

华润电力投资有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：马 骁 xma@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 28 日

声 明

■ 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1842 号

华润电力投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 华润电力 MTN001”、“19 华润电力 MTN002”、“19 华润 02”、“20 华润 01”、“20 华润 Y1”、“20 华润 Y2”和“21 华润 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持华润电力投资有限公司（以下简称“华润电力”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 华润电力 MTN001”、“19 华润电力 MTN002”、“19 华润 02”、“20 华润 01”、“20 华润 Y1”、“20 华润 Y2”和“21 华润 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了跟踪期内装机规模优势进一步提升、上网电量及电价增加、财务杠杆处于行业较好水平和融资渠道畅通等方面的优势对公司信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到煤炭价格大幅上升、公司经营出现亏损、电力体制改革及“双碳政策”持续推进等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

华润电力（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,055.64	1,144.16	1,261.43	1,251.28
所有者权益合计（亿元）	465.48	550.47	508.70	505.76
总负债（亿元）	590.16	593.69	752.72	745.52
总债务（亿元）	343.69	336.72	398.34	376.10
营业总收入（亿元）	397.01	397.05	508.78	147.47
净利润（亿元）	31.55	42.22	-29.72	-3.29
EBIT（亿元）	56.91	67.91	-16.45	--
EBITDA（亿元）	93.97	109.89	27.46	--
经营活动净现金流（亿元）	92.00	75.84	-70.38	18.89
营业毛利率(%)	20.81	20.88	-0.48	2.06
总资产收益率(%)	5.58	6.17	-1.37	--
资产负债率(%)	55.91	51.89	59.67	59.58
总资本化比率(%)	42.47	37.95	43.92	42.65
总债务/EBITDA(X)	3.66	3.06	14.51	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.91	7.84	1.62	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：电力生产(C150100_2019_03)

华润电力投资有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	营业毛利率(%)*	13.74	6
	总资产收益率(%)*	3.46	5
财务政策与 偿债能力 (28%)	总资本化比率(%)	43.92	10
	经调整后的 CFO/总债务(%)*	5.73	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	5.12	8
	EBITDA/总债务(%)*	22.29	8
规模(24%)	总资产(亿元)	1,261.43	10
	营业总收入(亿元)	508.78	10
	可控机组上网电量	10	10
运营实力 (32%)	发电业务竞争力	10	10
	利用水平*	8	8
	资源控制力	7	7
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑了支持评级。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件和多元化等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **公司发电资产规模优势进一步提升，质量优良。**随着在建机组投产和参股机组投资增加，公司机组规模优势进一步加强。同时，公司发电资产中大容量和热电联产机组占比较高，能耗低，机组质量优良。

■ **上网电量、电价持续增加。**跟踪期内，旺盛的用电需求和煤电上网电价浮动限制放宽等因素推动上网电量、电价持续增长，电力业务收入呈上升态势。

■ **财务杠杆处于行业较好水平。**跟踪期内公司财务杠杆水平整体有所上升，但仍处于行业内较好水平。

■ **融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信 1,175.30 亿元，其中尚未使用的授信 856.40 亿元，备用流动性充足，为公司偿债能力提供较大支撑。另外，公司控股股东华润电力控股有限公司（以下简称“华润电力控股”，证券代码 HK.00836）是香港上市公司，资本市场融资渠道畅通。

关注

■ **煤炭价格大幅上升，公司经营出现亏损。**公司经营燃煤发电及煤炭贸易业务，煤炭价格波动对公司经营成本具有较大影响。跟踪期内煤价快速上涨且持续高位运行使得公司出现亏损。中诚信国际将持续关注煤价对公司业绩的影响。

■ **电力体制改革及“双碳”政策持续推进。**近年来，电力体制改革持续推进，公司市场化交易电量占比逐年提高。此外，“碳达峰、碳中和”政策的实施或对公司运营及在建火电机组盈利能力产生影响。

评级展望

中诚信国际认为，华润电力投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**收入及盈利持续大幅下降；债务及偿债压力快速提升等因素。

评级历史关键信息

华润电力投资有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	19 华润电力 MTN001 (AAA) 19 华润电力 MTN002 (AAA)	2021/06/28	李雪玮、杨思艺	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03	阅读全文	
AAA/稳定	19 华润电力 MTN002 (AAA)	2019/12/13	王雅方、李雪 玮、翁乐尧	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03(原 040100_2019_03)	阅读全文	
AAA/稳定	19 华润电力 MTN001 (AAA)	2019/11/04	王雅方、李雪玮	中诚信国际电力生产行业评级方法与模型 C150100_2019_03(原 040100_2019_03)	阅读全文	

