



华润电力投资有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 2096 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	华润电力投资有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 华润 01”、“21 华润 02”、“22 华润 Y1”、“22 华润 Y2”、“22 华润 Y3”和“22 华润 Y4”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于华润电力投资有限公司（以下简称“华润电力”或“公司”）发电资产优质且规模优势持续提升、上网电量及收入规模持续增长、在建项目投产后有望推动公司运营实力及盈利空间提升、控股股东华润电力控股有限公司（以下简称“华润电力控股”，00836.HK）实力雄厚和融资渠道畅通等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到“双碳”等政策持续推进以及燃料价格维持高位运行等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 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。	
正 面		
■ 公司发电资产质量优质、规模优势持续提升且所处区域经济发展水平整体较好，用电需求旺盛 ■ 公司上网电量规模很大且呈增长态势，2022年以来上网电价持续上升，推动收入规模持续增长 ■ 在建电力及煤矿项目规模较大，运营实力及盈利空间有望得到提升 ■ 股东实力雄厚，公司可使用银行授信充足，融资渠道畅通		
关 注		
■ “碳达峰”、“碳中和”等政策的持续推进或将对公司在运及在建火电机组出力形成影响 ■ 2022年以来燃料价格持续高位运行，导致公司机组盈利能力继续承压		

项目负责人：王琳博 lbwang@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

财务概况

华润电力（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	1,189.69	1,261.49	1,154.94
所有者权益合计（亿元）	548.42	508.84	474.62
负债合计（亿元）	641.27	752.65	680.32
总债务（亿元）	439.08	494.23	488.27
营业总收入（亿元）	397.08	508.90	594.91
净利润（亿元）	42.22	-29.78	-11.09
EBIT（亿元）	69.13	-17.49	2.19
EBITDA（亿元）	111.13	26.45	47.62
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	75.73	-70.40	74.08
营业毛利率（%）	20.88	-0.49	4.24
总资产收益率（%）	5.81	-1.43	0.18
EBIT 利润率（%）	17.41	-3.44	0.37
资产负债率（%）	53.90	59.66	58.91
总资本化比率（%）	49.19	54.42	56.26
总债务/EBITDA（X）	3.95	18.69	10.25
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.94	1.28	2.39
FFO/总债务（%）	15.28	0.24	5.49

注：1、中诚信国际基于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 2020~2022 年合并口径审计报告整理。其中，2020、2021 年财务数据为分别采用了 2021 年、2022 年财务报表期初数，2022 年财务数据为财务报表期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、长期应付款和其他权益工具中的带息债务以及预计负债中的资产弃置义务。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	控股装机容量 （万千瓦）	上网电量 （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）
华电国际	5,475.42	2,070.45	2,232.62	68.45	1,070.59	0.43	-6.38
国投电力	3,776.42	1,525.18	2,582.54	63.75	504.89	32.04	76.80
中广核电力	2,266.60	1,639.24	4,090.16	61.39	828.22	33.25	152.43
华润电力	2,297.58	955.82	1,154.94	58.91	594.91	4.24	-11.09

中诚信国际认为，华润电力与可比企业在控股装机容量和上网电量方面均具有显著规模优势，以火电为主的电源结构和高企的燃料价格导致跟踪期内公司的盈利表现偏弱，在煤炭贸易业务的补充下公司营业总收入虽低于其他可比企业但高于国投电力，且更为稳健的投资规模使得华润电力的财务杠杆在可比企业中处于较低水平。

