



信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪021号

华能国际电力股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“2007年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”及“2008年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；以上两期债券的信用等级均为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一一年五月三十日

华能国际电力股份有限公司公司债券 2011 年跟踪评级报告

债券名称	2007 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）
担保主体	中国建设银行、中国银行
发行规模	人民币 10 亿元（5 年期） 人民币 17 亿元（7 年期） 人民币 33 亿元（10 年期）
存续期限	2007/12/26-2012/12/25 2007/12/26-2014/12/25 2007/12/26-2017/12/25
上次跟踪时间	2010/05/25
上次跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望：稳定
本次跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望：稳定

债券名称	2008 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）
担保主体	华能国际电力开发公司
发行规模	人民币 40 亿元
存续期限	2008/05/09-2018/05/08
上次跟踪评级时间	2010/05/25
上次跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望：稳定
本次跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望：稳定

概况数据

华能国际	2008	2009	2010
所有者权益（亿元）	415.73	487.17	608.59
总资产（亿元）	1,645.88	1,939.97	2,239.53
总债务（亿元）	1,098.20	1,191.18	1,370.08
营业总收入（亿元）	678.25	797.42	1,043.08
营业毛利率（%）	1.40	16.03	11.01
EBITDA（亿元）	72.78	196.23	151.30
所有者权益收益率（%）	-10.13	11.95	6.72
资产负债率（%）	74.74	74.89	72.82
总债务/EBITDA（X）	15.09	6.07	9.06
EBITDA 利息倍数（X）	1.44	3.42	2.48

中国建设银行	2008	2009	2010
资产总额（亿元）	75,554.52	96,233.55	108,103.17
归属于母公司所有者净利润（亿元）	925.99	1,067.56	1,348.44
平均资本回报率（%）	20.81	20.80	21.41
平均资产回报率（%）	1.31	1.24	1.32
不良贷款率（%）	2.21	1.50	1.14
拨备覆盖率（%）	131.58	175.77	221.14
资本充足率（%）	12.16	11.70	12.68

基本观点

2010年，随着宏观经济逐步回暖，全社会用电需求持续增长，华能国际电力股份有限公司（以下简称“公司”）资产规模持续扩张，发电量快速增长，行业龙头地位稳固；各项运营指标进一步优化，装机结构持续改善；通过产业链的纵向延伸，煤炭自给率及港口运力进一步提升，综合抗风险能力不断增强。但与此同时，中诚信证评也将持续关注煤价波动以及未来几年资本支出压力较大对公司信用水平可能产生的影响。

中国建设银行股份有限公司（以下简称“中国建设银行”或者“建行”）和中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”或者“中行”）分别为“2007 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”提供各30亿元的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。华能国际电力开发公司（以下简称“华能开发”）为“2008 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中诚信证评维持华能国际电力股份有限公司主体信用等级为AAA，维持“2007 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”和“2008 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级为AAA，评级展望稳定。

正 面

- 规模优势突出，发电资产质量优良。截至 2011 年 3 月 29 日，公司可控发电装机容量为 5,440.2 万千瓦，权益发电装机容量 5,093.5 万千瓦，为国内规模最大的独立发电上市公司。公司拥有 7 台装机容量共计 710.2 万千瓦的百万千瓦级超超临界火力发电机组，高参数、大容量的机组占比不断提升。
- 各项运营指标进一步优化。2010 年公司燃煤发电机组全年平均利用小时数为 5,564 小时，高出同期全国平均数 533 小时；公司平均供电煤耗为 315.59 克/千瓦时，较上年同期下降 4.51 克/千瓦时。
- 积极进行产业链的延伸，综合实力增强。2010 年 12 月，公司完成对山东电力集团公司、山

中国银行	2008	2009	2010
资产总额 (亿元)	69,556.94	87,519.43	104,598.65
归属于母公司所有者净利润 (亿元)	635.39	808.19	1,044.18
平均资本回报率 (%)	13.39	15.55	18.87
平均资产回报率 (%)	0.98	1.03	1.14
不良贷款率 (%)	2.65	1.52	1.10
拨备覆盖率 (%)	121.72	151.17	196.67
资本充足率 (%)	13.43	11.14	12.58
华能开发	2008	2009	2010
所有者权益 (亿元)	480.83	526.29	658.02
总资产 (亿元)	1,916.89	2,109.59	2409.44
总债务 (亿元)	1,267.08	1,398.09	1473.37
营业总收入 (亿元)	743.27	840.73	1093.84
营业毛利率 (%)	1.76	15.64	10.84
EBITDA (亿元)	90.94	210.20	102.64
所有者权益收益率 (%)	-9.57	9.77	5.40
资产负债率 (%)	74.92	75.05	72.69
总债务/EBITDA (X)	13.93	6.65	14.36
EBITDA 利息倍数 (X)	1.54	3.29	1.77

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. 2009 年的数据采用 2010 年财务报表的重列数。

分析师

曹张琪 zqcao@cccr.com.cn

邵津宏 jhshan@cccr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.cccr.com.cn

2011 年 5 月 30 日

东鲁能发展集团以及华能能源交通产业控股有限公司下属多个港口、航运及能源类子公司的收购，公司煤炭自给率及港口运力进一步提升，综合抗风险能力增强。

- 融资渠道通畅。公司与银行保持了良好的合作关系，截至 2010 年 12 月 31 日，公司境内外授信余额超过 1,000 亿元。近年来公司相继发行公司债、中票、短期融资券等，资本市场融资渠道畅通。

