



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪086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2011年可转换公司债券”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，贵公司本次跟踪主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期可转债信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年五月二十九日

国投电力控股股份有限公司 2011 年可转换公司债券跟踪评级报告 (2013)

发行主体	国投电力控股股份有限公司		
担保主体	国家开发投资公司		
发行规模	人民币 34 亿元		
存续期限	2011/1/25~2017/1/25		
上次评级时间	2012 年 5 月 18 日		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

国投电力	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益 (亿元)	161.78	225.04	254.80	265.13
总资产 (亿元)	1011.32	1250.98	1458.96	1510.52
总债务 (亿元)	781.99	942.23	1098.76	1141.69
营业总收入 (亿元)	174.75	235.69	238.67	59.71
营业毛利率 (%)	21.23	16.90	25.29	32.20
EBITDA (亿元)	62.36	69.25	88.98	-
所有者权益收益率 (%)	6.71	3.52	7.92	12.74
资产负债率 (%)	84.00	82.01	82.54	82.45
总债务/EBITDA (X)	12.54	13.61	12.35	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.83	1.47	1.52	-

国家开发投资公司	2010	2011	2012
所有者权益 (亿元)	753.71	855.96	898.85
总资产 (亿元)	2411.83	2767.34	3115.20
总债务 (亿元)	1347.35	1545.69	1781.33
营业总收入 (亿元)	621.10	773.81	846.53
营业毛利率 (%)	25.02	24.71	26.68
EBITDA (亿元)	180.13	221.33	260.95
所有者权益收益率 (%)	6.56	8.32	9.79
资产负债率 (%)	68.75	69.07	71.15
总债务/EBITDA (X)	7.48	6.98	6.83
EBITDA 利息倍数 (X)	3.95	2.64	2.52

注：1，所有者权益包含少数股东权益；
2，国投公司利息支出未包含资本化利息。

基本观点

2012 年国投电力控股股份有限公司（以下简称“国投电力”或“公司”）总体保持了良好的发展态势，电力资产规模稳步增长，电源结构不断优化，综合抗风险能力不断增强。公司火电业务受下游用电需求疲软及水电挤占火电市场空间影响，发电量有所下滑，但受益于电煤价格低位运行及电价上调翘尾影响，盈利能力大幅增强；水电业务随着官地水电站的投产，加之所在流域来水较好，经营效益大幅提升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到国家环保力度持续加强、电煤价格波动和电价调整政策以及资本支出压力较大等不利因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 **AAA**，维持公司主体信用等级 **AAA**，评级展望稳定。本级别考虑了国家开发投资公司（以下简称“国投公司”）对本次债券提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对该次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 电力资产稳步增长，电源结构不断改善，综合抗风险能力增强。截至 2012 年 12 月 31 日，公司权益装机容量为 1,052.81 万千瓦，同比增长 23.57%；其中，火电和水电权益装机容量占比分别为 59.15% 和 35.45%。随着公司进入雅砻江梯级开发高峰期，公司水电装机容量占比将不断上升，利于公司改善电源结构，增强盈利能力，综合抗风险能力不断增强。
- 盈利能力大幅提升。2012 年受煤炭价格回落、电价上调翘尾影响，公司火电业务盈利能力大幅增强；同时，随着官地水电站的投产，为公司带来了新的利润增长点，加之所在流域来水较好，公司水电业务盈利同比增长。2012 年公司实现归属于母公司的净利润 10.54 亿元，同比增长 217.16%，经营效益大幅提升。
- 有力的外部支持。公司控股股东国投公司作为

国有独资政策性投资控股企业，业务遍及电力、煤炭、交通和化肥等实业投资领域及金融服务领域，具有极强的综合财务实力，能够为公司资产扩充、业务开展等方面提供有力的支持。

分析师

吴楚斯 eswu@ccxr.com.cn

肖鹏 pxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013年5月29日

关注

- 国家环保节能力度加强。2012年1月1日起，《火电大气污染物排放标准》(GB13223-2011)正式实施，未来将加大火电企业环保投入，在一定程度上压缩火电企业盈利空间。
- 电煤价格波动和电价调整政策对公司的影响。虽然近年来公司电源结构不断优化，但目前燃煤发电机组占比仍然较大，电煤价格的波动和煤电联动电价调整政策对公司盈利存在一定影响。
- 资本支出压力较大。公司目前已进入水电开发高峰期，在建和拟建项目较多，资本支出规模较大。随着电源建设项目的持续推进，公司或将面临一定的资本支出压力。

转股情况

2011年1月25日，经中国证券监督管理委员会证监许可[2011]85号《关于核准国投华靖电力控股股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》核准，公司公开发行可转换公司债券34亿元，发行期限为6年（2011年1月25日至2017年1月25日），转股期为自可转债发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（即2011年7月26日至2017年1月25日止），初始转股价格为7.29元/股。截至2013年5月7日，公司累计转股金额为100,788.20万元，未转股金额为239,211.80万元，转股价格为4.74元/股。此外，2013年5月22日，公司最新转股价格调整为2.91元/股。

表 1: 截至 2013 年 5 月 22 日公司可转债转股情况

日期	累计转股金额	未转股金额	转股价格 (元/股)
2013.05.22	转股价格调整		2.91
2013.05.07	1,007,882,000	2,392,118,000	4.74
2013.03.31	331,451,000	3,068,549,000	4.74
2012.12.31	12,533,000	3,387,467,000	4.74
2012.09.30	14,000	3,399,986,000	4.74
2012.06.30	14,000	3,399,986,000	4.74
2012.06.25	转股价格调整		4.74
2012.03.31	12,000	3,399,988,000	7.12
2011.12.31	12,000	3,399,988,000	7.12
2011.11.11	转股价格调整		7.12
2011.09.30	12,000	3,399,988,000	7.27
2011.07.04	转股价格调整		7.27
2011.06.30	-	-	7.29

