



# 中国电力国际有限公司

## 2025 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[2025]跟踪 1080 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

2025 年 6 月 25 日

本次跟踪发行人及评级结果	中国电力国际有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“GR 中电 02”	AAA
	“中电 GK01”	AAA <sub>sti</sub>
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	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国电力国际有限公司（以下简称“中电国际”或“公司”）股东支持力度很强、电力资产装机规模优势突出，清洁能源占比很高、售电量保持极高水平、经营性盈利能力持续回升且保持很好的经营性获现能力，融资渠道多元且畅通等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司盈利水平易受燃料价格波动影响、债务规模增加且杠杆率相对较高、子公司 SPIC GREEN ENERGY LIMITED（香港绿能）经营表现波动等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
评级展望	中诚信国际认为，中国电力国际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	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>受燃料价格波动和行业政策等因素影响，公司盈利能力持续大幅下滑，杠杆水平持续显著攀升、偿债能力明显弱化等。</p>	
正 面		
<p>■ 公司控股股东国家电力投资集团有限公司（以下简称“国家电投集团”）综合实力雄厚，在资金支持、资源获取、资本融通等多方面给予公司有力支持</p> <p>■ 公司积极推动能源结构转型，装机容量和清洁能源占比持续提升，规模优势突出且售电量保持极高水平</p> <p>■ 2024年以来，售电量增加及燃煤价格回落推动公司经营性盈利能力持续回升，并保持很好的经营性获现能力</p> <p>■ 公司银企关系良好，子公司中国电力国际发展有限公司（以下简称“中国电力”）为上市公司，融资渠道畅通</p>		
关 注		
<p>■ 燃煤价格波动对公司盈利水平影响较大</p> <p>■ 公司投资支出较大，债务规模持续增加，财务杠杆率相对较高</p> <p>■ 在境外电力市场环境及汇率波动下，需对SPIC GREEN ENERGY LIMITED（香港绿能）经营表现波动对公司的影响保持关注</p>		

项目负责人：张晶鑫 jxzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：方荷阳 hyfang@ccxi.com.cn

纪嘉琦 jqji@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

中电国际（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	3,829.03	4,525.75	4,862.65	5,033.85
所有者权益合计（亿元）	1,125.44	1,346.21	1,420.68	1,456.26
负债合计（亿元）	2,703.59	3,179.54	3,441.97	3,577.59
总债务（亿元）	2,441.13	2,905.96	3,174.05	--
营业总收入（亿元）	771.83	853.06	895.33	208.01
净利润（亿元）	1.16	79.33	52.68	22.47
EBIT（亿元）	98.89	189.52	175.84	--
EBITDA（亿元）	243.18	353.48	361.63	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	228.39	295.49	277.79	78.40
营业毛利率(%)	17.56	25.50	25.72	29.85
总资产收益率(%)	2.99	4.54	3.75	--
EBIT 利润率(%)	12.81	22.22	19.64	--
资产负债率(%)	70.61	70.25	70.78	71.07
总资本化比率(%)	73.43	74.59	74.59	--
总债务/EBITDA(X)	10.04	8.22	8.78	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.40	2.82	3.01	--
FFO/总债务(X)	0.06	0.09	0.08	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年财务数据采用 2023 年审计报告期初数，2023~2024 年财务数据使用 2024 年审计报告中的数据，2025 年一季度数据采用 2025 年一季度财务报表的期末数；2、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，其中“--”表示不适用或数据不可比；3、中诚信国际债务统计口径包含公司计入少数股东权益的混合型证券余额以及计入其他流动负债的超短期融资券。

## 同行业比较（2024 年数据）

公司名称	可控装机容量（万千瓦）	售电量（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）
上海电力	2,465.31	738.77	1,893.78	71.90	427.34	23.47	41.63
华电国际	5,981.86	2,086.29	2,238.75	61.55	1,129.94	8.78	68.36
中电国际	7,194.86	1,801.03	4,862.65	70.78	895.33	25.72	52.68

中诚信国际认为，与可比企业相比，公司在装机容量及售电量方面具有一定的规模优势，且总资产规模较大。公司清洁能源机组占比很高，抵御燃料价格波动的能力较强，相对于传统能源发电企业，公司营业毛利率水平较高。由于投资规模较大，公司财务杠杆水平相对较高。

注：“上海电力”为“上海电力股份有限公司”简称，“华电国际”为“华电国际电力股份有限公司”简称；上海电力及华电国际的装机容量数据均为控股装机容量。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

