

信用等级公告

联合〔2020〕3111号

联合资信评估有限公司通过对华能国际电力股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定华能国际电力股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，华能国际电力股份有限公司 2020 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



华能国际电力股份有限公司

2020 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：发行规模合计 20 亿元。其中，品种一初始发行规模为 10 亿元，品种二初始发行规模为 10 亿元，公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，回拨比例不受限制

本期中期票据期限：品种一期限为 3+N（3）年期；品种二期限为 5+N（5）年期。于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：每年付息一次，于到期日一次性兑付本金及最后一期利息

募集资金用途：偿还公司本部到期银行贷款及债务融资工具

评级时间：2020 年 8 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司电力企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司电力企业信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

华能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”或“公司”）是中国最大上市发电公司和核心发电企业之一。公司在区域布局、发电装机容量、设备性能和技术水平以及电网认可程度等方面均具备显著优势。公司管理制度健全、实施有效，综合管理水平高。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司火电上网电价及煤价波动和债务负担较重等因素给公司带来一定的不利影响。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置、清偿顺序列于公司普通债务之后及利息递延累积等特点。公司经营活动产生的现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。

未来，随着公司在建新能源机组的投产运营，公司发电能力将进一步提高，电源结构将进一步优化，综合实力有望继续保持。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司在业务布局、装机规模、设备水平等方面具备显著优势。2017—2019 年，公司可控发电装机容量分别为 10432.10 万千瓦、10599.10 万千瓦和 10692.40 万千瓦，为国内装机规模最大的发电类上市企业，且公司机组在区域布局、设备性能及技术水平等方面保持显著优势。
2. 公司资本实力强，现金流状况佳。截至 2019 年底，公司资产总额为 4135.97 亿元，所有者权益合计 1172.89 亿元。2017—2019 年，公司经营活动现金流均表现为较大规模净流入。
3. 公司经营活动产生的现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为本期中期票据发行规模的 96.29 倍、18.66 倍和 18.04 倍。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

关注

1. 公司所处电力行业盈利水平受经济周期波动和相关产业政策影响大。煤炭价格和上网电价的波动、环保投入增加以及电改政策的推进等因素对电力行业企业盈利水平影响较大。
2. 公司债务负担较重,且未来存在一定资本支出压力。截至 2019 年底,公司全部债务为 2455.22 亿元;资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率分别为 71.64%、67.67%和 55.09%。此外,公司在建项目投资规模大、回收周期长,随着在建工程进度的推进,未来存在一定资本支出压力。
3. 本期中期票据在条款设置上具有一定特殊性。本期中期票据含赎回权、票面利率重置、清偿顺序列于公司普通债务之后及利息递延累积等特点。

分析师: 牛文婧 王 皓

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	130.89	204.54	188.59	210.11
资产总额(亿元)	3823.51	4034.41	4135.97	4145.74
所有者权益合计(亿元)	931.46	1017.86	1172.89	1219.73
短期债务(亿元)	1170.48	1001.93	1016.70	988.29
长期债务(亿元)	1251.48	1566.49	1438.52	1459.65
全部债务(亿元)	2421.95	2568.42	2455.22	2447.94
营业总收入(亿元)	1529.70	1698.61	1734.85	403.51
利润总额(亿元)	35.74	34.36	48.13	37.46
EBITDA(亿元)	328.73	338.34	360.75	--
经营性净现金流(亿元)	300.76	288.92	373.24	81.29
营业利润率(%)	10.40	10.24	13.53	17.78
净资产收益率(%)	2.14	2.37	2.03	--
资产负债率(%)	75.64	74.77	71.64	70.58
全部债务资本化比率(%)	72.22	71.62	67.67	66.74
流动比率(%)	30.97	44.72	42.91	45.62
经营现金流动负债比(%)	19.09	20.90	26.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.18	3.06	3.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.37	7.59	6.81	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	1748.48	1857.82	1903.24	1898.06
所有者权益(亿元)	760.04	832.14	1018.53	1055.13
全部债务(亿元)	783.62	822.11	704.75	672.92
营业收入(亿元)	469.72	500.40	480.72	98.16
利润总额(亿元)	66.92	1.86	60.23	10.17
资产负债率(%)	56.53	55.21	46.48	44.41
全部债务资本化比率(%)	50.76	49.70	40.90	38.94
流动比率(%)	25.68	52.05	45.59	46.89
经营现金流动负债比(%)	10.56	13.89	17.66	--

注：1. 2020 年 1-3 月份财务数据未经审计；2. 报告中其他流动负债中的应付短期债券以及衍生金融负债调整计入短期债务，长期应付款中融资租赁款调整计入长期债务；3. 本报告所用 2017 年度及 2018 年度公司财务数据分别为 2018 年度及 2019 年度财务报表中追溯调整后期初数据

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由华能国际电力股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华能国际电力股份有限公司

2020 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

华能国际电力股份有限公司（以下简称“公司”或“华能国际”）成立于1994年6月，是经原国家经济体制改革委员会体改生（1994）74号文《关于设立华能国际电力股份有限公司的批复》及原国家对外贸易经济合作部（1994）外经贸资三函字第338号文《关于设立华能国际电力股份有限公司的批复》批准，由华能国际电力开发公司（以下简称“华能开发”）与河北省建设投资公司、福建投资开发总公司、江苏省投资公司、辽宁能源总公司、大连市建设投资公司、南通市建设投资公司以及汕头市电力开发公司共同发起设立的股份有限公司。公司设立时总股本为375000万股。

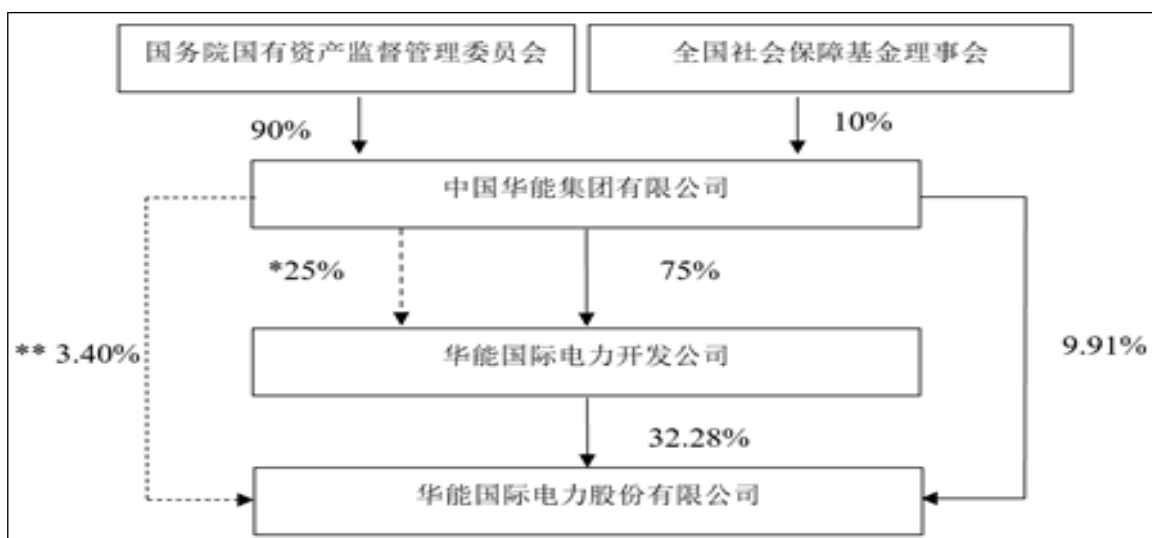
公司于1994年10月发行外资股125000万股，并以美国存托股份的形式在美国纽约证券交易所上市，股票代码为“HNP.N”。该次发行完成后，公司总股本增至500000万股，其中内资股（法人股）375000万股，占总股本的75%，外资股125000万股，占总股本的25%。

1998年1月21日，华能国际电力股份有限公司在香港主板以介绍方式上市，每股发行价4.40港币，股票代码为“00902.HK”，股票简称为“华能国际电力股份”。

2011年11月，经中国证监会证监发行字（2001）67号文批准，公司在上海证券交易所上市，并发行35000股A股股票，股票代码为“600011.SH”，股票简称为“华能国际”。本次发行后，公司总股本增至600000万股，其中内资股（法人股）425000万股，占总股本的70.83%；外资股150000万股，占总股本的25%；流通A股25000万股，占总股本的4.17%。

后经多次定向增发、非公开发行及新股配售，截至2019年底，公司总股本为1569809万股，已发行A股增加至1099771万股，已发行H股总数470038万股。华能国际电力开发公司（以下简称“华能开发”）（持股32.28%）为公司第一大股东。公司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”）。

图1 截至2019年底公司股权结构图



注：* 中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）通过中国华能集团香港有限公司（以下简称“华能香港”）间接持有尚华投资有限公司100%的股权，而尚华投资有限公司持有华能开发25%的股权，因此华能集团间接持有华能开发25%的权益；** 包括华能香港持H股比例约为3.01%；华能集团之一家境内子公司持A股比例约为0.39%

资料来源：公司提供

公司属电力行业，主要经营范围包括投资、建设、经营管理电厂；开发、投资、经营以出口为主的其他相关企业。热力生产及供应（仅限获得当地政府核准的分支机构）；电力生产（限分支机构经营）；电力供应。（电力供应以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）公司经营范围较为广泛。

截至2019年底，公司设董事会办公室、经理工作部、法律与合规管理部、财务与预算部、运营协调部、证券融资部、人力资源部、投资管理部、党建工作部和纪检监察与审计部共10个职能部门；纳入合并范围的一级子公司共154家。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为4135.97亿元，所有者权益合计为1172.89亿元（含少数股东权益187.30亿元）；2019年，公司实现营业总收入1734.85亿元，利润总额48.13亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为4145.74亿元，所有者权益合计为1219.73亿元（含少数股东权益194.48亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入403.51亿元，利润总额37.46亿元。

公司注册地址：北京市西城区复兴门内大街6号（华能大厦）；法定代表人：赵克宇。

二、 本次债券概况

公司已完成TDFI注册（中市协注〔2020〕TDFI35号），本期拟发行华能国际电力股份有限公司2020年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行金额合计20亿元。其中，品种一初始发行规模为10亿元；品种二初始发行规模为10亿元。公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制。本期中期票据

品种一期限为3+N（3）年期；品种二期限为5+N（5）年期，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据每年付息一次，于到期日一次性兑付本金及最后一期利息，募集资金将用于偿还公司本部到期银行贷款及债务融资工具。本期中期票据无担保，条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。