关注

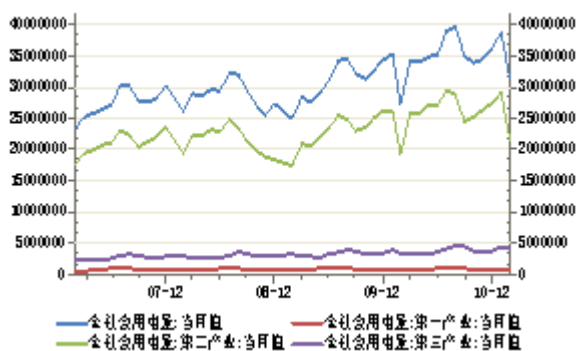
- 煤电价格联动。自 2004 年国家发改委颁布煤电价格联动机制以来，国家共实施了四次煤电价格联动，而目前煤炭价格的涨幅已经达到煤电联动的标准。根据中电联公布数据显示，2010 年火电企业亏损面达到 43.20%，同比上升 7.7%。但考虑到目前的宏观环境以及通胀的压力，煤电价格联动能否实现，尚存在一定的不确定性。
- 以火电为主的电源结构，随电煤价格持续上涨，公司盈利能力下滑。公司电源结构以火电为主，2010 年，公司毛利空间受电煤价格上涨影响，同比大幅下滑 5.02 个百分点，为 11.01%；同期各项盈利能力指标均有所弱化。短期内燃煤价格将维持高位震荡格局，公司仍面临较大成本上升压力。
- 资本支出压力较大，债务结构有待改善。公司已核准的在建项目较多，2011 年计划资本支出规模达到 192.67 亿元，且未来几年内仍将保持较大的资本支出规模，其负债水平存在上升压力。同时，中诚信证评将对公司短期债务比例不断上带来的短期偿债压力予以关注。

行业关注

2010 年中国电力需求增速呈现前高后低态势，短期内第二产业将释放其被压制的用电需求，同时第三产业及居民生活用电需求上升，将带动全社会用电需求的持续增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，2010 年是我国经济由企稳回升向稳定增长转变的关键时期。较 2009 年，政策对经济的拉动作用有所降低，但全年仍实现经济平稳较快增长，GDP 增速达到 10.3%；工业增加值增长 15.7%，增速加快 4.7 个百分点。在经济增长的带动下，全国电力需求总体较为旺盛，2010 年 1-12 月份，全社会累计用电量达到 41,923 亿千瓦时，同比增长 14.56%。其中，12 月份当月全社会用电量 3,625 亿千瓦时，同比增长 5.41%；月度用电量环比增长 4.75%。

图 1：全社会及各产业累计用电增速



数据来源：Wind 资讯，中诚信证评研究

分产业来看，1-12 月，第一产业累计用电量为 984 亿千瓦时，同比增长 3.91%；第二产业累计用电量为 31,318 亿千瓦时，同比增长 16.02%；第三产业累计用电量为 4,497 亿千瓦时，同比增长 14.69%；居民累计用电量为 5,125 亿千瓦时，同比增长 12.12%。其中具有刚性的第一、第三产业和居民用电量波动幅度较小，而第二产业则受到“节能减排”等宏观调控政策的影响，累计用电增速呈现前高后低的特点，这也是导致 2010 年下半年全社会用电量增速回落的主要动力。作为电力行业最大的下游，2010 年，化工、建材、钢铁冶炼、有色金属冶炼四大行业用电量增速从年初的近 30%持续下降至 11、12 月份的负增长；四大行业合计用电量占全社会用电量的比重呈波动下降趋势，从 2010

年 2 月份的 35.45%下降至 12 月份的 29.20%。

总体来看，2010 年，国家宏观调控对电力行业的作用显现，全社会用电量呈现一季度高速增长、4-8 月份回稳、9 月份以后回落的态势。预计随着各地节能减排目标的逐步完成，第二产业将在短期内释放其对用电的需求。未来，预计第三产业以及居民生活用电需求将持续上升，我国全社会用电需求将继续保持增长态势。

国家电源投资力度有所减弱，总装机容量增速趋缓；水电、风电等非火电发电装机发展迅速，电源结构不断改善

电力投资方面，2010 年结束了近几年的增长态势，全年完成投资 7,051 亿元，较上年降低 8.45%，其中电源工程建设完成投资 3,641 亿元；电网投资完成 3,410 亿元。总体来看，近年来我国电源投资力度有所减弱，未来几年新增装机容量将保持低位运行。

截至 2010 年末，全国全口径装机容量为 9.62 亿千瓦。分电源结构来看，水电、火电、核电以及风电的装机容量分别达到 2.13 亿千瓦、7.07 亿千瓦、1,082 万千瓦和 3,107 万千瓦。其中，火电的装机容量占比达到 73.49%，仍然为我国最主要的电源供应形式，但其装机容量增速呈逐年下降趋势，2010 年为 8%。受益于国家对新能源开发的鼓励，近年来风力的装机容量保持了高速增长态势，2010 年同比增速达到 93%。总体来说，近年来我国非火电发电装机发展迅速，电源结构不断改善。

多重因素导致煤炭价格持续震荡走高，未来煤炭价格仍存在较强上涨预期，而 2011 年煤电价格联动能否实现尚存在不确定因素

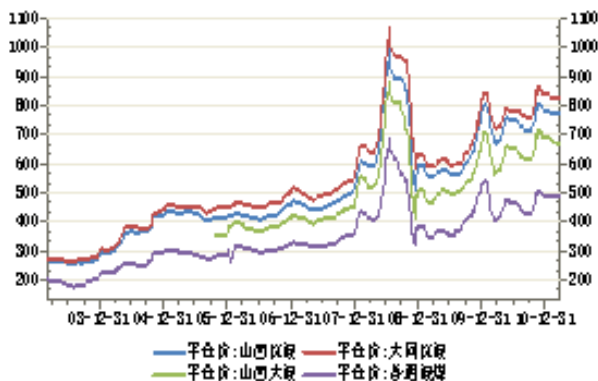
受 2008 年全球经济危机的影响，2009 年我国的煤炭消费表现出前低后高的行情，并于 2009 年底基本摆脱经济危机的影响。2010 年，国内经济实现平稳较快增长，下游火电、钢铁、建材和化工四大煤耗行业带动我国煤炭需求继续保持较高的增长速度。1~12 月全国原煤产量达到 4.69 亿吨，同比增长 30.50%，增速同比加快 26.9 个百分点。

中国的煤炭工业主要集中于北方地区，山西、陕西以及内蒙古西部地区的煤炭外调量占到全国

的60%以上，而煤炭的消费地则主要集中于经济发达的东南沿海地区，工业布局与煤炭资源的错位，形成了北煤南运、西煤东运的格局。高速增长的煤炭需求与运力不足之间的矛盾更加突出。

