

国电电力发展股份有限公司

2011 年可转换公司债券

跟踪评级报告

主体长期信用等级： AAA 级

本期债券信用等级： AAA 级

评级时间： 2014 年 5 月 22 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

国电电力发展股份有限公司 2011 年可转换公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2014]100123】

存续期间 6 年期可转换公司债券 55 亿元人民币, 2011 年 8 月 19 日—2017 年 8 月 19 日

	主体长期信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级时间
本次跟踪:	AAA 级	稳定	AAA 级	2014 年 5 月
前次跟踪:	AAA 级	稳定	AAA 级	2013 年 5 月
首次评级:	AAA 级	稳定	AAA 级	2011 年 5 月

主要财务数据及指标:

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据及指标			
货币资金	8.48	22.62	3.85
刚性债务	239.61	387.65	447.00
所有者权益	273.98	329.79	352.25
经营性现金净流入量	-2.37	-124.76	17.16
发行人数据及指标:			
总资产	1821.84	2076.15	2406.77
总负债	1419.38	1562.12	1819.70
刚性债务	1174.16	1319.33	1534.15
所有者权益	402.46	514.03	587.07
营业收入	505.58	556.84	663.07
净利润	44.98	66.85	92.14
经营性现金净流入量	103.76	148.53	232.00
EBITDA	161.58	217.71	258.17
资产负债率[%]	77.91	75.24	75.61
权益资本与刚性债务比率[%]	34.28	38.96	38.27
流动比率[%]	27.23	29.03	20.40
现金比率[%]	6.43	8.19	3.08
利息保障倍数[倍]	1.71	1.66	2.20
净资产收益率[%]	11.72	14.59	16.74
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.12	9.96	13.72
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.70	-5.85	-1.88
EBITDA/利息支出[倍]	2.99	2.49	3.29
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.17	0.18

注: 根据国电电力经审计的 2011-2013 年财务数据整理、计算。

分析师

叶晓明 甘金珏

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

2011 年该公司发行可转债 55 亿元, 缓解了短期债务压力, 优化了负债结构。公司以新建、并购等方式进行电力与非电项目投资, 外部融资需求规模较大。

- 国电电力是国电集团核心上市子公司, 股东背景强, 公司能获得潜在的竞争优势, 而国电集团发电业务整合平台定位的明确有助于进一步巩固领先的市场地位。
- 国电电力下属发电资产优质, 电源结构合理, 各项发电技术指标均位于行业领先水平, 机组利用效率高。公司区域分散化经营, 有效降低了集中性风险。
- 国电电力的直接、间接融资渠道都较为畅通, 具有相对较强的财务弹性。
- 得益于煤炭价格的持续走低以及清洁能源对利润的贡献, 国电电力盈利能力及现金流情况大幅提升。
- 国电集团提供的无条件不可撤销连带责任保证为本期可转债债务本息的到期偿付提供进一步支持。
- 国内电力体制改革及电价形成体制调整对行业及行业内企业带来的不确定性。
- 国电电力电源结构以火电为主, 公司盈利状况对煤价波动较敏感。近期煤电价格联动机制以及环保政策的实施已影响到期下属火电企业的经营业绩。
- 关注由于规模持续扩张导致财务杠杆上升所引起的财务风险增加以及宏观经济放缓对电力行业的负面影响。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对国电电力及其发行的本次可转换公司债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期可转换公司债券的一种建议。报告中引用的资料主要由国电电力提供, 所引用资料的真实性由国电电力负责。

跟踪评级报告

按照国电电力发展股份有限公司(以下简称国电电力、该公司或公司)2011年可转换公司债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据国电电力提供的经审计的2011-2013年财务报表及相关经营数据,对国电电力的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证监会证监许可[2011]1296号文核准,国电电力于2011年8月19日公开发行总额为55亿元的可转换公司债券。同年9月2日经上海证券交易所(以下简称“上交所”)同意,在上交所挂牌交易,债券简称“国电转债”,债券代码“110018”。

