

# 信用等级通知书

信评委函字 [2014]跟踪207号

## 国家电网公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析 & 评估的基础上，我对贵公司“06国网债1”、“06国网债2”、“13电网CP002”和“14电网CP001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司**AAA**的主体信用等级，评级展望为稳定，维持公司债券**AAA**的债项信用等级和短期融资券**A-1**的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年六月二十三日

# 国家电网公司 2014 年度跟踪评级报告

**受评对象** 国家电网公司

**本次主体信用等级** AAA **评级展望** 稳定

**上次主体信用等级** AAA **评级展望** 稳定

## 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限	上次债项信用等级	本次债项信用等级
06 国网债 1	10	2006.05.29~2016.05.29	AAA	AAA
06 国网债 2	50	2006.05.29~2021.05.29	AAA	AAA
13 电网 CP002	100	2013.11.05-2014.11.05	A-1	A-1
14 电网 CP001	100	2014.05.26~2015.05.26	A-1	A-1

注：“06 国网债 1”和“06 国网债 2”由中国农业银行股份有限公司提供担保。

## 概况数据

国家电网	2011	2012	2013	2014.3
总资产(亿元)	22,115.91	23,335.32	25,700.71	26,786.40
所有者权益(亿元)	8,841.63	10,029.63	11,050.05	11,309.40
总负债(亿元)	13,274.28	13,305.69	14,650.66	15,477.00
总债务(亿元)	6,660.27	6,223.10	6,662.87	7,379.96
营业总收入(亿元)	16,753.59	18,829.99	20,498.00	4,923.13
EBIT(亿元)	822.96	1,391.27	1,019.07	--
EBITDA(亿元)	2,553.90	--	--	--
经营活动净现金流(亿元)	2,693.41	2,894.84	3,295.54	531.66
营业毛利率(%)	6.00	6.14	5.95	6.10
EBITDA/营业总收入(%)	15.24	--	--	--
总资产收益率(%)	3.88	6.05	4.11	--
资产负债率(%)	60.02	57.02	57.00	57.78
总资本化比率(%)	42.96	38.29	37.62	39.49
总债务/EBITDA(X)	2.61	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.98	--	--	--

农业银行	2011	2012	2013
资产总额(亿元)	116,776	132,443	145,621
不良贷款余额(亿元)	874	858	878
净营业收入(亿元)	3,777	4,217	4,612
拨备前利润(亿元)	2,188	2,416	2,647
净利润(亿元)	1,220	1,451	1,662

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；由于缺乏相关数据，2012~2013 年 EBITDA 及相关数据无法计算，2014 年一季度 EBIT、EBITDA 及相关指标无法计算；2014 年一季度财务报表未经审计。

## 分析师

**项目负责人：吕修磊** xllv@ccxi.com.cn

**项目组成员：魏荣** rwei@ccxi.com.cn

电话：(010) 66428877

传真：(010) 66426100

2014 年 6 月 23 日

## 基本观点

中诚信国际维持国家电网公司（以下简称“国家电网”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“06 国网债 1”、“06 国网债 2”的债项信用等级为 AAA；维持“13 电网 CP002”和“14 电网 CP001”的债项信用等级为 A-1。

2013 年以来，公司机组并网容量不断提升，并网机组上网电量不断增长；公司通过电网建设和技术改造，不断提高电网输送能力，运行指标进一步优化；公司服务客户数量及经营区域最高用电负荷不断增加；并保持了极强的获利能力和强劲的现金流水平。同时，中诚信国际也关注用电增速变化及安全运营压力对公司经营和整体信用状况的影响。同时，“06 国网债 1”和“06 国网债 2”的担保主体中国农业银行股份有限公司继续保持了强有力的担保实力。

## 优势

- **电力消纳能力稳步增强。**近年来，公司机组并网容量不断提升，并网机组上网电量不断增长；截至 2013 年末公司机组并网容量达到 9.62 亿千瓦，其中火电 6.76 亿千瓦，清洁能源 2.86 亿千瓦；2013 年公司并网机组上网电量达到 3.69 万亿千瓦时，其中火电 2.90 万亿千瓦时，清洁能源 0.79 万亿千瓦时。
- **电网输送能力逐步提升。**近年来，公司通过电网建设和技术改造，不断提高电网输送能力，运行指标进一步优化，电网能力稳步增强；截至 2013 年末，公司输电线路长度达到 77.10 万公里，变电设备容量达到 30.30 亿千伏安，同比均保持增长。
- **售电量不断增长。**近年来，公司服务客户数量不断增长，经营区域最高用电负荷屡创新高，售电量逐步增长；截至 2013 年末，公司服务用户数量达到 3.43 亿户；2013 年实现售电量 3.52 万亿千瓦时，经营区域最高用电负荷达到 6.54 亿千瓦。
- **极好的获现能力和强劲的现金流水平。**2013 年及 2014 年 1~3 月，公司利润总额分别为 705.76 亿元和 175.53 亿元，经营活动净现金流分别为 3,295.54 亿元和 531.66 亿元。
- **担保实力继续保持。**“06 国网债 1”和“06 国网债 2”的担保主体为中国农业银行股份有限公司，担保主体继续保持了强有力的担保实力，为债券的偿还提供了有力的保障。

## 关注

- **宏观经济形势对用电量增速的影响。**近期国内经济总量增速放缓、经济结构调整、高耗能行业处于下行周期，虽然 2013 年下半年以来用电增速有小幅回升，但未来用电量增速的持续回升有待经济形势的进一步好转。
- **安全运营压力。**电网安全运营影响因素及环节众多，涉及人身、设备等诸多方面，是一项长期的系统工程，公司电网安全运营面临一定的压力。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对存续期内的债券每半年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次跟踪评级为定期跟踪评级。