资料来源：公司公告，中诚信证评整理

行业关注

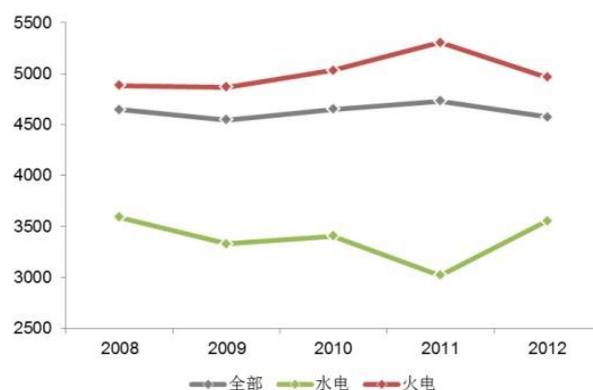
2012年以来我国用电需求增速放缓，加之来水偏丰使得水电发电增加，火电设备利用小时数有所回落

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，从而带动了旺盛的电力需求。但2011年以来欧债危机频发、美国经济复苏缓慢，外围经济环境欠佳，加之我国固定资产投资增速放缓，2012年全国全社会用电量

为4.96万亿千瓦时，同比增长5.5%，增速较上年回落6.5个百分点。

从发电机组利用小时数情况来看，2012年，全国发电设备累计平均利用小时4,572小时，同比下降158小时。其中，受来水偏丰影响，水电设备平均利用小时为3,555小时，高出多年平均水平约7%，同比提高536小时，提高幅度为17.8%；火电设备平均利用小时为4,965小时，处于多年平均以下，同比下降340小时，同比下降幅度为6.4%。

图 1: 近年来全国电力设备利用小时数情况



资料来源：中电联，中诚信证评整理

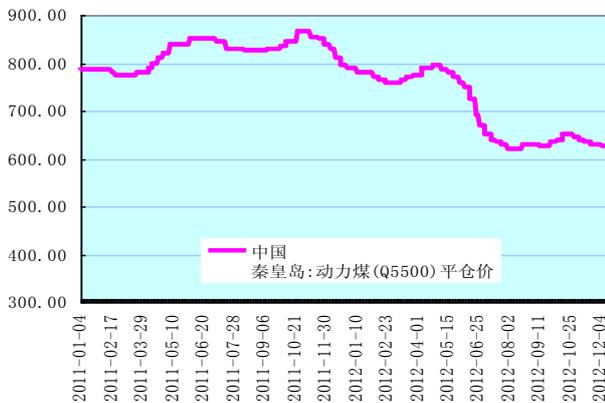
近年随着我国调整电源结构的力度不断加大，火电投资有所下降，而水电保持了较高投资增速。目前我国正处在能源结构调整时期，如果新能源出力不足，而火电项目投资下降，“十二五”末期将可能形成一定的电力缺口。但长期来看，随着电源和产业结构调整的完善，我国电力供求关系将会再次达到平衡，届时，清洁能源占比更大的电源结构将拉低整体发电设备利用小时数。

2012年以来，在煤炭价格回落及电价上调的带动下，火电企业盈利水平有所回升，近期煤电联动政策的出台将进一步增强火电企业抗风险能力

近年来受电力需求强劲、电煤需求旺盛、煤炭运力不足等因素影响，我国动力煤供应整体偏紧。2011年4季度以来，受国际煤价下跌，电力行业持续亏损等因素影响，动力煤价格上涨面临一定压力，政府对价格的临时干预措施对煤价产生了一定的抑制作用。另一方面，受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，煤炭价格整体保持回落趋势，尤其是2012年5月份以来，下游需求不振对煤炭价

格的影响凸显，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌，至 2012 年 12 月 1 日，秦皇岛动力煤（5,500 大卡）价格为 630 元/吨，每吨较 2011 年同期下降了 210 元，降幅达到 25%。

图 2：2011 年以来秦皇岛港动力煤价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2011 年 3 月 28 日，发改委发布了《关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》，要求煤炭和电力企业加强自律，保证市场供应和价格稳定，再次重申“限价令”。但上述“限价令”仅限于合同煤，并未扩展到市场煤领域。2011 年 11 月，根据《国家发展改革委关于加强发电用煤价格调控的通知》（发改电[2011]299 号），国家发改委对合同电煤实行临时价格干预。此次价格干预不仅限于合同煤，对市场煤价格涨幅也做了限制。

同时为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本，缓解电力企业经营困难，保障正常合理的电力供应，发改委于 2011 年两次上调电价。2011 年 5 月，发改委下发通知上调全国 15 个省（区、市）上网电价，15 个省平均上调上网电价约 2 分/千瓦时。2011 年 12 月 1 日发改委再次发布通知上调电价，共影响全国上网电价每千瓦时平均提高约 3 分钱。

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》，规定自 2013 年起取消电煤重点合同和电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同并协商确定价格；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%。中诚信证评认为，目前

电煤市场价格已经与大部分电力企业原签订的重点合同煤价格差幅不大，短期内电煤价格并轨政策出台对电力企业盈利影响不大。长期看，煤电联动政策的出台将使火电企业能够有效转嫁电煤价格上涨带来的成本压力，火电企业的整体抗风险能力将得到有效增强。

总体来看，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，大部分火电企业盈利水平有所回升。中诚信证评还将对我国电力体制改革尤其是煤电联动有关政策出台对电力企业的影响保持关注。

自 2012 年 1 月 1 日起，由环境保护部和国家质检总局共同发布的《火电厂大气污染物排放标准》（GB13223-2011）正式实施，未来将加大火电企业环保投入，或将对企业盈利形成新的压力

自 2012 年 1 月 1 日起，由环境保护部和国家质检总局共同发布的《火电厂大气污染物排放标准》（GB13223-2011）正式实施。其中要求：新建机组 2012 年开始、老机组 2014 年开始，其氮氧化物排放量不得超出 100 毫克/立方米。火电厂大气污染治理主要包括除尘、脱硫和脱硝，目前我国火电行业脱硫和除尘装置安装已达到相当高的普及程度。值得关注的是，“十二五”期间，氮氧化物作为刚性约束指标纳入国家污染减排考核范围，而燃煤电厂烟气脱硝设施建设是实现氮氧化物排放总量控制目标的关键。近期，湖北、上海、辽宁、山西、重庆、青海、河北等一些省份的环保厅已就本省火电脱硝进行了规划。

