

信用评级公告

联合〔2021〕9229 号

联合资信评估股份有限公司通过对华能国际电力江苏能源开发有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定华能国际电力江苏能源开发有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月二十八日

华能国际电力江苏能源开发有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
电力企业主体信用评级模型 (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评估股份有限公司官网公开披露

评级时间：2021年9月28日

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	B	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	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
			资本结构	1
			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；财务指标为三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：余瑞娟 蔡伊静 任贵永

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华能国际电力江苏能源开发有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为华能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”）在江苏省内重要电力业务运营平台，在股东支持、业务规模和区域综合竞争力等方面具备综合优势。近年来，公司保持较大的装机规模，部分燃煤机组发电利用小时数处于较高水平，经营活动现金流持续呈大规模流入态势，盈利能力强，债务负担适中，且再融资能力强。同时，联合资信也关注到公司电源结构中燃煤发电机组占比较高且均布局于江苏省内，盈利水平受区域内外来电和新能源发电政策及煤炭价格变动影响较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着在建项目的陆续建成投产，公司装机规模和竞争力有望进一步提高，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的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低。

优势

- 1. 股东支持力度大。**公司是华能国际在江苏省内重要电力业务运营主体。2020年12月，公司由华能国际在江苏的分支机构改设为全资子公司，华能国际将其在江苏省内的29家公司股权、4家分支机构资产及债权债务划转至公司。
- 2. 公司装机规模较大，部分燃煤发电机组平均利用小时数处于较高水平，综合竞争力强。**截至2021年6月底，公司控股电力装机容量合计1207.48万千瓦。其中，燃煤发电机组装机容量为794.00万千瓦、燃气发电机组装机容量为249.32万千瓦、风电机组装机容量为143.81万千瓦、光伏机组装机容量为20.35万千瓦。受苏南地区区域用电情况影响，华能太仓发电有限责任公司燃煤发电机组平均利用小时数处于较高水平。
- 3. 公司经营活动现金流持续呈大规模净流入态势，盈利能力强。**2018—2020年，公司营业利润率分别为12.50%、14.09%和20.53%；经营活动产生的现金流净额分别为26.51亿元、36.83亿元和41.76亿元。

4. **公司债务结构良好，债务负担适中，再融资能力强。**截至 2020 年底，公司全部债务为 243.54 亿元，长期债务占比为 70.98%；公司全部债务资本化比率为 52.61%，债务负担适中。公司外部融资渠道通畅，银行授信规模大，且目前银行借款均为信用借款。截至 2021 年 6 月底，公司共获得银行授信额度 649.28 亿元，未使用额度 455.01 亿元。

关注

1. **公司电源均布局于江苏省内，区域行业政策变动对公司经营产生一定影响。**2018—2020 年，受外来电量和新能源发电挤压影响，公司火电机组上网电量和利用小时呈下降趋势。
2. **煤炭价格水平对公司盈利能力影响较大。**公司煤电机组占比较高，燃煤为电力生产最主要原料。公司盈利能力受煤炭价格波动影响较大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产（亿元）	14.56	15.00	14.85	14.19
资产总额（亿元）	365.44	463.18	542.98	539.97
所有者权益（亿元）	159.81	193.08	219.39	228.85
短期债务（亿元）	49.69	58.51	70.67	49.74
长期债务（亿元）	107.38	151.42	172.87	186.08
全部债务（亿元）	157.07	209.94	243.54	235.83
营业收入（亿元）	166.93	156.58	157.75	92.77
利润总额（亿元）	12.94	12.93	16.51	8.78
EBITDA（亿元）	39.73	41.63	46.51	--
经营性净现金流（亿元）	26.51	36.83	41.76	31.67
营业利润率（%）	12.50	14.09	20.53	16.36
净资产收益率（%）	6.65	5.35	5.38	--
资产负债率（%）	56.27	58.31	59.59	57.62
全部债务资本化比率（%）	49.57	52.09	52.61	50.75
流动比率（%）	56.13	49.89	46.84	62.59
经营现金流流动负债比（%）	27.86	31.80	28.50	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.26	0.21	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	5.31	5.39	5.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.95	5.04	5.24	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额（亿元）	124.67	157.00	178.02	190.34
所有者权益（亿元）	113.82	147.12	168.63	172.55
全部债务（亿元）	0.00	0.01	0.50	8.60
营业收入（亿元）	29.37	27.79	24.37	10.91
利润总额（亿元）	1.13	-0.60	-1.20	-1.63
资产负债率（%）	8.70	6.29	5.28	9.35
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.29	4.75
流动比率（%）	53.20	67.03	75.53	83.88
经营现金流流动负债比（%）	10.98	18.78	35.38	--

注：1.本报告使用财务数据为三年联审数据；2.公司 2021 年 1-6 月财务报表未经审计；3.报告中已将租赁负债中有息部分调至长期债务中

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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江苏能源开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、该公司信用等级自 2021 年 9 月 28 日至 2022 年 9 月 27 日有效；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。

华能国际电力江苏能源开发有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

华能国际电力江苏能源开发有限公司（以下简称“公司”）前身为华能国际电力股份有限公司江苏分公司，成立于2009年4月，负责管理华能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”）在江苏区域投资的能源电力资产。2020年12月，为贯彻落实中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）“两线两化”战略布局，推动区域发电资产整合，做实做优区域公司，公司由华能国际在江苏的分支机构改设为全资子公司，并更为现名。2020年12月23日，公司与华能国际签订《股权、资产划转协议》（以下简称“《协议》”），《协议》规定将华能国际电力股份有限公司江苏分公司、华能国际电力股份有限公司南京电厂、华能国际电力股份有限公司南通电厂和华能国际电力股份有限公司江苏清洁能源分公司四家分支机构全部资产及相关债务划转至公司。同时，划转29家单位股权，其中，27家持股比例在50%以上的划转为公司子公司，划转江阴东南热力有限责任公司所持49%股权（已完成划转）和江苏电力交易中心有限公司2%股权（正在办理中）至公司为参股公司。截至2021年6月底，华能国际持有公司100.00%股权，为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

公司主营业务为发电、输电、供电等业务。截至2021年6月底，公司本部内设办公室（信息中心）、人力资源部、财务与预算部、规划发展部、市场营销部、燃料与商务管理部、生产管理与环境保护部（科技中心）、纪律检查部（党委巡察办）、审计部、党建工作部（工会办）、基本建设部和安全监管部12个职能部门。

截至2020年底，公司合并资产总额542.98亿元，所有者权益219.39亿元（含少数股东权益49.63亿元）；2020年，公司实现营业收入157.75亿元，利润总额16.51亿元。

截至2021年6月底，公司合并资产总额539.97亿元，所有者权益228.85亿元（含少数股东权益51.61亿元）；2021年1—6月，公司实现营业收入92.77亿元，利润总额8.78亿元。

公司注册地址：南京市鼓楼区燕江路201号-3幢；法定代表人：曹庆伟。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021年上半年，中国国内生产总值53.22万亿元，不变价累计同比增长12.70%，两年平均增长5.31%，较一季度加快0.31个百分点，低于2019年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.29%和6.12%，均已经高于疫情前2019

¹文中GDP增长均为实际增速，下同

年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半

年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2018—2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	12.70（5.31）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	15.90（6.95）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	12.60（4.40）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	23.00（4.39）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国

工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做

好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

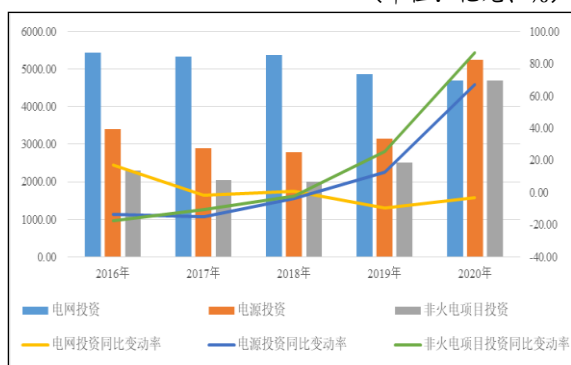
三、行业及区域环境分析

1. 行业概况

2016 年以来，中国电力供需总体平衡，电力投资波动增长，电力装机规模持续增长。2020 年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020 年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳达峰等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，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。

根据中电联及国家能源局统计数据²，2016年以来，全国电力投资额波动增长，其中电源投资增速较快，而电网投资规模有所下滑。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1—2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图1 近年中国电源及电网投资情况
(单位: 亿元、%)

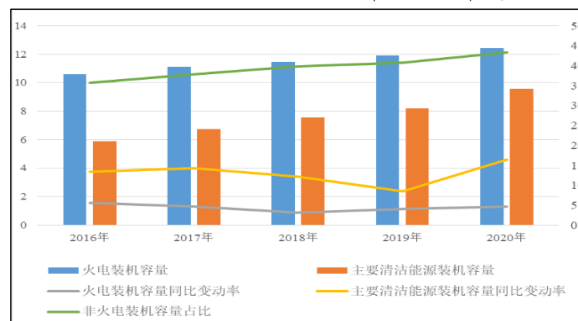


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

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—2019年装机容量增速逐年回落，2020年呈现回升趋势。2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量占全口径发电装机容量的比重为44.8%，较上年底提高2.8个百分点；

