



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪264号

国投电力控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“国投电力控股股份有限公司2016年公司债券（第一期）”和“国投电力控股股份有限公司2016年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持“国投电力控股股份有限公司2016年公司债券（第一期）”信用等级为AAA，维持“国投电力控股股份有限公司2016年公司债券（第二期）”信用等级为AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月十三日

国投电力控股股份有限公司 2016 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

债券名称	国投电力控股股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）		
发行规模	人民币 7 亿元		
存续期限	2016/10/27~2021/10/27		
上次评级时间	2016/10/17		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
本次跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	国投电力控股股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2016/11/18~2021/11/18		
上次评级时间	2016/11/10		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
本次跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

国投电力	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	427.39	513.90	567.18	585.93
总资产（亿元）	1,737.52	1,835.45	2,032.91	2,047.48
总债务（亿元）	1,199.27	1,202.22	1,260.58	1,281.33
营业总收入（亿元）	329.57	312.80	292.71	76.31
营业毛利率（%）	50.72	52.21	48.41	44.85
EBITDA（亿元）	226.73	229.96	200.00	-
所有者权益收益率（%）	23.78	19.66	13.86	12.65
资产负债率（%）	75.40	72.00	72.10	71.38
总债务/EBITDA（X）	5.29	5.23	6.30	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.15	3.49	3.46	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年一季度所有者权益率已经过年化处理。

基本观点

2016 年，国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”或“公司”）行业地位继续领先，电力资产不断增加，发电量持续增长，保持了很强的盈利能力和业务竞争实力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到动力煤价格上涨和电价下调可能影响公司未来盈利空间、水电业务存在周期性和季节性等不利因素对公司信用水平可能产生的影响。

综上，中诚信证评维持国投电力主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“国投电力控股股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，维持“国投电力控股股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。

正面

- 行业地位显著。公司水电控股装机在国内上市公司中排名第二，行业竞争力实力突出。截至 2016 年末，公司可控装机容量达 2,928.45 万千瓦，同比增长 8.16%；2016 年实现发电量 1,204.36 亿千瓦时，同比增长 5.69%。
- 电力资产不断增加，发电量持续增长。截至 2016 年末，公司新增水电、火电、风电和光伏的可控装机容量分别为 15 万千瓦、200 万千瓦、4 万千瓦和 2 万千瓦。2016 年公司水电发电量为 804.69 亿千瓦时，同比增长 8.23%；火电发电量为 389.04 亿千瓦时，同比增加 0.61%。
- 盈利能力依然很强。受全国用电量需要增速放缓及电价连续下调的影响，2016 年公司共实现营业收入 292.71 亿元，同比下降 6.42%；公司全年实现净利润 78.60 亿元，同比下降 22.20%，营业收入与盈利水平有所下降，但依然保持很强的盈利能力。

关注

- 动力煤价格上涨、电价下调导致公司火电收入规模有所下滑。2016 年公司火力发电单位燃料

分析师

袁龙华 lhyuan@ccxr.com.cn

杨璐 lyang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月13日

成本上升、平均上网电价下调，全年实现收入104.86亿元，同比下降12.96%。

- 水电业务的季节性和周期性。截至2016年末，公司水电机组占公司控股装机的57.10%，但受河流丰水期、枯水期乃至丰水年、枯水年的影响，水电业务具有明显的季节性和周期性，或将对公司的盈利能力造成一定影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本期评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

公司分别于 2016 年 10 月 26 日和 2016 年 11 月 17 日分两期发行了公司债券，发行金额分别为 7 亿元和 5 亿元，共计 12 亿元。本次债券募集资金扣除发行费用后，全部用于调整债务结构。截至 2016 年 12 月 31 日，募集资金已全部按《国投电力控股股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）募集说明书（面向合格投资者）》和《国投电力控股股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）募集说明书（面向合格投资者）》中披露的用途使用完毕。

行业关注

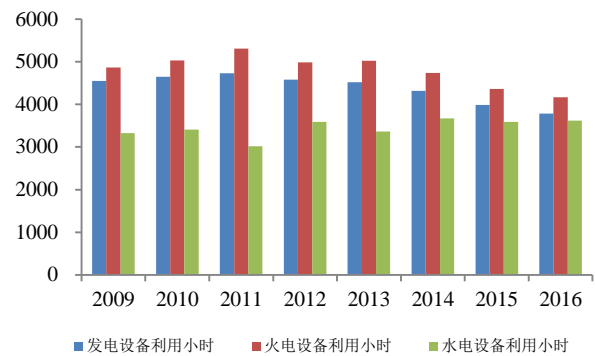
受中国经济增速企稳及夏季持续高温天气的影响，2016 年全国全社会用电量增速同比回升；但在装机容量增长、能源结构调整以及节能减排的环保压力下，火电设备利用小时数继续减少

