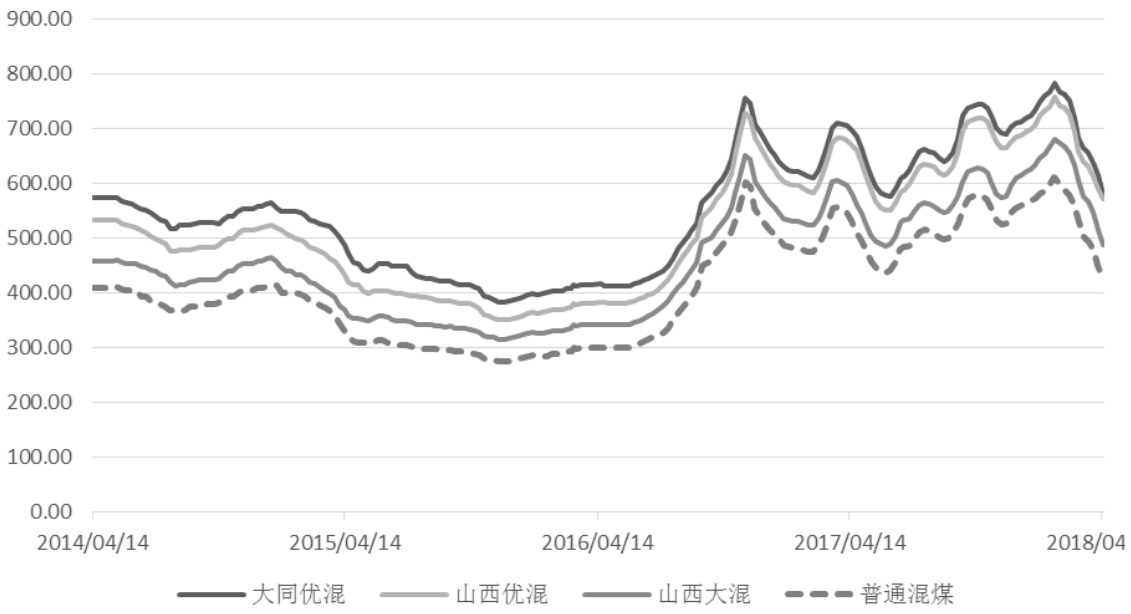


图 1　2014 年 4 月至 2018 年 4 月全国主要煤价变动情况（单位：元/吨）

数据来源：Wind

为稳定煤炭市场，缓解煤炭供需矛盾，2017 年 11 月 29 日国家发改委发布《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，中央和各省区市煤炭及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的 75%以上，铁路、港航企业对中长期合同在运力方面要予以优先安排和兑现保障，且合同一经签订必须严格履行，全年中长期合同履约率应不低于 90%，随着长协合同量占比的提高以及煤炭供需矛盾的逐步缓解，煤炭供应方面未来较 2017 年将相对宽松。

总体来看，因交易电量占比增加，标杆电价上调对盈利能力的有利影响有限；2017 年全国煤炭供需平衡偏紧，电煤价格高位上涨，煤电企业燃料成本大幅攀升，受此影响火电企业经营效益有所下滑。

（二）信用生态

中国经济整体表现为缓中趋稳、稳中向好，主要经济指标仍处于合理区间；信用体系风险上升但程度可控；结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍；预计未来短期内我国经济仍将面临较大增长压力，长期来看经济增长将趋于稳定，但经济运行仍面临较多的风险因素

2017 年，中国经济运行缓中趋稳、稳中向好，主要经济指标同

比增速均出现不同程度的上升，但仍面临较大的经济增长压力。据初步核算，2017 年，我国实现国内生产总值 82.71 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.9%，较 2016 年上升 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.6%，增速同比上升 0.6 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 7.2%，增速同比下降 0.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 7.0%。此外，国内需求增长减慢，国际需求大幅增长，2017 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.2%，市场需求依然疲软，进出口总额同比增长 14.2%，扭转了近年来进出口逐年下行的趋势。2017 年，全国公共财政预算收入同比增长 7.4%，增速同比上升 2.9 个百分点，政府性基金收入同比增长 34.8%。同期，全社会融资规模增量为 19.44 万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加 13.84 万亿元，同比增长 1.41 万亿元。截至 2017 年末，广义货币（M2）余额为 167.68 万亿元，同比增长 8.2%，增速较去年同期下降 1.0 个百分点。

整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势有所逆转，但随着贸易保护主义抬头，未来出口形势存在较大不确定性，结构性矛盾仍然突出，虽然主要经济指标增速好转，但经济增长压力依然较大。

针对经济增长压力，国家加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合。在坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，推动高质量发展，加大改革开放力度，抓好“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。积极的财政政策强调“聚力增效”，加大一般性转移支付，增强中西部地区财力，优化财政支出结构，提高财政支出的公共性、普惠性，严控地方政府一般性支出。稳健的货币政策注重松紧适度，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重，引导资金更好服务实体经济。产业政策方面，按照加强供给侧结构性改革的要求，化解过剩产能、淘汰落后产能，减少无效供给，发展壮大新动能，做大做强新兴产业集群，深化“放管服”改革，全面实施市场准入负面清单制度，改革完善增值税，调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率，提高小规模纳税人年销售额标

准。加强国家创新体系建设，强化基础研究和应用基础研究，支持科研院所、高校与企业融通创新，加快创新成果转化应用；改革科技管理制度，绩效评价要加快从重过程向重结果转变；促进大众创业、万众创新上水平，打造“双创”升级版，设立国家融资担保基金，支持优质创新型企业上市融资；深化人才发展体制改革，推动人力资源自由流动。深化国有资本投资、运营公司等改革试点，赋予更多自主权，继续推进国有企业优化重组和央企股份制改革；支持民营企业发展，解决民营企业反映的突出问题，激发和保护企业家精神；推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革，抓紧制定收入划分改革方案，完善转移支付制度。健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法；改革完善金融服务体系，支持金融机构扩展普惠金融业务，规范发展地方性中小金融机构，着力解决小微企业融资难、融资贵问题。加强金融机构风险内控。强化金融监管统筹协调，健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管，进一步完善金融监管；防范化解地方政府债务风险，严禁各类违法违规举债、担保等行为，省级政府对本辖区债务负总责，省级以下地方政府各负其责，积极稳妥处置存量债务。加大精准扶贫力度，中央财政新增扶贫投入及有关转移支付向深度贫困地区倾斜，同时加强扶贫资金整合和绩效管理。推进污染防治取得更大成效，加强生态系统保护和修复。完善区域发展政策，推进基本公共服务均等化，加强对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区改革发展的支持，推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。