全口径煤电装机容量占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

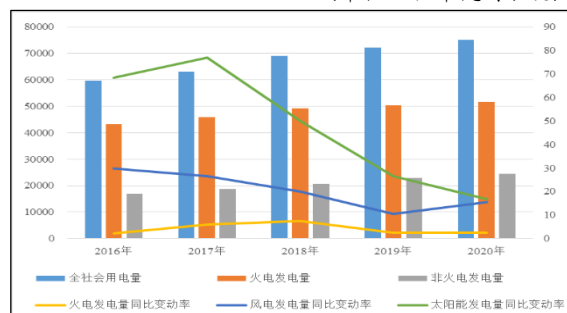
图2 近年中国发电装机容量变动情况
(单位: 亿千瓦、%)



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全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。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

图3 中国发电量、用电量及增幅情况
(单位: 亿千瓦时、%)



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

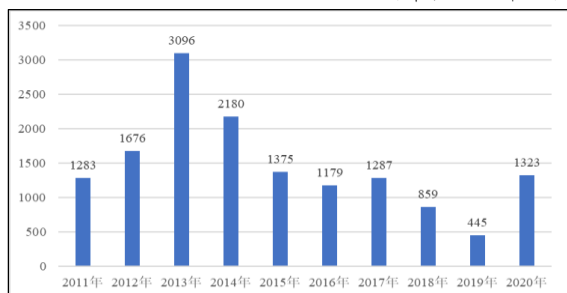
² 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整

整上年度期末数据

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。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要系近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

自2013年以来，我国水电新增装机整体呈下降趋势，2019年更达到十年最低点，2020年有所上扬。2020年，我国水电新增装机1323万千瓦，较上年多投产878万千瓦。2020年新增装机较多的省份为四川（413万千瓦）、云南（340万千瓦）和安徽（136万千瓦），占全部新增装机的67.13%。截至2020年底，我国水电装机规模37016万千瓦，占我国总装机的17%。

图4 2011—2020年水电新增装机情况
(单位: 万千瓦)



资料来源：北极星电力网

2020年水电设备利用小时3827小时，历年来首次突破3800小时，同比提高130小时。2020年，全国主要流域弃水电量约301亿千瓦时，较去年同期减少46亿千瓦时。水能利用率约96.61%，较上年同期提高0.73个百分点。弃水主要发生在四川省，其主要流域弃水电量约202亿千瓦时，较去年同期减少77亿千瓦时，主要集中在大渡河干流，约占全省弃水电量的53%；青海省弃水较去年有所增加，弃水约40亿千瓦时，比去年同期增加18.5亿千瓦时；其

他省份弃水电量维持较低水平。

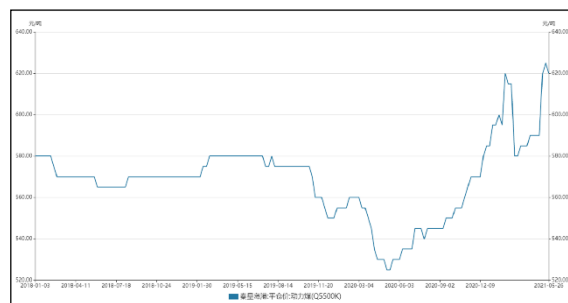
2. 行业关注及政策调整

煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大，煤炭价格的提高一定程度上侵蚀了火电企业的盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

(1) 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年底，秦皇岛港动力煤(Q5500k)平仓价在550元/吨至600元/吨之间震荡。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。2020年下半年，伴随疫情得以控制后国内经济逐步复苏，同时受内蒙古煤炭减产以及进口煤政策实行总量严控和冷冬气候等因素影响，煤炭供不应求，带动价格快速回升。2021年，煤炭市场由“去产能”转为“煤炭保供”，伴随进口煤顺畅通关、煤炭主产地先进产能释放以及供暖煤炭需求减弱，煤炭市场供不应求局面得以缓和，煤炭价格自2月初开始有所回落，但仍保持较高水平。

图5 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

（2）煤电上网电价调整

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（以下简称“国家发改委”）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。

（3）碳减排政策

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一。在做好“碳达峰”“碳中和”工作方面，中央经济工作会议从根本和源头上作出部署，明确要力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发

展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，国家能源投资集团有限责任公司、中国华能集团有限公司、华电集团、国家电力投资集团有限公司和中国大唐集团有限公司等五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019—2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

3. 行业展望

预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020—2021年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2021年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和

电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好地融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

4. 区域环境

公司业务范围分布于江苏省，当地经济发展水平对公司经营状况影响明显。江苏省区域经济环境优越，为公司发展提供了良好的基础。

2020年，江苏省经济保持增长，全省实现生产总值102719.00亿元，按可比价格计算，同比增长3.70%，增速有所回落。分产业看，第一产业同比增长1.70%，第二产业同比增长3.70%，第三产业同比增长3.80%。2020年，江苏省投资保持增长，全年固定资产投资同比增长0.30%，增速有所回落，其中第一产业投资同比增长37.00%，第二产业投资下降5.10%，第三产业投资增长4.10%。同期，全省完成货物进出口总额44500.50亿元，同比增长2.60%。2020年，江苏省财政收入继续保持增长，全年全省完成一般公共预算收入9059.00亿元，同比增长2.90%，增速提高0.90个百分点。同期，一般公共预算支出13682.50亿元，同比增长8.80%，民生领域财政支出增长较快，其中住房保障支出增长

30.60%，社会保障和就业支出增长25.90%，卫生健康支出增长11.40%。

2020年，江苏省用电量保持增长趋势，全社会用电量6373.71亿千瓦时，同比增长1.75%。同期，全省发电量5073.67亿千瓦时，同比增长0.23%，其中统调电厂累计4576.89亿千瓦时，同比下降0.11%，非统调电厂累计496.78亿千瓦时，同比增长3.44%。2020年，全省发电累计平均利用小时数为3738小时，同比下降111小时，继续保持下降趋势。同期，全省新增发电能力991.69万千瓦，其中火电161.72万千瓦，核电111.8万千瓦，风电506.06万千瓦，光伏发电75.42万千瓦，分布式发电124.09万千瓦，储能12.60万千瓦。截止2020年底，全省装机容量14146.39万千瓦。综合来看，江苏省用电需求旺盛，有利于公司经营业绩的保持。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司由华能国际分支机构改设为全资子公司。根据《公司章程》和《股权、资产划转协议》相关内容，公司初始注册资本为1.00亿元，华能国际划转的股权资产以资本公积列示。截至报告出具日，华能国际已完成认缴7500.00万元，剩余部分预计在2021年底完成认缴。

为满足发展需求，公司拟将资本公积转增为实收资本。公司董事会就该事项已完成审议并上报股东批准。

2. 企业规模和竞争力

公司主要负责华能国际在江苏省内火电及清洁能源的开发、管理及运营工作。公司规模较大，火电机组具备供热能力、且部分火电机组作为电网的电源支撑点，利用小时数有保障；公司新能源以海上风电为主，电价水平高，盈利情况好，综合竞争优势强。

公司主要负责华能国际在江苏省内火电及清洁能源的开发、管理及运营。公司根据华能集团和华能国际的授权对江苏地区的能源企业、港口物流企业进行全面管理，履行对外协调发

展、投资建设、生产经营和监督管理等职能。

截至2021年6月底，公司管理范围包括4个分支机构、29个法人单位。截至2021年6月底，公司已投产的电力装机容量合计1207.48万千瓦。其中，燃煤发电机组装机容量为794.00万千瓦、燃气发电机组装机容量为249.32万千瓦、风电机组装机容量为143.81万千瓦、光伏机组装机容量为20.35万千瓦。

公司能源结构以火电机组为主，相关火电机组均具备供热能力。其中，华能太仓发电有限责任公司（以下简称“华能太仓”）位于江苏省苏州市太仓市，拥有两台63万千瓦的燃煤机组。华能太仓所处的苏南地区电力处于供小于求的状态，主要依靠4条过江通道和1条过江管廊由北向南输送电力。在输送通道受限时，苏南区域电厂的开工负荷率高于全省平均数。因此，华能太仓的平均利用小时数处于较高水平。公司风电机组主要以海上风电为主。公司于2021年底前投产的海上风电项目上网电价为0.85元/千瓦时。公司海上风电项目电价水平高，盈利水平高。

依据（2009）80号《关于实施国家重点扶持的公共基础设施项目企业所得税优惠问题的通知》的相关要求，公司下属部分子公司及新能源项目享受三年免税随后三年减半征收的税收优惠。截至2021年6月底，公司享受该税收优惠政策的发电项目仍处于税收优惠期间内。

3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工构成合理，能够满足日常经营需求。

截至2021年6月底，公司拥有董事5人，监事2人，高级管理人员6人。

公司党委书记、董事长曹庆伟先生，1967年出生，本科学历，高级工程师。曹庆伟先生曾任沈阳沈海热电厂锅炉分场值班员、司炉、班长；原沈阳沈海热电有限公司发电部副值长、值长、副部长、部长、计划经营部部长、副总工程师兼扩建办主任、总工程师；国家电投集团东北电力有限公司计划与市场营销部综合计划与分析主管、华能井冈山电厂副厂长、华能左权煤电有限

责任公司筹建处主任、总经理、党委委员；华能国际山西分公司副总经理、党组成员兼华能山西科技城项目管理有限责任公司总经理；华能国际贵州分公司筹备组负责人；华能国际辽宁分公司执行董事、党委书记；华能江苏能源开发有限公司董事长、党委书记，华能国际江苏分公司执行董事、党委书记。