本期可转债期限为发行之日起六年,票面利率为发行之日起前两年为0.5%,第三年为1.0%,第四至六年为2%,付息日为可转债发行日起每满一年的当日。2012年2月20日至2017年8月19日止为转股起止日,初始转股价格为2.67元/股。2013年1月11日起转股价格调整为2.53元/股,后经利润分配后自2013年5月23日起转股价格调整为2.40元/股。本期可转债募集资金用于投入四川大渡河大岗山水电站等5个水电项目和宁夏盐池青山风电场一期等11个风电项目建设。自进入转股期后,累计共有125.9万元的国电转债已转成48.36万股股票,占“国电转债”发行总量0.03%,剩余54.99亿元的“国电转债”尚未转股,占发行总量的99.97%。

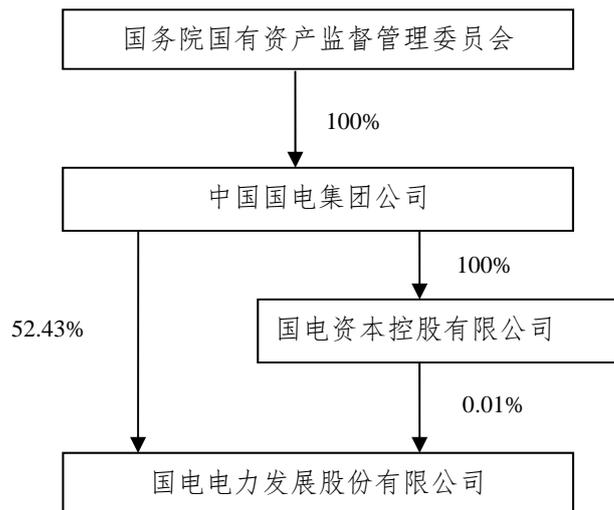
二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

截至2013年末,该公司纳入合并范围的全资、控股子公司共有62家,参股企业18家,筹建处8家。2013年公司新纳入合并范围的子公司有23家,其中新设立7家,同一控制下企业合并14家,非同一控制下企业合并2家。所属企业分布在东北、华北、华东、

华南、西南、西北等 25 个省、市、自治区。截至 2013 年末，中国国电集团公司（以下简称“国电集团”或“集团”）直接持有公司 52.43% 的股份，另外集团通过国电资本控股有限公司持有公司 0.1% 的股份，是公司的实际控制人。公司“三会四委”齐全，内控体系不断完善，决策层、执行层、监督层运作机制良好。公司近三年未发生重大人事伤亡事故和重大设备事故。

图表 1. 国电电力股权结构图



资料来源：国电电力（截至 2013 年末）

该公司章程 2014 年进行了修订，涉及经营范围变更等 9 条事项，其中公司经营范围由原来的“电力、热力生产、销售；煤炭产品经营；新能源与可再生能源项目、高新技术、环保节能产业的开发及应用；多晶硅开发与应用；信息咨询，电力技术开发咨询、技术服务；写字楼及场地出租；发、输、变电设备检修、维护；通讯业务；水处理及销售（后三项仅限于分支机构）”变更为“电力、热力生产、销售；煤炭产品经营；电网经营；新能源项目、高新技术、环保产业的开发与应用；信息咨询；电力技术开发咨询、技术服务；写字楼及场地出租（以下限分支机构）发、输、变电设备检修、维护；通讯业务；水处理及销售”，增加了电网经营业务，删减了多晶硅开发与应用业务。另外，公司高管中陈景东先生由于工作原因请辞了董事会秘书和副总经理一职；董事会聘任李忠军先生接任董事会秘书一职，聘请许琦、李忠军先生担任副总经理，其他高层管理人员总体保持稳定。

(二) 业务运营

该公司是五大电力集团之一的国电集团核心的上市平台，公司集中了国电集团下属优质资产，主要从事电力、热力生产与销售业务，电力销售收入是公司收入主要来源。此外，公司还从事化工和煤炭等业务，是收入的重要补充。