同行业比较

2021 年（末）部分电力企业主要指标对比表							
公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	净利润 (亿元)
华能国际	11,869.5	4,573.36	4,900.68	74.72	2,046.05	-0.33	-126.73
华电国际	5,335.56	2,328.01	2,188.60	66.39	1,044.22	-6.16	-67.54
华润电力	2,155.38	1,016.42	1,261.43	59.67	508.78	-0.48	-29.72

注：“华能国际”为“华能国际电力股份有限公司”简称；“华电国际”为“华电国际电力股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 华润电力 MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	30.00	30.00	2019/12/17~2022/12/17 (3+N)	续期、利息递延、调整票面利率、赎回、偿付顺序
19 华润电力 MTN002	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2019/12/24~2022/12/24 (3+N)	续期、利息递延、调整票面利率、赎回、偿付顺序
19 华润 02	AAA	AAA	2021/06/28	18.00	18.00	2019/08/16~2022/08/16	--
20 华润 Y1	AAA	AAA	2021/06/28	25.00	25.00	2020/10/22~2022/10/22 (2+N)	续期、利息递延、调整票面利率、赎回、偿付顺序
20 华润 Y2	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2020/12/14~2022/12/14 (2+N)	续期、利息递延、调整票面利率、赎回、偿付顺序
20 华润 01	AAA	AAA	2021/06/28	20.00	20.00	2020/09/21~2023/09/21	--
21 华润 02	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2021/05/06~2026/05/06	--

注：“19 华润电力 MTN001”、“19 华润电力 MTN002”、“20 华润 Y1”及“20 华润 Y2”清偿时的偿付顺序列于公司普通债务之后。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，公司债券使用情况如下：

表 1：公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	发行金额	已用金额	资金用途	用途是否变更
19 华润 02	18.00	18.00	偿还银行借款、补充流动资金	否
20 华润 Y1	25.00	25.00	补充流动资金	否
20 华润 Y2	20.00	20.00	偿还银行借款	否
20 华润 01	20.00	20.00	偿还银行借款、补充流动资金	否
21 华润 02	10.00	10.00	偿还银行借款	否

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，

但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应当适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免

加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

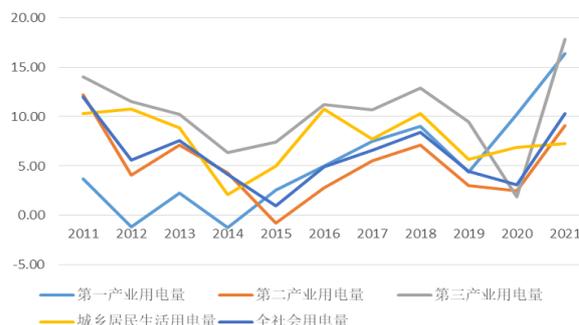
中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年出口替代及上年低基数等因素使得全国用电需求保持较好水平，但考虑到出口替代效应或将逐渐弱化以及目前我国“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等因素，预计未来我国经济及全社会用电量将面临一定下行压力

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。2021年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及2020年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比增长10.30%，保持较好水平，但随着国家经济下行压力的增加以及“碳达峰、碳中和”政策的实施，或将对全国用电需求的增长造成较大抑制。

图1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至2021年的67.52%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2021年在出口替代效应及2020年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量增速虽保持较好水平，但在新冠疫情不再发生重大变化和 international 形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能需求及供给终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临一定下行压力。

2021年火电装机保持低速增长，但利用效率有所回升；受宏观经济波动、燃煤电价高位运行、清洁能源替代等因素影响，未来国内火电机组整体运营情况仍面临下行压力；燃煤电价改革及煤炭保供政策的出台将对燃煤发电企业经营困难起到缓解作用

2021年来，国家相继发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030年前碳达峰行动方案》和《“十四五”能源体系规划》等文件，从顶层设计煤电发展规划，要求要稳住存量，推动现役煤电机组灵活性改造，并

发挥好煤炭、煤电在推动能源绿色低碳发展中的支撑作用，根据发展需要合理建设支撑性、调节性的先进煤电，大力推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，“十四五”期间节能改造规模不低于 3.5 亿千瓦，并在“十四五”期间有序淘汰（含到期退役机组）3,000 万千瓦，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

2021 年在国内经济运行稳步复苏、出口替代需求上升和上年低基数等因素综合影响下，我国全社会用电量及其增速同比大幅增长，加之来水偏枯等因素，当年全国 6,000 千瓦及以上火电厂发电设备平均利用小时数为 4,448 小时，同比增加 237 小时全口径煤电发电量 5.03 万亿千瓦时，同比增长 8.6%，占全口径总发电量的比重为 60.0%，同比降低 0.7 个百分点，煤电发电量占比继续保持下降趋势。同时，新能源机组目前仍保持较高增速，且 2021 年新增的 1.3 亿千瓦非火电机组运营效率将在 2022 年显现，加之“碳达峰、碳中和”政策的加持，总体来看火电机组利用效率未来将受到进一步挤压，其机组利用小时数整体或将呈下降态势。

