



华润电力投资有限公司 2024 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[2024]跟踪 2402 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 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	“21 华润 02”、“22 华润 Y1”、“22 华润 Y2”、“22 华润 Y3”和“22 华润 Y4”	AAA
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。	
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”）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、电力市场化改革不断深化及燃料价格对机组盈利能力影响较大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持续提升，叠加跟踪期内电价的增长，推动收入规模保持增长态势
- 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运营及在建火电机组出力形成影响
- 需关注电力市场化改革的不断深化及燃料价格对公司机组盈利能力的影响

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）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	1,261.49	1,154.94	1,144.70
所有者权益合计（亿元）	508.84	474.62	449.58
负债合计（亿元）	752.65	680.32	695.12
总债务（亿元）	494.23	488.27	523.47
营业总收入（亿元）	508.90	594.91	598.20
净利润（亿元）	-29.78	-11.09	20.55
EBIT（亿元）	-17.49	2.19	39.91
EBITDA（亿元）	26.45	47.62	84.43
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-70.40	74.08	85.16
营业毛利率（%）	-0.49	4.24	11.84
总资产收益率（%）	-1.43	0.18	3.47
EBIT 利润率（%）	-3.44	0.37	6.67
资产负债率（%）	59.66	58.91	60.73
总资本化比率（%）	54.42	56.26	59.62
总债务/EBITDA（X）	18.69	10.25	6.20
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.28	2.39	4.76
FFO/总债务（%）	0.24	5.49	12.74

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 2021~2023 年合并口径审计报告整理。其中，2021、2022 年财务数据为分别采用了 2022 年、2023 年财务报表期初数，2023 年财务数据为财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务，将“长期应付款”中的有息债务、“其他权益工具”中的永续债及“预计负债”中的资产弃置义务调整至长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

同行业比较（2023 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	5,844.98	2,095.46	2,230.36	62.62	1,171.76	6.43	48.08
国投电力	4,085.66	1,576.39	2,773.63	63.18	567.12	36.08	121.60
中广核电力	2,385.40	1,670.72	4,152.50	60.19	825.49	35.97	170.46
华润电力	2,297.58	960.20	1,144.70	60.73	598.20	11.84	20.55

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位运行的燃料价格导致跟踪期内公司的盈利表现偏弱，但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控股核电机组装机容量及上网电量。

本次跟踪情况

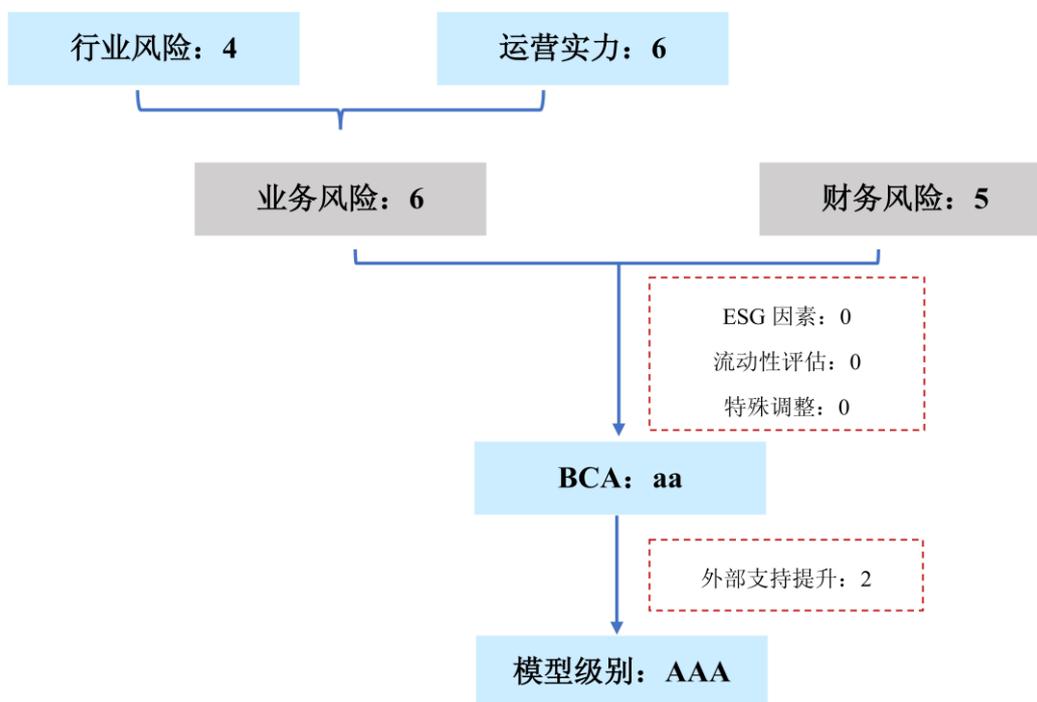
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 华润 02	AAA	AAA	2023/06/28 至本报告出具日	10.00/10.00	2021/05/06~2026/05/06	--
22 华润 Y1	AAA	AAA	2023/06/28 至本报告出具日	27.00/27.00	2022/09/01~2025/09/01	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
22 华润 Y2	AAA	AAA	2023/06/28 至本报告出具日	30.00/30.00	2022/09/26~2025/09/26	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回
22 华润 Y3	AAA	AAA	2023/06/28 至本报告出具日	20.00/20.00	2022/12/12~2024/12/12	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	2023/06/28 至本报告出具日	18.00/18.00	2022/12/12~2025/12/12	调整票面利率，利息递延，续期选择权，有条件赎回