公司党委副书记、总经理齐革军先生，1967年出生，硕士研究生学历，正高级工程师。齐革军先生曾任内蒙古电力调整试验研究所继电保护室副主任、主任；内蒙古电力科学研究院系统所所长、主任、党支部书记；包头第二热电厂副总工程师兼生产技术部部长、副厂长、总工程师、党委委员；乌拉山发电厂党委书记、副厂长、厂长、党委委员；北方联合电力杭锦电厂筹备处主任；北方联合电力有限责任公司副总工程师；北方联合电力和林电厂筹备处主任、党委委员；华能新疆能源开发有限公司副总经理、党组成员；华能国际河北分公司党委书记、副总经理、执行董事；华能国际江苏分公司总经理、党委副书记。

截至2021年6月底，公司拥有员工3659人；按文化素质划分，研究生及以上256人，大学本科2714人，中专生及以下689人；按年龄划分，30岁及以下909人，30~50岁1792人，50岁及以上958人。

4. 股东支持

公司股东华能国际为中国大型电力公司，发电资产分布广泛，规模优势显著，整体抗风险能力极强，在资源获取、资产划转等方面均给予公司较大支持。

公司为华能国际全资子公司。华能国际是中国首家实现在纽约、香港、上海三地上市的发电公司。在区域布局方面，华能国际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。截至2021年6月底，华能国际可控发电装机容量达11404.20万千瓦，权益发电装机容量9989.10万千瓦，低碳清洁能源装机容量占

比21.07%；规模优势显著，整体抗风险能力极强。

2020年12月，为贯彻落实华能集团“两线两化”战略布局，推动区域公司发电资产整合，做实做优区域公司，公司由华能国际在江苏的分支机构改设为全资子公司。2020年12月23日，公司与华能国际签订《协议》，规定将华能国际电力股份有限公司江苏分公司、华能国际电力股份有限公司南京电厂、华能国际电力股份有限公司南通电厂和华能国际电力股份有限公司江苏清洁能源分公司四家分支机构全部资产及相关债权划转至公司。同时，划转29家单位股权，其中，27家持股比例在50%以上的划转为公司子公司，划转江阴东南热力有限责任公司所持49%和江苏电力交易中心有限公司2%股权至公司为参股公司。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91320106MA24UEQJ7C），截至2021年9月16日，公司无未结清或已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等相关法律法规，设立了董事会和监事会，建立了较为完善的法人治理结构。

华能国际为公司唯一股东。股东行使决定公司的经营方针和投资计划、委派和变更董事及监事，决定有关董事及监事的报酬事项、审议批准董事会和监事会的报告、审议批准公司的年度综合计划方案、年度财务预算方案、决算方案利润分配方案和弥补亏损方案及公司的分红政策并实施考核以及修改公司章程等职权。

公司设董事会，对股东负责。董事会由5名董事组成，设董事长1名。公司董事均由股东委派及更换。公司董事任期三年，任期届满后由股东决定更换或继续委派。董事会行使职权决定公司经营计划和投资方案等重大事项、决定聘任或者解聘公司总经理、副总经理、财务负责人及其他高级管理人员，及其报酬事项等事项。

公司设监事会。监事会设监事2名，均为股东委派。监事会行使对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或股东决定的董事、高级管理人员提出罢免建议等的职权。

公司设总经理1名，副总经理若干名，根据经营管理需要，可设立总会计师、总工程师、总法律顾问各1名。总理由董事长提名、董事会聘任。副总经理、总会计师、总工程师、总法律顾问由总经理提名，董事会聘任。总经理行使组织公司的生产经营管理工作，执行董事会的相关决议、拟订并组织实施公司中长期发展规划，重大投资项目及年度经营计划等职权。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险低。

公司结合自身业务具体情况，在资金管理、重大投资决策管理、子公司管理和安全生产等方面建立了相应的内部控制制度。

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。公司实行上级公司、公司和基层企业三级资金管理体系。公司依托华能财务公司作为公司实施资金管理的重要平台，财务公司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，同时满足系统资金归集及资金监控等内部管理要求。

重大投资决策方面，公司对投融资进行授权管理，下属全资和控股电厂的投资、融资权需经公司审批同意，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。对于下属子公司和全资电厂，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。

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。在经营层面，公司设立12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。

安全生产管理方面，公司贯彻“安全第一，预防为主，综合治理”的方针，设立安全生产委员及巡查评估组，定期、不定期对下属全资和控股电厂开展巡查、督导任务，全面落实安全生产责任，持续深化安全生产管理体系运行和电力安全生产标准导则、电力反事故措施等纲领性规程制度执行。

六、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，受火电业务收入下降影响，公司营业收入整体有所下降。同时，受益于煤炭价格不断下降，公司综合毛利率不断提升。2021年上半年，受煤炭价格快速上涨影响，公司燃煤发电板块毛利率较2020年明显下降。

公司主要从事火电业务，电力销售收入是营业收入的主要来源。近年来，公司电力销售收入占营业收入比重在85%以上。

2018—2020年，公司营业收入波动下降，年均复合下降2.79%，主要系火电板块收入不断下降所致。从收入构成看，2018—2020年，公司火电板块收入不断下降，主要系受外来电和江苏省内新能源装机规模增长较快，火电发电空间受到挤压所致；公司风电板块收入波动增长，其中，2019年较2018年变化不大，2020年较2019年增长62.43%，主要系2020年公司大丰新能源海上风电项目、盛东如东海上风电项目和灌云海上风电项目部分投产所致；公司光伏板块收入不断增长，主要系泗洪光伏项目投产所致；但光伏板块收入整体占比较小，对公司营业收入影响不大。同期，公司供热板块收入保持相对稳定。公司其他业务板块主要包括港口及粉煤灰等业务。2018—2020年，公司其他业务板块收入不断增长，对营业收入形成一定补充。

从毛利率看，得益于煤炭价格的不断下降和燃煤机组上网电价的波动增长，2018—2020年，公司燃煤发电板块毛利率不断提升；公司燃气发电板块毛利率不断提升，主要系燃气发电上网电价提高所致。同期，公司风电和光伏板块营业毛利率持续维持较高水平，主要系新能源机组上网电价较高所致。2018—2020年，公司供热板块持续成本倒挂，主要系与燃煤发电板块分摊成本所致；公司其他板块毛利率波动增长，维持在较高水平。综上，2018—2020年，公司综合毛利率持续上升，分别为13.56%、15.23%和21.64%。

表2 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
火电	139.72	83.70	10.20	127.00	81.11	12.01	120.67	76.49	16.52	68.61	73.96	7.75
燃煤发电板块	109.97	65.88	9.51	102.85	65.69	11.00	98.74	62.59	15.56	52.66	56.76	3.08
燃气发电板块	29.75	17.82	12.77	24.15	15.42	16.00	21.93	13.90	20.88	15.95	17.20	23.17
新能源	11.29	6.76	61.25	11.13	7.11	55.46	17.70	11.22	56.81	11.63	15.76	67.67
风电板块	10.53	6.31	60.87	10.22	6.53	55.00	16.60	10.53	56.76	13.90	14.99	67.82
光伏板块	0.75	0.45	66.61	0.91	0.58	57.00	1.10	0.70	57.51	0.72	0.78	64.76
供热板块	11.38	6.82	-4.11	12.02	7.68	-2.64	11.84	7.50	-0.60	6.10	6.58	-16.26
其他板块	4.54	2.72	42.69	6.43	4.11	42.00	7.54	4.78	55.76	3.43	3.69	51.69
合计	166.93	100.00	13.56	156.58	100.00	15.23	157.75	100.00	21.64	92.77	100.00	17.24

注：小数位尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2021年1—6月，公司实现营业收入92.77亿元。从毛利率看，受煤炭价格迅速上涨影响，公司燃煤发电板块毛利率较2020年全年下降12.48个百分点至3.08%，使得公司综合毛利率较2020年下降4.40个百分点至17.24%。

2. 生产经营

电力板块

公司主要从事华能国际在江苏省内火电及清洁能源的开发、管理及运营。火电发电板块方面，公司华能太仓作为苏南地区电力支撑点，平均利用小时处于较高水平；新能源发电板块，随着公司海上风电机组建设投产，风电机组装机量不断增长。上网电量方面，随着电力市场化改革持续深化，公司市场交易电量不断增长。

公司主要从事华能国际在江苏省内火电及清洁能源的开发、管理及运营。

装机容量方面，受燃气、风电和光伏机组建设投产带动，2018—2020年，公司机组总装机容量有所增长。燃煤机组方面，截至2020年底，公司燃煤机组装机容量为794.00万千瓦，较2019年底减少70.40万千瓦，主要系根据苏发改能源发〔2020〕1147号文件，公司华能南通电厂#1机组和#2机组分别于2020年1月1号和2020年4月8号关停所致。燃气机组方面，截至2020年底，公司燃气机组装机量为249.32万千瓦，较2019年底增长87.86万千瓦，主要系江阴燃机热电项目于2020年底投产所致。新能源机组方面，随着大丰新能源海上风电、泗洪光伏、盛东如东海上风电、和灌云海上风电等项目的投产，2018—2020年，公司新能源机组装机容量不断增长。截至2021年6月底，公司控股电力装机容量合计1207.48万千瓦。其中，火电机组装机容量为1043.32万千瓦、风电机组装机容量为134.23万千瓦、光伏机组装机容量为20.35万千瓦。