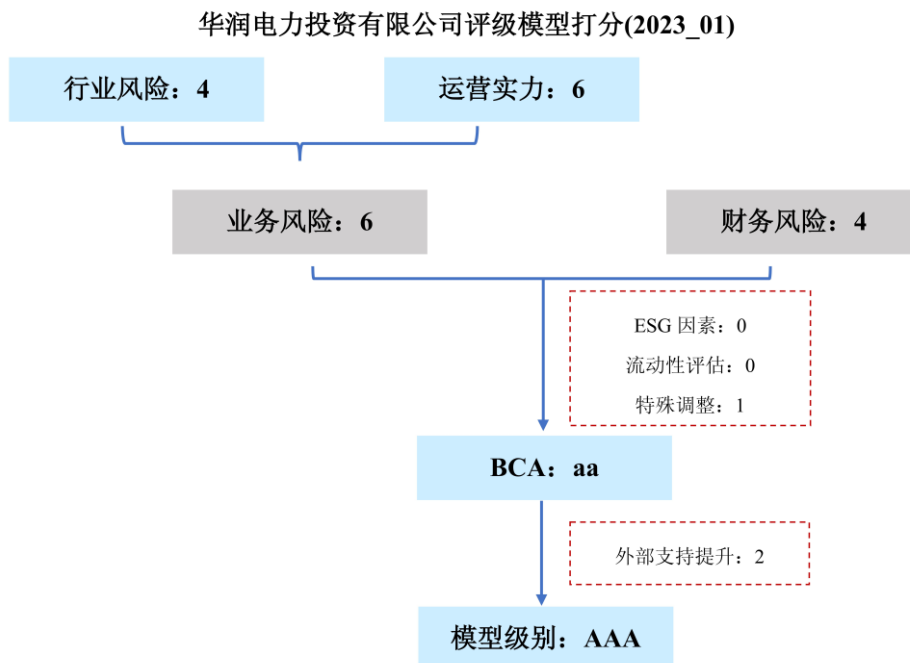
注：“华电国际”为“华电国际电力股份有限公司”简称；“国投电力”为“国投电力控股股份有限公司”简称；“中广核电力”为“中国广核电力股份有限公司”简称；其中，中广核电力装机容量及上网电量系核电机组装机容量及上网电量。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时 间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
20 华润 01	AAA	AAA	2022/06/28	20.00	20.00	2020/09/21~2023/09/21	--
21 华润 02	AAA	AAA	2022/06/28	10.00	10.00	2021/05/06~2026/05/06	--
22 华润 Y1	AAA	AAA	2022/08/22	27.00	27.00	2022/09/01~2025/09/01 (3+N)	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
22 华润 Y2	AAA	AAA	2022/09/20	30.00	30.00	2022/09/26~2025/09/26 (3+N)	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
22 华润 Y3	AAA	AAA	2022/12/05	20.00	20.00	2022/12/12~2024/12/12 (2+N)	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
22 华润 Y4	AAA	AAA	2022/12/05	18.00	18.00	2022/12/12~2025/12/12 (3+N)	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回

注：“22 华润 Y1”、“22 华润 Y2”、“22 华润 Y3”和“22 华润 Y4”清偿时的偿付顺序列于公司普通债务之后。

● 评级模型



● 方法论

中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000_2022_04

■ 业务风险:

华润电力所属电力行业为国民经济基础行业，稳定性强，电力行业风险评估为较低；华润电力控股装机规模优势突出，其中大容量和热电联产机组占比较高，机组质量优质，且机组所在区域经济实力较好，电力业务竞争力很强，上网电量及营业总收入很大，同时在建电力项目规模较大，未来煤矿项目投产将进一步提升公司机组燃料供应保障能力，业务风险评估为很低。

■ 财务风险:

2022 年以来，华润电力相关利润指标在上网电价提升的带动下已有所修复，加之较大的分红规模因素，其资产及权益规模均有所减少，但由于其债务规模亦同时压降，且凭借其良好的内部流动性、畅通的外部融资渠道及很强的外部融资能力仍能实现到期债务接续，财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，较强的公用事业属性对华润电力个体基础信用等级有提升，华润电力具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

公司的间接控股股东华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）主营业务多元化，综合实力雄厚。公司控股股东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，公司作为华润电力控股在中国境内的发电业务平台，集中了其主要的火电资产，战略地位重要，可在投资、经营和管理等方面获得股东的有力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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 2023 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
20 华润 01	20.00	20.00	偿还公司债务和补充营运资金	否
21 华润 02	10.00	10.00	偿还公司债务和补充营运资金	否
22 华润 Y1	27.00	27.00	偿还公司有息债务和补充流动资金	否
22 华润 Y2	30.00	30.00	偿还公司有息债务	否
22 华润 Y3	20.00	20.00	偿还公司有息债务	否
22 华润 Y4	18.00	18.00	偿还公司有息债务	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

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年全国电力供需矛盾凸显，限电频发使得火电投资提速，但非化石能源比重在政策扶持下仍将延续提升态势，电力体制改革亦将持续深化。未来我国用电增速或有提升，但在经济下行压力下整体仍将维持较低水平。行业内企业凭借较好的经营获现能力整体保持了可控的财务风险，但各类电源企业财务状况有所分化。

2022 年以来，我国全社会用电量增速放缓，考虑到稳增长政策效果的逐步显现、全球变暖引起的极端天气频繁出现和 2022 年低基数等因素，未来短期内我国用电量增速或将有所提升；但中长期来看，国内外经济较大的下行压力等因素或将影响我国用电量增速继续保持较低水平。同期我国部分区域电力供需偏紧，火电托底作用凸显，其投资加速回暖；国内非化石能源装机继续保持高速增长。但在水电供给不确定性、风光出力波动、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素制约下，同时叠加需求回暖和煤价高位运行，预计未来一段时间我国电力供需矛盾仍将存在。

从机组运营来看，2022 年以来受需求低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时同比有所降低；未来全国发电设备利用效率的增长仍面临较多不确定性，不同电源类型机组利用效率仍将延续分化态势。2022 年燃煤电价改革政策的落地实施使得火电企业电价涨幅普遍增至上限以缓解其经营困难，并带动市场交易电量规模大幅增加，亦推动了其他电源品种电价的市场化进程。同时，国家目前仍面临较大的新能源补贴压力，后续缓解仍有待相关政策的落地实施以及碳排放和绿证等交易市场的成熟。

