

# 信用等级公告

联合〔2020〕2266号

联合资信评估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的主体长期信用等级为 AAA，并维持“12 华能集 MTN1”“12 华能集 MTN2”“14 华能集 MTN001”“14 华能集 MTN003”“14 华能集 MTN004”“15 华能集 MTN001”“15 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN001B”“16 华能集 MTN002”“16 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN004”“16 华能集 MTN005”“16 华能集 MTN006”“17 华能集 MTN001”“17 华能集 MTN002”“18 华能集 MTN001”“18 华能集 MTN002”“18 华能集 MTN003”“19 华能集 MTN001A”“19 华能集 MTN001B”“19 华能集 MTN002A”“19 华能集 MTN002B”“19 华能集 MTN003A”“19 华能集 MTN003B”“19 华能集 MTN004A”“19 华能集 MTN004B”“19 华能集 MTN005A”“19 华能集 MTN005B”和“20 华能集 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年七月二十日



## 中国华能集团有限公司 2020 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
12 华能集 MTN1	AAA	稳定	AAA	稳定
12 华能集 MTN2	AAA	稳定	AAA	稳定
14 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
14 华能集 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
14 华能集 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
15 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
15 华能集 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
15 华能集 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN001B	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华能集 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华能集 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华能集 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华能集 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN001A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN001B	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 MTN003A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN003B	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 MTN005A	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能集 MTN005B	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华能集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

评级时间：2020 年 7 月 20 日

### 评级观点

联合资信评估有限公司（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”或“华能集团”）的评级反映了公司作为中国电力行业内居主导地位的核心发电集团之一，在业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面具有领先优势。2019 年，公司收入规模稳步增长，得益于燃煤采购价格的下降，盈利能力持续增强，经营获现能力良好。同时，联合资信也关注到电力行业易受经济周期波动影响、相关产业政策对行业整体盈利水平影响大、资产减值损失对公司利润有一定侵蚀以及在建设项目待投规模较大，未来存在一定资本支出压力等因素可能对公司信用水平造成的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流和 EBITDA 对 2021 年内待偿还债券的保障程度较高；对由联合资信评定的存续期债券的保障程度较高。

未来，随着在建项目陆续建成投产，公司装机容量将进一步增长，装机结构将得到优化；同时，煤炭和路港等产业的发展，将对公司主营业务形成协同作用。公司综合实力将持续提升。

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“12 华能集 MTN1”“12 华能集 MTN2”“14 华能集 MTN001”“14 华能集 MTN003”“14 华能集 MTN004”“15 华能集 MTN001”“15 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN001B”“16 华能集 MTN002”“16 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN004”“16 华能集 MTN005”“16 华能集 MTN006”“17 华能集 MTN001”“17 华能集 MTN002”“18 华能集 MTN001”“18 华能集 MTN002”“18 华能集 MTN003”“19 华能集 MTN001A”“19 华能集 MTN001B”“19 华能集 MTN002A”“19 华能集 MTN002B”“19 华能集 MTN003A”“19 华能集 MTN003B”“19 华能集 MTN004A”

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
12 华能集 MTN1	15.00	15.00	2022/08/30
12 华能集 MTN2	15.00	15.00	2022/09/19
14 华能集 MTN001	23.00	23.00	2021/03/07
14 华能集 MTN003	25.00	25.00	2029/09/05
14 华能集 MTN004	25.00	25.00	2024/11/07
15 华能集 MTN001	25.00	25.00	2030/05/14
15 华能集 MTN002	25.00	22.80	2025/06/11
15 华能集 MTN003	15.00	15.00	2030/11/25
16 华能集 MTN001B*	25.00	25.00	2021/01/13
16 华能集 MTN002	15.00	15.00	2026/03/09
16 华能集 MTN003	35.00	35.00	2026/04/21
16 华能集 MTN004	30.00	30.00	2026/08/09
16 华能集 MTN005	40.00	40.00	2021/09/22
16 华能集 MTN006	40.00	40.00	2021/10/26
17 华能集 MTN001	20.00	20.00	2022/08/25
17 华能集 MTN002	20.00	20.00	2020/10/13
18 华能集 MTN001	20.00	20.00	2023/04/25
18 华能集 MTN002	20.00	20.00	2021/05/24
18 华能集 MTN003	15.00	15.00	2021/11/29
19 华能集 MTN001A*	20.00	20.00	2022/03/25
19 华能集 MTN001B*	5.00	5.00	2024/03/25
19 华能集 MTN002A*	20.00	20.00	2022/04/02
19 华能集 MTN002B*	5.00	5.00	2024/04/02
19 华能集 MTN003A*	10.00	10.00	2022/06/12
19 华能集 MTN003B*	10.00	10.00	2024/06/12
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 MTN005A*	15.00	15.00	2022/12/11
19 华能集 MTN005B*	5.00	5.00	2024/12/11
20 华能集 MTN001*	20.00	20.00	2023/06/16

注：1. 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；2. 存续期债券中标注为\*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

“19 华能集 MTN004B”“19 华能集 MTN005A”“19 华能集 MTN005B”和“20 华能集 MTN001”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 2019 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 18277.77 万千瓦；2019 年公司完成发电量 7057.09 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 9.4%。
2. 公司电力板块盈利提升明显，盈利能力有所增强。2019 年，公司燃煤成本的下降导致毛利率提升明显，主营业务毛利率同比增长 2.96 个百分点至 21.30%；主营业务收入和利润总额分别为 2843.53 亿元和 178.47 亿元，同比分别增长 8.60% 和 24.28%，盈利水平有所提高，带动经营活动净现金流增长，可对公司偿债能力形成有力支持。
3. 2019 年，公司债务负担有所减轻。截至 2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 73.70% 和 68.13%，分别较年初下降 3.93 个百分点和 4.79 个百分点。

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. 持续计提减值损失对利润形成侵蚀。近三年，公司对固定资产等持续计提较大规模的资产减值损失，对利润规模影响较大。
3. 在建项目待投资规模较大。截至 2019 年底，公司主要在建项目待投资资金 479.46 亿元，规模较大，未来公司存在一定资金支出压力。

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		风险因素	评价要素	
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	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	1
		资本结构	3	
		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

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：

项目	合并口径			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	610.13	731.90	754.85	854.26
资产总额（亿元）	10396.07	10653.45	11260.97	11496.02
所有者权益合计（亿元）	2195.92	2383.64	2962.15	2942.19
短期债务（亿元）	2189.63	2018.73	1897.43	1932.29
长期债务（亿元）	4040.99	4399.43	4434.33	4578.15
全部债务（亿元）	6230.62	6418.16	6331.76	6510.43
营业总收入（亿元）	2595.29	2786.27	3061.91	679.56
利润总额（亿元）	118.53	143.61	178.47	45.34
EBITDA（亿元）	769.26	816.15	885.45	--
经营性净现金流（亿元）	505.12	457.68	745.09	127.59
营业利润率（%）	18.28	18.79	21.84	20.66
净资产收益率（%）	3.14	3.68	3.90	--
资产负债率（%）	78.88	77.63	73.70	74.41
全部债务资本化比率（%）	73.94	72.92	68.13	68.87
流动比率（%）	43.19	52.61	57.59	62.06
经营现金流流动负债比（%）	13.06	12.79	21.33	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.69	2.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.10	7.86	7.15	--

公司本部（母公司）口径

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1599.59	1746.17	1984.13	2222.21
所有者权益（亿元）	621.80	718.02	947.01	982.38
全部债务（亿元）	798.62	917.48	926.83	993.80
营业总收入（亿元）	0.38	0.33	0.71	0.19
利润总额（亿元）	17.43	2.78	-16.13	-8.08
资产负债率（%）	61.13	58.88	52.27	55.79
全部债务资本化比率（%）	56.22	56.10	49.46	50.29
流动比率（%）	36.14	66.35	55.85	96.37
经营现金流流动负债比（%）	-1.44	-4.26	-1.43	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；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 年度财务报表中已追溯调整后数据；4.公司合并口径吸收存款及同业存放、拆入资金、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债及衍生金融负债计入短期债务；租赁负债计入长期债务