## 基本分析

### 近年来国家发改委对部分地区上网电价以及脱销电价的调整、阶梯电价的实施对电网企业的影响有限，关注后续电价政策变化对电网企业的影响

为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本，发改委于 2011 年两次上调电价。而 2011 年 12 月，发改委对电网销售电价进行了相应调升<sup>1</sup>。其中南方电网所属区域销售电价平均提价标准每千瓦时分别为：广东省 2.65 分、广西自治区 3.53 分、云南省 1.8 分、贵州省 4.99 分、海南省 2.5 分；华北电网所属区域销售电价平均提价标准每千瓦时分别为：北京市 3.3 分、天津市 4.13 分、河北北部电网 2.93 分、河北南部电网 3.44 分、山西省 3.69 分、山东省 2.84 分、内蒙古西部电网 3.11 分；东北电网所属区域销售电价平均提价标准每千瓦时分别为：辽宁省 3 分、吉林省 3.6 分、黑龙江省 3.2 分、内蒙古东部电网 2.58 分；西北电网所属区域销售电价平均提价标准每千瓦时分别为：陕西省 3.58 分、甘肃省 2.11 分、青海省 2.16 分、宁夏自治区 2.11 分；华东电网所属区域销售电价平均提价标准每千瓦时分别为：上海市 3.5 分、江苏省 3.54 分、浙江省 3.4 分、安徽省 2.4 分、福建省 3.5 分。整体看，电网销售电价上调幅度集中在 2~5 分，基本上抵消了上网电价调升的影响。

2012 年 6 月 14 日，发改委宣布阶梯电价于 7 月 1 日起在全国全面试行。除新疆、西藏外，居民阶梯电价制度将覆盖中国大部分省份。截至 2012 年 7 月 1 日下午，除安徽、贵州、湖南、陕西尚在筹备外，25 个省份开始全面试行这一制度。据统计，完善后的阶梯电价方案中，绝大部分地区的第一档

电价的覆盖率超过 80%，甚至有些地区达到 90%。第一档电量高的月均 260 度，低的 150 度。目前对于电价增收的部分，考虑到电表改造等增加的成本，电网公司收入并未有实质性提高。而对于未来受益于阶梯电价电网公司可能所增加的收入，发改委也将加强监管力度。

2012 年 12 月，国家发改委分别下发了《关于解除发电用煤临时价格干预措施的通知》和《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，主要内容包括：自 2013 年起取消电煤重点合同，取消电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同，自主协商确定价格；继续实施并不断完善煤电价格联动机制，当电煤价格波动幅度超过 5% 时，以年度为周期，相应调整上网电价，同时将电力企业消纳煤价波动的比例由 30% 调整为 10%。

2013 年 9 月，国家发改委下发了《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》要求从 9 月 25 日起降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；提高上海、江苏、浙江等省（区、市）天然气发电上网电价。根据《通知》的规定，全国省级电网中除云南省和四川省未做调整外，其他均下调了煤电机组上网电价，降价幅度从 0.9 分/千瓦时~2.5 分/千瓦时不等，平均降幅为 1.4 分/千瓦时，其中上海市、江苏省和浙江省降幅最大，为 2.5 分/千瓦时。在上述地区煤电上网电价下调的基础上，《通知》还规定，对脱硝达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，上网电价提高 1 分/每千瓦时（较原标准提高 0.2 分/千瓦时）；对采用新技术进行除尘达标并经环保部门验收合格的燃煤发电企业，上网电价提高 0.2 分/千瓦时。

中诚信国际认为，经过 2012 年 5 月以来的大幅下跌，火电企业的燃料压力大幅减轻，上网电价消纳煤价波动的压力短期不会出现，2013 年 9 月燃煤发电企业脱硫标杆上网电价的下调在一定程度上提升了电网企业的盈利空间。长期看，由于电力企业消纳煤价波动的比例大幅降低，若煤炭价格继续上涨，上网电价相应上调而未及时上调电网销售

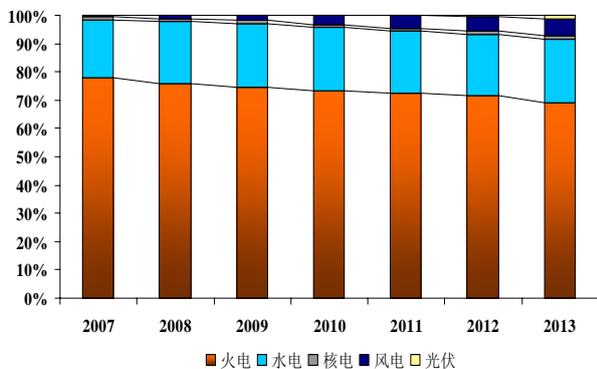
<sup>1</sup> 见“发改价格[2011]2618 号、2619 号、2620 号、2621 号和 2622 号”。