2022 年以来电力生产企业债务规模在加速推进清洁能源项目的建设及并购的影响下虽有所上升，但依托于良好的资源获取、融资及获现能力，预计 2023 年财务风险整体可控；但不同电源企业财务状况仍有所分化，其中火电企业盈利虽有所修复，但仍需持续关注未来燃料价格走势及政策变化情况；风电及太阳能发电企业在政策扶持下盈利及偿债指标整体持续优化，未来仍具较大提升空间。

详见《中国电力生产行业展望, 2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/8467?type=1>

中诚信国际认为，华润电力保持了显著的装机规模优势，机组质量优质且分布于用电需求旺盛区域，上网电量处于很高水平，且随着燃煤电价改革不断深化及用电需求上升，上网电价持续提升，加之在建煤炭项目的顺利推进，业务运营实力很强，但跟踪期内燃料价格仍保持高位运行，公司机组盈利能力承压。

跟踪期内公司电力装机规模持续提升，保持了显著规模优势，机组质量优质，且所在区域经济发展水平整体较高，用电需求旺盛，电力业务竞争力很强。

公司是华润电力控股重要境内火电发电平台，且多以高参数、大容量、效率高、煤耗低、运行稳定、环保性能优越的高质量火电机组为主，热电联产机组占比较高¹。跟踪期内随着在建项目的陆续投产，公司截至 2023 年 3 月末控股装机容量增至 2,297.58 万千瓦，规模优势进一步提升。

¹ 截至 2023 年 3 月末，公司控股热电联产装机容量为 734.38 万千瓦，占当期末控股装机容量 31.96%。

表 2：近年来公司在运营发电机组情况（万千瓦）

指标	2020	2021	2022	2023.3
权益装机容量	2,079.02	2,187.20	2,417.20	2,417.20
控股装机容量	2,147.30	2,155.38	2,297.58	2,297.58
其中：60 万千瓦以上占比(%)	60.54	60.16	62.20	62.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域布局方面，公司下属控股电厂分布广泛，相关区域经济实力整体较强，用电需求旺盛，为公司运营及业务发展奠定了良好基础。同时较为多元化的区域布局亦可在一定程度上分散经营风险。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司主要控股电力机组分布情况

地区	项目名称	装机容量（万千瓦）	公司权益比例	是否热电联产
河北	曹妃甸 1000MW	200.00	51.00%	否
	曹妃甸 300MW	60.00	51.00%	是
	唐山丰润	70.00	60.00%	是
	渤海新区	70.00	100.00%	是
	运东	70.00	90.00%	是
	沧州	66.00	95.00%	是
	小计	536.00	--	--
湖北	湖北 1000MW	200.00	100.00%	否
	仙桃	132.00	100.00%	否
	宜昌	70.00	100.00%	是
	湖北 300MW	60.00	100.00%	否
	小计	462.00	--	--
河南	首阳山	120.00	85.00%	是
	登封 600MW	120.00	75.00%	否
	登封 300MW	64.00	75.00%	是
	古城	60.00	100.00%	否
	小计	364.00	--	--
广东	海丰	200.00	100.00%	否
	广州热电	60.00	100.00%	是
	珠海	10.20	100.00%	是
	小计	270.20	--	--
江苏	常熟	195.00	100.00%	否
	常州	10.30	100.00%	是
	泰州	8.08	100.00%	是
	小计	213.38	--	--
湖南	湖南	130.00	100.00%	否
	鲤鱼江	60.00	60.00%	否
	小计	190.00	--	--
内蒙古	锡林郭勒	132.00	70.00%	否
	小计	132.00	--	--
辽宁	盘锦	70.00	100.00%	是
	沈阳热电	60.00	54.12%	是
	小计	130.00	--	--
合计		2,297.58	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司上网电量持续增加，并处于很高水平，同时上网电价在燃煤电价改革不断深化及用电需求增加的带动下亦持续提升。

跟踪期内得益于装机规模的提升以及机组所在区域旺盛的用电需求，公司机组利用小时数同比进一步上升且持续高于全国平均水平，进而推动了发电量及上网电量的持续增长。同时，在“1439

号通知”的推动下，公司市场化交易电量亦持续上升，加之电力市场供需紧张的影响，平均上网电价持续上浮且增幅较大。供电煤耗方面，2022 年受配煤掺烧、电力保供致使热电联产比例下降及深度调峰影响，公司机组供电煤耗略有增长，但仍低于全国平均水平。

