

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0360号

中国电力投资集团公司：

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2014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，我公司对贵公司“13中电投MTN1”、“13中电投MTN2”、“13中电投MTN003”、“14中电投MTN001”、“14中电投MTN002”、“15中电投MTN001”、“15中电投MTN002”、“13中电投债”、“14中电投债01”、“14中电投债02”、“15中电投永续期债”、“14中电投CP002”、“15中电投CP001”、“15中电投CP002”和“15中电投CP003”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“13中电投债”、“14中电投债01”、“14中电投债02”、“15中电投永续期债”**AAA**的债项信用等级，维持中期票据**AAA**的债项信用等级，维持短期融资券**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

二零一五年六月二十六日

中国电力投资集团公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 中国电力投资集团公司
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
14 中电投 CP002	50	2014.9.4~2015.9.4	A-1	A-1
15 中电投 CP001	15	2015.3.24~2016.3.24	A-1	A-1
15 中电投 CP002	15	2015.5.18~2016.5.18	A-1	A-1
15 中电投 CP003	40	2015.6.11~2016.6.11	A-1	A-1
13 中电投 MTN1	10	2013.2.26~2016.2.26	AAA	AAA
13 中电投 MTN2	35	2013.3.5~2018.3.5	AAA	AAA
13 中电投 MTN003	15	2013.9.17~2016.9.17	AAA	AAA
14 中电投 MTN001	50	2014.5.7~2017.5.7	AAA	AAA
14 中电投 MTN002	15	2014.8.15~2017.8.15	AAA	AAA
15 中电投 MTN001	40	2015.4.1 起息, 可续期	AAA	AAA
15 中电投 MTN002	40	2015.5.20~2022.5.20	AAA	AAA
13 中电投债	20	2013.7.22~2023.7.22	AAA	AAA
14 中电投债 01	20	2014.4.24~2029.4.24	AAA	AAA
14 中电投债 02	30	2014.9.17~2029.9.17	AAA	AAA
15 中电投可续期债	30	2015.6.8 起息, 可续期	AAA	AAA

概况数据

中电投集团	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	5,726.34	6,180.47	6,803.88	6,938.13
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	881.85	959.19	1,074.62	1,104.26
总负债(亿元)	4,844.49	5,221.28	5,729.26	5,833.87
总债务(亿元)	4,146.05	4,480.64	4,898.43	4,950.59
营业总收入(亿元)	1,801.83	1,910.10	1,822.85	414.32
EBIT(亿元)	258.89	316.00	328.04	--
EBITDA(亿元)	464.65	537.34	576.27	--
经营活动净现金流(亿元)	315.88	326.50	420.35	65.42
营业毛利率(%)	13.82	16.53	20.66	25.06
EBITDA/营业总收入(%)	25.79	28.13	31.61	--
总资产收益率(%)	4.81	5.30	5.06	--
资产负债率(%)	84.60	84.48	84.21	84.08
总资本化比率(%)	82.46	82.37	82.01	81.76
总债务/EBITDA(X)	8.92	8.34	8.50	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.87	2.18	2.13	--

注: 公司的财务报表根据新会计准则编制; 公司 2015 年一季度财务报表未经审计; 由于缺乏有关数据, 2015 年一季度利息支出相关指标无法计算; “其他流动负债”科目中的(超)短期融资券以及非公开定向债务融资工具已调至“交易性金融负债”科目。

基本观点

中诚信国际维持中国电力投资集团公司(以下简称“中电投”或“公司”)的主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 维持“14 中电投 CP002”、“15 中电投 CP001”、“15 中电投 CP002”和“15 中电投 CP003”的债项信用等级为 A-1; 维持“13 中电投 MTN1”、“13 中电投 MTN2”、“13 中电投 MTN003”、“14 中电投 MTN001”、“14 中电投 MTN002”、“15 中电投 MTN001”和“15 中电投 MTN002”的债项信用等级为 AAA; 维持“13 中电投债”、“14 中电投债 01”、“14 中电投债 02”和“15 中电投可续期债”的债项信用等级为 AAA。

2014 年以来, 公司电力装机规模保持增长, 其中新能源装机规模增长较快; 煤炭价格的持续下跌使公司火电业务盈利能力继续增强; 在建工程稳步推进; 且保持着畅通的融资渠道。同时, 中诚信国际关注用电需求增速放缓、电解铝业务盈利能力较弱以及负债率水平较高等因素对公司稳定运营及整体信用状况的影响。