尽管 2011 年 12 月起，我国已在 14 个省（自治区、直辖市）开始试行每度电 8 厘钱的脱硝电价补贴，并于 2013 年 1 月 1 日将试点范围由 14 省扩大到全国，但该标准并不能完全弥补火电企业经营困难。而最新实施的《火电厂大气污染物排放标准》（GB 13223-2011）中，提高了污染物排放控制要求，并规定到 2015 年，所有火电机组都要安装烟气脱硝设施。为此，火电企业需要加大环保投入，由此将导致生产成本增加、盈利空间受到压缩。中诚信证评将对此保持关注。

国家节能减排的目标促使以流域梯级开发为特征的大中型水电项目成为开发重点，“十二五”规划调高了水电总量目标，水电建设将提速

2009年中国在联合国气候变化峰会上做出“争取到2020年非石化能源占一次能源消费比重达到15%左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降40%~45%”的承诺。水电作为中国目前可开发程度最高、技术相对成熟的清洁可再生能源对实现节能减排目标具有不可替代的重要作用。

根据2012年3月中电联发布的《电力工业“十二五”规划滚动研究综述报告》，我国优先开发水电，实行大中小开发相结合，推进水电流域梯级综合开发；继续加快开发、尽早开发完毕开发程度较高的长江上游、乌江、南盘江红水河、黄河中上游及其北干流、湘西、闽浙赣和东北等7个水电基地，重点布局开发金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江、黄河上游干流等6个大型水电基地。按照规划，到2015年，全国常规水电装机预计达到3.0亿千瓦左右，水电开发程度将超过58%左右¹，其中东部和中部水电基本开发完毕，西部水电开发程度在48%左右；到2020年全国水电装机预计达到3.6亿千瓦左右，全国水电开发程度为69%，其中西部水电开发程度达到63%。抽水蓄能电站2015年规划装机4,100万千瓦左右，2020年达到6,000万千瓦左右。与2010年规划版本相比，西南金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江等五江干流水电基地电源的开发进度提前，2015年规划目标增加约1,500万千瓦，投产容量增加较多的流域是金沙江中游；2020年规划目标增加约3,000万千瓦，“十三五”期间投产容量增加较多的流域是大渡河与澜沧江上游。考虑到目前水电的装机容量23,051万千瓦，预计2015年之前我国水电年均增加装机容量约2,800万千瓦，水电建设速度加快。

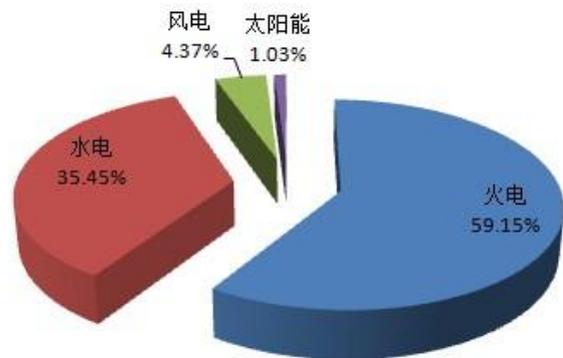
中诚信证评认为，以节能减排、大力发展清洁能源为契机，大中型水电项目将再次成为我国电力开发的主力军和重点，未来几年较大的水电投产规模是我国水电行业发展的良好机遇。

¹ 按技术可开发容量计算。

业务运营

2012年，公司新投产装机容量223.25万千瓦，完成收购装机容量126万千瓦，截至2012年12月31日，公司控股装机容量1,625.30万千瓦，同比增长27.37%；权益装机容量1,052.81万千瓦，其中火电装机622.78万千瓦、水电装机373.20万千瓦、风电装机46.03万千瓦、太阳能装机为10.80万千瓦。目前，公司已初步形成了“水火并举、新能源稳健发展”的电源结构。

图3：截至2012年12月31日公司权益电源结构



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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，公司将持续加快推动雅砻江流域的水电梯级开发，同时积极在东部沿海布局大容量高参数环保型火电机组、在中西部煤炭富集地区布局煤电一体化项目及资源综合利用项目，形成项目投产、在建、核准、前期准备的良性滚动开发优势。

公司火电资产持续增长；尽管受电力需求疲软及水电挤占火电市场影响，火电发电量有所下滑，但在电煤价格下降及电价上调翘尾双重利好下，火电板块盈利能力大幅提升

目前，公司投入运营的控股火电企业为8家，参股4家（表2）。2012年，伊犁热电项目（33万千瓦）部分实现投产，同时公司完成对国投钦州发电有限公司（126万千瓦）的收购，新增火电权益装机容量96.66万千瓦。截至2012年12月31日，公司火电权益装机容量达到622.78万千瓦；可控装机容量853万千瓦。

表 2: 截至 2012 年 12 月 31 日公司已投产火电厂

电厂名称	持股比例 (%)	装机结构 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)
国投津电	64	2*100	128.00
华夏电力	56	4*30	67.20
宣城发电	51	1*60	30.60
国投曲靖发电	55.4	4*30	66.48
国投北部湾发电	55	2*32	35.20
靖远二电	51.22	2*33+2*32	66.59
国投钦州	61	2*63	76.86
国投伊犁能源	60	1*33	19.80
徐州华润	30	4*32	38.40
淮北国安	35	2*32	22.40
张掖发电	45	2*32.5	29.25
铜山华润	21	2*100	42
合计	-	-	622.78

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2012 年, 受下游用电需求疲软及水电挤占火电市场影响, 公司控股火电企业累计完成发电量 416.03 亿千瓦时, 上网电量为 390.78 亿千瓦时, 同比分别下降 13.90% 和 13.96%。同期, 公司控股火电企业设备平均利用小时数为 5,074 小时, 同比下降 819 小时, 但仍高出全国平均数 109 小时。

公司已投产火电机组单机装机容量均大于 30 万千瓦, 加之火电机组全部配备了脱硫装置, 2012 年国投北疆、国投宣城和华夏电力完成了脱销改造, 公司火电企业各主要运营指标不断优化。2012 年公司已完成脱销改造机组占比为 46.34%, 较 2011 年提高 5.56 个百分点; 同期供电煤耗为 319 克/千瓦时, 同比下降 0.85%。

表 3: 2011~2012 年公司控股火电企业主要业务指标

火电指标	2011	2012
发电量 (亿千瓦时)	483.22	416.03
上网电量 (亿千瓦时)	454.19	390.78
设备平均利用小时	5,893	5,074
全国火电机组平均利用小时	5,294	4,965
供电煤耗 (克/千瓦时)	321.73	319
平均上网电价 (元/千瓦时) (不含税)	0.3908	0.4249
已完成脱销改造机组占比 (%)	40.78	46.34
燃料占火电发电成本比例 (%)	69.90	64.22