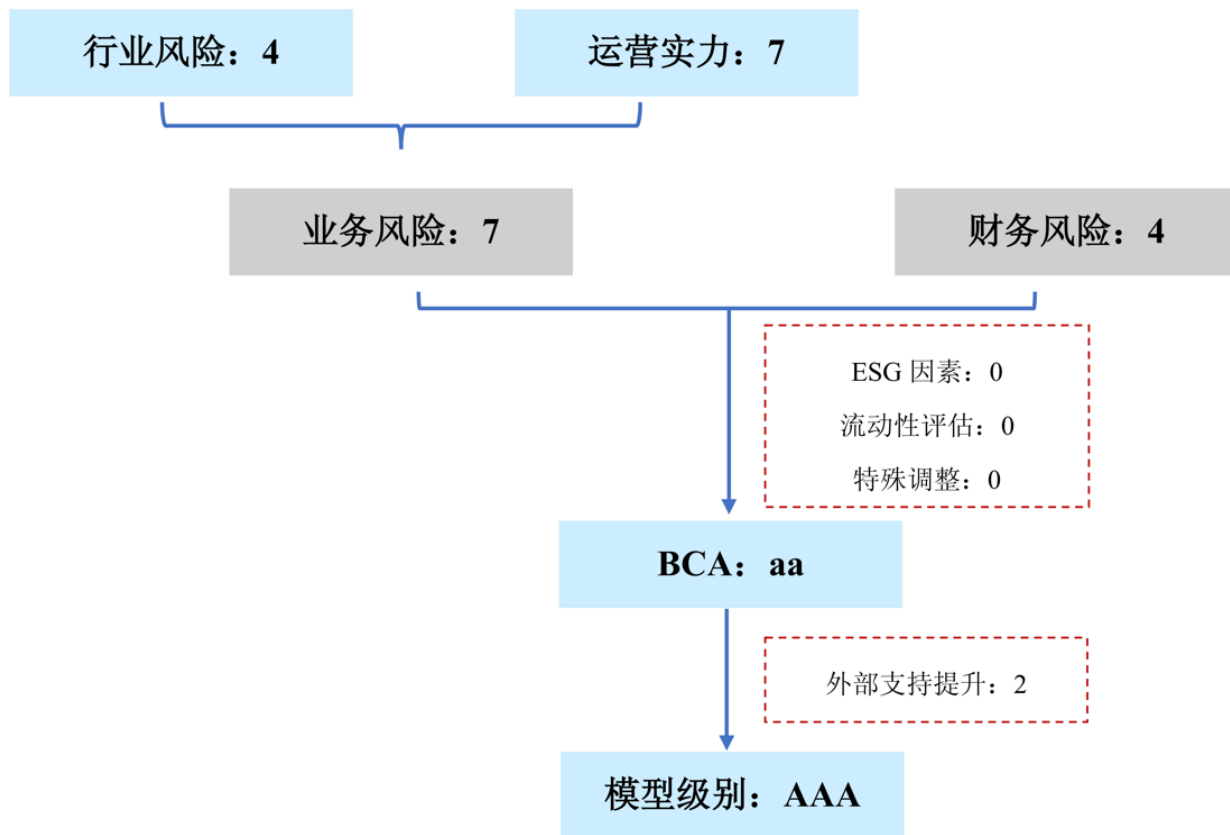
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
中电 GK01	AAA <sub>st</sub>	AAA	2024/6/27 至本报告出具日	8/8	2023/02/06~2026/02/06	偿债保障承诺
GR 中电 02	AAA	AAA	2024/6/27 至本报告出具日	12/12	2023/11/14~2026/11/14	偿债保障承诺

注：债券余额为 2025 年 4 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
中电国际	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/6/27 至本报告出具日

## ● 评级模型

### 中国电力国际有限公司评级模型打分(C150000\_2024\_05\_2025\_1)



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：**公司是国家电投集团的核心子公司和主要的海外发展平台，其子公司中国电力为国家电投集团最主要的上市公司之一，在其产业布局中具有重要的战略地位，国家电投集团对公司具有极强的支持意愿和很强的支持能力，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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接

[https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu\\_W9CVC0WNLnY7FvBMw](https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw)

## 业务风险

中诚信国际认为，2024 年全国电力供需总体平衡，电源建设仍延续清洁化趋势，在一揽子增量政策下，未来我国用电需求将持续提升并将保持中速增长。行业内企业凭借较好的融资及经营获现能力整体保持了可控的财务风险，整体经营状况稳健。

2024 年以来，随着一揽子增量政策的出台，我国经济保持稳健增长，全社会用电量保持同比中速增长；预计 2025 年在支持政策落地、基建投资支撑作用和极端天气等综合因素影响下我国全社会用电需求或将保持中速稳定增长。2024 年我国电源结构延续清洁化发展趋势，新能源装机占比持续提升，但电煤价格仍处历史相对高位、来水不确定性加剧、极端天气增多、新能源电量消纳受限等因素对我国电力供需平衡造成一定影响。2024 年以来，受电力装机供给增速较快而用电需求增速相对平缓影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低，未来在经济增速放缓、能源供给结构变化等因素影响下，全国发电设备利用情况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。2024 年以来火电电价在燃料价格持续回落、容量电价施行及清洁能源替代影响下面临下行趋势；新能源电价受平价上网装机规模快速增长及市场化交易程度加深影响而有所下降，但国内碳排放权、CCER、绿电和绿证等交易市场发展迅速，有助于促进可再生能源电量消纳并提升新能源发电企业相关收益。从电力生产行业企业信用状况来看，各细分领域信用状况稳定，其中，火电企业盈利及获现水平在燃料价格处于下行区间和容量电价政策持续施行等影响下仍将保持较好水平，总体信用质量将保持稳定。风电及太阳能发电企业仍保持了良好的财务表现，但消纳及电价政策的不确定性或将其盈利空间形成影响，总体信用质量由“稳定提升”调整为“稳定”。水电和核电行业装机稳步增长，总体信用质量将保持稳定。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源建设，推动装机容量及总债务持续增长，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，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11690?type=1>