优势

- 电力装机规模保持增长, 其中新能源装机规模增长较快。截至 2015 年 3 月末, 公司的可控装机容量达 9,715.59 万千瓦; 其中风电、太阳能发电和核电等新能源合计装机容量为 1,281.76 万千瓦, 占公司总装机规模的比例大幅上升至 13.19%。
- 煤炭价格持续下跌, 公司火电业务盈利能力增强。2014 年以来, 煤炭价格持续下跌, 公司火电业务成本压力减轻, 盈利能力增强。
- 在建工程稳步推进。在建项目稳步推进, 未来公司发电资产规模将进一步扩大, 竞争能力将进一步增强。
- 继续保持畅通的融资渠道。公司与金融机构保持良好合作关系, 截至 2015 年 3 月末, 公司本部获得主要银行授信额度合计为 1,184.50 亿元, 其中未使用额度 575.00 亿元。另外公司下属多家上市公司, 资本市场和债券市场融资渠道畅通。

分析师

项目负责人：吕修磊 xllv@ccxi.com.cn
项目组成员：周一澄 ychzhou@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 26 日

关 注

- **用电需求增速放缓。**受经济增长方式转变和经济结构调整影响，我国用电需求增速放缓，对公司机组基础电量计划的获取及机组利用水平带来一定影响。
- **电解铝业务盈利能力下滑。**电解铝行业产能严重过剩，电解铝价格整体呈下跌走势，影响了公司的盈利能力。
- **公司资产负债率高，债务压力较大。**2014 年以来公司负债率水平继续呈现下降态势，截至 2015 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 84.08%和 81.76%，但仍处于较高水平。

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。

跟踪原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际对公司存续期内的债券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。此次评级为定期跟踪评级。

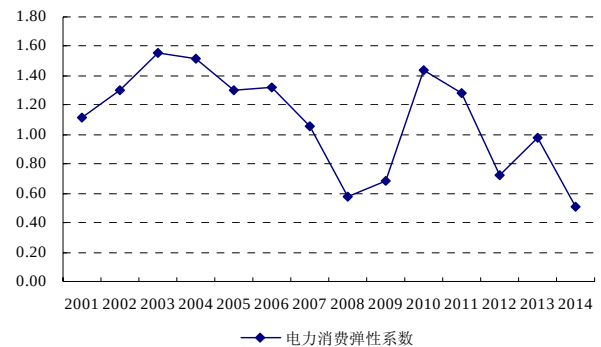
基本分析

2014 年以来，全国电力消费总体平稳，但受经济结构调整和能源消费方式转变影响，全社会用电量低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。近十年来中国经济以出口及投资为引擎快速发展，工业增加值尤其是重工业保持较快增长，从而造就了旺盛的电力需求。2013 年，我国全社会用电量同比增长 7.5%，同比提高 1.9 个百分点；其中第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量占比分别为 1.91%、73.55%、11.79%和 12.76%，分别同比增长 0.7%、7.0%、10.3%和 9.2%。2014 年，全国全社会用电量 55,233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，比上年回落 3.8 个百分点。2015 年 1~4 月，全国全社会用电量 1.73 万亿千瓦时，同比上升 0.9%，增速较上年同期回落 4.3 个百分点。

我国电力消费结构中，第二产业用电需求一直是全社会用电量的主要部分，近年来其用电量占比一直保持在 73%以上。“十二五”期间，政府着力加快转变经济增长方式，调整经济结构，使经济增长向依靠消费、投资和出口协调拉动转变。2011 年 9 月国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》，明确了节能的主要目标是“到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗下降到 0.869 吨标准煤（按 2005 年价格计算），比 2010 年的 1.034 吨标准煤下降 16%；‘十二五’期间，实现节约能源 6.7 亿吨标准煤”。我国政府对于高耗能产业节能降耗的政策力度日趋加大，未来第二产业用电量占比将逐步下降，单位工业增加值能耗也将呈现逐步下降趋势。

图 1：2001 年以来中国电力消费弹性系数



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

总体看，2014 年由于中国处于经济结构调整阶段，加之环保压力较大使得传统重工业发展放缓，以及当年降雨偏多、高温炎热天气同比大幅减少，多方面原因使得全社会用电量低速增长。未来，随着我国经济增长方式的转变和经济结构的调整，第三产业对经济增长的贡献将不断增加，但其单位产值用电量远远小于第二产业，我国电力消费弹性系数或将保持在较低水平。

2012 年以来，在煤炭价格回落的带动下，煤电企业盈利水平有较大幅度提升，2013 年 9 月、2014 年 9 月以及 2015 年 4 月国家发改委下调煤电机组上网电价对煤电企业盈利能力的影响有限

2012 年以来，煤炭价格高位回落使得火电企业煤炭成本压力减轻，加之电价上调政策效果显现¹，大部分火电企业盈利水平有较大幅度回升。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