从外部环境来看，世界经济总体增速向好，美国和欧盟经济基本面强劲，主要经济指标表现较好，新兴经济体总体保持相对高度增长，但特朗普减税政策和全球贸易保护主义抬头加剧世界经济发展的不确定性。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大增长压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

财富创造能力

公司电力资产遍布全国，规模优势显著；公司财富创造能力主要依赖于电力业务，煤炭业务、化工业务和供热业务是其重要补充，未来若公司和中国神华资产重组顺利实施，公司财富创造能力将大幅增强

（一）市场需求

2017 年以来，宏观经济延续稳中有进、稳中向好的发展态势，随着国家供给侧结构性改革和创新驱动的扎实推进，转型升级成效明显，电力消费结构持续优化，用电增长呈现新动能，全社会用电量增速平稳增长

电力工业是国民经济发展的基础能源产业，电力需求受经济整体运行的波动影响较大。2017 年以来，宏观经济运行延续稳中有进、稳中向好的发展态势，工业生产总体稳定，为全社会用电量增长提供了有力支撑。随着国家供给侧结构性改革和创新驱动的扎实推进，转型升级成效明显。经济增长新动能催生用电增长新动能，医药制造业、专业设备制造业等 6 大制造业为代表的高技术制造业，以及与互联网等信息技术密切联系的第三产业诸多行业用电量持续快速增长，逐步成为电力消费中的新亮点。2017 年，我国实现全社会用电量 6.3 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点；其中，第一、第二产业用电量同比分别增长 7.3%和 6.6%，高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长成为电力消费新动能；第三产业和居民生活用电量同比分别增长 10.7%和 7.8%，电能替代在居民生活领域加快推进等成为拉动需求的新增长点。

2018 年一季度，全国全社会用电量 1.59 万亿千瓦时，同比增长 9.8%，为 2013 年三季度以来季度用电量最高增长水平。分地区看，东、中、西部和东北地区全社会用电量同比分别增长 7.8%、9.3%、13.6%和 10.2%，增速同比分别提高 1.8、3.1、4.1 和 5.3 个百分点；全国所有省份用电量均实现正增长。分产业来看，第一产业用电量 219 亿千瓦时、同比增长 10.3%，第二产业用电量 1.06 万亿千瓦时、同比增长 6.7%；第三产业用电量 2,504 亿千瓦时、同比增长 16.7%，

增速同比提高8.9个百分点，第三产业用电增速创近8年来季度新高。

整体来看，2017 年以来，全国全社会用电量实现平稳增长，随着国家供给侧结构性改革和创新驱动的扎实推进，转型升级成效明显，电力消费结构持续优化，用电增长呈现新动能。

（二）产品和服务竞争力

电力生产与销售仍是公司主营业务收入和利润的主要来源，2017年，受益于发电量及上网电量增加，公司主营业务收入同比有所增加；但受煤炭价格上涨等因素影响，公司主营业务毛利润及毛利率同比继续下滑

电力生产与销售业务仍是公司主营业务收入和利润的主要来源，煤炭销售、化工和热力业务收入仍是公司主营业务收入的重要补充。2017 年，受装机规模继续增长，公司发电量及上网电量增加，主营业务收入同比增长 3.31%。公司营业成本仍主要由燃料费和折旧费构成。2017 年公司营业成本为 495.41 亿元，同比增长 14.19%；其中燃料费占比达 50.20%，折旧费占比达 23.49%。燃料费成为公司盈利能力的重要影响因素。2017 年以来电煤价格高位运行，加之发电量同比增加导致燃煤消耗量增加，主营业务营业成本大幅上升，主营业务毛利率同比减少 8.54 个百分点。

2017 年，电力业务仍是公司主营业务收入的主要来源，占主营业务收入的 89.03%。同期，受煤炭价格上涨等因素影响，电力业务毛利率减少 10.37 个百分点。受益于燃煤价格上涨，带动公司燃煤销售业务收入同比增长 19.92%，成为公司主营业务收入的重要补充，同期实现毛利率 2.16%，同比增加 1.42 个百分点。公司化工业务主要来自于英力特，主营 PVC、E-PVC、烧碱、电石等产品，2017 年，受益于销售商品增多，化工业务收入同比继续增长。随着公司供热面积的扩大，公司供热业务营业收入同比增长 25.03%，受燃煤价格上涨导致成本上涨，供热业务毛利率同比减少 10.95 个百分点。公司其他业务收入主要来自于对外检修，在主营业务收入中占比很小。

2018 年 1～3 月，受益于发电量的继续增长，公司实现营业收入 159.53 亿元，同比增长 8.41%。同期公司实现毛利润 34.27 亿元，同

比增加 6.41 亿元；实现毛利率 21.48%，同比增长 2.55 个百分点。

表 2　2015～2017 年公司主营业务营业利润情况[1]（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	**590.12**	**100.00**	**573.85**	**100.00**	**535.80**	**100.00**
电力	525.39	89.03	507.24	88.39	467.57	87.27
热力	24.94	4.23	19.95	3.48	15.54	2.90
化工	26.09	4.42	23.00	4.01	17.80	3.32
煤炭销售	91.19	15.45	76.04	13.25	67.33	12.57
其他	4.25	0.72	3.09	0.54	6.89	1.29
减：内部抵消数	81.74	13.85	55.47	9.67	39.33	7.34
主营业务毛利润	**97.98**	**100.00**	**144.28**	**100.00**	**165.22**	**100.00**
电力	91.40	93.28	137.08	95.02	152.15	92.09
热力	-3.98	-4.06	-1.00	-0.69	-0.35	-0.21
化工	5.26	5.37	3.67	2.54	2.47	1.49
煤炭销售	1.97	2.01	0.57	0.39	0.34	0.21
其他	1.38	1.40	1.15	0.80	-0.72	-0.43
主营业务毛利率		**16.60**		**25.14**		**30.84**
电力		17.40		27.03		32.54
热力		-15.94		-4.99		-2.23
化工		20.16		15.96		13.87
煤炭销售		2.16		0.74		0.50
其他		32.35		37.23		-10.40

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，电力生产与销售仍是公司主要的收入和利润来源。2017 年，受益于装机规模增加，公司发电量及上网电量增加，主营业务收入同比上涨，但受电煤价格上涨等因素影响，主营业务毛利润及毛利率继续下降。