表3 公司近年来装机容量情况（单位：万千瓦）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年6月底
燃煤机组	864.40	864.40	794.00	794.00
燃气机组	161.46	161.46	249.32	249.32
风电	74.39	104.55	134.23	143.81
光伏	9.41	9.41	20.35	20.35
合计	1109.66	1139.82	1197.90	1207.48

注：上表中装机容量为全口径装机容量
资料来源：公司提供

表4 截至2021年6月底公司电力资产情况（单位：%、万千瓦）

项目	股权比例	装机容量	机组构成	类型
火电	--	1043.32	--	--
华能国际电力江苏能源开发有限公司南通电厂	100.00	70.00	2×35	燃煤发电
华能南通发电有限责任公司	70.00	105.00	105	燃煤发电
华能国际电力江苏能源开发有限公司南京电厂	100.00	64.00	2×32	燃煤发电
华能太仓发电有限责任公司	75.00	126	2×63	燃煤发电
华能(苏州工业园区)发电有限责任公司	75.00	64.00	2×32	燃煤发电
华能淮阴第二发电有限公司	63.64	132.00	4×33	燃煤发电
华能南京金陵发电有限公司	60.00	206.00	2×103	燃煤发电
华能南京燃机发电有限公司	57.39	116.26	2×39 2×19	燃气发电
华能南京热电有限公司	70.00	10.00	2×5	燃煤发电
华能苏州热电有限责任公司	53.00	12.00	2×6	燃煤发电
	53.00	45.20	2×22.6	燃气发电
华能灌云热电有限责任公司	100.00	5.00	2×2.5	燃煤发电
华能江阴燃机热电有限责任公司	51.00	87.86	2×43.93	燃气发电
风电	--	143.81	--	--
华能启东风力发电有限公司	65.00	18.55	--	陆上风电
华能如东风力发电有限责任公司	90.00	4.80	--	陆上风电
华能如东八仙角海上风力发电有限责任公司	70.00	30.24	--	海上风电
华能盛东如东海上风力发电有限责任公司	79.00	17.00	--	海上风电
华能南京六合风电有限公司	100.00	5.00	--	陆上风电

华能仪征风力发电有限责任公司	100.00	6.00	--	陆上风电
华能徐州铜山风力发电有限公司	70.00	9.80	--	陆上风电
华能盐城大丰新能源发电有限责任公司	100.00	40.51	--	海上风电
华能灌云清洁能源发电有限责任公司	100.00	11.91	--	海上风电
华能射阳新能源发电有限公司	70.00	--	--	海上风电
光伏	--	20.35	--	
华能太仓发电有限责任公司	75.00	5.00	--	太阳能
华能淮阴发电有限公司	100.00	3.00	--	太阳能
华能泗洪新能源有限公司	100.00	10.94	--	太阳能
华能灌云清洁能源发电有限责任公司	100.00	1.41	--	太阳能
合计	--	1207.48	--	

注：1.上表中装机容量为全口径装机容量；2.公司海上风电项目中，截至2021年8月底，盛东如东项目40万千瓦已全部投产、灌云海上风电项目30万千瓦已全部投产；公司射阳海上风电项目30万千瓦预计2021年11月底全部投产

资料来源：公司提供

公司火电板块燃煤机组运营主体主要为华能南京金陵发电有限公司、华能南通发电有限责任公司、华能太仓和华能淮阴第二发电有限公司。其中，华能太仓位于江苏省苏州市太仓市，拥有两台63万千瓦的燃煤机组，受区域用电需求旺盛因素带动，其平均利用小时数处于较高水平。公司燃气机组主要运营主体为华能南京燃机发电有限公司、华能苏州热电有限责任公司和华能江阴燃机热电有限责任公司。

2018—2020年，公司火电机组平均机组利用小时数呈下降态势，主要是江苏省内可再生能源快速发展挤占火电发电空间和省外来电快速增加挤占省内发电空间所致。2019年，燃气发电机组平均利用小时数下降幅度较大主要系2018年11月江苏省物价局下发关于燃气机组上网电价相关政策及2019年天然气价格上涨，公司主动减少燃气机组发电量所致。

能耗方面，公司燃煤机组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配套脱硫、脱硝和除尘装置，各项指标均符合环保要求。

公司新能源板块主要运营主体为华能如东八仙角海上风力发电有限责任公司和华能盐城大丰新能源发电有限责任公司（以下简称“大丰新能源”）。大丰新能源项目位于江苏省盐城市，为海上风电项目。受大丰新能源项目投产和盛东如东、灌云海上风电项目部分投产以及2019年江苏区域风资源较差共同影响，2018—2020年，公司风电机组发电量波动增长。2020年，公司风电机组发电量为25.61亿千瓦时。受益于泗

洪光伏项目投产，2018—2020年，公司光伏机组发电量不断增长。

表5 公司近年发电技术经济指标情况

指标	2018年	2019年	2020年	2021年1-6月
发电量（亿千瓦时）	426.38	394.54	375.00	214.42
其中：燃煤	347.93	331.88	307.72	162.43
燃气	60.09	45.14	39.94	30.13
风电	17.44	16.35	25.61	20.50
光伏	0.92	1.17	1.73	1.36
上网电量（亿千瓦时）	404.45	373.88	356.09	204.11
其中：燃煤	327.62	312.57	290.45	153.39
燃气	58.92	44.26	39.17	29.52
风电	17.01	15.90	24.78	19.87
光伏	0.90	1.15	1.69	1.33
平均机组利用小时数（小时）	4306.97	3963.89	3853.18	1958.01
其中：燃煤	4645.99	4487.16	4476.37	2395.69
燃气	3774.38	2835.25	2418.00	1219.68
风电	2472.42	1991.80	2117.16	1402.44
光伏	1346.94	1243.47	1230.79	709.27
平均上网电价（元/千瓦时）（不含税）	0.373	0.369	0.389	0.408
其中：燃煤	0.336	0.329	0.340	0.343
燃气	0.505	0.546	0.560	0.540
风电	0.619	0.643	0.670	0.700
光伏	0.833	0.791	0.651	0.541
发电厂用电率（%）	5.14	5.24	5.04	4.81
其中：燃煤	5.84	5.82	5.61	5.57
燃气	1.95	1.95	1.93	2.02
风电	2.47	2.75	3.24	3.07
光伏	2.17	1.71	2.31	2.21
供电标准煤耗（克/千瓦时）	290.58	290.54	289.89	288.11
入炉综合标煤单价（元/吨）	857.16	786.29	738.08	925.69

注：入炉综合标煤单价为财务口径，除燃煤采购单价外还包括滞期费、运杂费等费用

资料来源：公司提供

公司所发电量统一并网至江苏电网公司。随着电力市场化改革持续深化，电力交易规模不断扩大，2018—2020年，公司市场交易电量占比分别为50.10%、79.35%和73.08%。其中，公

司年度长协电量占比不断增长，分别为77.00%、79.00%和83.00%。

燃煤机组上网电价方面，2018—2020年，公司燃煤机组上网电价波动增长，主要系近三年公司电价相对较高的基数电量占比不同（2019年高电价电量占比较低）以及2019年10月江苏省辅助服务调峰市场正式运行，公司参与深度调峰，争取辅助服务收益共同影响所致。公司基数电量根据江苏省发展和改革委员会下发的年度发电指导意见确定，电价执行批复电价。燃气机组上网电价方面，2018年11月江苏省物价局印发了《省物价局关于完善天然气发电上网电价管理的通知》，天然气发电调峰机组、热电联产机组执行两部制电价（容量电价+电量电价），利用容量电价补偿发电厂的固定成本，电量电价覆盖发电厂的变动成本。2018—2020年，公司燃气机组上网电价持续增长。新能源机组上网电价方面，2016年国家发改委下发《国家发展改革委关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》（发改价格〔2016〕2729号），明确近海上风电标杆上网电价为0.85元/千瓦时。2019年，国家发改委下发《国家发展改革委关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），明确对2018年底前核准的海上风电项目，如在2021年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价。2018—2020年，公司风电机组和光伏机组上网电价保持在较高水平。

电价结算方面，公司上网电量电费次月与国网江苏省电力有限公司（以下简称“电网公司”）结算。其中，风电、光伏上网电价在当地燃煤机组标杆上网电价以内的部分，与电网公司结算，以外部分由国家可再生能源发展基金以补贴发放。

煤炭采购运输方面，公司下属电厂均分布在港口周边，除华能淮阴第二发电有限公司有少量煤炭通过山东、安徽区域的运河及铁路运输，其它均为下水煤。

自2019年起，公司燃煤采购主要通过中国华能集团燃料有限公司和华能供应链平台科技有限公司采购。2019—2020年，公司煤炭采购集中度较高。2018—2020年，公司标煤采购平均单价

分别为832.75元/吨、740.59元/吨和709.05元/吨。受煤炭行情大涨影响，2021年上半年，公司标煤采购平均价格上涨至917.56元/吨。

表6 2019—2020年公司煤炭采购前5大供应商情况
(单位: 万元、%)

2019年		
主要供应商名称	采购金额	占比
华能供应链平台科技有限公司	236338.67	32.40
中国华能集团燃料有限公司	123146.94	16.90
中煤能源南京有限公司	51133.59	7.00
伊泰渤海能源有限责任公司	41042.48	5.60
晋能控股煤业集团有限公司	24032.11	3.30
合计	475693.79	65.20
2020年		
主要供应商名称	采购金额	占比
华能供应链平台科技有限公司	250049.29	41.10
中国华能集团燃料有限公司	198678.34	32.60
华能宝城物华有限公司	14370.14	2.40
中煤能源南京有限公司	14138.93	2.30
徐州矿务集团能源物流有限公司	8959.75	1.50
合计	486196.45	79.90

资料来源：公司提供

公司天然气供应商主要为中国石油天然气股份有限公司、中国石油天然气股份有限公司天然气销售江苏分公司和江苏省天然气销售有限公司。公司采购天然气结算方式为预付费机制，天然气气量费用与各供应商直接结算，管道输送费与江苏省天然气销售有限公司结算。

2018—2020年，公司天然气采购量受燃气机组发电量下降影响不断下降，采购均价波动下降。2021年上半年，公司天然气采购量为6.68亿立方米，采购均价为2.17元/立方米。

表7 公司近年来天然气采购情况
(单位: 亿立方米、元/立方米)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
采购量	12.89	9.92	8.86	6.68
采购均价	2.14	2.24	2.10	2.17

资料来源：公司提供

供热板块

2018—2020年，受益于周边用户结构调整和转型，公司售热量略有增长。2021年上半年，受益于江阴燃气项目投产，供热价格较高，公司售热平均单价有所提高。

供热板块方面，公司售热客户以工业用户为主，并向政府、商业、教育、医疗等单位提供采暖。公司供热销售方式为趸售和直接销售，2018—2020年，公司供热业务趸售占比逐年增长，分别为68.66%、71.69%和73.10%。公司借助所辖企业各地经济园区产业结构调整 and 转型机会，进一步开拓供热市场。2018—2020年，公司售热量略有增长，售热均价波动增长。公司公司平均单价由物价局制定。2021年上半年，公司售热量为1361.21万吉焦，售热均价为71.13元/吉焦，较2020年有所提高，主要系江阴燃气项目投产，供热业务价格较高所致。

表8 公司供热业务经营情况
(单位：万吉焦、元/吉焦)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
售热量	2113.14	2163.63	2169.89	1361.21
售热平均单价	64.22	68.24	67.14	71.13

注：上表中售热量未做合并抵消处理
资料来源：公司提供

其他业务板块

公司其他业务板块经营较为稳定，主要为港口及粉煤灰销售等业务。

公司其他板块主要为港口及粉煤灰销售等业务。公司的港务业务经营主体为华能太仓港务有限责任公司（以下简称“太仓港务”），港口主要位于太仓市港区荡茜作业区。太仓港务由公司（集团）有限公司合资建设（股比分别为85%和15%），为长江中下游流域及长三角地区用户提供海进江中转、存储、筛分、混配等服务，设计年吞吐能力2700万吨。港口服务

在公司整体业务板块中占比较小，约为2%。

3. 经营效率

受电源结构中含部分新能源机组影响，公司应收账款金额较大；与同行业公司相比，公司相应经营指标表现较弱。

2018—2020年，公司销售债权周转次数分别为7.41次、6.25次和4.60次；总资产周转次数分别为0.46次、0.38次和0.31次，相关指标均呈不断下降趋势。受电源结构中有部分新能源机组影响，公司应收账款金额较大；与同行业公司相比，公司相应经营指标表现较弱。

表9 2020年同行业主要经营效率指标对比
(单位：次)

公司名称	销售债权周转次数	总资产周转次数
华电江苏能源有限公司	13.13	0.55
国家能源集团江苏电力有限公司	30.56	0.88
国家能源集团山东电力有限公司	10.81	0.58
华能国际电力江苏能源开发有限公司	4.60	0.31

注：由于发电企业存货很小，存货周转次数指标无意义，上表未列示
资料来源：联合资信根据公开数据整理

4. 在建项目及未来发展

公司在建项目规模很大，但考虑相关项目建设周期较长，后续投资压力尚可。公司发展规划符合国家政策，可持续性发展能力强。

公司主要在建项目为海上风电和燃气项目，总投资约220.06亿元，截至2021年6月底，已完成投资金额146.58亿元。公司在建项目均按照项目建设进度进行投资，未来资金压力尚可。随着公司在建项目完工投产，公司装机规模和竞争力有望进一步提升。

表10 截至2021年6月底公司主要在建项目情况 (单位：万千瓦、亿元)

项目名称	规划装机规模	工程概算总投资	截至2021年6月底已完成投资额	2021年7—12月计划投资额	2022年计划投资	资金来源
如东 H3 海上风电项目	30.00	53.12	47.39	3.21	2.52	自有资金+银行贷款
如东 H3 海上风电扩建项目	10.00	17.71	7.18	6.32	4.21	自有资金+银行贷款
射阳海上风电项目	30.15	54.54	45.46	4.72	4.36	自有资金+银行贷款
灌云海上风电项目	30.27	50.21	46.55	1.50	2.16	自有资金+银行贷款
南通燃机国产化示范项目	149.00	32.79	--	0.42	10.00	自有资金+银行贷款
苏州燃机国产化示范项目	21.50	11.69	--	1.28	8.00	自有资金+银行贷款
合计	270.92	220.06	146.58	17.45	31.25	--

注：1.概算总投资为前期项目预算，最终投资金额以实际投资为主；2.自有资金和银行贷款的比例为自有资金30%、银行贷款70%；3.截至2021年8月底，如东 H3 海上风电项目、如东 H3 海上风电扩建项目和灌云海上风电项目已投产，2022年计划投资为后续项目维护建设投资
资料来源：公司提供

“十四五”期间，公司按照“调整结构、确保份额、提升效益、争创领先”的发展思路，调整优化电源结构、机组结构和区域布局，推进战略性新兴产业重点项目开发，提高科技创新能力。（1）调整结构。通过优化调整电源装机结构、燃煤机组构成、电源区域布局等措施，进一步优化公司的产业发展结构，构建绿色、低碳、高效的能源供给体系，实现公司的健康可持续发展；（2）确保份额。通过开发海上风电项目、推进光伏发电项目、发展燃气发电项目、拓展垃圾发电等等途径，扩大公司装机规模，确保装机占比份额；（3）提升效益。通过提升优先发电权比重、拓展供热市场份额和大用户直购电、海上风电大规模集约化开发、向综合能源供应服务商转型等措施，提升公司经营效益；（4）争创领先。①以经济效益为中心，保持同类型火电机组效率和发电利用小时，燃料采购标煤单价等核心竞争力指标对标领先；②依托华能海上风电研发中心和科技创新联盟，借助院士智力资源，实现能源行业科技创新领先；③在海上风电、盐穴储能、700℃关键部件技术、污泥耦合掺烧等领域实现研发成果领先。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年三年联审模拟财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了无保留意见的审计结论；公司提供的2021年1—6月份财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2020年底，公司纳入合并范围子公司共27家。截至2021年6月底，公司合并范围较2020年底无变化。

截至2020年底，公司合并资产总额542.98亿元，所有者权益219.39亿元（含少数股东权益49.63亿元）；2020年，公司实现营业收入157.75亿元，利润总额16.51亿元。

截至2021年6月底，公司合并资产总额539.97亿元，所有者权益228.85亿元（含少数股东权益51.61亿元）；2021年1—6月，公司实现营

业收入92.77亿元，利润总额8.78亿元。

2. 资产质量

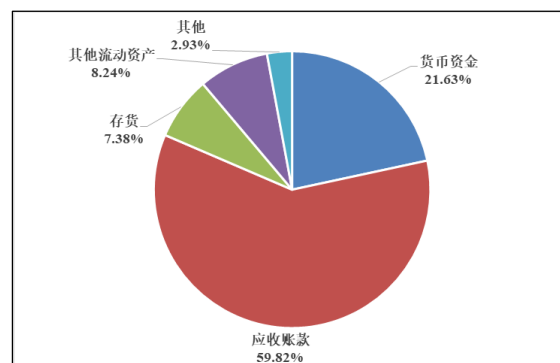
2018—2020年末，公司资产规模持续增长。其中，非流动资产占比很高，符合电力行业特征；非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。公司资产受限比例很低，固定资产成新率一般，整体资产质量很好。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长21.89%，主要系流动资产和非流动资产共同增长所致。截至2020年底，公司合并资产总额542.98亿元，较2019年底增长17.23%。其中，流动资产占比为12.64%，非流动资产占比为87.36%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较2019年底变化不大。

（1）流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长13.35%。截至2020年底，公司流动资产68.62亿元，较2019年底增长18.78%，主要系应收账款增长所致。公司流动资产构成如下图所示。

图6 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长0.99%。截至2020年底，公司货币资金14.84亿元，较2019年底下降1.03%，变化不大。公司货币资金全部为银行存款，无使用受限情况。

2018—2020年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长34.96%，主要系新能源补贴款增加所致。公司应收账款主要为应收电费；主要应收账款对象为国网江苏电力有限公司，占应收

账款比例90%以上。截至2020年底，公司应收账款账面价值41.05亿元，较2019年底增长49.07%。截至2020年底，公司应收账款账龄以1年内为主（占75.26%），累计计提坏账0.02亿元。

2018—2020年末，公司存货持续下降，年均复合下降15.22%。截至2020年底，公司存货5.07亿元，较2019年底下降19.64%，主要系公司燃料存货减少所致。公司存货主要由燃煤构成（占81.43%），计提减值准备0.10亿元，计提比例为1.93%，计提比例低。

2018—2020年末，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长23.77%，主要系可抵扣的进项税增加所致。截至2020年底，公司其他流动资产5.65亿元，较2019年底增长29.68%。公司其他流动资产主要为可抵扣的进项税（占91.50%）。

（2）非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长23.30%，主要系固定资产、在建工程、使用权资产和其他非流动资产增长所致。截至2020年底，公司非流动资产474.35亿元，较2019年底增长17.01%。公司非流动资产主要由固定资产（占66.62%）和在建工程（23.05%）构成。

2018—2020年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长11.11%。截至2020年底，公司固定资产316.00亿元，较2019年底增长12.81%，主要系在建工程转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占6.23%）和机器设备（占93.34%）构成，累计计提折旧256.23亿元；固定资产成新率55.26%，成新率一般。

2018—2020年末，受公司在建项目持续投入影响，在建工程持续增长，年均复合增长89.81%。截至2020年底，公司在建工程109.34亿元，较2019年底增长32.41%。公司在建工程由在建工程（占90.01%）和工程物资（占9.99%）构成。

截至2021年6月底，公司合并资产总额539.97亿元，较上年底下降0.55%，变化不大。其中，流动资产占13.63%，非流动资产占86.37%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年

底变化不大。

截至2021年6月底，公司资产受限情况如下表所示。总体看，公司资产受限比例很低。

表 11 截至 2021 年 6 月底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占资产总额比例	受限原因
在建工程	15.13	2.79	与银行签订的贷款合同中规定：对外抵押担保需经银行同意

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长。公司所有者权益中资本公积和盈余公积占比较高，权益稳定性好。

由于公司为华能国际分公司转子公司，根据《公司章程》和《股权、资产划转协议》相关内容，公司初始注册资本金为 1.00 亿元，华能国际划转的股权资产以资本公积列示。截至报告出具日，华能国际已完成认缴 7500 万元。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 17.17%。截至 2020 年底，公司所有者权益 219.39 亿元，较 2019 年底增长 13.63%，主要系资本公积和盈余公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 77.38%，少数股东权益占比为 22.62%。在归属于母公司所有者权益中，资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 89.14%、31.34%和 1.67%。所有者权益结构稳定性好。

2018—2020 年末，公司资本公积快速增长，年均复合增长 26.68%，主要系华能国际增加投入资本所致。截至 2020 年底，公司资本公积 151.32 亿元，较 2019 年底增长 17.96%。

2018—2020 年末，公司未分配利润持续下降，年均复合下降 45.54%，主要系分配现金股利给华能国际。

截至 2021 年 6 月底，公司所有者权益 228.85 亿元，较上年底增长 4.31%，主要系未分配利润增长所致。截至 2021 年 6 月底，公司未分配利润为 10.78 亿元，较上年底大幅增长。

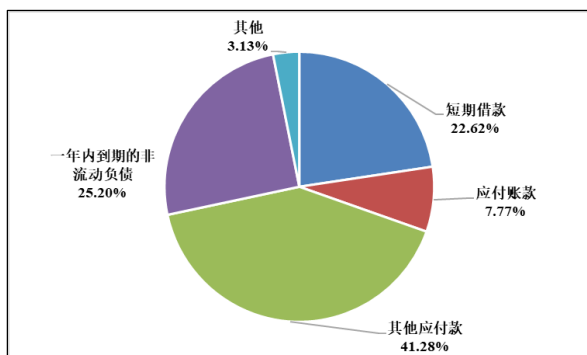
(2) 负债

2018—2020年末,公司负债规模持续增长,负债结构相对均衡;有息债务有所增长,但公司整体债务负担适中。

2018—2020年末,公司负债规模持续增长,年均复合增长25.45%。截至2020年底,公司负债总额323.59亿元,较2019年底增长19.80%,主要系流动负债和非流动负债共同增加所致。其中,流动负债占比为45.28%,非流动负债占比为54.72%。公司负债结构相对均衡,负债结构较2019年底变化不大。

2018—2020年末,公司流动负债持续增长,年均复合增长24.09%。截至2020年底,公司流动负债146.51亿元,较2019年底增长26.51%,主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图7 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末,公司短期借款波动下降,年均复合下降4.03%。截至2019年底,公司短期借款为30.71亿元,较2018年底下降14.64%,主要系华能太仓和华能南京金陵发电有限公司偿还短期贷款所致;截至2020年底,公司短期借款33.13亿元,较2019年底增长7.90%,主要系启东海上风电和盛东如东海上风电项目增加借款所致。公司短期借款全部为信用借款。

2018—2020年末,公司应付账款波动增长,年均复合增长12.13%。截至2019年底,公司应付账款为8.85亿元,较2018年底下降2.31%,变化不大。截至2020年底,公司应付账款11.39亿元,较2019年底增长28.70%,主要系应付燃料款增加所致。公司应付账款主要为应付燃料款

(占58.11%),应付账款账龄以1年以内为主(占98.68%)。

2018—2020年末,公司其他应付款持续增长,年均复合增长33.69%。截至2020年底,公司其他应付款60.47亿元,较2019年底增长34.10%,主要系应付工程款和工程物资款增长所致。

2018—2020年末,公司一年内到期的非流动负债持续增长,年均复合增长64.09%。截至2020年底,公司一年内到期的非流动负债36.92亿元,较2019年底增长65.78%,主要系一年内到期的融资租赁款增长所致。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款(占72.10%)和一年内到期的租赁负债(占27.90%)。

2018—2020年末,公司非流动负债持续增长,年均复合增长26.60%。截至2020年底,公司非流动负债177.08亿元,较2019年底增长14.77%,主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款(占97.63%)构成。

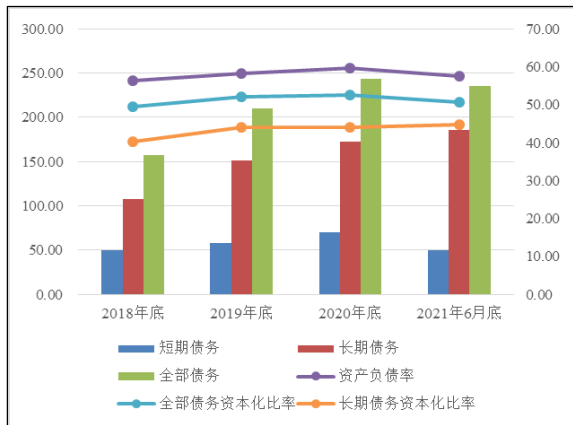
2018—2020年末,公司长期借款持续增长,年均复合增长26.88%。截至2020年底,公司长期借款172.87亿元,较2019年底增长22.33%,主要系公司加大新能源项目投资,增加借款所致。公司长期借款全部为信用借款。

截至2020年底,公司租赁负债1.43亿元,较2019年底下降85.89%,主要系转为一年内到期的非流动负债所致。

有息债务方面,2018—2020年末,公司全部债务持续增长,年均复合增长24.52%。截至2020年底,公司全部债务243.54亿元,较2019年底增长16.01%。债务结构方面,短期债务70.67亿元(占29.02%),长期债务172.87亿元(占70.98%),以长期债务为主。从长期债务期限分布情况看,公司长期债务到期时间分布于在2023年及以后。

受债务增长影响,公司债务指标均持续增长。2018—2020年,公司资产负债率分别为56.27%、58.31%和59.59%;全部债务资本化比率分别为49.57%、52.09%和52.61%;长期债务资本化比率分别为40.19%、43.95%和44.07%。公司整体债务负担适中。

图8 近年来公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年6月底，公司负债总额311.12亿元，较上年底下降3.85%，变化不大。其中，流动负债占比为37.79%，非流动负债占比为62.21%。公司负债结构较上年底变化不大。截至2021年6月底，公司全部债务235.83亿元，较上年底下降3.73%，主要系短期债务下降所致。债务结构方面，短期债务49.74亿元（占21.09%），长期债务186.08亿元（占78.91%），以长期债务为主。截至2021年6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57.62%、50.75%和44.85%，较上年底分别下降1.98个百分点、下降2.00个百分点和提高0.57个百分点。

4. 盈利能力

2018—2020年，公司营业收入波动下降。但受益于原材料价格的下降，公司营业利润率有所提升。非经常性损益对公司利润影响不大。

受火电业务收入下降影响，2018—2020年，公司营业收入波动下降，年均复合下降2.79%。2020年，公司实现营业收入157.75亿元，较2019年增长0.75%，变化不大。2018—2020年，公司营业成本持续下降，年均复合下降7.44%。2020年，公司营业成本123.62亿元，较2019年下降6.87%，主要系煤炭和天然气采购价格下降所致；2018—2020年，公司营业利润率分别为12.50%、14.09%和20.53%，持续增长。

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长17.87%，主要系管

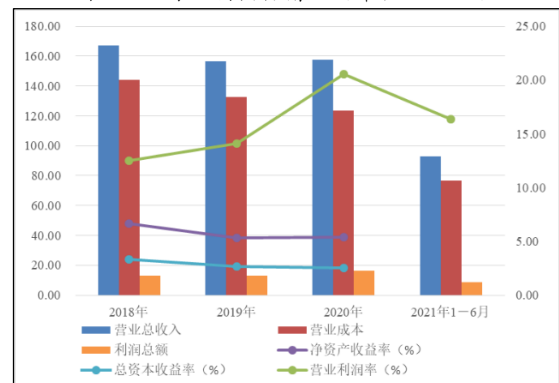
理费用和财务费用增长所致。2020年，公司费用总额为12.90亿元，较2019年增长24.68%。从构成看，公司销售费用占比为4.76%、管理费用占比为36.80%、研发费用占比为3.99%、财务费用占比为54.45%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为4.75亿元，较2019年增长30.13%，主要系土地使用费和其他费用增加所致；财务费用为7.02亿元，较2019年增长11.14%，主要系有息借款增加，导致利息支出增长所致。2018—2020年，公司期间费用率不断增长，分别为5.56%、6.61%和8.18%，虽有所增长，但公司期间费用控制能力仍属较强水平。

非经常性损益方面，2018—2020年，公司投资收益分别为0.91亿元、1.08亿元、1.25亿元，持续增长，年均复合增长17.51%；其他收益分别为0.46亿元、0.39亿元、0.37亿元，持续下降，年均复合下降10.46%。2020年，公司资产减值损失为3.57亿元，主要为其他非流动资产、存货和固定资产减值。2018—2020年，公司营业外支出波动增长，年均复合增长165.14%，分别为0.15亿元、0.09亿元和1.04亿元。2020年，公司营业外支出较2019年大幅增长，主要系公司非流动资产毁损报废和存货盘亏增加所致。

综上所述，非经常性损益对公司营业利润影响不大。2018—2020年，公司营业利润波动增长，分别为12.95亿元、12.88亿元和17.40亿元。

盈利指标方面，2018—2020年，受新建新能源项目不断增长影响，公司总资本收益率有所下降，分别为3.35%、2.63%和2.55%；净资产收益率波动下降，分别为6.65%、5.35%和5.38%。

图9 公司盈利指标情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与同行业公司相比，公司盈利指标表现一般。

表12 2020年同行业公司盈利能力指标情况

(单位: 亿元、%)

公司名称	营业收入	利润总额	总资本收益率	净资产收益率
华电江苏能源有限公司	186.88	10.54	6.83	8.49
国家能源集团江苏电力有限公司	166.60	23.45	12.83	15.75
国家能源集团山东电力有限公司	136.81	15.60	8.04	9.04
华能国际电力江苏能源开发有限公司	157.75	16.51	3.94	5.38

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

2021年1—6月，公司实现营业收入92.77亿元，占上年全年收入的58.81%，营业利润率为16.36%。

5. 现金流

2018—2020年，受上网电量下降影响，公司经营现金流入规模有所下降。公司整体收入实现质量保持高水平。同期，随着在建项目不断投入建设，公司投资活动现金流呈净流出状态，且净流出规模大。公司对外融资压力大。

表13 公司现金流量情况(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
经营活动现金流入小计	192.71	190.47	178.92	129.55
经营活动现金流出小计	166.20	153.64	137.16	97.87
经营活动现金流量净额	26.51	36.83	41.76	31.67
投资活动现金流入小计	6.92	1.89	1.70	0.54
投资活动现金流出小计	39.17	105.95	84.40	32.13
投资活动现金流量净额	-32.25	-104.07	-82.70	-31.59
筹资活动前现金流量净额	-5.74	-67.24	-40.94	0.08
筹资活动现金流入小计	80.25	145.80	131.11	50.21
筹资活动现金流出小计	69.12	78.14	90.31	50.99
筹资活动现金流量净额	11.13	67.67	40.80	-0.78
现金收入比	114.07	119.72	109.14	117.83

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2018—2020年，受上网电量下降影响，公司经营现金流入量有所下降，年均复合下降3.64%；同期，公司经营活

动现金流出量持续下降，年均复合下降9.16%。2018—2020年，公司经营现金保持净流入，净流入规模不断增长。公司收入实现质量保持高水平。

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入量持续下降，年均复合下降50.37%；同期，随着公司在建项目不断投入建设，投入规模波动增长，公司投资活动现金流出量年均复合增长46.79%。2018—2020年，公司投资活动现金持续呈净流出态势，净流出规模波动扩大。

2018—2020年，受在建项目不断投入影响，公司筹资活动前现金流量净额分别为-5.74亿元、-67.24亿元和-40.94亿元，持续净流出。公司经营所获现金无法覆盖投资需求，对外融资压力大。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长27.82%，主要为取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出量不断增长，年均复合增长14.30%。2018—2020年，公司筹资活动现金流量净额呈净流入状态，净流入规模波动增长。

2021年1—6月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为31.67亿元、-31.59亿元和-0.78亿元。

6. 偿债能力

2018—2020年，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债指标表现较好；考虑到装机规模及发电量规模较大、区域竞争优势较强、股东实力强并给予公司较大支持等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，公司流动比率和速动比率均有所下降，三年加权平均值分别为50.95%和45.52%。截至2021年6月底，公司流动比率与速动比率62.59%和55.65%。2018—2020年，公司经营现金流流动负债比率波动增长，分别为27.86%、31.80%和28.50%。同期，公司现金短期债务比不断下降，

分别为 0.29 倍、0.26 倍和 0.21 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较低。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 39.73 亿元、41.63 亿元和 46.51 亿元；公司 EBITDA 利息倍数有所提高，分别为 5.31 倍、5.39 倍和 5.45 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 分别为 3.95 倍、5.04 倍和 5.27 倍。整体看，公司长期债务能力指标表现较好。

未决诉讼方面，截至 2021 年 6 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2021 年 6 月底，公司共获得银行授信额度 649.28 亿元，未使用额度 455.01 亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司主要承担管理职能，自身业务规模小，盈利能力弱，投资收益对其利润规模影响较大。近年来，母公司资产总额保持稳定，债务负担很轻，权益稳定性强。

2018—2020 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 19.50%。截至 2020 年底，母公司资产总额 178.02 亿元，较 2019 年底增长 13.39%，主要系长期股权投资增长所致。其中，流动资产 5.40 亿元（占 3.04%），非流动资产 172.62 亿元（占 96.96%）。从构成看，流动资产主要由应收账款（占 75.25%）、其他应收款（占 10.50%）和存货（占 11.68%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 86.84%）和固定资产（占 10.43%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 0.12 亿元。

2018—2020 年末，母公司负债持续下降，年均复合下降 6.96%。截至 2020 年底，母公司负债总额 9.39 亿元，较 2019 年底下降 4.94%。其中，流动负债 7.16 亿元（占 76.17%），非流动负债 2.24 亿元（占 23.83%）。从构成看，流动负债主要由应付账款（占 33.70%）、其他应付款（占 50.67%）和一年内到期的非流动负债（占 6.97%）构成；非流动负债主要由递延收益（占 50.01%）和租赁负债（占 49.99%）构成。截至

2020 年底，母公司资产负债率为 5.28%，较 2019 年下降 1.02 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 0.50 亿元，全部为短期债务。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 0.29%，母公司债务负担轻。

2018—2020 年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长 21.72%，主要系资本公积增长所致。截至 2020 年底，母公司所有者权益为 168.63 亿元，较 2019 年底增长 14.62%。母公司所有者权益中，资本公积合计 170.85 亿元、未分配利润合计 -2.22 亿元。

2018—2020 年，受电力销售下降影响，母公司营业总收入持续下降，年均复合下降 8.90%；2019—2020 年，母公司营业出现亏损。2020 年，母公司营业亏损 1.20 亿元。非经常性损益对母公司利润影响小。

2018—2020 年末，经营活动产生的现金流量净额持续增长；投资活动产生的现金流量呈持续净流出态势，且净流出规模不断扩大；筹资活动产生的现金流量净流出规模波动扩大。2020 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 2.53 亿元、投资活动产生的现金流量净额为 -2.12 亿元、筹资活动产生的现金流量净额为 -0.32 亿元。

截至 2021 年 6 月底，母公司资产总额 190.34 亿元，所有者权益为 172.55 亿元，负债总额 17.79 亿元；母公司资产负债率 9.35%；全部债务 8.60 亿元，全部债务资本化比率 4.75%。2021 年 1—6 月，母公司营业收入 10.91 亿元，利润总额 -1.63 亿元。

2021 年 1—6 月，母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 -0.86 亿元、-6.15 亿元和 8.54 亿元。

八、结论

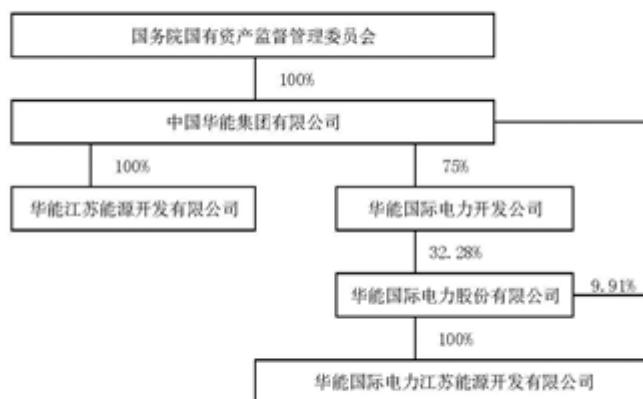
公司作为华能国际在江苏省内重要电力业务运营平台，在股东支持、业务规模和区域内综合竞争力等方面具备综合优势。近年来，公司装机规模较大，且部分燃煤机组发电利用小时数处于较高水平，经营活动现金流持续呈大规模