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
20 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/08	牛文婧 王 皓	<a href="#">电力企业信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">电力企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 华能集 MTN005B 19 华能集 MTN005A	AAA	AAA	稳定	2019/10/08	牛文婧 王 皓	<a href="#">电力企业信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">电力企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 华能集 MTN004B 19 华能集 MTN004A	AAA	AAA	稳定	2019/07/23	牛文婧 王 皓	<a href="#">电力行业企业信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 华能集 MTN003B 19 华能集 MTN003A 19 华能集 MTN002B 19 华能集 MTN002A 19 华能集 MTN001B 19 华能集 MTN001A 18 华能集 MTN003 18 华能集 MTN002 18 华能集 MTN001 17 华能集 MTN002 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 16 华能集 MTN001B 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 14 华能集 MTN001 12 华能集 MTN2 12 华能集 MTN1	AAA	AAA	稳定	2019/07/19	牛文婧 王 皓	<a href="#">电力行业企业信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 华能集 MTN003B 19 华能集 MTN003A	AAA	AAA	稳定	2019/05/28	牛文婧 王 皓	<a href="#">电力行业企业信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 华能集 MTN002B 19 华能集 MTN002A	AAA	AAA	稳定	2019/03/24	牛文婧 王 聪	<a href="#">电力行业企业信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 华能集 MTN001B 19 华能集 MTN001A	AAA	AAA	稳定	2019/03/11	牛文婧 王 聪	<a href="#">电力行业企业信用评级方法 (2018.12)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 华能集 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/11/21	牛文婧 王 聪	<a href="#">电力行业企业信用评级方法 (2017.11)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 华能集 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/05/17	牛文婧 付晓林	<a href="#">电力行业企业信用评级方法 (2017.11)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/04/17	付晓林 牛文婧	<a href="#">电力行业企业信用评级方法 (2017.11)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
17 华能集 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/09/28	付晓林 牛文婧	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
17 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/08/18	牛文婧 付晓林	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
16 华能集 MTN006	AAA	AAA	稳定	2016/10/14	李 嘉 黄 露	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
16 华能集 MTN005	AAA	AAA	稳定	2016/09/12	李 嘉 黄 露	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
16 华能集 MTN004	AAA	AAA	稳定	2016/07/26	李 嘉 黄 露	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
16 华能集 MTN003	AAA	AAA	稳定	2016/04/14	李 嘉 黄 露	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
16 华能集 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/09/08	程 晨 李 嘉	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
16 华能集 MTN001B	AAA	AAA	稳定	2015/10/27	程 晨 李 嘉	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

15 华能集 MTN003	AAA	AAA	稳定	2015/09/08	程李晨嘉	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
15 华能集 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/05/21	程李晨嘉	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
15 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2014/12/24	程王叶笛黄露	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
14 华能集 MTN004	AAA	AAA	稳定	2014/09/28	石岱赵阳	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
14 华能集 MTN003	AAA	AAA	稳定	2014/06/06	石岱赵阳	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
14 华能集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2014/01/28	于浩洋石岱	<a href="#">电力企业信用分析要点 (2013.06)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
12 华能集 MTN2	AAA	AAA	稳定	2012/09/06	于浩洋闫昱州	==	<a href="#">阅读全文</a>
12 华能集 MTN1	AAA	AAA	稳定	2012/06/18	于浩洋闫昱州	==	<a href="#">阅读全文</a>

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编号

## 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 2020 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“华能集团”或“公司”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本概况

1988 年 8 月，根据国务院国办函〔1988〕44 号文，华能集团成立，在国家计划中实行单列，在涉外活动中享有一定的外事审批权。1989 年 3 月 31 日，国家工商行政管理局核准华能集团登记注册。1996 年，根据国务院国发〔1996〕48 号文，华能集团进入新组建的国家电力公司，成为国家电力公司的全资子公司，并通过国家电力公司计划单列。自 2000 年起，根据国务院国阅〔1999〕50 号文和上级有关部门关于华能系统重组的有关精神，华能集团按照建立现代企业制度的要求进行了系统重组。该重组的主要内容包括：华能集团与华能国际电力开发公司（以下简称“华能电力”）本部合并；华能国际电力股份有限公司（以下简称“电力股份”）吸收合并山东华能股份有限公司；重组中国华能财务公司和中国华能国际经济贸易公司等。2003 年 1 月 20 日，根据国务院《关于改组中国华能集团有限公司有关问题的批复》（国函〔2003〕9 号），华能集团在原华能集团及原国家电力公司部分企事业单位基础上进行改组，成为国家授权投资的机构和国家控股公司的试点。2003 年 4 月 22 日，国家工商行政管理总局核准了工商变更登记，注册资本为 200 亿元人民币。2017 年，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）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

变更为现用名。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% 股权，社保基金会持有公司 10.00% 的股权。

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 3490000.00 万元，实际控制人为国资委。跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设规划发展部、企业管理部、燃料部、财务部、科技创新部等多个职能部门。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 11260.97 亿元，所有者权益合计为 2962.15 亿元（含少数股东权益 1963.59 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 3061.91 亿元，利润总额 178.47 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 11496.02 亿元，所有者权益合计为 2942.19 亿元（含少数股东权益 1876.17 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 679.56 亿元，利润总额 45.34 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司经联合资信评定的存续债券募集资金均已使用完毕，均已按期支付存续债券利息。

表 1 公司经联合资信评定的存续债券（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
12 华能集 MTN1	15.00	15.00	2012/08/30	2022/08/30

12 华能集 MTN2	15.00	15.00	2012/09/19	2022/09/19
14 华能集 MTN001	23.00	23.00	2014/03/07	2021/03/07
14 华能集 MTN003	25.00	25.00	2014/09/05	2029/09/05
14 华能集 MTN004	25.00	25.00	2014/11/07	2024/11/07
15 华能集 MTN001	25.00	25.00	2015/05/14	2030/05/14
15 华能集 MTN002	25.00	22.80	2015/06/11	2025/06/11
15 华能集 MTN003	15.00	15.00	2015/11/25	2030/11/25
16 华能集 MTN001B*	25.00	25.00	2016/01/13	2021/01/13
16 华能集 MTN002	15.00	15.00	2016/03/09	2026/03/09
16 华能集 MTN003	35.00	35.00	2016/04/21	2026/04/21
16 华能集 MTN004	30.00	30.00	2016/08/09	2026/08/09
16 华能集 MTN005	40.00	40.00	2016/09/22	2021/09/22
16 华能集 MTN006	40.00	40.00	2016/10/26	2021/10/26
17 华能集 MTN001	20.00	20.00	2017/08/25	2022/08/25
17 华能集 MTN002	20.00	20.00	2017/10/13	2020/10/13
18 华能集 MTN001	20.00	20.00	2018/04/25	2023/04/25
18 华能集 MTN002	20.00	20.00	2018/05/24	2021/05/24
18 华能集 MTN003	15.00	15.00	2018/11/29	2021/11/29
19 华能集 MTN001A*	20.00	20.00	2019/03/25	2022/03/25
19 华能集 MTN001B*	5.00	5.00	2019/03/25	2024/03/25
19 华能集 MTN002A*	20.00	20.00	2019/04/02	2022/04/02
19 华能集 MTN002B*	5.00	5.00	2019/04/02	2024/04/02
19 华能集 MTN003A*	10.00	10.00	2019/06/12	2022/06/12
19 华能集 MTN003B*	10.00	10.00	2019/06/12	2024/06/12
19 华能集 MTN004A*	10.00	10.00	2019/08/21	2022/08/21
19 华能集 MTN004B*	10.00	10.00	2019/08/21	2024/08/21
19 华能集 MTN005A*	15.00	15.00	2019/12/11	2022/12/11