在赎回选择权方面，公司在满足以下两种情况之一时，有权赎回本期中期票据：

1、公司按照赎回条款进行赎回：每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

2、因会计政策变动的提前赎回选择权：

若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动引致公司将此类永续票据由权益重分类为金融负债时，公司有权对本期中期票据进行赎回。公司有权在本期中期票据由权益重分类为金融负债之日的年度末行使赎回权。公司如果进行赎回，将在该可以赎回之日前一个月通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》，说明其影响及相关赎回安排，并由上海清算所代理完成赎回工作（本期中期票据由权益重分类为金融负债之日距年度末少于一个月的情况除外，但公司应在本期中期票据由权益重分类为金融负债之日后5个工作日内及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期中期票据。赎回的支付方式与本期中期票据到期本息支付相同。若公司不行使赎回选择权，则于相应票面利率重置日前一个月，由公司通过交易商协会认可的网站披露本期中期票据票面利率及调整幅度的公告，则本期中期票据将继续存续。

如公司选择赎回，则于赎回日前一个月，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前一个月，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

在利率方面，本期中期票据前N个（品种一：N=3，品种二：N=5）计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前N个（品种一：N=3，品种二：N=5）计息年度内保持不变。前N个（品种一：N=3，品种二：N=5）计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为N年（品种一：N=3，品种二：N=5）的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为N年（品种一：N=3，品种二：N=5）的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

如果公司不行使赎回权，则从第N+1个（品种一：N=3，品种二：N=5）计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第N+1个（品种一：N=3，品种二：N=5）计息年度至第2N个（品种一：N=3，品种二：N=5）计息年度内保持不变，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率；自首个票面利率重置日进行利率跃升，后续维持利率跃升幅度不变。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；

前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司选择利息递延支付，则于付息日前十个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。公司有递延支付利息的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。2017—2019年，公司分别向股东分红（含税）15.20亿元、15.70亿元和21.19亿元，从利息支付角度分析，公司未来逐年持续向股东分红存在一定可能性，减少注册资本的可能性较小，且一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

强制付息事件是指在本期中期票据付息日前12个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起2个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及孳息：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。公司承诺不存在隐性强制分红情况。

根据持有人救济条款，如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支

缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季

度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表1 2016-2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一

带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、

-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失

业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业

贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转

难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房租租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、 行业分析

1. 行业概况

中国电力供需总体平衡，电力装机规模持续增长，但增速逐年下降；非化石能源发电设

备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。但2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情影响，基建及终端用电需求减弱，全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；受补贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

根据中电联统计数据¹，2016年以来，中国电力投资当年完成规模呈逐年下降趋势。2019年，中国电力投资当年完成额7995亿元，同比下降2.03%。其中，电源工程建设投资完成3139亿元，同比增长12.63%，主要由于新增水电和风电投资大幅增长；电网工程建设投资完成4856亿元，同比下降9.64%，主要由于新增220千伏及以上输电线路和直流换流容量同比大幅下降；农网升级改造及配网建设仍为电网投资的重点。2020年一季度，中国主要发电企业电源工程建设完成596亿元，同比增长30.9%，主要由于补贴退坡政策带动的风电“抢装潮”，风电工程投资完成281亿元，同比增长185.9%；同期，电网基本建设工程投资完成365亿元，同比下降27.4%。

图2 近年中国电源及电网投资情况

(单位：亿元、%)



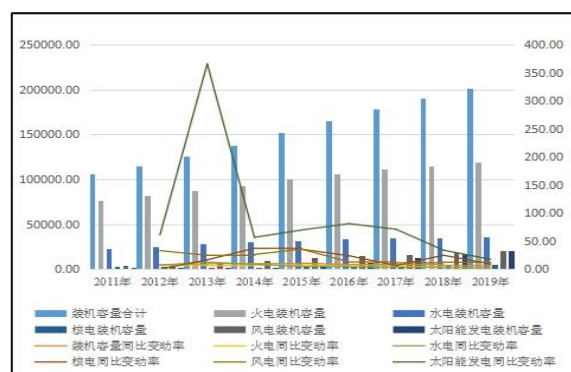
资料来源：中电联，联合资信整理

装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量

20.11亿千瓦，较上年底增长5.82%，增速下降0.68个百分点。其中，火电装机容量占比最高，为59.21%；水电次之，占比17.73%，装机容量较为稳定；同期，风电和太阳能发电均保持快速增长趋势，但太阳能发电受新增装机规模限制以及平价上网政策导向影响，增速快速下降。近年来，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，中国非化石能源发电装机占比逐步提升，截至2019年底约为40.79%，较上年底上升1.00个百分点。2020年一季度，中国发电新增装机容量1356万千瓦，受应急调峰储备电源规模增加影响，新增装机中火电占比较高，约为52%。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

(单位：万千瓦、%)



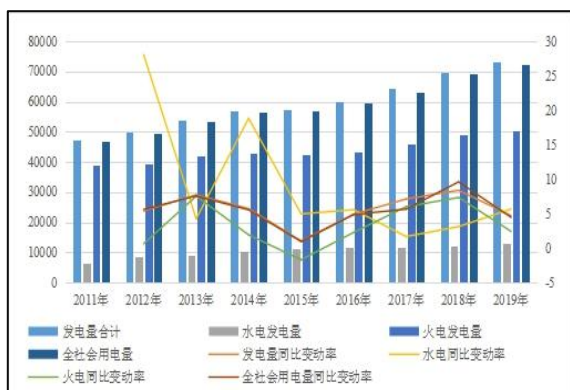
资料来源：中电联，联合资信整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降；2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时。其中，第一产业用电量平稳增长，对全社会用电量增长的贡献率为1.1%；第二产业及其制造业用电量保持中低速增长，对全社会用电量增长的贡献率为47.9%；第三产业用电量保持较快增长（信息传输/软件和信息技术服务业用电量增幅16.2%，租赁和商务服务业、房地产业、批发和零售业用电量增速均在10%以上），对全社会用电量增长的贡献率为33.1%；城乡居民生活用电量中速增长，对全社会用电量增长的贡献率为17.9%。2019年，多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正增长。2020年初，

¹根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中中期初数据追溯调整上年度期末数据。

受新冠肺炎疫情影响，第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降；3月，伴随国内疫情逐步得以控制，疫情对电力消费影响有所减弱，3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度，中国全社会用电量15698亿千瓦时，同比下降6.5%，其中，第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况
(单位：亿千瓦时、%)



资料来源：中电联，联合资信整理

发电机组运行方面，2019年，伴随装机容量的增长以及用电需求的提高，中国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时，同比增长4.73%。其中，火电发电量较为稳定；非化石能源发电量快速增长至22803亿千瓦时，同比增长10.17%，占全口径发电量的31.13%，占比同比增长1.54个百分点。发电效率方面，2016年以来，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时波动增长，2019年为3825小时，同比减少55小时，主要由于火电和核电发电效率有所下降；但同期水电和太阳能发电设备利用小时数明显提升（水电发电设备利用小时3725小时，同比增加119小时；太阳能发电设备利用小时1285小时，同比增加55小时）。2020年一季度，全国主要发电设备平均利用小时均同比下降，带动全国全口径发电量同比下降6.8%至15822亿千瓦时，其中火电和水电发电量降幅较大。

2. 行业关注及政策调整

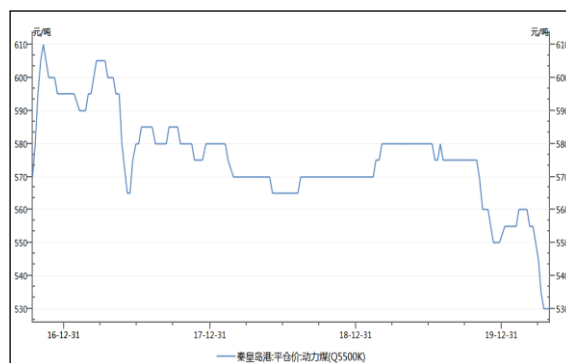
煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大；在电站开发成本下降以及降低终端用电成本的政策导向下，各电源结构上网电价均呈逐年下降趋势，叠加清洁能源补贴退坡，将影响电力行业整体盈利水平；目前，政策不断推进平价上网，并鼓励清洁能源优先并网发电，同时伴随输配电建设的推进，限电问题得以改善。

煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年开始复苏。截至2016年11月9日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值610元/吨。2017—2019年，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力有限。

2020年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于2020年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。

图5 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

上网电价调整

(1) 光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上线，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

(2) 风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019年I~IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元；2020年将分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018年之前核准，但2020年底前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年底前

核准，但2021年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021年1月1日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年将调整为每千瓦时0.75元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对2018年底前已核准，且在2021年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

(3) 煤电电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019年10月21日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于2020年1月1日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，“基准价+上下浮

动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

2019年1月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月5日，国家能源局发布《关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出2020年度新建光伏发电项目补贴预算总额为15亿元。其中，5亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目）按10亿元补贴总额组织项目建设。2020年3月12日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底）以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布

后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月20日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号，提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩，持续扩大绿证市场交易规模，并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国主要流域弃水电量约300亿千瓦时，同比减少278亿千瓦时，水能利用率96%，同比提高4个百分点。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时；平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、下降8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域；《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

3. 行业展望

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

提升电力高质量可持续保供能力

包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

提高电力资源配置效率

包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

促进电力高效利用

包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力

包括做好关键设备替代国、替代厂商以及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

五、 基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年底，公司总股本为 1569809 万股，已发行 A 股增加至 1099771 万股，已发行 H 股总数 470038 万股。华能开发（持股 32.28%）为公司第一大股东。公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模

公司在区域布局、发电资产规模和技术等方面优势显著，有利于发电业务规模和行业地位的稳定保持。公司在环保和发电效率方面均处于行业领先地位。

公司是中国首家实现在纽约、香港、上海三地上市的发电公司。

公司电源结构以火电机组为主。近年来，公司通过新建和收购等方式，实现了电力资产规模的快速增长，高参数、大容量机组比例逐步增加，技术优势明显。截至 2019 年底，公司可控发电装机容量达 10692.40 万千瓦，占全国全口径装机容量的 5.32%。2019 年，公司国内各电厂按合并报表口径全年累计完成发电量 4050.06 亿千瓦时，占全国全口径全年发电量的 5.53%。公司火电机组中，60 万千瓦以上的大型发电机组占比超 50%，包括 14 台已投产的百万千瓦等级超超临界机组、高效超超临界燃煤机组和国内首次采用的超超临界二次再热燃煤发电机组，火电机组平均单机发电容量较大；2017—2019 年，公司天然气发电、水

电、风电、太阳能发电等清洁能源发电装机占比不断提高,分别为 15.49%、16.50%和 16.92%。

在区域布局方面,公司中国境内电厂广泛分布在二十六个省、自治区和直辖市,且发电容量集中于沿海沿江地区、煤炭资源丰富地区或电力负荷中心区域,相关区域运输便利,有利于多渠道采购煤炭、稳定煤炭供给以及降低采购成本。此外,在境外发电业务方面,公司于 2008 年受让华能集团下属中新电力(私人)有限公司(以下简称“中新电力”)100%股权,并拥有了中新电力下属的新加坡大士能源有限公司(以下简称“大士能源”)100%股权,将公司业务拓展至国外。大士能源是新加坡最大的三家发电公司之一,截至 2019 年底,装机容量为 257.90 万千瓦,在新加坡的发电量市场占有率为 20.7%。