1. 电力业务

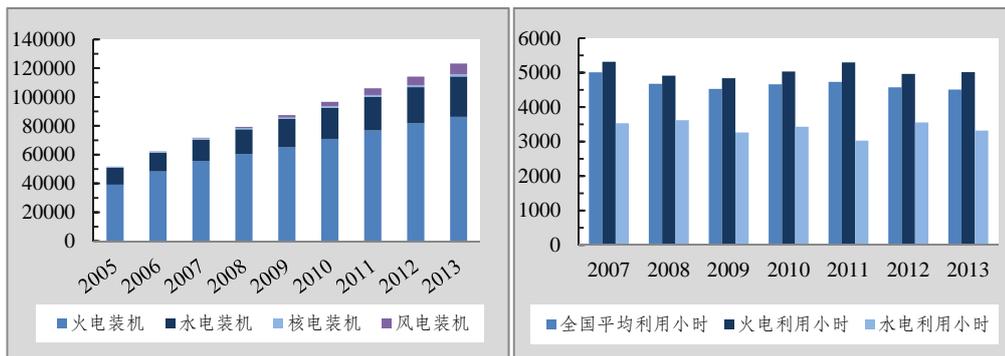
2013 年全社会用电量增速逐月走高，总体增幅高于上年。受全年来水偏枯影响，水电利用效率弱于历年平均水平，火电发电量稳中有升。随着全球对环保关注度的逐渐提高，国家对清洁能源的倾斜力度将不断加大，电源间表现差异也将逐步扩大。

2013 年全国用电量增速呈现逐月上升趋势。全年全社会用电量为 5.32 万亿千瓦时，同比增长 7.5%，较上年增长 2.0 个百分点。第二产业用电量 39143 亿千瓦时，同比增长 7.0%，占全社会用电量的比重为 73.5%，其中重工业用电量 32092 亿千瓦时，同比增长 7.0%，占全社会用电量比重的 60.29%。

2013 年全国累计发电量 5.35 万亿千瓦时，同比增长 7.5%，其中水电发电量 7890.5 亿千瓦时，同比增长 7.2%，较上年下降 18.6 个百分点，占全国发电量的 15.0%，较上年下降 2.4%；火电发电量 42152.5 亿千瓦时，同比增长 6.9%，较上年增长 6.3 个百分点，占全国发电量的 80.2%。核电与风电发电量分别为 1106.3 亿千瓦时和 1401.1 亿千瓦时，同比增速分别为 13.6% 和 36.4%。

随着近些年电源投资的不断增长，全国装机规模不断扩大，各地区电力供需总体保持平衡。截至 2013 年末，全国全口径发电机组装机规模共计 124738 万千瓦，其中火电装机 86238 万千瓦，水电装机 28002 万千瓦，核电装机 1461 万千瓦，并网风电装机 7548 万千瓦。2013 年全年规模以上电厂发电设备平均利用小时数为 4511 小时，同比下降 68 小时。由于全年来水偏枯，水电设备平均利用小时数为 3318 小时，同比下降 273 小时；火电设备平均利用小时数同比增长 30 小时至 5012 小时；同期并网风电设备累计利用小时为 2080 小时，同比提高 151 小时。

图表 2. 全国机组装机及利用小时情况 (单位: 万千瓦, 小时)