注：债券余额为 2024 年 5 月末数据，“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。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
华润电力	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/28 至本报告出具日

● 评级模型

华润电力投资有限公司评级模型打分(C150000_2024_05_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

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，综合实力雄厚，其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传统能源发电业务平台，集中了其火电资产，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，跟踪期内外部支持无变化。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。

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_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望,2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

中诚信国际认为，华润电力具有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不断增长，上网电价亦持续提升，加之在建项目的顺利推进，业务运营实力很强；需关注电力体制改革的深化及燃料价格波动对公司机组盈利能力的影响。

跟踪期内，公司产权结构、合并范围及业务结构无较大变化，两会一层运行稳定¹，公司持续推进清洁高效发电、综合能源服务和能源科技创新的发展，战略方向明确。

截至 2024 年 3 月末，控股股东华润电力控股持有公司 100.00% 股份，公司实际控制人仍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”）。跟踪期内，公司产权结构及合并范围无

¹ 公司董事会由 5 名董事组成，2023 年变更 1 名；公司设监事 1 名，2023 年无变化；同期，公司高级管理人员无变化。

重大变化。战略发展方面，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，公司将围绕清洁高效发电、综合能源服务、能源科技创新三大业务板块，继续提升战略性新兴产业投入，强化经营创值能力，保障能源安全稳定供应。

跟踪期内，公司控股装机容量保持稳定，规模优势显著，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²。跟踪期内公司装机规模保持稳定，具备显著的规模优势。

表 1：近年来公司在运营发电机组情况（万千瓦）

指标	2021	2022	2023
权益装机容量	2,187.20	2,417.20	2,417.20
控股装机容量	2,155.38	2,297.58	2,297.58
其中：60 万千瓦以上占比(%)	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 2：截至 2023 年末公司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	2023 年售电量（亿千瓦时）
河北	曹妃甸 1000MW	200.00	51.00%	否	218.44
	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	184.99
	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	120.20
	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	深汕	200.00	100.00%	否	154.01
	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	106.24
	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	88.68
	鲤鱼江	60.00	60.00%	否	

² 截至 2023 年末，公司控股热电联产装机容量为 808.58 万千瓦，占当期末控股装机容量 35.19%。

	小计	190.00	--	--	
内蒙古	锡林郭勒	132.00	70.00%	否	55.64
	小计	132.00	--	--	
辽宁	盘锦	70.00	100.00%	是	31.99
	沈阳热电	60.00	54.12%	是	
	小计	130.00	--	--	
	合计	2,297.58	--	--	960.20

注：部分数据加总与合计数不一致系四舍五入导致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内公司上网电量保持增长，并已处于很高水平，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；需关注后续容量电价等政策对公司火电运营的影响。