中诚信国际认为，公司在装机规模及售电量方面具备显著的规模优势。跟踪期内，公司持续推动能源结构转型，清洁能源占比及装机规模稳步提升，电力资产较为优质，售电量及收入均同比增长且保持较好水平。煤炭价格继续回落缓解燃煤机组运营压力，但仍需对燃料价格波动对公司业务运营的影响保持关注。同时公司在建项目较多，面临一定的投资压力。



**2024 年以来，公司产权结构和经营战略无较大变化，董事会成员变动及合并范围变化均未对公司正常生产经营产生重大影响，截至本报告出具日，公司治理结构完整、战略方向明确。**

截至 2025 年 3 月末，公司控股股东国家电力投资集团有限公司直接持有公司 100% 股权，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司的实际控制人。

公司建立了健全的治理结构和较为完善的内部控制制度框架体系。2024 年内，因工作调动等原因，公司董事会部分成员发生变更<sup>1</sup>。2024 年 5 月，公司公告显示，根据集团公司总部组织结构优化调整方案对中电国际的董事长进行调整<sup>2</sup>，并于 5 月 6 日完成香港注册登记变更，属正常人事变动。

根据国家电力投资集团战略规划，2024 年 1 月，国家电力投资集团海外投资有限公司以无偿划转形式出让 SPIC GREEN ENERGY LIMITED（香港绿能）100% 股权至公司，属于同一控制下的企业合并。香港绿能主要持有澳洲、智利和巴西的电力资产。此次划转有助于巩固公司作为集团公司境外发展主力平台的地位，电力资产规模得到拓展。合并范围的变化<sup>3</sup>对公司业务结构及发展方向无重大影响。

战略方面，公司战略方向明确，将持续致力于发展清洁能源项目，践行“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念。同时，公司作为国家电投集团境外发展的主力平台，将继续打造国际化发展和投资的核心竞争能力，致力于成为国家电投集团的国际清洁低碳能源投资平台、国际综合智慧能源开发平台和国际清洁能源资本运作平台。总体来看，公司内控及治理结构较为健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

**2024 年以来，公司继续积极推动能源结构转型，清洁能源装机持续提升，整体装机规模保持增长，规模优势显著、电源结构较优。加之多元化的区域布局及持续增长的用电需求，公司电力业务竞争力处于极强水平。**

2024 年以来，公司继续快速推进能源结构转型，清洁能源装机占比及装机容量保持增长，规模优势显著。截至 2024 年末，公司风电、光伏和水电机组的装机容量占比分别为 25.6%、31.4% 和 12.5%，电源结构较为多元。机组质量方面，截至 2024 年末，公司在运煤电机组主要为 60 万千瓦级以上的大型机组，资产质量较高。公司不断加强对能耗指标的管控，2024 年公司供电标准煤耗低于 285 克/千瓦时，相对较低。综合来看，公司可控装机规模很大，电源结构较优且煤电资产质量较好。

从区域分布来看，公司电力资产主要位于中国境内，并广泛分布在安徽、山西、湖南等二十余个省、自治区和直辖市。境内主要机组所在区域经济发展水平相对较高、用电需求旺盛。2024 年我国全社会用电量为 98,521 亿千瓦时，同比增长 6.8%，持续增长的用电需求为公司业务运营及发展提供支撑。同时，作为国家电投集团境外发展的主力平台，公司境外装机容量近年来保持增长，主要分布于巴西、巴基斯坦、越南和智利，同时覆盖哈萨克斯坦、澳大利亚等，较

<sup>1</sup> 2024 年内，除董事长变更以外，公司另有 1 名董事发生变更，1 名高级管理人员离任。截至报告出具日，公司董事会成员仍由四人组成。

<sup>2</sup> 公司董事长变更为公司子公司中国电力的董事局主席。

<sup>3</sup> 2024 年，公司发生的合并调整中，除香港绿能以外的主要调整是，2024 年 12 月公司下属上市子公司中国电力与淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“淮南矿业”）签署一份增资扩股协议，据此淮南矿业以注资方式增持其在安徽淮南平圩发电有限公司（以下简称“平圩发电”）的权益。该交易已于 2024 年 12 月 30 日完成交割，交割完成后，中国电力在平圩发电的股权由 60% 摊薄至 49%，成为其联营公司。