¹ 2011 年 5 月，国家发改委下发《国家发展改革委关于适当调整电价有关问题的通知》（发改价格[2011]1101 号），决定适当提高火电电价水平，上调全国 15 个省（区、市）上网电价，15 个省平均上调上网电价约 0.02 元/千瓦时。2011 年 12 月 1 日发改委再次发布通知上调电价，全国燃煤电厂上网电价平均每千瓦时提高约 0.026 元钱，将随销售电价征收的可再生能源电价附加标准由每千瓦时 0.004 元钱提高至 0.008 元钱；在部分地区对安装并正常运行脱硝装置的燃煤电厂试行脱硝电价政策，在上网电价外每千瓦时加价 0.008 元钱，以弥补脱硝成本增支。

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%；另外，发改委对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。长期看，煤电联动政策的出台将有力地促进电煤市场化发展，使市场供需成为电煤价格的主要决定因素，“煤、运、电”产业链价格机制将得到进一步理顺，火电企业整体抗风险能力将得到有效增强。

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 0.009 元/千瓦时~0.025 元/千瓦时不等，平均降幅为 0.014 元/千瓦时，其中上海市、江苏省和浙江省降幅最大，为 0.025 元/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，上网电价每千瓦时提高 0.01 元钱；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，上网电价每千瓦时提高 0.002 元钱。

2014 年 8 月，国家发展改革委印发《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》（发改价格[2014]1908 号），决定自 2014 年 9 月 1 日起，在保持销售电价总水平不变的情况下，适当降低燃煤发电企业上网电价，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低 0.93 分/千瓦时，腾出的电价空间用于进一步疏导环保电价矛盾。

2015 年 4 月，国家发改委发布《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱；全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱，自 2015 年 4 月 20 日起执行。

中诚信国际认为，2013 年以来三次电价调整对

煤电企业盈利能力将造成一定影响，但由于煤炭价格持续走低，总体来看影响程度有限。中诚信国际将对煤炭价格变化、上网电价调整对煤电企业盈利能力变化保持关注。

2014 年以来，公司可控装机规模继续保持增长；新能源装机容量的快速增长使得公司装机结构更加多元化

2014 年以来，公司通过新建和收购等方式使得电力装机规模保持增长。截至 2015 年 3 月末，公司的可控电力装机容量达到 9,715.59 万千瓦；其中火电装机规模为 6,347.16 万千瓦，水电装机容量为 2,086.68 万千瓦，均较 2013 年末略有增长；而风电、太阳能发电和核电合计装机容量达 1,281.76 万千瓦，较 2013 年末大幅增长，新能源发电装机占公司总装机规模的比例由 2013 年末的 9.30%大幅上升至 2015 年 3 月末的 13.19%。

表 1：近年来公司可控电力装机容量情况

	2012	2013	2014	2015.3
可控装机容量(万千瓦)	8,007.40	8,967.78	9,667.47	9,715.59
其中：火电(万千瓦)	5,708.21	6,208.96	6,333.36	6,347.16
水电(万千瓦)	1,922.05	1,925.18	2,070.68	2,086.68
风电/太阳能/核电(万千瓦)	377.14	833.64	1,263.42	1,281.76
火电占比	71.29%	69.24%	65.51%	65.33%
水电占比	24.00%	21.47%	21.42%	21.48%
风电/太阳能/核电占比	4.71%	9.30%	13.07%	13.19%

注：核电采用权益装机容量口径。

资料来源：公司提供

整体来看，2014 年以来公司发电机组装机容量持续增长，发电资产规模优势更加巩固，电源结构也更加多元化。

受用电需求增速放缓、全国范围内来水情况总体偏丰以及新能源发电机组出力增加等因素影响，2014 年公司火电发电量同比略有下降，而水电发电量有所增长

受用电需求增速放缓、全国范围内来水情况总体偏丰以及新能源发电机组出力增加等因素影响，2014 年公司火电设备平均利用小时数为 4,572 小时，同比下降 12 小时；当年火电发电量为 2,819.71 亿千瓦时，同比减少 0.93%。2014 年，公司水电设备平均利用小时为 3,623 小时，同比上升 30 小时；

加之水电装机同比有所增长，当年水电实现发电量 729.38 亿千瓦时，同比增长 5.45%。2015 年一季度，公司实现发电量 929.04 亿千瓦时，其中火电实现发电量 724.51 亿千瓦时，水电实现发电量 139.39 亿千瓦时。

煤炭采购方面，2014 年及 2015 年一季度，公司煤炭采购平均价格分别为 373.45 元/吨和 354.78 元/吨，呈逐年下降态势，公司燃料成本持续下降，盈利空间逐年扩大。