表 4：近年来公司机组运营情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
发电量（亿千瓦时）	897.74	966.92	1,019.17	252.17
上网电量（亿千瓦时）	844.15	907.45	955.82	236.10
设备利用小时数（小时）	4,329	4,502	4,634	1,098
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.3773	0.4038	0.4841	0.4903
综合供电煤耗（克/千瓦时）	293.35	293.60	294.04	280.10
市场化交易电量（亿千瓦时）	620.00	756.84	888.31	219.22

资料来源：公司提供

跟踪期内持续高位运行的煤炭价格已有小幅回落，公司煤电机组经营压力有所缓解；统购统销的集采模式使得公司保持了较大规模的关联方煤炭贸易往来。

公司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关联方公司，因此煤炭销售定价为“成本+服务费”模式。公司于每年年初根据各发电公司发电量预测煤量需求，与煤炭企业签订全年合同，主要的煤炭采购对象为国家能源集团和中煤集团等特大型煤炭企业，结算方式基本为货到付款。2022 年以来，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持续增长，对公司煤电机组盈利能力造成影响，但电价上浮政策使得煤电机组经营压力有所缓解。跟踪期内，公司煤炭销售量受关联方需求影响有所波动，同期平均煤炭销售价格整体呈下降态势。

表 5：近年来公司电煤采购情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
电煤采购量（万吨）	4,905.15	5,644.56	7,057.10	1,740.50
标煤采购单价（元/吨）	639.22	1,042.88	1,263.20	1,200.70
单位售电燃料成本（元/千瓦时）	0.2108	0.3326	0.3744	0.3762

资料来源：公司提供

表 6：近年来公司煤炭销售情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
煤炭销售量（万吨）	1,107	1,531	1,547	304.92
煤炭销售价格（元/吨）	479.45	740.55	734.46	697.00

资料来源：公司提供

跟踪期内公司售热量持续增加，供热价格在煤价高位运行趋势下亦有所提升，但由于具备一定公用事业属性，热价上涨空间有限，售热业务盈利能力有待改善。

公司开展的热力业务可对营业收入形成一定补充。2022 年以来，公司持续开拓供热市场并进行供热管网建设，用热需求的提升叠加当年湖北仙桃、山西宁武机组的投运使得售热量持续增加，且用热结构中工业用热占比较高。受煤炭价格上涨影响，2022 年公司部分供热区域上调热价，使得公司售热价格随之提升。2023 年一季度，公司售热价格有所下降。整体来看，热力业务公用事业属性较强，售热价格受政府管制，盈利能力有限。

表 7：近年来公司售热业务情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
售热量（万吉焦）	7,240.16	7,601.16	8,318.24	3,748.83
售热价格（元/吉焦）	40.19	44.04	50.10	46.64

资料来源：公司提供

在建电力、煤矿项目的稳步推进将使得公司运营实力进一步提升，但同时也将给公司带来一定投资压力，且“碳达峰”、“碳中和”的推进及燃料价格波动对项目投产后盈利能力的影响有待关注。

截至 2023 年 3 月末，公司在建项目主要为煤电、气电项目，同时还有年产能 800 万吨的控股煤矿项目。未来随着项目陆续投产，公司电力业务运营实力及煤炭供给保障能力将进一步提升，但同时也或将面临一定投资压力。此外，“碳达峰”、“碳中和”的推进将持续推升电力系统中清洁能源机组占比，对公司机组出力造成挤压的同时也对机组调峰能力提出更高要求，同时燃料价格持续高位运行对在建项目投产后的盈利影响也有待关注。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（万千瓦、亿元）

项目名称	电源	装机规模 /建设内容	预计总投资 金额	已投资	2023 年 4~12 月 拟投资金额	2024 年拟 投资金额	预计投运 时间	持股比例 （%）
河南郑州航空港项目	气电	8.2	6.75	5.08	0.57	0.80	2023/07	60
广东珠海项目	气电	10.2	6.90	5.46	0.39	1.05	2022/11	100
广州珠江热电联产项目	气电	12	8.97	1.19	0.33	4.78	2024/09	70
云浮超临界燃煤发电项目	煤电	132	54.39	38.14	4.99	4.06	2023/07	80
内蒙古五间房	煤矿	年产 800 万吨	78.27	66.10	5.98	6.19	2023/06	100
沈阳发电项目	煤电	70	33.62	3.08	10.24	15.00	2025/02	100
道孚龚吕项目	光伏	50	24.90	0.88	5.09	18.00	2024/06	100
蒲圻三期	煤电	200	73.93	5.64	8.30	30.62	2025/08	100
合计	--	482.40	287.73	125.57	35.89	80.50	--	--

注：公司上表中项目投资资金来源均为 30%自有资金和 70%银行贷款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2022 年华润电力营业收入规模很大，上网电价的提升已使得公司利润亏损幅度有所收窄；资产、债务及权益规模均有所减少，财务杠杆仍处于行业内较为合理水平；经营活动净现金流的大幅回升亦使得偿债指标有所优化，同时凭借其较好的内部流动性、多重外部融资渠道及很强的外部融资能力，公司偿债能力仍保持在较好水平。