电价，电网企业的成本压力将因此而有所增加，中诚信国际将对电价调整对电网企业的影响保持关注。

### 新能源及清洁能源装机及上网电量占比的逐步提升，对电网企业形成一定的成本压力

从电源结构来看，以水电、风电为主的新能源及清洁能源发电机组在我国电源结构中的占比逐年提升。截至 2013 年末，全国发电设备装机容量为 12.47 亿千瓦，同比增长 9.3%；其中，火电 8.62 亿千瓦，水电 2.80 亿千瓦，核电 1,461 万千瓦，并网风电 7,548 万千瓦，并网太阳能 1,479 万千瓦，上述电源装机分别同比增长 5.7%、12.3%、16.2%、24.5% 和 335.1%。总体看，“十二五”期间全国发电机组的总装机增速呈下降趋势，增速由 2008 年末的 11.28% 下降至 2013 年的 9.3%，而新能源因其清洁、可再生等优势，得到了国家政策上的大力支持，整体装机增速明显高于全国发电机组的总装机增速，且在我国电源结构中的占比逐年提升。

图 1:2007 年以来中国电源结构情况



资料来源：中电联、国家能源局、中诚信国际整理

近年来，公司在全国 20 个省（自治区、直辖市）部署了风电、光伏发电功率预测系统，覆盖了国家的八大千万千瓦级基地。2013 年公司经营区域风电装机达到 7,037 万千瓦，同比增长 23.98%。此外，公司于 2012 年 10 月发布《关于做好分布式光伏发电并网服务工作的意见（暂行）》、《关于促进分布式光伏发电并网管理工作的意见（暂行）》和《分布式光伏发电接入配电网相关技术规定（暂

行）》，公开承诺“支持、欢迎、服务”分布式光伏发电发展。截至 2013 年末，公司经营区域并网光伏发电装机容量达到 1,546 万千瓦，同比增长 364.26%。中诚信国际认为，在国家鼓励新能源及清洁能源的政策导向下，预计“十二五”期间上网电价较高的风电、光伏等装机占比将保持上升态势，并且新能源及清洁能源机组均处于电网优先调度序列，这将对电网企业经营成本产生一定影响。

### 2013 年以来，随着公司机组并网容量的提升，并网机组上网电量进一步增长；同时，公司全力服务清洁能源发展，成为全球风电接入规模最大、光伏发电增速最快的电网

近年来，公司机组并网容量不断提升，截至 2013 年末达到 9.62 亿千瓦，其中火电 6.76 亿千瓦，清洁能源 2.86 亿千瓦。

在依托火电保障电力供应稳定的前提下，近年来，公司积极落实国家能源战略和节能减排部署，服务清洁能源发展。截至 2013 年末，我国水电装机达到 2.8 亿千瓦，位列世界首位，其中公司经营区域 1.85 亿千瓦；我国核电装机达到 1,461 万千瓦，公司经营区域并网核电 849 万千瓦。同时，为全力解决风电、光伏等清洁能源项目与电网项目核准、建设工期不匹配等问题，2013 年公司累计投资风电并网工程 497 亿元，建成风电并网线路 2.94 万千米；累计投资 27 亿元，建成太阳能汇集站容量 621 万伏安，光伏发电并网线路 1,000 千米。2013 年，国家电网并网风电、光伏发电容量分别达到 7,037 万千瓦和 1,546 万千瓦，分别较 2012 年增长 23.98% 和 364.26%，成为全球风电接入规模最大、光伏发电增速最快的电网。

表 1: 2011~2013 年公司机组并网容量

	2011	2012	2013
并网容量 (亿千瓦)	8.18	8.80	9.62
其中：火电 (亿千瓦)	6.15	6.40	6.76
清洁能源 (亿千瓦)	2.03	2.40	2.86

注：清洁能源统计包括水电、核电、风电和光伏发电；生物质、地热发电等并网容量占比微小，统计并入火电中。

资料来源：公司社会责任报告，中诚信国际整理

近年来，公司并网机组上网电量也保持一定的

增长态势，2013 年达到 3.69 万亿千瓦时，其中火电 2.90 万亿千瓦时，清洁能源 0.79 万亿千瓦时。为满足电量需求的增长，公司火电上网电量保持着较为稳定的增长态势，在并网机组上网电量中占绝对比例。新能源并网方面，公司优先调度，全力保障新能源消纳，2013 年，公司消纳风电、光伏发电电量分别为 1,290 亿千瓦时和 83.5 亿千瓦时，分别较 2012 年增长 37.4% 和 146%。

**表 2：2011~2013 年公司并网机组上网电量**

	2011	2012	2013
上网电量（万亿千瓦时）	3.24	3.39	3.69
其中：火电（万亿千瓦时）	2.65	2.67	2.90
清洁能源（万亿千瓦时）	0.59	0.72	0.79

注：清洁能源统计包括水电、核电、风电和光伏发电；生物质、地热发电等上网电量占比微小，统计并入火电中。

资料来源：公司社会责任报告，中诚信国际整理

此外，公司还制定了《关于做好分布式电源并网服务工作的意见》和《关于促进分布式能源并网管理工作的意见》，支持分布式能源发展。截至 2013 年末，分布式能源已实现并网运行 1,052 户，装机容量 73.59 万千瓦，累计发电 2.05 亿千瓦时；其中，光伏并网 1,045 户，装机容量 72.37 万千瓦，累计发电 2.02 亿千瓦时。

总体看，近年来，公司机组并网容量不断提升，并网机组上网电量不断增长；尤其是公司并网机组中清洁能源所占比例有所提升。但同时中诚信国际也关注到，在公司电力消纳能力逐年增强的同时，上网电价较高的清洁能源占比的上升将给公司带来一定的成本压力。

### 公司通过电网建设和技术改造，不断提高电网输送能力，运行指标进一步优化

公司自成立以来，累计完成投资超过 2 万亿元，输电线路长度、变电设备容量不断提升；特别是从 2005 年开展提高电网输送能力工作以来，公司累计提高电网输送能力 2.41 亿千瓦。