煤炭价格方面，受环保相关政策影响导致大量弹性产能无法释放、国际煤炭等能源大宗商品价格持续上涨以及国内煤电需求快速拉升等因素影响，2021 年以来电煤价格持续攀升，屡创历史新高。为应对煤价上涨，相关部门出台了一系列煤炭保供政策，包括推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能、积极协调煤源、保障煤炭快速外运及将煤炭中长期合同履约纳入监管等，随着保供政策逐步落地，煤炭产量增加且价格有所回稳。此外，根据国家发改委于 2022 年 2 月 24 日发布的《国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格[2022]303 号），当煤炭价格显著上涨或者有可能显著上涨，以及过度下跌时，其将按相关规定和程序及时启动价格干预以及其他适当措施，引导煤炭价格回归合理区间，还鼓励燃煤发电企业在电力中长期交易中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传

导，此政策自 2022 年 5 月 1 日起执行，且进口煤价格不适用此规定。**值的关注的是**，以秦皇岛港下水煤价格区间来看，此次区间价格已较之前 535 元/吨的标准有较大幅度提升，但相较目前高企的煤炭价格，仍一定程度缓解了燃煤发电企业困难。**中诚信国际认为**，国家对煤炭中长期履约记录的严厉监管或将有助于全国煤炭供应量的提升和促进煤炭价格回归合理区间，后续合同履行情况以及煤炭整体供需形势对煤电企业的影响仍有待持续关注。

上网电价方面，由于火电企业参与市场化程度较深，近年来其电价水平随着市场化让利逐渐回归理性而整体有所提升。2021 年以来，煤炭价格大幅上升加之经营压力不能及时向下游传导，导致火电企业发电意愿不强，亏损面明显扩大，加之清洁能源出力不足，由此引起了一系列的拉闸限电现象，为此，国家发展改革委于 2021 年 10 月 11 日发布了《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号）（以下简称“1439 号通知”），决定将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，电力现货价格不受上述幅度限制。值得关注的是，虽然 2021 年大部分地区的燃煤发电交易电价已实现上浮，但目前个别地区仍未明确 2022 年的电价上浮政策，后续仍有待关注政策落地情况对燃煤发电企业的影响。

跟踪期内，公司合并范围、治理结构及管理制度保持稳定

截至 2022 年 3 月末，公司控股股东为华润电力控股，持股比例 100%；实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。同期末，公司合并范围未发生重大变化，拥有全资子公司 50 家，控股子公司 31 家，参股公司 37 家。

跟踪期内，公司治理结构及管理制度较上年未发生重大变化。

跟踪期内，新增投运和参股机组使得公司机组规模优势进一步提升；旺盛的用电需求和煤电上网电价浮动限制放宽等因素推动上网电量、电价持续增长

跟踪期内，随着全资子公司华润电力(泰州)有限公司的燃气机组(8.08万千瓦)投运、参股的锦州2号机组(66万千瓦，持股50%)投运、新增参股甘肃电投常乐发电公司(200万千瓦，持股34%)等事项完成，公司控股装机容量和权益装机容量均持续提升，机组规模优势明显。公司控股装机全部为火电机组，60万千瓦以上机组和热电联产机组占比较高，机组质量优质，供电煤耗水平低于全国平均水平。

2021年，得益于经济增速回升、社会用电需求旺盛，加之上年同期疫情低基数的影响，公司机组利用水平同比有所增长且仍高于全国平均水平，带动当期发电量及上网电量均同比增长。上网电价方面，煤炭供应趋紧及用电需求快速增长等因素导致电力市场供需紧张，受国家发改委“1439号通知”中煤电原则上全部进入电力市场以及煤电上网电价浮动限制有所放宽影响，2021年公司机组市场化交易占比持续提升且平均上网电价有所回升，2022年一季度，发电量及上网电量较上年同期保持增长，且上网电价持续呈快速上涨趋势。

表 2：近年来公司机组运营情况 (%)

指标	2019	2020	2021	2022.3
权益装机容量(万千瓦)	1,892.02	2,079.02	2,187.20	2,187.20
控股装机容量(万千瓦)	1,977.30	2,147.30	2,155.38	2,155.38
其中：热电联产占比	36.80	36.43	37.06	37.06
60万千瓦以上占比	60.40	60.54	60.16	60.16
发电量(亿千瓦时)	849.41	897.74	966.92	252.15
上网电量(亿千瓦时)	798.50	844.15	907.45	236.33
设备利用小时数(小时)	4,722	4,329	4,502	1,170
平均上网电价(元/千瓦时，含税)	0.3884	0.3773	0.4038	0.4672
综合供电煤耗(克/千)	294.61	293.35	293.60	278.02