跟踪期内，受部分机组所在区域来水改善使得水电增发及新能源装机增长等因素影响，公司机组利用小时数同比有所下降。但得益于 2022 年新投运装机 2023 年首次全年度运行，公司发电量及上网电量持续增长。近年来，在“1439 号通知”³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，平均上网电价较上年略有提升。供电煤耗方面，跟踪期内公司加大了对机组参与深度调峰策略等方面的管控力度，叠加掺烧比例的下降，2023 年公司机组供电煤耗有所下降，且持续低于全国平均水平。此外，未来随着煤电容量电价机制⁴的施行，公司煤电机组盈利稳定性将得到部分保障，中诚信国际将持续关注电力市场化改革等因素对公司煤电机组盈利能力的影

表 3：近年来公司机组运营情况

指标	2021	2022	2023
发电量（亿千瓦时）	966.92	1,019.17	1,023.60
上网电量（亿千瓦时）	907.45	955.82	960.20
设备利用小时数（小时）	4,502	4,634	4,455
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.4038	0.4841	0.4848
综合供电煤耗（克/千瓦时）	293.60	294.04	293.42
市场化交易电量（亿千瓦时）	756.84	888.31	893.32

资料来源：公司提供

跟踪期内，煤炭价格有所回落，公司煤电机组经营压力相应提升；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。

公司在全国共设有太原、陕西、鄂尔多斯、天津和深圳 5 个采购中心，为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，因此煤炭销售定价相对较低。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陕西煤业化工集团有限责任公司、国家能源投资集团有限责任公司和中国中煤能源集团有限公司等特大型煤炭企业下属单位，结算方式基本为预付货款。2023 年，得益于煤价较上年有所回落，公司标煤采购单价及单位售电燃料成本同

³ 国家发展改革委于 2021 年 10 月发布了《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）（简称“通知”），决定将燃煤发电市场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。

⁴ 国家发展改革委及国家能源局为加快推进电能市场、容量市场、辅助服务市场等高效协同的电力市场体系建设，逐步构建有效反映各类电源电量价值和容量价值的两部制电价机制，其中电量电价通过市场化方式形成，灵敏反映电力市场供需、燃料成本变化等情况；煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。其中，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定，2024~2025 年多数地方为 30% 左右，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为 50% 左右。2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%，该政策已于 2024 年 1 月 1 日起执行。

比显著降低，对公司煤电机组盈利能力改善较大；同期，受煤价下降叠加江苏区域电厂自行采购部分煤炭影响，公司平均煤炭销售价格及销量保持下降态势。

表 4：近年来公司电煤采购情况

指标	2021	2022	2023
电煤采购量（万吨）	5,644.56	7,057.10	7,968.60
标煤采购单价（元/吨）	1,042.88	1,263.20	988.42
单位售电燃料成本（元/千瓦时）	0.3326	0.3744	0.3282

资料来源：公司提供

表 5：近年来公司煤炭销售情况

指标	2021	2022	2023
煤炭销售量（万吨）	1,531	1,547	1,221
煤炭销售价格（元/吨）	740.55	734.46	638.02

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。2023 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湖北仙桃、山西宁武机组首次满年度运营使得售热量持续增加，且用热结构中工业用热占比较高。受燃料价格持续高位运行影响，2023 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。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 6：近年来公司售热业务情况

指标	2021	2022	2023
售热量（万吉焦）	7,601.16	8,318.24	8,475.92
售热价格（元/吉焦）	44.04	50.10	51.55

资料来源：公司提供

在建电力、煤矿项目投运后将推动公司运营实力进一步提升，但同时较大的拟投资规模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 2024 年 3 月末，公司在建项目主要为煤电、气电及光伏发电等项目，同时还有年产能 800 万吨的控股煤矿内蒙古五间房项目，项目规模较大。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，但同时较大的待投资规模也将使得公司面临一定投资压力。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在建项目投产后的盈利影响也有待关注。