电价方面，随着新机组的陆续投产和上网电价相对较高的新能源电力装机占比提升，2014 年公司的不含税平均电价上升至 0.340 元/千瓦时。虽然国家发改委于 2013 年 9 月和 2014 年 9 月两次下调全国范围内燃煤机组上网电价，且 2015 年 4 月国务院常务会议决定进一步下调全国燃煤发电上网电价，但中诚信国际认为，在煤炭价格持续在低位徘徊的前提下，上述政策对公司未来盈利水平造成的影响相对有限。

表2：近年来公司发电机组运营指标

指标	2012	2013	2014	2015.3
发电量（亿千瓦时）	3,493.93	3,678.12	3,805.33	929.04
其中：火电（亿千瓦时）	2,731.20	2,846.07	2,819.71	724.51
水电（亿千瓦时）	708.94	691.68	729.38	139.39
机组利用小时（小时）				
其中：火电（小时）	4,828	4,584	4,572	1,141
水电（小时）	3,714	3,593	3,623	669
不含税平均电价（元/千瓦时）	0.332	0.338	0.340	0.350
供电标准煤耗（克/千瓦时）	317.07	315.02	309.73	299.42

资料来源：公司提供

总的来看，2014 年公司水电运营情况因来水偏丰而有所改善；但低迷的宏观经济环境和新能源发电装机规模的快速增长使得公司火电出力受到一定影响，不过煤炭价格的继续下跌减轻了公司火电的成本压力。

公司大力实施煤电联营战略，煤炭产量一半以上销售给电力板块，保障了公司电厂的煤炭供应

公司煤炭资源目前主要集中在蒙东地区，近年来公司煤炭产能基本保持稳定，截至 2015 年 3 月末为 7,440 万吨。2014 年以来，受蒙东能源以量保

价策略影响，公司煤炭产量和销量均保持增长；2014 年公司实现煤炭产量 7,378 万吨，销量 7,421 万吨，分别同比增长 7.96% 和 4.83%。2015 年一季度，公司煤炭产量和销量分别为 1,854 万吨和 1,837 万吨。

表3：近年来公司煤炭生产情况

指标	2012	2013	2014	2015.3
煤炭产能（万吨）	7,410	7,410	7,440	7,440
煤炭产量（万吨）	6,046	6,834	7,378	1,854
煤炭销量（万吨）	6,273	7,079	7,421	1,837

资料来源：公司提供

公司生产的煤炭主要向公司的电力板块供应，2013 年以来公司煤炭产量大部分都销售给了中电投集团旗下的各电厂。公司通过实施煤电联营战略，在一定程度上缓解了煤炭价格的波动给电力板块带来的较大的成本压力。

为使自有煤炭资源能够充分利用，并降低发电成本，公司正在开发建设将蒙东地区自有煤炭通过铁路运输至锦州，经锦州港海运送到华东、华南的物流大通道。其中全长 331 公里的赤大白（赤峰一大板一白音华）铁路已经建成，全长 287.7 公里的锦赤（锦州—赤峰）铁路正在建设。锦赤铁路赤峰至朝阳北段 177 公里已于 2012 年末通车，实现为燕山湖电厂铁路供煤；朝阳北至锦州港段重点控制工程葫芦岛开发区特大桥、跨沈山铁路特大桥、跨 306 省道特大桥、跨东英路特大桥、女儿河特大桥等已于 2013 年 5 月开工建设，锦州境内部分桥涵及路基工程开始施工，全线计划 2015 年底建成通车。此外，锦州港煤炭码头一期工程也已于 2011 年 11 月开工建设，计划 2015 年底建成投运。另外，公司获得国家发改委核准的江苏滨海港煤炭码头一期于 2012 年 10 月开工建设，目前正在进行港池和航道疏浚施工。公司还计划建设江西九江煤炭码头项目、重庆涪陵煤炭码头项目和广州揭阳港前詹作业区通用码头一期工程等项目。

总的来看，2014 年以来，公司煤炭产能基本保持稳定，煤炭产销量同比保持增长；且通过实施煤电联营战略，保障了公司电厂的煤炭供应。随着在建的铁路、港口、码头项目陆续投产，公司将进

一步发挥一体化协同效应，保障煤炭的运输供应。

公司电解铝产能和产销量均有所下降，且盈利能力受电解铝产能严重过剩影响而仍然较弱

公司电解铝业务主要集中在电源较为集中区域，包括内蒙古和青海等地区；截至 2015 年 3 月末，公司电解铝的产能小幅下降至 271.80 万吨。2014 年及 2015 年一季度，公司分别实现电解铝产量 266.92 万吨和 65.01 万吨；实现电解铝销量 267.91 万吨和 57.05 万吨，均同比小幅下降。