瓦时)				
市场化交易电量(亿千瓦时)	499.00	620.00	756.84	--

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司供热机组装机容量占总装机容量的90.34%。公司热力销售以工业用热为主。跟踪期内，公司持续开拓供热市场并进行供热管网建设，售热量保持上升态势。同期，受煤炭价格上涨影响，公司部分供热区域上调热价，但售热价格整体受政府管制，盈利能力有限。

表 3：公司售热业务情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
售热量(万吉焦)	6,307.71	7,240.16	7,601.16	3,952.61
售热价格(元/吉焦)	41.01	40.19	44.04	43.59

资料来源：公司提供

2021年以来煤价迅速上升且保持高位运行对公司机组盈利能力影响较大；公司煤炭销售主要为关联方贸易往来，2021年受关联方需求影响煤炭销量大幅增长

公司煤炭贸易业务除在江苏与浙江地区设立燃料公司负责煤炭购销外，其余大区设立燃料采购部，负责相应区域的煤炭购销。为控制煤炭采购价格、发挥燃料采购规模优势，由公司对华润电力控股下属的其他子公司进行煤炭统购统销，且由于公司煤炭销售下游客户主要为同一控制下的关联方公司，因此煤炭销售定价为“成本+服务费”模式。

跟踪期内，由于煤价迅速上升且保持高位运行，公司标煤采购单价及单位售电燃料成本大幅增长，对公司煤电机组盈利能力造成较大影响。

2021年，公司煤炭销售量受关联方需求影响同比大幅增长，平均销售价格小幅提升。2022年以来，公司煤炭销售价格随行情持续走高。

表 4：公司电煤采购情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
电煤采购量(万吨)	4,796.02	4,905.15	5,644.56	1,383.06
标煤采购单价(元/吨)	684.61	639.22	1,042.88	1,088.34
单位售电燃料成本(元/千瓦时)	0.2251	0.2108	0.3326	0.3933

资料来源：公司提供

表 5: 公司煤炭销售情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
煤炭销售量 (万吨)	1,362	1,107	1,531	336
煤炭销售价格 (元/吨)	466.51	479.45	740.55	780.23

注: 2019 年煤炭销售量及煤炭销售价格数据因统计口径变化较前期评级报告有所调整。

资料来源: 公司提供

公司在建火电、煤矿项目稳步推进, 中诚信国际将持续关注在建项目投产进度以及投产后盈利情况

截至 2022 年 3 月末, 公司在建项目主要为煤

电、气电项目, 装机规模为 364.42 万千瓦, 此外, 公司还有在建煤矿项目, 煤炭年产能 800 万吨。同期末, 公司在建工程预算总投资 233.32 亿元, 尚需投资额 117.63 亿元。整体来看, 公司在建项目面临一定的资本支出压力, 但未来随着在建项目陆续投产, 公司发电及煤炭供给保障能力将进一步提升。中诚信国际将对此保持关注。此外, “碳达峰”、“碳中和”的推进以及燃料价格持续高位或将对在建项目的利用效率及收益率形成影响。

表 6: 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况 (万千瓦、亿元)

项目名称	类型	装机规模	预算投资额	已投资	2022 年投资额	持股比例	预计投运时间
湖北仙桃项目	煤电	132.00	46.19	31.21	6.95	100.00%	2022 年 9 月
河南郑州航空港项目	气电	8.22	6.75	3.67	2.16	60.00%	2022 年 9 月
广东珠海项目	气电	10.20	6.90	5.05	0.95	100.00%	2022 年 12 月
广州珠江热电联产项目	气电	12.00	8.97	0.99	1.59	70.00%	2024 年 9 月
云浮超临界燃煤发电项目	煤电	132.00	54.39	16.05	22.56	80.00%	2023 年 7 月
内蒙古五间房	煤矿	年产 800 万吨	77.95	56.87	8.47	100.00%	2023 年 11 月
沈阳发电项目	煤电	70.00	32.17	1.85	2.28	100.00%	2024 年 1 月
合计	—	364.42	233.32	115.69	44.97	—	—

注: 由于四舍五入影响, 部分分项之和不等于合计数。

资料来源: 公司提供

财务分析

以下分析基于经普华永道中天会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2019 年财务报告、经德勤华永会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年财务报告¹以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均为合并口径, 财务数据均使用财务报告期末数。为计算有息债务, 中诚信国际将“租赁负债”调整至长期债务。