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，2016 年，随着中国经济增速的企稳，加之夏季持续高温天气的影响，全国全社会用电量增速同比回升，当年全国全社会用电量达到 5.92 万亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速较上年回升 4.50 个百分点，创三年来新高。

电力装机容量方面，我国发电设备装机容量仍保持较快增速。截至 2016 年末，全国发电设备装机容量 16.46 亿千瓦，同比增长 8.2%，增速较上年回落 2.4 个百分点，但仍高于全社会用电量增速，电力供应能力总体充足。发电机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2016 年，全国 6,000 千瓦以上发电设备累计平均利用小时 3,785 小时，同比减少 164 小时。其中，火电设备平均利用小时为 4,165 小时，同比减少 199 小时；水电设备平均利用小时为 3,621 小时，同比减少 31 小时。

图 1：2009~2016 年全国 6,000 千瓦以上电力设备利用小时

单位：小时



资料来源：中电联，中诚信证评整理

总体来看，我国正处于经济结构调整阶段，全社会用电量低速增长，能源结构将进一步深入调整，短期来看，火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变；但长期来看，在环保和节能减排的压力下，新能源装机比重正在不断增加，火电产能过剩的局面将进一步显现，未来火力发电小时数可能进一步减少。

2016 年下半年煤炭价格快速上涨，我国火电企业成本压力有所上升；近年煤电机组上网电价的下调以及煤电价格联动机制未来施行情况对煤电企业盈利能力的影响也值得关注

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50% 以上，价格变动对火电行业成本影响较大。2014 年和 2015 年，受国内经济结构调整、环保治理力度加大、煤炭产能增加以及进口煤炭冲击等因素影响，我国煤炭需求直线下滑，煤炭供应商的议价能力处于较弱水平，煤价持续低迷。进入 2016 年，去库存效果明显，三、四季度煤价快速上涨，截至 2016 年 12 月末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价上涨至 595.00 元/吨，较上年末增长 62.57%。近年来，随着我国火电技术水平提升，高参数、大容量、高效机组比例不断提高，供电煤耗持续下降。2015 年，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗较上年同期下降 4% 至 315 克/千瓦时；2016 年该指标下降 3 克/千瓦时至 312 克/千瓦时。

图 2：2014.4-2017.2 秦皇岛港 5,500 大卡动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

2015年4月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议决定适当下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，以降低企业成本、稳定市场预期、促进经济增长、调整产业结构。经会议研究决定，按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上网电价，平均降幅为0.02元/千瓦时；同时，为减轻企业电费负担，将全国工商业用电价格平均下调0.018元/千瓦时，降价空间将被用来补贴脱销、除尘、超低排放等环保措施来促进节能减排和大气污染防治。此外，将继续对高耗能产业采取差别电价，加大惩罚性电价执行力度。

2015年12月，国家发改委出台《国家发展改革委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》，明确煤电联动周期及测算方法。同月，国家发改委下发《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》，根据煤电价格联动机制有关规定，决定下调全国燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格，全国平均降幅为每千瓦时人民币0.03元。2016年末，国家发改委按照煤价变化周期测算电价调整水平不足以启动联动机制，经报批后，决定2017年1月1日暂不启动联动机制。

总体来看，2016年实体经济回暖，全国用电需求增速回升，但受制于环保和节能减排政策，火电设备利用小时数同比减少。2016年下半年煤价的快速上涨使得煤电企业的成本压力有所上升，同时，煤电企业上网电价的下调也一定程度上压缩了其盈利空间。

《水电发展“十三五”规划》公布，水电装机增速明显放缓，常规水电以六大水电基地建设为重点；新电改对发电企业电能的消纳和电价的确定带来一定的不确定性

2016年11月29日，国家能源局正式发布《水电发展“十三五”规划》，规划指出，“十二五”期间，全国新增水电投产装机容量1.03亿千瓦，年均增长8.1%，截至2015年末，全国水电总装机容量达到3.20亿千瓦，远超“十二五”预期规模2.90亿千瓦，主要是常规水电站发展超预期；规划明确“十三五”期间新增大中型水电站0.38亿千瓦，抽水蓄能电站0.17亿千瓦，小水电0.05亿千瓦，到2020年末全国水电总装机容量达到3.80亿千瓦，年均增长率降至3.5%，增速大幅放缓，一方面系目前电力行业已经处于供给过剩的状态，另一方面也存在国内水电开发趋于饱和的因素。规划指出继续推进大型水电基地建设，加快抽水蓄能电站建设，同时严格控制中小水电开发。