**表 3：2011~2013 年公司电网能力**

	2011	2012	2013
电网建设投资（亿元）	3,019	3,054	3,379
输电线路长度（万千米）	65.50	71.30	77.10

变电设备容量（万千伏安）	23.90	28.10	30.30
线损率（%）	6.53	6.73	6.83
累计提高电网输送能力（亿千瓦）	2.00	2.13	2.41
设备事故数（次）	9	0*	0*
电网事故数（次）	5	0*	0*

注 1：输电线路长度为 110（66）千伏及以上输电线路；变电设备容量为 110（66）千伏及以上变电设备。

注 2：国务院于 2011 年颁布了《电力安全事故应急处置和调查处理条例》；按照该条例标准，公司 2012 和 2013 年没有发生一般及以上电网、设备事故；此标准与公司此前执行标准存在差异，相关统计口径前后期不可比。

资料来源：公司社会责任报告，中诚信国际整理

2013 年，公司完成电网投资 3,379 亿元，投产 110（66）千伏及以上交流线路 4.8 万公里，投产直流线路 2,210 公里，换流容量 800 万千瓦。截至 2013 年末，公司输电线路长度达到 77.10 万公里，变电设备容量达到 30.30 亿千伏安。

近年来，公司不断推进电网技术改造，投入 208 亿元，完成技改工程 17,344 项，改造线路 2 万千米，变电容量 4,808 万千伏安。电网能力指标不断优化，2013 年公司线损率 6.83%，节约电量 18.9 亿千瓦时；且未发生一般及以上级别电网、设备事故。

此外，公司特高压和智能电网建设纳入国家“十二五”规划纲要。未来，通过特高压和智能电网在建项目的逐步投产，公司电网能力指标将得到进一步提升，电网运行安全性和稳定性将逐步增强。

总体看，近年来，公司通过电网建设和技术改造，不断提高电网输送能力，电网能力指标得到优化，输电安全性和稳定性得到较好保障。

### 公司电能质量和供电服务水平显著提升，农村用电水平大幅提高

2013 年以来，公司服务客户数量继续保持增长，经营区域最高用电负荷屡创新高，售电量逐步增长。截至 2013 年末，公司服务用户数量达到 3.43 亿户，较 2012 年增长 11.00%；2013 年实现售电量 3.52 万亿千瓦时，经营区域最高用电负荷达到 6.54 亿千瓦。

从售电绩效指标看，公司积极优化配电网规划布局。2013 年，国家电网改造 35 千伏及以上输电线路 6,812 千米，改造配电网投入 43.8 亿元，城市

供电可靠率为 99.956%，年户均停电时间 3.85 小时/户，同比下降 25.6%，城市配网故障停运率同比降低 17.3%，城市综合供电电压合格率同比上升 0.125 个百分点。

**表 4：2011~2013 年公司售电与绩效**

	2011	2012	2013
售电量（亿千瓦时）	30,925	32,539	35,227
经营区域最高用电负荷（亿千瓦）	5.35	5.61	6.54
服务客户数（亿户）	2.86	3.09	3.43
城市供电可靠率（%）	99.921	99.941	99.956
城市年户均停电时间（小时/户）	6.92	5.18	3.85
城市综合电压合格率（%）	99.759	99.824	99.949
农网供电可靠率（%）	99.665	99.735	99.852
农村年户均停电时间（小时/户）	29.35	23.21	12.97
农网综合供电电压合格率（%）	97.688	98.074	98.567
国家电力市场交易电量（亿千瓦时）	3,999	5,159	6,019

资料来源：公司社会责任报告，中诚信国际整理

此外，值得关注的是，近年来，公司着重推进城乡供电一体化战略，不断提高农村电气化发展水平；农村用电保障能力、电能质量和供电服务水平显著提升，农村用电水平大幅提高。2013 年，农网供电可靠率和农网综合供电电压合格率达到 99.852% 和 98.567%，同比分别提高 0.117 个百分点和 0.493 个百分点；年户均停电时间 12.97 小时/户，同比大幅减少了 10.24 小时/户。

总体来看，公司通过电网建设和技术改造，不断提高电网输送能力，电网能力指标得到优化，输电安全性和稳定性得到较好保障。

## 财务分析

以下分析基于经瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>2</sup>保留意见的 2011~2013 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2014 年 1~3 月财务报表。公司财务报表按照新企业会计准则编制。

### 盈利能力

国家电网主营业务突出，营业收入 99% 以上来

自电力销售。2013 年以来，受益于装机规模增长、电网建设项目的不断投产及售电量增加，公司营业收入规模继续保持增加。2013 年公司营业收入达到 20,498.00 亿元，较 2012 年增长 8.86%。2014 年 1~3 月，公司营业收入为 4,923.13 亿元。

毛利率方面，2013 年公司毛利率水平为 5.95%，较 2012 年下降 0.19 个百分点，主要是清洁能源并网机组上网电量有所增长所致。未来，随着电量需求的增长以及售电价的逐步提高，公司毛利率水平或将有一定的回升空间。

**图 2：2011 年~2014 年 3 月公司毛利率情况**



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从费用情况来看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用两部分组成，2013 年公司三费收入占比分别为 2.43%，较 2012 年下降 0.17 个百分点，主要是由于营业收入的增长、主辅分离管理效率提高以及费用规模控制得当所致。2014 年 1~3 月，公司三费收入比为 2.53%。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润，2013 年，公司实现利润总额 705.76 亿元，其中经营性业务利润为 596.12 亿元。公司经营性业务利润较 2012 年增长 9.76%，而利润总额较 2012 年有所下降，主要是处置股权投资产生的投资收益较 2012 年减少了 450.49 亿元所致。