跟踪期内, 虽然营业总收入同比大幅提升, 但高企的电煤价格使得公司持续亏损

跟踪期内, 公司电力、煤炭及热力销售业务均呈量价齐升态势, 其中 2021 年公司销售煤炭收入同比增长 113.70%, 使得当期营业总收入同比增幅

显著。营业毛利率方面, 2021 年, 受煤价快速升高且保持高位运行影响, 公司电力及热力板块均出现亏损, 使得当期营业毛利率由正转负。2022 年 1~3 月, 得益于上网电价大幅增长, 公司电力业务毛利率及营业毛利率由负转正。

表 7: 近年来公司主要板块收入及毛利率构成 (亿元)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
销售电力	276.91	284.00	326.12	97.73
销售煤炭	63.54	53.05	113.37	26.25
销售热力	30.32	32.58	37.85	19.75
其他	26.24	27.42	31.44	3.74
营业总收入	397.01	397.05	508.78	147.47
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
销售电力	19.90%	21.50%	-4.68%	4.12%
销售煤炭	1.27%	1.72%	2.57%	0.59%
销售热力	13.63%	10.51%	-10.53%	-16.84%
营业毛利率	20.81%	20.88%	-0.48%	2.06%

注: 销售热力收入包括供热入网费收入; 其他包括综合能源服务、副产品销售、原材料销售、管理服务费和出售发电指标等业务收入。

资料来源: 公司提供

¹ 因普华永道中天会计师事务所 (特殊普通合伙) 服务年期已达到规定年限, 故 2020 年更换德勤华永会计师事务所 (特殊普通合伙) 为公司

提供审计服务。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，受2020年公司计提3.48亿元离退休人员社会化费用²的高基数影响，2021年公司管理费用及期间费用合计均有所下降，叠加收入规模快速增长，公司期间费用率持续优化。

公司利润主要来源于经营性业务利润和投资收益。2021年以来，高位运行的煤价使得公司经营性业务利润大幅亏损，其亦使得公司参股的火电企业出现亏损，带动投资收益同比下降。2021年利润总额和净利润均为负，使得EBIT、EBITDA以及总资产收益率等指标同方向变动。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	35.62	40.44	34.45	7.53
期间费用率(%)	8.97	10.19	6.77	5.11
经营性业务利润	44.20	40.53	-37.93	-4.86
投资收益	8.27	16.17	8.08	2.00
利润总额	44.16	54.89	-29.73	-2.82
净利润	31.55	42.22	-29.72	-3.29
EBIT	56.91	67.91	-16.45	--
EBITDA	93.97	109.89	27.46	--
总资产收益率(%)	5.58	6.17	-1.37	--

注：资产减值损失合计中含信用减值损失；由于缺乏相关数据，2022年一季度部分数据无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产规模和债务规模均有所增长，由于持续亏损，所有者权益规模持续下降，财务杠杆整体呈上升态势，但仍处于较好区间

跟踪期内，折旧的计提使得固定资产呈下降态势，但在建项目的持续投入推动在建工程规模持续增长。此外，公司作为控股股东华润电力控股的资金管理平台，将拆借给新能源关联方的资金计入长期应收款、一年内到期的非流动资产和其他应收款中，拆借款整体规模随着风电抢装潮过后关联方资金需求有所减少，2021年其规模有所下降。受债务规模提升影响，2021年末公司货币资金规模较上年末有所增长；公司应收账款主要为应收电费款，回收风险不大，其规模随上网电量的增长而有所提升；

此外，随着煤炭价格的高位运行及电煤储备的增加，2021年末公司存货规模亦同比增加。以上因素共同使得2021年末公司流动资产及总资产规模同比增长。2022年以来，存货和货币资金规模有所回落，加之折旧规模继续扩大，2022年3月末总资产规模较上年末小幅下降。

2021年，随着在建项目资本支出的持续投入，公司以及煤炭采购费用的增长，公司债务规模有所提升，新增债务以长期债务为主，公司债务结构得到优化。2021年以来，由于持续亏损，2021年末及2022年3月末公司未分配利润、少数股东权益及所有者权益合计均持续下降。跟踪期内公司财务杠杆水平整体呈增长态势，但仍处于行业内较好水平³。