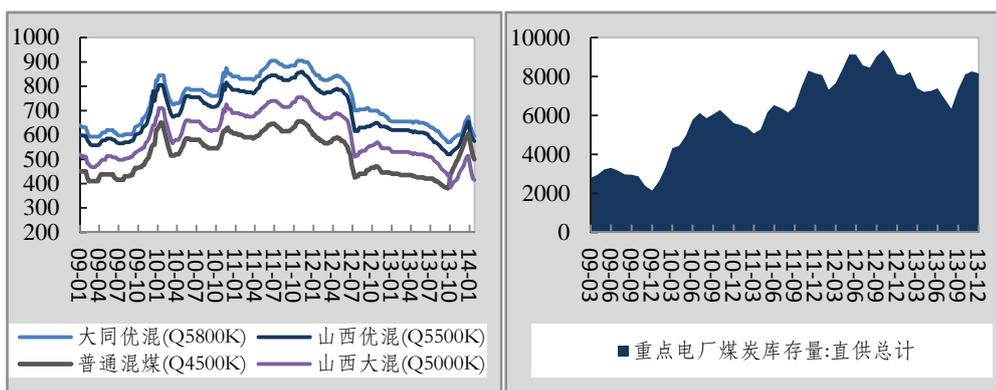


数据来源: WIND

电煤价格保持低位运行, 火电企业可继续受益, 但环保压力继续加大。发改委公布电价调整通知, 多省下调火电上网电价用以补贴清洁能源上网电价及脱硝电价的上调。

燃煤成本作为火电企业的主要成本, 在很大程度上影响着企业的盈利状况, 其波动情况仍是行业关注的焦点。由于前期煤炭投资过热, 目前仍处于产能集中释放期, 因此煤炭库存居高不下, 煤炭价格持续低位运行。火电企业的燃料成本的大幅下降也使得火电企业盈利状况创下历史高位。目前煤炭厂商供应量并无明显收缩, 短期煤炭价格强势反弹概率不大, 火电企业仍可继续受益煤炭价格的低位运行。

图表 3. 秦皇岛煤价走势情况 (单位: 元/吨; 万吨)



数据来源: WIND

2013年10月15日, 国家发改委公布了《关于调整发电企业上网电价有关事项通知》(以下简称“通知”), 通知对各省燃煤发电企业脱硫标杆上网电价均有不同幅度下调, 降幅在0.6~2.5分/千瓦时(含税)之间, 平均下调1.4分/千瓦时(含税)。同时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至1.0分/千瓦时。

本次电价调整属于电源结构内部的价格调整政策，符合电力体制改革预期。根据通知规定，国电电力下属 6 家全资发电企业及 9 家控股发电企业参照当地标准相应下调了电价。其中江苏和浙江地区火电企业电价下调 2.5 分/千瓦时，涉及装机 978 万千瓦；宁夏地区火电企业电价下调 1.25 分/千瓦时，涉及装机 266 万千瓦；辽宁地区火电企业电价下调 1.20 分/千瓦时，涉及装机 203.2 万千瓦；另外甘肃、河北及内蒙古地区火电企业也均有不同程度的电价下调。

国电电力是国电集团的核心上市平台，集中了集团内的优质资产。得益于集团的大力支持，公司资产规模逐步扩大，装机规模逐步提升，在集团内地位相对稳定。公司电源结构较为合理，机组利用小时等各项电力技术指标表现优异。

该公司是国电集团下属核心的上市平台，2011-2013 年可控装机容量分别为 3204.04 万千瓦、3437.84 万千瓦和 4050.03 万千瓦，占国电集团装机容量的比重分别为 30.02%、28.63%和 32.98%。得益于国电集团资产的注入及大型火电机组项目的投产，公司 2013 年装机容量大幅增加 612.19 万千瓦，其中火电新增 489.55 万千瓦。未来国电集团将把国电电力作为整体改制上市平台，通过资产购并、重组等方式，将集团控制的除其他直接控股上市公司的相关资产、业务及权益发电资产注入国电电力。公司未来资产和装机规模还有较大的增长空间。

图表 4. 2011-2013 年公司机组运营情况

指标	2011 年	2012 年	2013 年
可控装机容量（万千瓦）	3204.04	3437.84	4050.03
其中：火电装机容量（万千瓦）	2291.20	2494.20	2983.75
水电装机容量（万千瓦）	732.26	724.76	776.00
风电装机容量（万千瓦）	188.08	208.48	271.18
光电装机容量（万千瓦）	3.50	10.40	19.10
发电量（亿千瓦时）	1496.04	1561.22	1883.38
其中：火电发电量（亿千瓦时）	1211.65	1399.09	1544.68
水电发电量（亿千瓦时）	266.57	295.95	286.89
风电发电量（亿千瓦时）	17.42	31.81	49.43
光电发电量（亿千瓦时）	0.40	1.61	2.38
上网电量（亿千瓦时）	1411.32	1476.30	1783.14
机组平均利用小时（小时）	5218	4948	4935

指标	2011年	2012年	2013年
其中：火电利用小时（小时）	5771	5445	5488
水电利用小时（小时）	3944	4078	3841
风电利用小时（小时）	1965	2007	2054
光电利用小时（小时）	1489	1677	1724