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2012 年受益于电煤价格低位运行, 公司火电企业运营成本有所下降。2012 年全年, 公司所属控股火电企业耗用标煤总量 1,225 万吨, 标煤单价为 761

元/吨 (不含税), 同比下降 51 元/吨; 燃料占火电发电成本比例为 64.22%, 同比降低 5.68 个百分点。电价方面, 2011 年 12 月, 公司收到发改委关于调整华北、华东、华中等地电网电价的通知, 公司 2012 年平均上网电价从 2011 年的 0.3908 元/千瓦时提高至 0.4249 元/千瓦时。

尽管 2012 年公司下属火电企业受上网电量下降影响, 火电业务实现收入 141.92 亿元, 同比下降 8.60%; 但在电煤价格低位运行及电价上调翘尾双重利好下, 火电业务毛利率从 2011 年的 5.19% 提高至 2012 年的 12.49%, 经营效益大幅提高。

2012 年公司水电资产规模增长较快, 加之主要流域来水偏丰, 公司水电整体发电量和售电量显著提升

2012 年, 公司官地水电站实现三台机组投产发电, 新增水电权益装机容量 93.6 万千瓦。截至 2012 年 12 月 31 日, 公司水电可控装机容量为 712 万千瓦, 权益装机容量为 373.20 万千瓦, 同比增长 33.49%。

表 4: 截至 2012 年 12 月 31 日公司已投产水电站

单位: 万千瓦

水电站	权益	装机结构	可控装机容量	供应电网	所在流域
国投小三峡	60.45%	4*7.5+4*5.75+4*3.5	67	西北	黄河上游
二滩水电	52%	6*55	330	华中	雅砻江下游
大朝山水电	50%	6*22.5	135	南方	澜沧江中下游
官地水电	52%	3*60	180	华中	雅砻江下游
合计	-	-	712	-	-

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2012 年, 随着官地水电站投产, 加之公司黄河及澜沧江流域来水偏丰, 公司控股水电站整体发电量和上网电量分别为 288.92 亿千瓦时和 287.29 亿千瓦时, 同比分别增长 18.17% 和 18.26%。同期, 控股水电站设备利用小时数为 4,662 小时, 同比增加 66 小时, 高于全国平均水平 1,107 小时。

表 5: 2011~2012 年公司控股水电业务主要经营指标

指标	2011	2012
设备利用小时	4,595	4,662
全国平均水电利用小时数	3,028	3,555
发电量 (亿千瓦时)	244.49	288.92
上网电量 (亿千瓦时)	242.94	287.29
平均上网电价 (元/千瓦时) (不含税)	0.2329	0.2535

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

为解决锦屏官地水电站投产发电后电量消纳及获取具有竞争性的上网电价, 2011 年初公司提出了将锦屏一级、锦屏二级、官地水电站作为一个电源组, 由国家电网“统一调度、统一销售、统一电价、统一结算”的营销模式。2012 年末, 公司获批锦官电源组统一上网电价为 0.3203 元/千瓦时 (含税), 首创国内梯级大型水电站联合跨区域送电价形成机制。受益于新批水电价格, 公司 2012 年水电平均上网电价从去年 0.2329 元/千瓦时增加至 0.2535 元/千瓦时。

根据雅砻江水能资源开发规划, 在“十二五”期间, 雅砻江流域下游在建的锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林等电站陆续建成投产的同时, 推进中上游项目的前期工作, 2015 年雅砻江流域力争投产装机容量达到 1,440 万千瓦, 公司控股装机规模将实现翻番。

中诚信证评认为, 公司水电项目已进入开发高峰期, 未来水电资产规模将得到快速提升。由于水电项目运营成本较低, 盈利能力稳定, 这将有效改善公司的电源结构, 缓解燃煤价格上升给公司带来的成本压力, 增强公司的综合抗风险能力。

新能源业务增速较快, 但业务占比较小

2012 年, 公司新能源业务规模增长较快, 全年共有国投白银风电、敦煌光伏、石嘴山光伏和格尔木光伏四个新能源项目建成投产, 共计新增控股装机容量 10.25 万千瓦。截至 2012 年 12 月 31 日, 公司风电可控装机容量为 49.50 万千瓦, 太阳能可控装机容量为 10.8 万千瓦。

表 6: 2012 年公司新投产新能源机组

电源项目	持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	电源类型
国投白银风电	100	33*0.15	风电
敦煌光伏	100	18*0.1	太阳能
石嘴山光伏	100	20*0.1	太阳能
格尔木光伏	100	15*0.1	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, 2012 年公司风电项目完成设备利用小时 1,695 小时, 同比减少 112 小时。同期, 风电项目完成发电量和上网电量分别为 7.69 亿千瓦时和 7.51 亿千瓦时, 同比分别下降 4.47% 和 4.70%。2012 年, 公司风电业务完成营业收入 3.45 亿元, 较上年略有下降。

表 7: 2011~2012 年公司风电项目主要运营指标

指标	2011	2012
总装机容量 (万千瓦)	44.55	49.50
权益装机容量 (万千瓦)	41.085	46.03
发电量 (亿千瓦时)	8.05	7.69
上网电量 (亿千瓦时)	7.88	7.51
设备利用小时数	1,807	1,695
平均上网电价 (元/千瓦时)	0.5283	0.5369

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

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。2012 年, 公司共有 3 个光伏项目建成投产, 新增可控装机规模 5.3 万千瓦, 完成发电量 1.52 亿千瓦时, 上网电量 1.51 亿千瓦时, 设备利用小时数为 1,655 小时。

中诚信证评认为, 光伏发电业务的盈利很大程度上取决于政府的补贴政策。2011 年以来多个国家已取消或降低了对光伏发电行业的补贴水平, 且光伏行业经过前几年的高速发展后, 整体产能过剩已显现。考虑到公司光伏发电业务规模较小, 业务风险尚处于可控范围, 但收入规模和盈利能力有限, 尚不足以成为公司的盈利增长点。