表 7：截至 2024 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	预计总投资		2024 年 4-12 月拟投资金额	2025 年拟投资金额	预计投运时间	持股比例 (%)
			资金额	已投资				
河南郑州航空港项目	气电	8.20	6.75	5.30	1.20	0.25	2024/06	60
广东珠海项目	气电	10.20	6.90	5.74	0.45	0.50	2022/11	100
云浮超临界燃煤项目	煤电	132.00	54.39	43.47	3.66	5.33	2024/12	80
蒲圻三期	煤电	200.00	74.56	20.13	16.00	18.26	2025/08	100
宜昌热电联产二期	煤电	35.00	16.00	0.00	3.50	10.00	2026/06	100

仙桃火电二期	煤电	132.00	44.00	0.00	7.50	7.50	2026/10	100
沈阳发电项目	煤电	70.00	32.21	15.47	13.97	2.60	2024/09	100
内蒙古五间房	煤矿	--	78.81	66.78	7.56	4.47	2024/11	100
道孚龚吕项目	光伏	50.00	24.90	2.19	8.58	9.07	2025/09	100
合计	--	637.40	338.52	159.08	62.42	57.98	--	--

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，跟踪期内华润电力营业收入规模持续提升，上网电价的提升及煤炭价格的下行使得公司盈利能力同比增强，同期资产及权益规模受分红规模较大影响同比下降，融资需求增加推动债务增长，财务杠杆相应上升，但仍处于行业内合理水平；2023 年以来经营获现及盈利能力的回升推动偿债指标显著优化；凭借较好的内部流动性、多重外部融资渠道及很强的外部融资能力，公司整体偿债能力很强。

盈利能力

跟踪期内，公司电力和热力业务均量价齐升，推动营业总收入规模同比增长且处于很大规模。同时，受益于电价、热价的上升及燃料价格的下行，公司营业毛利率回升显著，但仍需关注高位运行的燃料价格对电力、煤炭业务及热力利润空间的挤压情况。

表 8：公司主要板块收入及毛利率情况（亿元）

板块	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
销售电力	326.17	-4.71%	411.07	4.42%	416.71	14.19%
销售煤炭	113.37	2.57%	117.05	0.74%	110.00	2.99%
销售热力	38.42	-10.53%	47.45	-9.01%	50.00	0.20%
其他	30.95	--	19.34	--	21.49	--
合计	508.90	-0.49%	594.91	4.24%	598.20	11.84%

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：公司财务报告，中诚信国际整理

2023 年以来，公司持续推进债务置换，期间费用率保持较低区间，公司费用控制能力较强。受上述因素综合影响，2023 年公司经营性业务利润及利润总额均实现大幅扭亏。同时，跟踪期内公司参股火电企业经营情况持续改善，推动投资收益同比提升。此外，2023 年公司信用减值损失及资产减值损失主要系对部分长期应收款、经营不及预期的电力资产及不再继续推进的在建项目计提减值，对利润形成一定侵蚀。整体来看，2023 年公司总资产收益率大幅改善且处于行业内较高水平。

资产质量

公司资产主要为电力资产、参股企业股权和作为资金统筹调配平台所归集的资金⁵等。2023 年以来，受折旧影响公司固定资产规模有所下降，但项目建设的推进使得在建工程保持较大规模。同期，参股火电企业的经营改善推动公司长期股权投资规模同比增长。公司其余非流动资产主要为应收第三方借款及预付工程设备款，2023 年以来规模有所回升跟踪期内，作为华润电力控股火电业务的资金统筹调配平台，公司其他应收及应付款仍保持在一定规模，但整体呈下降态势。2023

⁵ 公司将拆借给关联方的资金分别计入长期应收款、一年内到期的非流动资产和其他应收款中。

年，华润电力控股对公司持续增资，但同期对股东较大的分红规模⁶导致期末公司货币资金规模及未分配利润均大幅减少。以上因素共同导致 2023 年末公司总资产及所有者权益规模均有所下降，叠加在建项目的持续投入使得公司加大了融资力度，推动当期末债务规模同比增长，进而使得总资本化比率增幅较大，但财务杠杆仍处于行业合理区间，且仍以长期债务为主，结构良好。