为多元化的区域分布亦可分散一定的经营风险。但由于部分项目所在国的市场电价波动较大，需关注境外项目电力运营环境的变动情况。

表 1：近年来公司装机结构情况（万千瓦）

指标	2022	2023	2024
可控装机容量	5,662.32	6,371.60	7,194.86
其中：煤电	1,693.50	1,693.50	1,692.00
气电	363.72	390.72	397.88
水电	847.46	897.16	902.16
光伏	1,312.38	1,746.15	2,258.67
风电	1,388.36	1,579.97	1,840.28
其他	56.90	64.10	103.87
清洁能源占比 <sup>4</sup> (%)	70.09%	73.42%	76.48%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**跟踪期内受益于所在流域降雨量上升，公司水电机组业务经营显著改善；风电和光伏资源保持很高的储备量及较好的资源禀赋；随着供需形势趋于宽松，2024 年以来公司煤炭采购价格继续回落，火电机组运营压力降低。需对燃料价格波动对公司火电业务的影响，及中国电力水电资产重组事项保持关注。**

煤炭等资源获取方面，公司与一批大型煤炭生产和运输企业签订长协议供煤合同，锁定长期价格成本，建立了稳定的供应关系。公司发电用煤来自于外部采购，煤炭价格波动对公司盈利水平影响较大，资源控制能力有待提升。2024 年以来，因国内煤矿生产强度较大且核增产能得以释放，我国煤炭供给量增速较快，叠加海外煤炭供需趋于宽松、进口政策等因素共同推动市场煤炭价格大幅回落。受益于此，2024 年以来公司煤炭采购价格持续下降，但仍需对燃料价格变动对公司燃煤机组生产经营及盈利能力的影响保持关注。

公司水电资产机组在境内主要分布于沅水流域，境外主要管理位于巴西和智利的水电站，重点项目包括五强溪水电厂、三板溪水电厂、巴西圣西芒水电站等。跟踪期内，位于巴西电力负荷中心地带的圣西芒水电站仍保持很高的可利用小时数；五强溪水电厂是湖南省最大的水电站，2023 年完成扩建机组投产后，进一步强化了其作为华中电网调峰调频骨干水电厂地位。三板溪水电厂是沅水干流唯一具有多年调节性能的龙头电站，对下游梯级电站补偿效益显著。公司水电机组发电量受沅水流域来水情况影响较大，2024 年以来，受益于所在流域降雨量同比增加，水电机组利用小时数同比显著提升，水电板块经营显著改善。

另外，截至本报告出具前，公司下属子公司中国电力正在推进一项资产重组事项。2024 年 9 月 30 日，中国电力发布资产重组初步方案，拟以其子公司五凌电力、长洲水电<sup>5</sup>控股股权作为对价，认购国家电投集团远达环保股份有限公司（以下简称“远达环保”，代码 600292.SH）<sup>6</sup>增发的股份。2024 年 10 月 18 日，中国电力、国家电投集团广西电力有限公司<sup>7</sup>、远达环保已签署重组框架协议。远达环保主要从事节能环保及污染治理业务，在大气治理领域保持在行业前列。交易完成后，远达环保将作为国家电投集团在中国境内的水电资产整合平台，同时也将成为中国电力的控股子公司，中国电力将透过远达环保继续控股五凌电力和长洲水电。本次资产

<sup>4</sup> 清洁能源占比为清洁能源占可控装机容量比重，为去除煤电机组外的装机容量占比。

<sup>5</sup> 五凌电力、长洲水电分别代指五凌电力有限公司、国家电投集团广西长洲水电开发有限公司。

<sup>6</sup> 本次重组前，国家电投集团为远达环保的控股股东及实际控制人，持有远达环保 43.7%股权。

<sup>7</sup> 中国电力全资子公司，长洲水电直接股东。



重组有助于扩大公司新能源业务规模及整合区域新能源资产，目前相关交易方案尚需取得有权监管机构的批准，中诚信国际将持续关注重组事项的后续进展及其对公司生产经营、财务状况的影响。

公司拥有丰富的风电和光伏资源储备。公司光伏项目主要分布于宁夏、湖北、山西等地区，同时在境外布局澳大利亚、亚洲和拉丁美洲等地区。整体来看，公司主要光伏项目位于太阳能资源较为丰富的区域，年度光伏利用小时数近 1,300 小时。公司风电项目主要位于湖南、山东、广西、甘肃等地区，同时布局澳大利亚、墨西哥、哈萨克斯坦、越南等国家，其中澳大利亚和哈萨克斯坦拥有丰富的风力资源。新疆地区存在一定的弃风压力，公司主要通过加强电力营销、自建外送线路等方式减轻弃风压力。

**主要受益于有利的水文条件及新能源装机容量的增长，2024 年公司售电量同比提升且处于极高水平，同时带动公司收入继续增长。需关注可再生能源监管政策对售电单价的影响。**

2024 年受益于有利的水文条件、前期战略性收购、新项目投产及新能源装机容量增长，公司发电量及售电量均同比增长，且整体保持极高水平；2024 年公司平均售电单价同比下降。其中，光伏和风电售电单价下降主要系平价上网发电项目投产或并入；煤电售电单价下降主要因山西省现货电价下调所致，而气电售电单价下降则主要因长协电价波动对广东省电网公司代购市场电交易单价产生影响。伴随新能源装机规模及售电量提升，新能源对公司收入的贡献比重进一步增加，叠加水电售电量增加，推动公司收入继续增长。2025 年一季度，公司售电量保持相对较好水平，但因燃料价格回落下煤电价格联动加强且平价上网的新能源机组增加，公司平均售电单价下降。值得注意的是，全额保障性收购可再生能源电量新规<sup>8</sup>的出台将导致新能源发电项目面临更大的消纳及市场化竞争压力，且新能源上网电量全面进入电力市场相关政策<sup>9</sup>的推进或将对电力市场交易竞争形势及电价情况存在一定影响，中诚信国际将保持关注。