总体来看，虽然 2013 年公司毛利率水平小幅下降，但总体上处于较好水平；加之公司推行主辅分离，使得三费占比有小幅下降，2013 年以来公司经营性业务利润和利润总额均维持在 500 亿元以上，显示了公司极强的盈利能力。

### 偿债能力

<sup>2</sup> 公司 2011~2012 年报表由中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，该事务所 2013 年改名为瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）。

2013 年以来，随着公司业务规模的扩张，公司总债务规模整体呈上升趋势；且随着 2013 年两期短期融资券的发行，公司短期债务大幅上升。截至 2013 年末，公司总债务和短期债务分别为 6,662.87 亿元和 1,754.25 亿元，其中短期债务占总债务的比重为 26.33%。截至 2014 年 3 月末，公司总债务为 7,379.96 亿元，短期债务为 1,954.59 亿元。

从偿债指标来看，随着公司经营活动净现金流的上升，其对利息支出的覆盖能力大幅增强；但 2013 年以来短期债务的大幅攀升，使经营活动净现金流对短期债务的覆盖能力有所弱化。

**表 5：近年来公司短期偿债能力指标**

	2011	2012	2013	2014.3
短期债务(亿元)	2,095.95	1,297.85	1,754.25	1,954.59
经营活动净现金流(亿元)	2,693.41	2,894.84	3,295.54	531.66
EBITDA(亿元)	2,553.90	--	--	--
流动比率 (X)	0.36	0.35	0.30	0.34
速动比率 (X)	0.30	0.28	0.23	0.27
经营活动净现金流/短期债务 (X)	1.29	2.23	1.88	1.09*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.42	8.43	9.61	--
EBITDA/短期债务 (X)	1.22	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (X)	7.98	--	--	--

注：由于 2012~2013 年相关数据缺失，同期公司 EBITDA 无法计算；由于 2014 年一季度相关数据缺失，当期 EBITDA 及相关指标无法计算；带“\*”指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2013 年末，公司提供对外担保为 142.45 亿元；此外，截至 2013 年末，公司未决诉讼或仲裁等形成的或有负债 4.54 亿元，占公司净资产比例较小，不会对公司的经营产生重大不利影响。

目前，公司与金融机构保持着坚实的合作关系，无违约纪录。截至 2013 年末，公司获得境内外银行授信总计 10,989 亿元，其中未使用 4,847 亿元。较高的金融机构授信额度对公司资金需求和长期债务起到了极强的保障作用。

## 过往债务履约情况

公司及其子公司的债务性筹资渠道主要包括

银行借款及债券市场融资。截至评级报告出具之日，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

## 担保实力

### 中国农业银行股份有限公司

本期债券由中国农业银行股份有限公司（以下简称“农行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

农行拥有国内银行体系资产约 9.62% 的市场份额，是国内第三大银行，仅次于中国工商银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司，在国内金融体系和农村金融市场上具有十分重要的地位。同时，农行拥有全国覆盖面最广的服务网点，截至 2013 年末，农行共有境内分支机构 23,547 个，并设立了 13 家海外机构；其员工人数也居国内银行首位，为 478,980 人。截至 2013 年末，该行各项存款余额为 118,114 亿元，贷款余额 72,247 亿元，资产总额 145,621 亿，所有者权益 8,445 亿元，当年实现净利润 1,662 亿元。

2008 年 10 月，国务院批准了农业银行股份有限公司改革实施总体方案。根据改革方案，农行实施了财务重组，汇金公司向农行注入与 1,300 亿元人民币等值的外汇资产，并以 2007 年 12 月 31 日为基准日，按账面值剥离处置不良资产 8,156.95 亿元。在国家注资和不良资产剥离的基础上，中国农业银行于 2009 年 1 月整体改制为股份有限公司。中国农业银行股份有限公司由财政部、汇金公司发起设立，完整承继原中国农业银行的资产、负债和所有业务，股份有限公司注册资本 2,600 亿元，由财政部和汇金公司各持有 50% 的股份。股份制改革完成后，2010 年 7 月农行以 A+H 股方式公开上市，初始发行 222.35 亿股 A 股股票和 254.12 亿股 H 股股票，分别占发行后总股本的 7% 和 8%。2012 年 12 月，农行在银行间债券市场成功发行 500 亿元人民币的次级债券，资本实力进一步增强。截至 2013 年末，农行核心一级资本充足率为 9.25%，资本充足率为 11.86%。该行不良贷款率为 1.22%，较上年

下降了 0.11 个百分点；拨备覆盖率为 367.04%，较上年上升了 40.90 个百分点。截至 2013 年末，该行存贷比为 61.17%，较上年略有提高。2013 年该行平均资产回报率为 1.20%，较上年提高了 0.04 个百分点；平均资本回报率为 20.89%，较上年提高了 0.15 个百分点。

由于历史沿袭的职能分工和网点分布，农行是目前国内涉农贷款投放规模最大、服务面最宽、服务客户最多、拥有农业信贷专业化经营管理体系的商业银行。农行股份制改革目标进一步明确了农行“面向三农”的市场定位及在农村金融体系中的骨干支柱作用。2008 年，农行确立了“三农”和县域蓝海市场发展战略，出台了“三农”业务中长期发展规划、服务“三农”总体实施方案和三农金融部改革试点实施方案，并以位于县域地区的 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部为基础组建三农金融部，开展三农金融业务的事业部制改革试点。与此同时，农行继续巩固和发展城市金融业务，发挥城乡一体化的优势，做大、做强、做精城市业务，从而为服务“三农”的县域金融业务提供可持续的财务支撑。