环保方面,公司煤机已于 2017 年底前基本完成超低排放改造。公司全部燃煤机组均装有脱硫、脱硝和除尘装置,各项指标均符合环保要求。

发电效率方面,公司平均煤耗、厂用电率、水耗等技术指标均达到世界领先水平。此外,公司还通过提高管理运行水平、关停小机组以及投运大机组等措施降低单位供电标准煤耗。2017—2019 年,公司境内单位供电煤耗保持在较低水平,分别为 306.48 克/千瓦时、307.03 克/千瓦时和 307.21 克/千瓦时。

3. 人员素质

公司管理层行业经验及管理经验丰富,管理能力强;人员结构中平均学历水平较高,岗位构成合理,可满足公司日常经营和发展需要。

截至 2019 年底,公司董事、监事及高级管理人员共 24 人,均在公司或电力行业内任职多年,技术水平及管理经验丰富,综合履职能力强。

公司董事长赵克宇先生,1966 年 1 月生,中共党员。赵先生毕业于武汉大学软件工程专

业,研究生学历,工程硕士,高级政工师,曾任山东坊子电厂副总工程师,山东省电力工业局(集团公司)团委副书记,山东电力集团公司(以下简称“山东电力”)超高压输变电分公司党委副书记(主持工作)、党委书记,山东鲁能集团有限公司人力资源部总经理,北京德源投资有限公司董事长、总经理,山东鲁能发展集团公司党委书记,华能山东发电有限公司副总经理、党委委员,华能集团规划发展部主任、办公厅主任、党组办公室主任兼党组书记,华能国际总经理、党委副书记;现任公司董事长、党委书记。

公司总经理赵平先生,1962 年 9 月生,中共党员。赵先生毕业于清华大学热能工程专业,研究生学历,工学硕士;研究员级工程师,享受国务院政府特殊津贴。历任华能国际电力开发公司生产部生技处副处长,华能福州分公司(电厂)经理(厂长)助理,华能国际电力开发公司生产部副经理,华能国际安全及生产部、计划发展部副经理,华能国际国际合作及商务部、安全及生产部经理,华能国际副总工程师、总工程师、副总经理;现任公司总经理、党委副书记。

截至 2019 年底,公司在职员工共有 58263 人。按教育程度划分,研究生及以上学历占 5.05%,本科学历占 48.14%,专科学历占 25.26%,中专及以下学历人员占 21.55%。按专业构成划分,生产人员占 60.80%,销售人员占 2.80%,技术人员占 27.60%,财务人员占 3.90%,行政人员占 4.90%。

4. 股东支持

公司股东实力强,对公司支持力度大。

公司的最终控股母公司华能集团是中国电力体制改革后的五大发电集团之一,截至 2019 年底,华能集团拥有全资及控股电厂装机容量 18277.77 万千瓦,煤炭产能 7760 万吨/年。2019 年,华能集团完成发电量 7057.09 亿千瓦时,占当年中国全口径发电量的 9.4%。

自公司上市以来,华能集团累计注入运营机组的权益装机容量约 3639 万千瓦、在建装机容量 367 万千瓦以及新项目开发权。(公司于 2016 年 10 月 14 日与华能集团签署协议,以 1511382.58 万元人民币受让华能山东发电有限公司(以下简称“山东发电”)80%的权益、华能吉林发电有限公司(以下简称“吉林发电”)100%的权益、华能黑龙江发电有限公司(以下简称“黑龙江发电”)100%的权益、华能河南中原燃气发电有限公司(以下简称“中原燃气”)90%的权益,2017 年 1 月 1 日交割完成后,公司增加权益运营装机容量 1339 万千瓦,在建装机容量 367 万千瓦)。此外,华能集团通过参与公司的股权融资累计向公司注入资金约 60 亿元。

六、 管理分析

1. 法人治理结构

公司已经建立了权责明确、制衡有效、运转协调的法人治理结构。

公司按照《公司法》《证券法》等法律法规要求规范运作,严格执行《公司章程》等规章制度。公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程,股东大会是公司的权力机构,股东大会行使决定公司的经营方针和投资计划等职能。董事会、监事会对股东大会负责。

公司设董事会,由 15 名董事组成;公司董事会成员中外部董事应占 1/2 以上;董事会成员中应当有 1/3 以上独立董事,其中至少有一名会计专业人士。董事会设董事长 1 人,副董事长 1~2 人,由董事会以全体董事的过半数选举和罢免,任期与当届董事会任期相同,可以连选连任。董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。

公司设监事会,由 4 名股东代表和 2 名公司职工代表共 6 名监事组成,其中监事会主席 1 名、副主席 1 名,均由 2/3 以上监事会成员

选举产生和罢免;外部监事应占监事会人数的 1/2 以上;监事任期 3 年,连选可以连任;监事会职责包括对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理 1 名,由董事会聘任或解聘,总经理全面负责公司日常经营运作和控制管理,对董事会负责。公司总经理列席董事会会议;非董事总经理在董事会会议上没有表决权。

2. 管理水平

公司管理制度健全,运作规范,综合管理水平高。

公司设董事会办公室、经理工作部、法律与合规管理部、财务与预算部、运营协调部、证券融资部、人力资源部、投资管理部、党建工作部和纪检监察与审计部共 10 个职能部门,下属各部门职能划分明确,管理制度完善,执行情况较好。

资金管理方面,公司资金管理遵循以下原则:统筹协调、分级负责;集中统一、注重效率;效益优先、科学配置;量入为出,风险可控。公司实行本部、区域公司和基层企业三级资金管理体系。财务公司是公司系统资金结算平台、资金归集平台、资金监控平台和金融服务平台,是公司实施资金管理的重要平台,承担为各单位提供资金结算、流量监测、账户监管、资金周转、信贷支持、票据融资等金融服务职能。

重大投资决策方面,公司对投融资进行集权管理,下属全资和控股电厂的投资、融资权收归公司统一管理,有效地降低了投资风险。

成本控制方面,公司采取收支两条线的管理方法和预算管理控制手段,对下属电厂的资金实行全额集中管理。对于下属分公司和全资电厂,公司要求除个别小额及特殊支付外,其他所有资金支出必须通过公司集中对外支付,公司对经营成本的有效控制能力强。

关联交易方面,公司在历年年报中均按照证监会、上交所的要求由注册会计师对控股股东及其它关联方占用资金情况进行审计并出

具专项说明，未发生任何违规占用资金情况。

子公司管理方面，根据现代企业制度框架，公司设立了股东大会、董事会、监事会，股东大会为公司的最高权力机构；董事会下成立了战略、审计、提名、薪酬及考核 4 个专门委员会。在经营层面，公司设立 18 个部门，分别完成经营工作中的各类专业性工作，对下属子公司进行业务管理和统一的组织协调。

信息披露方面，公司制定了《华能国际电力股份有限公司信息披露管理办法》规范了信息披露相关的内部控制制度。本办法规范的信息披露是指将相关信息在适用法律、公司股份上市地证券监管规则和债务融资工具信息披露规则规定的时限内，通过制定媒体或中国银行间市场交易商协会认可的网站向社会公众公布，并按规定及时报送公司股份上市地证券监管机构备案，同时置备于公司住所供社会公众查询。

七、经营分析

1. 经营现状

公司电力及热力板块对收入和毛利贡献

表 2 2017—2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力及热力	1489.25	99.79	10.73	1672.41	99.88	10.52	1649.36	99.86	12.86
港口服务	2.32	0.16	-16.40	1.45	0.09	24.42	1.75	0.11	30.48
运输服务	0.74	0.05	37.13	0.53	0.03	24.79	0.49	0.03	19.33
合计	1492.32	100.00	10.70	1674.39	100.00	10.54	1651.60	100.00	14.79

注：1. 公司 2017 年及 2018 年数据均采用当期期末数；2. 部分数据因四舍五入导致分项数与合计数有差异
资料来源：公司提供

2. 发电业务

装机规模

公司装机容量稳定增长；电力结构逐步优化，清洁能源装机占比不断增长。公司区域布局优势显著，有利于防范单一区域用电需求下降带来的发电量波动风险。

近年来，公司加快调整电源结构，开拓水电、风电等可再生能源利用，使得电源结

构更加合理；发展大容量、高参数、高效率、环保型燃煤发电机组，进一步调整区域布局。随着收购及新建机组的投产以及股东电力资产的注入，公司装机规模持续增长，2017—2019 年，公司可控发电装机容量分别为 10432.10 万千瓦、10599.10 万千瓦和 10692.40 万千瓦；权益发电装机容量分别为 9200.30 万千瓦、9375.50 万千瓦和 9367.60 万千瓦；清洁

程度高，主营业务突出；2019 年以来煤炭价格的下行带动公司电力及热力板块毛利率的提升，但受全社会电力需求下降导致的公司总发电量的减少影响，电力及热力板块收入有所下滑。

公司主营业务包括电力的生产与销售、港口服务及运输服务。近年来，公司电力及热力板块收入占主营业务收入的比重在 99% 以上，是主要的收入和利润来源。

2017—2019 年，公司主营业务收入分别为 1492.32 亿元、1674.39 亿元和 1651.60 亿元，年均复合增长 5.20%；受发电量波动影响，公司电力及热力板块收入波动中有所增长，年均复合增长 5.24%。

毛利率方面，2017—2019 年，公司电力及热力板块毛利率波动增长。其中，2019 年电力及热力板块毛利率较 2018 年增长 2.34 个百分点，主要系当期煤炭采购均价有所下降所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 403.51 亿元，较上年同期下降 11.61%。同期，受煤炭价格下行影响，公司综合毛利率增长至 18.88%。

能源装机占比不断提升，清洁能源占可控发电装机容量比例分别为15.49%、16.50%和16.92%。

从区域布局看，截至2019年底，公司在中国境内的电厂分布在二十六个省、自治区和直辖市，主要位于沿海沿江地区和电力负荷中心区域，机组利用率高。上述区域运输便利，有利于多渠道采购煤炭、稳定煤炭供给以及降低采购成本。

煤炭采购

近年来，公司长协煤采购量稳定增长，燃煤采购总量随着发电量的波动而有所波动；2019年以来煤炭价格的下行有利于公司成本控制。公司参股煤矿产能较大，有助于平滑煤炭价格变化带来的成本波动。公司通过建设运输体系，保障原材料供应并缓解运输成本压力。