表 9：近年来公司资产负债表主要情况（亿元、%）

指标	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	32.91	24.14	40.68	26.89
应收账款	31.96	44.99	60.04	64.77
存货	18.95	16.63	37.53	22.76
其他应收款	371.66	383.14	385.77	395.20
一年内到期的非流动资产	15.00	19.01	52.84	52.90
流动资产	486.33	509.63	604.53	598.05
固定资产	399.82	425.62	394.01	383.67
在建工程	74.17	33.23	95.82	104.23
长期应收款	9.05	86.66	41.86	41.86
无形资产	19.47	18.54	53.74	53.50
非流动资产	569.30	634.53	656.90	653.24
总资产	1,055.64	1,144.16	1,261.43	1,251.28
短期债务	118.57	139.51	134.56	104.27
长期债务	225.12	197.21	263.78	271.84
短期债务/长期债务(X)	0.53	0.71	0.51	0.38
总债务	343.69	336.72	398.34	376.10
未分配利润	158.72	191.80	158.80	156.14
少数股东权益	38.81	42.39	32.58	32.30
其他权益工具（永续债）	50.00	94.89	94.89	94.89
所有者权益合计	465.48	550.47	508.70	505.76
资产负债率	55.91	51.89	59.67	59.58
总资本化比率	42.47	37.95	43.92	42.65

注：2019年末其他应收款含应收股利和应收利息。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，煤价高企亦使得经营活动净现金流呈大幅

³若将永续债计入总债务，则2019年~2021年及2022年3月末总资本化比率分别为48.65%、48.65%、54.38%及53.41%。

²2020年，根据国务院国资委及华润（集团）有限公司（简称“华润集团”）关于计提离退休人员社会化费用的安排，公司计提了3.48亿元相关费用并计入管理费用。

流出态势，相关偿债指标均有所弱化

2021年，营业总收入的提升虽然带动公司经营现金流入规模大幅增加，但高位运行的电煤价格使得公司当期经营活动现金流呈净流出态势。同期，由于风电抢装潮过后关联方资金需求有所减少，叠加煤价持续上涨致使现金流盈余减少，公司收回向关联方发放的委托贷款，带动投资活动现金流流出额大幅收窄。同时，作为股东的资金管理平台，公司资金上收下拨净额大幅增加，导致当期筹资活动净现金流同比增长133.29%。

偿债指标方面，2021年公司经营活动净现金流及相关指标为负。同时，利润亏损使得EBITDA较上年大幅下降，EBITDA相关偿债指标弱化，但仍能够覆盖利息支出。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	92.00	75.84	-70.38	18.89
投资活动净现金流	-104.84	-121.51	-0.05	-26.69
筹资活动净现金流	5.25	37.76	87.58	-5.71
经营活动净现金流/总债务	0.27	0.23	-0.18	0.20*
经调整的经营净现金流/总债务(%)	22.15	17.67	-22.62	16.04*
经营活动净现金流/利息支出	5.78	5.41	-4.16	--
EBITDA 利息保障倍数	5.91	7.84	1.62	--
总债务/EBITDA	3.66	3.06	14.51	--

注：由于缺乏部分数据，2022年一季度部分指标无法计算；带“*”号指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对公司偿债能力提供很大支持，受限资产和未决诉讼规模均很小，对公司影响不大

截至2022年3月末，公司共获得银行授信1,175.30亿元，其中尚未使用的授信856.40亿元，备用流动性充沛。另外，公司的控股股东华润电力控股作为香港上市公司拥有畅通的权益融资渠道。

截至2021年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计0.09亿元，主要为土地复垦

保证金及房屋维修基金款，受限资产规模很小，对公司资产流动性影响不大。

截至2022年3月末，公司无重大对外担保。同期末，公司未决诉讼案件共6件，涉及标的金额合计4.67亿元，涉案金额相对较小，对公司整体业务运营影响不大。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2022年5月9日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为华润电力控股在中国境内的发电业务平台和资金管理平台，地位重要

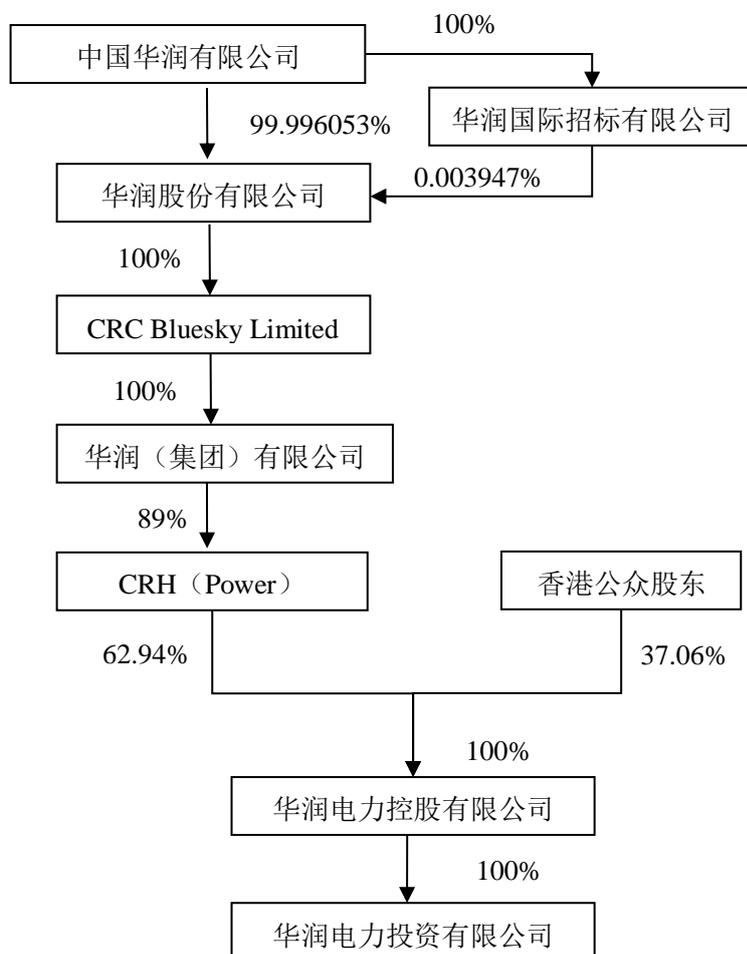
华润集团主营业务包括零售、电力、啤酒、地产、食品、医药、纺织、化工、水泥、微电子、燃气、压缩机等，在香港拥有六家上市公司，实力雄厚。华润电力控股是华润集团旗下唯一从事电力业务的专业公司，并于2003年在香港联交所上市，电力运营水平高，直接及间接融资能力强。