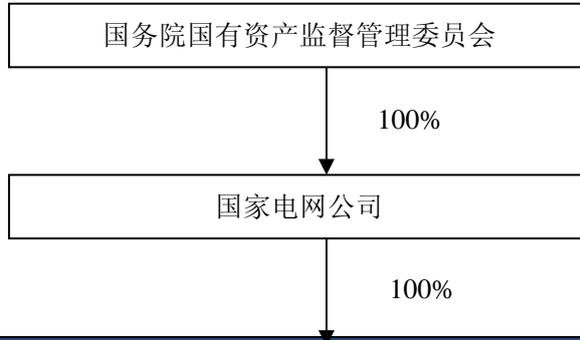
总体来看，财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善，并且近年来为股份制改革所进行的内部管理改革也使农行组织架构逐步完善，风险管理水平逐步提高，商业化运营意识和竞争力持续增强。农行公开上市启动标志着该行将向公众持股公司转变。但考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会发生改变以及农行在国家金融体系中的重要地位，我们认为农行在今后的发展中仍将得到政府有力的支持。因此，基于对农行在中国金融体系中的重要地位以及由此获得的政府支持的考虑，中诚信国际认为农行拥有极强的综合财务实力，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

## 结论

综上，中诚信国际维持国家电网公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“06 国网债 1”、“06 国网债 2”的债项信用等级为 AAA；维持“13 电

网 CP002”和“14 电网 CP001”的债项信用等级为 A-1。

附一：国家电网公司股权结构图（截至 2013 年末）

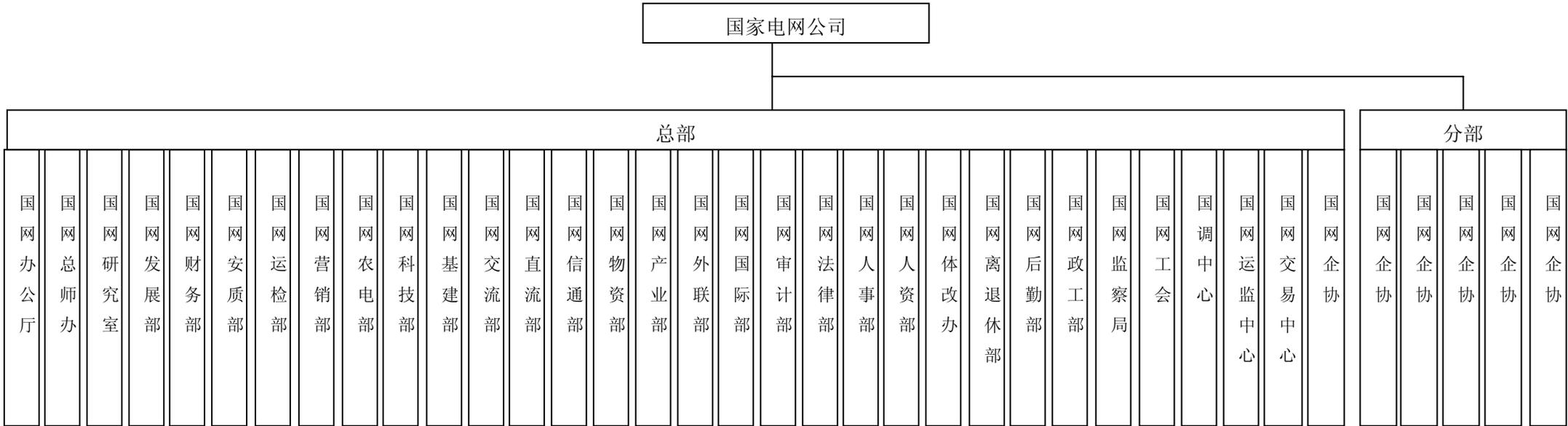


序号	公司名称	持股比例 (%)	实收资本
1	华北电网有限公司	100	5,014,000
2	东北电网有限公司	100	499,617
3	华东电网有限公司	100	262,599
4	西北电网有限公司	100	150,000
5	华中电网有限公司	100	56,246
6	山东电力集团公司	100	1,786,000
7	辽宁省电力有限公司	100	1,000,000
8	江苏省电力公司	100	773,372
9	四川省电力公司	100	724,000
10	山西省电力公司	100	722,472
11	黑龙江省电力有限公司	100	668,783
12	上海市电力公司	100	623,217
13	吉林省电力有限公司	100	611,274
14	浙江省电力公司	100	588,451
15	陕西省电力公司	100	584,623
16	河北省电力公司	100	545,210
17	湖北省电力公司	100	535,048
18	湖南省电力公司	100	534,884
19	河南省电力公司	100	483,806
20	江西省电力公司	100	432,016
21	福建省电力有限公司	100	412,000
22	青海省电力公司	100	410,999
23	安徽省电力公司	100	389,361
24	甘肃省电力公司	100	326,670
25	西藏电力有限公司	51	300,000
26	北京市电力公司	100	241,515
27	天津市电力公司	100	222,895
28	冀北电力有限公司	100	500,000
29	内蒙古东部电力有限公司	100	200,000
30	新疆电力公司	100	200,000
31	宁夏回族自治区电力公司	100	173,022
32	重庆市电力公司	100	138,300
33	国网英大国际控股集团有限公司	100	1,900,000
34	中国电力财务有限公司	98.8	500,000
35	鲁能集团有限公司	100	2,000,000
36	中国电力技术装备有限公司	100	469,251