表 2：近年来公司电力业务主要生产指标

指标	2022	2023	2024	2025.1~3
发电量（亿千瓦时）	1,723.40	1,700.23	1,870.30	455.41
售电量（亿千瓦时）	1,653.54	1,634.72	1,801.03	439.52
其中：煤电	908.98	724.31	731.81	165.50
气电	79.08	113.70	105.79	20.92
水电	214.76	237.41	319.71	66.81
风电	252.39	309.99	335.97	107.87
光伏	173.95	218.20	276.79	70.64
其他	24.39	31.12	30.96	7.78
售电单价（元/千千瓦时）	434.65	477.22	449.36	420.64
其中：煤电	428.27	448.41	441.79	420.06
气电	647.55	690.25	624.97	653.78
水电	253.14	309.60	283.09	318.84
风电	506.97	491.75	472.69	466.00
光伏	472.81	454.40	405.84	367.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

<sup>8</sup> 2024 年 3 月，国家发展改革委公布《全额保障性收购可再生能源电量监管办法》，指出电网企业不再承担可再生能源电量全额保障性收购义务。

<sup>9</sup> 2025 年 1 月，国家发改委、国家能源局发布的《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136 号）明确推动新能源上网电价全面市场化，要求新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，电价通过市场交易形成，并建立“差价结算”机制。政策以 2025 年 6 月 1 日为节点区分存量项目和增量项目，存量项目与现行政策衔接，增量项目通过市场化竞价确定机制电价。改革旨在推动新能源公平参与市场竞争，公平承担系统调节责任，助力构建新型电力系统。各地需于 2025 年底前制定实施方案，确保改革平稳推进。

公司在建项目以新能源发电项目为主，在建装机规模较大且项目储备充足。未来伴随新能源机组建成投产，公司电源结构有望进一步优化，经营实力亦将进一步增强，但同时也面临一定的投资支出压力。

2024 年，公司继续推进能源结构优化升级，在建项目主要为新能源发电项目，在建工程规模很大。截至 2024 年末，公司在建工程规模在 350 亿元以上。重大在建项目包括靖海 150MW 海上风电场项目、桃源抽蓄项目、山东海卫半岛南 U 场址 450MW 海上风电项目等。同时，公司也有一定规模的储备项目，基于战略规划积极扩展境外装机容量。伴随未来在建项目的建成投产，公司装机规模将继续提升，电源结构亦将进一步优化，但公司未来投资规模将维持高位，面临一定的投资支出压力。

## 财务风险

中诚信国际认为，2024 年以来售电量增加及燃煤价格回落推动公司经营性盈利能力持续提升，并保持很好的经营性获现能力。伴随项目建设的推进及经营积累，公司资产及债务规模保持增长，多渠道融资继续推动公司资本实力增强，但公司财务杠杆率仍处于较高水平，盈利及现金流偿债指标表现有所分化。凭借很强的经营获现能力及外部融资能力，公司可实现到期债务接续，整体偿债能力亦保持在较好水平。伴随项目投资建设的推进，需持续关注公司的财务杠杆管控情况。同时，在境外电力市场环境及汇率波动下，需对香港绿能经营表现波动对公司的影响保持关注。

### 盈利能力

2024 年，伴随售电量的增加及公司其他电热力营业收入<sup>10</sup>的增长，公司营业总收入规模同比进一步提升。同时，受益于燃煤价格回落，公司营业毛利率亦同比增长。因压降融资及管理成本，2024 年，公司期间费用及期间费用率均有所下降。受益于此，公司当期经营性业务利润延续增长态势；2024 年公司计提 23.41 亿元的大额资产减值损失，主要系针对经营不及预期和未来经营存在不确定性的发电项目计提的固定资产减值损失及商誉减值损失，对利润构成一定侵蚀，加之，当期权益法核算的长期股权投资收益同比有所下降，致使 2024 年公司利润总额及相关盈利指标均有所下降，但公司总资产收益率仍保持较优水平。中诚信国际将对公司资产减值情况及参股企业经营波动对公司盈利产生的影响保持关注。2025 年一季度，主要因煤电和气电售电量下降，公司营业总收入较上年同期小幅下降 3.3%，但受益于燃煤价格的进一步回落，公司营业毛利率较上年同期提升 2.85 个百分点，经营性盈利能力同比提升，利润总额及净利润分别较上年同期增长 18.8%和 4.2%。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024		2025.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
火电	458.40	-1.02	427.14	10.73	413.58	12.20	--	--
水电	54.36	39.92	73.50	45.05	90.51	52.77	--	--
风电	127.95	48.81	152.44	46.88	159.13	44.25	--	--
光伏	85.22	50.44	101.25	45.20	112.33	40.37	--	--
其他	45.89	28.51	98.73	21.61	119.77	13.63	--	--