常规水电方面，规划指出以六大水电基地建设为核心，持续打造“西电东送”能源基地；具体建设重点为基本建成长江上游、黄河上游、乌江、南盘江红水河、雅砻江、大渡河六大水电基地，加快金沙江流域水电基地建设的推进速度，增加“西电东送”的规模。“十三五”期间主要规划投产的大型水电站主要集中在黄河上游、大渡河和金沙江水电基地，分别规划投产384.2万千瓦、512.73万千瓦和580万千瓦。为保障西部水电基地的发展，规划同时要求加快配套送出工程建设以减轻弃水问题，加强研究流域梯级联合调度以提高水能资源利用效率，以及完善水电发展政策体系以促进水电消纳等。

2016年，新电改全面推进，输配电价改革试点基本实现全覆盖，电改综合试点较大范围铺开，各地电力交易中心纷纷组建。新电改环境下，发电企业现有的电能消纳模式和电价定价模式将受到挑战，给其经营管理带来不确定性。进入售电侧、跨省跨区输电项目、与用户直接交易，实行全产业链经营的发电企业未来发展空间较大。

总体来看，“十三五”期间水电装机增速将大幅放缓，常规水电以六大水电基地为建设重点；新电

改全面推进，对发电企业现有的电能消纳模式和电价定价模式提出挑战，进入配售电侧的企业将具备较强的竞争优势。

业务运营

2016年，受全国用电量需求增速放缓及电价连续下调的影响，公司全年实现营业收入292.71亿元，同比减少6.42%；公司全年实现净利润78.60亿元，同比减少22.20%。截至2016年末，公司可控装机容量2,928.45万千瓦，同比增长8.16%。其中水电装机1,672万千瓦、占比57.10%，火电装机1,175.60万千瓦、占比40.14%，风电装机68.05万千瓦、占比2.32%，光伏装机12.8万千瓦、占比0.44%，公司电源结构以水为主、水火均衡，以水为主的电源结构具有成本优势和环保优势，抗风险能力强。

从电力资产的区域分布来看，目前公司水电资产主要位于四川、甘肃和云南三省，火电资产主要分布于西部内陆地区以及福建省、广西省、天津市等地。未来，公司将有序推进雅砻江流域水电开发和风光水互补清洁能源示范基地建设，严控国内煤电项目开发，合理布局新能源，积极探索配售电、储能、能源互联网等新业务，稳妥开拓境外投资业务。

2016年公司水电板块经营稳定，依然保持极强的竞争实力，仍为公司主要盈利点

2016年，公司桐子林水电站4号机组投产，新增水电可控装机容量15万千瓦，截至2016年12月31日，公司水电可控装机容量为1,672万千瓦。根据雅砻江水能资源开发规划，雅砻江流域下游的锦屏一级、锦屏二级、桐子林等电站陆续建成投产的同时，将推进中上游项目的前期工作，公司控股装机规模将进一步扩大。

表1：截至2016年末公司控股水电电力资产情况

电厂名称	持股比例 (%)	装机结构 (万千瓦)	2016年发电量 (亿千瓦时)
二滩	52.00	330	155.69
锦屏一级	52.00	360	175.69
锦屏二级	52.00	480	240.22
官地	52.00	240	121.22
桐子林	52.00	60	17.09
大朝山	50.00	135	66.46
小三峡	60.45	67	28.32
合计	-	1,672	804.69

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

平均设备利用小时数方面，2016年公司控股水电厂设备利用小时数为4,822小时，同比增加230小时，远超当年全国平均水电利用小时数，主要系雅砻江锦屏一级水电站水库调节作用的发挥使得下游水电站发电量增加、雅砻江桐子林水电站新机组投产以及大朝山水电站来水好于2015年。由此，当年公司控股水电站整体发电量也有所增长，达804.69亿千瓦时，同比增长8.23%。

表2：2015~2016年公司控股水电业务主要经营指标

指标	2015	2016
设备利用小时	4,592	4,822
全国平均水电利用小时数	3,652	3,621
发电量 (亿千瓦时)	743.53	804.69
平均上网电价 (元/千瓦时) (含税)	0.290	0.262

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

上网电价方面，2016年公司当年水电平均上网电价为0.262元/千瓦时，同比下降0.028元/千瓦时，主要是由雅砻江水电锦官电源组送江苏上网电价降价、送四川和重庆让利、市场化交易电量增大所致。2016年，受水电上网电价有所下降影响，公司水电业务收入共计179.26亿元，同比下降2.42%。

2016年公司水电板块经营稳定，依然保持极强的竞争实力，仍为公司主要盈利点。值得关注的是，水电业务具有明显的季节性和周期性，因此其盈利能力也表现出季节性和周期性波动。