在发电燃料采购方面，公司采购模式主要包括长期协议采购和市场采购两种形式，长协平均采购价格较市场采购平均价格低，有利于公司成本的控制以及燃料的稳定供应，但市场采购价格具有较强的灵活性，公司长期协议客户主要为国家能源投资集团有限责任公司、中国中煤能源集团公司、山西煤炭运销集团有限公司等大型煤炭企业。

2017—2019年，公司煤炭采购总量有所波动。2018年，随着公司部分机组投产，公司煤炭采购总量同比增长16.86%；2019年，公司发电量下降，煤炭采购总量同比下降6.80%。由于2017年以来国家出台相关政策鼓励和引导煤炭采购采用长期协议模式，公司长协煤采购量逐年增长，年均复合增长3.32%。

从煤炭采购价格看，2017—2019年，公司煤炭采购价格有所下降。2018年，煤炭行业供给侧改革持续稳步推进，煤炭市场价格维持高位，公司市场煤采购价格同比增长5.87%；随着我国对于煤炭销售长协的推进，公司长协煤采购价格同比小幅下降2.66%。

2019年以来，随着煤炭优质产能的释放，动力煤供应逐步趋于宽裕，煤炭市场价格出现下滑，公司长协煤和市场煤采购价格分别同比下降4.54%和13.93%。

表3 2017—2019年公司煤炭采购指标

(单位：万吨、%、元/吨)

项目	2017年	2018年	2019年
长协煤	采购数量	10697	10804
	占比	63.69	55.05
	采购价格	557.42	542.60
市场煤	采购数量	6099	8823
	占比	36.31	44.95
	采购价格	530.92	562.10
煤炭采购总量		16796	19627
		16796	18293

注：表中数据未经追溯调整

资料来源：公司提供

煤矿资源方面，公司持股10%的山西省西山晋兴能源有限公司斜沟煤矿一期项目（设计产能1000万吨/年）已于2010年投产；二期工程设计生产能力为500万吨/年，已按预期投入试生产。2008年，公司与阳泉煤业（集团）有限责任公司合作组建了阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司（公司协议持股比例49%），该公司持有产能为90万吨/年的和顺新大地煤矿100%股权和产能为90万吨/年的平朔泰安煤矿70%的股权。

在建煤矿项目方面，公司全资子公司华能云南滇东能源有限责任公司（以下简称“滇东能源”）的分支机构，华能滇东矿业分公司（以下简称“滇东矿业”）有五对矿井，在建总产能1260万吨/年，矿区可采储量17.88亿吨，以无烟煤为主，发热量均在6000大卡左右。

运输成本控制方面，为缓解运输成本压力，公司先后成立或收购了华能营口港务有限责任公司（以下简称“华能营口”）、上海时代航运有限公司（以下简称“时代航运”）、山东电力和山东鲁能发展集团有限公司（后更名为“山东华鲁海运有限公司”，以下简称“华鲁海运”）。

电力生产和销售

公司装机容量大、发电能力强，具备显著的规模化运营特征，因此全社会电力消纳能力、上网电价调整以及电煤价格变动等因素对公司整体业绩影响较明显。公司积极开展售电业务，但由于全社会电力需求下降，2019 年公司发电量及上网电量出现明显下降。

2017—2019 年，公司境内发电量和上网电量均波动增长，分别年均复合增长 1.33%和 2.23%。2018 年，公司境内电厂合并报表口径完成发电量和上网电量同比分别增长 9.12%和 9.30%，主要系公司装机规模扩大及电力需求增长所致；2019 年，上述指标同比分别下降 5.91%和 4.38%，主要系宏观经济下行，下游电力需求下降所致。

上网电价方面，2017 年 6 月 16 日，国家发改委调整火电上网电价，要求自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价，缓解燃煤发电企业经营困难，2018 年，公司平均上网电价略有上升。

从发电利用小时看，2018 年，随着我国高技术及装备制造业以及高载能行业用电快速增长，公司火电机组利用小时数大幅上升，带动公司平均机组利用小时数大幅上升；2019 年，随着宏观经济下行压力加大，电力需求减少，公司火电机组利用小时数及平均机组利用小时数均出现明显下降。

表4 2017—2019年公司境内机组运营指标
(单位: 亿千瓦时、小时、元/千瓦时、克/千瓦时)

指标	2017 年	2018 年	2019 年
发电量	3944.81	4304.57	4050.06
上网电量	3713.99	4059.43	3881.82
平均机组利用小时数	3951	4208	3915
燃煤机组利用小时数	4218	4340	4222
平均含税上网电价	0.414	0.418	0.417
平均供电标准煤耗	306.48	307.03	307.21

燃煤机组全年平均煤耗	288.28	288.45	288.52
------------	--------	--------	--------

注：表中数据未经追溯调整
资料来源：公司年报

发电效率方面，2017—2019 年，公司境内各电厂燃煤机组加权厂用电率分别为 4.66%、4.34%和 4.49%，稳定低于行业一般水平；能耗方面，公司近三年供电标准煤耗整体较为稳定，经济性水平较高，有利于发电成本的控制。此外，公司全部燃煤机组均装有脱硫、脱硝和除尘装置，各项指标均符合环保要求。

此外，为适应电力体制改革的需要，公司在辽宁、广东、山西、重庆、湖南、江西、河北、河南等地均设立了销售公司。2017—2019 年，公司市场化交易的总电量分别为 1248.33 亿千瓦时、1752.33 亿千瓦时和 2164.38 亿千瓦时，分别占总上网电量的 33.61%、43.17%和 55.76%，公司电力市场化销售取得了较快的发展。

3. 经营效率

公司经营效率指标表现好，符合电力企业经营特点，整体经营效率高。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数呈下降趋势，2019 年为 5.77 次。同期，公司存货周转效率有所下降，2019 年为 16.08 次。受行业本身资本密集型特点影响，公司总资产周转次数保持在较低水平，2019 年为 0.42 次。

与同行业企业对比，公司经营效率指标表现好，整体经营效率高。

表5 2019 年电力行业公司主要经营指标对比
(单位: 次)

项目	公司	中国华电集团有限公司	国家能源投资集团有限责任公司
销售债权周转次数	5.77	5.26	8.25
存货周转次数	16.08	13.32	11.08
总资产周转次数	0.42	0.27	0.30

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 在建工程

公司在建项目以风电项目为主，投产后有利于装机结构将进一步优化。公司在建项目未来待投资规模较大，存在一定筹资压力。

截至2019年底，公司在建项目以风电项目为主，预算资金共计839.64亿元，未来尚需投资513.10亿元。

表6 截至2019年底公司部分在建项目情况

(单位:亿元、%、万千瓦)

工程名称	预算数	完工进度	未来待投资规模	装机容量
罗源电厂工程一期	57.27	93	4.01	2×66
北京热电三期工程	33.84	100	0.00	2×49.9
八角热电基建项目	57.44	98	1.15	2×67
滇东能源煤矿工程	95.85	65	33.55	4×60
滇东雨汪煤矿工程	58.37	36	37.36	2×60
盐城大丰新能源项目	70.70	79	38.41	30
平湖海上风电项目	53.14	21	41.98	--
勒门海上风电项目	172.72	1	170.99	--
如东海上风电项目	143.30	20	114.64	--
濮阳风电项目	42.40	33	28.41	--
射阳海上风电项目	54.61	22	42.60	--
合计	839.64	--	513.10	--

资料来源：公司提供

5. 重大事项

合并华能集团下属发电企业

公司控股股东对公司支持力度大，通过注入优质资产，提升公司的竞争力。

公司于2016年10月14日与华能集团签署了《中国华能集团公司与华能国际电力股份有限公司关于若干公司权益的转让协议》和《中国华能集团公司与华能国际电力股份有限公司之盈利预测补偿协议》。公司以1511382.58万元人民币受让华能集团持有的山东发电80%的权益、吉林发电100%的权益、黑龙江发电100%的权益、中原燃气90%的权

益。

该项交易相关议案已经于2016年10月14日召开的公司第八届董事会第二十一次会议审议通过，并于2016年11月30日召开的2016年第二次临时股东大会审议通过。根据协议约定，公司已于2017年3月22日完成70%交易对价的给付。自2017年起，山东发电、吉林发电、黑龙江发电、中原燃气纳入公司合并财务报表的合并范围。

由于公司2017—2019年度的实际净利润数少于预测净利润数，华能集团需按《盈利预测补偿协议》的条款及利润补偿公式分别向华能国际补偿61501.31万元、55083.20万元和45772.70万元。

非公开发行股票募集资金投入新能源项目

公司非公开发行股票完成后，公司资本实力增强，资本结构进一步优化。

2017年3月28日，华能国际发布《2017年非公开发行A股股票预案》称，拟向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行A股股票数量合计不超过8亿股，募集资金总额不超过50亿元，扣除发行费用后，将用于投向以下项目：广东谢岗燃机项目拟投入募集资金72000万元，江苏大丰海上风电项目拟投入募集资金248227.23万元，河南浉池凤凰山风电项目拟投入募集资金17076.37万元，安徽龙池风电项目拟投入募集资金17124.40万元，海南洋浦热电项目拟投入募集资金72234万元，江西瑞金二期火电项目拟投入募集资金73338万元。2018年2月5日，中国证监会已审核通过了公司非公开发行A股股票申请。2018年6月27日，公司收到中国证监会《关于核准华能国际电力股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2018〕696号）。

华能国际本次实际非公开发行的普通股股票497709919股，每股面值为1.00元，发行价格为每股6.55元，募集资金总额为

3259999969.45 元,扣除发行费用 14669999.86 元(含增值税),募集资金净额为 3245329969.59 元。截至 2018 年 10 月 10 日,上述资金已到账。

6. 未来发展

公司发展规划明确,符合自身和行业发展需求,可执行性强。

2020 年,公司将进一步强化市场意识、改革意识、创新意识和风险意识,以安全环保为基础,坚持以质量和效益为中心,以改革创新为动力,进一步优化结构,进一步优化运营,进一步优化资产,进一步加强公司治理。

电力生产方面,公司将认真落实国家在安全生产领域的各项部署,强化责任制巡查评估,持续提升风险预控、应急管理、现场监督、要害管控、综合管理和科技创新能力,巩固安全生产“责任体系、制度体系、保障体系、防控体系”建设成果,加快推进安全生产治理体系和治理能力现代化建设。全面开展发电机组评级工作,提高设备精益化管理水平。加速推进供热产业发展,实现综合能源服务转型升级。在有政策及潜力的地区开展机组灵活性改造工作,提升火电机组,特别是 30 万千瓦机组的竞争力。研究有效益的存量火电机组供热产业发展和生物质耦合发电规划,加快热网建设和改造。加快实施京津冀、长三角等重点区域的煤场封闭、废水治理等污染防治攻坚项目,确保按期完工。加大排污许可管控力度,加快部分项目生态保护红线调整进度。持续深化安全保证体系建设,确保生产平稳有序。抓好制度标准建设,持续优化安全生产管理流程,防范重大设备不安全事件发生。