资料来源：国电电力

随着全国用电量增速的下滑和装机规模的不断增长，机组利用效率逐年下滑。2011-2013年，该公司机组平均利用小时数分别为5218小时、4948小时和4935小时，但仍高于全国平均水平400-500小时。公司水电资产主要集中于国电大渡河流域水电开发有限公司（以下简称“国电大渡河”），近年来来水较为丰沛，利用小时数较高，近三年利用小时分别为3944小时、4078小时和3841小时。

该公司电源结构较为合理。截至2013年末，公司火电、水电、风电和光电占比分别为73.67%、19.16%，6.70%和0.47%，清洁能源占比较高。另外，公司机组较为优质，2013年71台火电机组中56台火电机组中单机规模在30万千瓦以上，占比总装机规模的90%以上，平均单机容量较高。火电机组2011-2013年平均利用小时数分别为5771小时、5445小时和5488小时，大幅高于全国平均水平。另外，公司火电机组供电煤耗逐年下降，处于行业较好水平。截至2013年末，公司已有52台机组完成脱硝改造，占火电总装机容量的86.8%。

图表 5. 2011-2013年公司火电机组装机结构情况

指标	2011年	2012年	2013年
30万千瓦以上机组占比（%）	88.69	89.61	91.23
平均单机容量（万千瓦/台）	37.04	38.97	42.02
火电综合供电煤耗（克/千瓦时）	317.58	313.18	309.88

资料来源：国电电力

该公司电力项目建设也在稳步进行之中，上海庙、湖东、酒泉二期、长滩一期、泰州二期、蚌埠二期、新疆五彩湾等火电项目正处于前期工作，朝阳热电、克拉玛依热电、库尔勒热电、哈密外送电项目已经取得核准。2013年，公司共取得核准项目容量505.9万千瓦，其中火电342万千瓦、水电9.4万千瓦、风电145.5万千瓦、太阳能9万千瓦。布连电厂投产2台66万千瓦超超临界空冷燃煤机组于2013年相继投产。

新能源项目开发方面，2013 年该公司在大渡河流域在建装机规模为 560.8 万千瓦，开展前期工作的水电项目近 680 万千瓦，其中双江口电站已经具备核准条件。公司持续推进水电、风电及太阳能等清洁能源开发，全年共核准风电 145.5 万千瓦，取得路条 246.1 万千瓦，核准水电 9.4 万千瓦，核准光伏项目 9 万千瓦，取得路条 41 万千瓦。

随着国内煤炭价格的持续走低，该公司煤炭采购价格也逐年下降。2011-2013 年公司标煤单价分别为 670.26 元/吨、634.09 元/吨和 561.74 元/吨。2013 年，公司全年累计掺烧经济煤种 2756 万吨，节约成本 8.9 亿元。受益于煤炭价格的下跌，公司下属火电企业盈利状况明显改善。

2013 年该公司投资额为 311.54 亿元，较上年增加 29.49 亿元。2014 年公司在建项目所需投入的资金为 307.88 亿元，较上年减少 29.67 亿元。其中火电和水电项目合计需要投入资金 217.60 亿元，占总投入量的 70.68%，资金的筹集主要依赖自有资金及债务融资。

图表 6. 2014 年公司在建项目资金需求情况

承诺项目名称	2014 年资金投入计划	融资方式	资金来源安排	较上年增减变动
火电项目	89.26	债务融资	自有资金和银行借款等	56.54
水电项目	128.34	债务融资	自有资金和银行借款等	21.13
风电项目	41.90	债务融资	自有资金和银行借款等	-3.96
太阳能项目	0.76	债务融资	自有资金和银行借款等	-7.40
煤炭及化工项目	6.14	债务融资	自有资金和银行借款等	-60.11
其他项目	3.68	债务融资	自有资金和银行借款等	-42.45
技改及零购	37.80	债务融资	自有资金和银行借款等	6.58
合计	307.88	—	—	-29.67

资料来源：国电电力年报

作为国电集团下属核心企业，该公司的资金与技术实力优势明显。目前公司仍处于扩张阶段，但扩张速度趋缓。

2. 化工业务

该公司化工业务主要依托国电英力特能源化工集团股份有限公司（以下简称“英力特”）为平台进行相关方面的经营，英力特位于宁夏自治区首府银川市，是宁夏自治区大型能源化工生产企业。主