公司火电发电量与上年基本持平，但受火电上网电价下降影响，业务收入有所下降

截至2016年末，公司投入运营的控股火电企业为9家。新投产项目方面，2016年，钦州电厂二期扩建项目投产，其装机容量为200万千瓦。截至

2016年12月31日，公司火电控股装机容量为1,175.6万千瓦，较上年末增加200万千瓦。

表3：截至2016年末公司控股火电电力资产情况

电厂名称	持股比例 (%)	装机结构 (万千瓦)	2016年发电量 (亿千瓦时)
北疆电厂	64.00	200	97.23
嵩屿电厂	56.00	120	33.41
宣城电厂	51.00	129	56.52
湄洲湾电厂一期	51.00	78.6	34.63
北海一期	55.00	64	19.52
靖远二电厂	51.22	132	54.04
钦州电厂	61.00	326	47.53
伊犁热电	60.00	66	21.84
盘江电厂	55.00	60	24.32
合计	-	1,175.6	389.04

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年，公司控股火电企业完成发电量389.04亿千瓦时，同比增加0.61%，与上年基本持平。受电力需求下降及火电上网电价下降影响，控股火电企业设备平均利用小时数为3,701小时，较上年减少404小时。

公司已投产火电机组单机装机容量均大于30万千瓦，且火电机组全部配备了脱硫、脱硝装置，公司火电企业各主要运营指标不断优化。截至2016年末，公司供电煤耗为311.03克/千瓦时，同比下降2.25克/千瓦时。

表4：2015~2016年公司控股火电企业主要业务指标

火电指标	2015	2016
发电量 (亿千瓦时)	386.67	389.04
设备平均利用小时	4,105	3,701
供电煤耗 (克/千瓦时)	313.28	311.03
平均上网电价 (元/千瓦时) (含税)	0.391	0.338
单位燃料成本 (元/兆瓦)	144.4	147.0

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年随着下半年动力煤价格的上涨，公司火电企业运营成本有所上升，全年公司所属控股火电企业耗用标煤平均单价为452元/吨（不含税），同比上升15元/吨；2016年全年累计采购煤炭1,770万吨，耗用煤炭1,828万吨。电价方面，受国家下调上网电价影响，公司2016年平均上网电价从去年的0.391元/千瓦时下降至0.338元/千瓦时。

受上网电价下降影响，2016年公司火电业务实现收入104.86亿元，同比减少12.96%，火电业务

整体收入规模有所下滑。

公司新能源业务规模相对较稳定，但对收入及盈利的影响较小

2016年公司新能源业务规模相对较稳定，截至当年末公司风电可控装机容量为68.05万千瓦，较上年同期增加4万千瓦；太阳能可控装机容量为12.8万千瓦，较上年同期增加2万千瓦。

表5：截至2016年末公司控股新能源电力资产情况

电源项目	持股比例 (%)	可控装机容量 (万千瓦)	电源类型
捡材塘风电场	64.89	9.45	风电
路南村风电场	64.89	4.95	风电
北大桥风电场	42.18	9.90	风电
北大桥第二风电场	64.89	20.10	风电
三塘湖风电场	64.89	4.95	风电
吐鲁番	64.89	4.95	风电
东川	64.89	4.8	风电
淖毛湖	64.89	4.95	风电
武定	58.40	4.00	风电
石嘴山	64.89	3.00	太阳能
格尔木	64.89	5.00	太阳能
敦煌	64.89	2.80	太阳能
宾川	64.89	2.00	太阳能

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从业务运营情况来看，风电业务方面，2016年公司风电项目完成设备利用小时1,381小时，同比增加75小时；2016年，虽然公司风电业务发电量增加，但受区域电力市场疲软、电网送出严重受限和竞价上网电价下调等不利因素影响，公司风电业务实现营业收入3.54亿元，较上年增加2.61%，收入增长乏力。

光伏发电业务方面，公司于2009年开始涉足光伏发电业务，业务开展时间较短，发电资产规模较小，2016年公司光伏项目完成设备利用小时数为1,521小时，同比减少59小时。2016年，公司光伏业务实现营业收入1.48亿元，同比下降5.73%。

总体来看，2016年，公司新能源业务收入增长乏力，规模和盈利能力有限，火电和水电依然是公司收入和利润的主要来源。

公司项目储备丰富，未来业务规模具有较大的增长空间；但随着在建和拟建项目的后续推进，公司未来或将面临一定的资本支出压力

截至 2016 年末，公司已获核准在建项目共计 9 个，总装机容量达 880.55 万千瓦，其中水电项目 450 万千瓦、火电项目 400 万千瓦、风电项目 30.55 万千瓦。