2017 年，公司装机容量继续增长，规模优势仍显著，且电源结构多元和机组布局分散，在全国电力市场仍具有很强的竞争优势

公司装机规模和发电量规模较大，规模优势显著，在国电集团乃至全国电力市场仍具有很强竞争优势。截至 2017 年末，公司控股装机容量为 5,222.49 万千瓦。2017 年公司新增发电装机容量 134.34 万千瓦，其中，火电机组减少 112.75 万千瓦，分别是关停江苏公司谏壁发电厂 99 万千瓦，关停宿州二热 13.75 万千瓦；水电机组新增

[1] 公司未提供 2018 年 1～3 月主营业务收入及利润构成明细。

144.90 万千瓦，分别是猴子岩水电站 127.5 万千瓦，沙坪二级水电站 17.4 万千瓦；风电机组新增 102.19 万千瓦。

表 3　2015～2017 年公司控股装机容量结构情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	装机容量	占比	装机容量	占比	装机容量	占比
火电	3,262.00	62.46	3,374.75	66.33	3,120.75	67.40
水电	1,374.58	26.32	1,229.68	24.17	1,080.03	23.32
风电	564.71	10.81	462.52	9.09	408.37	8.82
光伏发电	21.20	0.41	21.20	0.42	21.20	0.46
合计	**5,222.49**	**100.00**	**5,088.15**	**100.00**	**4,630.35**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

从机组区域分布来看，公司所在机组遍布全国 24 个省、市、自治区，总体较为分散，在江苏、安徽、浙江等电力需求旺盛地区以及四川、山西、宁夏和新疆等水资源和煤炭资源富集地区分布相对集中，具有一定的区位优势。2017 年，华东地区的发电业务收入占比达 58.93%，华北、西北、西南地区发电业务收入占比在 10%以上，区域分布结构的合理性在一定程度上降低了运营风险，保障公司营业收入稳定性。

表 4　2015～2017 年公司主营业务收入按地区分类情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
东北地区	35.45	6.01	36.94	6.44	34.87	6.51
华北地区	91.58	15.52	85.94	14.98	86.92	16.22
华东地区	347.77	58.93	328.49	57.24	297.88	55.60
西北地区	105.54	17.88	95.74	16.68	79.89	14.91
西南地区	85.73	14.53	77.43	13.49	71.77	13.39
华中地区	4.68	0.79	3.64	0.63	2.68	0.50
华南地区	1.11	0.19	1.14	0.20	1.12	0.21
减：内部抵销数	81.74	13.85	55.47	9.67	39.33	7.34
合计	**590.12**	**100.00**	**573.85**	**100.00**	**535.80**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司装机规模优势显著，区域分布结构的合理性在一定程度上保障了公司电力消纳。预计未来 1～2 年，公司将继续进行电力项目的建设，随着核准项目的推进，公司发电业务市场占有率有望提升。

公司发电量及上网电量同比均有所上涨；公司机组利用小时数仍高于全国平均水平；公司电源结构和机组运行效率不断优化，清洁能源占比持续提高仍保持行业较高水平

随着全社会用电量增速回升，公司发电量和上网电量有所上涨，2017 年，完成发电量和上网电量分别为 2,022.02 亿千瓦时和 1,921.66 亿千瓦时，同比分别增长 2.71%和 2.65%；同期公司获得大用户直供电量 590 亿千瓦时，同比增长 42.17%。2017 年公司发电利用小时完成 3,962 小时，高于全国平均利用小时 176 小时。

表 5　2015～2017 年公司电力指标情况（单位：万千瓦、亿千瓦时）

指标	2017 年	2016 年	2015 年
期末装机容量	5,222.49	5,088.15	4,630.35
发电量	2,022.02	1,968.85	1,686.57
利用小时数[2]（小时）	3,962	3,994	4,077

数据来源：根据公开资料整理

在电力生产方面，公司加快推进发展方式转变和布局结构优化升级，持续推进高效火电和清洁能源项目开发，公司不断利用先进技术降低燃料消耗，提高机组的安全可靠性和机组效能，降低运营成本。公司大容量、高参数、节能机组比重不断增加，2017 年末，公司 60 万千瓦及以上机组占总装机容量比重继续提升达到 61.50%，清洁可再生能源装机占比达到 37.54%，在可比上市公司中保持领先地位。同时，公司不断加强节能管理，重视发电设备的经济运行，进一步深化节能技术改造和设备治理，节能减排指标继续优化。2017 年，公司发电厂用电率、供电煤耗和供电水耗同比均继续下降。

表 6　2015～2017 年公司电厂运营情况

指标	2017 年	2016 年	2015 年
供电煤耗（克/千瓦时）	299.55	300.15	303.42
发电厂用电率（%）	3.57	3.72	3.87
发电水耗（千克/千瓦时）	0.98	1.00	1.00

数据来源：根据公开资料整理

综合来看，公司电源结构和机组运行效率持续优化，清洁可再生能源装机容量不断提高，有利于保障公司长期稳定发展。

[2] 2015～2017 年，全国发电机组平均利用小时数分别为 3,969 小时、3,785 小时和 3,786 小时。

（三）盈利能力

2017 年以来，发电量增加带动业务收入继续增长；但受煤炭价格上涨等因素影响，公司盈利能力同比大幅下降

2017 年，随着全社会用电量回升，公司发电量及上网电量同比增加，公司实现营业收入 598.33 亿元，同比继续增长；同期，由于燃煤价格上涨，发电成本增加，公司营业成本同比上升 14.19%。

2017 年公司期间费用为 74.42 亿元，主要增加 6.26 亿元，主要受中介机构费及研发费用、融资规模等增加带动公司管理费用和财务费用增加所致。由于营业收入增加的影响，公司期间费用占营业收入比重较为稳定。2017 年公司资产减值损失 13.33 亿元，同比增加 169.50%，主要为公司间接控股子公司宁夏英力特煤业有限公司处于贺兰山自然保护区，已被要求关停，对该资产计提 7.52 亿元减值所致。同期，公司实现投资收益 24.76 亿元，同比增长 44.45%，主要受公司出售部分国电南瑞科技股份有限公司股票及参股国电建投内蒙古新能源有限公司、河北银行股份有限公司和同煤国电同忻煤矿有限公司等带来的投资收益增加所致。公司营业利润、利润总额和净利润分别为 35.79 亿元、37.84 亿元和 27.64 亿元，同比均大幅下降，盈利能力下滑。