公司项目储备丰富, 可持续发展稳步推进, 电源结构有望进一步优化; 但随着在建和拟建项目增多, 公司未来或将面临一定资本支出压力

2012 年, 公司共有 8 个项目获得“路条”, 1 个项目获得核准, 是公司上市以来获得“路条”最

多的一年。截至 2012 年末，公司已获准开展前期工作的控股装机容量达 905.65 万千瓦，其中水电项目 420 万千瓦、火电项目 466 万千瓦、风电项目 19.65 万千瓦。同期，公司已核准在建控股装机容量为 1,032.9 万千瓦，其中水电 960 万千瓦、火电 63 万千瓦、风电 9.9 万千瓦。2013 年公司计划投资总额为 25.45 亿元，其中用于火电、水电及风电项目建设总额分别为 13.17 亿元、5.20 亿元和 2.28 亿元。

表 8：截至 2012 年末公司在建和拟建项目明细

项目名称	持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	电源类型	目前进展/预计投产日期
锦屏一级水电	52	360	水电	在建/2014
锦屏二级水电	52	480	水电	在建/2015
官地水电	52	60	水电	在建，部分投产/2013
桐子林水电	52	60	水电	在建/2016
两河口水电	52	300	水电	拟建
杨房沟水电	52	150	水电	拟建
伊犁热电	60	33	火电	在建，部分投产/2013
盘江发电一期	55	60	火电	在建/2013
北疆二期	64	200	火电	拟建
宣城二期	51	66	火电	拟建
钦州二期	61	200	火电	拟建
三塘湖一期风电	100	4.95	风电	在建/2013
路南村一期风电	100	4.95	风电	在建/2013
合计				

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，公司电力资产结构将不断优化。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信永中和会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010 年财务报告、大信会计师事务所审计并出具无保留意见的 2011 年财务报告、立信会计师事务所审计并出具无保留意见的 2012 年财务报告，以及未经审计的 2013 年 1 季度财务报告。其中，2010、2011 年的数据分别为 2011、2012 年财务报告的期初重列数。

资本结构

2012 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 2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 1,458.96 亿元，同比增长 16.63%。为满足在建项目的资金需求，公司债务规模也呈现同比例上升态势。2012 年公司发行了 30 亿元的短期融资券，总债务规模上升至 1,098.76 亿元，同比增长 16.61%。净资产方面，随着公司盈利的增加，2012 年公司所有者权益增加至 254.80 亿元，较 2011 年提高 13.23%。截至 2013 年 3 月 31 日，公司总资产、总债务和所有者权益分别为 1,510.52 亿元、1,099.69 亿元和 265.13 亿元。

图 4：2010~2013.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

从债务指标来看，截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 82.54% 和 81.18%，同比分别上升 0.53 和 0.46 个百分点。2013 年第一季度，公司负债水平较年初略有下降。截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资产化比率分别为 82.45% 和 80.57%，但仍处于同行业较高水平。

表 9：2013 年 3 月 31 日主要电力上市公司负债水平

公司名称	单位：亿元；%		
	总资产	资产负债率	总资本化比率
国投电力	1,510.52	82.45	80.57
长江电力	1,560.72	51.62	36.86
粤电力 A	683.18	66.86	79.85
湖北能源	317.48	56.49	54.17
华能国际	2,561.72	73.35	70.44
建投能源	174.48	75.42	72.18

资料来源：各上市公司财务报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，截至 2013 年 3 月 31 日，公司长短期债务比为 0.23，较年初下降 0.06，债务结构进一步优化。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 5：2010~2013.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

盈利能力

2012 年，全国电力需求疲软，加之水电挤占火电市场空间，公司火电利用小时数有所下降，火电板块整体收入水平出现下降。但随着公司官地水电站的投产，加之全国水电来水偏丰，公司水电业务收入大幅增加，带动公司整体收入规模保持增长。2012 年公司实现营业收入 238.67 亿元，同比增长 1.38%。

图 6：2010~2013.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2012 年受电煤价格低位运行及电价上调翘尾影响，公司火电业务毛利率从 2011 年的 5.19% 增加至 12.49%；水电方面，受益于公司主要水电站所在流域来水较好，水电盈利同比增加，加之官地水电站投产为公司带来新的利润增长，2012 年公司水电业务毛利率较上年增加 5.28 个百

分点，为 61.43%。2012 年公司综合毛利率为 25.29%，较 2011 年提升 8.39 个百分点，经营效益大幅提高。2013 年 1~3 月，公司综合毛利率进一步提高至 32.30%，在行业中处于较高水平。

表 10：2013 年 3 月 31 日主要电力上市公司毛利率水平

公司名称	毛利率 (%)	电源结构
国投电力	32.30	火电、水电
长江电力	36.86	水电为主
粤电力 A	21.44	火电为主
湖北能源	19.57	水电为主
华能国际	22.38	火电为主
建投能源*	18.78	火电

资料来源：各上市公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012 年公司共计发生财务费用 30.83 亿元，同比增加 31.30%，这主要是受到部分贷款停止利息资本化的影响。此外，公司当年管理费用为 6.41 亿元，同比增加 9.73%，主要是受官地水电站投产导致管理成本上升所致。总体来看，公司 2012 年共计发生期间费用 37.67 亿元，三费收入占比为 15.78%，较上年提高 3.19 个百分点。2013 年第一季度，公司共计发生期间费用 10.91 亿元，占营业收入的比例为 18.28%。

表 11：2010~2013.Q1 公司三费情况分析

	2010	2011	2012	2013.Q1
销售费用	0.31	0.35	0.43	0.24
管理费用	4.71	5.84	6.41	1.28
财务费用	17.63	23.48	30.83	9.39
三费合计	22.65	29.67	37.67	10.91
营业总收入	174.75	235.69	238.67	59.71
三费收入占比	12.96%	12.59%	15.78%	18.28%

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。2012 年，公司盈利能力大幅提升，全年实现经营性业务利润 20.73 亿元，同比增长 140.87%；此外，公司投资参股电厂共取得投资收益 1.96 亿元，同比增长 160.90%。总体来看，受经营性业务利润和投资收益大幅增长的影响，公司 2012 年利润总额同比增长 112.95%，为 23.18 亿元。2012 年 1 季度，公司实现利润总额 9.40 亿元，净利润 8.45 亿元。