表 6：截至 2016 年末公司已获核准在建项目明细

单位：%、万千瓦

项目名称	持股比例	在建规模	电源类型	预计投产日期
两河口	52.00	300	水电	2028
杨房沟	52.00	150	水电	2022
北疆二期	64.00	200	火电	2017
湄洲湾二期	51.00	200	火电	2017
武定三月山	58.40	0.8	风电	2017
哈密烟墩八 A	64.89	10	风电	2017
哈密景峡五 A	64.89	10	风电	2017
云南东川二期	58.40	4.8	风电	2017
青海贝壳梁	51.65	4.95	风电	2017
合计	-	880.55	-	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着电源建设项目的持续推进，清洁能源规模将不断增加，公司电力资产结构将继续保持在较好水平。同时，随着在建和拟建项目的增多，公司资金需求将显著增加，未来或将面临一定的资本支出压力。

财务分析

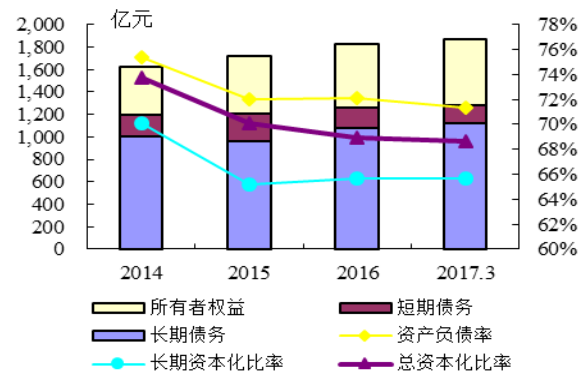
以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014、2015 和 2016 年财务报告。

资本结构

2016 年，随着多个在建项目的持续推进，公司资产总额持续扩大，截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产为 2,032.91 亿元，同比增长 10.76%。同期，公司总负债为 1,465.73 亿元，同比增长 10.91%。净资产方面，随着公司盈利的增长及留存收益的积累，截至 2016 年末，公司净资产增至 567.18 亿元，同比增长 10.37%，截至 2017 年 3 月末，公司总资产、总负债和净资产分别为 2,047.48 亿元、1,461.55 亿

元和 583.93 亿元。

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

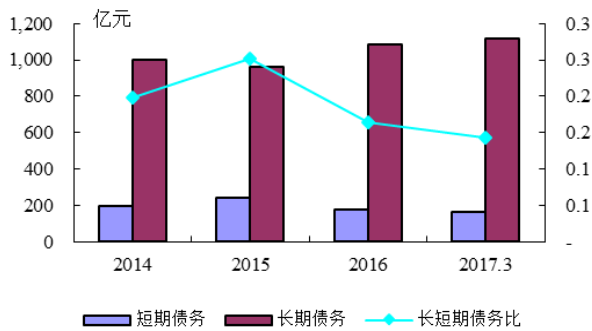
从资产结构来看，公司资产主要为非流动资产，截至 2016 年末，公司非流动资产 1,926.71 亿元，占资产总额的 94.78%，较上年同期增加 1.08 个百分点。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，截至 2016 年末，在非流动资产中的占比分别为 65.86% 和 25.89%，其中固定资产主要系厂房及其他建筑物和机器设备等；在建工程主要包括两河口水电站、国投湄洲湾二期工程和北疆电厂二期工程等。

从负债结构来看，公司负债主要为非流动负债，截至 2016 年末，公司非流动负债 1,097.60 亿元，占负债总额的 74.88%。公司非流动负债基本系长期借款，截至 2016 年末，公司长期借款为 1,035.35 亿元，主要系信用借款。

从财务杠杆比率来看，公司经营情况良好，资金充沛以及自有资本实力持续提升，近三年公司财务杠杆比例呈下降态势。截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.10% 和 68.97%，同比分别上升 0.10 和下降 1.09 个百分点，截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 71.38% 和 68.62%。

从债务期限结构来看，截至 2016 年末，公司短期债务、长期债务分别为 177.45 亿元和 1,083.12 亿元，截至 2016 年末，公司长短期债务比为 0.16，同比下降 0.09，债务期限结构进一步优化。总体来看，公司以长期债务为主的债务结构符合电力行业投资规模大、投资回报期长的特点。

图 4：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，公司资产规模不断增加，自有资本实力不断增强，债务期限结构进一步优化；但财务杠杆仍处于较高水平。

盈利能力

2016 年，受到全国电力需求下降以及电价下调的影响，公司火电板块整体收入水平明显下降，当年实现营业收入 104.86 亿元，较上年同期下降 12.96%；同期受水电上网电价有所下降影响，当年公司水电板块收入较上年下降 2.42% 至 179.26 亿元。2016 年公司实现营业收入 292.71 亿元，同比下降 6.42%。