要产业及发展方向为氯碱化工、煤基精细化工、盐化工、煤炭、电力和冶金等领域。2013 年公司化工业务收入为 33.38 亿元，同比增长 6.64%。根据公司 2014 年 1 月 25 日公告，英力特拟将所持有的国电中国石化宁夏能源化工有限公司（以下简称“宁东公司”）45% 股权转让给中国石化长城能源化工有限公司，转让价格为 2.59 亿元，并拟在宁东公司股权转让后，将作为宁东煤基化学多联产项目配套煤炭资源的银星二号煤矿、宋新庄煤矿的探矿权转让给宁东公司，转让价格为 2.72 亿元。

3. 煤炭业务

截至 2013 年末，该公司年产 1000 万吨的察哈素煤矿获得国家发改委核准。公司控制煤炭资源储量约 50 亿吨，生产煤矿产能 1200 万吨/年，基建矿井产能 500 万吨/年。2013 年，公司煤炭销售业务实现收入 44.29 亿元，同比增长 81.01%。但由于煤炭价格的持续下滑，煤炭销售业务盈利较弱，毛利率仅为 1.78%。

4. 募集资金使用情况

截至 2013 年末，该公司发行的 2011 年可转债募集资金总额 54.36 亿元，已累计使用 49.15 亿元。根据公司公告，董事会第十六次会议审议通过了《关于将部分闲置的可转债募集资金暂时用于补充公司流动资金的议案》，同意公司将不超过 3.86 亿元的可转债闲置募集资金暂时用于补充公司流动资金，时间不超过 12 个月。

根据该公司最新公告，募投项目中除四川大渡河大岗山水电站等五个项目未投产外，其余项目均已投产。其中，新疆伊犁塔勒德萨依水电站、新疆伊犁萨里克特水电站未达到计划进度的原因主要是项目部分问题需要政府协调，推迟了投产进度，目前项目正在积极推进中；风电项目未达到计划进度的原因主要是送出线路建设进度缓慢。部分项目投产进度的放缓或将增加项目投资风险。

图表 7. 可转债募集资金使用情况

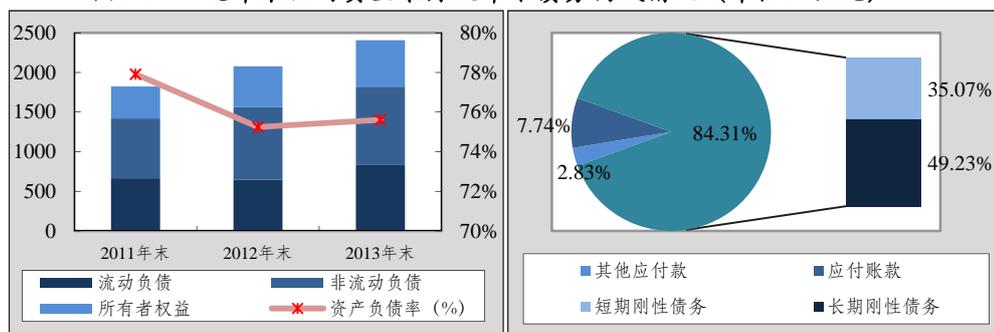
承诺项目名称	募集资金拟投入额 (亿元)	募集资金本年投入额	投产 (预计) 时间	产生收益情况 (万元)
四川大渡河大岗山水电站	11.00	1.93	2015 年	未投产
新疆伊犁尼勒克一级水电站	3.25	0.59	2013 年	37
新疆伊犁塔勒德萨依水电站	1.12	0.12	2015 年	未投产
新疆伊犁萨里克特水电站	1.21	0.24	2014 年 12 月	未投产
新疆吐鲁番大河沿河梯级水电站	0.50	0.01	2013 年	-134
宁夏盐池青山风电场一期	4.00	1.13	2012 年 12 月	4002
宁夏盐池青山风电场二期	3.70	2.52	2013 年 4 月	-688
宁夏红寺堡石板泉风电场一期	2.38	2.31	2014 年 4 月	未投产
宁夏青铜峡牛首山风电一期	2.70	0.59	2013 年 4 月	3064
宁夏青铜峡牛首山风电二期	2.70	0.34	2011 年 12 月	2747
宁夏青铜峡牛首山风电三期	2.70	0.44	2012 年 1 月	2431
黑龙江桦川大青背山风电场二期	3.70	1.07	2012 年 9 月	1255
辽宁铁岭台子山风电场	3.70	0.93	2011 年 12 月	300
山西右玉高家堡二期风电场	3.70	0.50	2012 年 1 月	2918
山东文登紫金山风电场	4.00	0.88	2012 年	1880
山东威海山马于风电场	4.00	0.54	2014 年	未投产
合计	54.36	14.14	—	—