19 华能集 MTN005B*	5.00	5.00	2019/12/11	2024/12/11
20 华能集 MTN001*	20.00	20.00	2020/06/16	2023/06/16

注：1.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；2. 存续期债券中标注为\*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回行权日

#### 四、宏观经济和政策环境分析

##### 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均为 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 2 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，降低融资成本和房屋租金，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。

## 五、行业分析

公司主营收入来自发电业务，电力行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

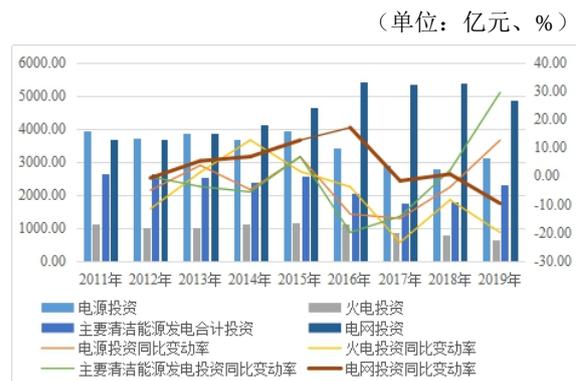
### 1. 行业概况

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<sup>1</sup>，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，电源工程完成投资完成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；电网工程完成投资完成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1 近年中国电源及电网投资情况



资料来源：中电联，联合资信整理

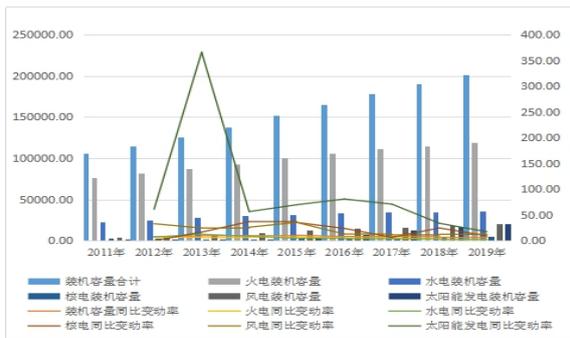
装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016年以来，中国全口径发电设备装机容量增速逐年回落。截至2019年底，中国全口径发电设备装机容量

<sup>1</sup> 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

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，在电源结构性改革、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2 近年中国发电装机容量变动情况

(单位：万千瓦、%)



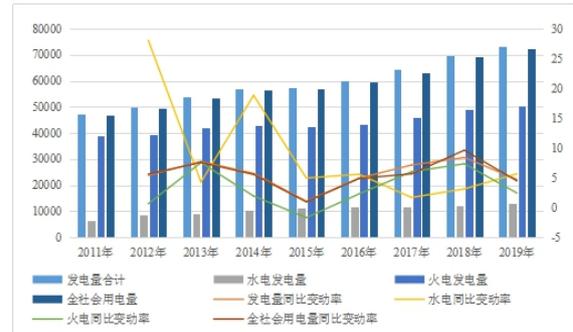
资料来源：中电联，联合资信整理

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，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3 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；同时，受环保限产等因素影响，“基准价+

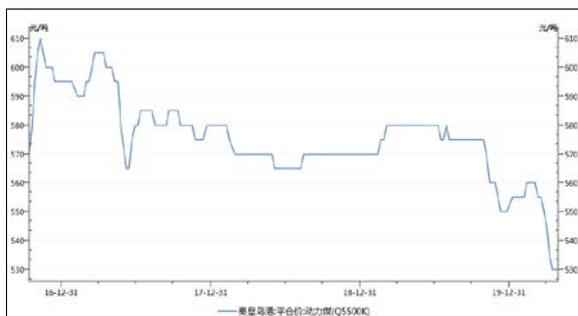
## 上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

### (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，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4 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

### (2) 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。

## 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：

(1) 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。

(2) **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。

(3) **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。

(4) **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。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 3490000.00 万元，实际控制人为国资委。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司产业布局完善，规模优势显著，经营效益高；先进的技术水平和充足的人才储备为未来发展提供较大保障。**

公司已形成“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 2019 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 18277.77 万千瓦，煤炭产能 7760 万吨/年；2019 年公司完成发电量 7057.09 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 9.4%。截至 2020 年 3 月底，公司全资及控股电厂装机容量 18265.48 万千瓦，煤炭产能 8260 万吨/年；2020 年一季度，公司完成发电量 1446.21 亿千瓦时。

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。随着开发澜沧江流域及四川部分水电项目的推进，公司已形成较为合理的火电和水电结构比例，截至 2019 年底，公司水电装机占比达到 14.75%。公司电厂的建设管理和生产管理一直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，为集团发展战略规划拓展了空间。

技术方面，公司在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 万千瓦时超临界燃煤机组及技术等；人员储备方面，公司引进千人计划专家 7 人，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。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司核心管理人员有所调整，新任总经理行业经验及管理经验丰富。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2019年10月24日，公司召开领导班子（扩大）会议，宣布了中央关于公司总经理任职的决定：

邓建玲同志任华能集团董事、总经理、党组副书记。邓建玲同志，1965年2月生，硕士研究生，中共党员，1989年6月参加工作，正高级工程师；曾在北京电力试验研究所、华北电力试验研究所工作；曾任华北电力科学研究院副院长，大同第二发电厂厂长，华北电力集团公司生技部经理、副总工程师兼任调度局局长，甘肃省电力公司副总经理、党组成员，中国华电集团公司副总工程师兼任生产运营部主任，中国华电集团公司总工程师兼任华电燃料有限公司总经理、党组书记，华电煤业集团有限公司总经理、党组书记，中国华电集团公司副总经理、党组成员，华能集团党组副书记、副总经理；现任华能集团董事、总经理、党组副书记。

以上人事变更对公司管理运营无重大影响。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

跟踪期内，公司业务仍以发电及供热业务为主。2019年，煤炭价格回落导致发电及供热业务毛利率上涨；公司主营业务毛利率有所增长，整体经营业绩持续提升。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司营业总收入同比有所下降。

2019年，公司业务仍以发电及供热业务为主。当期，公司主营业务收入同比增长8.60%至2843.53亿元，主要系物资贸易板块收入增长所致；营业利润204.54亿元，同比增长39.23%，实现利润总额178.47亿元，同比增长24.28%，主要系燃煤采购价格下降，发电及供热业务盈利水平提升所致。

从营业收入构成看，2019年，公司发电及供热业务收入同比增长3.75%；煤炭业务收入同比下降12.80%，主要系煤炭销售价格下降所致；物资贸易收入同比增长1.87倍。公司其他业务包括能源贸易、金融保险、科技、交通运输等，但各细分业务所占比重均较小。

从毛利率看，2019年，公司发电及供热业务毛利率较上年增长4.36个百分点至21.41%，主要系燃煤采购价格下降，业务成本下降所致；煤炭板块毛利率同比增长3.10个百分点至31.82%。综上，公司主营业务毛利率同比增长2.96个百分点至21.30%。

表3 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
发电及供热业务	2078.49	91.16	18.25	2344.71	89.55	17.05	2432.66	85.55	21.41
煤炭业务	145.71	6.39	16.21	137.50	5.25	28.72	119.90	4.22	31.82
物资贸易	--	--	--	73.39	2.80	0.92	210.41	7.40	0.50
其他业务	55.81	2.45	--	62.70	2.39	--	80.56	2.83	--
合计	2280.01	100.00	18.25	2618.30	100.00	18.34	2843.53	100.00	21.30