电力营销方面,公司将坚持以电力营销为龙头,创新生产经营管理模式,进一步压实区域公司营销主体责任,有效统筹区域资源,加强政策和市场研究,提高市场响应能

力,坚持量价统筹、增收为本,逐步实现区域交易运营中心及能销公司实体化运作,全力做好增电量、稳电价工作。

燃料方面,公司将继续加强政策研究与市场研判,提高燃料采购工作的前瞻性和稳定性;建设牢固高效的燃料供应链,根据资源结构布局和区域特点,动态优化长协资源;发挥规模采购优势,加强与大型煤企的战略合作,争取合理的定价机制;进一步完善燃料管理制度体系,加强煤场管理,不断提高掺配能力,严格控制燃料成本。

资金方面,公司将紧跟国际国内资金市场变化,充分发挥信用优势和管理优势,在确保信贷融资主渠道畅通的同时,加大债券发行力度,创新融资手段,扩大融资渠道,在确保资金安全的同时努力降低资金成本。

八、 财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2018 年财务报表经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计,2019 年财务报表经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计,上述审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1—3 月份财务数据未经审计。

合并范围方面,2017 年,公司合并范围新增子公司 5 家,减少纳入合并范围子公司 3 家。2018 年,公司合并范围新增子公司 1 家,华能山东如意(香港)能源有限公司由合营公司转为子公司。2019 年,公司合并范围新增子公司 15 家,减少纳入合并范围子公司 3 家。公司会计政策连续,主营业务未发生变化,财务数据可比性强。

截至 2019 年底,公司(合并)资产总额为 4135.97 亿元,所有者权益合计为 1172.89 亿元(含少数股东权益 187.30 亿元);2019 年,公司实现营业总收入 1734.85 亿元,利润总额 48.13 亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为4145.74亿元，所有者权益合计为1219.73亿元（含少数股东权益194.48亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入403.51亿元，利润总额37.46亿元。

2. 资产质量

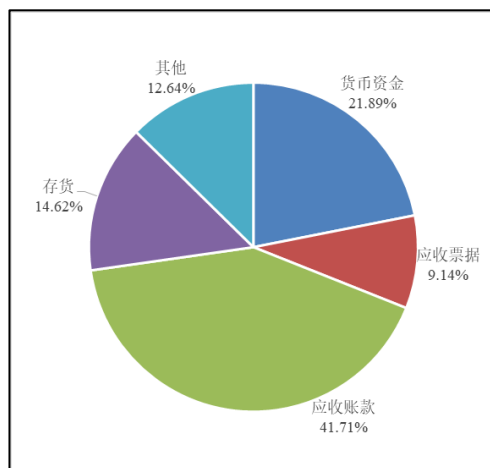
近年来，公司资产规模稳中有增，资产结构以非流动资产为主，非流动资产中固定资产和在建工程占比较高，大型发电机组占比高，考虑到公司发电资产具备总装机容量大、平均单机装机容量大的特点，整体资产质量好。

2017—2019年，公司资产规模有所增长，分别为3823.51亿元、4034.41亿元和4135.97亿元，年均复合增长4.01%。截至2019年底，公司资产总额较年初增长2.52%。资产构成中流动资产占14.69%，非流动资产占85.31%，非流动资产占比高。

流动资产

2017—2019年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长11.62%。截至2019年底，公司流动资产为607.75亿元，较年初下降1.66%，变化不大；流动资产主要由货币资金（占21.89%）、应收票据（占9.14%）、应收账款（占41.71%）和存货（占14.62%）构成。

图6 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019年，公司货币资金波动增长，年均复合增长18.49%。截至2018年底，公司货币资金158.33亿元，较年初增长67.04%，主要系公司当年增发新股，所筹集资金用作资本性支出专用款尚未使用所致。截至2019年底，公司货币资金133.06亿元，较年初下降15.96%，主要系当期偿还债务所致，主要由银行存款（占99.997%）构成。其中，受限资金为8.63亿元，受限原因为抵押、质押或冻结等，占资产总额的0.21%，受限比例很低。

2017—2019年，公司应收票据快速增长，年均复合增长24.00%，主要系电网公司以票据结算电费的比例逐年增长所致。截至2019年底，公司应收票据账面价值为55.52亿元，较年初增长20.15%，主要由银行承兑汇票（占96.04%）构成，商业承兑汇票占比较低。

2017—2019年，公司应收账款有所增长，年均复合增长7.13%，主要系公司新建及收购运营机组规模较大，控股机组容量逐年增长以及平均结算周期较长的新能源发电量占比提高，使得年底未结算电费规模逐年增长所致。截至2019年底，公司应收账款253.52亿元，较年初增长2.82%，变化不大。从账龄看，1年以内的占97.23%，整体账龄短；应收账款计提坏账准备合计3.88亿元，主要为对按单项计提坏账准备的应收账款计提，主要为对存在电价纠纷的应收电费、存在债务困难的供热客户的应收款及应收巴基斯坦中央电力采购局电费（含延迟付款利息）。截至2019年底，公司应收账款前五名账面余额占31.66%，欠款方主要为地方电网、电力公司，相关应收账款发生大额坏账损失的可能性小。

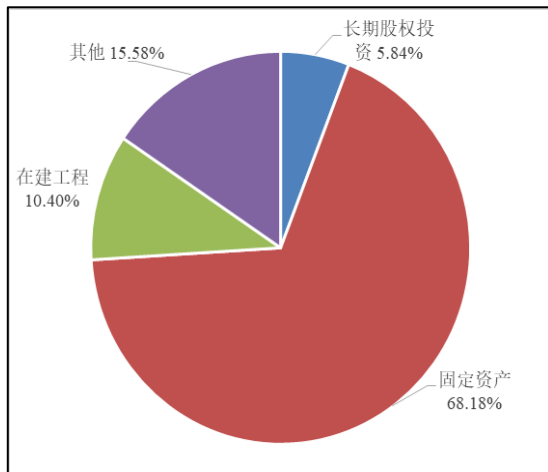
2017—2019年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长9.53%。截至2018年底，公司存货账面价值95.44亿元，较年初增长28.88%，主要系年内煤炭价格高位运行，公司为控制成本，囤积部分燃料煤以及公司装机规模增长导致的燃料库存增加所致。截至2019年底，公司存货账面价值88.83亿元，

较年初下降 6.92%。公司存货由燃料(煤和油) (占 80.52%) 和维修材料及备品备件 (占 19.48%) 构成, 公司共计提跌价准备 1.89 亿元, 主要是原材料中较长库龄的备品备件计提的减值, 综合计提比例为 2.09%。其中, 2019 年共计提存货跌价准备 0.24 亿元。

非流动资产

2017—2019 年, 公司非流动资产保持稳定, 年均复合增长 2.85%。截至 2019 年底, 公司非流动资产 3528.21 亿元, 较年初增长 3.27%, 主要由长期股权投资 (占 5.84%)、固定资产 (占 68.18%) 和在建工程 (占 10.40%) 构成。

图 7 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019 年, 公司长期股权投资有所增长, 年均复合增长 3.31%。截至 2019 年底, 公司长期股权投资 206.16 亿元, 较年初增长 6.43%, 主要系权益法下确认对深圳能源集团股份有限公司的投资收益所致。公司长期股权投资主要为参股发电企业及燃料企业, 主要包括深圳能源集团有限公司 (期末余额 71.91 亿元)、中国华能集团燃料有限公司 (期末余额 18.12 亿元)、华能四川水电有限公司 (期末余额 17.65 亿元)、中国华能财务有限责任公司 (期末余额 14.16 亿元)、海南核电有限公司 (期末余额 13.84 亿元) 等。

2017—2019 年, 公司固定资产相对保持

稳定, 年均复合下降 1.57%。截至 2019 年底, 公司固定资产账面价值 2405.50 亿元, 较年初下降 2.34%, 主要由营运中的发电设施 (占 93.31%) 构成。截至 2019 年底, 公司固定资产原值 4762.84 亿元, 累计计提折旧 2360.67 亿元, 固定资产计提减值 114.48 亿元; 固定资产成新率为 50.03%, 成新率较低。

2017—2019 年, 公司在建工程波动中有所增长, 年均复合增长 13.75%。截至 2019 年底, 公司在建工程 366.83 亿元, 较年初增长 40.98%, 主要系盐城大丰新能源项目、如东海上风电项目和濮阳风电项目等项目持续投入所致。截至 2019 年底, 公司在建工程主要包括滇东能源煤矿工程 (期末余额 61.91 亿元)、滇东雨汪煤矿工程 (期末余额 21.20 亿元) 和濮阳风电项目 (期末余额 20.00 亿元) 等。2019 年度, 公司对在建工程计提了 12.55 亿元减值准备, 主要系对滇东矿业位于保护区内的资产计提减值准备。

截至 2019 年底, 公司受限资产总额为 89.27 亿元, 占资产总额的 2.16%, 受限比例低。

表 7 截至 2019 年底, 公司资产受限情况

(单位: 亿元、%)

项目	账面价值	占期末资产总额比例	受限原因
货币资金	8.63	0.21	偿债备付金、住房维修基金及保证金等
应收票据	23.96	0.58	质押及已贴现或背书未到期期末未终止确认的应收票据
固定资产	56.68	1.37	借款的抵押资产及融资租赁租入的固定资产
合计	89.27	2.16	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年 3 月底, 公司合并资产总额 4145.74 亿元, 规模和结构均较 2019 年底变化不大。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

公司所有者权益不断增长, 资本实力强;

公司所有者权益构成中，少数股东权益、未分配利润及其他权益工具占比高，所有者权益稳定性有待改善。

2017—2019 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 12.21%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 1172.89 亿元，较年初增长 15.23%，主要系公司发行永续债导致其他权益工具增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 84.03%，少数股东权益占比为 15.97%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 15.93%）、其它权益工具（占 25.50%）、资本公积（占 18.72%）和未分配利润（占 31.16%）构成，所有者权益结构稳定性有待改善。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 1219.73 亿元，较 2019 年底增长 3.99%，主要系公司发行永续债导致其他权益工具增加所致，权益结构较 2019 年底变动不大。