现金流及偿债情况

2023 年，上网电量的增长叠加煤炭价格的下降带动公司经营活动现金净流入规模同比提升，经营获现能力进一步加强。同期，新能源资金池拆分后公司向关联方发放和收回委托贷款规模有所下降，叠加对在建项目投资力度的加大，公司投资活动现金呈大幅净流出状态。此外，2023 年较大的投资需求使得公司加大对外筹资力度，叠加资金上收下拨净流出额的同比减少，当期筹资活动现金净流出规模有所收窄。偿债指标方面，2023 年得益于公司盈利及经营获现能力的提升以及利息支出的压降，公司 EBITDA 及 FFO 相关偿债指标均有显著提升，整体偿债能力处于很强水平。截至 2023 年末，公司合并口径获得授信总额为 1,642.92 亿元，其中尚未使用授信额度为 1,118.90 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司作为华润电力控股的火电资金统筹调配平台，归集华润电力控股旗下火电子公司的资金，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。

表 9：近年来公司财务相关指标（亿元）

指标	2021	2022	2023
财务费用	12.57	11.20	10.83
期间费用合计	34.46	33.86	34.07
期间费用率(%)	6.77	5.69	5.70
经营性业务利润	-38.02	-10.02	34.29
资产减值损失	0.80	0.56	8.09
信用减值损失	0.03	6.25	5.68
投资收益	8.08	7.37	8.26
利润总额	-29.82	-8.24	31.27
EBIT	-17.49	2.19	39.91
EBITDA	26.45	47.62	84.43
总资产收益率(%)	-1.43	0.18	3.47
货币资金	40.68	9.88	1.09
应收账款	60.04	74.71	72.45
存货	37.53	28.98	25.34
其他应收款	385.77	376.05	362.61
流动资产占比(%)	47.92	44.76	42.31
长期应收款	41.70	14.04	24.16
长期股权投资	41.95	45.18	49.44
固定资产	394.24	405.56	390.28
在建工程	95.83	95.42	93.24
总资产	1,261.49	1,154.94	1,144.70
其他应付款	255.93	182.80	165.39
短期债务	134.56	101.85	110.30
长期债务	359.67	386.42	413.17
总债务	494.23	488.27	523.47
短期债务/总债务(%)	27.23	20.86	21.07
实收资本	158.00	177.20	182.20
其他权益工具-永续债	94.89	95.00	95.00

⁶ 2021 年公司未对股东分红，2022~2023 年公司对股东分红金额分别为 40.04 亿元和 50.00 亿元。

未分配利润	158.75	104.03	70.27
少数股东权益	32.58	33.97	35.11
所有者权益合计	508.84	474.62	449.58
总资本化比率(%)	54.42	56.26	59.62
经营活动净现金流	-70.40	74.08	85.16
投资活动净现金流	0.07	-2.03	-59.32
筹资活动净现金流	87.48	-102.71	-34.71
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.28	2.39	4.76
FFO/总债务(%)	0.24	5.49	12.74
总债务/EBITDA(X)	18.69	10.25	6.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 0.30 亿元，主要为银行承兑汇票及保函保证金，受限资产规模很小，对公司资产流动性影响不大。

截至 2024 年 3 月末，公司无重大对外担保事项。同期末，公司无重大未决诉讼。

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，2021 年~2024 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⁷

假设

- 2024 年，华润电力在建项目将如期推进，各项目按照计划时间投产。
- 2024 年，华润电力各板块业务将稳定运营。
- 2024 年，华润电力将保持一定的投融资需求。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	56.26	59.62	59.62~61.88
总债务/EBITDA(X)	10.25	6.20	5.09~5.30

调整项

ESG⁸表现方面，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。2023 年以来公司单位煤耗持续下降，同期未发生较大及以上环境污染事故。安全方面，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。同时，公司积极履行国企社会责任、治理结构及内控管理制度较为完善健全，ESG 整体表现很好，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG

⁷ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁸ 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。

评估无重大变化。**流动性评估方面**，华润电力经营获现能力整体很强且持续提升，未使用授信额度充足，债务期限结构合理且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，资金平衡状况较好，整体来看公司未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖能力很强，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

