

信用评级公告

联合〔2021〕4634号

联合资信评估股份有限公司通过对中国华能集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国华能集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“21 华能集 MTN001(可持续挂钩)”“21 华能集 GN001”“20 华能集 MTN001”“19 华能集 MTN005A”“19 华能集 MTN005B”“19 华能集 MTN004A”“19 华能集 MTN004B”“19 华能集 MTN003B”“19 华能集 MTN003A”“19 华能集 MTN002A”“19 华能集 MTN002B”“19 华能集 MTN001B”“19 华能集 MTN001A”“18 华能集 MTN003”“18 华能集 MTN001”“17 华能集 MTN001”“16 华能集 MTN006”“16 华能集 MTN005”“16 华能集 MTN004”“16 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN003”“15 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN001”“14 华能集 MTN004”“14 华能集 MTN003”“12 华能集 MTN2”和“12 华能集 MTN1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十五日

中国华能集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国华能集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华能集 MTN001 (可持续挂钩)	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华能集 GN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN005A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN005B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN004A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN004B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN003B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN003A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN002A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN002B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华能集 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
15 华能集 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
15 华能集 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
15 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
14 华能集 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
14 华能集 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
12 华能集 MTN2	AAA	稳定	AAA	稳定
12 华能集 MTN1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 华能集 MTN001 (可持续挂钩)	15.00	15.00	2024-05-08
21 华能集 GN001	30.00	30.00	2023-03-31
20 华能集 MTN001*	20.00	20.00	2023-06-16
19 华能集 MTN005A*	15.00	15.00	2022-12-11
19 华能集 MTN005B*	5.00	5.00	2024-12-11
19 华能集 MTN004A*	10.00	10.00	2022-08-21
19 华能集 MTN004B*	10.00	10.00	2024-08-21
19 华能集 MTN003B*	10.00	10.00	2024-06-12
19 华能集 MTN003A*	10.00	10.00	2022-06-12
19 华能集 MTN002A*	20.00	20.00	2022-04-02
19 华能集 MTN002B*	5.00	5.00	2024-04-02

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国华能集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了其作为我国核心电力集团企业之一，在行业地位、业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面仍具有显著优势。跟踪期内，公司整体经营业绩持续提升，较大规模的投资收益对盈利形成补充；公司资本实力有所增强，现金流状况佳。同时，联合资信也关注到公司机组利用小时数下降、新冠肺炎疫情对行业整体盈利水平产生一定的不利影响、公司持续计提资产减值损失对利润形成明显侵蚀以及在在建项目未来投资压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对存续债券的保障程度高。

未来，随着在建项目的陆续投产，公司装机容量将继续提高，电源结构有望进一步改善；同时，公司在煤炭和港路等产业不断延伸，综合实力有望持续提升，并凭借规模优势和技术水平保持行业领先地位。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“21 华能集 MTN001(可持续挂钩)”“21 华能集 GN001”“20 华能集 MTN001”“19 华能集 MTN005A”“19 华能集 MTN005B”“19 华能集 MTN004A”“19 华能集 MTN004B”“19 华能集 MTN003B”“19 华能集 MTN003A”“19 华能集 MTN002A”“19 华能集 MTN002B”“19 华能集 MTN001B”“19 华能集 MTN001A”“18 华能集 MTN003”“18 华能集 MTN001”“17 华能集 MTN001”“16 华能集 MTN006”“16 华能集 MTN005”“16 华能集 MTN004”“16 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN003”“15 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN001”“14 华能集 MTN004”“14 华能集 MTN003”“12 华能集 MTN2”和“12 华能集 MTN1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国电力行业内居主导地位的核心发电集团之一，规模优势突出。截至 2020 年底，公司在我国三十一个省、市、自治区以及六个海外国家拥有全资及控股电厂装机容量 19644.05 万千瓦；2020 年公司完成国内发电量 7083.15 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 9.29%。

19 华能集 MTN001B*	5.00	5.00	2024-03-25
19 华能集 MTN001A*	20.00	20.00	2022-03-25
18 华能集 MTN003	15.00	15.00	2021-11-29
18 华能集 MTN001	20.00	20.00	2023-04-25
17 华能集 MTN001	20.00	20.00	2022-08-25
16 华能集 MTN006	40.00	40.00	2021-10-26
16 华能集 MTN005	40.00	40.00	2021-09-22
16 华能集 MTN004	30.00	30.00	2026-08-09
16 华能集 MTN003	35.00	35.00	2026-04-21
16 华能集 MTN002	15.00	15.00	2026-03-09
15 华能集 MTN003	15.00	15.00	2030-11-25
15 华能集 MTN002	25.00	22.80	2025-06-11
15 华能集 MTN001	25.00	25.00	2030-05-14
14 华能集 MTN004	25.00	25.00	2024-11-07
14 华能集 MTN003	25.00	25.00	2029-09-05
12 华能集 MTN2	15.00	15.00	2022-09-19
12 华能集 MTN1	15.00	15.00	2022-08-30

注：1. 存续期债券中标注为*的债券为永续债，所列到期兑付日为首次赎回行权日；2. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月25日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估股份有限公司电力企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估股份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在联合资信官网公开披露

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	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		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

- 跟踪期内，公司整体经营业绩持续提升，较大规模的投资收益对盈利形成补充。2020 年，公司实现营业总收入 3141.93 亿元，同比增长 2.61%；利润总额 224.17 亿元，同比增长 25.60%。2020 年，公司所取得的投资净收益为 99.52 亿元（占当年公司营业利润 43.80%），对盈利形成补充。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 881.61 亿元，同比增长 29.73%；利润总额 86.00 亿元，同比增长 89.68%。
- 跟踪期内，公司资本实力进一步增强。截至 2020 年底，公司资产总额 11875.19 亿元，较年初增长 5.45%；所有者权益合计 3608.52 亿元，较年初增长 21.82%。

关注

- 电力行业受经济周期波动影响大，相关产业的调整政策以及新冠肺炎疫情对行业整体盈利水平产生一定的不利影响。上网电价的波动、煤炭价格高位运行、环保投入的增加、电改政策的推进以及新冠肺炎疫情等因素对电力行业盈利能力影响大。
- 2020 年，公司计提减值损失规模扩张，对利润形成明显侵蚀。2020 年，公司资产减值损失较上年增长 84.76% 至 171.06 亿元，占当期营业利润的比例为 75.29%，对公司利润形成明显侵蚀。
- 公司在建项目未来资本支出规模较大。截至 2020 年底，公司主要在建项目尚需资金投入 580.12 亿元，项目资金来源以自有资金及银行贷款为主。公司在建项目投资规模较大，建设期相对较长，易使公司面临持续的资本支出压力。

分析师：牛文婧

余瑞娟

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	731.90	754.44	820.10	1288.12
资产总额(亿元)	10653.45	11260.97	11875.19	12205.24
所有者权益(亿元)	2383.64	2962.15	3608.52	3684.81
短期债务(亿元)	2018.73	1897.43	2053.22	1940.11
长期债务(亿元)	4399.43	4434.33	4185.62	4341.06
全部债务(亿元)	6418.16	6331.76	6238.84	6281.16
营业总收入(亿元)	2786.27	3061.91	3141.93	881.61
利润总额(亿元)	143.61	178.47	224.17	86.00
EBITDA(亿元)	814.59	863.73	900.32	--
经营性净现金流(亿元)	457.68	745.09	609.30	159.11
营业利润率(%)	18.79	21.84	22.97	19.22
净资产收益率(%)	3.68	3.90	4.07	--
资产负债率(%)	77.63	73.70	69.61	69.81
全部债务资本化比率(%)	72.92	68.13	63.36	63.03
流动比率(%)	52.61	57.59	62.17	75.57
经营现金流动负债比(%)	12.79	21.33	16.23	--
现金短期债务比(倍)	0.36	0.40	0.40	0.66
EBITDA 利息倍数(倍)	2.70	2.99	3.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.88	7.33	6.93	--
公司本部(母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	1746.17	1984.13	2370.41	2512.73
所有者权益(亿元)	718.02	947.01	1294.98	1263.57
全部债务(亿元)	917.48	926.83	882.89	1016.16
营业收入(亿元)	0.33	0.71	0.79	0.15
利润总额(亿元)	2.78	-16.13	97.90	-3.61
资产负债率(%)	58.88	52.27	45.37	49.71
全部债务资本化比率(%)	56.10	49.46	40.54	44.57
流动比率(%)	66.35	55.85	54.13	76.91
经营现金流动负债比(%)	-4.26	-1.43	-1.59	--