<sup>10</sup> 2024 年公司其他电热力营业收入同比增加 67.68%，主要因子公司新源智储收入规模较上年增加，同时与中电国际合并范围内单位关联交易减少，合并抵消减少导致本年较上年收入明显增加。

合计	771.83	17.56	853.06	25.50	895.33	25.72	208.01	29.85
----	--------	-------	--------	-------	--------	-------	--------	-------

资料来源：公司债券年报及季度财务报表，中诚信国际整理

### 资产质量

公司资产结构以非流动资产为主，2024 年以来，随着项目建设推进及经营的积累，公司固定资产和在建工程的合计规模同比明显提升，并推动公司总资产规模持续扩大。流动资产方面，因年内控股股东注资且净融资规模增加，2024 年末公司货币资金规模同比明显提升，且受限比例低，可动用部分充裕。公司应收账款主要为应收电费以及应收新能源补贴款，截至 2024 年末，公司纳入补贴目录的应收新能源补贴款约为 232 亿元，约占期末应收账款的 66%，对资金形成一定占用；公司未纳入补贴目录的新能源补贴款计入合同资产核算，当期末公司合同资产中的新能源补贴款约为 112 亿元，占期末合同资产的 99.4%。2024 年以来，公司应收账款及合同资产期末余额伴随收入增长而增加，并推动期末流动资产规模扩大。

对发电资产的持续投入亦使公司保持一定的融资需求，2024 年末公司长短期债务及总债务规模均同比增长，短期债务占比有所上升，但公司债务结构仍保持在合理水平。权益结构方面，2024 年公司控股股东国家电投集团增资 12 亿元，推动公司实收资本规模上升。主要因香港绿能产生较大的外币报表折算差异，2024 年末公司其他综合收益同比大幅下滑。同时，因 2024 年公司全资子公司亏损，特别是香港绿能本期出现大额亏损，公司当期归母净利润、期末未分配利润均由正转负。受上述因素综合影响，2024 年末公司归属于母公司所有者权益同比下降 18.9%。但由于少数股东权益受发行永续债、基础设施类 REITs 等影响实现同比增加，2024 年末公司整体权益规模仍实现同比上升。2025 年一季度，公司归母净利润为正且实现同比增长，受益于利润积累、季末外币报表折算差额的收窄及少数股权权益的增加，3 月末公司权益规模继续扩大、资本实力继续增强。因负债的同比变动幅度大于资产变动幅度，2024 年以来公司资产负债率有所提升，中诚信国际将持续关注公司的财务杠杆控制情况。

### 现金流及偿债情况

受薪酬及税费支付较上年增加影响，2024 年公司经营活动现金流净流入规模同比下降，但公司仍保持很好的经营性获现能力。因当期投资支出力度同比下降，公司投资活动现金流净流出规模有所收窄。经营活动回笼资金不足的部分仍由筹资活动现金流补充，2024 年因净融资规模增加，公司筹资活动现金流净流入规模同比增加。偿债能力方面，因 2024 年公司获现水平下降，经营活动现金流对债务本息的覆盖能力有所下滑；尽管 2024 年公司利润总额同比下降，但主要因年内大量新增发电机组投入商业运营，固定资产及使用权资产折旧增加，使得当期 EBITDA 同比有所增长，加之利息支出同比下降，推动 EBITDA 利息保障倍数同比提升，但 EBITDA 对债务的覆盖能力有所下降。整体来看，公司有息债务保持较大规模，但受益于很强的获现能力及筹资能力，偿债能力能够保持在较好水平。公司银企关系良好，截至 2024 年末，公司合并口径尚未使用的银行授信额度约 2,243 亿元，备用流动性充足。同时，公司子公司中国电力是香港上市公司，权益融资渠道畅通。资金管理方面，公司合理安排资金计划，并配合国家电投集团下属财务公司、财资公司推进司库系统一体化建设，加强资金管理能力，根据资金归集相关要求执行资金归集。

表 4：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用率	14.96	15.43	14.09	14.47
经营性业务利润	14.51	82.93	98.10	30.50
资产减值损失	-18.34	-1.70	-23.41	-0.08
投资收益	15.89	13.27	6.41	0.54
利润总额	12.11	94.37	79.66	31.41
总资产收益率	2.99	4.54	3.75	--
货币资金	131.51	134.45	164.75	209.39
合同资产	39.88	72.40	113.00	129.12
应收账款	246.76	280.19	353.21	378.07
总资产	3,829.03	4,525.75	4,862.65	5,033.85
总债务	2,441.13	2,905.96	3,174.05	--
其他综合收益	23.02	16.26	-11.70	-1.53
未分配利润	55.33	8.72	-14.03	-6.62
归属于母公司所有者权益合计	274.56	192.35	155.95	176.91
少数股东权益	850.89	1,153.86	1,264.73	1,279.35
资产负债率	70.61	70.25	70.78	71.07
经营活动净现金流	228.39	295.49	277.79	78.40
投资活动净现金流	-391.04	-476.07	-442.77	-65.62
EBITDA 利息保障倍数	2.40	2.82	3.01	--
FFO/总债务	0.06	0.09	0.08	--
总债务/EBITDA	10.04	8.22	8.78	--