表4：近年来公司电解铝生产情况

指标	2012	2013	2014	2015.3
电解铝产能（万吨）	277.30	289.30	271.80	271.80
电解铝产量（万吨）	269.27	272.94	266.92	65.01
电解铝销量（万吨）	268.14	275.40	267.91	57.05

资料来源：公司提供

电解铝价格方面，2014 年以来，由于全球经济仍未脱离下行风险，全球流动性萎缩以及中国经济缓慢增长等因素均对铝价形成一定打压，国际铝价继续维持下行态势。而国内方面，行业产能过剩导致供给压力较大，2014 年以来公司电解铝销售价格继续呈现下降趋势。

总体看，2014 年以来公司电解铝产能和产销量均有所下降，且电解铝销售价格继续呈现下降趋势。未来公司电解铝板块毛利水平的提升有待于经济形势的好转和电解铝产能过剩的缓解，中诚信国际将对此保持关注。

公司在建项目稳步推进，未来仍有较大投资支出

公司持股 45%²的辽宁红沿河核电项目一期工程 1、2 和 3 号机组分别于 2013 年 6 月 6 日、2014 年 5 月 13 日和 2015 年 3 月 23 日投入商运；4 号机组正在进行热试，预计将于 2015 年下半年投入商运。辽宁红沿河核电项目二期工程已于 2015 年 3 月获国家发改委核准，目前正在进行开工前施工准备。除核电项目外，公司目前在建项目还包括五凌沅江公司托口电厂托口项目、青海龙羊峡水光互补光伏发电项目和羊曲水电站等；拟建项目包括西宁火电项目、贵州习水二郎火电项目二期、长春东南热电项目等，未来投资压力较大。

² 中广核核电投资有限公司和大连市建设投资集团有限公司分别持有另外 45%和 10%的股权。

表5：截至2015年3月末公司主要在建项目情况

项目名称	批准文号	总投资（亿元）	预计完工时间	截至2014年末已投资（亿元）	2015年拟投资（亿元）	2016年拟投资（亿元）
海阳核电一期工程	发改能源【2009】2443 号	400.84	2016 年	364.10	15.00	10.00
五凌沅江公司托口电厂托口项目	发改能源【2008】1023 号	86.30	2015 年	92.77	-	-
锦赤铁路项目	发改交运【2008】805 号	107.48	2015 年	89.48	15.00	5.00
海阳核电 3、4 号机组	发改办能源【2009】465 号	347.40	2020 年	53.65	60.00	70.00
密松电站工程	发改能源【2010】72 号	539.80	2020 年	35.94	-	-
龙羊-共和水光互补 32 万千瓦光伏电站	青发改能源【2013】452 号	35.23	2015 年	28.85	5.00	-
羊曲水电站	发改办能源【2009】489 号	71.79	2017 年	27.04	20.00	20.00
甲岩电站	云发改能源【2009】453 号	25.87	2015 年	21.69	3.00	-
合计	--	1,614.71	--	713.52	118.00	105.00

数据来源：公司提供

表6：截至 2015 年 3 月末公司主要拟建项目情况

项目名称	项目概况	总投资（亿元）	2015年拟投资（亿元）	2016年拟投资（亿元）
西宁火电项目	规划装机 132 万千瓦（2*66）国产超超临界燃煤发电机组	49.65	17.00	15.00

贵州习水二郎火电项目二期	规划装机 132 万千瓦 (2*66) 国产超临界燃煤发电机组	41.92	4.50	24.00
长春东南热电项目	规划装机 70 万千瓦 (2*35) 国产超临界燃煤供热发电机组	31.63	13.00	15.00
赤峰新城热电项目	规划装机 60 万千瓦 (2*30) 国产亚临界燃煤供热发电机组	29.27	13.00	15.00
宁夏中卫热电项目	规划装机 70 万千瓦 (2*35) 国产超临界燃煤供热发电机组	27.84	13.00	6.94
合计	--	180.31	60.50	75.94

数据来源：公司提供

总的看来，公司通过加强对核电合作控股开发、煤电联营、水电路域开发以及风电发展战略的实施，电源结构将进一步优化，有利于加强抗风险能力；另外，随着新建项目的投产、并购项目的实施以及新项目的开工，公司发电资产规模将进一步扩大，竞争能力将进一步增强。但由于公司在建项目较多，且项目投资规模均较大，公司在未来几年内将面临较大的资本支出压力，中诚信国际将对公司在建项目进展和公司资金平衡情况保持关注。