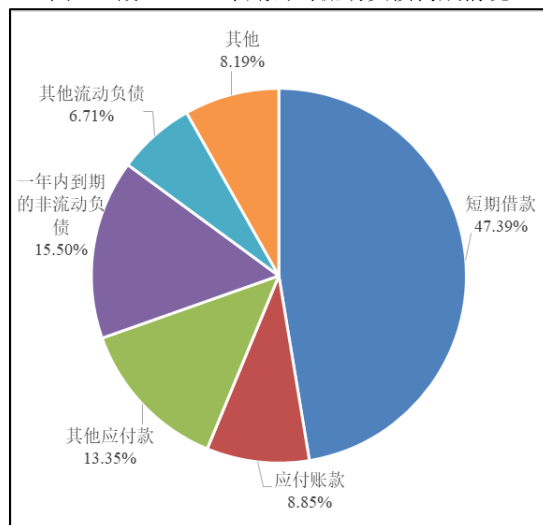
负债

公司债务规模大，整体债务负担较重；有息债务中长期债务占比较高，债务结构合理。

2017—2019 年，公司负债总额有所波动，年均复合下降 1.22%。截至 2019 年底，公司负债合计 2963.08 亿元，较年初下降 1.77%。其中，流动负债占 47.80%，非流动负债占 52.20%。

2017—2019 年，公司流动负债波动中有所下降，年均复合下降 5.18%。截至 2019 年底，公司流动负债合计 1416.20 亿元，较年初增长 2.47%。公司流动负债主要由短期借款（占 47.39%）、应付账款（占 8.85%）、其他应付款（占 13.35%）、一年内到期的非流动负债（占 15.50%）和其他流动负债（占 6.71%）构成。

图 8 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019 年，公司短期借款波动中有所下降，年均复合下降 8.98%。截至 2018 年底，公司短期借款 610.39 亿元，较年初下降 24.66%，主要系公司调整债务结构，减少短期债务所致。截至 2019 年底，公司短期借款 671.19 亿元，较年初增长 9.96%。公司短期借款主要由信用借款（占 96.67%）构成。

2017—2019 年，公司应付账款规模波动中有所下降，年均复合下降 5.12%。截至 2018 年底，公司应付账款 124.75 亿元，较年初下降 10.39%，主要系公司缩短付款周期，压缩煤炭采购压款所致；截至 2019 年底，公司应付账款 125.32 亿元，较年初增长 0.46%，主要由应付燃料及燃料运费款（占 64.23%）和应付工程及物资款（占 31.92%）构成，无账龄超过一年的大额款项。

2017—2019 年，公司其他应付款有所波动，年均复合下降 2.53%。截至 2019 年底，公司其他应付款 189.08 亿元，较年初增长 4.06%，主要由应付基建工程及设备款（占 75.27%）构成。公司其他应付款账龄 1 年以

内的占 72.22%；账龄超过 1 年的主要为应付工程款、设备款及质保金等，因为工程未完工等原因，尚未结清。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，年均复合下降 2.65%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 219.56 亿元，较年初下降 12.49%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

2017—2019 年，公司其他流动负债逐年下降，年均复合下降 28.34%。截至 2019 年底，公司其他流动负债 95.02 亿元，较年初下降 20.91%，主要系短期应付债券到期兑付所致，主要由短期应付债券（占 94.99%）构成。

2017—2019 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合下降 5.36%。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 1546.87 亿元，较年初下降 5.36%，主要由长期借款（占 74.58%）和应付债券（占 18.42%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 3.34%。截至 2018 年底，公司长期借款为 1295.48 亿元，较年初增长 19.92%。截至 2019 年底，公司长期借款 1153.65 亿元，较年初下降 10.95%，期限分布较为分散。

表 8 截至 2019 年底，公司长期借款到期分布
(单位：亿元、%)

期限	期末余额	占比
1~2 年	297.47	25.79
2~5 年	497.22	43.10
5 年以上	358.95	31.11
合计	1153.65	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

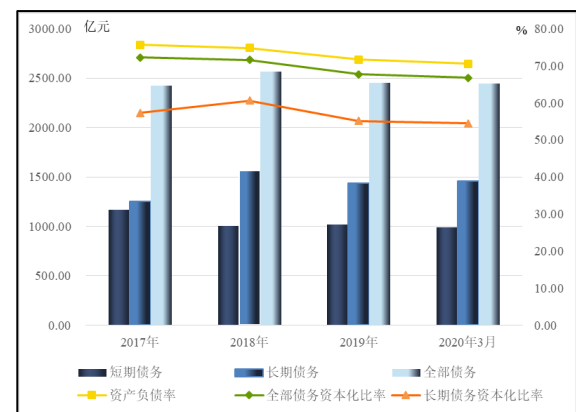
2017—2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 33.46%。截至 2019 年底，公司应付债券 284.87 亿元，较年初增长 9.63%，主要系年内发行“19 华能 01”（23 亿元，票面利率 4.70%，10 年期）、“19 华能 02”（10 亿元，票面利率 3.55%，3 年期）以及“2019 年第一期中期票据”（3 年期品种票面利率

3.55%，规模为 5 亿元；5 年期品种票面利率为 3.85%，规模为 15 亿元）所致。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务有所波动，年均复合增长 0.68%。截至 2019 年底，公司全部债务²2455.22 亿元，较年初下降 4.41%，主要系长期债务减少所致。其中，短期债务占 41.41%，长期债务占 58.59%。如考虑期末发行在外的永续债等计入“其他权益工具”的金融工具，截至 2019 年底，公司调整后的全部债务 2706.49 亿元。

债务指标方面，2017—2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率均呈下降趋势，三年加权均值分别为 73.38%、69.77%和 57.19%。截至 2019 年底，上述指标分别为 71.64%、67.67%和 55.09%。若考虑期末发行在外的永续债等计入“其他权益工具”的金融工具，截至 2019 年底，公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 77.72%、74.60%和 64.71%。

图 9 公司债务及偿债指标构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 2926.01 亿元，较年初下降 1.25%，构成较年初变动不大；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.58%、66.74%和 54.48%。

²报告中其他流动负债中的应付短期债券以及衍生金融负债调整计入短期债务；长期应付款中融资租赁款调整计入长期债务

4. 盈利能力

受煤炭价格下行影响，公司主营业务盈利能力提升明显；2019 年资产减值损失对公司利润侵蚀严重，但就公司收入及利润规模看，整体盈利能力强。

2017—2019 年，公司营业总收入逐年增长，分别为 1529.70 亿元、1698.61 亿元和 1734.85 亿元，年均复合增长 6.49%，主要系发电量增长和港口业务收入增长所致；营业成本波动中有所增长，年均复合增长 4.51%。同期，受公司非经常性损益波动影响，营业利润波动中有所增长，年均复合增长 8.37%；利润总额波动增长，年均复合增长 16.04%，分别为 35.74 亿元、34.36 亿元和 48.13 亿元。2017—2019 年，公司营业利润率分别为 10.40%、10.24%和 13.53%，2019 年，营业利润率同比增长 3.29 个百分点，主要系当期煤炭价格下行拉动电力及热力板块盈利能力提升所致。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用逐年增长，分别为 135.12 亿元、147.92 亿元和 154.44 亿元，年均复合增长 6.91%，主要系管理费用和财务费用增长所致。具体看，2017—2019 年，公司管理费用有所增长，年均复合增长 7.47%，主要系职工薪酬、社会保险及教育经费等增长所致；公司财务费用有所增长，年均复合增长 6.13%，主要系有息债务增长所致。2019 年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占 0.76%、29.48%、0.42%和 69.34%。2017—2019 年，公司期间费用占营业总收入比分别为 8.83%、8.71%和 8.90%，费用控制能力较强。

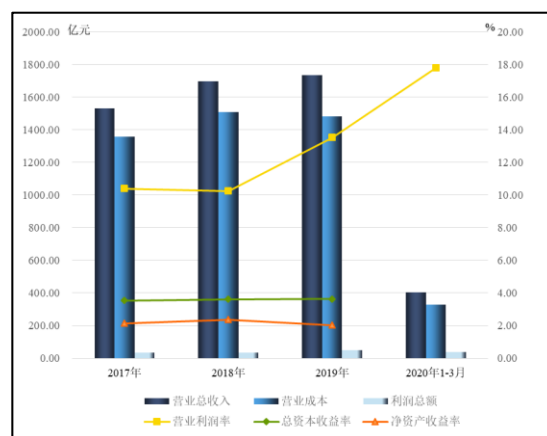
非经常性损益方面，2017—2019 年，公司所取得的投资净收益快速下降，年均复合下降 19.30%；占营业利润的比重逐年下降，分别为 54.94%、43.11%和 13.52%。2018 年，公司所取得投资净收益 15.73 亿元，同比下降 27.52%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益减少所致。2019 年，公司取得投

资收益 14.13 亿元，同比下降 10.15%，主要系按权益法享有合营及联营企业的净收益减少所致。

2017—2019 年，公司资产减值损失分别为 12.23 亿元、11.46 亿元和 58.12 亿元，年均复合增长 118.01%。2019 年，公司资产减值损失同比增长 46.66 亿元，主要系华能沾化热电有限公司、华能榆社发电有限责任公司、华能济宁高新区热电有限公司和华能上海石洞口发电有限责任公司一厂根据国家相关产业政策要求需于 2020 年底关停或等容量替代，华能曲阜热电有限公司、华能鹤岗发电有限公司、华能新华发电有限责任公司、云南滇东雨汪能源有限公司因电量下滑、煤价高企等原因预计经营形势转差，以及滇东能源煤矿及部分电厂的拟报废资产等需计提减值损失所致。2019 年，公司资产减值损失占营业利润的比例为 125.28%，对利润形成严重侵蚀，但考虑到公司计提资产减值损失主要系政策原因对落后产能的清理，有利于公司整体机组水平提升及资产质量的提高。

2017—2019 年，公司其他收益分别为 5.47 亿元、6.25 亿元和 9.17 亿元，占营业利润的比例分别为 13.86%、17.14%和 5.73%。

图 10 公司近年盈利指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从盈利指标来看，2017—2019 年，受电力及热力板块盈利水平波动以及公司所有者权益增长影响，公司总资本收益率逐年增长，

分别为 3.53%、3.61%和 3.62%；净资产收益率波动下降，分别为 2.14%、2.37%和 2.03%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 403.51 亿元，较 2019 年同期下降 11.61%；实现利润总额 37.46 亿元，较 2019 年同期下降 19.39%。2020 年 1—3 月，公司营业利润率为 17.78%，较 2019 年增长 4.25 个百分点。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流保持较大规模净流入，收入实现质量维持高水平。2018 年以来，公司经营性现金可满足投资需求，但由于公司在建工程规模较大，未来仍存在一定融资需求。

表 9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	1689.15	1897.62	1925.84	444.27
现金收入比	108.84	110.73	110.31	109.44
经营活动现金流量净额	300.76	288.92	373.24	81.29
投资活动现金流量净额	-341.77	-205.28	-290.34	-60.07
筹资活动前现金流量净额	-41.00	83.64	82.90	21.23
筹资活动现金流量净额	32.93	-23.68	-113.28	-3.69