资料来源：公司债券年报及季度财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产合计 169.42 亿元，占当期末总资产的比例为 3.5%，受限比例低。同期末，公司无重大未决诉讼事项及对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的资料，2022 年~2025 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<sup>11</sup>

### 假设

——2025 年，煤价延续稳中有降态势，平价上网新能源机组增加，市场博弈下，平均售电单价同比下降。

——2025 年，公司装机容量保持增长，平均利用小时数保持与上年相当的水平，公司售电量同比增加。

——2025 年，公司在建及收并购项目如期推进，投资支出保持较大规模。

<sup>11</sup>中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象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。



——2025 年，通过多渠道融资及引入战略投资者，公司资本实力进一步增强，财务杠杆水平稳中有降。

## 预测

表 5：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	74.59	74.59	69~74
总债务/EBITDA(X)	8.22	8.78	7.6~8.6

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 调整项

**ESG<sup>12</sup>表现方面**，公司持续优化电源结构，积极发展清洁能源项目，目前开发项目以光伏和风电为主且布局储能业务，注重可持续发展和安全管理、注重员工权益且积极履行能源保供等社会责任。公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力强，未使用授信额度充足。公司子公司中国电力为香港上市公司，资本市场融资渠道通畅，财务弹性较好。此外，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出主要用于项目投资建设支出及债务还本付息。整体来看，良好的银企关系、较强的债券市场融资能力及畅通的融资渠道有助于债务平稳接续，未来一年流动性来源可覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**公司控股股东国家电投集团具有很强的支持能力，公司是其核心子公司和主要的海外发展平台，战略地位重要，控股股东对公司支持意愿极强，在资金支持、资源获取等方面为公司提供较大支持。**

公司控股股东为国家电投集团，最终实控人为国务院国资委。国家电投集团是我国大型国有独资电力企业集团之一，其发电资产已覆盖全国 31 个省、市、自治区，境外业务分布在日本、澳大利亚、马耳他、印度等多个国家和地区。国家电投集团资产规模雄厚，其装机容量、机组质量、市场份额和技术水平等方面均位居我国发电企业前列，行业地位显著，综合实力极强。国家电投集团下设财务公司、财资公司，协调外部银行、金融机构接入续贷的能力极强。公司是国家电投集团的核心子公司和主要的海外发展平台，其子公司中国电力为国家电投集团最主要的上市公司之一，在其产业布局中具有重要的战略地位。2024 年国家电投集团增资 12 亿元，使公司实收资本期末余额增至 144.85 亿元。同时，跟踪期间国家电投集团在权益融资、资源获取等方面继续为公司提供有力支持，综合来看，控股股东具有很强的支持能力，对公司有极强的支持意愿。

## 跟踪债券信用分析

“中电 GK01”募集资金 8.00 亿元，全部用于偿还项目并购及项目建设贷款，截至目前均已按用途使用。

<sup>12</sup>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。



“GR 中电 02”募集资金 12.00 亿元，其中 10.62 亿元用于偿还项目贷款，1.38 亿元用于项目建设投资，截至目前均已按用途使用。

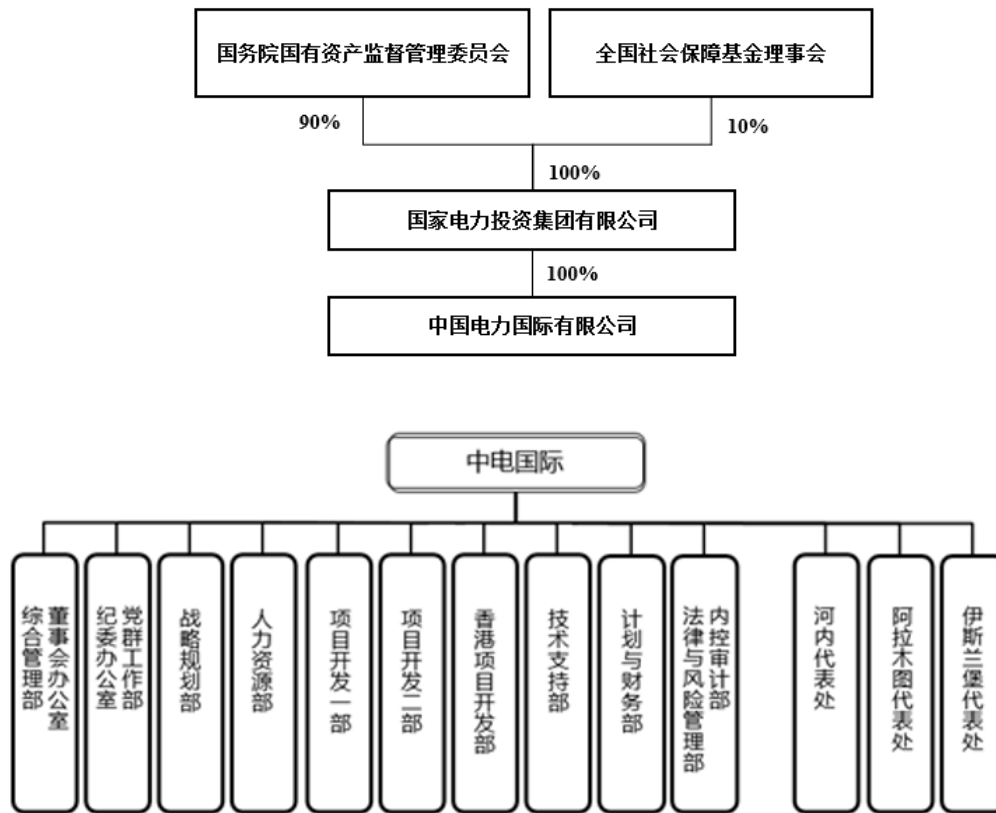
“中电 GK01”和“GR 中电 02”均设置偿债保障承诺，主要约定在债券每次付息、兑付日前 20 个交易日货币资金不低于每次应偿付金额的 10%；在债券每次回售资金发放日前 5 个交易日货币资金不低于每次应偿付金额的 20%。截至 2024 年末，公司货币资金余额为 164.75 亿元，受限货币资金为 4.07 亿元，货币资金充足。