37	国网新源控股有限公司	100	420,000
38	山东电工电气集团有限公司	100	170,000
39	国网国际发展有限公司	100	713,129
40	许继集团有限公司	100	210,303
41	中国电力科学研究院	100	100,618
42	国网智能电网研究院	100	100,000
43	国网电力科学研究院	100	100,000
44	中兴电力实业发展有限公司	100	98,308
45	平高集团有限公司	100	276,528
46	国网信息通信有限公司	100	32,000
47	国网新源水电有限公司	100	10,000
48	国网能源研究院	100	6,000
49	国电动力经济咨询有限公司	100	2,000
50	英大传媒投资集团有限公司	100	35,000
51	国网物资有限公司	100	5,000
52	国网通用航空有限公司	100	45,761
53	国网北京经济技术研究院	100	3,527

资料来源：公司提供

附二：国家电网公司组织结构图（截至 2013 年末）



**附三：国家电网公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	8,883,833.40	9,759,273.15	10,776,902.38	12,961,064.76
短期投资(交易性金融资产)	68,542.18	102,467.49	146,756.81	126,058.13
应收账款净额	2,757,578.29	3,156,698.96	2,520,094.17	3,271,771.16
存货净额	5,413,700.35	5,677,637.57	6,225,611.15	6,714,827.37
其他应收款	4,861,711.90	2,895,806.09	2,643,973.82	2,767,823.90
长期投资	10,968,135.63	9,732,288.16	10,057,553.31	11,974,747.53
固定资产(合计)	173,828,762.79	188,333,616.06	211,347,958.67	214,016,875.75
总资产	221,159,075.13	233,353,201.04	257,007,115.18	267,863,993.56
其他应付款	12,688,264.90	14,987,940.37	19,897,503.89	22,179,187.34
短期债务	20,959,517.24	12,978,521.80	17,542,535.88	19,545,921.83
长期债务	45,643,229.07	49,252,430.06	49,086,144.37	54,253,718.58
总债务	66,602,746.31	62,230,951.87	66,628,680.25	73,799,640.41
净债务	57,718,912.91	52,471,678.72	55,851,777.87	60,838,575.65
总负债	132,742,776.46	133,056,919.14	146,506,609.62	154,770,031.27
财务性利息支出	2,851,572.63	3,009,861.22	3,133,032.25	--
资本化利息支出	348,131.08	422,103.18	296,198.37	--
所有者权益(含少数股东权益)	88,416,298.67	100,296,281.90	110,500,505.56	113,093,962.29
营业总收入	167,535,929.49	188,299,928.54	204,980,014.45	49,231,345.08
三费前利润	8,969,335.48	10,318,263.82	10,941,415.35	2,702,431.00
投资收益	1,104,289.66	5,123,857.98	794,543.22	190,118.97
EBIT	8,229,589.17	13,912,745.90	10,190,650.52	--
EBITDA	25,538,963.39	--	--	--
经营活动产生现金净流量	26,934,131.35	28,948,384.61	32,955,406.36	5,316,648.21
投资活动产生现金净流量	-30,864,018.90	-25,874,409.06	-31,477,572.33	-7,798,910.03
筹资活动产生现金净流量	3,388,649.64	-3,040,849.99	-972,036.49	4,531,394.85
现金及现金等价物净增加额	-568,811.78	13,797.55	426,488.54	2,029,684.06
资本支出	27,365,568.78	33,451,042.98	36,742,986.36	5,577,849.11
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	6.00	6.14	5.95	6.10
三费收入比(%)	2.82	2.60	2.43	2.53
EBITDA/营业总收入(%)	15.24	--	--	--
总资产收益率(%)	3.88	6.05	4.11	--
流动比率(X)	0.36	0.35	0.30	0.34
速动比率(X)	0.30	0.28	0.23	0.27
存货周转率(X)	30.24	31.48	32.24	28.57*
应收账款周转率(X)	63.68	62.80	70.62	68.00*
资产负债率(%)	60.02	57.02	57.00	57.78
总资本化比率(%)	42.96	38.29	37.62	39.49
短期债务/总债务(%)	31.47	20.86	26.33	26.49
经营活动净现金流/总债务(X)	0.40	0.47	0.49	0.29*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.29	2.23	1.88	1.09*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.42	8.43	9.61	--
总债务/EBITDA(X)	2.61	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	1.22	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.98	--	--	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；由于缺乏相关数据，2012~2013 年 EBITDA 及相关数据无法计算，2014 年一季度 EBIT、EBITDA 及相关指标无法计算；2014 年一季度财务报表未经审计；带“\*”号指标经年化处理。