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

经营活动现金流方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 6.78%，主要系经营规模扩张所致。2018 年，公司经营活动现金流入量同比小幅增长 1.49%；经营活动现金流出量同比下降 3.49%，主要系煤炭价格下行所致。2019 年，公司经营活动现金净流入规模同比增长 29.19%至 373.24 亿元。2019 年，公司现金收入比率为 110.31%，同比变化不大，收入实现质量保持高水平。

2017—2019 年，公司投资活动现金流入规模波动下降，年均复合下降 26.46%。其中，2018 年同比下降 73.43%，主要系 2017 年收

回投资收到的现金规模较大以及取得投资收益收到的现金规模较大所致；2019 年同比增长 103.60%，主要系公司合营及联营企业中电力企业居多，燃煤价格的下行使得其盈利好转，公司取得投资收益收到的现金大幅增加所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出波动中有所下降，年均复合下降 10.15%，主要系构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金波动所致。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-290.34 亿元，净流出规模同比增长 41.44%。

2018 年，公司筹资活动前现金流由净流出转为净流入，外部融资需求有所下降。2019 年，公司筹资活动前现金流保持较大规模净流入，公司经营性现金可满足投资需求，但考虑到公司在建工程待投规模较大，未来仍存在一定融资需求。

2017—2019 年，公司筹资活动现金流入规模波动中有所下降，年均复合下降 3.98%；公司筹资活动现金流出规模有所波动，年均复合增长 0.03%。综上影响，2018 年，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出，2019 年，筹资活动现金流净流出规模有所增长。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流仍保持较大规模净流入，收入实现质量保持高水平；筹资活动前现金流保持净流入；现金及现金等价物增加额 16.71 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现较弱，长期偿债能力指标表现较强。但综合考虑公司行业地位、业务规模、现金流状况等因素，均可对公司整体偿债能力形成有力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力来看，2017—2019 年，公司流动比率与速动比率均波动增长，三年加权平均值分别为 41.07%和 34.92%，均处于较低水平。截至 2019 年底，两项指标分别为 42.91%和 36.64%；截至 2020 年 3 月底，公司

流动比率和速动比率分别为 45.62% 和 40.00%，均较 2019 年底有所上升。2017—2019 年，公司现金类资产与短期债务之比分别为 0.11 倍、0.20 倍和 0.19 倍；经营现金流动负债比分别为 19.09%、20.90% 和 26.36%，逐年增长，公司短期偿债能力指标表现较弱。同时，考虑到公司经营活动现金流入量大，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2017—2019 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 328.73 亿元、338.34 亿元和 360.75 亿元，年均复合增长 4.76%；EBITDA 利息倍数分别为 3.18 倍、3.06 倍和 3.18 倍，EBITDA 对利息覆盖程度较强。同期，全部债务/EBITDA 比分别为 7.37 倍、7.59 倍和 6.81 倍，EBITDA 对全部债务覆盖能力较强，公司长期偿债能力指标表现较强。考虑到公司行业地位、业务规模等因素，均可对整体偿债能力形成有力支持，公司整体偿债能力极强。

截至 2019 年底，公司无对外担保；无重大未决诉讼。

截至 2019 年底，公司已经获得各类银行授信额度合计 4840.09 亿元，未使用额度为 2956.72 亿元，间接融资渠道通畅。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

资产质量

近年来，母公司资产规模有所增长，非流动资产占比较高。

2017—2019 年，母公司资产总额有所增长，年均复合增长 4.33%，截至 2019 年底为 1903.24 亿元，其中流动资产占 11.90%，非流动资产占 88.10%。

2017—2019 年，母公司流动资产波动增长，年均复合增长 15.37%，截至 2019 年底为 226.53 亿元，主要由货币资金（占 5.51%）、应收账款（占 24.41%）、存货（占 11.25%）和其他流动资产（占 38.76%）构成；母公司

非流动资产有所增长，年均复合增长 3.07%，截至 2019 年底为 1676.71 亿元，主要由长期股权投资（占 53.65%）、固定资产（占 28.38%）和其他非流动资产（占 14.24%）构成，长期股权投资主要是对子公司的投资。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 1898.06 亿元，较 2019 年底下降 0.27%，规模和构成较 2019 年底变化不大。

负债及所有者权益

受其他权益工具增长影响，母公司所有者权益快速增长，资产负债率有所下降。母公司债务负担有所下降。

2017—2019 年，母公司所有者权益快速增长，年均复合增长 15.76%，截至 2019 年底为 1018.53 亿元，主要由实收资本（156.98 亿元）、其他权益工具（251.28 亿元）、资本公积（132.32 亿元）和未分配利润（389.80 亿元）构成，2019 年母公司发行永续债导致其他权益工具增加，所有者权益增长。截至 2020 年 3 月底，母公司所有者权益 1055.13 亿元，较 2019 年底增长 3.59%，主要系其他权益工具增长所致。

2017—2019 年，母公司负债总额波动中有所下降，年均复合下降 5.39%，截至 2019 年底为 884.71 亿元，其中流动负债占 56.16%，非流动负债占 43.84%。从构成看，主要为长短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债和应付债券。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 46.48%，较年初下降 8.72 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，母公司负债总额 842.93 亿元，较 2019 年底下降 4.72%；同期，母公司资产负债率和全部债务资本化比率均较 2019 年底有所下降，分别为 44.41% 和 38.94%。

盈利能力

母公司自身营收规模较小，期间费用对利润有所侵蚀，投资收益对利润影响较大。

2017—2019 年，母公司营业收入有所波

动,年均复合增长 1.16%; 营业成本有所波动,年均复合下降 0.01%。期间费用方面,管理费用和财务费用金额大,2019 年分别为 17.90 亿元和 36.64 亿元。投资收益对母公司利润影响较大,2019 年为 54.22 亿元,占当期营业利润的 89.83%。2019 年,母公司营业利润和利润总额分别为 60.36 亿元和 60.23 亿元,均较 2018 年大幅增长。

截至 2020 年 3 月底,母公司实现营业收入 98.16 亿元,投资收益 4.78 亿元,营业利润和利润总额分别为 9.68 亿元和 10.17 亿元。

现金流

2018 年,母公司投资活动规模大,经营活动现金呈净流出,存在一定筹资压力。

2017—2019 年,母公司经营活动产生的现金流入量有所波动,2019 年为 546.01 亿元,主要是收到其他与经营活动有关的现金;同期,经营活动现金流出量有所波动,2019 年为 458.27 亿元,主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2019 年经营活动产生的现金流量净额为 87.74 亿元,同比增长 27.51%。

2017—2019 年,母公司投资活动现金流入量波动下降,2019 年为 54.51 亿元,主要来自取得投资收益收到的现金。同期,投资活动现金流出快速下降,2019 年为 119.00 亿元,主要为投资支付的现金。2019 年母公司投资活动产生的现金流量净额为-64.48 亿元,净流出规模有所收窄。

2017—2018 年,母公司筹资活动前现金流均表现为净流出。2019 年,母公司筹资活动前现金流由净流出转为净流入,融资需求有所下降。

2017—2019 年,母公司筹资活动现金流入量有所下降,2019 年为 966.33 亿元,主要来自取得借款和发行债券收到的现金。2019 年,母公司筹资活动现金流出为 1019.84 亿元,主要为偿还债务支付的现金;筹资活动现金流由净流入转为净流出,为 53.51 亿元,母公司对外融资规模大。

2020 年 1—3 月,母公司经营活动、投资

活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.82 亿元、9.61 亿元和-7.41 亿元。

8. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用记录(授信机构版),截至 2020 年 7 月 23 日,公司无未结清不良信贷信息,过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

作为中国最大的上市发电公司和核心发电企业之一,公司装机容量大,区域布局和规模优势显著。综合看,公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据对公司现有债务结构影响不大。

公司本期中期票据发行额度合计 20 亿元,分别占 2020 年 3 月底长期债务和全部债务的 1.37%和 0.82%,对现有债务结构影响很小。截至 2020 年 3 月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.58%、66.74%和 54.48%。以 2020 年 3 月底数据为基础,考虑公司发行的“20 华能 MTN001”“20 华能 Y3”“20 华能 SCP004”“20 华能 MTN002”,本期中期票据发行后上述三项指标分别上升至 71.47%、67.88%和 56.27%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动产生的现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。公司经营活动现金流入量对公司 2022 年到期债券还款额的保障程度高。

2017—2019 年,公司经营活动产生的现金流入量分别为 1689.15 亿元、1897.62 亿元和 1925.84 亿元,为本期中期票据发行额度的 84.46 倍、94.88 倍和 96.29 倍;公司经营活动现金流量净额分别为 300.76 亿元、288.92 亿元和

373.24亿元，分别为本期中期票据发行额度的15.04倍、14.456倍和18.66倍；公司EBITDA分别为328.73亿元、338.34亿元和360.75亿元，分别为本期中期票据的16.44倍、16.92倍和18.04倍。公司经营活动现金流量和EBITDA对本期中期票据覆盖程度很高。

表10 截至报告出具日，公司存续期内债券
(单位：亿元、%)

债券简称	余额	占比
2020 年	68.00	11.76
2021 年	120.00	20.76
2022 年	155.00	26.82
2023 年	110.00	19.03
2024 年及以后	125.00	21.63
合计	578.00	100.00

注：以上债券期限分布是假设公司存续期内债券均在第一个赎回日全部赎回

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司存续期内债券余额合计 578.00 亿元，存续期内债券偿还期限分布较为平均。2022 年需偿还债券规模较大，为 155.00 亿元。2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为公司 2022 年到期债券还款额的 2.12 倍、2.18 倍和 2.33 倍；经营活动现金流入量分别为公司 2022 年到期债券还款额的 10.90 倍、12.24 倍和 12.42 倍；经营活动现金流量净额分别为公司 2022 年到期债券还款额的 1.94 倍、1.86 倍和 2.41 倍。公司经营活动现金流入量对公司 2022 年到期债券还款额的保障程度高。

十、 结论

公司是中国最大上市发电公司和核心发电企业之一，在区域布局、发电装机容量、设备性能和技术水平以及电网认可程度等方面均具备显著优势。公司管理制度健全、实施有效，综合管理水平高。

公司资本实力强，现金流状况佳，但债务负担较重；公司经营活动产生的现金流量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。