毛利率方面，受上网电价下降及公司煤炭价格上升影响，公司毛利率有所下降，当年公司综合毛利率为 48.41%，较 2015 年下降 3.79 个百分点，但仍保持很高水平，分板块来看，公司 2016 年火电业务毛利率为 17.52%，同比下降 10.63 个百分点，主要是受煤炭价格上涨及上网电价下降影响；公司 2016 年水电业务毛利率为 68.15%，同比下降 1.13 个百分点，水电业务毛利率保持在很高水平。

期间费用方面，2016 年公司共产生财务费用 50.42 亿元，同比减少 14.40%，主要是由于贷款利率下降所致；管理费用为 9.36 亿元，同比增加 7.89%，主要原因系公司拓展海外业务产生的咨询费用。总体来看，公司 2016 年共计发生期间费用 59.84 亿元，三费收入占比为 20.44%，较上年降低 1.18 个百分点，2017 年一季度，公司三费收入占比为 18.44%。

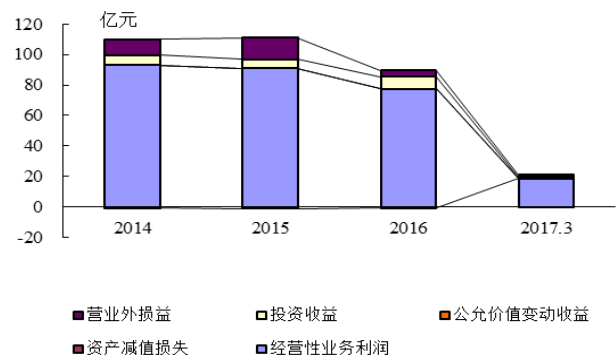
表 7：2014~2017.Q1 公司三费情况分析

	单位：亿元、%			
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.17	0.07	0.06	0.01
管理费用	8.05	8.67	9.36	2.13
财务费用	61.56	58.90	50.42	11.93
三费合计	69.78	67.64	59.84	14.07
营业总收入	329.57	312.80	292.71	76.31
三费收入占比	21.17	21.62	20.44	18.44

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润构成看，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2016 年，公司全年实现经营性业务利润 77.29 亿元，同比下降 14.96%。同时，公司投资参股电厂共取得投资收益 8.08 亿元，同比增加 39.43%。营业外损益方面，2016 年公司取得政府补助 10.09 亿元，主要为雅砻江、大朝山等的增值税返还。总体来看，受公司营业收入及毛利率下降影响，公司 2016 年利润总额同比下降 18.79% 至 89.17 亿元。

图 5：2014~2017.Q1 公司利润总额结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

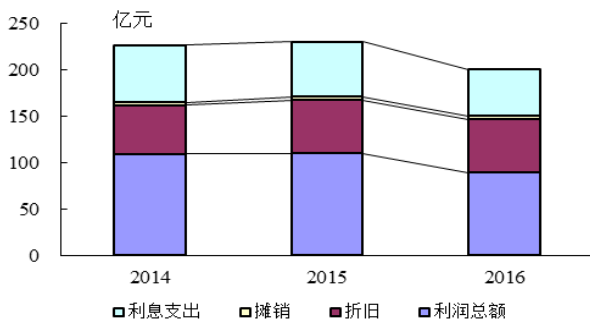
综合来看，2016 年受电价下调及煤炭价格上涨影响，公司收入规模和盈利能力均有所降低，但盈利能力依然很强。

偿债能力

2016 年，随着公司电源建设项目的持续推进，公司营运资金需求增加，债务规模略有增长。截至 2016 年 12 月 31 日，公司总债务为 1,260.58 亿元，同比增加 4.85%。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2016 年公司利润总额和利息支出有所下降，当年公司 EBITDA 同比减少 13.03% 至 200.00 亿元。

图 6: 2014~2016 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从偿债能力指标看, 2016 年公司总债务/EBITDA 为 6.30 倍, 同比上升 1.05 倍, EBITDA 利息倍数为 3.46 倍, 同比下降 0.03 倍, EBITDA 对债务本息的保障程度有所减弱但仍然较好。同期公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.15 和 3.30 倍, 同比分别减少 0.04 和 0.17 倍, 公司经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所减弱但仍然较强。

表 8: 2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
EBITDA (亿元)	226.73	229.96	200.00	-
经营活动净现金流 (亿元)	214.41	228.97	190.67	35.26
资产负债率 (%)	75.40	72.00	72.10	71.38
总资本化比率 (%)	73.80	70.14	68.97	68.62
经营活动净现金流/利息支出 (X)	3.04	3.47	3.30	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.18	0.19	0.15	0.11
EBITDA 利息倍数 (X)	3.21	3.49	3.46	-
总债务/EBITDA (X)	5.31	5.25	6.30	-