公司作为华润电力控股在中国境内的发电业务平台，集中了其火电资产。2021年公司营业收入、总资产分别占华润电力控股的63.90%和53.69%，同时公司也是华润电力控股的资金管理平台，战略地位重要。

评级结论

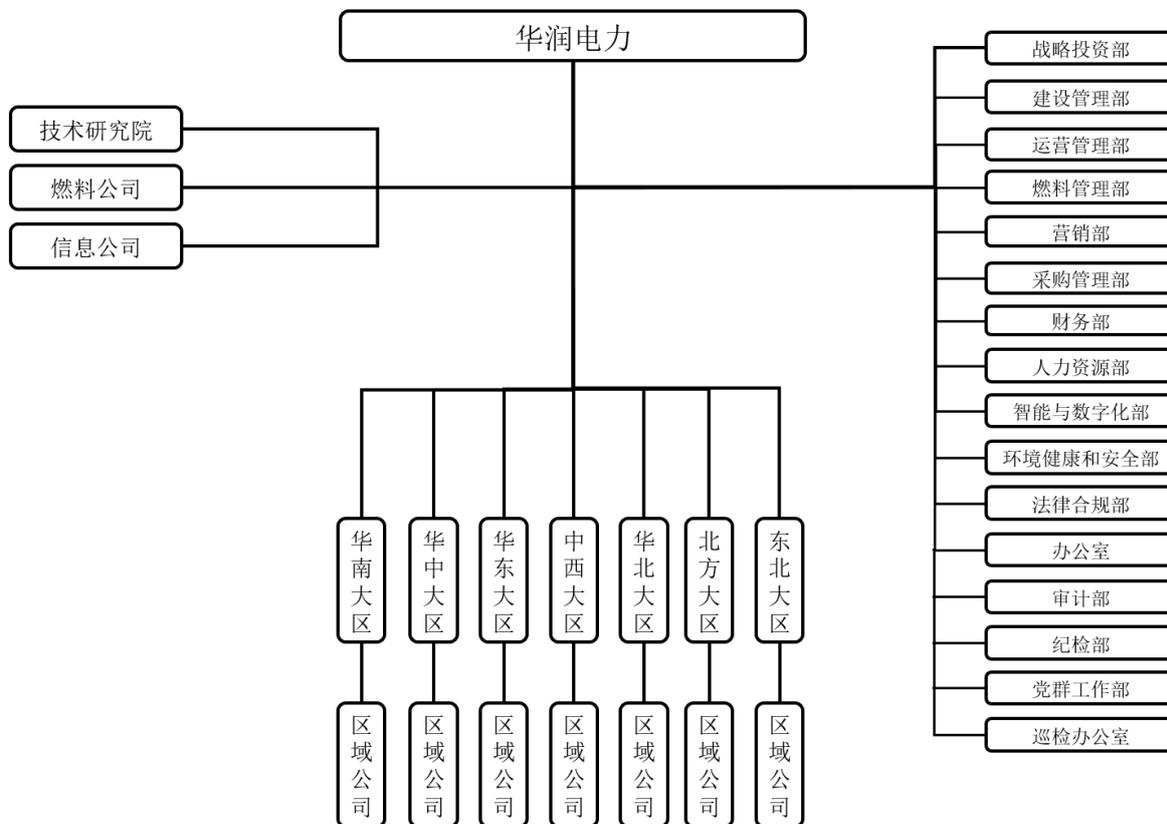
综上所述，中诚信国际维持华润电力投资有限公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“19 华润电力 MTN001”、“19 华润电力 MTN002”、“19 华润 02”、“20 华润 01”、“20 华润 Y1”、“20 华润 Y2”和“21 华润 02”的债项信用等级为AAA。