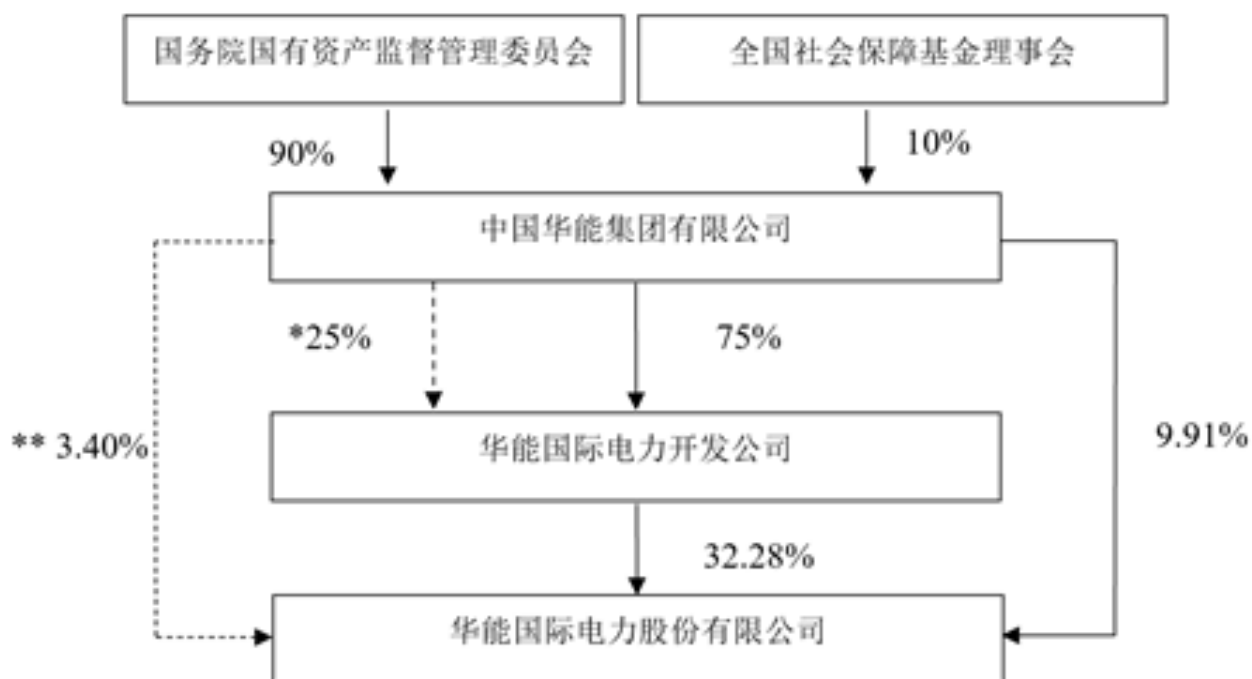
未来，随着公司在建新能源机组的投产运营，公司发电能力将进一步提高，电源结

构将进一步优化，综合实力有望继续保持。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置、清偿顺序列于公司普通债务之后及利息递延累积等特点。

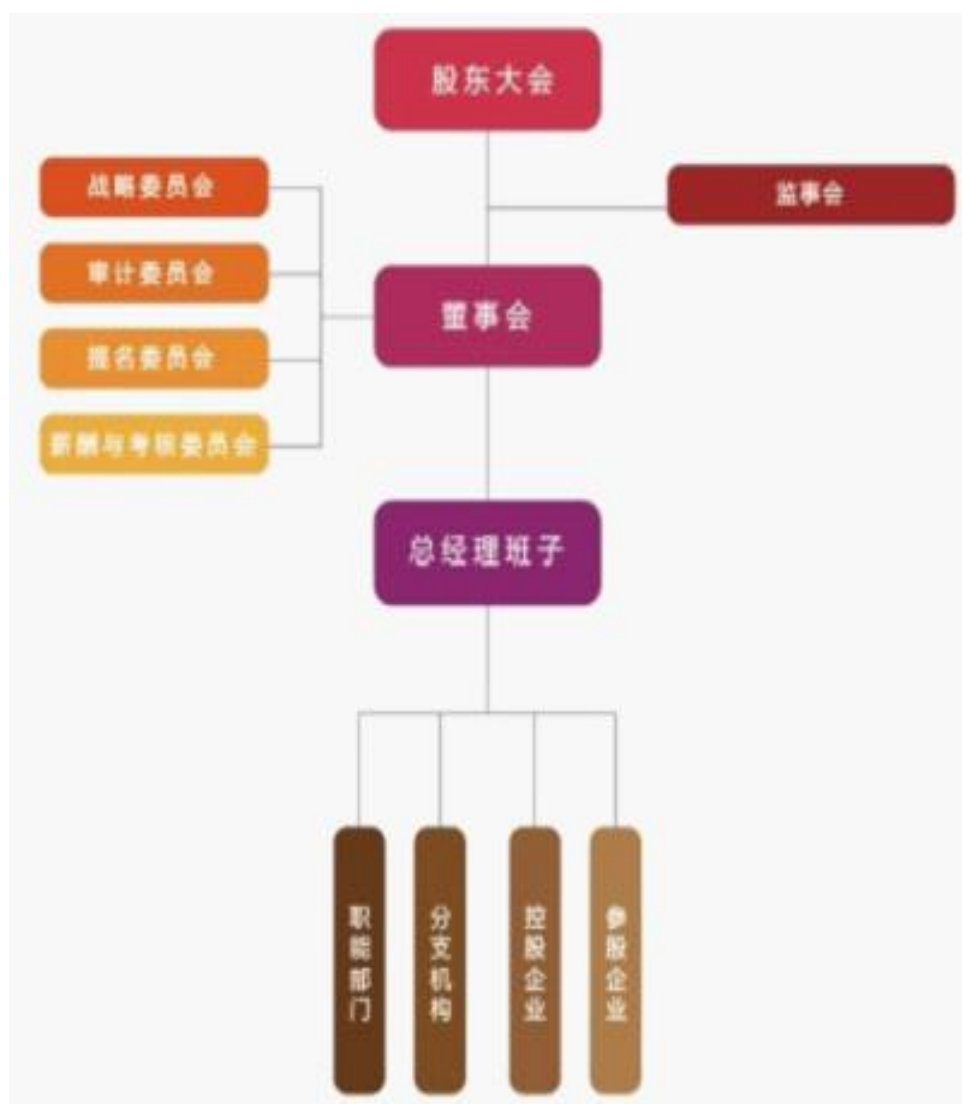
总体看，公司主体信用风险极低。本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



注：* 中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）通过中国华能集团香港有限公司（以下简称“华能香港”）间接持有尚华投资有限公司 100% 的股权，而尚华投资有限公司持有华能开发 25% 的股权，因此华能集团间接持有华能开发 25% 的权益；** 包括华能香港持 H 股比例约为 3.01%；华能集团之一家境内子公司持 A 股比例约为 0.39%

附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司部分主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)	
			直接	间接
中新电力(私人)有限公司	147642.06 万美元	投资控股	100.00	
大士能源有限公司	143355.00 万新元	投资控股		100.00
华能南京金陵发电有限公司	151313.60	发电	60.00	
华能沁北发电有限责任公司	154000.00	发电	60.00	
华能山东发电有限公司	424146.00	电力(热力)项目的开发投资、建设、管理	80.00	
华能酒泉风电有限责任公司	261000.00	建设、经营、管理风力发电场及相关工程	100.00	
华能浙江平湖海上风电有限责任公司	220000.00	电力的生产和供应; 电力项目的投资、建设、运营、管理	100.00	
华能北京热电有限责任公司	370209.00	建设经营电厂及有关工程	41.00	
华能吉林发电有限公司	287934.00	电力(热力)项目; 新能源项目的开发、投资、建设、生产、经营、检修、维护和销售	100.00	

资料来源: 公司财务报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	130.89	204.54	188.59	210.11
资产总额(亿元)	3823.51	4034.41	4135.97	4145.74
所有者权益(亿元)	931.46	1017.86	1172.89	1219.73
短期债务(亿元)	1170.48	1001.93	1016.70	988.29
长期债务(亿元)	1251.48	1566.49	1438.52	1459.65
全部债务(亿元)	2421.95	2568.42	2455.22	2447.94
营业总收入(亿元)	1529.70	1698.61	1734.85	403.51
利润总额(亿元)	35.74	34.36	48.13	37.46
EBITDA(亿元)	328.73	338.34	360.75	--
经营性净现金流(亿元)	300.76	288.92	373.24	81.29
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.72	6.18	5.77	--
存货周转次数(次)	17.56	17.78	16.08	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.43	0.42	--
现金收入比(%)	108.84	110.73	110.31	109.44
营业利润率(%)	10.40	10.24	13.53	17.78
总资本收益率(%)	3.53	3.61	3.62	--
净资产收益率(%)	2.14	2.37	2.03	--
长期债务资本化比率(%)	57.33	60.61	55.09	54.48
全部债务资本化比率(%)	72.22	71.62	67.67	66.74
资产负债率(%)	75.64	74.77	71.64	70.58
流动比率(%)	30.97	44.72	42.91	45.62
速动比率(%)	26.27	37.81	36.64	40.00
经营现金流动负债比(%)	19.09	20.90	26.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.18	3.06	3.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.37	7.59	6.81	--

注: 1. 2020 年 1-3 月份财务数据未经审计; 2. 报告中其他流动负债中的应付短期债券以及衍生金融负债调整计入短期债务; 长期应付款中融资租赁款调整计入长期债务; 3. 本报告所用 2017 年度及 2018 年度公司财务数据分别为 2018 年度及 2019 年度财务报表中追溯调整后期初数据

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.82	48.20	19.39	32.28
资产总额(亿元)	1748.48	1857.82	1903.24	1898.06
所有者权益(亿元)	760.04	832.14	1018.53	1055.13
短期债务(亿元)	476.34	308.58	333.60	304.08
长期债务(亿元)	307.28	513.53	371.15	368.84
全部债务(亿元)	783.62	822.11	704.75	672.92
营业收入(亿元)	469.72	500.40	480.72	98.16
利润总额(亿元)	66.92	1.86	60.23	10.17
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	69.95	68.81	87.74	5.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.71	8.64	8.11	--
存货周转次数(次)	18.01	19.17	16.10	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.28	0.26	--
现金收入比(%)	113.05	116.51	112.82	115.96
营业利润率(%)	11.43	10.03	13.58	16.86
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	8.02	0.19	5.40	--
长期债务资本化比率(%)	28.79	38.16	26.71	25.90
全部债务资本化比率(%)	50.76	49.70	40.90	38.94
资产负债率(%)	56.53	55.21	46.48	44.41
流动比率(%)	25.68	52.05	45.59	46.89
速动比率(%)	22.53	46.91	40.46	41.78
经营现金流动负债比(%)	10.56	13.89	17.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注: 1. 2020 年 1-3 月份财务数据未经审计; 2. 本报告所用 2017 年度及 2018 年度公司财务数据分别为 2018 年度及 2019 年度财务报表中追溯调整后期初数据

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 华能国际电力股份有限公司 2020 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华能国际电力股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

华能国际电力股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对华能国际电力股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，华能国际电力股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华能国际电力股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现华能国际电力股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华能国际电力股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就該事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华能国际电力股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华能国际电力股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与华能国际电力股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。