注：1.公司2017—2018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资料来源：公司提供

2020年1—3月，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司发电量同比有所下降，实现营业总

收入679.56亿元，同比下降8.52%；实现营业利润44.06亿元，同比小幅增长1.05%，主要

系燃料成本同比有所下降以及投资收益增长所致；实现净利润29.10亿元，同比增长3.03%。

## 2. 发电业务

**2019年，公司装机容量及发电量基本保持稳定，发电业务运行稳定，新能源装机占比进**

**一步提高。**

截至2019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18278万千瓦，较2018年底增长3.52%。其中，水电、风电、光伏装机占比分别为14.75%、10.92%和2.19%。

表4 2017—2019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
2017年	12928	5254	2226	880	1785	334	243	27	17182	6496
2018年	12869	5642	2607	957	1863	387	318	41	17657	7026
同比增长	-0.46	7.38	17.12	8.75	4.37	15.87	30.86	51.85	2.76	8.16
2019年	13185	5406	2697	1187	1996	416	400	49	18278	7057
同比增长	2.45	-4.19	3.45	24.05	7.14	7.54	25.82	19.83	3.52	0.44
2020年1-3月	13158	1146	2697	167	2011	119	400	13	18265	1446

资料来源：公司提供

在火力发电方面，截至2019年底，公司火力发电装机容量达13185万千瓦，较上年底增长2.45%；全年公司综合供电煤耗同比下降1.03克/千瓦时至297.69克/千瓦时。公司全年完成火力发电5406亿千瓦时，约占公司国内总发电量的76.60%；火电机组平均利用小时4436小时，较上年增加5小时。在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。2019年，公司乌龙弄水电站和里底水电站投运，装机容量合计88.25万千瓦。截至2019年底，公司水电板块总装机容量达到2697万千瓦，较上年底增长3.45%，全年完成水力发电量达1187亿千瓦时，同比增长24.05%，约占公司国内总发电量的16.82%。

在风力发电方面，2019年，公司风电项目开工建设555万千瓦，投产148万千瓦。截至2019年底，公司风电总装机容量达1996万千瓦，较上年底增长7.14%，主要业务分布在内蒙古、辽宁、吉林、山东、云南、甘肃、贵州、江苏、陕西等风能资源大省，同时稳步推进在第四类风能资源区域的装机进展，全年完成发电量416亿千瓦时，约占公司国内总发电量的5.73%。

在光伏发电方面，2019年，公司光伏项目开工建设110万千瓦，投产75万千瓦。截至2019年底，公司光伏发电装机容量400万千瓦，较上年底增长25.82%，全年完成光伏发电49亿千瓦时。

2019年，公司完成总发电量7057亿千瓦时，同比增长0.44%，综合平均利用小时数为4031小时，较上年下降73小时，主要系宏观经济下行，电力下游行业景气度下降所致。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。

电煤采购方面，公司与神华集团有限责

任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司以及内蒙古伊泰集团有限公司等大型煤炭集团签订了长期协议，长协占比 60%~70%。

### 3. 其他业务

2019 年，公司煤炭产量保持稳定，对公司总体盈利水平形成一定支撑。公司金融、交通等业务的良好运行，为主营业务提供较好补充，有利于公司整体经营业绩的保持。

#### (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 2019 年底，公司煤炭产能达到 7760 万吨/年。2019 年，公司煤炭产量为 7450 万吨，同比增长 5.14%；产业协同累计供煤 3348.04 万吨，同比增加 156.14 万吨，煤炭协同率 66.43%<sup>2</sup>。

#### (2) 物资贸易业务

公司主要贸易品种包含煤炭、钢材、冶金炉料和电力物资，其中煤炭、冶金炉料和电力物资规模较大，2019 年分别占公司物流贸易业务收入的 31.89%、15.11% 和 36.69%。2019 年，公司物流贸易业务前五大采购商采购金额约占总采购金额的 25.37%；前五大客户销售金额约占总销售金额的 30.23%，上下游客户集中度一般。

#### (3) 金融业务

金融业务方面，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，主要职责制定金融产业发展规划，统一管理金融资产和股权，合理配置金融资源，协调金融企业间业务合作，提供多元化金融服务。截至 2019 年底，华能资本资产总额 1530.95 亿元，净资产 564.33 亿元；累计实现营业收入 135.75 亿元，累计实现合并利润 64.06 亿

元，成为集团公司重要的利润来源之一。

#### (4) 交通业务

2019 年，公司曹妃甸北方下水煤枢纽港全年完成煤炭调出量 3363.8 万吨，其中 781.6 万吨为系统内调出量，完成进港量 3348 万吨。

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。2019 年，公司所属四家航运企业累计完成货运量 8411 万吨，同比增加 1.3%，其中系统内运量 4966 万吨，同比下降 6.7%，占集团公司下水煤总量的 63.8%，占四家航运公司总运输量的 59.0%。

### 4. 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，未来电源结构将得以进一步优化，产业布局将进一步完善；公司未来资本支出规模较大，融资需求将持续增加。

截至 2019 年底，公司在建项目以大型水电、核电等新能源项目及煤矿为主，计划总投资 1370.86 亿元，截至 2019 年底已投资 891.40 亿元，尚需资金投入 479.46 亿元，项目资金来源以自有资金及银行贷款为主，公司未来将面临一定融资压力。

表 5 截至 2019 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	56.66	85.00	委托贷款
托巴水电站	232.04	168.67	27.43	自有资金及贷款
高温气冷堆示范工程	81.31	18.83	76.84	自有资金及贷款
滇东能源煤矿工程	95.85	33.94	43.57	自有资金及贷款
压水堆扩建工程	356.35	305.86	14.17	自有资金及贷款
新庄煤矿	142.52	95.22	63.54	委托贷款
加查水电站	78.28	31.05	60.34	国拨资金、银行贷款、自有资金
2×660MW 扩建项目	62.42	20.42	89.16	银行贷款
滇东雨汪煤矿工程	58.37	37.18	36.31	自有资金及贷款
如东海上风电项目	143.30	123.57	19.68	自有资金及贷款

<sup>2</sup> 指公司煤炭供应内部市场量占煤炭总产量的比例

合计	1370.86	891.40	--	--
----	---------	--------	----	----

资料来源：公司财务报告

## 5. 经营效率

公司各项经营效率指标基本保持稳定，处于同行业较高水平。

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为4.94次、14.22次和0.28次，较上年变化不大。与行业内电力集团相比，公司的存货周转率处于较高水平，总资产周转率和应收账款周转率均处于一般水平。

表6 2019年同行业公司经营效率指标对比

(单位：次)

公司名称	销售债权 周转次数	存货周 转次数	总资产周 转次数
华能集团	4.94	14.22	0.28
中国华电集团有限公司	5.58	14.59	0.29
国家能源投资集团有限公司	7.22	11.88	0.32

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 6. 未来发展

公司未来发展目标明确，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。

公司未来着力调整产业结构和优化区域布局；优化调整产业结构，加强产业协同，围绕电力核心产业，积极开发煤炭资源，以提升煤炭协同率和电煤自供率为目标，统筹发展以煤炭物流为主的交通运输产业。公司将加强产融结合，发挥金融支持作用；加快科技等新兴产业的培育，构建协同高效的产业体系；优化电源结构，推进绿色、低碳发展，加大低碳清洁能源开发力度，进一步提高装机比重；加强传统能源高效清洁利用，加快淘汰落后产能，实施节能减排，提高大容量高参数机组装机比重。未来，公司将按照国家能源资源发展重心转移的部署，优化调整区域布局，加快西部、巩固东部、稳定中部、提升东北，加快形成区域布局新优势；坚持做优增量与调整存量并重，把发展有质