图 7: 2010~2013.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

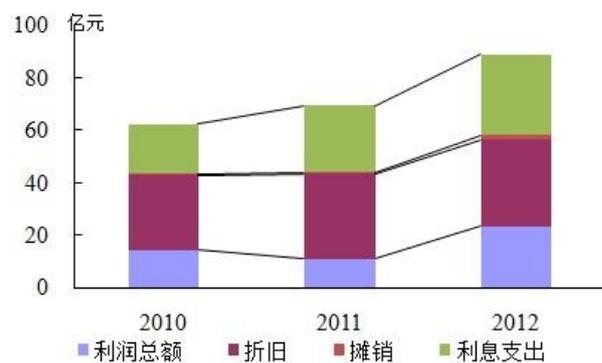
综合来看, 2012 年受益于电煤价格下降、电价上调翘尾及来水偏丰, 水电盈利增长等因素影响, 公司经营效益大幅提升。未来, 随着雅砻江流域梯级开发的持续推进, 公司电源规模将不断扩大, 电源结构得到持续改善。水电机组比重的不断上升将帮助公司有效规避燃煤价格上涨带来的成本压力, 公司收入规模和盈利能力尚存在较大提升空间。

偿债能力

2012 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, 债务规模有所增长。截至 2012 年 12 月 31 日, 公司总债务为 1,098.76 亿元, 其中短期债务为 247.93 亿元, 长期债务为 850.84 亿元。截至 2013 年 3 月 31 日, 公司总债务为 1,099.69 亿元, 其中短期债务为 172.04 亿元, 长期债务为 927.65 亿元。

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。2012 年随着公司盈利能力的大幅提升, 利润总额较上年增长较多; 同时, 随着公司债务规模的增加, 利息支出也较上年增长较多。2012 年公司 EBITDA 增加至 88.98 亿元, EBITDA/营业总收入为 37.28。2012 年公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 12.35 倍和 1.52 倍, EBITDA 对总债务和利息支出的保障水平有所优化。

图 8: 2010~2012 年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

从偿债指标来看, 2012 年, 受电煤价格下降影响, 公司采购成本大幅下降, 公司经营活动净现金流较上年大幅上涨, 经营活动净现金流对总债务的覆盖倍数增加至 0.08 倍, EBITDA 全部债务比下降至 12.35 倍。同期, EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的覆盖倍数分别上升至 1.52 倍和 1.47 倍, 公司偿债指标有所优化。

表 12: 2010~2013.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2010	2011	2012	2013.Q1
长期债务(亿元)	614.05	731.34	850.84	927.65
总债务(亿元)	781.99	942.23	1,098.76	1,099.69
资产负债率(%)	84.00	82.01	82.54	82.45
总资本化率(%)	82.86	80.72	81.18	80.57
EBITDA 利息倍数(X)	1.83	1.47	1.52	-
总债务/EBITDA (X)	12.56	13.61	12.35	-
经营净现金/总债务(X)	0.06	0.06	0.08	0.11
经营净现金/利息支出(X)	1.49	1.21	1.47	-

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 2012 年 12 月 31 日, 公司存在未决诉讼 2 起, 涉及金额为 3800.79 万元。此外, 公司对外担保余额为 7.01 亿元, 均为对子公司的担保, 担保比率为 2.75%。考虑到或有负债金额较小, 公司承担的或有风险可控。

公司拥有较为畅通的资本市场及银行融资渠道。截至 2012 年 12 月 31 日, 公司共取得多家金融机构授信额度 1,979 亿元。其中, 未使用额度达到 1,009 亿元, 备用流动性充足。

总体看, 公司处于快速发展阶段, 债务规模不断上升。但随着公司经营效益的大幅提升, 公司偿债能力有所增强。同时, 随着在建项目的逐步投产, 公司未来收入规模和盈利能力将保持持续增长态

势，故我们认为国投电力仍具备极强的偿债能力。

担保实力

本期债券由国家投资开发公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

国家开发投资公司（以下简称“国投公司”）成立于 1995 年，是由国务院批准成立的国家投资控股公司和中央直接管理的国有重要骨干企业之一。国投公司主业为投资与资产管理，包括实业投资（能源、交通运输、化肥、高科技产业）、资产管理和与投资相关的研究与服务。截至 2012 年 12 月 31 日，国投公司资产总计 3,115.20 亿元，所有者权益为 898.85 亿元，资产负债率为 71.15%；2012 年完成营业收入 846.53 亿元，实现净利润 88.04 亿元，经营性现金净流入 168.63 亿元。

业务运营

实业板块是国投公司的基本收入和利润来源，主要包括电力、煤炭、交通等产业。其中，电力业务是国投公司资产和利润增长的重要支撑。目前，国投公司电力资产规模较大，电力资产涉及火电、水电以及新能源，电源结构良好，区域分布广泛。2012 年国投公司电力板块累计实现营业收入 310.81 亿元，同比增长 6.00%；毛利率为 24.95%，同比增长 10.50 个百分点。

煤炭业务是国投公司的第二大支柱业务。2012 年受煤炭价格回落影响，国投公司煤炭板块业务受到一定冲击，全年煤炭板块实现营业收入 191.63 亿元，同比下降 10.82%；毛利率为 27.97%，同比下降 1.70 个百分点。目前国投公司煤炭业务正处于基建高峰期，中诚信证评将持续关注国投公司煤炭投资项目后续建设、投产情况，以及煤炭价格下降对国投公司煤炭业务板块的影响。

国投公司是唯一代表国家管理全国中央级港口经营基金的中央企业，其港口业务基本涵盖全国骨干枢纽港，主要码头分布在长江、长江出海口和沿渤海湾地区。截至 2011 年 12 月 31 日，国投公司形成了 1.37 亿吨的港口吞吐能力。2012 煤炭港口下水量有所下降，曹妃甸港吞吐量有所下滑，但受益于京唐港客户较为稳定，国投公司港口业务总