2022 年公司营业收入同比进一步增长，利润亏损幅度在上网电价提升下已有所收窄。

2022 年公司电力和热力业务均量价齐升，加之煤炭销售量增长，推动营业总收入规模快速增长，且处于很大规模。同时，公司电力业务受益于电价的上升而同比扭亏，进而带动营业毛利率回升，但高位运行的燃料价格仍不断挤压着电力及煤炭业务利润空间，其中热力业务仍呈亏损状态。2022 年，债务规模的减少使得财务费用同比下降，加之收入规模的快速提升，公司期间费用率保持下降态势，期间费用控制能力保持较好水平。受上述因素综合影响，2022 年公司经营性业务利润及利润总额的亏损幅度同比收窄，主要盈利指标同比回升。同期，公司参股火电企业亏损幅度亦有所收窄，但委托贷款及资金池贷款投资收益同比减少使得公司投资收益同比小幅下降。另外，

当期信用减值损失主要系其他应收款和长期应收款减值损失，对利润形成一定侵蚀。

表 9：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2020	2021	2022
销售电力	284.00	326.17	411.07
销售煤炭	53.05	113.37	117.05
销售热力	32.99	38.42	47.45
其他	27.03	30.95	19.34
营业总收入	397.08	508.90	594.91
毛利率	2020	2021	2022
销售电力	21.51	-4.71	4.42
销售煤炭	1.72	2.57	0.74
销售热力	11.63	-10.53	-9.01
营业毛利率	20.88	-0.49	4.24

注：热力业务收入及毛利率包括供热入网费收入及成本；其他业务包括综合能源服务、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；营业收入及毛利率经过追溯调整；各项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

指标	2020	2021	2022
期间费用合计	39.59	34.46	33.86
期间费用率	9.97	6.77	5.69
经营性业务利润	41.39	-38.02	-10.02
信用减值损失	0.02	0.03	6.25
投资收益	15.32	8.08	7.37
利润总额	54.89	-29.82	-8.24
EBITDA	111.13	26.45	47.62
总资产收益率	5.81	-1.43	0.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受华润电力资金统筹调配需求、债务偿付及分红影响，公司资产、债务及权益规模均有所减少，但财务杠杆仍处于行业内较优水平。

公司资产主要为电力资产和作为资金统筹调配平台所归集的资金。2022 年以来项目建设的推进使得公司固定资产及在建工程规模整体保持增长。公司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，2022 年公司控股股东成立新能源资金中心，并将与此相关的关联方资金拆借款转移至该中心，由此使得当期末拆借款规模大幅减少。此外，随着债务偿付规模增加，2022 年末货币资金规模大幅减少。以上因素共同导致 2022 年末总资产及总债务规模同比减少，同时短期债务占比有所下降，债务结构保持合理水平。此外，作为华润电力控股火电业务的资金统筹调配平台，公司其他应付款保持在一定规模，但同期末规模亦有所下降。2022 年，公司注册资本增至 182.20 亿元，且当期末华润电力控股已实缴 177.20 亿元，但同期公司对华润电力控股的 40.04 亿元分红导致未分配利润大幅减少，所有者权益规模随之下降，整体虽使得总资本化比率小幅上升，但在行业内仍处于较优水平。

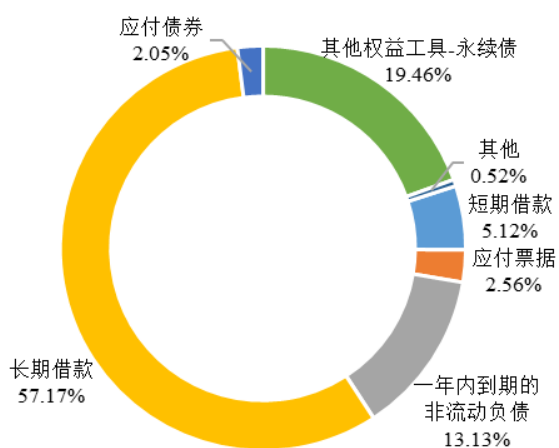
表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

指标	2020	2021	2022
货币资金	24.17	40.68	9.88
应收账款	45.00	60.04	74.71
其他应收款	362.40	385.77	376.05
一年内到期的非流动资产	19.01	52.80	1.35
长期应收款	86.66	41.70	14.04