2010年，国家继续加大对煤炭资源整合和结构调整的政策引导力度，煤炭企业的兼并重组稳步推进。2010年8月，国务院常务会议研究部署了进一步推进煤矿企业兼并重组工作；同年10月，国务院办公厅转发了国家发展改革委《关于加快推进煤矿企业兼并重组的若干意见》，要求通过兼并重组，使全国形成一批年产5,000万吨以上的特大型煤矿企业集团，煤矿企业年均产能提高到80万吨以上，特大型煤矿企业集团煤炭产量占全国总产量的比例达到50%以上。以山西省为例，截至2010年底，山西省矿井数由2598座压减到1,053座，70%的矿井规模达到90万吨/年以上，30万吨/年以下的小煤矿全部淘汰。兼并重组使得众多中小煤矿关闭，而兼并后的煤矿尚处于改造阶段，短期内煤炭产量难以得到大幅提高。

图2：中国秦皇岛动力煤平仓价格



数据来源：Wind 资讯，中诚信证评研究

近年来，受下游需求强劲导致的电煤需求旺盛、煤炭运力不足等因素影响，动力煤价格持续上涨，2010年，全国电煤市场呈高位波动态势。2011年是“十二五”规划的开局之年，各项工程将在2011年相继动工，这将在一定程度上加大我国的煤炭需求量。另一方面，煤炭行业的兼并重组使得短期内煤炭产量难以得到大幅提高，加之国内煤炭运输运力不足的状况短期内难以改善等多重因素将使得煤炭价格持续震荡走高。

值得关注的是，虽然自2004年国家发改委颁布

煤电价格联动机制以来，国家共实施了四次煤电价格联动，而目前煤炭价格的涨幅已经达到煤电联动的标准。根据中电联公布数据显示，2010年火电企业亏损面达到43.20%，同比上升7.7%。为缓解火电企业的成本上升压力，2010年4月，国家发改委对全国16个省份的上网电价予以不同程度的上调，平均上调幅度为12元/兆瓦时，但上调幅度不大。考虑到目前的宏观环境以及通胀的压力，2011年煤电价格联动能否实现尚存在一定的不确定性。

业务运营

2010年，公司营业收入达到1,045.08亿元，同比大幅增长30.81%。受燃煤价格持续上升的影响，公司净利润较上年大幅下滑至36.80亿元，同比下降31.76%。

电力资产规模持续扩张，高参数、大容量机组占比不断提升，行业龙头地位稳固

近年来公司通过新建和收购等方式，规模实现快速增长。目前，公司在中国境内全资拥有电厂24家、控股电厂14家，并参股1家电厂，同时在新加坡全资拥有一家电力公司。公司电厂广泛分布于山东、辽宁、浙江、广东、江苏、河北、福建、江西、重庆、甘肃、北京、上海等地。

表 1：截至 2010 年末公司运营电厂发电资产分布

单位：万千瓦、%

电厂	装机容量	供应电网	权益
大连	4×35	东北电网	100
丹东	2×35	东北电网	100
营口	2×60, 2×32	东北电网	100
营口热电	2×33	东北电网	100
福州	4×35, 60	福建电网	100
南通	2×35.2, 2×35	江苏电网	100
南京	2×32	江苏电网	100
上安	2×30, 2×35, 2×60	河北电网	100
石洞口一厂	4×32.5	上海电网	100
石洞口二厂	2×60	上海电网	100
汕头燃煤	2×30, 60	广东电网	100
德州	33, 2×32, 30, 2×70	山东电网	100
济宁	2×13.5	山东电网	100
济宁热电	2×35	山东电网	100
长兴	12.5, 13.5	浙江电网	100
玉环	4×100	浙江电网	100
井冈山	2×30	江西电网	100
井冈山二期	2×66	江西电网	100
日照	2×68	山东电网	100
海门	2×103.6	广东电网	100
辛店	2×30	山东电网	95
淮阴	4×33	江苏电网	63.64
太仓	2×32, 2×63	江苏电网	75
上海燃机	3×39	上海电网	70
平凉	3×32.5, 30, 2×60	甘肃电网	65
威海	2×32	山东电网	60
榆社	2×10, 2×30	山西电网	60
沁北	4×60	河南电网	60
珞璜	4×36, 2×60	重庆电网	60
岳阳	2×36.25, 2×30	湖南电网	55
金陵燃机	2×39	江苏电网	60
金陵二期	103	江苏电网	60
邯峰	2×66	河北电网	40
北京热电	2×16.5, 2×22, 7.5	北京市	41
杨柳青	4×30	天津市	55
启东风电	61×0.15	江苏省	65
化德风电	4.95	内蒙古	99
大士能源	2×60, 4×36.75	新加坡	100
合计	5,003.3 (可控)		

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2010 年，公司新投产机组包括甘肃平凉电厂两台 60 万千瓦燃煤机组以及福建福州电厂一台 60 万千瓦燃煤机组，共增加可控发电装机容量 180 万千瓦。截至 2010 年底，公司境内可控装机容量为 5,003.3 万千瓦，约占同期全国全口径发电装机容量的 5.20%，为国内规模最大的独立发电上市公司。

表 2：截至 2010 年末公司与主要电力上市公司规模对比

单位：万千瓦

	可控装机容量	权益装机容量
华能国际	5,003.30	4,651.20
大唐发电	3,630.30 ¹	—
国电电力	2,879.08	—
华电国际	2,741.80	2,398.89

注：1、大唐发电数据为其管理的装机容量

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2011 年 1 月，公司湖南岳阳电厂一台 60 万千瓦燃煤机组、河北康保风电一期工程（总容量 4.95 万千瓦）以及江苏启东风电二期工程第一阶段（总容量 5 万千瓦）分别通过了试运行。截至 2011 年 3 月 29 日，公司可控发电装机容量进一步增加至 5,440.2 万千瓦，权益发电装机容量 5,093.5 万千瓦。

从电源结构上看，公司电厂以火电为主，截至 2011 年 3 月 29 日，公司火电装机容量占比达到 99.6%；风电装机容量占比仅为 0.4%，电源结构不合理。近几年，通过关停小机组及采用先进技术，公司高参数、大容量的机组占比不断提高。2010 年，公司关停小机组 260 兆瓦，截至 2010 年末，公司已累计关停小机组 2,022.75 兆瓦。另截至 2011 年 3 月 29 日，公司共拥有 7 台百万千瓦级的火电发电机组，占公司境内总可控容量的比例达到 13.73%。