注: 2017 年一季度经营净现金流/总债务经年化处理。

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司对外担保余额为 20.85 亿元, 占公司同期净资产的 3.68%, 其中, 公司为东源曲靖能源有限公司 (以下简称“东源曲靖”) 担保 4.27 亿元, 该担保已经逾期, 公司已全额计提预计负债。公司另外分别为 LESTARI LISTRIK PTE.LTD. (以下简称“LLPL”)、PT.Lesteri Banten Energi (以下简称“PTLBE”) 担保 8.18 亿元和 8.41 亿元, 公司持有 LLPL42.11% 的股权, 公司间接持有 PTLBE40% 的股权, 公司承担的

担保余额占净资产的比重较小, 预计整体风险较为可控。

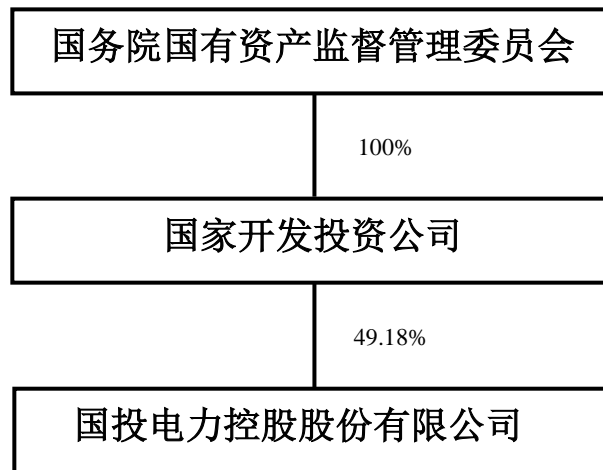
授信方面, 公司拥有极为畅通的资本市场及银行融资渠道。截至 2016 年 12 月 31 日, 公司共取得多家金融机构授信额度 2,921.14 亿元。其中, 未使用额度达到 1,794.37 亿元, 备用流动性充足。

总体来看, 公司盈利及经营活动净现金流对债务本息的保障程度有所减弱, 但仍保持很好水平; 同时, 公司电力资产优质、规模优势突出、盈利能力很强, 公司整体竞争实力和偿债能力仍然极强。