#### 附四：中国农业银行股份有限公司主要财务数据（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2011	2012	2013
现金及存放中央银行款项	2,487,082	2,613,111	2,603,802
对同业债权	873,997	1,300,233	1,443,385
证券投资	2,628,052	2,851,448	3,220,098
贷款及垫款总额	5,639,928	6,433,399	7,224,713
减：贷款损失准备	(229,842)	(279,988)	(322,191)
贷款及垫款净额	5,410,086	6,153,411	6,902,522
关注贷款	314,657	295,451	276,343
不良贷款（五级分类）	87,358	85,848	87,781
总资产	11,677,577	13,244,342	14,562,102
风险加权资产	6,388,375	7,216,178	9,065,631
吸收存款总额	9,622,026	10,862,935	11,811,411
向中央银行借款	50	66	104
对同业负债	816,315	941,704	930,504
借款及应付债券	119,390	192,639	266,261
总负债	11,027,789	12,492,988	13,717,565
股东权益	649,788	751,354	844,537
净利息收入	307,199	341,879	376,202
手续费及佣金净收入	68,750	74,844	83,171
汇兑净损益	2,686	1,483	312
公允价值变动收益	409	2,802	(2,084)
投资净收益	(2,139)	(48)	3,769
其他净收入	826	750	(202)
非利息净收入	70,532	79,831	84,966
净营业收入合计	377,731	421,710	461,168
业务及管理费用（含折旧）	(135,561)	(155,130)	(167,940)
拨备前利润	218,838	241,599	264,733
贷款损失准备支出	(62,100)	(54,628)	(51,721)
税前利润	158,201	187,927	214,174
净利润	121,956	145,131	166,211

**附五：中国农业银行股份有限公司主要财务指标（合并口径）**

	2011	2012	2013
<b>增长率（%）</b>			
总贷款	13.78	14.07	12.30
不良贷款	(12.99)	(1.73)	2.25
贷款损失准备	36.22	21.82	15.07
总资产	12.96	13.42	9.95
股东权益	19.83	15.63	12.40
总存款	8.26	12.90	8.73
净利息收入	26.86	11.29	10.04
拨备前利润	34.28	10.40	9.58
净利润	28.50	19.00	14.52
<b>盈利能力（%）</b>			
净息差	2.85	2.81	2.79
拨备前利润/平均风险加权资产	3.72	3.55	3.25
拨备前利润/平均总资产	1.99	1.94	1.90
平均资本回报率	20.46	20.74	20.89
平均资产回报率	1.11	1.16	1.20
平均风险加权资产回报率	2.07	2.13	2.04
非利息净收入占比	18.67	18.93	18.42
<b>营运效率（%）</b>			
成本收入比	35.89	36.76	36.30
资产费用率	1.44	1.45	1.41
<b>资本充足性（%）</b>			
核心（一级）资本充足率	9.50	9.67	9.25
资本充足率	11.94	12.61	11.86
资本资产比率	5.56	5.67	5.80
<b>资产质量（%）</b>			
不良贷款率	1.55	1.33	1.22
(不良贷款+关注贷款)/总贷款	7.13	5.93	5.04
关注贷款/不良贷款	360.19	344.16	314.81
不良贷款拨备覆盖率	263.10	326.14	367.04
贷款损失准备/(不良贷款+关注贷款)	57.17	73.43	88.48
不良贷款/(资本+贷款损失准备)	9.93	8.32	7.52
贷款损失准备/总贷款	4.08	4.35	4.46
最大单一客户贷款/资本净额	2.80	3.59	3.33
最大十家客户贷款/资本净额	16.31	15.76	13.22
<b>流动性（%）</b>			
高流动性资产/总资产	35.01	36.70	35.51
总贷款/总存款	58.61	59.22	61.17
(总贷款-贴现)/总存款	57.53	58.19	60.34
净贷款/总资产	46.33	46.46	47.40
总存款/总融资	91.14	90.54	90.80
(市场资金 - 高流动性资产)/总资产	(27.00)	(28.14)	(27.29)

## 附六：基本财务指标的计算公式

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=固定资产+在建工程+工程物资+工程及工程物资预付款

短期债务=短期借款+应付短期融资券+应付票据+一年内到期的非流动负债

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

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

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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 = 营业成本 / 存货平均余额

应收账款周转率 = 营业收入净额/ 应收账款平均净额

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））

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

## 附七：担保银行基本财务指标的计算公式

拨备前利润 = 税前利润 + 贷款损失准备 - 营业外收支净额 - 以前年度损失调整

非利息净收入 = 手续费及佣金净收入 + 汇兑净收益 + 公允价值变动收益 + 投资净收益 + 其他净收入

净营业收入 = 利息净收入 + 非利息净收入

资本资产比率 = (所有者权益 + 少数股东权益) / 资产总额

不良贷款率 = 五级分类不良贷款余额 / 贷款总额

拨备覆盖率 = 贷款损失准备 / 不良贷款余额

净息差 = 净利息收入 / 平均盈利资产 = (利息收入 - 利息支出) / ((当期末盈利资产 + 上期末盈利资产) / 2)

盈利资产 = 现金 + 贵金属 + 存放中央银行款项 + 存放同业款项 + 拆放同业款项 + 买入返售资产 + 贷款及垫款 + 证券投资(含交易性、可供出售、持有到期和应收款项类投资)

平均资本回报率 = 净利润 / [(当期末净资产 + 上期末净资产) / 2]

平均资产回报率 = 净利润 / [(当期末资产总额 + 上期末资产总额) / 2]

平均风险加权资产回报率 = 净利润 / [(当期末风险加权资产总额 + 上期末风险加权资产总额) / 2]

非利息收入占比 = 非利息净收入 / 净营业收入

成本收入比 = 非利息费用 / 净营业收入

资产费用率 = 非利息费用 / [(当期末资产总额 + 上期末资产总额) / 2]

非利息费用 = 营业费用(含折旧) + 营业税金及附加 + 资产减值损失准备支出 - 贷款损失准备支出

市场资金 = 中央银行借款 + 同业存款 + 同业拆入 + 票据融资 + 卖出回购 + 短期借款及债券 + 长期借款及债券

## 附八：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附九：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

## 附十：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调