表 7　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	159.53	598.33	584.16	545.83
毛利率	21.48	17.03	25.58	31.01
期间费用	19.28	74.42	68.16	67.13
其中：销售费用	0.19	0.37	0.33	0.38
管理费用	1.57	8.56	7.64	7.69
财务费用	17.53	65.49	60.19	59.06
期间费用/营业收入	12.08	12.44	11.67	12.30
投资收益	5.35	24.76	17.14	1.72
营业利润	18.59	35.79	86.50	92.82
利润总额	18.83	37.84	91.09	97.58
净利润	16.19	27.64	70.18	71.47
总资产报酬率	0.67	3.75	5.55	6.23
净资产收益率	2.18	3.80	9.46	10.28

2018 年 1～3 月，受益于发电量的继续增长，公司实现营业收入

159.53 亿元，同比增长 8.41%。同期公司实现毛利率 21.48%，同比增长 2.55 个百分点。同期，公司销售费用为 0.19 亿元，同比增长 174.22%，主要受运杂费上升和售电公司新增的销售服务费增加所致。公司资产处置收益为 0.19 亿元，同比增长 1,534.80%，主要系本公司的子公司国电英力特能源化工集团股份有限公司转让煤炭探矿权所致。其他收益同比减少 47.02%，主要为大渡河公司收到增值税退税减少所致。2018 年一季度，公司实现营业利润和净利润分别为 18.59 亿元和 16.19 亿元，同比分别增长 18.61%和 22.78%。

大公测算了公司 2018 年盈利情况，根据公司提供资料显示，2018 年公司计划完成发电量 2,068.24 亿千瓦时，完成供热量 8,658 万吉焦，计划增长率分别为 2.31%和 8.36%。因此预计公司 2018 年电力业务收入和热力业务收入分别达到 537.50 亿元和 26.94 亿元；煤炭价格 2018 年预计呈现稳中有降的趋势，预计煤炭销售业务收入达到 85.12 亿元；公司化工板块逐年增长，预计 2018 年将继续维持增长趋势；最后加之内部抵消项因素影响，预计公司 2018 年营业收入为 612.15 亿元。

偿债来源

公司经营性净现金流在偿债来源结构中的占比仍较小，债务收入和外部支持仍是公司流动性偿债来源的主要构成，偿债来源对财富创造能力的偏离度较高；公司清偿性偿债来源仍主要为可变现资产，可变现资产中发电设备等固定资产规模较大，对公司债务偿付形成一定保障

1、自由现金流

2017 年以来，公司经营性净现金流规模有所下降，对债务的保障能力有所减弱；但公司电力业务现金获取能力仍很强，经营活动净流入规模仍基本可以满足投资活动的资金需求

2017 年，公司净利润为 27.64 亿元，同比下降 60.62%，主要受本期燃料成本上涨所致。同期，公司经营性净现金流为 197.78 亿元，同比减少 15.53%，主要受燃煤价格上涨，采购支出增加所致，其中

销售商品、提供劳务收到的现金 646.72 亿元，保持增长；同期，公司经营性净现金流/流动负债为 23.60%，经营性净现金流利息保障倍数为 2.70 倍，对利息的保障倍数仍较好。

2017 年，公司投资性净现金流为-134.66 亿元，仍持续表现为净流出状态，其中公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为 150.00 亿元，虽投资规模有所下降但依然保持较大规模的投资支出。

2018 年 1～3 月，公司净利润为 16.19 亿元，同比增长 22.78%。同期，经营性净现金流为 20.18 亿元，同比减少 58.35%，主要受本期支付无追索权应收账款保理款所致。同期投资性净现金流为-27.30 亿元，与上年同期基本持平。

截至 2017 年末，公司主要在建工程计划投资 669.72 亿元，主要包括四川大渡河水电项目、国电方家庄电厂项目、国电宿迁热电项目等，上述项目已完成投资 328.57 亿元，尚需投资 321.15 亿元。整体来看，公司在建工程较多，预计未来，公司资本性支出规模仍较大，但公司电力业务现金获取能力很强，经营性现金净流入基本可以满足投资活动的资金需求。

表 8　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司现金流情况（单位：亿元、%、倍数）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
经营性净现金流	20.18	197.78	234.14	242.93
投资性净现金流	-27.31	-134.66	-180.80	-186.39
经营性净现金流/流动负债	2.70	23.60	26.36	27.25
经营性净现金流利息保障倍数	-	2.70	3.49	3.24

总体而言，2017 年以来，公司经营性净现金流继续下降，对债务的保障能力有所减弱；投资性现金流持续净流出，且公司在建工程规模较大，未来资本支出压力仍较大，但经营性现金净流入仍基本可满足公司的资本性支出。

2、债务收入

公司融资渠道多元化，仍以银行借款和债券融资为主，债务融资能力较强，债务收入对缓解公司流动性压力贡献仍很大

公司作为上市公司，融资渠道多元，包括银行借款、债券融资、

股权融资和融资租赁等方式，融资期限结构以长期为主。银行借款方面，公司资信状况优良，与国内主要银行保持着长期合作伙伴关系。银行借款以信用借款为主，信用借款占比达 89.22%。截至 2017 年末，公司已经获得中国银行、中国建设银行、中国农业银行和中国工商银行等主要贷款银行的各类授信额度合计 3,018 亿元人民币，尚未使用的各类授信额度总额为 1,526 亿元人民币。债券融资方面，截至 2017 年末，公司存续债券包括公司债券、中期票据、超短融资券和短融资券等，债券品种较为多样。公司长期应付款主要为融资租赁款，是公司主要的融资渠道之一。大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2017 年及 2018 年 1～3 月公司筹资性现金流入分别为 1,226.68 亿元和 290.52 亿元，是公司可用偿债来源的主要组成部分；同期，公司筹资性现金流出分别为 1,199.78 亿元和 263.91 亿元，公司债务偿还对融资能力依赖程度仍相对较高。

表9　2015～2017年及2018年1～3月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	290.52	1,226.68	1,296.10	1,199.05
借款所收到的现金	281.80	1,199.78	1,281.44	1,169.67
筹资性现金流出	263.91	1,274.01	1,351.80	1,244.68
偿还债务所支付的现金	240.65	1,099.44	1,220.52	1,095.62

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来 1～2 年，公司债务收入的主要来源仍将以银行借款及债券发行为主，随着公司在建项目的持续投入，公司债务收入将保持增长，是债务偿还的主要来源。

3、可变现资产

2017 年以来，随着装机容量增加，公司资产规模继续增长，资产结构仍以非流动资产为主，且占比很高；可变现资产主要以发电设备等固定资产为主，可变现价值较高

可变现资产包括货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产，其中，货币资金是企业保障日常经营支出和短期流动性偿付的重要缓冲，是企业流动性偿债来源的重要组成部分，可变卖为货币资金的非货币资产则是在经营性现金流和债务收入作为可用偿债来源不能满