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传统能源发电业务平台，集中了其主要的火电资产，同时公司也是华润电力控股的火电资金统筹调配平台，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。

跟踪债券信用分析

截至 2024 年 3 月末，公司债券使用情况如下：

表 11：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
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

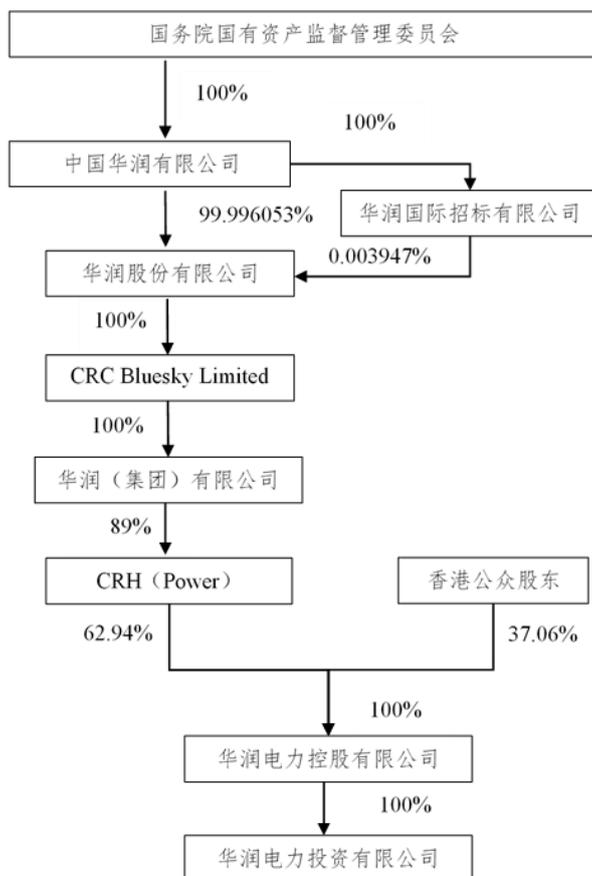
“22 华润 Y1”、“22 华润 Y2”、“22 华润 Y3”和“22 华润 Y4”设置利息递延支付权、续期选择权和赎回选择权条款，跟踪期内尚未进入续期选择期限，且未进行票面利率调整。跟踪期内上述含权条款对债券信用风险和公司的信用水平无影响。

“21 华润 02”、“22 华润 Y1”、“22 华润 Y2”、“22 华润 Y3”和“22 华润 Y4”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司装机规模优势显著且机组质量优秀，跟踪期内得益于燃料价格的下行，公司盈利及经营获现能力有所优化且处于很强水平。同时，公司融资渠道畅通，流动性良好，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

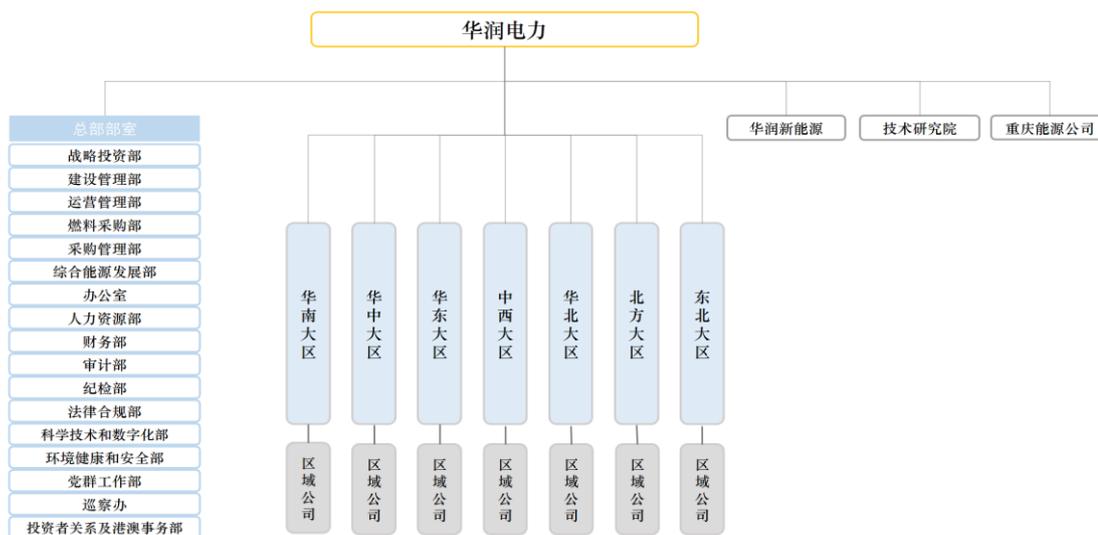
综上所述，中诚信国际维持华润电力投资有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 华润 02”、“22 华润 Y1”、“22 华润 Y2”、“22 华润 Y3”和“22 华润 Y4”的信用等级为 **AAA**。