附一：华润电力投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要子公司	业务性质	持股比例
华润电力（唐山曹妃甸）有限公司	电厂运营	51.00%
华润电力（深圳）有限公司	电厂运营	100.00%
华润电力（锡林郭勒）有限公司	电厂运营	70.00%
华润电力湖北有限公司	电厂运营	100.00%
华润电力登封有限公司	电厂运营	75.00%
广州华润热电有限公司	电厂运营	100.00%
华润电力（常熟）有限公司	电厂运营	100.00%
华润电力湖南有限公司	电厂运营	100.00%
华润电力（沧州运东）有限公司	电厂运营	90.00%
华润电力（仙桃）有限公司	电厂运营	100.00%

资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

附二：华润电力投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	329,077.06	241,351.30	406,830.31	268,917.13
应收账款净额	319,567.26	449,941.26	600,364.68	647,716.21
其他应收款	3,716,551.91	3,831,429.87	3,857,693.21	3,951,979.08
存货净额	189,451.34	166,313.14	375,301.53	227,619.82
长期投资	510,136.85	538,920.75	486,565.16	484,511.63
固定资产	3,998,232.65	4,256,209.58	3,940,136.92	3,836,652.85
在建工程	741,698.17	332,280.43	958,198.04	1,042,312.39
无形资产	194,716.66	185,394.63	537,351.96	535,019.04
总资产	10,556,360.94	11,441,571.89	12,614,256.95	12,512,835.87
其他应付款	1,836,514.25	1,886,984.97	2,559,927.98	2,626,656.32
短期债务	1,185,709.55	1,395,097.68	1,345,587.89	1,042,673.02
长期债务	2,251,159.78	1,972,105.01	2,637,778.09	2,718,376.66
总债务	3,436,869.33	3,367,202.69	3,983,365.97	3,761,049.68
净债务	3,107,792.27	3,125,851.39	3,576,535.66	3,492,132.54
总负债	5,901,595.88	5,936,914.60	7,527,248.54	7,455,203.80
费用化利息支出	127,498.30	130,269.46	132,753.02	--
资本化利息支出	31,530.85	9,927.23	36,633.38	--
所有者权益合计	4,654,765.06	5,504,657.29	5,087,008.41	5,057,632.08
营业总收入	3,970,133.37	3,970,516.96	5,087,825.04	1,474,707.14
经营性业务利润	441,963.61	405,297.20	-379,293.27	-48,646.29
投资收益	82,729.85	161,729.36	80,847.67	19,999.03
净利润	315,484.61	422,176.73	-297,185.97	-32,876.33
EBIT	569,103.66	679,122.70	-164,523.43	--
EBITDA	939,718.14	1,098,946.08	274,602.20	--
经营活动产生现金净流量	919,974.30	758,351.38	-703,841.49	188,930.28
投资活动产生现金净流量	-1,048,439.22	-1,215,124.20	-497.37	-266,851.03
筹资活动产生现金净流量	52,475.57	377,552.11	875,809.83	-57,100.98
资本支出	385,569.73	340,624.95	455,146.33	186,428.62
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	20.81	20.88	-0.48	2.06
期间费用率(%)	8.97	10.19	6.77	5.11
EBITDA 利润率(%)	23.67	27.68	5.40	--
总资产收益率(%)	5.58	6.17	-1.37	--
净资产收益率(%)	7.52	8.31	-5.61	-2.59*
流动比率(X)	1.37	1.33	1.33	1.36
速动比率(X)	1.32	1.29	1.25	1.31
存货周转率(X)	16.68	17.66	18.88	19.16*
应收账款周转率(X)	11.94	10.32	9.69	9.45*
资产负债率(%)	55.91	51.89	59.67	59.58
总资本化比率(%)	42.47	37.95	43.92	42.65
短期债务/总债务(%)	34.50	41.43	33.78	27.72
经营活动净现金流/总债务(X)	0.27	0.23	-0.18	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.78	0.54	-0.52	0.72*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.78	5.41	-4.16	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	22.15	17.67	-22.62	16.04*
总债务/EBITDA(X)	3.66	3.06	14.51	--
EBITDA/短期债务(X)	0.79	0.79	0.20	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.91	7.84	1.62	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.58	4.84	-0.97	--

注：由于缺乏相关数据，2022年1~3月部分财务指标无法计算；为计算有息债务，中诚信国际将“租赁负债”调整至长期债务；带“*”号指标经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。