量有效益的风电、光伏等新能源作为做优增量的主攻方向，推动结构布局优化提升，重点围绕“两线”“两化”谋篇布局。

“北线”主要指“三北”地区，以特高压送出通道起点为依托，布局一批距离市场近、输送距离短、市场竞争力强的优质风光煤电输用一体化基地。西起新疆，东到通榆，包括疆电入渝、青海、陇东、陕北、张北以及内蒙上海庙、二连浩特、锡盟、上都、扎鲁特等一系列特高压送端区域，以外送新能源为主，并配置一定规模的清洁高效煤电资源。目前“北线”规划的新能源资源约2500万千瓦。现阶段重点是加快陇东能源基地开发，按照“3个1000”（1000万千瓦电力装机、1000万吨外送煤炭、1000亿元资产规模）战略目标，打造煤电风光多能互补、环境友好型、资源节约型能源外送基地。同时，密切跟踪其他通道规划情况，寻找更多基地型、连片式新能源项目开发机会。“东线”主要围绕东部沿海省份，着力打造有质量有效益、基地型规模化、投资建设运维一体化的海上风电发展带。北起辽宁，南至两广，形成贯通渤中、黄海、东海、南海，立足近海浅水，布局近海深水，展望远海，全方位立体化的海上风电开发格局。目前“东线”规划的海上风电资源约2000万千瓦。现阶段重点是推进江苏千万千瓦级海上风电开发，并以项目为载体，助力当地培育现代化制造业，加速推进风电统一智慧运维。

目前，公司“两线”“两化”发展战略取得了重大进展。“北线”方面，与甘肃省委省政府签署战略合作协议，制定开发方案，明确重点任务和时间节点，全力推进陇东能源基地开发；上都平价风电基地、锡盟千万千瓦级风电基地、吉林200万千瓦平价风电基地前期工作也取得了阶段性进展。“东线”方面，加快海上风电布局，与江苏省委省政府达成重要共识；辽宁丹东200万千瓦海上风电前期工作取得实质性进展。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2019年财务报告，信永中和会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见。公司2020年1—3月财务报表未经审计。

2019年，公司新纳入合并范围子公司58家，不再纳入合并范围子公司16家。在财务数据可比性方面，公司合并范围变化程度相较于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小，总体看，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为11260.97亿元，所有者权益合计为2962.15亿元（含少数股东权益1963.59亿元）；2019年，公司实现营业总收入3061.91亿元，利润总额178.47亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为11496.02亿元，所有者权益合计为2942.19亿元（含少数股东权益1876.17亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入679.56亿元，利润总额45.34亿元。

### 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构以非流动资产为主，符合电力企业经营特点。公司非流动资产中固定资产占比较高，以大型发电机组为主。公司货币资金较为充裕，资产受限比例低，整体资产质量好。

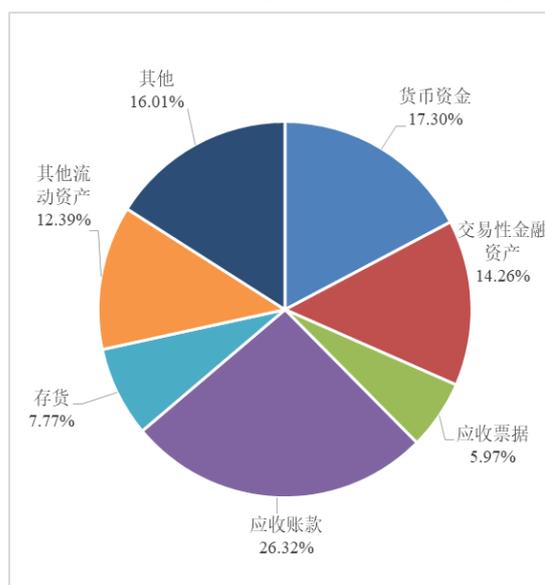
截至2019年底，公司资产总额为11260.97亿元，较年初增长5.70%。其中，流动资产占17.87%，非流动资产占82.13%，非流动资产占比高。

#### 流动资产

截至2019年底，公司流动资产为2011.95亿元，较年初增长6.89%，主要系交易性金融

资产、应收账款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产增长所致；流动资产主要由货币资金（占17.30%）、交易性金融资产<sup>3</sup>（占14.26%）、应收账款（占26.32%）、存货（占7.77%）和其他流动资产（占12.39%）构成。

图5 截至2019年底公司流动资产构成情况



注：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：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司货币资金为347.98亿元，较年初下降8.58%，主要系当年投资力度增加，购建固定资产、无形资产等支付的现金规模大幅增长所致。截至2019年底，公司货币资金以银行存款为主（占93.76%）；受限货币资金44.51亿元，占期末货币资金的12.79%，主要为存款准备金（23.37亿元）、银行承兑汇票保证金（10.01亿元）和住房维修基金及存出保证金等（7.15亿元），受限比例较低。

截至2019年底，公司交易性金融资产为286.85亿元，较年初增长19.15%，主要系债务工具投资和权益工具投资增长所致。

截至2019年底，公司应收账款账面价值为529.49亿元，较年初增长10.68%，主要系公司贸易规模扩张及应收账款回收周期变长

<sup>3</sup> 公司2019年年报编制以执行新金融工具准则，为增强数据可比性，交易性金融资产测算中含公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产

所致。公司应收账款中单项金额重大并单项计提坏账准备的占 12.22%，欠款方主要为各省电力公司，回收风险小，坏账准备综合计提比例 5.09%；按信用风险组合计提坏账准备的占 53.22%，账龄主要集中在 1 年以内（占 82.58%），账龄较短，坏账准备综合计提比例 1.41%；按单项计提坏账准备的占 29.07%，坏账准备综合计提比例 2.40%。公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比为 23.53%，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 2019 年底，公司存货账面价值为 156.25 亿元，较年初下降 9.94%，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 67.31%）、库存商品（占 9.88%）及其他（占 21.28%）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 2019 年底，公司计提存货跌价准备 3.14 亿元，主要为原材料跌价准备。

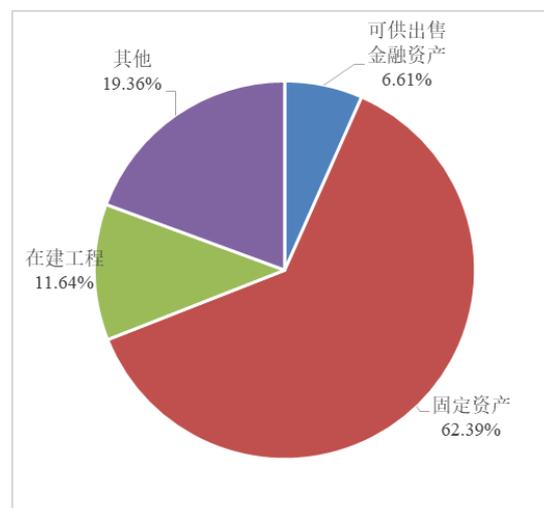
截至 2019 年底，公司其他流动资产为 249.27 亿元，较年初增长 19.95%，主要系金融类子公司融出资金和应收预付款项规模增长所致。

#### 非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 9249.02 亿元，较年初增长 5.45%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.61%）、固

定资产（占 62.39%）和在建工程（占 11.64%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 611.42 亿元，较年初增长 15.94%，主要系可供出售的权益工具增长所致，当期计提减值准备 14.28 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 5770.84 亿元，较年初增长 1.78%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 43.40%）和机器设备（占 54.01%）构成。固定资产成新率为 57.17%，成新率较低。