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 公司 2018 年和 2019 年财务数据分别使用 2019 年和 2020 年审计报告调整后的期初数据，公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 吸收存款及同业存放、拆入资金、以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融负债及衍生金融负债均计入短期债务；租赁负债计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 华能集 MTN001(可持续挂钩)	AAA	AAA	稳定	2021/04/27	牛文婧 余瑞娟 王皓	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)	阅读全文
21 华能集 GN001	AAA	AAA	稳定	2021/03/24	牛文婧 余瑞娟 王皓	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)	阅读全文
相关存续债项 (2020 年跟踪评级)	AAA	AAA	稳定	2020/07/20	牛文婧 王皓	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)	阅读全文
20 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/08	牛文婧 王皓	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)	阅读全文
19 华能集 MTN005B 19 华能集 MTN005A	AAA	AAA	稳定	2019/10/08	牛文婧 王皓	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)	阅读全文
19 华能集 MTN004B 19 华能集 MTN004A	AAA	AAA	稳定	2019/07/23	牛文婧 王皓	电力行业企业信用评级方法 (2018.12)	阅读全文
19 华能集 MTN003B 19 华能集 MTN003A	AAA	AAA	稳定	2019/05/28	牛文婧 王皓	电力行业企业信用评级方法 (2018.12)	阅读全文
19 华能集 MTN002B 19 华能集 MTN002A	AAA	AAA	稳定	2019/03/24	牛文婧 王皓	电力行业企业信用评级方法 (2018.12)	阅读全文
19 华能集 MTN001B 19 华能集 MTN001A	AAA	AAA	稳定	2019/03/11	牛文婧 王皓	电力行业企业信用评级方法 (2018.12)	阅读全文
18 华能集 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/11/21	牛文婧 王皓	电力行业企业信用评级方法 (2017.11)	阅读全文
18 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/04/17	付晓林 牛文婧	电力行业企业信用评级方法 (2017.11)	阅读全文
17 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/08/18	牛文婧 付晓林	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
16 华能集 MTN006	AAA	AAA	稳定	2016/10/14	李 嘉 黄 露	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
16 华能集 MTN005	AAA	AAA	稳定	2016/09/12	李 嘉 黄 露	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
16 华能集 MTN004	AAA	AAA	稳定	2016/07/26	李 嘉 黄 露	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
16 华能集 MTN003	AAA	AAA	稳定	2016/04/14	李 嘉 黄 露	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
16 华能集 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/09/08	程 晨 李 嘉	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
15 华能集 MTN003	AAA	AAA	稳定	2015/09/08	程 晨 李 嘉	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
15 华能集 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/05/21	程 晨 李 嘉	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
15 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2014/12/24	程 晨 王叶笛 黄 露	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
14 华能集 MTN004	AAA	AAA	稳定	2014/09/28	石 赵 岱 阳	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
14 华能集 MTN003	AAA	AAA	稳定	2014/06/06	石 赵 岱 阳	电力企业信用分析要点 (2013.06)	阅读全文
12 华能集 MTN2	AAA	AAA	稳定	2012/09/06	于浩洋 闫昱州	=	阅读全文
12 华能集 MTN1	AAA	AAA	稳定	2012/06/18	于浩洋 闫昱州	=	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国华能集团有限公司（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、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国华能集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国华能集团有限公司（以下简称“公司”或“华能集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司的前身是创立于 1985 年的华能国际电力开发公司。1988 年根据国务院“国办函(1988)44 号”文件，组建中国华能集团公司；2000 年起，根据国务院“国阅〔1999〕50 号”文件要求，中国华能集团公司进行了系统重组；2003 年经国务院批准，在原中国华能集团公司基础上改组成为由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）直接管理的大型国有企业。2017 年，经国务院国有资产监督管理委员会批准，公司完成整体公司改制，企业类型由“全民所有制”变更为“有限责任公司（国有独资）”，公司名称变更为“中国华能集团有限公司”。2017 年 12 月 28 日，公司完成相关工商变更登记及领取新营业执照。2018 年 12 月 11 日，财政部、人力资源社会保障部、国资委联合发布财资〔2018〕91 号文件，将公司 10.00% 的股权一次性无偿划转给全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金会”）持有，变更后国资委持有公司 90.00% 的股权，社保基金会持有公司 10.00% 的股权。2020 年，根据国资委《关于中国华能集团有限公司国有资本划转社保基金后国有权益变动事宜的工作建议》，将 2018—2019 年度收到的资本性财政资金作为国资委新增资本金，由国资委享有，调整后国资委持有公司 90.01% 的股权，社保基金会持有公司 9.99% 的股权¹。

截至 2020 年底，公司注册资本为 349 亿元，实际控制人为国资委。

跟踪期内，公司经营范围无重大变化。

截至 2020 年底，公司总部内设办公室、规划发展部、财务与资产管理部、审计部等职能部门（见附件 1-2）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 11875.19 亿元，所有者权益 3608.52 亿元（含少数股东权益 2418.98 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 3141.93 亿元，利润总额 224.17 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 12205.24 亿元，所有者权益 3684.81 亿元（含少数股东权益 2455.46 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 881.61 亿元，利润总额 86.00 亿元。

公司注册地：北京市海淀区复兴路甲 23 号；法定代表人：舒印彪。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的银行间市场存续债券见下表，跟踪评级债券募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 华能集 MTN001 (可持续挂钩)	15.00	15.00	2021/05/08	3
21 华能集 GN001	30.00	30.00	2021/03/31	2
20 华能集 MTN001	20.00	20.00	2020/06/16	3 (3+N)
19 华能集 MTN005A	15.00	15.00	2019/12/11	3 (3+N)
19 华能集 MTN005B	5.00	5.00	2019/12/11	5 (5+N)
19 华能集 MTN004A	10.00	10.00	2019/08/21	3 (3+N)
19 华能集 MTN004B	10.00	10.00	2019/08/21	5 (5+N)

¹ 截至 2021 年 3 月底，公司尚未完成工商变更流程

19 华能集 MTN003A	10.00	10.00	2019/06/12	3 (3+N)
19 华能集 MTN003B	10.00	10.00	2019/06/12	5 (5+N)
19 华能集 MTN002A	20.00	20.00	2019/04/02	3 (3+N)
19 华能集 MTN002B	5.00	5.00	2019/04/02	5 (5+N)
19 华能集 MTN001A	20.00	20.00	2019/03/25	3 (3+N)
19 华能集 MTN001B	5.00	5.00	2019/03/25	5 (5+N)
18 华能集 MTN003	15.00	15.00	2018/11/29	3
18 华能集 MTN001	20.00	20.00	2018/04/25	5
17 华能集 MTN001	20.00	20.00	2017/08/25	3+2
16 华能集 MTN006	40.00	40.00	2016/10/26	5
16 华能集 MTN005	40.00	40.00	2016/09/22	5
16 华能集 MTN004	30.00	30.00	2016/08/09	10
16 华能集 MTN003	35.00	35.00	2016/04/21	10
16 华能集 MTN002	15.00	15.00	2016/03/09	10
15 华能集 MTN003	15.00	15.00	2015/11/25	15
15 华能集 MTN002	25.00	22.80	2015/06/11	5+5
15 华能集 MTN001	25.00	25.00	2015/05/14	5+5+5
14 华能集 MTN004	25.00	25.00	2014/11/07	10
14 华能集 MTN003	25.00	25.00	2014/09/05	15
12 华能集 MTN2	15.00	15.00	2012/09/19	10
12 华能集 MTN1	15.00	15.00	2012/08/30	10

资料来源：联合资信整理

表 2 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我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，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，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。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受

疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持

好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系、市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业分析

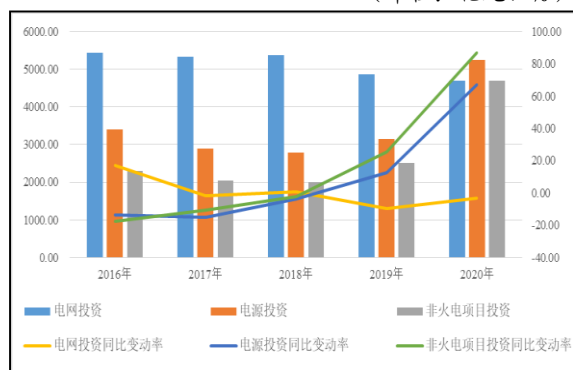
1. 行业概况

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，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。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减排等政策影

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高，而电网投资有所下滑。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、%)

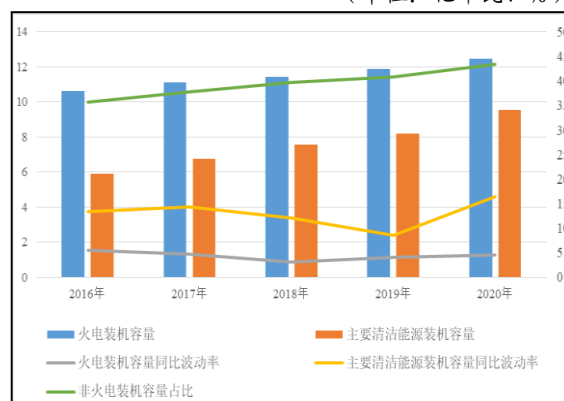


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

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合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，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。