“中电 GK01”和“GR 中电 02”均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。公司规模优势突出，电力资产较为优质，近年来清洁能源装机占比持续提升。2024 年以来售电量增加及燃煤价格回落推动公司经营性盈利能力持续回升，并保持很好的经营性获现能力。公司流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量稳定。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，且可顺畅滚动发行，目前跟踪债券信用风险极低。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国电力国际有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“中电 GK01”的信用等级为 **AAA<sub>stt</sub>**，维持“GR 中电 02”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：中国电力国际有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：中国电力国际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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	131.51	134.45	164.75	209.39
应收账款	246.76	280.19	353.21	378.07
其他应收款	116.76	119.47	82.31	82.77
存货	25.69	34.88	22.24	18.67
长期投资	162.37	216.06	222.59	220.74
固定资产	2,392.75	2,678.67	2,901.55	2,974.09
在建工程	275.84	353.67	393.86	373.68
无形资产	52.01	99.18	103.62	93.64
资产总计	3,829.03	4,525.75	4,862.65	5,033.85
其他应付款	104.19	188.30	89.29	98.09
短期债务	593.74	715.90	924.43	--
长期债务	1,847.39	2,190.06	2,249.62	--
总债务	2,441.13	2,905.96	3,174.05	--
净债务	2,310.83	2,772.70	3,013.37	--
负债合计	2,703.59	3,179.54	3,441.97	3,577.59
所有者权益合计	1,125.44	1,346.21	1,420.68	1,456.26
利息支出	101.15	125.30	120.11	--
营业总收入	771.83	853.06	895.33	208.01
经营性业务利润	14.51	82.93	98.10	30.50
投资收益	15.89	13.27	6.41	0.54
净利润	1.16	79.33	52.68	22.47
EBIT	98.89	189.52	175.84	--
EBITDA	243.18	353.48	361.63	--
经营活动产生的现金流量净额	228.39	295.49	277.79	78.40
投资活动产生的现金流量净额	-391.04	-476.07	-442.77	-65.62
筹资活动产生的现金流量净额	221.61	162.26	200.17	31.69
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	17.56	25.50	25.72	29.85
期间费用率(%)	14.96	15.43	14.09	14.47
EBIT 利润率(%)	12.81	22.22	19.64	--
总资产收益率(%)	2.99	4.54	3.75	--
流动比率(X)	0.74	0.64	0.64	0.73
速动比率(X)	0.72	0.61	0.62	0.72
资产负债率(%)	70.61	70.25	70.78	71.07
总资本化比率(%)	73.43	74.59	74.59	--
短期债务/总债务(%)	24.32	24.64	29.12	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.05	0.07	0.06	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.21	0.29	0.19	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.26	2.36	2.31	--
总债务/EBITDA(X)	10.04	8.22	8.78	--
EBITDA/短期债务(X)	0.41	0.49	0.39	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.40	2.82	3.01	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.98	1.51	1.46	--
FFO/总债务(X)	0.06	0.09	0.08	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司计入少数股东权益的混合型证券以及计入其他流动负债的超短期融资券；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，其中“--”表示不适用或数据不可比。

### 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+应收款项融资调整项)
	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 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	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。

中长期科技创新债券等 级符号	含义
AAA <sub>sti</sub>	科技创新债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA <sub>sti</sub>	科技创新债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A <sub>sti</sub>	科技创新债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB <sub>sti</sub>	科技创新债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB <sub>sti</sub>	科技创新债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B <sub>sti</sub>	科技创新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 <sub>sti</sub>	科技创新债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC <sub>sti</sub>	基本不能保证偿还科技创新债券。
C <sub>sti</sub>	不能偿还科技创新债券。

注：除 AAA<sub>sti</sub> 级，CCC<sub>sti</sub> 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