固定资产	427.63	394.24	405.56
在建工程	61.79	95.83	95.42
流动资产/总资产(%)	41.09	47.92	44.76
总资产	1,189.69	1,261.49	1,154.94
应付账款	26.20	35.18	39.35
其他应付款	207.01	255.93	182.80
短期债务/总债务(%)	32.12	27.23	20.86
总债务	439.08	494.23	488.27
实收资本	158.00	158.00	177.20
未分配利润	187.84	158.75	104.03
所有者权益合计	548.42	508.84	474.62
资产负债率(%)	53.90	59.66	58.91
总资本化比率(%)	49.19	54.42	56.26

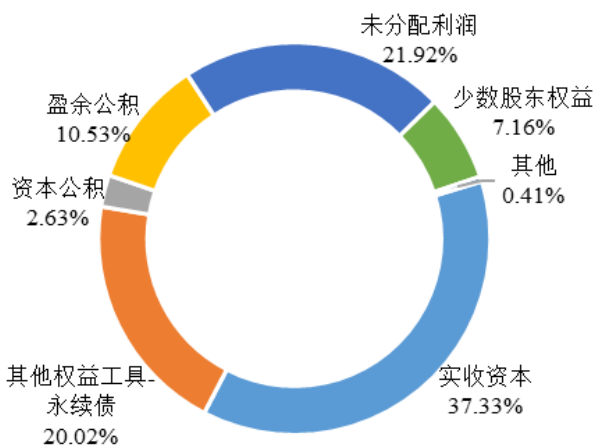
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

作为股东的资金管理平台，公司现金流受委托贷款发放和收回以及资金上收下拨影响较大；2022 年经营活动净现金流规模大幅回升，主要偿债指标均有所优化，整体偿债能力保持较好水平。

2022 年，营业收入增长及电价上升推动公司经营性盈利能力大幅回升，加之收到的税费返还大幅增加，整体推动经营活动净现金流大幅增长。同时作为股东的资金管理平台，公司每年向关联方发放及收回委托贷款以及资金上收下拨规模较大，加之公司仍保持了较大的项目投资规模，综合影响下当期投资活动现金呈小幅净流出状态。同期，公司对外融资规模减少、分红规模较大且资金上收下拨净额减少等因素导致公司筹资活动现金呈大幅净流出状态。

2022 年以来公司债务规模有所减少，且经营活动净现金流及 EBITDA 均有所增加，主要偿债指标均有所优化，整体偿债能力保持较好水平。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

指标	2020	2021	2022
经营活动净现金流	75.73	-70.40	74.08
投资活动净现金流	-121.16	0.07	-2.03
筹资活动净现金流	37.54	87.48	-102.71
总债务/EBITDA(X)	3.95	18.69	10.25

FFO/总债务(%)	15.28	0.24	5.49
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.94	1.28	2.39

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 0.22 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。同期末，公司无重大对外担保事项。截至 2022 年末，公司未决诉讼案件共 3 件，涉及标的金额合计 2.58 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，2020 年~2023 年 4 月末，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。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司项目建设将如期推进，各项目量按照计划时间投产。
- 2023 年，公司各板块业务将稳定运营。
- 2023 年，公司将保持一定的投融资需求。

预测

表 13：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	54.42	56.26	57.20~60.74
总债务/EBITDA (X)	18.69	10.25	7.86~8.68

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司短期偿债压力较小，外部融资渠道畅通，流动性来源对流动性需求的覆盖能力较好。

2022 年，公司经营活动净现金流规模同比大幅回升。同期末，公司合并口径仍保持了一定规模的现金及等价物储备，且受限比例很低。外部融资方面，截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 1,476.42 亿元，其中尚未使用额度为 1,015.44 亿元。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融资渠道。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及项目建设投资。火电机组建设周期较长，公司每年的项目建设支出保持一定规模。2020~2022 年，公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 16.56 亿元、19.72 亿元和 57.89 亿元，其中 2022 年公司分红规模较大。受行业特点影响公司债务以长期债务为主，截至 2022 年末，公司债务主要由银行信用借款和公募债券等构成，其中一年以内到

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

期规模占比为 20.86%，短期偿债压力尚可。综上所述，公司虽有一定规模的流动性需求，但考虑到公司较好的内部流动性、充足的授信、畅通的外部融资渠道，公司流动性来源对流动性需求覆盖能力较好。

表 14：截至 2022 年末公司债务构成（亿元）

项目	类型	1 年以内到期	1 年以上到期	合计
借款	信用借款、借款利息	67.18	279.12	346.30
应付债券	公司债券、永续期公司债券	20.00	105.00	125.00
其他	应付票据、租赁负债、长期应付款、其他应付款、设定受益计划、弃置费用等	14.67	2.30	16.97
合计		101.85	386.42	488.27

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司建立了完善的环境管理体系及安全管理体系；法人治理结构完善，且作为华润电力控股资金统筹调配平台，制定了健全的资金管理制度等内控制度，整体 ESG 表现尚可，对其持续经营和信用风险负面影响可控。