体运行平稳，全年实现营业收入 290.03 亿元，同比下降 2.87%。此外，国投公司的实业板块还涉及化肥和物流等业务，各板块业务发展情况良好。

除实业投资外，2010 年国投公司通过设立国投资本控股有限公司作为其金融控股平台，管理、整合旗下金融资产，目前控股国投信托投资有限公司、国投中谷期货有限公司和海峡汇富产业投资基金管理有限公司。根据国投公司规划，未来将加强金融领域资本运营力度，发展金融中介业务，金融业务有望成为国投公司资产扩张的重要支撑以及利润稳步增长的重要来源之一。同时，金融市场的波动会对国投公司金融板块造成一定冲击，中诚信证评将对此保持关注。

国有资产经营业务方面，根据国资委大力推进国有资产结构调整的战略部署，国投公司发挥自身优势，于 2005 年 12 月被国资委确定为国有资产经营试点单位之一。近年来，在国资委大力支持下，国投公司利用自身在股权管理、持股经营和资产处置等方面的优势，推动国有资产经营业务顺利开展。

财务表现

资本结构方面，随着国投公司对电力、煤炭、交通、化肥等实业板块投资的稳步推进，资产规模持续快速增长。截至 2012 年 12 月 31 日，国投公司资产总计为 3,115.20 亿元，同比增长 12.57%。同期，虽负债规模呈现同比增长，但国投公司整体维持了稳健的资本结构，截至 2012 年 12 月 31 日，国投公司资产负债率和总资本化比率分别为 71.15% 和 66.46%。

盈利能力方面，国投公司近年收入规模持续增长，2012 年共完成营业收入 846.53 亿元，同比增长 9.40%。从毛利率来看，虽然煤炭业务受价格大幅下跌影响，盈利能力有所下滑，但得益于电力板块盈利能力大幅提升，加之各业务板块业务拓展的持续稳步推进，国投公司综合营业毛利率较上年略有提升，为 26.68%。

表 13: 2010~2012 年国投公司主要偿债能力指标

	2010	2011	2012
长期债务(亿元)	1,081.24	1,244.35	1,411.85
总债务(亿元)	1,347.35	1,545.69	1,781.33
EBITDA(亿元)	180.13	221.33	260.95
经营净现金流/利息支出(X)	2.69	1.37	1.63
经营净现金流/总债务(X)	0.09	0.07	0.09
EBITDA 利息倍数(X)	3.95	2.64	2.52
总债务/EBITDA(X)	7.48	6.98	6.83

数据来源: 国投公司定期报告, 中诚信证评整理

从偿债能力来看, 近年国投公司业务的快速发展带动了债务规模的上升, 截至 2012 年 12 月 31 日, 国投公司总债务达到 1,781.33 亿元。但得益于良好的现金获取能力, 国投公司各项偿债指标表现良好。2012 年, 国投公司 EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 分别为 2.52 和 6.83。同期, 经营净现金流对利息支出和总债务的保障倍数分别为 1.63 倍和 0.09 倍。

或有负债方面, 截至 2012 年 12 月 31 日, 国投公司担保余额为 222.32 亿元(不含中国投资担保有限公司对外担保数据), 其中对内担保合计余额约 189.04 亿元, 对外担保余额 33.28 亿元, 或有风险可控。

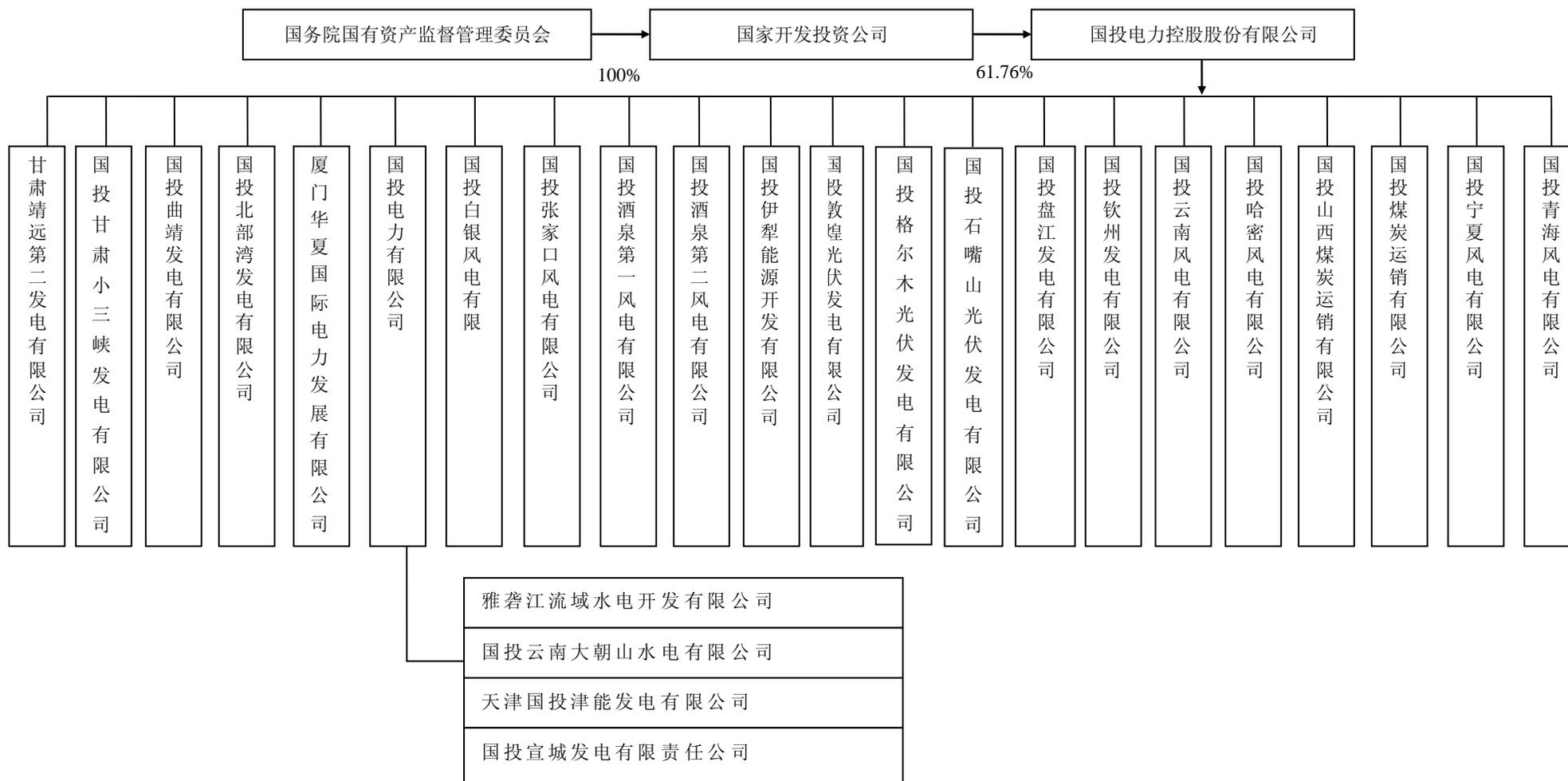
作为国有大型中央企业, 国投公司拥有很强的政府支持及良好的银企关系, 截至 2012 年 12 月 31 日, 国投公司共获得各家银行累计授信额度 4,622 亿元, 未使用额度达到 3,328 亿元。