流入态势，盈利能力强，债务负担适中，且再融资能力强。同时，联合资信也关注到公司电源结构中燃煤发电机组占比较高且均布局于江苏省内，盈利水平受区域内外来电和新能源发电政策及煤炭价格变动影响较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着在建项目的陆续建成投产，公司装机规模和竞争力有望进一步提高，联合资信对公司的评级展望为稳定。

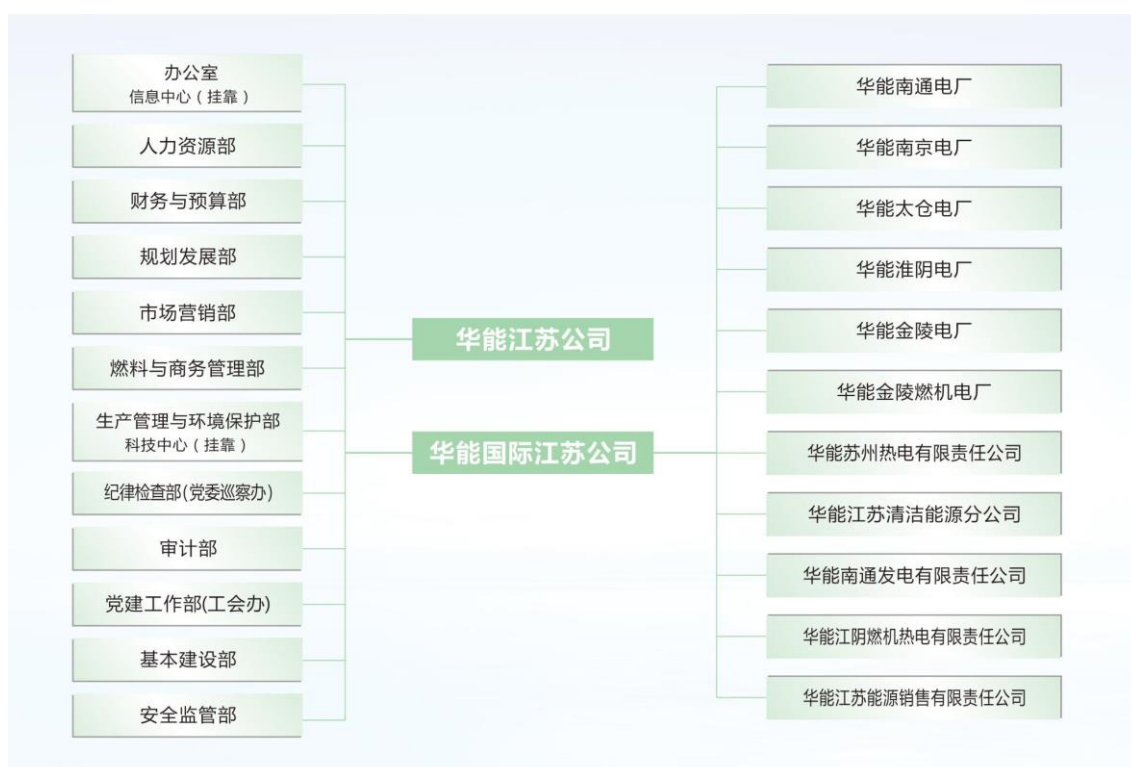
基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 6 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 6 月底公司主要子公司情况

子公司全称	注册地	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	
				直接	间接
华能国际电力江苏能源开发有限公司	南京市	风/火发电	1.00	--	--
华能盐城大丰新能源发电有限责任公司	盐城市	风力发电	10.00	100.00	--
华能南京金陵发电有限公司	南京市	火力发电	15.90	60.00	--
华能如东八仙角海上风力发电有限责任公司	南通市	风力发电	16.29	70.00	--
华能灌云清洁能源发电有限责任公司	连云港市	太阳能发电	6.16	100.00	--
华能淮阴第二发电有限公司	淮安市	火力发电	9.31	63.64	--
华能太仓发电有限责任公司	苏州市	火力发电	8.84	75.00	--
华能苏州热电有限责任公司	苏州市	火力发电	6.00	53.45	--
华能江阴燃机热电有限责任公司	江阴市	火力发电	0.00	51.00	--
华能太仓港务有限责任公司	苏州市	货运港口	5.56	85.00	--
华能盛东如东海上风力发电有限责任公司	南通市	风力发电	20.00	79.00	--
华能（苏州工业园区）发电有限责任公司	太仓市	火力发电	6.33	75.00	--
华能南京燃机发电有限公司	南京市	火力发电	9.38	57.385	--
华能南京热电有限公司	南京市	火力发电	3.20	70.00	--
华能启东风力发电有限公司	启东市	风力发电	3.92	65.00	--
华能南通发电有限责任公司	南通市	火力发电	7.98	70.00	--
华能徐州铜山风力发电有限公司	徐州市	风力发电	4.36	70.00	--
华能南京新港综合能源有限责任公司	南京市	热力生产	1.99	65.00	--
华能淮阴发电有限公司	淮安市	火力发电	2.65	100.00	--
华能仪征风力发电有限责任公司	南京市	风力发电	2.00	100.00	--
华能南京六合风电有限公司	南京市	风力发电	0.85	100.00	--
华能如东风力发电有限责任公司	南通市	风力发电	0.90	90.00	--
华能江苏能源销售有限责任公司	南京市	电力供应	2.01	100.00	--
华能灌云热电有限责任公司	连云港市	火力发电	0.15	100.00	--
华能泗洪新能源有限公司	宿迁市	太阳能发电	1.50	100.00	--
华能射阳新能源发电有限公司	盐城市	风力发电	10.80	34.00	36.00
华能南通燃机发电有限公司	南通市	火力发电	9.60	100.00	--
盛东如东海上风力发电有限责任公司	南通市	风力发电	14.18	100.00	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.56	15.00	14.85	14.19
资产总额（亿元）	365.44	463.18	542.98	539.97
所有者权益（亿元）	159.81	193.08	219.39	228.85
短期债务（亿元）	49.69	58.51	70.67	49.74
长期债务（亿元）	107.38	151.42	172.87	186.08
全部债务（亿元）	157.07	209.94	243.54	235.83
营业收入（亿元）	166.93	156.58	157.75	92.77
利润总额（亿元）	12.94	12.93	16.51	8.78
EBITDA（亿元）	39.73	41.63	46.51	--
经营性净现金流（亿元）	26.51	36.83	41.76	31.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.41	6.25	4.60	--
存货周转次数（次）	20.47	19.88	21.75	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.38	0.31	--
现金收入比（%）	114.07	119.72	109.14	117.83
营业利润率（%）	12.50	14.09	20.53	16.36
总资本收益率（%）	5.61	4.18	3.95	--
净资产收益率（%）	6.65	5.35	5.38	--
长期债务资本化比率（%）	40.19	43.95	44.07	44.85
全部债务资本化比率（%）	49.57	52.09	52.61	50.75
资产负债率（%）	56.27	58.31	59.59	57.62
流动比率（%）	56.13	49.89	46.84	62.59
速动比率（%）	48.72	44.44	43.38	55.65
经营现金流动负债比（%）	27.86	31.80	28.50	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.26	0.21	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	5.31	5.39	5.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.95	5.04	5.24	--

注：1.本报告使用财务数据为三年联审数据；2.公司 2021 年 1-6 月财务报表未经审计；3.报告中已将租赁负债中有息部分调至长期债务中
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.01	0.02	0.12	1.64
资产总额（亿元）	124.67	157.00	178.02	190.34
所有者权益（亿元）	113.82	147.12	168.63	172.55
短期债务（亿元）	0.00	0.01	0.50	8.60
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.00	0.01	0.50	8.60
营业收入（亿元）	29.37	27.79	24.37	10.91
利润总额（亿元）	1.13	-0.60	-1.20	-1.63
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.05	1.57	2.53	-0.86
财务指标				
销售债权周转次数（次）	22.77	9.28	6.52	--
存货周转次数（次）	33.14	18.07	21.91	--
总资产周转次数（次）	0.47	0.20	0.15	--
现金收入比（%）	115.15	107.28	105.69	114.17
营业利润率（%）	9.36	4.17	10.83	-2.16
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	0.55	-0.46	-0.91	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.29	4.75
资产负债率（%）	8.70	6.29	5.28	9.35
流动比率（%）	53.20	67.03	75.53	83.88
速动比率（%）	36.61	51.20	66.71	72.52
经营现金流动负债比（%）	10.98	18.78	35.38	--
现金短期债务比（倍）	*	*	*	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2021 年 1-6 月财务报表未经审计；2. “*”表示数据过大或过小、“/”表示未获取相关数据、“—”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 4-1 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 4-2 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 华能国际电力江苏能源开发有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在华能国际电力江苏能源开发有限公司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。

华能国际电力江苏能源开发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。华能国际电力江苏能源开发有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，华能国际电力江苏能源开发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江苏能源开发有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现华能国际电力江苏能源开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华能国际电力江苏能源开发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江苏能源开发有限公司联系，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。