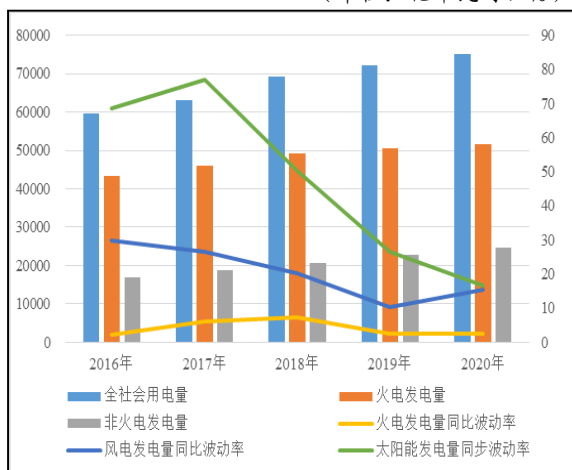
用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降。2020年一季度，受

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

溯调整上年度期末数据

新冠疫情肺炎影响，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%，主要是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。

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. 行业关注及政策调整

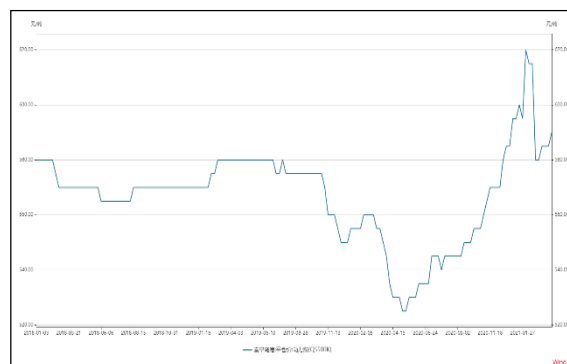
煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大，煤炭价格提高一定程度侵蚀火电盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

(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4 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，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，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司实际控制人为国资委。

2020年，根据国资委《关于中国华能集团有限公司国有资本划转社保基金后国有权益变动事宜的工作建议》，将2018—2019年度收到的资本性财政资金作为国资委新增资本金，由国资委享有，调整后国资委持有公司90.01%的股权，社保基金会持有公司9.99%的股权。截至2021年3月底，国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司保持了其在产业布局、发电资产规模、技术水平、人才储备及区域布局等方面的优势。

公司目前已形成“电为核心、煤为基础、金融支持、科技引领、产业协同”的战略布局，电力装机容量规模优势显著。截至2020年底，公司在中国三十一个省、市、自治区以及六个海外国家拥有全资及控股电厂装机容量19644.05万千瓦，煤炭产能8500万吨/年；2020年公司完成国内发电量7083.15亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的9.29%。

在经营效益方面，公司机组大部分为已安装脱硫装置的大型发电机组，具有一定的电价竞争优势。公司电厂的建设管理和生产管理保持国内同类机组领先水平。通过招投标和项目全过程严格管理，公司建设项目造价低，工程质量高。生产管理方面，运营电厂的安全可靠及经济性指标国内领先。此外，公司所属发电企业与当地电网公司长期保持良好的合作关系，这也有力地保障了上网电量的规模。在国有电力企业中，公司是第一个发起设立股份有限公司，并成功在海外上市的公司，通过一系列资本运作手段进一步提高了公司的发电装机规模，改善发电资产的分布和结构，为其发展战略规划拓展了空间。

技术方面，公司在技术方面开创了多个国

内第一，如第一个配套引进大型火力发电厂烟气脱硫设备技术，第一个引进先进的液态排渣、飞灰复燃、低氮燃烧技术，第一个引进60万千瓦超临界燃煤机组及技术等；人员储备方面，公司拥有两院院士、突出贡献专家、享受国务院政府特殊津贴专家等国家级技术人才146人。

公司下属电厂广泛分布在中国经济发展迅速及电力需求增长强劲地区，如山东、上海、江苏、浙江、福建、广东等沿海省市，以及河南、山西、江西、四川、重庆、湖南、甘肃、河北等近几年电力需求旺盛或具有燃料成本优势的内陆省市，地域优势明显。

3. 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（中征码：11*****72），截至2021年5月8日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款，过往债务履约情况良好。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

公司履新人员管理经验丰富，综合素质较高，能够满足日常经营需求。跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2020年，王森先生调任公司董事、党委副书记。王森先生1963年2月生，硕士，中共党员，1986年7月参加工作，研究员级高级工程师。王森先生曾任秦山核电公司办公室主任，秦山第三核电有限公司总经理助理、副总经理，秦山第三核电有限公司党委副书记（主持党委工作）、副总经理（主持行政工作），秦山第三核电有限公司总经理、党委书记，中国核工业集团公司党组纪检组组长、党组成员，中国大唐集团有限公司副总经理、党组成员，中国大唐集团有限公司董事、党组副书记；现任公司董事、党组副书记。

公司现有高级管理人员 9 人，均具有大学及以上学历。公司履新人员均从业多年，管理经验丰富，综合素质较高，能够满足日常经营需求。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司发电及供热业务对收入和毛利贡献程度高，主营业务突出；发电及供热业务收入有所下降，贸易业务收入及毛利率均有所增长，其他业务规模大幅扩张。2021 年一季度，公司收入及利润规模均较上年同期大幅增长。

跟踪期内，公司业务仍以发电及供热业务为主，2020 年，上述业务收入共占公司主营业务收入的 82.18%，公司主营业务占营业收入的比重为 97.21%。2020 年，公司营业收入为 3019.82 亿元，同比小幅增长 2.05%，主要系物

资贸易业务和其他业务规模扩大所致；营业成本为 2368.47 亿元，同比增长 1.05%；利润总额为 224.17 亿元，同比大幅增长 25.60%，主要系物资贸易以及交通运输等业务盈利能力提升以及投资收益大幅增长所致。

从主营业务收入构成看，2020 年，公司发电及供热业务收入、煤炭业务收入均有所下降。2018 年以来，公司物资贸易业务逐年扩张，收入年均复合增长 72.88%。受贸易业务收入扩大影响，公司发电及供热业务收入占比逐年下降，2020 年为 82.18%。公司其他业务规模大幅扩张，主要包括金融保险、科技、交通运输等，但各细分业务所占比重均小。

从毛利率看，2020 年，公司发电及供热业务板块毛利率保持稳定；受煤炭价格下行影响，煤炭板块毛利率同比减少 4.19 个百分点；受子公司华能能源交通产业控股有限公司供应链业务扩张，毛利大幅增加影响，物资贸易业务毛利率增长至 4.75%。2020 年，公司主营业务综合毛利率为 20.40%，同比小幅增长 0.40 个百分点。

表 3 2018 - 2020 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电及供热业务	2344.71	89.55	17.05	2432.66	85.15	21.41	2412.64	82.18	21.41
煤炭业务	137.50	5.25	28.72	119.90	4.20	31.82	102.55	3.49	27.63
物资贸易	73.39	2.80	0.92	210.41	7.36	0.50	219.34	7.47	4.75
其他业务	62.70	2.39	--	94.08	3.29	--	201.11	6.85	--
合计	2618.30	100.00	18.34	2857.05	100.00	20.00	2935.64	100.00	20.40

注：1.公司 2018 - 2019 年数据均已经追溯调整；2.2018 年起，物资贸易业务纳入公司主营业务；3.尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2021 年一季度，受经济复苏，下游用电需求增长，公司售电量大幅增长。当期，公司实现营业收入 845.95 亿元，同比增长 30.43%；实现利润总额 86.00 亿元，同比增长 89.68%。

2. 发电业务

2020 年，公司装机规模持续扩大；电力结构逐步优化，新能源装机提高明显。但受新冠

肺炎疫情因素影响，我国第二产业开工率不足，使得公司发电机组利用小时有所减少。

截至 2020 年底，公司在中国三十一个省、市、自治区与境外拥有全资及控股装机容量 19644.05 万千瓦，较 2019 年底增长 7.48%；其中水电、风电、光伏装机占比分别为 14.03%、12.88% 和 3.29%。

表 4 2018 - 2020 年各类机组总装机容量及发电量 (单位: 万千瓦、亿千瓦时、%)

年份	火电		水电		风电		光伏		合计	
	装机容量	发电量	装机容量	发电量	装机容量	发电量	装机容量	发电量	装机容量	发电量
2018 年	12869.45	5642.12	2606.83	956.66	1862.99	386.68	317.71	40.65	17656.97	7026.10
2019 年	13185.25	5405.84	2696.68	1186.70	1996.10	415.84	399.74	48.71	18277.77	7057.09
同比增长	2.46	-4.19	3.45	24.05	7.14	7.54	25.82	19.83	3.52	0.44
2020 年	13712.11	5421.43	2756.48	1127.53	2529.96	465.30	645.50	68.89	19644.05	7083.15
同比增长	4.00	0.29	2.22	-4.99	26.75	11.89	61.48	41.43	7.48	0.37

注: 1.以上数据含境外装机, 不含境外发电量; 2.尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

在火力发电方面, 截至 2020 年底, 公司火力发电装机容量达 13712.11 万千瓦, 较上年底增长 4.00%。2020 年, 公司全年完成火力发电 5421.43 亿千瓦时, 火电机组平均利用小时 4137 小时; 综合供电煤耗 295.48 克/千瓦时。燃煤发电机组环保改造方面, 公司下属火电主要运营主体华能国际电力股份有限公司全部燃煤机组均设有脱硫、脱硝和除尘装置, 各项指标均符合环保要求。

在水力发电方面, 按照“流域开发为主、大中小兼顾、购建并重”的原则, 公司加快澜沧江流域和云南区域水电开发进程, 不断巩固和扩大四川水电开发成果, 稳步推进西藏、青海、新疆等地水电资源开发, 并取得积极进展。截至 2020 年底, 公司水电板块总装机容量达到 2756.48 万千瓦, 较上年底增长 2.22%; 2020 年, 公司全年完成水力发电量达 1127.53 亿千瓦时, 同比下降 4.99%。2020 年, 公司水电投运项目达 60.4 万千瓦, 主要包括 JC 水电站和亚曼苏水电站。

风力发电方面, 截至 2020 年底, 公司风电总装机容量达 2529.96 万千瓦, 较上年底增加 26.75%, 主要业务分布在内蒙古、山东、辽宁、陕西、河北、吉林等风能资源大省, 同时稳步推进在第四类风能资源区域的装机进展。公司 2002 年完成风力发电量 465.30 亿千瓦时, 同比增长 11.89%。2020 年以来, 公司风电项目开工建设 316.66 万千瓦, 投产 533.89 万千瓦, 投产项目主要包括内蒙古乌达莱风电、濮阳风电、阿巴嘎旗风电等。

在光伏发电方面, 2020 年, 公司光伏项目

开工建设 348.2 万千瓦, 投产 191.23 万千瓦。截至 2020 年底, 公司光伏发电装机容量 645.50 万千瓦, 较上年底增长 61.48%; 2020 年, 公司全年完成光伏发电 68.89 亿千瓦时, 同比增长 41.43%。

2020 年, 公司完成总发电量 7083.15 亿千瓦时, 较上年微幅增长 0.37%, 综合平均利用小时数为 3849 小时, 较上年减少 185 小时, 主要系受 2020 年新冠肺炎疫情因素影响, 我国第二产业开工率不足, 使得公司发电机组利用小时减少所致。公司发电业务上网主要分布于东北电网、华北电网、西北电网、华东电网、华中电网和南方电网。

3. 其他业务

跟踪期内, 受疫情影响, 公司煤炭产量及协同率、港口吞吐量及航运量同比均有所下降。公司相关业务仍对主营业务提供良好支持, 有利于公司经营稳定性。

(1) 煤炭业务

公司以电力产业为核心, 投资开发煤炭等电力相关产业, 实施一体化战略, 提高能源供应和保障能力, 保障公司长期稳定发展。截至 2020 年底, 公司煤炭产能达到 8500 万吨/年。

2020 年, 公司煤炭产量为 7607 万吨, 同比小幅增长 2.11%; 产业协同累计供煤 2124.45 万吨, 同比下降 36.55%; 煤炭协同率 35.83%, 同比减少 30.60 个百分点, 主要系部分地区内部协同效益效率降低, 内部销售量缩减, 对外销售量增加所致。

(2) 金融业务

华能资本服务有限公司(以下简称“华能资本”)是华能集团的金融资产投资、管理专业机构和金融服务平台。跟踪期内,华能资本经营稳定。截至2020年底,华能资本资产总额1780.62亿元,净资产628.70亿元;累计实现营业收入184.57亿元,累计实现合并利润90.59亿元,成为华能集团重要的利润来源之一。

(3) 交通业务

铁路运输方面,公司和有关产业公司投资参股了石太客运专线(石家庄至太原,总投资约130亿元,全长190公里,2005年6月11日开工建设,2009年4月正式通车;公司参股7.96%)、两伊铁路(内蒙古伊敏至伊尔施铁路线路,全长185公里,总投资约7.6亿元,2006年8月开工建设,2010年2月正式通车;公司合计参股15%)和集通铁路(集宁至通辽,全长995千米,1995年12月正式开通运营,是国内最长的合资铁路;公司参股30%),并成为北煤外运第三通道的四家发起人之一。

港口方面,2020年,受疫情影响,公司曹妃甸北方下水煤枢纽港完成煤炭调出量和进港量分别为2724万吨和2660万吨,同比分别下降23.49%和25.86%。

航运方面,公司航运系统始终以服务电力主业为宗旨,持续优化运力安排,不断提高航行率、载重量利用率等关键指标。2020年,公司所属四家航运企业累计完成货运量8115.14万吨,同比下降3.63%。其中,系统内运量4480.87万吨,占四家航运公司总运输量的55.22%。

4. 经营效率

公司经营效率指标表现好,整体经营效率高。

2020年,受公司应收款项规模扩大影响,销售债权周转次数同比下降0.59次至4.36次;存货周转次数为16.40次,同比增长2.18次,主要系公司加强存货管理,优化贸易供应链所致;总资产周转次数为0.27次,基本保持稳定。与我国其他大型发电集团相比,公司经营效率指标表现好,

整体经营效率高。

表5 2020年公司与同行业企业经营效率指标

比较情况 (单位:次)

公司名称	存货周转次数	销售债权周转次数	总资产周转次数
中国大唐集团有限公司	17.30	3.84	0.25
中国华电集团有限公司	17.98	5.22	0.28
国家电力投资集团有限公司	9.76	3.92	0.22
中国华能集团有限公司	16.40	4.36	0.27

数据来源: Wind

5. 在建工程

公司在建项目以大型水电、核电等新能源项目及煤矿为主。未来建成后,公司电源结构将得以进一步优化,产业布局将进一步完善。公司在建项目未来资本支出规模较大,建设期相对较长,公司或将面临持续的资本支出压力。

公司主要在建项目包含大型水电、核电等清洁能源项目及煤矿,计划总投资1026.86亿元,截至2020年底已投资446.74亿元,尚需资金投入580.12亿元,项目资金来源以自有资金及银行贷款为主。公司在建项目投资规模较大,建设期相对较长,公司或将面临持续的资本支出压力。

表6 截至2020年底公司主要在建项目情况

(单位:亿元、%)

项目名称	预算数	已投入	工程进度	资金来源
核桃峪煤矿	120.42	119.38	99.14	自筹、贷款
托巴水电站	152.95	91.97	60.13	自筹、贷款
高温气冷堆示范工程	92.3	89.01	96.44	委托贷款
滇东能源煤矿工程	95.85	74.26	77.48	借款、资本金、国拨资金
昌江核电二期工程	394.48	38.3	9.71	自筹、贷款
硬梁包水电站	170.86	33.82	19.79	自筹、贷款
合计	1026.86	446.74	--	--

注:完工进度=(已投入/预算数)*100

资料来源:公司提供

6. 未来发展

公司战略目标明确,切实可行,随着未来相关计划的落实推进,有利于公司综合实力的进一步提升。

公司已明确提出“加快建设世界一流现代

化清洁能源企业”的战略目标，将通过现代化治理和清洁化发展，实现“六个新领先”，即在科技创新、绿色转型、效益效率、国际化发展、公司治理、党建质量等六方面实现新领先。

现代化治理就是以数字化、集约化、精益化、标准化、国际化等“五化”为基本特征，提升公司治理现代化水平。清洁化发展就是在“碳达峰”“碳中和”目标引领下，以“三型”（基地型、清洁型、互补型）“三化”（集约化、数字化、标准化）能源基地开发为主要路径，打造新能源、核电、水电三大支撑，加快提升清洁能源比重，积极实施减煤减碳。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年财务报表经信永中和会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2021年1—3月财务报表未经审计。

2020年，公司新纳入合并范围子公司82家，不再纳入合并范围子公司9家。在财务数据可比性方面，公司合并范围变化程度相较整体财务数据规模较小，对公司主营业务的影响小，上述变化对公司财务数据可比性的影响不明显，总体看，公司财务数据可比性较强。

2020年，公司下属华能国际电力股份有限公司、华能新能源股份有限公司、内蒙古蒙电华能热电股份有限公司、山东新能泰山发电股份有限公司、华能澜沧江水电股份有限公司、长城证券股份有限公司执行新金融工具准则。

截至2020年底，公司合并资产总额11875.19亿元，所有者权益3608.52亿元（含少数股东权益2418.98亿元）；2020年，公司实现营业收入总收入3141.93亿元，利润总额224.17亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额12205.24亿元，所有者权益3684.81亿元（含少数股东权益2455.46亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入881.61亿元，利润总额86.00亿元。

2. 资产质量

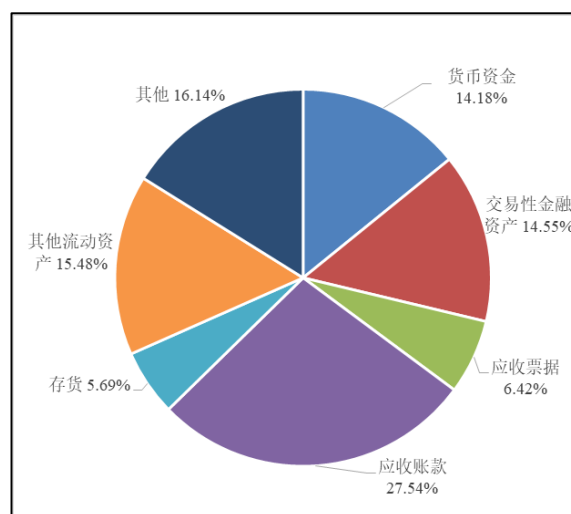
跟踪期内，公司资产规模持续扩大，资产结构仍以非流动资产为主。公司资产受限比例低，整体资产质量很好。

截至2020年底，公司合并资产总额11875.19亿元，较年初增长5.45%。其中，流动资产占19.65%，非流动资产占80.35%，非流动资产占比高。

（1）流动资产

截至2020年底，流动资产2333.21亿元，较年初增长15.97%，主要系交易性金融资产、应收账款和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占14.18%）、交易性金融资产（占14.55%）、应收票据（占6.42%）、应收账款（占27.54%）、存货（占5.69%）和其他流动资产（占15.48%）构成。

图5 截至2020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

截至2020年底，公司货币资金330.77亿元，较年初减少4.95%。截至2020年底，公司货币资金以银行存款为主（占90.30%）；受限货币资金59.18亿元，主要为存款准备金（26.53亿元）、银行承兑汇票保证金（20.74亿元）和住房维修基金及存出保证金（4.70亿元）等，占期末货币资金的17.89%，受限比例较低。

截至2020年底，公司交易性金融资产339.51亿元，较年初增长18.36%，主要系权益工具投资增长所致；应收票据149.82亿元，较年初增长

25.27%。其中，银行承兑汇票141.10亿元（占94.18%）。

截至2020年底，公司应收账款账面价值642.62亿元，较年初增长21.37%，主要系发售电量增加及应收新能源补贴款增长所致。其中，采用旧准则计量的应收账款账面余额合计174.56亿元（占26.04%），采用新准则计量的应收账款账面余额合计495.67亿元（占73.96%）。采用新准则计量的应收账款账龄主要集中在1年以内（占82.66%），账龄较短。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的占30.94%，欠款方主要为各省电网公司，回收风险小，坏账准备综合计提比例为1.64%；按信用风险组合计提坏账准备的占43.02%，坏账准备综合计提比例为0.29%。公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比为18.18%，集中度一般。公司下游客户主要为省级地方电网、电力公司，相关应收账款发生大额坏账损失的可能性小。

截至2020年底，公司存货132.64亿元，较年初下降15.11%，主要系公司加强存货管控力度及优化贸易供应链所致。公司存货主要由原材料（占61.37%）、库存商品（占10.00%）及其他（占27.65%）构成。其中，原材料主要为电煤，其他主要为发出商品及备品备件。截至2020年底，公司计提存货跌价准备3.13亿元，主要为原材料跌价准备。

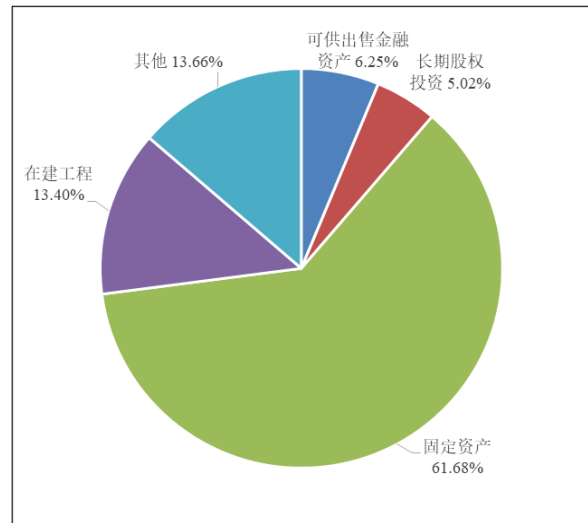
截至2020年底，公司其他流动资产361.24亿元，较年初增长44.92%，主要系金融类子公司融出资金、应收/预付款项和委托贷款规模扩大所致；主要由融出资金184.35亿元（占51.03%）、待抵扣进项税83.49亿元（占23.11%）和应收/预付款项65.21亿元（占18.05%）构成。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产9541.98亿元，较年初增长3.17%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占6.25%）、长期股权投资

（占5.02%）、固定资产（占61.68%）和在建工程（占13.40%）构成。

图6 截至2020年底公司非流动资产构成情况



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

截至2020年底，公司可供出售金融资产596.26亿元，较年初变化不大，当期计提减值准备16.70亿元。

截至2020年底，公司长期股权投资478.59亿元，较年初增长4.83%，主要系对联营及合营企业的投资增长所致，当期对长期股权投资计提减值准备59.89亿元。

截至2020年底，公司固定资产5885.22亿元，较年初增长2.01%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占43.33%）和机器设备（占54.08%）构成。固定资产成新率为56.04%，成新率一般。

截至2020年底，公司在建工程1278.87亿元，较年初增长27.92%，主要系公司增加在建项目资金投入所致。公司在建工程资金来源主要为自有资金及银行贷款，考虑到在建工程后续投入规模仍较大，公司存在一定资本支出压力。

截至2020年底，公司受限资产总额为382.15亿元，占总资产的3.22%，受限比例低。

表7 截至2020年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	金额	占比	受限原因
货币资金	59.18	0.50	偿债备付金、住房维修基金及各类保证金、存放央行准备金、诉讼冻结等
应收票据	8.84	0.07	质押的承兑汇票
应收账款	55.13	0.46	收费权质押、抵押统贷

应收款项融资	0.53	0.00	法院查封
存货	0.06	0.00	法院查封
固定资产	58.03	0.49	收费权质押、抵押、借款的抵押资产及融资租入的固定资产
无形资产	7.97	0.07	抵押贷款
其他	192.41	1.62	法院查封、借款质押的长期应收款、质押式回购业务、融资融券业务、转融通业务质押的金融资产
合计	382.15	3.22	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司合并资产总额12205.24亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占23.34%，非流动资产占76.66%，资产结构较上年底变化不大。截至2021年3月底，公司流动资产2848.27亿元，较上年底增长22.08%，主要系货币资金和交易性金融资产增长所致。其中，公司货币资金396.49亿元，较上年底增长19.87%，主要系公司营业收入增长，经营性现金留存所致；交易性金融资产744.73亿元，较上年底增长119.35%，主要系公司执行新金融准则，对金融资产重新分类所致。截至2021年3月底，公司非流动资产9356.97亿元，较上年底变化不大。公司无形资产584.69亿元，较上年底增长41.55%，主要系公司所属煤炭企业采矿权增值所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，资本实力进一步增强，但少数股东权益和其他权益工具占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益合计3608.52亿元，较年初增长21.82%，主要系公司盈余公积、发行永续债券计入其他权益工具和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为32.96%，少数股东权益占比为67.04%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本(占29.66%)、其它权益工具(占57.75%)、资本公积(占15.36%)和未分配利润(占-6.06%)构成，公司少数股东权益及其他权益工具占比较高，主要系公司下属上市公司较多以及发行永续债券规模较大所致。

截至2021年3月底，公司所有者权益合计3684.81亿元，规模及结构均较上年底变化不大。

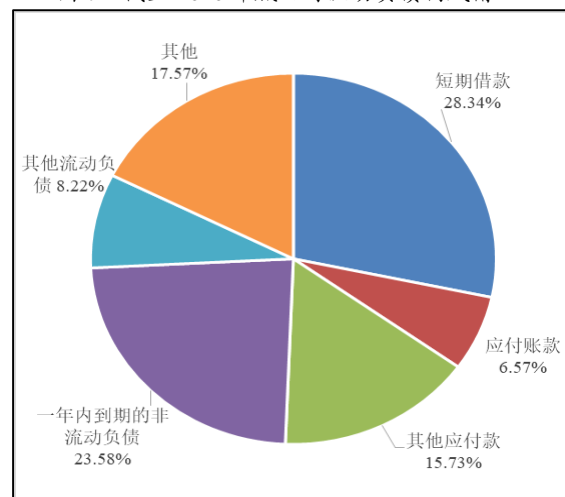
(2) 负债

跟踪期内，公司负债规模基本保持稳定，负债结构以非流动负债为主，与公司的资产结构匹配。行业特性导致公司债务负担偏重，但公司债务结构以长期债务为主，整体债务结构好，且公司债务中信用借款所占比重大，金融机构对公司支持力度强。

截至2020年底，公司负债总额8266.67亿元，较年初变化不大。其中，流动负债占45.40%，非流动负债占54.60%。公司负债结构相对均衡。

截至2020年底，公司流动负债3753.20亿元，较年初增长7.43%。公司流动负债主要由短期借款(占28.34%)、应付账款(占6.57%)、其他应付款(占15.73%)、一年内到期的非流动负债(占23.58%)和其他流动负债(占8.22%)构成。

图7 截至2020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

截至2020年底，公司短期借款1063.55亿元，较年初减少8.66%，主要由信用借款(占98.17%)构成。

截至2020年底，公司应付账款246.65亿

元,较年初增长 20.87%,主要系燃煤价格增长,期末公司采购应付款增长所致。公司应付账款账龄集中在一年以内(占 92.95%)。

截至 2020 年底,公司其他应付款 590.24 亿元,较年初增长 19.66%,主要系应付工程、设备款增长所致。公司其他应付款主要由应付工程、设备款(占 68.31%)、应付保证金、质保金(占 15.92%)和应付往来款(占 8.01%)构成。

截至 2020 年底,公司一年内到期的非流动负债 884.88 亿元,较年初增长 49.45%,主要由一年内到期的长期借款 515.90 亿元(占 58.30%)和一年内到期的应付债券 348.21 亿元(占 39.35%)构成。

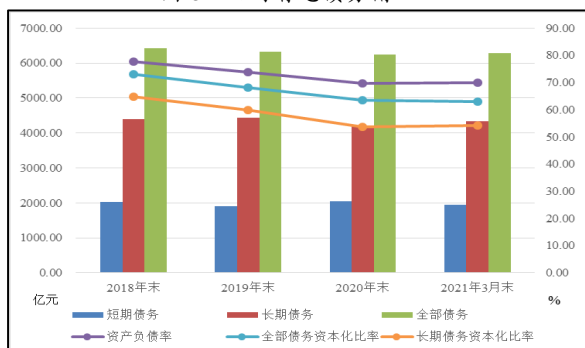
截至 2020 年底,公司其他流动负债 308.48 亿元,较年初减少 18.85%,主要系短期应付债券到期偿付所致。

截至 2020 年底,公司非流动负债 4513.47 亿元,较年初减少 6.07%。公司非流动负债主要由长期借款(占 73.01%)和应付债券(占 18.83%)构成。

截至 2020 年底,公司长期借款 3295.34 亿元,较年初变化不大。公司长期借款主要由信用借款(占 58.83%)、质押借款(占 32.26%)和保证借款(占 7.50%)构成。

截至 2020 年底,公司应付债券 849.89 亿元,较年初减少 19.65%,主要系部分债券存续期不足一年,转入一年内到期的非流动负债所致。

图 8 公司有息债务情况



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面,截至 2020 年底,公司全部债务 6238.84 亿元,较年初下降 1.47%。债务结

构方面,短期债务占 32.91%,长期债务占 67.09%。从债务指标来看,截至 2020 年底,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 69.61%、63.36%和 53.70%,较年初分别下降 4.08 个百分点、下降 4.77 个百分点和下降 6.25 个百分点。

如将永续债调入长期债务,截至 2020 年底,公司全部债务增至 6825.83 亿元。债务结构方面,短期债务 2053.22 亿元(占 30.08%),长期债务 4772.61 亿元(占 69.92%)。从债务指标看,截至 2020 年底,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 74.56%、69.32%和 61.23%,较调整前分别上升 4.94 个百分点、5.96 个百分点和 7.53 个百分点。

整体看,2020 年,公司有息债务同比有所下降,但规模较大,整体债务负担偏重,但有息债务以长期债务为主,债务结构合理。

截至 2021 年 3 月底,公司负债总额 8520.43 亿元,较上年底增长 3.07%。其中,流动负债占 44.23%,非流动负债占 55.77%,负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底,公司应付债券 1100.63 亿元,较上年底增长 29.50%,主要系公司为满足融资需求发行多期债券所致。

截至 2021 年 3 月底,公司全部债务 6281.16 亿元,较上年底变化不大。债务结构方面,短期债务占 30.89%,长期债务占 69.11%,以长期债务为主。从债务指标来看,截至 2021 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 69.81%、63.03%和 54.09%,较上年底分别提高 0.20 个百分点、下降 0.33 个百分点和提高 0.39 个百分点。

截至 2021 年 6 月 6 日,公司存续期内债券余额合计 892.80 亿元,债券到期分布较为平均。

表 8 截至 2021 年 6 月 6 日公司存续期内债券到期分布情况 (单位:亿元)

年份	债券到期规模
2021 年	130.00
2022 年	125.00
2023 年	143.00
2024 年	153.00
2025 年	62.80
2026 年	120.00
2027 年及以后	159.00

合计	892.80
----	--------

注：上述数据不包含公司发行的外币债券
资料来源：Wind，联合资信整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所扩张；较大规模的投资收益对公司利润形成补充，但资产减值损失对公司利润形成明显侵蚀。公司费用控制能力较强，利润总额同比有所增长，整体盈利能力很强。

2020年，公司实现营业总收入3141.93亿元，同比增长2.61%，主要系物资贸易业务和其他业务规模扩大所致；营业成本2368.47亿元，同比增长1.05%；营业利润率为22.97%，同比提高1.13个百分点。

从期间费用看，2020年，公司费用总额为387.95亿元，同比下降3.61%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为14.33%、23.70%、3.44%和58.53%。其中，销售费用为55.58亿元，同比增长9.68%，主要系职工薪酬及业务费用增长所致；管理费用为91.93亿元，同比增长7.48%，主要系职工薪酬增长所致；受当期公司增加研发投入影响，研发费用为13.36亿元，同比增加11.76亿元；财务费用为227.07亿元，同比下降14.21%，主要系当期有息债务规模和融资成本下降所致。2020年，公司期间费用率为12.35%，同比下降0.80个百分点，考虑到公司资产规模大且电厂分布广泛，整体费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2020年，公司所取得的投资净收益为99.52亿元（占当年公司营业利润43.80%），较2019年增长103.15%，主要系金融资产处置收益及收到分红同比提高所致。2020年，公司资产减值损失较上年增长84.76%至171.06亿元，主要系坏账及固定资产减值损失大幅增长所致；资产减值损失占当期营业利

润的比例为75.29%，对公司利润形成明显侵蚀，但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。2020年，公司实现其他收益19.69亿元，同比增长16.89%，主要系当期获得的财政补贴、政府扶持基金及奖励以和电价补贴增加所致，其他收益占营业利润比重为8.67%，对营业利润影响不大。

2020年，公司所获企业帮扶资金和财税奖励同比减少，但保险赔款、补偿款、指标转让费、违纪所得款以及收购子公司利得均同比有所增长，受上述因素影响，公司营业外收入14.85亿元，同比增长19.06%；营业外支出17.90亿元，同比下降53.56%，主要系对外捐赠支出减少以及上期计提上海嘉虞汇黔投资中心（有限合伙）（以下简称“嘉虞汇黔”）³预计损失23.89亿元所致。

综上影响，2020年公司实现利润总额224.17亿元，同比增长25.60%。

盈利指标方面，2020年，公司总资本收益率为3.89%，同比下降0.16个百分点；净资产收益率为4.07%，同比提高0.17个百分点。

表9 2020年公司与同行业企业盈利能力指标比较情况（单位：%）

公司名称	营业利润率	总资本收益率	净资产收益率
中国大唐集团有限公司	19.34	3.83	3.75
中国华电集团有限公司	18.80	4.17	4.74
国家电力投资集团有限公司	21.91	3.97	3.94
中国华能集团有限公司	22.97	3.89	4.07