财务分析

以下分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2012~2013 年财务报告、经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）³ 审计并出具标准无保留意见的公司 2014 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2015 年一季度财务报表。公司的财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

2014 年，公司实现营业总收入 1,822.85 亿元，同比略有下降。从收入构成看，2014 年公司电力板块实现收入 1,172.09 亿元，同比略有增长；煤炭板块实现收入 84.48 亿元，同比下降 8.18%；铝业板块实现收入 660.10 亿元，同比下降 14.22%。2015 年一季度，公司实现营业总收入 414.32 亿元，同比有所下降；其中电力、煤炭和电解铝板块收入分别为 293.18 亿元、19.86 亿元和 121.65 亿元。

³ 公司变更会计师事务所的原因是：国务院国资委要求央企使用同一家审计机构不得超过 10 年。

表 7：近年来公司主要业务收入构成

单位：亿元

业务板块	2012	2013	2014	2015.3
电力	1,090.54	1,113.08	1,172.09	293.18
热力	51.30	53.39	--	--
煤炭	92.88	92.01	84.48	19.86
铝业	691.56	769.55	660.10	121.65

注：2014 年及 2015 年一季度电力板块收入包含电力及热力收入。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从盈利能力看，2014 年公司综合毛利率为 20.66%，同比上升 4.13 个百分点。细分来看，受益于煤炭价格持续下跌，公司以火电为主的电力板块毛利率逐年上升，2014 年达 26.74%，同比增长 6.00 个百分点；公司煤炭板块毛利率因煤炭市场低迷而呈现下滑态势，2014 年为 19.95%，同比下降 6.14 个百分点；在铝价持续下跌、氧化铝成本保持高位和电解铝行业产能过剩的影响下，2014 年公司铝业板块毛利率为 1.48%，继续处于较低水平。2015 年一季度，公司综合毛利率为 25.06%，其中电力板块毛利率为 27.97%，煤炭板块毛利率为 42.60%，铝业板块毛利率为 -20.76%。

表 8：近年来公司主要业务板块毛利率

业务板块	2012	2013	2014	2015.3
电力板块	14.93%	20.74%	26.74%	27.97%
煤炭板块	34.27%	26.09%	19.95%	42.60%
铝业板块	3.33%	1.40%	1.48%	-20.76%
综合毛利率	13.82%	16.53%	20.66%	25.06%

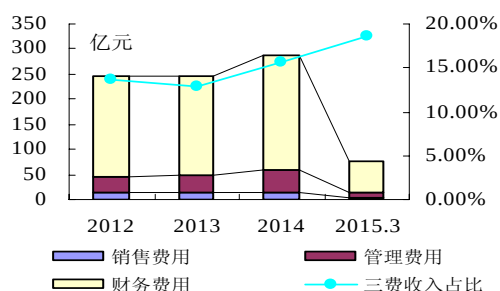
注：上述比率均按照抵销前数据计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2014 年，公司三费合计为 286.79 亿元，同比增长 16.43%；三费占收入比为 15.73%，同比上升 2.83 个百分点。从三费结构看，财务费用占比最大，近年来其占公司三费合计的比例均在 79% 以上；销售费用和管理费用相对较少。

2014 年，公司财务费用为 226.87 亿元，同比大幅增长 13.99%，导致当年期间费用合计和三费占收入比均同比有所上升。2015 年一季度，公司期间费用合计 77.30 亿元，三费占收入比为 18.66%。

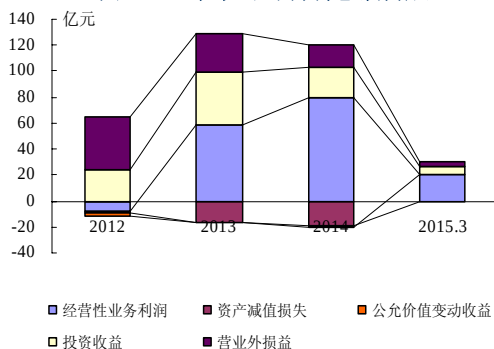
图2：2012年~2015年3月公司期间费用变化情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润规模方面，2014 年，公司实现利润总额 100.27 亿元，同比下降 10.28%；实现净利润 57.81 亿元，同比下降 22.83%。从利润总额构成来看，经营性业务利润、投资收益和营业外损益是公司利润总额的主要来源。受益于煤炭价格的持续下跌，2014 年公司经营性业务利润为 79.42 亿元，同比增长 36.06%。2014 年公司投资收益为 23.84 亿元，同比下降 42.36%，主要为参股公司盈利能力下降，使得权益法核算的长期股权投资收益减少所致。2014 年，公司营业外收益为 17.13 亿元，同比大幅下降，主要为政府补助减少所致。值得注意的是，2013 年以来公司每年计提较大规模的资产减值损失；2013 年及 2014 年分别达 16.51 亿元和 19.44 亿元，主要为固定资产减值损失和在建工程减值损失。2015 年一季度，公司利润总额为 29.87 亿元，净利润为 19.11 亿元。

图3：近年来公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总的来看，2014 年以来，在煤炭价格持续下跌的背景下，公司电力板块盈利水平显著提升，而煤炭板块盈利水平有所下降；铝业板块盈利能力受行业产能严重过剩影响而仍然处于较弱水平。

偿债能力

近年来公司债务规模持续增长；截至 2014 年末，公司总债务达 4,898.43 亿元，同比增长 9.32%，其中短期债务增至 1,782.92 亿元；资产负债率和总资本化比率同比小幅下降至 84.21%和 82.01%。截至 2015 年 3 月末，公司总债务进一步上升至 4,950.59 亿元，但短期债务下降至 1,693.56 亿元；资产负债率和总资本化比率小幅下降至 84.08%和 81.76%。

表 9：近年来公司偿债能力指标

指标	2012	2013	2014	2015.3
短期债务（亿元）	1,415.76	1,499.62	1,782.92	1,693.56
总债务（亿元）	4,146.05	4,480.64	4,898.43	4,950.59
EBITDA(亿元)	464.65	537.34	576.27	--
经营活动净现金流（亿元）	315.88	326.50	420.35	65.42
EBITDA/短期债务（X）	0.33	0.36	0.32	--
总债务/EBITDA（X）	8.92	8.34	8.50	--
EBITDA 利息倍数（X）	1.87	2.18	2.13	--
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.22	0.22	0.24	0.15*
经营活动净现金流/总债务（X）	0.08	0.07	0.09	0.05*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.27	1.32	1.55	--

注：公司 2015 年一季度财务报表未经审计；带“*”号指标经过年化处理；由于缺乏有关数据，2015 年一季度利息支出相关指标无法计算；“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券以及非公开定向债务融资工具已调至“交易性金融负债”科目。

资料来源：公司财务报告

从偿债能力指标看，在煤炭价格继续下跌的背景下，2014 年公司经营活动净现金流大幅增长，其对总债务、短期债务和利息支出的保障能力均有所提升。2014 年，公司 EBITDA 虽保持增长，但增速慢于债务的增速，因此 EBITDA 对总债务的保障能力有所弱化，对短期债务和利息支出的覆盖倍数同比有所回落。2015 年一季度，公司经营活动净现金流对总债务和短期债务的覆盖倍数（经年化）分别为 0.05 和 0.15，较 2014 年全年有所下降。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2015 年 3 月末，公司本部获得主要银行授信额度合计为

1,184.50 亿元，其中未使用额度 575.00 亿元。良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。另外，公司拥有多家上市公司也为其提供了畅通的融资渠道。

未决仲裁和诉讼方面，公司下属的中电投霍林河煤电集团铝业股份有限公司（以下简称“霍林河股份”）与中骏资源（新加坡）有限公司等四方产生贸易纠纷，目前已经向中国国际贸易经济仲裁委员会华南分会提出了贸易仲裁，进入到了新加坡的法律程序。就上述事项，霍林河股份确认预计负债 0.70 亿元。

对外担保方面，截至 2014 年末，公司对外担保合计 8 亿元；被担保方运营情况良好，公司代偿风险较小。截至 2014 年末，公司用于抵押、质押等受限资产账面价值为 431.36 亿元，受限资产主要包括固定资产、应收账款和应收票据等。

2015 年 5 月 29 日，经国务院批准，公司将与国家核电技术公司（以下简称“国家核电”）重组成立国家电力投资集团公司（以下简称“国家电投”），由原国家核电董事长王炳华同志任国家电投董事长、党组书记。中诚信国际关注重组事项的进展。

过往债务履约情况

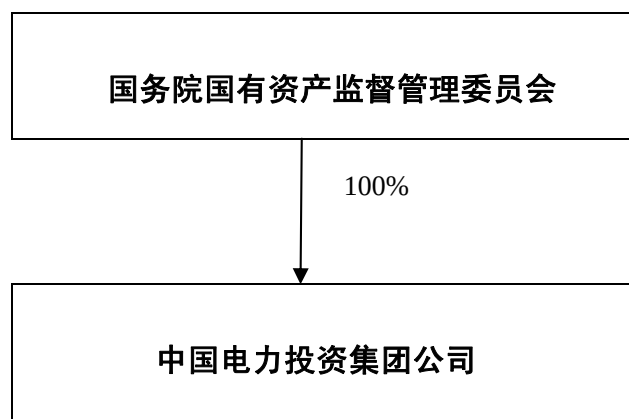
根据公司提供的资料，截至目前公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