环境方面，作为火电企业，公司面临煤炭利用、碳排放和环保等方面的一系列问题。2022 年，为保障电网稳定，公司在煤价高位运行的情况下电量多发，所采购煤质下降，入炉煤硫份、灰份同比上升，导致公司万元增加值可比价综合能耗、二氧化硫排放量、氮氧化物排放量、烟尘排放量、供电标准煤耗均同比有所增加。同期，公司未发生较大及以上的环境污染事故。

公司不断完善员工职业健康管理和安全健康培训、营造安全健康工作环境并积极承担扶贫等社会责任。同时，公司建立了完整的安全管控体系，贯彻 ESH 责任制、建立事故事件管理、安全生产管理、职业健康管理等一套完整的安全管控制度体系，近三年未发生一般以上的安全事故。

公司严格按照相关要求规范运作，建立了健全的法人治理结构。公司设董事会，由 5 名股东委派的董事组成。2022 年根据华润电力控股委派，任命高立先生、范哲先生为公司董事、王化冰先生为公司监事，免去李军先生、许洪波先生担任的董事职务、张彩祥先生担任的监事职务，系正常变动。董事会下设战略投资部、建设管理部、运营管理部、燃料采购部、综合能源发展部、采购管理部、科学技术和数字化部、法律合规部、财务部、人力资源部、环境健康和安全部和审计部等部门。各部门各司其职，推动公司各项业务正常运转。同时，公司作为华润电力控股的资金统筹调配平台，归集华润电力控股旗下全部主体的资金，并制定了资金管理相关制度，持续监控短期和长期的资金需求。

战略方面，公司坚持创新变革和绿色发展，贯彻落实国家能源发展战略。具体来讲，公司将深化精益管理，履行社会责任，提高运营管理水平；积极布局售电业务，建设专业智库，强化创新发展能力；优化业务结构、拓展海外市场，提升资源获取能力；夯实财务管理、增强风险管控，加强总部创值能力。

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

特殊事项

由于火电行业内企业承担能源保供社会责任，且在高煤价情况下仍持续发电，进而导致业绩普遍大幅下滑或亏损。较强的公用事业属性对华润电力个体信用等级有提升作用。

外部支持

公司直接及间接控股股东华润电力控股和华润集团实力雄厚，公司作为华润电力控股的火电资产投资运营管理平台和资金管理平台，在其业务运营中占有重要地位，可获得股东的大力支持。

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。

公司作为华润集团下属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。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，可在投资、经营和管理等方面获得其有力支持。

同行业比较

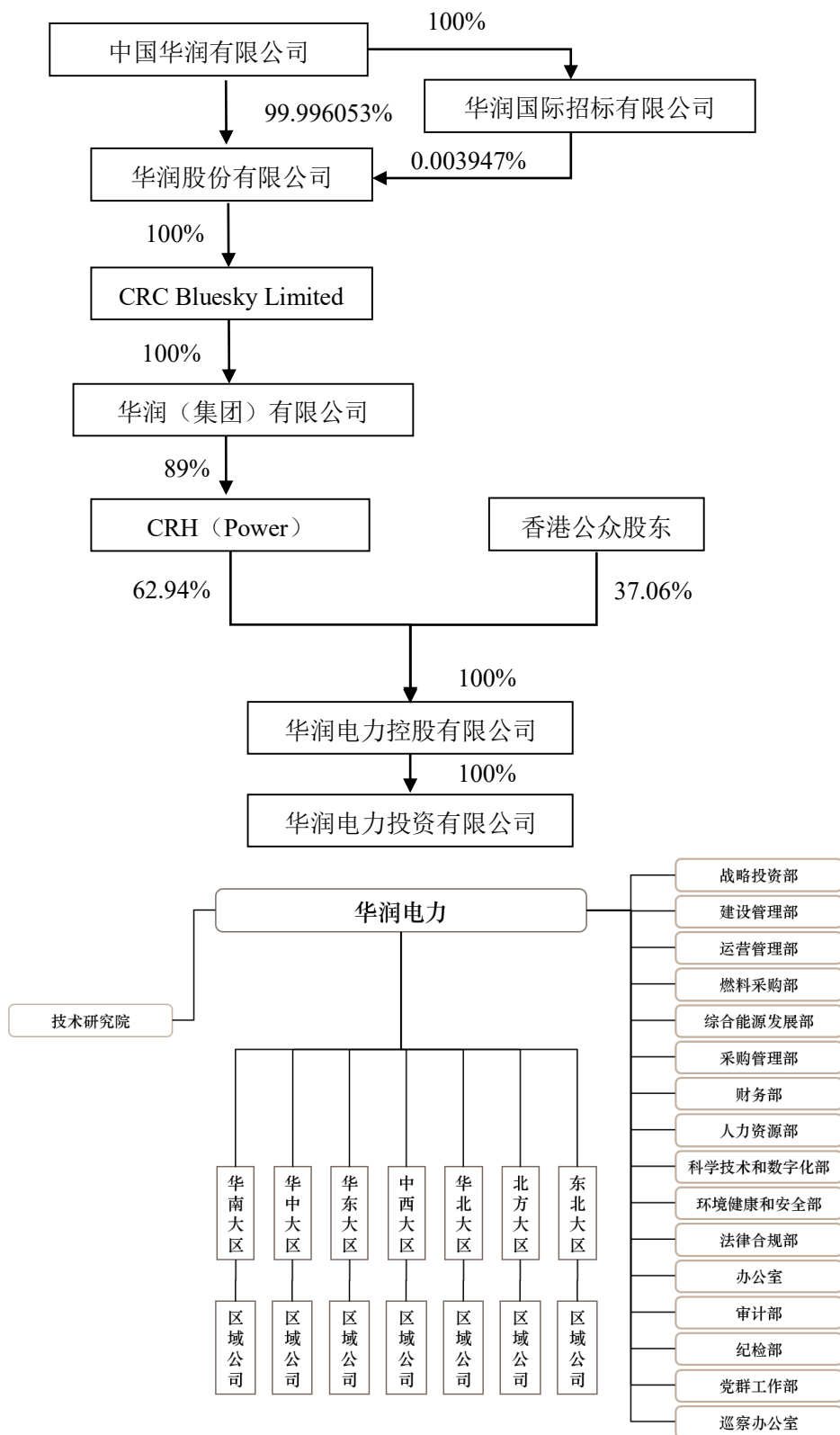
中诚信国际选取了华电国际、国投电力和中广核电力作为华润电力的可比公司，上述企业均为国务院国有资产监督管理委员会下属大型电力集团企业的上市资产运营平台，装机规模很高，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，公司与可比企业均具有突出的装机规模优势，但公司与华电国际的火电占比较高，受燃料波动影响较大，而火电平均利用效率低于核电机组，因此公司上网电量及资产总额均低于可比企业，毛利率亦低于以水电为主的国投电力和以核电为主的中广核电力，且利润成亏损状态。受益于煤炭销售收入的补充，公司营业总收入高于国投电力。此外，公司财务杠杆在可比企业中处于较低水平。