表 3：截至 2011.3.29 公司电厂装机电源结构

电源类型	可控装机容量 (MW)	占公司可控容量比例
燃煤电厂	49,601	91.1%
燃气电厂	3,420	6.3%
燃油电厂	1,200	2.2%
风电厂	240.5	0.4%
水电厂	0	0
核电	0	0
总计	54,402	100%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，公司目前已获核准在建项目主要包括湘祁水电、岳阳三期、北京燃机扩建等项目（表 5）。截至 2010 年底，公司已核准项目装机容量达到 3,424.5 兆瓦，其中预计于 2011 年新增的装机容量为 2,315 兆瓦。2011 年，公司预计资本支出总额达到 192.67 亿元，其中 132.67 亿元将投资于火电项目，风电项目的资本支出约 17.07 亿元。

表 4：截至 2010 年末公司已获核准在建项目

项目名称	电源类型	预计容量 (MW)
湘祁水电	水电	80
岳阳三期 5 号机组	火电	600
北京燃机扩建	火电	923
大士	火电	180
沁北三期 5 号机组	火电	1000
启东风电二期	风电	44
瓦房店风电一期	风电	48
甘肃风电	风电	500
昌图风电一期	风电	49.5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除在建项目外，公司还通过对外收购不断扩大其电力资产的规模。2010 年，公司完成对山东电力集团公司旗下沾化热电、吉林生物 100% 股权的收购，电力资产得到进一步扩大。

中诚信证评认为，公司作为中国规模最大的独立发电上市公司，近年来通过不断的外延和内延式扩张，资产规模持续增长，市场份额进一步提升，行业龙头地位稳固。公司运营电厂区域分布较广，且具有较强的区位优势；同时，通过关停小机组，公司高参数、大容量机组占比不断提升，综合来说，公司具备很强的综合实力。

2010 年公司发电量大幅增长，各项运营指标进一步优化，平均结算电价略有上升

2010 年，随着多家电厂的投产、电力资产规模逐步扩大，公司中国境内各运营电厂累计完成发电量 2,570 亿千瓦时，同比增长 26.25%，累计完成售电量 2,418 亿千瓦时，同比增长 14.72%。同期，新加坡大士能源有限公司累计发电量市场占有率为 24.7%，同比上升 0.4 个百分点。未来，在公司电力资产进一步增长及中国宏观经济持续向好的双重利好因素带动下，公司发电量仍将保持增长态势。

表 5：2009~2010 年公司主要业务数据

	2009	2010
境内发电量(亿千瓦时)	2,035	2,570
境内售电量(亿千瓦时)	1,919	2,418
公司燃煤机组平均利用小时数	5,220	5,564
平均供电标煤消耗(克/千瓦时)	320.10	315.59
全国火电发电机组平均利用小时数	4,839	5,031

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从发电机组运行水平来看，2010 年公司燃煤发电机组全年平均利用小时数为 5,564 小时，同比增

加 344 小时，同时较全国平均水平高出 533 小时，公司燃煤发电机组的效率处于较高水平。此外，随着公司持续加大节能降耗力度，加之大容量、高参数机组规模持续增大，装机结构不断改善，其单位煤耗持续降低。2010 年公司平均供电煤耗为 315.59 克/千瓦时，较上年同期下降 4.51 克/千瓦时。公司各项运营指标进一步优化。

电价方面，2010 年公司平均结算电价为 421.66 元/兆瓦时（含税），比 2009 年的 417.23 元/兆瓦时上升 1.06%，上涨幅度不大。2011 年 4 月，国家发改委对全国 16 个省份的上网电价予以不同程度的上调，平均上调幅度为 12 元/兆瓦时。公司电力资产分布较广，预计 2011 年，公司将受益于此次电价上调，其平均上网电价格略有上升。

总体来看，公司发电资产规模的增加带动了其发电量的持续增长，区域电力需求旺盛使其发电设备利用小时数明显好于行业平均水平，装机结构的持续改善使公司各项运营指标不断优化。

产业链继续向煤炭和运输产业延伸，公司综合抗风险能力增强

公司电力资产以火电为主，电源结构相对单一，加之多个电源项目分布于沿海地区，离产煤区较远，加大了电厂购煤的运输成本，故电煤价格的波动、运输瓶颈的制约等因素对公司发电业务影响较大。2010 年，公司煤炭耗用量达到 11,323 万吨，虽然公司得到来自集团和参股企业约 2,000 万吨的煤炭供应量，但仍存在较大的供应缺口。

为保障公司的煤炭供应，公司近几年加大对煤炭及运输产业的投资力度，产业链逐步得到完善。煤炭方面，2010 年公司收购了山东电力集团公司旗下滇东能源、雨旺能源 100% 的股权，以扩充其现有煤炭资源。在运输能力方面，2010 年 12 月及 2011 年 1 月，公司完成对山东电力集团公司和山东鲁能发展集团有限公司下属多家子公司以及上海时代航运有限公司的收购。其中，罗源湾海港拥有 2 座码头，年吞吐量为 329 万吨，在建 1 座码头吞吐量为 1000 万吨/年；罗源湾码头拥有 1 座年吞吐量为 160 万吨的码头；陆岛码头拥有 3 座年吞吐量 180 万吨的码头。此外，成功收购鲁能海运公司 53% 的

股权后，公司还获得 5 艘 2 万吨级船舶的海上运输能力；收购上海时代航运 50% 的股权后，获得 29 艘船舶，共计 160 万载重吨。值得指出的是，时代航运的运力规模 and 市场份额在国内沿海散货运输行业排名前列。此次收购完成后，公司煤炭自给率和整体运力将得到大幅提升。

表 6：2010 年收购运力资产明细

交易对方或最终控制方	被收购资产	股权比例 (%)
山东电力集团公司、 山东鲁能发展集团 有限公司	罗源湾海港	100
	罗源湾码头	58.3
	陆岛码头	73.46
	青岛港	100
	鲁能海运公司	53
华能能源交通产业控股 有限公司	上海时代航 运有限公司	50

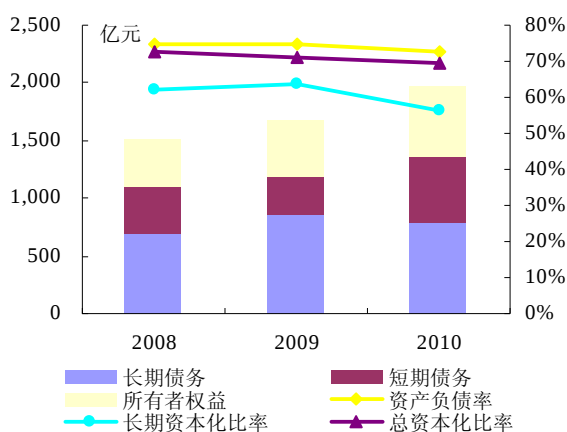
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务分析

下列财务分析主要基于华能国际电力股份有限公司提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2008~2010 年财务报告。其中，2009 年数据采用 2010 年财务报表的期初重列数。

资本结构

图 3：公司 2008~2010 资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年，公司通过对外并购和自身新建项目的不断推进，业务规模持续扩大。截至 2010 年末，公司总资产达到 2,239.53 亿元，同比增长 15.44%。同期，由于在建项目较多，公司债务规模也有所扩张。截至 2010 年末，公司总负债为 1,630.94 亿元，同比增长 12.26%。

2010 年，公司顺利完成定向增发，分别于 A 股和 H 股市场募集资金 83.55 亿元和 23.65 亿元港币。募集资金的到位有效缓解了众多在建项目给公司带来的资本支出压力。截至 2010 年底，公司资产负债率为 72.82%，较上年的 74.89% 略有下降，且低于主要上市公司水平。同期，公司资本化比率为 69.24%，连续三年呈下降趋势。

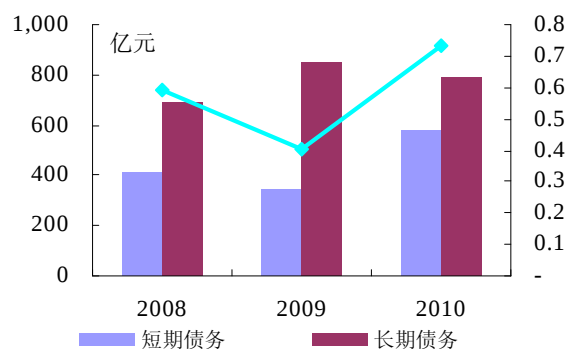
表 7：2010 年主要电力上市公司资本结构比较

公司	资产负债率
华能国际	72.82%
大唐发电	81.82%
华电国际	75.66%
国电电力	83.12%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务的期限结构来看，公司 2010 年增长的债务以短期借款为主，导致年末长短期债务比提升至 0.73。2010 年 6 月，经股东大会批准，公司将在批准日起的 12 个月内，在中国境内一次或分次发行本金总额不超过 100 亿元人民币的短期融资券。2011 年 1 月 13 日，公司完成第一期短期融资券的发行，发行额为 50 亿元人民币，期限为 365 天，发行利率为 3.95%。因此，未来公司短期债务比例可能持续增长。考虑到发电类公司投资规模大、回收期长的特点，公司的债务期限结构有待改善。

图 4：公司 2008~2010 债务结构分析



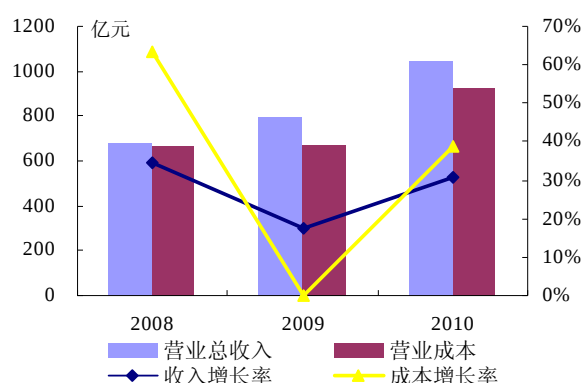
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司目前负债水平尚处于合理水平，但公司已核准的在建项目较多，2011 年计划资本支出规模达到 192.67 亿元，且未来几年内仍将保持较大的资本支出规模，其负债水平存在上升压力。同时，中诚信证评将对公司短期债务比例不断上升带来的短期偿债压力予以关注。

盈利能力

2010 年, 公司共完成主营业务收入 1,027.38 亿元, 同比大幅增长 29.40%。其中, 中国境内完成主营业务收入 876.96 亿元, 同比增长 27.14%, 主要是公司发电量增加所致; 境外完成主营业务收入 150.42 亿元, 在发电业务量和电价提高两方面的共同作用下, 境外主营业务收入同比大幅增长 44.42%。未来随着公司新增机组的投入运营, 预计公司主营业务收入仍将保持持续增长态势。

图 5: 公司 2008~2010 收入成本构成分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司目前电源结构仍以火电机组为主, 故其毛利空间受燃煤价格波动影响较为明显。2010 年公司售电单位燃料成本为 247.49 元/兆瓦, 同比增长 14.72%, 故公司当年毛利率较 2009 年大幅下滑 5.01 个百分点至 11.01%。虽然国家发改委已于 2011 年 4 月对全国 16 个省份的上网电价予以不同程度上调, 平均上调上网电价约 12 元/兆瓦时。但由于 2011 年煤价仍将维持高位震荡格局, 预计此次电价上调后, 公司毛利空间仍难以回升至 2009 年的水平。

期间费用方面, 随着业务规模的扩大, 公司管理费用规模也有所上升, 2010 年共发生管理费用 27.24 亿元, 较上年增长 3.64 亿元。同时, 借款规模的上升也带来财务费用增长至 51.06 亿元。2010 年, 公司共发生期间费用 78.34 亿元, 三费收入占比为 7.51%, 期间费用规模控制尚处于合理范围。

表 8: 2008~2010 公司期间费用情况

单位: 亿元

	2008	2009	2010
销售费用	0.03	0.03	0.04
管理费用	18.55	23.60	27.24
财务费用	36.24	44.35	51.06
三费合计	54.82	67.99	78.34
三费收入占比	8.08%	8.53%	7.51%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在毛利空间受燃煤价格上升而大幅挤压的情况下, 公司 2010 年净利润同比大幅下滑 31.76% 至 36.80 亿元。同期, 公司净资产收益率和总资产报酬率均较上年有所下降, 分别为 6.72% 和 1.76%。短期内, 考虑到在燃煤价格居高不下的情况下, 此次电价上调对改善公司盈利能力表现的帮助较为有限; 但长期来看, 随着公司业务规模的进一步扩大以及产业链的延伸, 公司盈利能力仍有一定的提升空间。

偿债能力

随着业务规模的增长, 公司负债规模也随之逐年上升, 截至 2010 年末, 公司总债务规模为 1,370.08 亿元。鉴于公司近期在建项目较多, 短期内仍有较大规模的资本支出, 2011 年、2012 年资本支出将分别达到 192.67 亿元和 201.6 亿元, 因此预计公司债务规模将持续上升。此外, 短期债务增长较快, 公司面临一定的短期偿债压力。

表 9: 2010~2012 年公司资本支出计划

单位: 亿元

年度	2010	2011	2012
火电项目	146.09	132.67	108
水电项目	2.2	4.4	0.9
风电项目	29.95	17.07	25
港口项目	0.58	5.83	27.7
煤炭项目	-	5.05	-
水库项目	-	0.5	-
技术改造项目	28.32	27.15	52.19
总计	207.14	192.67	201.6

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

资金获取方面, 2010 年受利润总额大幅下降的影响, 公司 EBITDA 同比下降 22.90%, 为 151.30 亿元。同期, 公司各项偿债指标均较上年有所弱化, 总债务/EBITDA 上升至 9.06, EBITDA 利息倍数下降至 2.48。

表 10：2008~2010 年公司主要偿债能力指标

	2008	2009	2010
长期债务	688.79	850.67	790.16
总债务	1,098.20	1,291.18	1,370.08
EBITDA	72.78	196.23	151.30
经营活动净现金流/短期债务	0.13	0.47	0.31
总债务/EBITDA	15.09	6.07	9.06
EBITDA 利息倍数	1.44	3.42	2.48

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，2010 年公司对外担保余额合计 156.53 亿元，均为对参股公司的担保，占公司净资产比例为 25.72%。总体来看，公司尚存在一定的或有负债风险，中诚信证评将对该或有事项对公司整体信用风险水平可能产生的影响予以关注。

融资渠道方面，公司作为一家三地上市的龙头电力公司，与银行保持了良好的合作关系。截至 2010 年 12 月 31 日，公司拥有境内外银行授信总额 1,893 亿元，授信余额超过 1,000 亿元。此外，2011 年 1 月，公司还发行了 50 亿元的短期融资券。总体来说，公司融资渠道顺畅。

中诚信证评认为，2010 年电煤价格上涨使得公司盈利能力有所减弱，同时，较大的新建电力资产规模给公司带来一定的资本支出压力。但作为中国最大的发电类上市公司，公司资产规模和资产质量处于优势地位，综合实力仍在不断提升，融资渠道较为顺畅，其整体信用水平保持稳定。

担保实力

中国建设银行股份有限公司（以下简称“中国建设银行”）和中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）分别为“2007 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”提供各 30 亿元的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。华能国际电力开发公司（以下简称“华能开发”）为“2008 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国建设银行

截至 2010 年底，建行资产总额为 108,103.17 亿元，负债总额 101,094.12 亿元，分别同比增长 12.33% 和 11.53%。全年实现净利润 1,350.31 亿元，同比增长 26.39%。

2010 年，建行在合理控制信贷总量的同时，积极调整信贷结构，新增贷款主要投向优质客户和重点项目，严控产能过剩行业、政府融资平台以及房地产等领域的信贷投放。其中个人贷款新增占贷款新增的 33.01%，个人住房贷款新增额居市场第一位。此外，建行的新兴业务呈快速发展态势。2010 年信用卡累计发卡量 2,795 万张，累计客户数、消费交易额和资产质量等信用卡核心业务指标保持同业领先地位。

截至 2010 年底，建行的资本充足率为 12.68%，核心资本充足率为 10.40%，资本充足水平处于国内同行业领先水平。2010 年底，建行不良贷款率为 1.14%，同比下降 0.06 个百分点，信贷资产持续稳定向好。盈利能力方面，2010 年建行平均资本回报率和平均资产回报率分别为 21.41% 和 1.32%，同比分别上升 0.61 和 0.08 个百分点，盈利能力不断提升。

综上所述，中诚信证评认为建行规模实力雄厚，业务结构多元化且处于行业领先水平，建行具备很强的综合实力，能够为本期债券的偿还提供有力的保障。

中国银行

截至 2010 年底，中行资产总额为 104,598.65 亿元、负债总额 97,837.15 亿元，分别比上年同期增长 19.51% 和 9.22%。全年实现净利润 1,096.91 亿元，同比增长 28.52%。

2010 年，中行人民币和外币存款分别增长 14.34% 和 9.67%，活期存款占比提高 0.58 个百分点。信贷结构持续优化，中国内地重点行业贷款占比上升 0.95 个百分点。国际结算业务量持续居全球银行业之首，跨境贸易人民币结算、贵金属交易等业务持续保持市场领先。境外机构资产负债总额分别增长 32.53% 和 34.40%，国际化、多元化优势进一步扩大。

截至 2010 年底，中行的资本充足率为 12.58%，核心资本充足率为 10.09%，分别较上年同期上升 1.44 和 1.02 个百分点，资本充足水平位于国内同业前列。2010 年底，中行不良贷款率为 1.10%，较上年同期下降 0.42 个百分点，不良贷款拨备覆盖率为

196.67%，同比上升45.50个百分点。盈利能力方面，中行2010年总资产回报率为1.14%，净资产收益率为18.87%，分别同比提高0.05和2.39个百分点，盈利能力不断提高。

综上所述，中诚信证评认为中国银行规模实力雄厚，业务结构多元化且处于行业领先水平，盈利能力较强，具备很强的综合实力，能够为本期债券的偿还提供有力的保障。

华能开发

华能开发是1985年6月成立的中外合资企业，注册资本为1亿美元。1996年公司通过了增资扩股方案，注册资本由1亿美元增至4.5亿美元。截至2010年末，华能开发持有华能国际36.05%的股份，是华能国际的控股股东。

华能开发主要从事投资、建设、经营电厂及有关工程，包括筹集国内外资金，进口成套、配套设备、机具等，以及为电厂建设运行提供配件、材料、燃料等业务。

财务分析

近年来华能开发处于持续扩张阶段，2010年资产总额较2009年进一步增长至2,409.44亿元，同比增长30.11%；所有者权益为658.02亿元，同比增长24.99%。总体来说，公司负债与资产规模扩张速度基本持平，2010年末负债总额为1,751.42亿元，同比增长10.63%，资产负债率为72.69%，较2009微降2.36个百分点。

从债务结构上看，截至2010年末华能开发总债务达到1,473.37亿元，其中长期债务838.56亿元，长期债务/总债务比率同比大幅下降至56.91%，债务结构短期化明显，短期偿债压力有所加大。

盈利方面，2010年受益于经济的回暖，全社会电力需求旺盛，华能开发营业总收入达到1,093.84亿元，同比大幅增长30.11%。但由于当年电煤价格明显上升，公司毛利空间受到一定程度的积压，营业毛利率同比下降约5个百分点，为10.84%。受此影响，公司2010年整体盈利能力有所下滑，当年净资产收益率和总资产报酬率分别为6.00%和1.57%，分别同比下降3.80和0.87个百分点。但从长远来看，随着业务规模的进一步扩大以及产业链

的延伸，华能开发的盈利能力仍有一定的提升空间。

偿债能力方面，受整体盈利能力下滑的影响，公司2010年各项偿债指标有所弱化，总债务/EBITDA指标上升至14.36，EBITDA利息保障倍数下降至1.77。

表 12：2008~2010 华能开发部分财务指标

	2008	2009	2010
长期债务(亿元)	796.32	926.57	838.55
总债务(亿元)	1181.55	1297.07	1473.37
毛利率(%)	1.61	15.64	10.84
资产负债率(%)	75.09	75.05	72.69
长期资本化比率(%)	63.21	63.77	56.03
总债务/EBITDA	13.92	6.65	14.36
EBITDA 利息倍数	1.79	3.29	1.77

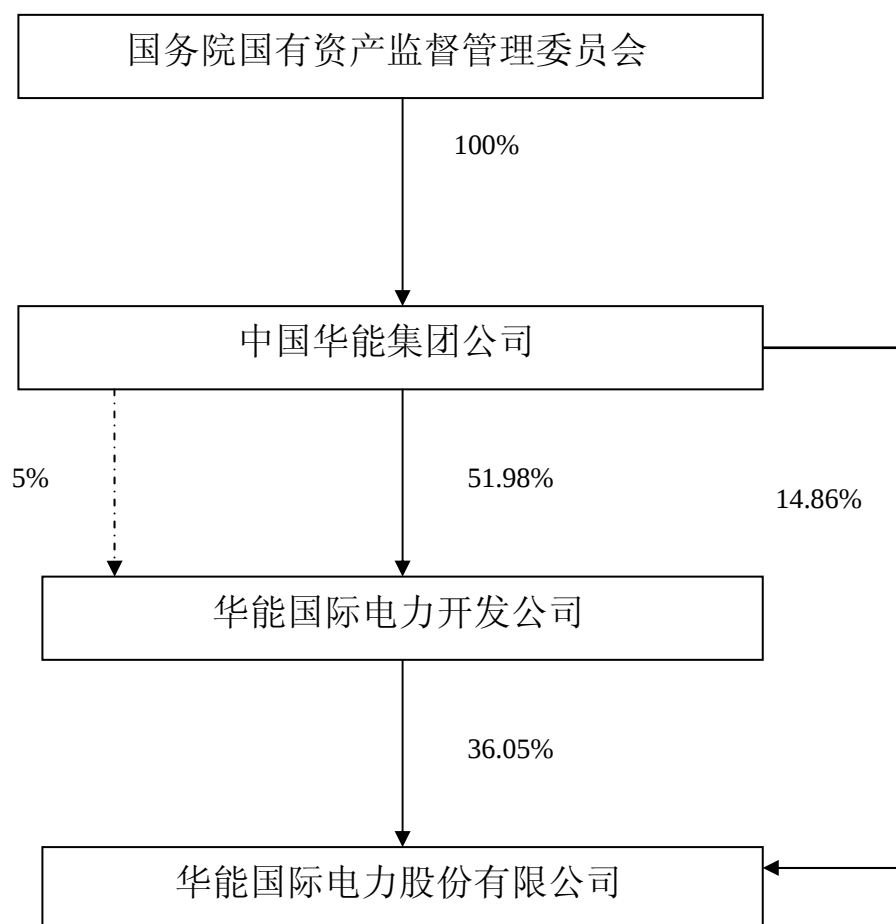
数据来源：华能开发定期报告，中诚信证评整理

中诚信证评认为，考虑到华能开发很强的综合实力，且其控股股东中国华能集团强大的实力背景，能够为“2008年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”本息偿付提供保障。

结 论

综上，中诚信证评维持“2007年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”和“2008年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级为AAA，维持发行主体华能国际主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

附一：华能国际电力股份有限公司股权结构图（截至 2010 年 12 月 31 日）



附二：华能国际电力股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	576,587.35	545,204.98	954,790.82
应收账款净额	712,824.44	969,127.25	1,027,259.34
存货净额	516,984.72	408,398.56	519,043.52
流动资产	2,001,817.84	2,199,482.55	2,879,458.00
长期投资	1,000,704.51	1,184,449.70	1,402,383.88
固定资产合计	11,642,448.66	14,117,055.93	15,599,848.57
总资产	16,458,766.02	19,399,712.69	22,395,274.78
短期债务	4,094,134.68	3,405,153.93	5,799,169.78
长期债务	6,887,911.10	8,506,686.95	7,901,605.26
总债务（短期债务+长期债务）	10,982,045.78	11,911,840.87	13,700,775.04
总负债	12,301,486.17	14,528,024.53	16,309,353.18
所有者权益（含少数股东权益）	4,157,279.84	4,871,688.15	6,085,921.60
营业总收入	6,782,513.71	7,974,233.09	10,430,770.19
三费前利润	84,245.22	1,261,557.50	1,134,160.89
投资收益	18,483.31	80,946.29	63,206.29
净利润	-421,321.86	539,314.40	368,032.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	727,827.29	1,962,320.95	1,513,035.55
经营活动产生现金净流量	518,589.36	1,598,943.51	1,806,672.48
投资活动产生现金净流量	-4,795,706.54	-2,561,118.09	-2,698,053.82
筹资活动产生现金净流量	4,125,529.12	876,373.41	1,306,332.37
现金及现金等价物净增加额	-174,563.97	-80,226.98	419,945.59
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	1.40	16.03	11.01
所有者权益收益率（%）	-10.13	11.07	6.05
EBITDA/营业总收入（%）	10.73	24.61	14.51
速动比率（X）	0.29	0.32	0.29
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.13	0.13
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.47	0.31
经营活动净现金/利息支出（X）	1.02	2.79	2.96
EBITDA 利息倍数（X）	1.44	3.42	2.48
总债务/EBITDA（X）	15.09	6.07	9.06
资产负债率（%）	74.74	74.89	72.82
总债务/总资本（%）	72.54	70.97	69.24
长期资本化比率（%）	62.36	63.59	56.49

附三：中国建设银行股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：百万元）	2008	2009	2010
贷款总额	3,793,943	4,819,773	5,669,128
贷款损失准备	-110,368	-126,826	-143,102
关注贷款	217,100	200,774	198,722
不良贷款（五级分类）	83,882	72,156	64,712
总资产	7,555,452	9,623,355	10,810,317
风险加权资产	4,196,493	5,197,545	6,015,329
存款总额	6,375,915	8,001,323	9,075,369
总负债	7,087,890	9,064,335	10,109,412
总资本	467,562	559,020	700,905
净利息收入	224,920	211,885	251,500
手续费及佣金净收入	38,446	48,059	66,132
汇兑净损益	2,642	-250	-611
证券交易净收入	1,977	924	1,659
投资净收益	-850	5,897	4,015
其他净收入	256	419	1,048
非利息净收入	42,471	55,049	72,243
净营业收入合计	267,391	266,934	323,743
业务及管理费用（含折旧）	-82,162	-87,900	-101,793
拨备前利润	154,853	161,858	199,345
贷款损失准备支出	-36,246	-24,256	-25,641
税前利润	119,741	138,725	175,156
归属于母公司所有者净利润	92,599	106,756	134,844
财务指标	2008	2009	2010
核心资本充足率	10.17	9.31	10.40
资本充足率	12.16	11.70	12.68
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	2.21	1.50	1.14
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	7.93	5.66	4.64
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	131.58	175.77	221.14
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	14.51	10.52	7.67
净利差	3.10	2.30	2.40
拨备前利润/平均总资产	2.19	1.88	1.95
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	20.81	20.80	21.41
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.31	1.24	1.32
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	15.88	20.62	22.31
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	42.09	39.36	31.47
总贷款/总存款	59.50	60.24	62.47

附四：中国银行股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：百万元）	2008	2009	2010
贷款总额	3,296,146	4,910,358	5,660,621
贷款损失准备	-106,494	-112,950	122,856
关注贷款	159,988	139,067	148,045
不良贷款（五级分类）	87,490	74,718	62,470
总资产	6,955,694	8,751,943	10,459,865
风险加权资产	3,966,943	5,163,848	5,887,170
存款总额	5,173,352	6,685,049	7,539,153
总负债	6,461,793	8,206,549	9,783,715
总资本	493,901	545,394	676,150
净利息收入	162,936	158,881	193,962
手续费及佣金净收入	39,947	46,013	54,483
汇兑净损益	-25,695	-1,938	-661
证券交易净收入	-529	-9,244	1,317
投资净收益	34,438	21,357	9,277
其他净收入	3,411	3,197	5,747
非利息净收入	51,572	59,385	70,163
净营业收入合计	214,508	218,266	264,125
业务及管理费用（含折旧）	-71,957	-81,076	-94,555
拨备前利润	102,945	126,003	157,727
贷款损失准备支出	-16,792	-15,445	-15,564
税前利润	86,251	111,097	142,145
归属于母公司所有者净利润	63,539	80,819	104,418
财务指标	2008	2009	2010
核心资本充足率	10.81	9.07	10.09
资本充足率	13.43	11.14	12.58
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	2.65	1.52	1.10
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	7.51	4.35	3.72
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	121.72	151.17	196.67
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	14.57	11.35	7.23
净息差	2.63	2.04	2.07
拨备前利润/平均总资产	1.59	1.60	1.64
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	13.39	15.55	18.87
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	0.98	1.03	1.14
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	24.04	27.21	29.93
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	52.01	42.27	34.16
总贷款/总存款	63.71	73.45	75.08

附五：华能国际电力开发公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	743,442.47	610,700.79	1,020,067.44
应收账款净额	818,505.63	1,029,735.22	1,107,877.95
存货净额	580,220.26	429,762.93	545,518.80
流动资产	2,434,033.31	2,364,487.19	3,102,283.18
长期投资	1,180,927.50	1,380,499.21	1,619,760.17
固定资产合计	13,703,421.63	15,417,539.95	16,815,329.42
总资产	19,168,869.21	21,095,908.78	24,094,365.56
短期债务	4,482,734.50	4,715,187.92	6,348,141.89
长期债务	8,188,043.07	9,265,697.23	8,385,596.71
总债务（短期债务+长期债务）	12,670,777.58	13,980,885.15	14,733,738.60
总负债	14,360,607.63	15,833,057.71	17,514,154.79
所有者权益（含少数股东权益）	4,808,261.57	5,262,851.06	6,580,210.77
营业总收入	7,432,685.64	8,407,254.30	10,938,432.80
三费前利润	118,613.54	1,297,752.60	1,168,928.18
投资收益	20,775.22	84,873.97	72,182.95
净利润	-459,975.94	514,121.43	355,620.83
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	909,445.25	2,101,960.17	1,026,374.37
经营活动产生现金净流量	630,739.55	1,701,404.15	1,864,368.35
投资活动产生现金净流量	-5,328,983.93	-2,509,077.54	-2,751,413.44
筹资活动产生现金净流量	4,551,734.33	666,775.54	1,301,777.11
现金及现金等价物净增加额	-169,486.20	-135,323.65	419,726.41
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	1.76	15.64	10.84
所有者权益收益率（%）	-9.57	9.77	5.40
EBITDA/营业总收入（%）	12.24	25.00	9.38
速动比率（X）	0.31	0.31	0.29
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.12	0.13
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.36	0.29
经营活动净现金/利息支出（X）	1.07	2.66	3.22
EBITDA 利息倍数（X）	1.54	3.29	1.77
总债务/EBITDA（X）	13.93	6.65	14.36
资产负债率（%）	74.92	75.05	72.69
总债务/总资本（%）	72.49	72.65	69.13
长期资本化比率（%）	63.00	63.78	56.03

附六：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

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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

净资产收益率=净利润/（（期初所有者权益+期末所有者权益）/2）

总资产报酬率=净利润/（（期初总资产+期末总资产）/2）

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）

附七：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

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。

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

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、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。