综上所述, 国投公司作为国有政策性投资机构之一, 规模优势和政策支持优势显著。近年来随着产业逐步优化, 国投公司盈利水平不断提高, 且资本结构较稳健, 自身偿债能力稳步提升。中诚信证评认为, 国家开发投资公司具备极强的综合财务实力和整体抗风险能力, 能够为本次债券本息的偿还提供有力的保障。

结 论

综上, 中诚信证评维持发行主体国投电力主体信用等级为 **AAA**, 本次可转债信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定。

附一：国投电力控股股份有限公司股权结构



附二：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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	117,092.46	510,143.26	626,835.01	599,597.60
应收账款净额	206,995.80	251,597.47	314,872.62	288,935.22
存货净额	100,166.58	145,514.73	124,846.07	121,691.02
流动资产	796,876.21	1,418,694.28	1,383,944.95	1,356,762.63
长期投资	147,632.91	143,636.80	157,314.15	254,197.96
固定资产合计	9,031,597.22	10,781,100.00	12,746,990.14	13,160,309.81
总资产	10,113,183.47	12,509,818.65	14,589,634.59	15,105,237.62
短期债务	1,679,462.32	2,108,954.59	2,479,282.58	2,140,361.59
长期债务	6,140,463.24	7,313,374.96	8,508,362.17	9,276,502.50
总债务(短期债务+长期债务)	7,819,925.56	9,422,329.55	10,987,644.75	11,416,864.09
总负债	8,495,339.42	10,259,436.22	12,041,630.64	12,453,937.08
所有者权益(含少数股东权益)	1,617,804.05	2,250,382.43	2,548,003.95	2,651,300.54
营业总收入	1,747,473.17	2,356,871.13	2,386,700.77	597,111.04
三费前利润	358,605.80	382,758.95	584,056.35	187,652.66
投资收益	7,862.75	7,513.16	19,601.47	9,730.28
净利润	108,615.62	79,205.86	201,755.87	84,452.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	623,637.08	692,502.29	889,787.17	-
经营活动产生现金净流量	507,623.72	571,474.72	860,637.91	292,274.17
投资活动产生现金净流量	-1,354,327.11	-1,643,980.41	-2,011,630.73	-560,474.51
筹资活动产生现金净流量	748,098.39	1,449,396.23	1,259,260.57	250,862.60
现金及现金等价物净增加额	-98,605.14	376,890.55	108,267.74	-17,337.74
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	21.23	16.90	25.29	32.20
所有者权益收益率(%)	6.71	3.52	7.92	12.74
EBITDA/营业总收入(%)	35.69	29.38	37.28	-
速动比率(X)	0.30	0.46	0.38	0.41
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	0.06	0.08	0.10
经营活动净现金/短期债务(X)	0.30	0.27	0.35	0.55
经营活动净现金/利息支出(X)	1.49	1.21	1.47	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.83	1.47	1.52	-
总债务/EBITDA(X)	12.54	13.61	12.35	-
资产负债率(%)	84.00	82.01	82.54	82.45
总债务/总资本(%)	82.86	80.72	81.18	81.15
长期资本化比率(%)	79.15	76.47	76.95	77.77

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：国家开发投资公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	1,559,695.52	1,772,154.06	1,906,697.17
应收账款净额	497,307.97	537,740.51	765,061.58
存货净额	772,845.38	1,057,673.90	1,156,811.36
流动资产	4,393,754.13	5,134,478.91	5,696,059.77
长期投资	3,010,550.76	3,323,706.30	3,236,347.91
固定资产合计	15,399,195.55	17,670,339.35	20,330,131.63
总资产	24,118,327.44	27,673,432.27	31,152,030.54
短期债务	2,661,086.96	3,013,408.22	3,694,834.96
长期债务	10,812,375.17	12,443,482.56	14,118,499.55
总债务(短期债务+长期债务)	13,473,462.14	15,456,890.78	17,813,334.51
总负债	16,581,257.44	19,113,854.72	22,163,489.61
所有者权益(含少数股东权益)	7,537,070.01	8,559,577.55	8,988,540.93
营业总收入	6,210,952.30	7,738,102.30	8,465,286.56
三费前利润	1,472,242.18	1,801,571.31	2,132,573.05
投资收益	306,221.93	306,272.88	365,372.20
净利润	494,696.01	712,290.46	880,422.87
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,801,259.79	2,213,349.05	2,609,467.08
经营活动产生现金净流量	1,225,190.07	1,150,543.52	1,686,274.75
投资活动产生现金净流量	-2,304,438.22	-2,866,983.15	-3,212,575.33
筹资活动产生现金净流量	836,819.56	1,840,915.28	1,670,164.64
现金及现金等价物净增加额	-246,786.36	121,467.10	144,242.00
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率(%)	25.02	24.71	26.68
所有者权益收益率(%)	6.56	8.32	9.79
EBITDA/营业总收入(%)	29.00	28.60	30.83
速动比率(X)	0.69	0.68	0.62
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.07	0.09
经营活动净现金/短期债务(X)	0.46	0.38	0.46
经营活动净现金/利息支出(X)	2.69	1.37	1.63
EBITDA 利息倍数(X)	3.95	2.64	2.52
总债务/EBITDA(X)	7.48	6.98	6.83
资产负债率(%)	68.75	69.07	71.15
总债务/总资本(%)	64.13	64.36	66.46
长期资本化比率(%)	58.92	59.25	61.10

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

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

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

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

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

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

评级展望是证评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。