资料来源：Wind

2021年1-3月，公司实现营业总收入881.61亿元，同比增长29.73%，主要系下游需求增长，售电量大幅增长所致；营业成本698.48

³ 2019年度，公司与中国东方资产管理股份有限公司共同出资成立嘉虞汇黔，嘉虞汇黔由双方共同控制。截至2019年12月31日，公司对嘉虞汇黔实际出资27.01亿元。根据协议，嘉虞汇黔应承担的资产的处置收益或亏损，2019年嘉虞汇黔确认较大损失。公司对嘉虞汇黔存在出资承诺，按照谨慎性原则，公司除对嘉虞汇黔的投资采用权益法核算减记至0外，还对预计未来将要承担的超额损失确认预计负债23.89亿元

亿元，同比增长 32.31%，主要系燃煤价格增长所致；营业利润率为 19.22%。2021 年 1—3 月，公司实现利润总额 86.00 亿元，同比增长 89.68%。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金仍为净流入状态，收入实现质量仍保持较高水平；受公司实物资产投资规模同比有所缩减影响，投资活动现金流规模有所缩减；公司经营活动产生的现金净流入规模无法覆盖投资需求，加之考虑公司在建项目未来待投入规模较大，公司存在较大的外部融资需求。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	3185.60	3396.97	3420.26	1136.97
经营活动现金流出量	2727.92	2651.89	2810.96	977.86
经营活动现金流量净额	457.68	745.09	609.30	159.11
投资活动现金流入量	1790.67	1582.02	501.44	141.86
投资活动现金流出量	2124.38	2534.15	1512.64	328.12
投资活动现金流量净额	-333.72	-952.13	-1011.20	-186.25
筹资活动前现金流量净额	123.97	-207.04	-401.90	-27.14
筹资活动现金流入量	4177.82	5231.31	5529.72	1038.75
筹资活动现金流出量	4312.57	5038.61	5135.01	927.01
筹资活动现金流量净额	-134.75	192.70	394.71	111.74
现金收入比	102.63	102.34	98.12	97.34

资料来源：根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入量同比变化不大，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出量同比增长 6.00%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2020 年，公司经营活动现金净流入 609.30 亿元，同比下降 18.22%。2020 年，受票据结算规模增加影响，公司现金收入比有所下降，现金收入比为 98.12%，同比下降 4.22 个百分点，收入实现质量仍保持较高水平。

从投资活动来看，2020 年，受疫情影响，公司实物资产投资规模同比有所缩减。当期，公司投资活动现金流入 501.44 亿元，同比下降 68.30%；投资活动现金流出 1512.64 亿元，同比下降 40.31%；投资活动现金净流出 1011.20 亿元，同比增长 6.20%。

2020 年，公司筹资活动前现金流净流出 401.90 亿元，经营活动现金无法满足投资需求，外部融资需求较大。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 5.70%，主要系吸收投资收到的现金增长所致；筹资活动现金流出 5135.01 亿元，同比小幅增长 1.91%。2020 年，公司筹资活动现金净流入 394.71 亿元，同比大幅增长 104.83%。

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 159.11 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -186.25 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 111.74 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标整体表现好。同时，考虑到公司突出的市场地位、规模优势及各类融资渠道通畅等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 57.59% 和 53.12% 提高至 62.17% 和 58.63%，流动资产对流动负债的保障程度有所增强。截至 2020 年底，公司经营现金流动负债比率为 16.23%，同比下降 5.09 个百分点；现金短期债务为 0.40 倍，较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 75.57% 和 71.82%；现金短期债务比为 0.66 倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现好。

2020 年，公司 EBITDA 为 900.32 亿元，同比增长 4.24%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 46.88%）、计入财务费用的利息支出（占 26.24%）、利润总额（占 24.90%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.99 倍提高至 3.35 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 7.33 倍下降至 6.93 倍。公司偿债能力指标表现好，考虑到公司突出的市场地位及规模优势，整体偿债能力极强。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保，内部担保余额 590.02 亿元。被担保企业的经营状况良

好，偿债能力良好。

截至2021年5月底，公司共获得银行授信额度1.3万亿元，已使用0.47万亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属多家上市子公司，如华能国际电力股份有限公司（股票代码：“600011.SH”）、华能澜沧江水电股份有限公司（股票代码：“600025.SH”）和长城证券股份有限公司（股票代码：“02939.SZ”）等，公司具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

（1）资产质量

跟踪期内，母公司资产规模有所扩张，非流动资产占比较高。

截至2020年底，母公司资产总额2370.41亿元，较年初增长19.47%，主要系其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资增长所致。其中，流动资产239.75亿元（占10.11%），非流动资产2130.67亿元（占89.89%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占14.88%）、其他应收款（占78.46%）和其他流动资产（占6.33%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占7.90%）、长期应收款（占16.52%）和长期股权投资（占74.66%）构成。

（2）负债及所有者权益

跟踪期内，母公司所有者权益规模持续扩张；母公司所有者权益中未分配利润占比高，其稳定性有待提升。母公司债务负担较轻，债务结构合理。

截至2020年底，母公司所有者权益为1294.98亿元，较年初增长36.74%，主要系其他权益工具和未分配利润增长所致。所有者权益主要由实收资本352.77亿元（占27.24%）、资本公积79.14亿元（占6.11%）、未分配利润67.41亿元（占5.21%）和其他权益工具777.15亿元（占60.01%）构成，所有者权益稳定性有待提升。

截至2020年底，母公司负债总额1075.43亿元，较年初增长3.69%。其中，流动负债442.92亿元（占比41.19%），非流动负债632.51亿元（占比58.81%）。从构成看，流动负债主要由短

期借款（占10.84%）、其他应付款（占37.72%）和一年内到期的非流动负债（占46.06%）构成；非流动负债主要由长期借款（占49.86%）和应付债券（占49.88%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为45.37%，较年初下降6.90个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务882.89亿元。其中，短期债务为252.00亿元（占28.54%），长期债务630.89亿元（占71.46%），债务结构合理；母公司全部债务资本化比率较年初下降8.92个百分点至40.54%，母公司债务负担较轻。

截至2021年3月底，母公司资产总额2512.73亿元，资产规模和构成较上年底变化不大。截至2021年3月底，母公司所有者权益为1263.57亿元；负债总额1249.16亿元，母公司资产负债率49.71%；全部债务1016.16亿元，全部债务资本化比率44.57%。

（3）盈利能力

母公司自身营收规模小，盈利主要来自投资收益，期间费用对利润侵蚀明显。

公司母公司主要履行管理职能，业务规模很小。2020年，母公司营业收入为0.79亿元，同比增长11.70%。期间费用方面，2020年，母公司费用总额同比下降14.58%至41.36亿元。母公司盈利主要来自投资收益，2020年，母公司投资收益为140.18亿元，利润总额为97.90亿元。

2021年1—3月，母公司营业收入0.15亿元，利润总额-3.61亿元，投资收益7.96亿元。

（4）现金流

跟踪期内，母公司投资活动规模大，经营活动现金呈净流出态势，存在较大筹资压力。

2020年，经营活动产生的现金呈净流出态势，净流出规模有所扩张，为7.02亿元；投资活动现金呈净流出态势，净流出104.10亿元；母公司筹资活动前现金流均表现为净流出，有较强的融资需求；筹资活动现金保持净流入，净流入量为137.67亿元，母公司对外融资活动规模大。

2021年1—3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-4.74 亿元、-58.98 亿元、137.25 亿元。

AAA，评级展望为稳定。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流量和EBITDA对存续债券的保障程度高。

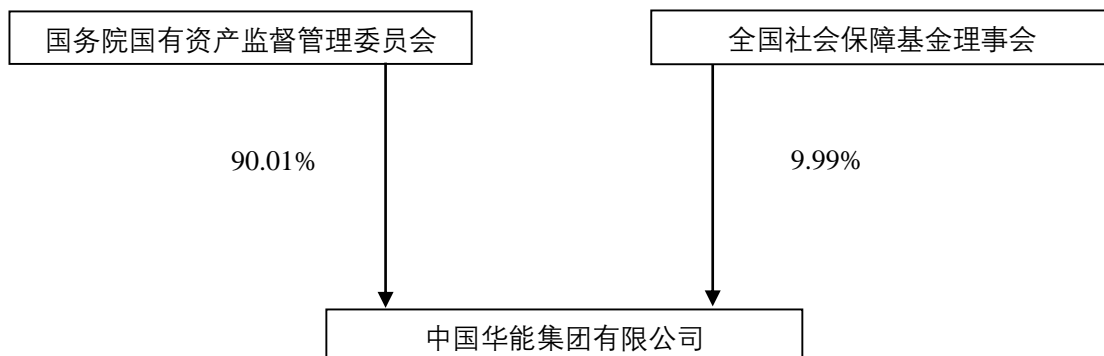
截至2020年6月6日，公司存续债券余额共892.80亿元，债券到期分布较为平均。（见表8）其中，2024年需偿还债券余额规模较大，为153.00亿元。