截至 2019 年底，公司在建工程账面价值为 1076.24 亿元，较年初增长 6.98%，主要系本期公司增加在建项目投入所致。

截至 2019 年底，公司受限资产总额为 399.30 亿元，占总资产的 3.55%，受限比例低。

表7 截至2019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	44.51	0.40	偿债备付金、住房维修基金及保证金、存放央行准备金、保函保证金、银行承兑汇票保证金等
应收票据	30.14	0.27	质押及已贴现或背书未到期未终止确认的应收票据
应收账款	28.98	0.26	收费权质押
固定资产	84.18	0.75	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	8.16	0.07	抵押贷款
在建工程	14.95	0.13	华能 24.4 万千瓦亚曼苏水电站工程项目长期借款固定资产抵押权
其他	188.37	1.67	银行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	399.30	3.55	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 11496.02 亿元，较 2019 年底增长 2.09%，资产结构较 2019 年底变化不大。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

**2019 年，公司所有者权益稳定增长，仍以少数股东权益、实收资本和资本公积为主。**

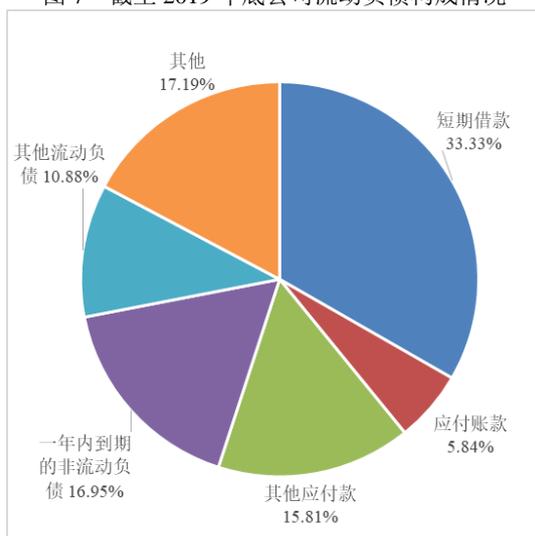
截至 2019 年底，公司所有者权益合计 2962.15 亿元，较年初增长 24.27%，主要系公司发行永续债券计入其他权益工具和少数股东权益所致；其中归属于母公司的所有者权益占 33.71%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 35.29%）、其它权益工具（占 50.80%）、资本公积金（占 16.89%）和未分配利润（占 -5.28%）构成。公司少数股东权益及其他权益工具占比较高，主要系公司下属上市公司较多所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 2942.19 亿元，较上年底变化不大。

#### 负债

**跟踪期内，公司债务负担有所下降，但负债规模大，债务负担重。公司债务结构以长期为主，债务结构合理。**

图 7 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司负债规模合计

8298.82 亿元，较年初增长 0.35%。其中，流动负债 3493.53 亿元（占 42.10%），非流动负债 4805.29 亿元（占 57.90%）。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 3493.53 亿元，较年初下降 2.35%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；流动负债主要由短期借款（占 33.33%）、应付账款（占 5.84%）、其他应付款（占 15.81%）、一年内到期的非流动负债（占 16.95%）和其他流动负债（占 10.88%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 1164.41 亿元，较年初增长 1.80%，主要由信用借款构成（占 95.79%）。

截至 2019 年底，公司应付账款 204.06 亿元，较年初下降 7.82%，应付账款账龄集中在一年以内（占 92.57%）。

截至 2019 年底，公司其他应付款 552.30 亿元，较年初小幅增长 2.65%，其中应付工程、设备款占比较高。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 592.10 亿元，较年初下降 17.85%，主要系公司一年内到期的长期借款减少所致。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 380.15 亿元，较年初下降 1.52%，公司其他流动负债主要由短期应付债券（占 78.99%）和待转销项税额（占 7.47%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 4805.29 亿元，较年初增长 2.41%；非流动资产主要由长期借款（占 69.72%）和应付债券（占 22.01%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 3350.31 亿元，较年初下降 3.18%。公司长期借款主要由信用借款（占 56.37%）、质押借款（占 32.41%）和保证借款（占 9.66%）构成。

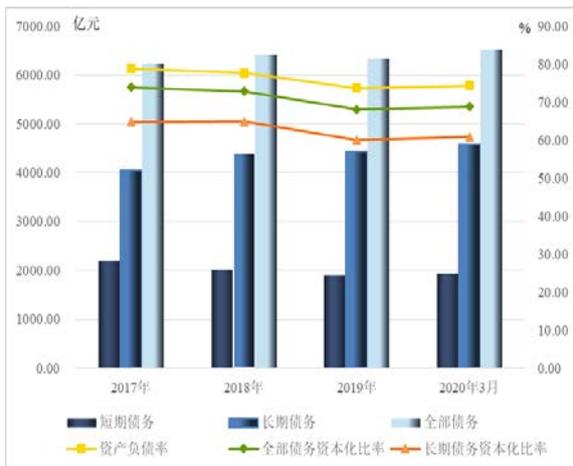
截至 2019 年底，公司应付债券为 1057.75 亿元，较年初大幅增长 16.16%，主要系公司经营规模扩大，为满足融资需求发行多期债券所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全

部债务 6331.76 亿元，较年初下降 1.35%；其中短期债务占 29.97%，长期债务占 70.03%，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 6839.03 亿元。

债务指标方面，截至 2019 年底，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分别为 73.70%、68.13%和 59.95%，均较上年底有所下降。若考虑将已发行永续债等计入“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资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.59%和 66.81%。整体看，公司有息债务规模大，整体债务负担重；有息债务以长期债务为主，债务结构合理。

图8 公司债务指标情况



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 8553.84 亿元，较上底增长 3.07%；构成较上年底变化不大；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有小幅增长，分别为 74.41%、68.87%和 60.88%。

#### 4. 盈利能力

2019 年，受电力板块盈利水平上升影响，公司整体盈利水平略有提升。公司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一定侵蚀。公司整体盈利水平一般。

2019 年，公司实现营业总收入同比增长

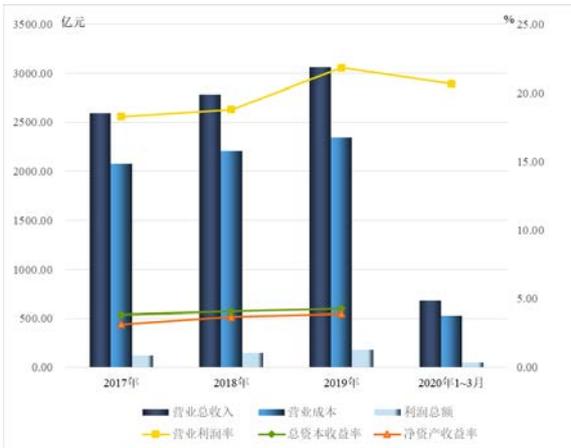
9.89%至3061.91亿元，主要系物资贸易板块收入增长所致；2019年，公司实现利润总额178.47亿元，同比增长24.28%，主要系燃煤采购价格下降所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为402.49亿元，同比增长2.66%。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12.59%、1.25%、0.40%和65.76%。其中，销售费用为50.68亿元，同比增长13.30%；管理费用为85.53亿元，同比增长13.37%；研发费用为1.60亿元，同比增长21.41%；财务费用为264.68亿元，同比下降2.18%。2019年，公司费用收入比为13.60%，同比下降0.99个百分点，费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2019年，公司实现投资收益48.99亿元，同比下降67.94%，主要系2018年处置较大规模的长期股权投资所致，投资收益占营业利润比重为23.95%；其他收益16.85亿元，同比增长10.86%；其他收益占营业利润比重为8.24%，对营业利润影响不大；资产减值损失为92.58亿元，同比变化不大，资产减值损失占营业利润的比例为45.26%，对公司利润形成一定侵蚀，但已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。同期，公司实现营业外收入12.48亿元，同比增长19.08%，营业外收入占利润总额比重为6.99%，对利润影响不大。2019年，公司实现营业外支出38.54亿元，同比增长179.82%，主要系当期上海嘉虞汇黔投资中心（有限合伙）（以下简称“嘉虞汇黔”）预计损失23.89亿元所致。营业外支出占利润总额比重为21.59%。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为21.84%，同比增长3.05个百分点，主要系燃煤采购价格下降所致；总资本收益率和净资产收益率分别为4.29%和3.90%，同比分别增长0.22个百分点和0.22个百分点。