资料来源：国电电力

(三) 财务质量

2013 年该公司通过新建大型火电机组，扩大对水电、风电等清洁能源的投入、持续并购集团内部优质电力资产、向上游投资煤矿资源等方式进行产业整合。截至 2013 年末，公司负债总额为 1819.70 亿元，同比增长 16.49%，同期末资产负债率为 75.61%，较上年末上升 0.37 个百分点，短期内融资需求依然较明显。

图表 8. 近年来公司资金来源及年末债务构成情况 (单位：亿元)



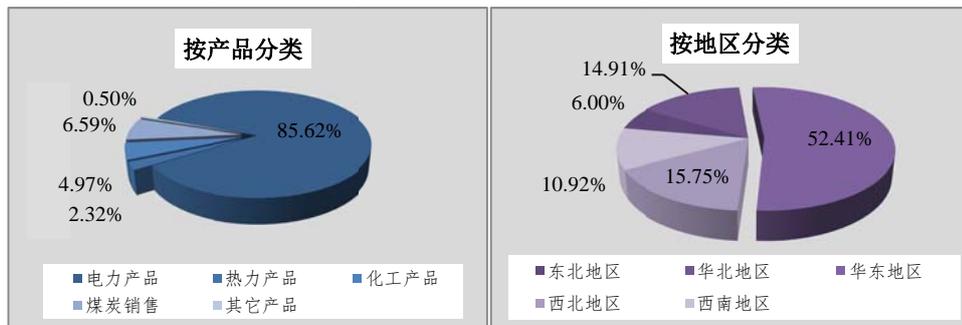
资料来源：国电电力

该公司负债总额以刚性债务为主，但融资渠道相对多元，2013年公司发行了包括10亿元永续中票、218亿元超短期融资券及30亿元私募债等直接债务融资工具。2013年末，公司刚性债务余额1534.15亿元，同比增长16.28%，占负债总额的比重为84.31%。其中，短期刚性债务838.23亿元，占刚性债务的41.60%。另外，公司应付账款期末余额为140.76亿元，占负债总额比例为7.74%，主要为尚未结算的工程款、设备款；其他应付款期末余额为51.54亿元，主要为工程质保金等。

2013年末，该公司资产总额为2406.77亿元，同比增长15.92%。公司新项目大规模的投资建设扩充了整体资产规模。其中固定资产、在建工程与长期股权投资期末余额分别为1359.49亿元、604.52亿元和165.59元，分别占资产总额的60.77%、27.02%和7.40%。

目前该公司经营收入主要来源于电力、热力、化工以及煤炭四大板块，2013年度营业收入663.07亿元，较上年增长了19.08%，其中电力板块实现收入575.46亿元，同比增长8.26%，占总营业收入的86.79%；另外，热力板块实现收入15.60亿元，化工板块实现收入33.38亿元，煤炭板块实现收入44.29亿元。从地区分类来看，公司收入来源主要集中于华东、华北以及东北地区。

图表 9. 公司 2013 年营业收入构成情况



资料来源：国电电力

2013年度该公司实现营业利润110.79亿元，同比增长48.13%；净利润为92.14亿元，同比增长37.83%；综合毛利率为26.72%，较上年上升4.88个百分点。其中，煤炭价格的下跌以及公司清洁能源的利润贡献是公司盈利大幅提升的主要原因。2013年，公司实现经营性净现金流232.00亿元。