足偿还债务需要时，可以转化为用于偿债的现金，是企业偿债来源的重要补充和保障。

表 10　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 3 月末		2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	**2,793**	**100.00**	**2,741**	**100.00**	**2,713**	**100.00**	**2,502**	**100.00**
流动资产合计	**239**	**8.56**	**180**	**6.58**	**157**	**5.79**	**148**	**5.92**
货币资金	69	2.46	49	1.80	33	1.23	34	1.38
应收账款	92	3.31	58	2.11	54	1.99	53	2.12
存货	25	0.88	22	0.81	25	0.91	18	0.73
非流动资产合计	**2,553**	**91.44**	**2,561**	**93.42**	**2,556**	**94.21**	**2,354**	**94.08**
固定资产	1,935	69.30	1,964	71.63	1,837	67.73	1,637	65.43
在建工程	298	10.66	278	10.15	381	14.03	425	16.99
长期股权投资	201	7.20	196	7.14	180	6.64	160	6.41

2018 年 3 月末，公司资产总额为 2,792.53 亿元，同比继续增长，资产结构仍以非流动资产为主，非流动资产占总资产比重为 91.44%，占比仍很高。

2017 年末，公司流动资产占总资产比重仍较小，仍主要由货币资金、应收账款和存货构成。货币资金仍主要以银行存款为主；2018 年 3 月末，货币资金较上年末有所增长，主要受益于一季度电费回款情况较好。公司应收账款仍主要为应收上网电费收入，账龄主要集中在一年以内，2017 年应收账款周转天数约 33.68 天；2018 年 3 月末，应收账款较上年末同比增长，主要受应收账款保理到期所致。存货仍主要为原材料、库存商品和在产品等，存货周转天数约为 17.02 天，周转效率有所提升。

公司非流动资产仍主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。2017 年末，公司固定资产同比增长 6.88%，主要受在建工程完工转入所致。同期，公司在建工程同比减少 26.90%；截至 2017 年末，公司主要在建工程为四川大渡河项目、国电宁夏方家庄电厂工程和国电宿迁热电项目等。长期股权投资主要包括对河北银行股份有限公司、国电建设内蒙古能源有限公司、浙江浙能北仑发电有限公司和上海外高桥第二发电有限责任公司等，2017 年末同比增加 8.71%，主要系本期投资收益增加所致。

根据大公测算，截至 2017 年末，公司可变现资产价值为 2,498.66

亿元，清偿性偿债来源较为充足。2017 年末，公司共有 113.15 亿元的资产用于抵押借款或者融资租赁、履约保证金等，占总资产的比重为 4.13%，占净资产的比重为 15.57%。同时公司另以电费收费权质押方式取得借款 195.35 亿元。

综合来看，2017 年以来，随着公司投资规模增加，公司资产规模继续增长，预计未来 1～2 年，公司可变现资产规模将继续增长，资产结构仍以非流动资产为主。

表 11　截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
货币资金	49.22	0.25	0.51
应收票据	11.87	0.58	4.89
固定资产	1,963.70	108.13	5.51
在建工程	278.31	4.19	1.51
合计	-	**113.15**	-

资料来源：根据公司提供资料整理

4、外部支持

公司在资产注入和业务发展等方面继续得到控股股东的大力支持，未来随着公司和中国神华组建的合资公司顺利实施后，公司拥有合资公司控制权，公司市场地位和综合实力将得到进一步巩固和提高

公司作为国电集团火电、水电业务的整合平台，继续得到控股股东国电集团的大力支持。根据 2014 年 7 月 31 日《国电电力发展股份有限公司关于中国国电集团公司进一步解决与国电电力同业竞争问题有关事项的公告》，国电集团坚持整体上市战略，继续将国电电力打造为国电集团常规发电业务整合平台，逐步将火电及水电业务资产注入国电电力。2017 年 8 月，国电集团和神华集团实施联合重组，合并完成后，国电集团注销，国家能源集团作为合并后的公司继续存续。2018 年 3 月，国家能源集团对国电电力作出避免同业竞争承诺，明确将国电电力作为国家能源集团常规能源发电业务整合平台，逐步将常规能源发电业务资产注入国电电力。

2017 年 8 月，公司发布《国电电力发展股份有限公司出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易预案》和 2017 年 9 月发布的《国电电力发展股份有限公司出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易预案（修订稿）》，公司拟以其直接或间接持有的相关火电公司股

权及资产（即国电电力出资的标的资产）与中国神华直接或间接持有的相关火电公司股权及资产（即中国神华出资的标的资产）共同组建合资公司。合资公司组建后，国电电力拥有合资公司控制权。2018年3月和4月，国电电力和中国神华股东大会分别审议通过《关于通过资产重组组建合资公司之协议》。截至本报告出具日，标的资产涉及的审计、评估工作均已完成。根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的《资产评估报告》（中企华评报字（2017）第1388-01号至22号、中企华评报字（2017）第1386-01号至18号），以2017年6月30日为基准日，按照最终权益评估值，经合资双方协商，国电电力持有合资公司57.47%股权，中国神华持有合资公司42.53%股权。上述交易事项，尚待国家能源集团与国电集团重组合并交割条件全部满足后生效，大公将持续关注后续进展情况。

公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流占比较小，偿债来源对财富创造能力的偏离度较大，偿债来源结构有待改善；但公司融资渠道通畅、外部支持力度较大，债务收入、外部支持、可变现资产等偿债来源较为充足，对债务偿还形成较好保障

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2017年，公司获得经营性净现金流197.78亿元，筹资活动现金流入1,226.68亿元，外部支持主要为控股股东承诺的逐步将火电及水电业务资产注入公司。公司流动性偿债来源结构中，财富创造能力产生的经营性净现金流占比较小，债务收入和外部支持是其债务偿付的主要来源。总体而言，公司货币资金充裕，融资渠道通畅，政府支持力度较大，流动性偿债来源总体充足。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，2017年末，公司可变现资产为2,498.66亿元。鉴于公司可变现资产以固定资产中的发电设备和房屋建筑物为主，资产质量相对较高，可变现价值较大，可对公司整体债务偿还形成有力保障。

偿债能力

2017 年以来，公司负债规模持续上升，有息负债规模仍很大，且短期有息负债占比较高，面临一定的短期偿债压力;公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务收入依赖较大，公司未来需要合理控制债务规模的增长