结论

综上，中诚信国际维持中国电力投资集团公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 中电投 CP002”、“15 中电投 CP001”、“15 中电投 CP002”和“15 中电投 CP003”的债项信用等级为

A-1；维持“13 中电投 MTN1”、“13 中电投 MTN2”、“13 中电投 MTN003”、“14 中电投 MTN001”、“14 中电投 MTN002”、“15 中电投 MTN001”和“15 中电投 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**；维持“13 中电投债”、“14 中电投债 01”、“14 中电投债 02”和“15 中电投永续期债”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中国电力投资集团公司股权结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国电力投资集团公司组织结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：中国电力投资集团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)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	1,539,533.18	1,871,174.00	1,748,306.05	2,168,671.00
交易性金融资产	27,611.98	43,146.68	47,289.56	48,661.00
应收账款净额	1,738,213.45	1,874,972.48	2,398,914.86	1,802,124.00
存货净额	2,339,146.59	2,042,699.29	2,134,355.18	2,287,144.00
其他应收款	738,356.52	416,002.55	522,492.52	851,928.00
长期投资	3,317,177.21	3,627,340.13	3,709,421.50	3,823,956.00
固定资产(合计)	43,593,678.40	47,355,936.64	52,297,606.47	52,996,634.00
总资产	57,263,372.40	61,804,673.69	68,038,830.30	69,381,300.00
其他应付款	1,238,478.28	1,233,001.85	1,305,926.49	1,638,617.00
短期债务	14,157,617.51	14,996,165.47	17,829,195.50	16,935,632.13
长期债务	27,302,882.29	29,810,235.20	31,155,123.23	32,570,267.00
总债务	41,460,499.80	44,806,400.67	48,984,318.74	49,505,899.13
净债务	39,920,966.62	42,935,226.66	47,236,012.69	47,337,228.13
总负债	48,444,899.29	52,212,797.49	57,292,629.17	58,338,652.00
财务性利息支出	2,052,640.79	2,042,408.42	2,277,767.99	--
资本化利息支出	431,317.33	422,286.68	426,423.57	--
所有者权益（含少数股东权益）	8,818,473.11	9,591,876.20	10,746,201.14	11,042,648.00
营业总收入	18,018,307.71	19,101,049.96	18,228,476.97	4,143,231.00
三费前利润	2,395,646.56	3,047,059.09	3,662,097.45	981,572.00
投资收益	243,166.15	413,586.20	238,407.14	52,289.00
EBIT	2,588,949.66	3,160,038.63	3,280,424.79	--
EBITDA	4,646,524.89	5,373,402.21	5,762,657.92	--
经营活动产生现金净流量	3,158,785.49	3,265,040.61	4,203,496.08	654,196.00
投资活动产生现金净流量	-4,803,553.22	-5,499,960.30	-3,878,251.63	-1,475,376.00
筹资活动产生现金净流量	1,791,059.33	2,536,608.30	-492,781.82	1,197,202.00
现金及现金等价物净增加额	138,203.91	297,167.31	-169,028.26	376,022.00
资本支出	4,172,461.18	5,260,917.18	5,408,054.68	1,417,314.00
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	13.82	16.53	20.66	25.06
三费收入比(%)	13.72	12.90	15.73	18.66
EBITDA/营业总收入(%)	25.79	28.13	31.61	--
总资产收益率(%)	4.81	5.30	5.06	--
流动比率(X)	0.39	0.37	0.36	0.39
速动比率(X)	0.27	0.27	0.27	0.29
存货周转率(X)	7.32	7.07	6.89	5.62*
应收账款周转率(X)	11.05	10.54	8.50	7.89*
资产负债率(%)	84.60	84.48	84.21	84.08
总资本化比率(%)	82.46	82.37	82.01	81.76
短期债务/总债务(%)	34.15	33.47	36.40	34.21
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.07	0.09	0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.22	0.22	0.24	0.15*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.27	1.32	1.55	--
总债务/EBITDA(X)	8.92	8.34	8.50	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.36	0.32	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.87	2.18	2.13	--

注：公司的财务报表根据新会计准则编制；公司 2015 年一季度财务报表未经审计；带“*”号指标经过年化处理；由于缺乏有关数据，2015 年一季度利息支出相关指标无法计算；“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券以及非公开定向债务融资工具已调至“交易性金融负债”科目。

附四：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+交易性金融负债+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

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）

附五：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。

附六：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。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。

附八：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