该公司目前仍处于扩张阶段，2011-2013年公司投资活动净流出分别为227.74亿元、235.67亿元和263.76亿元，中短期内投资需求

规模较大。2011-2013 年公司筹资性现金净流量分别为 154.16 亿元、96.97 亿元和-1.20 亿元，经营性现金流的持续改善有利于公司减少对外部融资的依赖。

（四）担保方担保能力分析

中国国电集团公司对本期可转换公司债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证，以增强本期可转债债务本息到期偿付的安全性。国电集团作为国务院批准成立的以发电为主的综合性五大电力集团之一，自身实力强。截至 2013 年末，公司可控装机容量突破 1.22 亿千瓦，集团产业遍布全国 31 个省、市、自治区。国电集团年煤炭产量 6885 万吨。新能源发展独具特色，风电装机达到 1732.5 万千瓦，位居世界第一。截至 2013 年末，公司资产总额 7860.27 亿元，所有者权益 1291.57 亿元。2013 年，国电集团实现营业收入 2327.64 亿元，净利润 123.73 亿元，实现经营性净现金流 599.36 亿元。期末货币资金为 268.07 亿元，流动资产达到 1202.63 亿元，充足的货币资金与流动资产为此次可转债按时偿还提供了良好的保障。

综上所述，国电电力是国电集团下属核心上市平台，集中了国电集团内的优质资产。得益于集团的大力支持，该公司资产规模逐步扩大，装机规模逐步提升，在集团内地位相对稳定。公司电源结构较为合理，机组利用小时等各项电力技术指标表现良好。随着装机规模的扩大，公司发电量不断增长，营业收入规模不断扩张；受益于煤电价格的下跌及清洁能源对利润的贡献，公司盈利状况大幅提升。国电集团本期可转债募集的资金已经大部分投入项目，并开始产生回报。截至 2013 年末，本期可转债债转股比例不高，没有有效起到优化资本结构的作用，但国电电力自身财务实力较强，且有国电集团为本期可转债提供全额无条件不可撤销连带责任保证，本期可转债安全性高。

同时，我们仍将持续关注（1）煤电价格联动机制的具体实施情况；（2）规模持续扩张导致财务杠杆上升以及因此带来的财务风险；（3）公司能源结构多元化战略推进对于公司产能及盈利能力的影响；（4）本期可转债募投水电及风电项目的建设生产运营情况。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务指标	2011 年	2012 年	2013 年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	1,821.84	2,076.15	2,406.77
货币资金	42.75	52.92	25.66
刚性债务	1,174.16	1,319.33	1,534.15
所有者权益	402.46	514.03	587.07
营业收入	505.58	556.84	663.07
净利润	44.98	66.85	92.14
EBITDA	161.58	217.71	258.17
经营性现金净流入量	103.76	148.53	232.00
投资性现金净流入量	-227.74	-235.67	-263.76
资产负债率[%]	77.91	75.24	75.61
长期资本固定化比率[%]	141.85	132.08	142.10
权益资本与刚性债务比率[%]	34.28	38.96	38.27
流动比率[%]	27.23	29.03	20.40
速动比率[%]	16.77	22.12	16.48
现金比率[%]	6.43	8.19	3.08
利息保障倍数[倍]	1.71	1.66	2.20
应收账款周转速度[次]	9.34	8.82	8.66
存货周转速度[次]	12.32	12.31	16.64
固定资产周转速度[次]	0.51	0.51	0.53
总资产周转速度[次]	0.30	0.29	0.30
毛利率[%]	15.92	21.84	26.72
营业利润率[%]	9.84	13.43	16.71
总资产报酬率[%]	5.57	7.44	7.69
净资产收益率[%]	11.72	14.59	16.74
营业收入现金率[%]	107.16	106.27	110.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.63	22.65	31.38
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.12	9.96	13.72
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.48	-13.29	-4.30
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.70	-5.85	-1.88
EBITDA/利息支出[倍]	2.99	2.49	3.29
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.17	0.18

注：表中数据依据国电电力经审计的 2011-2013 年度财务报表整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额-存货余额-预付账款-待摊费用-待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据<银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期主营业务收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期主营业务成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期主营业务收入×100%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100%
总资产利润率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%
主营收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期主营业务收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	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级	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级	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级	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。
投机级	BB级	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级	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级	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级	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级	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。