2018—2020年，公司EBITDA分别为814.59亿元、863.73亿元和900.32亿元，分别为2024年需偿还债券余额（153.00亿元）的5.32倍、5.65倍和5.88倍。2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入分别为3185.60亿元、3396.97亿元和3420.26亿元，分别为2024年需偿还债券余额（153.00亿元）的20.82倍、22.20倍和22.35倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为457.68亿元、745.09亿元和609.30亿元，分别为2024年需偿还债券余额（153.00亿元）的2.99倍、4.87倍和3.98倍。公司经营活动现金流量和EBITDA对存续债券的保障程度高。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“21 华能集 MTN001(可持续挂钩)”“21 华能集 GN001”“20 华能集 MTN001”“19 华能集 MTN005A”“19 华能集 MTN005B”“19 华能集 MTN004A”“19 华能集 MTN004B”“19 华能集 MTN003B”“19 华能集 MTN003A”“19 华能集 MTN002A”“19 华能集 MTN002B”“19 华能集 MTN001B”“19 华能集 MTN001A”“18 华能集 MTN003”“18 华能集 MTN001”“17 华能集 MTN001”“16 华能集 MTN006”“16 华能集 MTN005”“16 华能集 MTN004”“16 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN003”“15 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN001”“14 华能集 MTN004”“14 华能集 MTN003”“12 华能集 MTN2”和“12 华能集 MTN1”的信用等级为

附件1-1 截至2021年3月底公司股权结构图



注：截至2021年3月底，公司尚未完成工商变更流程

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图

党组织工作机构

- 纪检监察组
- 党建工作部（党组宣传部）
- 党组组织部（人力资源部）
离退休工作办公室
- 工会工作委员会
- 党组巡视工作领导小组办公室

职能部门

- 办公室
(党组办公室、董事会办公室)
- 企业管理与法律合规部
- 安全监管部
- 物资与采购管理部
- 新能源事业部
- 规划发展部
- 市场营销部
- 生产管理与环境保护部
- 国际合作部
国际标准工作办公室
- 财务与资产管理部
- 燃料管理部
- 科技创新与信息化部
- 审计部

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)
1	华能国际电力开发公司	北京市	火力发电	75.00
2	绿色煤电有限公司	北京市	火力发电	52.00
3	华能新能源股份有限公司	北京市	风力发电	97.24
4	华能核电开发有限公司	北京市	核力发电	100.00
5	华能能源交通产业控股有限公司	北京市	其他未列明批发业	100.00
6	华能煤业有限公司	北京市	烟煤和无烟煤开采洗选	100.00
7	中国华能集团燃料有限公司	北京市	煤炭及制品批发	50.00
8	华能资本服务有限公司	北京市	投资与资产管理	61.22
9	中国华能财务有限责任公司	北京市	金融服务	52.00
10	中国华能集团清洁能源技术研究院有限公司	北京市	其他科技推广和应用服务业	40.00
11	华能综合产业有限公司	北京市	其他未列明服务业	100.00
12	华能置业有限公司	北京市	物业管理	100.00
13	中国华能集团香港有限公司	香港特别行政区	火力发电	100.00
14	中国华能集团香港财资管理控股有限公司	香港特别行政区	其他未包括金融业	100.00
15	华能海外企业管理服务有限公司	北京市	投资与资产管理	100.00
16	西安热工研究院有限公司	陕西省	工程和技术研究和试验发展	64.00
17	华能集团技术创新中心有限公司	北京市	工程和技术研究和试验发展	100.00
18	北京市昌平华能培训中心	北京市	其他未列明教育	80.00
19	华能曹妃甸港口有限公司	河北省	装卸搬运	51.00
20	华能招标有限公司	河北省	其他未列明专业技术服务业	100.00
21	华能松原热电有限公司	吉林省	热电联产	100.00
22	华能（大连）能源热力有限责任公司	吉林省	热力生产和供应	100.00
23	天津华能杨柳青热电实业有限公司	天津市	其他未列明服务业	100.00
24	北方联合电力有限责任公司	内蒙古自治区	火力发电	70.00
25	华能澜沧江水电股份有限公司	云南省	水力发电	50.40
26	华能内蒙古东部能源有限公司	内蒙古自治区	火力发电	100.00
27	华能四川水电有限公司	四川省	水力发电	51.00
28	华能陕西发电有限公司	陕西省	火力发电	100.00
29	华能宁夏能源有限公司	宁夏回族自治区	火力发电	100.00
30	华能甘肃能源开发有限公司	甘肃省	火力发电	100.00
31	华能西藏雅鲁藏布江水电开发投资有限公司	西藏自治区	水力发电	100.00
32	河北邯峰发电有限责任公司	河北省	火力发电	--
33	海宁光能电力投资合伙企业	北京市	投资与资产管理	20.00
34	海宁瑞能电力投资合伙企业（有限合伙）	北京市	投资与资产管理	20.00
35	华能工融一号（天津）股权投资基金合伙企业	北京市	资本投资服务	50.975

36	华能工融二号（天津）股权投资 基金合伙企业（有限合伙）	北京市	资本投资服务	50.975
37	华景顺和一号（天津）股权投资 基金合伙企业（有限合伙）	北京市	资本投资服务	--
38	华能长江环保科技有限公司	北京市	节能技术推广服务	60.00
39	海宁华能科创创业投资合伙企业 （有限合伙）	北京市	投资与资产管理	--

资料来源：公司财务报告

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 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	731.90	754.44	820.10	1288.12
资产总额 (亿元)	10653.45	11260.97	11875.19	12205.24
所有者权益 (亿元)	2383.64	2962.15	3608.52	3684.81
短期债务 (亿元)	2018.73	1897.43	2053.22	1940.11
长期债务 (亿元)	4399.43	4434.33	4185.62	4341.06
全部债务 (亿元)	6418.16	6331.76	6238.84	6281.16
营业总收入 (亿元)	2786.27	3061.91	3141.93	881.61
利润总额 (亿元)	143.61	178.47	224.17	86.00
EBITDA (亿元)	814.59	863.73	900.32	--
经营性净现金流 (亿元)	457.68	745.09	609.30	159.11
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	9.46	4.95	4.36	--
存货周转次数 (次)	13.42	14.22	16.40	--
总资产周转次数 (次)	0.26	0.28	0.27	--
现金收入比 (%)	102.63	102.34	98.12	97.34
营业利润率 (%)	18.79	21.84	22.97	19.22
总资产收益率 (%)	4.04	4.05	3.89	--
净资产收益率 (%)	3.68	3.90	4.07	--
长期债务资本化比率 (%)	64.86	59.95	53.70	54.09
全部债务资本化比率 (%)	72.92	68.13	63.36	63.03
资产负债率 (%)	77.63	73.70	69.61	69.81
流动比率 (%)	52.61	57.59	62.17	75.57
速动比率 (%)	47.76	53.12	58.63	71.82
经营现金流动负债比 (%)	12.79	21.33	16.23	--
现金短期债务比 (倍)	0.36	0.40	0.40	0.66
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.70	2.99	3.35	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.88	7.33	6.93	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司 2018 年和 2019 年财务数据分别使用 2019 年和 2020 年审计报告调整后的期初数据, 公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标未年化; 3. 吸收存款及同业存放、拆入资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债及衍生金融负债均计入短期债务, 租赁负债计入长期债务
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 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	54.34	9.13	35.69	109.22
资产总额 (亿元)	1746.17	1984.13	2370.41	2512.73
所有者权益 (亿元)	718.02	947.01	1294.98	1263.57
短期债务 (亿元)	163.78	191.66	252.00	102.51
长期债务 (亿元)	753.70	735.17	630.89	913.64
全部债务 (亿元)	917.48	926.83	882.89	1016.16
营业收入 (亿元)	0.33	0.71	0.79	0.15
利润总额 (亿元)	2.78	-16.13	97.90	-3.61
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.60	-4.02	-7.02	-4.74
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	*	*	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	*	*	*	--
现金收入比 (%)	2.20	65.50	71.94	91.73
营业利润率 (%)	65.67	-62.11	-41.33	-66.12
总资产收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	0.39	-1.70	7.56	--
长期债务资本化比率 (%)	51.21	43.70	32.76	41.96
全部债务资本化比率 (%)	56.10	49.46	40.54	44.57
资产负债率 (%)	58.88	52.27	45.37	49.71
流动比率 (%)	66.35	55.85	54.13	76.91
速动比率 (%)	66.35	55.85	54.13	76.91
经营现金流动负债比 (%)	-4.26	-1.43	-1.59	--
现金短期债务比 (倍)	0.33	0.05	0.14	1.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司本部 2018 年和 2019 年财务数据分别使用 2019 年和 2020 年审计报告调整后的期初数据, 公司本部 2021 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标未年化; 3. * 代表数据过大或过小, /代表数据未获取

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-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+应收款项融资

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 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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 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。
3. 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；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 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。
6. 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。