图9 公司盈利指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现营业总收入679.56亿元，较2019年同期下降8.52%；实现利润总额45.34亿元，较2019年同期增长2.67%。

#### 5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营现金流净额保持大规模净流入态势，且净流入规模同比大幅增长，经营获现能力较好；投资活动持续净流出。未来随着在建项目的推进，公司或将存在一定融资压力。

表8 公司现金流量情况（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	3166.77	3185.60	3396.97	917.45
现金收入比	101.45	102.63	102.34	103.29
经营活动现金流量净额	505.12	457.68	745.09	127.59
投资活动现金流量净额	-539.28	-333.72	-952.13	-137.59
筹资活动前现金流量净额	-34.15	123.97	-207.04	-10.00
筹资活动现金流量净额	80.42	-134.75	192.70	90.48

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019年，公司经营规模扩张，收入增长影响，经营活动现金流入量同比增长6.64%；经营活动现金流出量同比下降2.79%，变化不大。2019年，公司经营活动现金净流入745.09亿元，同比增长62.79%，主

要燃煤采购成本下降所致；现金收入比为102.34%，同比下降0.29个百分点，收入实现质量高，经营获现能力较好。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量同比下降11.65%，主要系收回投资收到的现金同比减少所致；投资活动现金流出量同比增长19.29%，主要系公司加大投资力度所致。2019年，公司投资活动现金净流出952.13亿元，同比增长185.31%。

2019年，公司筹资活动前现金流由净流入转为净流出，外部融资需求较大。考虑到公司在建项目的不断推进，未来或将存在一定融资压力。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量同比增长25.22%；筹资活动现金流出量同比增长16.84%。2019年，公司筹资活动现金净流入192.70亿元，由净流出转为净流入。

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，收入实现质量较好；筹资活动前现金流小规模净流出。

#### 6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现一般，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。

从短期偿债能力看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为57.59%和53.12%，均较年初有所增长；截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至62.06%和57.91%。2019年，公司经营现金流流动负债为21.33%。2019年底和2020年3月底，公司现金短期债务比分别为0.40倍和0.44倍。公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力看，2019年，公司EBITDA为885.45亿元，同比增长8.49%。同期，公司EBITDA利息倍数由上年的2.69倍提高至2.85倍，全部债务/EBITDA由上年的7.86倍下降至7.15倍，EBITDA对全部债务覆盖能力一般。

考虑到公司突出的市场地位及规模优势，公司整体偿债能力极强。

截至2019年底，公司对外担保7.07亿元，占公司净资产的0.24%，规模小。公司或有负债风险小。

截至2020年3月底，公司在各银行的授信额度总额为12514.04亿元，已使用授信额度7244.65亿元，尚有5269.39亿元未使用，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”），直接融资渠道畅通。

#### 7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：1101000000694572），截至2020年6月8日，公司无未结清不良信贷信息记录。公司过往债务履约情况良好。

#### 8. 抗风险能力

公司是中国五大电力集团之一，市场份额稳定，企业规模优势显著。综合看，公司整体抗风险能力极强。

#### 9. 母公司报表分析

**母公司主要履行管理职能，债务负担不重，债务结构合理，短期偿债能力指标表现弱。**

截至2019年底，母公司资产总额1984.13亿元，较年初增长13.63%。其中，流动资产占7.89%，非流动资产占92.11%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占5.83%）、其他应收款（占93.62%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占6.53%）、长期应收款（占18.18%）、长期股权投资（占74.24%）构成。截至2019年底，母公司货币资金为9.13亿元。

截至2019年底母公司所有者权益为947.01亿元，较年初增长31.89%，主要系永续债融资大幅增长所致，母公司所有者权益主要由实收

资本（352.38亿元）、其他权益工具（507.27亿元）和资本公积（67.06亿元），权益稳定性高。

截至2019年底，母公司负债总额1037.12亿元，较年初增长0.87%。其中流动负债占27.03%，非流动负债占72.97%。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52.27%，较年初下降6.61个百分点；全部债务资本化比率为49.46%，较年初下降6.64个百分点。

截至2019年底，母公司流动比率和速动比率均为55.85%，均较年初有所下降；现金类资产短期债务比较年初下降0.28倍至0.05倍，母公司短期偿债能力指标表现弱。

2019年，母公司营业总收入为0.71亿元，期间费用方面，财务费用规模大，2019年为38.14亿元。母公司盈利主要来自投资收益，2019年为54.83亿元；营业利润和利润总额分别为5.81亿元和-16.13亿元，受计提嘉虞汇黔预计损失23.89亿元影响，营业外支出大幅增长，营业利润转为亏损；净利润为-16.13亿元。

2019年，母公司经营活动现金流入量和流出量分别为9.25亿元和13.26亿元，经营活动产生的现金流量净额-4.02亿元；投资活动产生的现金流量净额-240.67亿元；筹资活动产生的现金流量净额199.48亿元。

#### 十、存续债券偿还能力分析

**公司现金类资产、经营活动现金流和EBITDA对2021年内待偿还债券的保障程度较高；对由联合资信评定的存续期债券的保障程度较高。**

截至报告出具日，公司存续期内债券共计62只，出于审慎性原则，假设公司已发行的永续债券均在第一个行权日赎回；“17华能集MTN001”“15华能集MTN001”均不赎回，公司存续期内债券测算情况如下：

表9 截至报告出具日，公司待偿债券情况  
(单位：亿元)

预计偿还年份	偿还金额
2020年	130.20
2021年	163.00
2022年	125.00
2023年	93.00
2024年	138.00
2025年	62.80
2026年及以后	279.00
<b>合计</b>	<b>991.00</b>

资料来源：Wind

公司待偿还的债券合计991亿元。近年内，公司最大还款额集中于2021年，合计金额163.00亿元。2019年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为754.85亿元、3396.97亿元、745.09亿元和885.45亿元，分别为为2021年内待偿还债券本金合计额的4.63倍、20.84倍、4.57倍和5.43倍

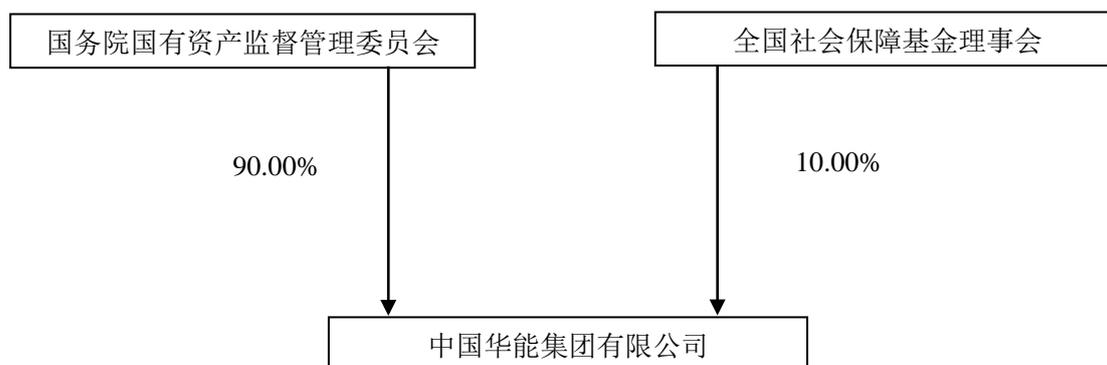
截至本报告出具日，公司存续期内由联合资信评定的债券余额合计为575.80亿元。2019年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为754.85亿元、3396.97亿元、745.09亿元和885.45亿元，对由联合资信所评债券合计额（575.80亿元）的保障倍数分别为1.31倍、5.90倍、1.29倍和1.24倍，对2021年到期债券合计额（163.00亿元）的保障倍数分别为4.63倍、20.84倍、4.57倍和5.43倍。

## 十一、 结论

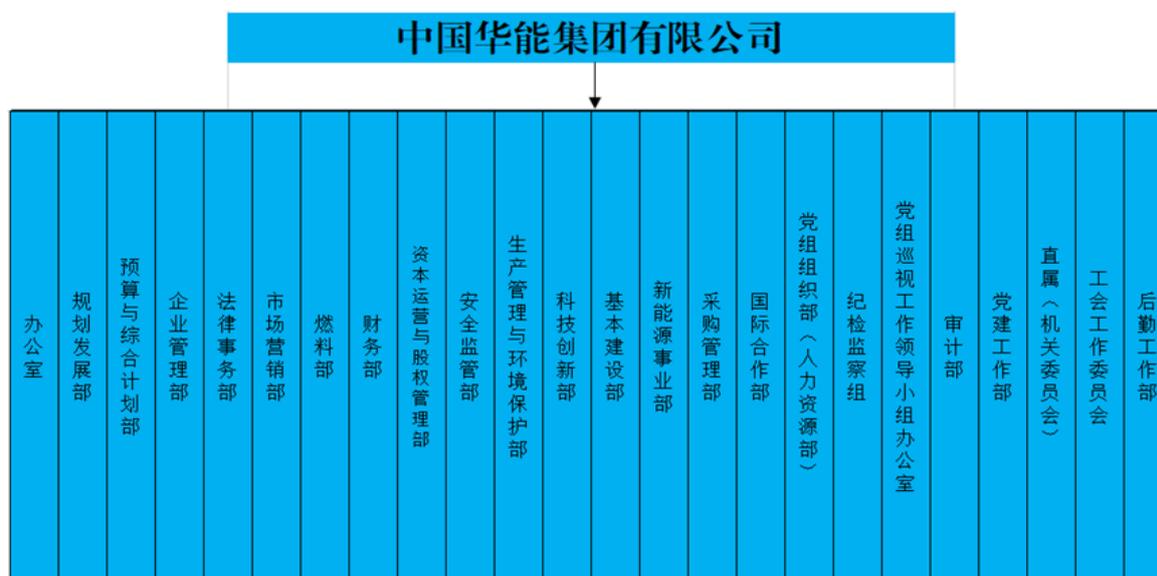
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“12 华能集 MTN1”“12 华能集 MTN2”“14 华能集 MTN001”“14 华能集 MTN003”“14 华能集 MTN004”“15 华能集 MTN001”“15 华能集 MTN002”“15 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN001B”“16 华能集 MTN002”“16 华能集 MTN003”“16 华能集 MTN004”“16 华能集

MTN005”“16 华能集 MTN006”“17 华能集 MTN001”“17 华能集 MTN002”“18 华能集 MTN001”“18 华能集 MTN002”“18 华能集 MTN003”“19 华能集 MTN001A”“19 华能集 MTN001B”“19 华能集 MTN002A”“19 华能集 MTN002B”“19 华能集 MTN003A”“19 华能集 MTN003B”“19 华能集 MTN004A”“19 华能集 MTN004B”“19 华能集 MTN005A”“19 华能集 MTN005B”和“20 华能集 MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件1-1 截至2019年底公司股权结构图



附件1-2 截至2019年底公司组织结构图



## 附件 1-3 截至 2019 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	49.77
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	90.00
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	52.00
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	华能海南实业有限公司	海南省	旅游饭店	100.00
19	北京市昌平华能培训中心	北京市	其他未列明教育	80.00
20	华能曹妃甸港口有限公司	河北省	装卸搬运	51.00
21	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
22	华能松原热电有限公司	吉林省	热电联产	100.00
23	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
24	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
25	北方联合电力有限责任公司	内蒙古自治区	火力发电	70.00
26	华能澜沧江水电股份有限公司	云南省	水力发电	50.40
27	华能呼伦贝尔能源开发有限公司	内蒙古自治区	火力发电	100.00
28	华能四川水电有限公司	四川省	水力发电	51.00
29	华能陕西发电有限公司	陕西省	火力发电	100.00
30	华能宁夏能源有限公司	宁夏回族自治区	火力发电	100.00
31	华能甘肃能源开发有限公司	甘肃省	火力发电	100.00
32	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
33	河北邯峰发电有限责任公司	河北省	火力发电	--
34	海宁光能电力投资合伙企业	北京市	投资与资产管理	20.00

资料来源：公司财务报告

## 附件 2 公司主要财务指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	610.13	731.90	754.85	854.26
资产总额(亿元)	10396.07	10653.45	11260.97	11496.02
所有者权益合计(亿元)	2195.92	2383.64	2962.15	2942.19
短期债务(亿元)	2189.63	2018.73	1897.43	1932.29
长期债务(亿元)	4040.99	4399.43	4434.33	4578.15
全部债务(亿元)	6230.62	6418.16	6331.76	6510.43
营业总收入(亿元)	2595.29	2786.27	3061.91	679.56
利润总额(亿元)	118.53	143.61	178.47	45.34
EBITDA(亿元)	769.26	816.15	885.45	--
经营性净现金流(亿元)	505.12	457.68	745.09	127.59
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	5.71	5.05	4.94	--
存货周转次数(次)	13.20	13.42	14.22	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.26	0.28	--
现金收入比(%)	101.45	102.63	102.34	103.29
营业利润率(%)	18.28	18.79	21.84	20.66
总资本收益率(%)	3.82	4.06	4.29	--
净资产收益率(%)	3.14	3.68	3.90	--
长期债务资本化比率(%)	64.79	64.86	59.95	60.88
全部债务资本化比率(%)	73.94	72.92	68.13	68.87
资产负债率(%)	78.88	77.63	73.70	74.41
流动比率(%)	43.19	52.61	57.59	62.06
速动比率(%)	39.14	47.76	53.12	57.91
经营现金流动负债比(%)	13.06	12.79	21.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.74	2.69	2.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.10	7.86	7.15	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；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 年度财务报表中已追溯调整后期初数据；4.公司合并口径吸收存款及同业存放、拆入资金、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债及衍生金融负债计入短期债务；租赁负债计入长期债务

### 附件3 公司主要财务指标（本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	23.66	54.34	9.13	51.75
资产总额（亿元）	1599.59	1746.17	1984.13	2222.21
所有者权益（亿元）	621.80	718.02	947.01	982.38
短期债务（亿元）	180.30	163.78	191.66	219.78
长期债务（亿元）	618.32	753.70	735.17	774.01
全部债务（亿元）	798.62	917.48	926.83	993.80
营业总收入（亿元）	0.38	0.33	0.71	0.19
利润总额（亿元）	17.43	2.78	-16.13	-8.08
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-5.12	-11.60	-4.02	-24.71
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	2.39	2.20	65.50	0.00
营业利润率（%）	47.07	65.67	-62.11	-39.54
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.80	0.39	-1.70	--
长期债务资本化比率（%）	49.86	51.21	43.70	44.07
全部债务资本化比率（%）	56.22	56.10	49.46	50.29
资产负债率（%）	61.13	58.88	52.27	55.79
流动比率（%）	36.14	66.35	55.85	96.37
速动比率（%）	36.14	66.35	55.85	96.37
经营现金流动负债比（%）	-1.44	-4.26	-1.43	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注1.2020年一季度财务数据未经审计；2.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；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年度财务报表中已追溯调整后期初数据；4.“\*”表述该数据分母为0

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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