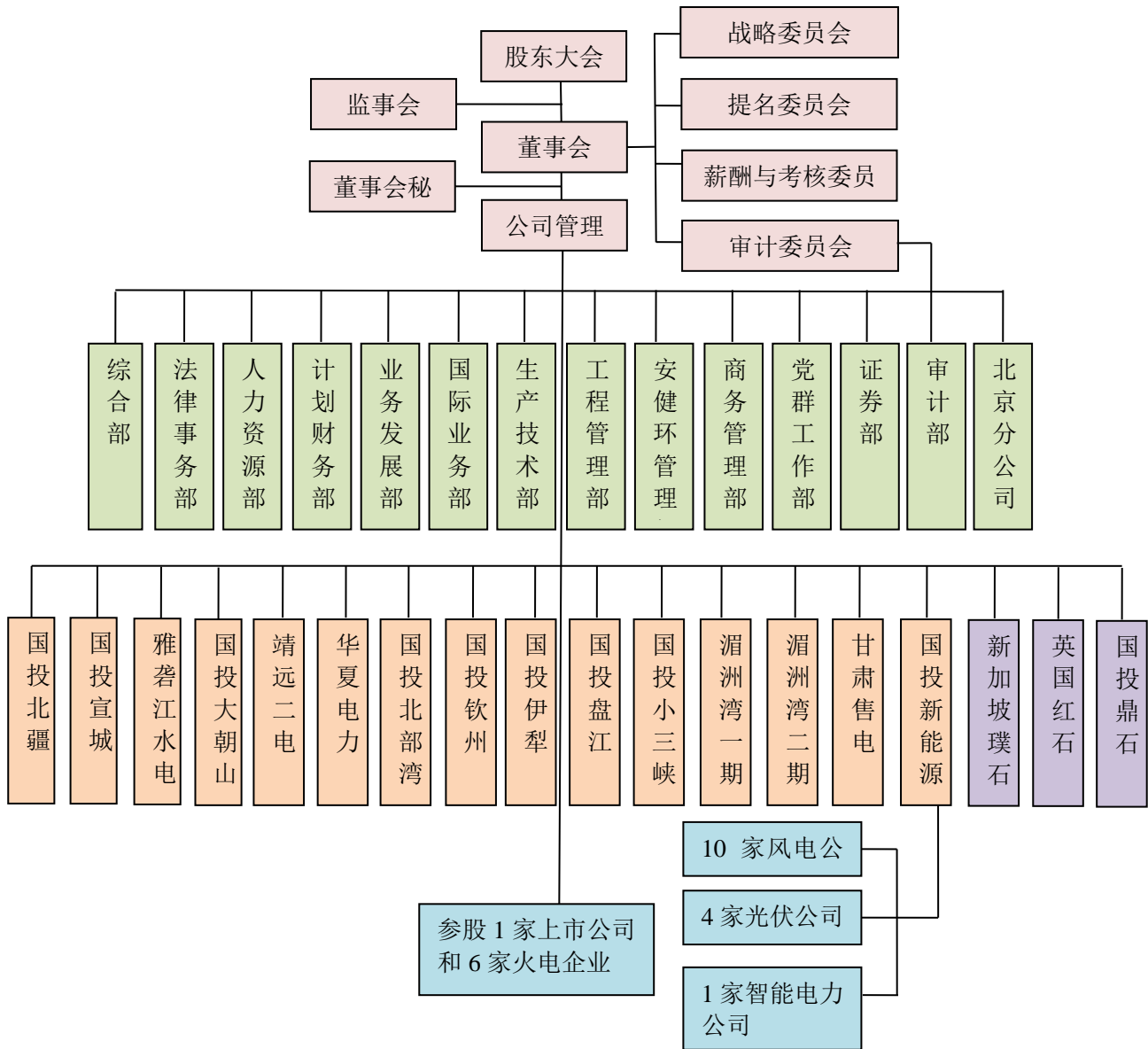
结 论

综上, 中诚信证评维持国投电力控股股份有限公司主体信用等级AAA, 评级展望为稳定; 维持“国投电力控股股份有限公司2016年公司债券 (第一期)”信用等级为AAA, 维持“国投电力控股股份有限公司2016年公司债券 (第二期)”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（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：国投电力控股股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：国投电力控股股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	760,728.97	632,675.34	434,063.21	374,598.84
应收账款净额	294,842.12	240,631.63	257,773.10	361,307.82
存货净额	109,160.73	84,537.22	106,806.18	117,395.96
流动资产	1,380,227.05	1,155,887.95	1,062,017.04	1,132,885.76
长期投资	278,248.47	292,802.49	893,682.49	900,985.01
固定资产合计	12,279,904.81	12,457,287.35	12,688,356.28	12,594,364.55
总资产	17,375,188.35	18,354,478.12	20,329,103.03	20,474,809.13
短期债务	1,986,231.70	2,413,268.74	1,774,524.94	1,612,025.50
长期债务	10,006,447.24	9,608,914.31	10,831,244.61	11,201,289.02
总债务（短期债务+长期债务）	11,992,678.93	12,022,183.05	12,605,769.55	12,813,314.52
总负债	13,101,274.53	13,215,513.87	14,657,325.20	14,615,537.62
所有者权益（含少数股东权益）	4,273,913.82	5,138,964.25	5,671,777.83	5,859,271.51
营业总收入	3,295,716.92	3,127,969.98	2,927,080.30	763,073.97
三费前利润	1,628,105.63	1,585,192.99	1,371,262.21	328,265.67
投资收益	66,438.09	57,933.95	80,777.73	7,451.75
净利润	1,016,442.15	1,010,258.28	785,960.98	185,338.29
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,267,263.74	2,299,642.80	1,999,977.39	-
经营活动产生现金净流量	2,144,098.11	2,289,677.16	1,906,653.78	352,562.25
投资活动产生现金净流量	-1,366,500.64	-1,569,367.95	-2,348,180.82	-288,441.98
筹资活动产生现金净流量	-436,861.84	-845,665.33	244,178.27	-122,785.36
现金及现金等价物净增加额	340,735.49	-125,356.12	-196,902.09	-58,584.95
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	50.72	52.21	48.41	44.85
所有者权益收益率（%）	23.78	19.66	13.86	3.16
EBITDA/营业总收入（%）	68.79	73.52	68.33	-
速动比率（X）	0.42	0.30	0.26	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.19	0.15	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	1.08	0.95	1.07	0.87
经营活动净现金/利息支出（X）	2.98	3.47	3.30	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.15	3.49	3.46	-
总债务/EBITDA（X）	5.29	5.23	6.30	-
资产负债率（%）	75.40	72.00	72.10	71.38
总资本化比率（%）	73.73	70.05	68.97	68.62
长期资本化比率（%）	70.07	65.15	65.63	65.66

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2、公司 2017 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：国投电力控股股份有限公司基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。