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 2024 年 3 月末)



截至 2023 年末公司主要子公司 (亿元)

全称	持股比例	2023 年末		2023 年	
		总资产	净资产	营业收入	净利润
深圳市深汕特别合作区华润电力有限公司	100.00%	65.46	41.60	50.09	9.11



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）	2021	2022	2023
货币资金	406,830.31	98,826.81	10,898.83
应收账款	600,433.78	747,083.62	724,520.68
其他应收款	3,857,693.69	3,760,509.74	3,626,082.13
存货	375,301.53	289,815.37	253,350.91
长期投资	486,565.16	522,332.73	574,340.38
固定资产	3,942,435.40	4,055,631.90	3,902,780.97
在建工程	958,283.34	954,246.01	932,433.89
无形资产	537,353.40	551,992.72	551,479.49
资产总计	12,614,857.62	11,549,447.92	11,446,973.46
其他应付款	2,559,284.06	1,828,007.96	1,653,932.02
短期债务	1,345,587.89	1,018,518.22	1,103,011.01
长期债务	3,596,672.37	3,864,156.47	4,131,711.12
总债务	4,942,260.26	4,882,674.69	5,234,722.13
净债务	4,539,026.94	4,786,045.86	5,226,866.75
负债合计	7,526,503.09	6,803,227.95	6,951,221.11
所有者权益合计	5,088,354.53	4,746,219.97	4,495,752.35
利息支出	207,189.94	199,379.22	177,370.31
营业总收入	5,089,019.55	5,949,088.11	5,982,010.34
经营性业务利润	-380,229.28	-100,174.81	342,942.56
投资收益	80,847.67	73,673.08	82,551.73
净利润	-297,823.84	-110,882.33	205,506.60
EBIT	-174,946.13	21,899.64	399,146.74
EBITDA	264,497.10	476,223.94	844,274.57
经营活动产生的现金流量净额	-703,989.63	740,819.36	851,569.97
投资活动产生的现金流量净额	702.50	-20,305.37	-593,218.70
筹资活动产生的现金流量净额	874,758.10	-1,027,118.49	-347,124.72
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	-0.49	4.24	11.84
期间费用率(%)	6.77	5.69	5.70
EBIT 利润率(%)	-3.44	0.37	6.67
总资产收益率(%)	-1.43	0.18	3.47
流动比率(X)	1.33	1.46	1.41
速动比率(X)	1.25	1.38	1.34
存货周转率(X)	18.88	17.13	19.42
应收账款周转率(X)	9.69	8.83	8.13
资产负债率(%)	59.66	58.91	60.73
总资本化比率(%)	54.42	56.26	59.62
短期债务/总债务(%)	27.23	20.86	21.07
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.18	0.12	0.13
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.65	0.55	0.63
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-3.40	3.72	4.80
总债务/EBITDA(X)	18.69	10.25	6.20
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.47	0.77
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.28	2.39	4.76
EBIT 利息保障倍数(X)	-0.84	0.11	2.25
FFO/总债务(%)	0.24	5.49	12.74

注：中诚信国际分析时将“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务，将“长期应付款”中的有息债务、“其他权益工具”的永续债及“预计负债”中的“弃置义务”调整至长期债务。

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
	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
经营效率	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 (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
	现金周转天数	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/当年营业总收入	
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