2017 年以来，公司负债规模继续增长，负债结构仍以非流动负债为主。2018 年 3 月末，公司负债总额为 2,051.56 亿元，较上年末增长 1.83%，非流动负债在总负债中占比持续上升，资产负债率为 73.47%。

表 12　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 3 月末		2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	713	34.74	781	38.75	895	45.41	882	48.80
非流动负债合计	1,339	65.26	1,234	61.25	1,076	54.59	925	51.20
负债合计	**2,052**	**100.00**	**2,015**	**100.00**	**1,971**	**100.00**	**1,807**	**100.00**
有息负债合计	**1,834**	**89.38**	**1,829**	**90.77**	**1,694**	**85.92**	**1,584**	**87.67**
短期借款	312	15.19	354	17.59	280	14.19	264	14.63
应付票据	22	1.06	25	1.24	49	2.47	41	2.27
一年内到期的非流动负债	63	3.05	86	4.25	90	4.57	106	5.88
其他流动负债（付息项）	112	5.46	100	4.96	217	11.03	266	14.72
长期借款	1,160	56.52	1,056	52.41	911	46.22	753	41.69
应付债券	19	0.91	25	1.24	25	1.26	77	4.25
长期应付款[3]（付息项）	77	3.76	83	4.10	78	3.98	77	4.24
其他非流动负债（付息项）	70	3.42	57	2.81	44	2.21	0	0.00
资产负债率		**73.47**		**73.49**		**72.66**		**72.21**

2017 年以来，公司流动负债规模持续下降，仍主要以短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。2017 年末，公司短期借款同比略有增长，信用借款占 96.83%。2018 年 3 月末，公司应付账款为 121.01 亿元，仍主要为燃料款、工程款和设备款等，规模较为稳定。公司一年内到期的非流动负债持续下降。公司其他流动负

[3] 公司未提供长期应付款付息项金额，依据谨慎性原则，将该科目下金额全部算作付息项。

债主要包括资产证券化融资额、超短期融资券及公司发行的私募债，2017 年末同比下降 54.01%，主要系偿还到期短融资金所致。

2017 年以来，公司非流动负债逐年增长，仍以长期借款、长期应付款和其他非流动负债为主。公司为优化债务结构，增大长期借款融资规模。公司长期应付款仍主要为融资租赁款，2017 年以来小幅波动。公司其他非流动负债主要为中期票据和资产证券化融资，2017 年以来，继续增长，主要系公司发行中期票据。

2017 年以来，公司有息债务规模持续增加，且在总负债中占比较高，短期有息债务在总有息债务中比重较大，存在一定短期偿债压力

2017 年以来，公司有息债务规模持续增长。截至 2018 年 3 月末，公司有息债务为 1,833.61 亿元，在总负债中的占比为 89.38%；其中短期有息债务为 50.80 亿元，占总有息债务的比重为 27.71%，占比较大，公司存在一定的短期债务压力。

公司对外担保主要为关联企业担保，担保金额较小，总体风险可控

截至 2017 年末，公司对外担保余额合计 6.20 亿元，担保比率为 0.85%。被担保方为公司的合营企业国电建投内蒙古能源有限公司和公司的联营企业山西漳电国电王坪发电有限公司，总体风险可控。

表 13　截至 2017 年末公司对外担保情况[4]（单位：亿元、%）

被担保企业	担保余额	担保期限	担保类型	是否互保	是否关联	是否逾期
国电建投内蒙古能源有限公司	4.50	2011.04～2026.04	连带责任	否	是	否
山西漳电国电王坪发电有限公司	1.32	2010.06～2025.06	连带责任	否	是	否
	0.38	2010.10～2025.10				
合计	**6.20**	-			-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2017 年末，受公司盈利下滑和分配股利规模较大影响，公司所有者权益小幅下降

2017 年末，公司所有者权益为 726.59 亿元，同比减少 15.13 亿

[4] 公司未提供被担保企业的审计报告。

元，主要受本期向股东分配股利规模较大影响。2018 年 3 月末，受公司盈利能力上升，公司未分配利润增加，带动公司所有者权益上升，资本实力有所增强。

公司流动性偿债来源以债务收入和外部支持为主，经营性净现金流对公司流动性偿债来源形成补充；清偿性偿债来源变现能力较好，对公司存量保障能力强；盈利对利息的覆盖能力处于一般水平，综合来看，公司的偿债能力很强

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为存货、长期应收款等可变现资产。

公司流动性偿债来源以期初现金及现金等价物、债务收入为主，以经营性净现金流、投资性净现金流为补充。2017 年，公司流动性来源为 1,756.95 亿元，流动性消耗为 1,363.94 亿元，流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 1.29 倍。

清偿性偿债来源为公司可变现资产，综合偿债来源部分对于可变现资产的分析，公司 2017 年末可变现资产价值为 2,498.66 亿元，同时 2017 年末总负债为 2,014.71 亿元，对外担保余额为 6.21 亿元，可变现资产对总债务的覆盖率为 1.24 倍。

2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.08 倍，同比有所下降；由于公司从事的电力业务盈利能力较强，EBITDA 对利息的保障水平整体较高。预计 2018 和 2019 年受电力和煤炭业务的增长，将带动公司利润提高，最大安全负债上限受此影响将有所提升。

表 14　2018～2019 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2018 年 E	2019 年 F
清偿性还本付息能力	1.29	1.34
流动性还本付息能力	1.18	2.95
盈利对利息覆盖能力	3.67	4.19

数据来源：公司提供、大公测算

总体来看，公司可变现资产对总债务覆盖能力较好，清偿性还本付息能力较强；稳定的经营性现金流预期和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；预计未来盈利能力将有所改善，带动

公司最大安全负债数量扩大，公司总体偿债能力很强。

结论

综上所述，2017 年以来，国内经济环境及行业政策仍较好，信用供给仍较为旺盛。公司财富创造能力主要来自于电力业务，公司装机规模继续增长，规模优势仍较显著，且持续获得控股股东在资产注入、业务发展方面的有力支持，电源结构和机组运行效率持续优化，在电力市场具有很强的竞争能力。2017 年以来公司装机规模增加带动公司发电量增长，进而带动公司营业收入增长，但煤炭价格上涨导致公司营业成本大幅上涨，盈利能力大幅下降。公司外部融资渠道通畅，偿债来源较为多样，可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务融资能力依赖程度较高，债务安全度有待进一步提升。综合来看，公司的抗风险能力极强。

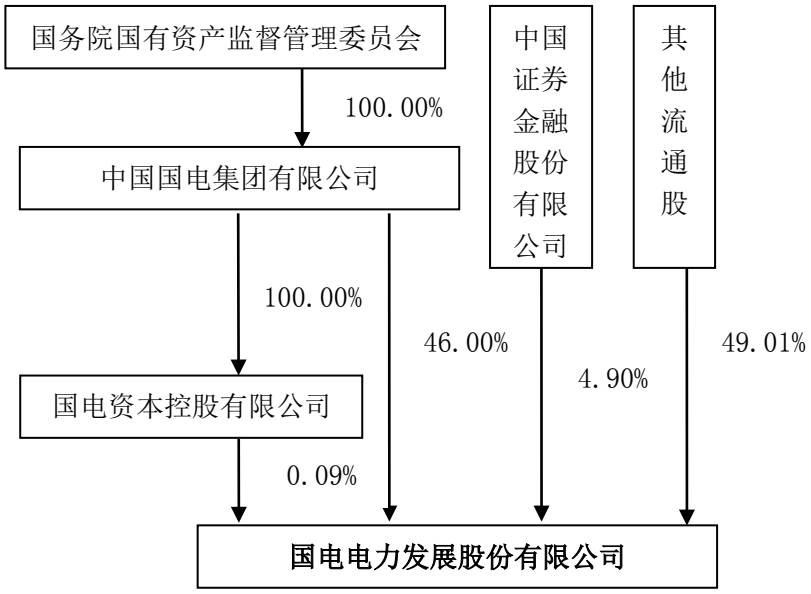
综合分析，大公对公司“12 国电 02”、“14 国电 03”、“13 国电 MTN001”、“14 国电 MTN001”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

附录

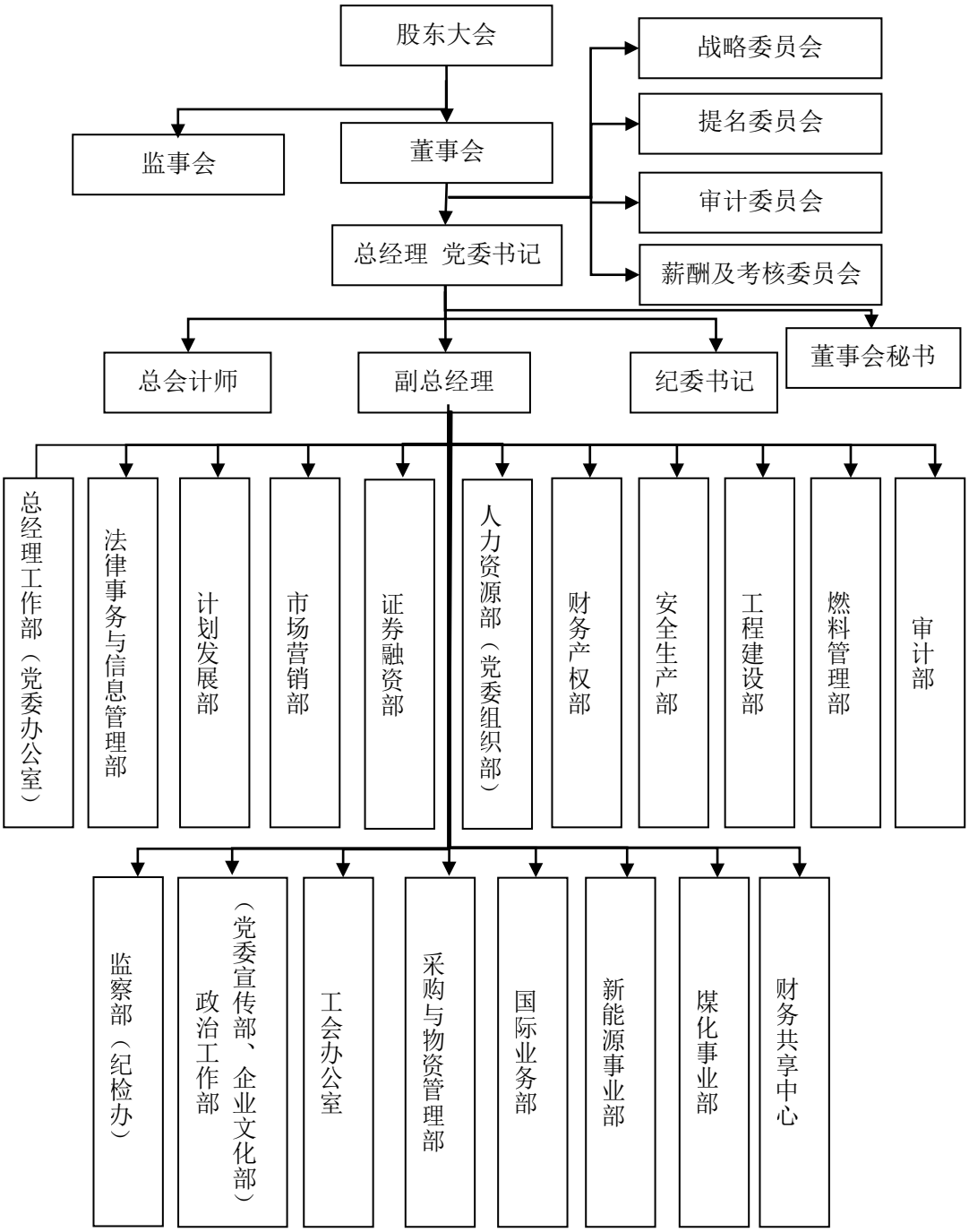
附件 1　　报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的宏观环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。

附件2　截至2018年3月末国电电力发展股份有限公司股权结构图



附件 3　截至 2017 年末国电电力发展股份有限公司组织结构图



附件 4　　国电电力发展股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产类				
货币资金	687,050	492,171	333,404	344,087
应收票据	133,447	118,699	153,372	77,270
应收账款	923,027	578,479	541,142	530,482
其他应收款	56,983	54,391	30,761	75,688
存货	245,001	222,840	246,525	181,783
流动资产合计	2,391,482	1,804,831	1,571,145	1,481,302
长期股权投资	2,010,738	1,956,819	1,800,045	1,602,455
固定资产净额	19,352,056	19,637,015	18,373,781	16,370,596
在建工程	2,975,498	2,783,116	3,807,129	4,251,669
非流动资产合计	25,533,866	25,608,162	25,555,550	23,537,179
总资产	**27,925,347**	**27,412,993**	**27,126,695**	**25,018,481**
占资产总额比（%）				
货币资金	2.46	1.80	1.23	1.38
应收票据	3.31	2.11	1.99	2.12
应收账款	0.88	0.81	0.91	0.73
其他应收款	8.56	6.58	5.79	5.92
存货	7.20	7.14	6.64	6.41
流动资产合计	69.30	71.63	67.73	65.43
长期股权投资	10.66	10.15	14.03	16.99
固定资产净额	91.44	93.42	94.21	94.08
在建工程	2.46	1.80	1.23	1.38
非流动资产合计	3.31	2.11	1.99	2.12
负债类				
短期借款	3,116,768	3,542,912	2,796,939	2,643,064
应付账款	1,210,086	1,258,217	1,284,361	1,134,591
其他应付款	601,783	646,205	991,570	508,112
一年内到期的非流动负债	625,528	857,005	900,522	1,061,695
其他流动负债	1,120,000	1,000,000	2,174,600	2,660,000
流动负债合计	7,126,265	7,807,437	8,950,684	8,816,796

附件 4　国电电力发展股份有限公司（合并）主要财务指标（续表 1）

（单位：万元）

负债类				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
长期借款	11,596,234	10,559,192	9,109,087	7,531,213
应付债券	187,671	249,229	248,894	766,928
长期应付款	770,919	826,411	783,550	765,291
非流动负债合计	13,389,365	12,339,674	10,758,854	9,249,294
负债合计	20,515,630	20,147,111	19,709,539	18,066,090
占负债总额比（%）				
短期借款	15.19	17.59	14.19	14.63
应付账款	5.90	6.25	6.52	6.28
其他应付款	2.93	3.21	5.03	2.81
一年内到期的非流动负债	3.05	4.25	4.57	5.88
其他流动负债	5.46	4.96	11.03	14.72
流动负债合计	34.74	38.75	45.41	48.80
长期借款	56.52	52.41	46.22	41.69
应付债券	0.91	1.24	1.26	4.25
长期应付款	3.76	4.10	3.98	4.24
非流动负债合计	65.26	61.25	54.59	51.20
权益类				
实收资本（股本）	1,965,040	1,965,040	1,965,040	1,965,040
资本公积	535,633	537,395	548,029	640,570
盈余公积	454,214	454,214	417,630	369,249
未分配利润	1,975,632	1,855,293	1,901,572	1,691,375
归属于母公司所有者权益	5,264,568	5,149,667	5,202,042	5,038,371
少数股东权益	2,145,150	2,116,214	2,215,114	1,914,020
所有者权益合计	7,409,717	7,265,881	7,417,156	6,952,392
损益类				
营业收入	1,595,317	5,983,318	5,841,605	5,458,256
营业成本	1,252,608	4,964,101	4,347,318	3,765,413
营业税金及附加	22,891	63,296	70,211	49,436
销售费用	1,855	3,655	3,264	3,835
管理费用	15,667	85,643	76,370	76,862
财务费用	175,265	654,920	601,945	590,641
资产减值损失	86	133,346	49,479	60,991
投资收益	53,548	247,568	171,391	17,161
营业利润	185,896	357,908	865,032	928,238
营业外收支净额	2,396	20,518	45,865	47,528

附件 4　国电电力发展股份有限公司（合并）主要财务指标（续表 2）

（单位：万元）

损益类				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
利润总额	188,292	378,426	910,898	975,767
所得税	26,420	102,005	209,049	261,042
净利润	161,872	276,420	701,848	714,724
占营业收入比（%）				
营业成本	78.52	82.97	74.42	68.99
营业税金及附加	1.43	1.06	1.20	0.91
销售费用	0.12	0.06	0.06	0.07
管理费用	0.98	1.43	1.31	1.41
财务费用	10.99	10.95	10.30	10.82
资产减值损失	0.01	2.23	0.85	1.12
投资收益	3.36	4.14	2.93	0.31
营业利润	11.65	5.98	14.81	17.01
利润总额	0.15	0.34	0.79	0.87
所得税	11.80	6.32	15.59	17.88
净利润	1.66	1.70	3.58	4.78
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	201,837	1,977,791	2,341,426	2,429,331
投资活动产生的现金流量净额	-273,062	-1,346,581	-1,807,967	-1,863,929
筹资活动产生的现金流量净额	266,102	-473,266	-557,043	-456,230

附件 4　国电电力发展股份有限公司（合并）主要财务指标（续表 3）

（单位：万元）

财务指标				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	188,292	1,028,322	1,504,691	1,558,097
EBITDA	-	2,254,632	2,688,170	2,552,046
总有息债务	18,336,075	18,286,755	16,935,246	15,838,099
毛利率（%）	21.48	17.03	25.58	31.01
营业利润率（%）	11.65	5.98	14.81	17.01
总资产报酬率（%）	0.67	3.75	5.55	6.23
净资产收益率（%）	2.18	3.80	9.46	10.28
资产负债率（%）	73.47	73.49	72.66	72.21
债务资本比率（%）	71.22	71.57	69.54	69.49
长期资产适合率（%）	81.46	76.56	71.12	68.83
流动比率（倍）	0.34	0.23	0.18	0.17
速动比率（倍）	0.30	0.20	0.15	0.15
保守速动比率（倍）	0.12	0.08	0.05	0.05
存货周转天数（天）	16.81	17.02	17.73	20.08
应收账款周转天数（天）	42.35	33.68	33.02	42.76
经营性净现金流/流动负债（%）	2.70	23.60	26.36	27.25
经营性净现金流/总负债（%）	0.99	9.92	12.40	13.45
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	2.70	3.49	3.24
EBIT 利息保障倍数（倍）	-	1.40	2.24	2.08
EBITDA 利息保障倍数（倍）[5]	-	3.08	4.01	3.40
现金比率（%）	9.64	6.30	3.73	3.90
现金回笼率（%）	85.76	108.09	109.87	113.83
担保比率（%）	-	0.85	1.11	1.36

[5] 公司未提供资本化利息总额，大公依据公司 2017 年年度报告中披露在建工程部分资本化总额计算，故计算结果与公司 2017 年年度报告数据稍有出入。

附件 5　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA 利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据+其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）
13. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
14. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
15. 经营性净现金流/总负债（%）＝经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2] ×100%
16. 存货周转天数[6]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[7]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
18. 流动比率＝流动资产/流动负债
19. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
20. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
21. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
22. 流动性来源 ＝ 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持+经营活动产生的现金流量净额

[6] 一季度取 90 天。
[7] 一季度取 90 天。

23. 流动性损耗 ＝ 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出

24. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

25. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

附件 6　　主体及中长期债券信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

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。