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“20 华润 01”、“21 华润 02”、“22 华润 Y1”、“22 华润 Y2”、“22 华润 Y3”和“22 华润 Y4”的信用等级为 **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 2023 年 3 月末）



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: 亿元)	2020	2021	2022
货币资金	24.17	40.68	9.88
应收账款	45.00	60.04	74.71
其他应收款	362.40	385.77	376.05
存货	16.63	37.53	28.98
长期投资	52.80	48.66	52.23
固定资产	427.63	394.24	405.56
在建工程	61.79	95.83	95.42
无形资产	53.03	53.74	55.20
资产总计	1,189.69	1,261.49	1,154.94
其他应付款	207.01	255.93	182.80
短期债务	141.03	134.56	101.85
长期债务	298.05	359.67	386.42
总债务	439.08	494.23	488.27
净债务	415.01	453.90	478.60
负债合计	641.27	752.65	680.32
所有者权益合计	548.42	508.84	474.62
利息支出	16.01	20.72	19.94
营业总收入	397.08	508.90	594.91
经营性业务利润	41.39	-38.02	-10.02
投资收益	15.32	8.08	7.37
净利润	42.22	-29.78	-11.09
EBIT	69.13	-17.49	2.19
EBITDA	111.13	26.45	47.62
经营活动产生的现金流量净额	75.73	-70.40	74.08
投资活动产生的现金流量净额	-121.16	0.07	-2.03
筹资活动产生的现金流量净额	37.54	87.48	-102.71
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	20.88	-0.49	4.24
期间费用率(%)	9.97	6.77	5.69
EBIT 利润率(%)	17.41	-3.44	0.37
总资产收益率(%)	5.81	-1.43	0.18
流动比率(X)	1.21	1.33	1.46
速动比率(X)	1.17	1.25	1.38
存货周转率(X)	18.89	18.88	17.13
应收账款周转率(X)	8.82	9.69	8.83
资产负债率(%)	53.90	59.66	58.91
总资本化比率(%)	49.19	54.42	56.26
短期债务/总债务(%)	32.12	27.23	20.86
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.14	-0.18	0.12
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.43	-0.65	0.55
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	4.73	-3.40	3.72
总债务/EBITDA(X)	3.95	18.69	10.25
EBITDA/短期债务(X)	0.79	0.20	0.47
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.94	1.28	2.39
EBIT 利息保障倍数(X)	4.32	-0.84	0.11
FFO/总债务(%)	15.28	0.24	5.49

注：中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、长期应付款和其他权益工具中的带息债务以及预计负债中的资产弃置义务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券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。

短期债项等级符号	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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn