信用等级公告

联合[2015] 1960 号

联合资信评估有限公司通过对中国华能集团公司及其拟发行的2015 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国华能集团公司

主体长期信用等级为

AAA

中国华能集团公司

2015 年度第三期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年九月八日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

中国华能集团公司
2015 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：
主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：15 亿元
本期中期票据期限：15 年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：补充公司营运资金，偿还银行借款
评级时间：2015 年 9 月 8 日

财务数据

项　　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额（亿元）	7950.24	8552.19	9281.58	9806.72
所有者权益（亿元）	1310.37	1495.57	1634.27	1724.80
长期债务（亿元）	3779.79	3686.68	3958.60	4080.55
全部债务（亿元）	5871.42	6022.92	6470.38	6257.35
营业总收入（亿元）	2797.78	2931.63	2920.62	1288.97
利润总额（亿元）	139.52	236.19	268.02	169.64
EBITDA（亿元）	723.80	824.25	898.23	--
经营性净现金流（亿元）	381.71	799.68	813.53	397.41
营业利润率（%）	17.65	21.60	22.77	25.77
净资产收益率（%）	6.71	10.74	10.50	--
资产负债率（%）	83.52	82.51	82.39	82.41
全部债务资本化比率（%）	81.75	80.11	79.84	78.39
流动比率（%）	37.68	35.05	38.36	45.16
全部债务/EBITDA（倍）	8.11	7.31	7.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.17	2.61	2.68	--
EBITDA/本期中期票据额度（倍）	48.25	54.95	59.88	--

注：1. 2015 年上半年财务数据未经审计；
2. 部分其他流动负债计入短期债务，部分长期应付款计入长期债务。

分析师

程 晨　李 嘉
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国华能集团公司（以下简称“华能集团”或“公司”）的评级，反映了公司作为全国装机容量最大、年发电量最多的电力集团，具备领先的行业地位、高效的经营管理模式、突出的规模经济效应、先进的环保节能理念等多方面的综合优势。同时联合资信也注意到，环保成本不断增加以及债务负担重等因素给公司带来一定的不利影响。

未来，随着在建项目的陆续投产，公司装机容量将继续提高，电源结构有望改善；同时，公司在煤炭和港路等产业不断延伸，公司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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动获现能力很强，融资渠道畅通。公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用水平以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司为中国电力行业龙头企业，在主要区域电网中市场占有率高，且发电资产多位于经济发达地区和资源密集地区，区位优势明显。
2. 公司发电资产的平均规模、技术水平、服役年限、单位能耗及环保指标等，均处于国内同行业领先地位。
3. 随着电煤价格下行，近年公司利润规模快速扩张，盈利能力显著提升。
4. 公司 EBITDA 和经营活动净现金流对本期

中期票据保障程度高。

关注

1．公司债务水平高，债务负担重。

2．公司对外融资需求较强，随着在建工程进度的推进，未来公司融资需求持续增加。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司与中国华能集团公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与中国华能集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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。

三、本信用评级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，未因中国华能集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国华能集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国华能集团公司 2015 年度第三期中期票据信用等级自本期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该票据的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

中国华能集团公司（以下简称“华能集团”或“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，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。截至 2015 年 6 月底，公司注册资本 200 亿元。

公司经营范围：实业投资经营及管理；电源的开发、投资、建设、经营和管理；组织电力（热力）的生产、销售；信息、交通运输、新能源、环保相关产业及产品的开发、投资、建设、生产和销售。

目前公司下设办公厅、规划发展部、财务部、运营协调部等 16 个职能部门。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 9281.58 亿元，所有者权益合计为 1634.27 亿元（其中少数股东权益 1152.72 亿元）；2014 年，公司实现营业总收入 2920.62 亿元，利润总额 268.02 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额为 9806.72 亿元，所有者权益合计为 1724.80 亿元（其中少数股东权益 1190.44 亿元）；2015 年 1～6 月，公司实现营业总收入 1288.97 亿元，利润总额 169.64 亿元。

公司住所：北京市西城区复兴门内甲 6 号；法定代表人：曹培玺。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2015 年注册中期票据额度 30 亿元，计划于本期发行 2015 年第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 15 亿元，期限 15 年。本期中期票据募集资金将用于补充公司营运资金，偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本

级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

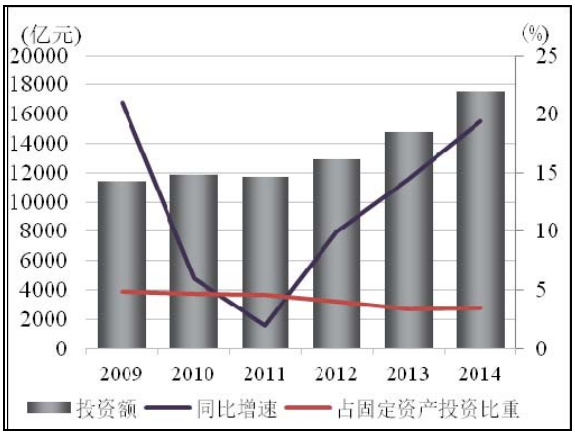
四、行业分析

公司是以电力投资为核心的多元投资公司，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发展和投资收益。

1. 发电行业运行概况

2009～2014 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比呈下降态势。2013 年，全国固定资产投资（不含农户）为 436528 亿元，增速延续回落态势，名义增长 19.6%（扣除价格因素实际增长 19.2%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资 14823 亿元，同比增长 14.5%，增速增加 4.1 个百分点；在固定资产总投资额中占比为 3.40%，同比有所下降。2014 年，全国固定资产投资（不含农户）502005 亿元，同比名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资 17583 亿元，同比增长 19.4%，增速增加 4.9 个百分点；在固定资产总投资额中占比为 3.49%，同比变化不大。

图 1　近年电力、热力生产和供应业投资情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

行业运行

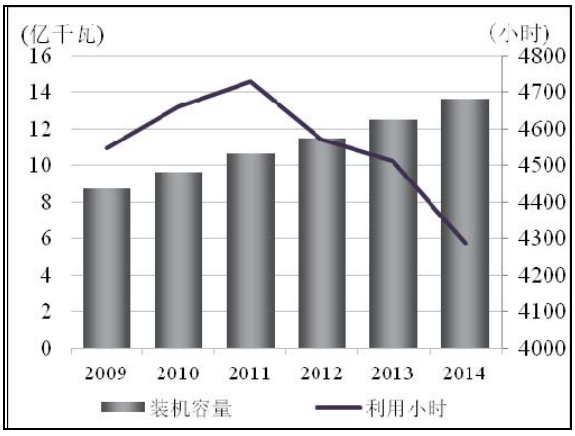
2014 年，全国主要电力企业合计完成投资 7764 亿元，同比增长 0.5%。其中，电源投资 3646 亿元，同比下降 5.8%；2014 年，全年基建新增发电装机容量 10350 万千瓦，同比增加 128 万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量 5702 万千瓦。

截至 2014 年底，全国全口径发电装机容量为 13.6 亿千瓦，同比增长 8.7%，其中非化

石能源发电装机容量 4.5 亿千瓦，占总装机容量比重为 33.3%。2014 年，全国全口径发电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，其中非化石能源发电量 1.42 万亿千瓦时，同比增长 19.6%；非化石能源发电量占总发电量比重自新中国成立以来首次超过 25%，达到 25.6%、同比提高 3.4 个百分点。全国发电设备利用小时 4286 小时（以 6000 千瓦及以上电厂口径，下同），为 1978 年以来的年度最低水平，同比降低 235 小时。

火电方面，2014 年，全国火电投资完成 952 亿元，同比下降 6.3%；全年基建新增火电装机容量 4729 万千瓦，同比增加 554 万千瓦，其中新增煤电 3555 万千瓦；气电 886 万千瓦。截至 2014 年底，全国全口径火电装机容量 9.2 亿千瓦，同比增长 5.9%，其中煤电 8.3 亿千瓦，同比增长 5.0%；气电 5567 万千瓦，同比增长 29.2%。2014 年，全国全口径火电发电量 4.17 万亿千瓦时、同比下降 0.7%，受电力消费需求放缓、非化石能源发电量高速增长等因素影响，火电发电市场萎缩，火电发电量自 1974 年以来首次出现负增长。总体上，主要受宏观经济运行水平以及行业政策导向的影响，火电投资增速放缓，结构有所改善，发电量同比减少，利用水平创新低。

图 2　近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：中电联电力工业统计快报及电力工业现状与展望

水电方面，2014 年，水电投资完成 960 亿元，同比下降 21.5%。基建新增水电装机容量 2185 万千瓦，同比减少 911 万千瓦，其中云南和四川合计新增 1684 万千瓦，占全国水电新增装机容量的 77.1%。截至 2014 年底，全国全口径水电装机容量 3.0 亿千瓦（其中抽水蓄能 2183 万千瓦），同比增长 7.9%。2014 年，全国水电设备利用小时 3653 小时，为 1996 年以来的年度次高值（最高值为 2005 年的 3664 小时），同比提高 293 小时。2014 年，主要受水电生产地区汛期来水情况较好而 2013 年汛期来水偏枯导致基数低影响，全国水电发电量 1.07 万亿千瓦时，首次超过 1 万亿千瓦时、同比增长 19.7%。总体上，随着水利资源的不断开发，水电投资规模有所缩减，水电开发地域集中，2014 年水电利用水平受来水量的影响处于良好水平。

2014 年，主要受风电上网电价政策调整预期影响，风电投资完成 993 亿元，首次超过水电、火电、核电投资，成为电源建设中完成投资最多的一类，同比大幅增长 52.8%。基建新增并网风电装机容量 2072 万千瓦，年度新增规模首次超过 2000 万千瓦，同比增加 585 万千瓦。截至 2014 年底，全国并网风电装机容量 9581 万千瓦，同比增长 25.6%，增速保持较快水平。2014 年，全国并网风电发电量 1563 亿千瓦时，同比增长 12.2%；2014 年全国风况同比有所劣化，来风少、风速低，风电设备利用小时 1905 小时，同比降低 120 小时。同时，往年弃风较多的地区在 2014 年弃风率有所下降。总体上，主要受政策预期影响，风电投资快速增长，新增并网保持较快水平，受风况条件影响 2014 年利用小时有所下降，但处于正常水平，弃风现象有所改善。

太阳能发电方面，截至 2014 年底，全国并网太阳能发电装机容量 2652 万千瓦（绝大部分为光伏发电），同比增长 67.0%，其中甘肃、青海和新疆分别达到 517、411 和 376 万千瓦，内蒙古和江苏超过 200 万千瓦，宁夏和河北超过 100 万千瓦。2014 年，全国并网太阳能发电量 231 亿千瓦时、同比增长 170.8%。

总体上，2014 年太阳能发电并网装机容量以及发电量规模大幅扩张。

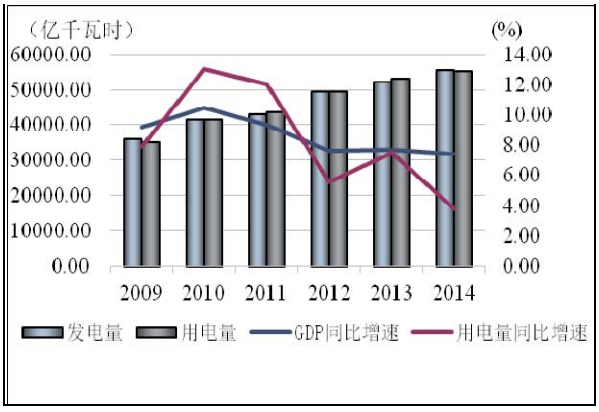
核电方面，2014 年，核电投资完成 569 亿元，同比下降 13.8%；全年新增核电机组 5 台、547 万千瓦，是投产核电机组最多的一年，分别是 3 月投产的广东阳江核电站 1 号机组、5 月投产的福建宁德核电站一期 2 号机组和辽宁红沿河核电站一期 2 号机组、11 月投产的福建福清核电站 1 号机组和 12 月投产的浙江秦山核电站一期扩建工程 1 号机组。截至 2014 年底，全国核电装机容量 1988 万千瓦，同比增长 36.1%，核电在建规模 2590 万千瓦。2014 年，全国核电发电量 1262 亿千瓦时，同比增长 13.2%，核电设备利用小时 7489 小时、同比降低 385 小时。总体上，核电投资有所放缓，随着项目建设完毕核电装机规模快速扩张，利用小时有所下降。

总体看，2014年以来电力工业持续健康发展，装机总量及发电量进一步增长，能源结构进一步优化，调整成果逐步显现。

电力供需

2014 年，受气温及经济稳中趋缓等因素影响，全国电力供需形势总体宽松，运行安全稳定。

图3　国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2014 年，全国全社会用电量 5.52 万亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速同比回落 3.8 个百分点，为 1998 年（2.8%）以来的年度最低水平。从结构看，第一产业用电量 994 亿千瓦时，占全社会用电量比重为 1.80%；第二产业用电量 4.07 万亿千瓦时，占比为 73.60%；第三产业用电量 6660 亿千瓦时，占比为 12.06%；城乡居民生活用电量 6928 亿千瓦时，占比为 12.54%。第三产业用电量比重同比提高 0.30 个百分点，第一产业、第二产业和城乡居民生活用电量比重同比分别降低 0.07 个百分点、0.04 个百分点和 0.19 个百分点。

总体看，2014 年以来全国电力供需环境宽松，用电需求增速放缓，第三产业用电量增速明显领先于其他产业。

行业竞争

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002 年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

表1 五大发电集团部分经营指标对比（单位：亿千瓦，%，亿千瓦时）

指标	华能集团	国电集团	大唐集团	华电集团	中电投集团
可控装机容量	1.43	1.23	1.15	1.13	0.90
装机占全国份额	11.39	9.84	9.22	9.06	7.22
发电量	6493	5333	4940	4728	3678
发电量占全国份额	12.38	10.17	9.84	8.16	7.01

资料来源：公司提供，Wind 资讯，联合资信整理

注：以上数据截至 2013 年底

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位，其凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

2. 行业关注

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。2014年煤价与2013年同趋变化，呈前三季度下降、第四季度回升的态势，截至12月24日环渤海动力煤价格指数5500K价格报收525元/吨，较年初平均下降80元/吨。进入2015年以来，煤炭市场低迷，价格弱势运行，截至2015年3月18日，环渤海动力煤平均价格为482元/吨。总体上，煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2014年以来，随着煤炭市场化进程继续深入，大型煤企与电力集团的中长协合同逐步实现了季度与月度定价相结合的模式，市场现货交易价格参照环渤海动力煤价格指数作为结算价格。总体上，近年来随着煤价高位回落，使得火电企业成本压力减轻，盈利水平明显回升。

2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，于2013年9月25日起执行，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省(区、市)天然气发电上网电价。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导2014年9月1日开始施行。2015年4月国家发改委发布《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格[2015]748号），根据国务院批准，根据电力体制改革的相关精神和煤电价格联动机制有关规定，决定下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格。文件主要内容为全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱（含税）。下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱销、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱。以上电价调整自2015年4月20日起执行。上述措施的推行将导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

自煤电联动机制建立后，相关细则陆续出台，联动机制的推行力度以及其对火电企业的影响尚待观察；近年来环保问题日渐突出，火电行业或将受到一定影响。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、

竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是国务院国有资产监督管理委员会100%持股直接管理的大型国有企业。截至2015年6月底，公司注册资本200亿元。

2. 企业规模与竞争力

公司是中国五大电力集团中装机容量最大的企业，市场份额稳定，企业规模优势显著。截至2014年底，公司在中国三十个省、市、自治区与境外拥有全资及控股装机容量15179万千瓦，同比增长5.70%。公司清洁能源装机比例不断提高，大容量、高效率、低排放机组继续增加，煤电产业链进一步加强。2014年公司完成发电量6461亿千瓦时。

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，经营效益良好。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，公司所属发电企业长期和当地电网公司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将进一步提高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。

同时，根据公司一体化战略，公司大力拓展煤炭业务，以保障公司的长期发展。随着公司陇东、蒙西、蒙东、山西、陕西和新疆六大煤炭基地建设全面展开，公司煤炭产能持续增长。截至2014年底，公司煤炭生产能力达到8660万吨/年。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员9人，均具有大学及以上学历。公司总经理、党组副书记曹培玺先生，硕士研究生学历，研究员级高级工程师，曾任青岛电厂副总工程师、副厂长、厂长；山东电力局局长助理；山东电力公司（局）副总经理（副局长）；山东电力集团公司董事长、总经理；中国华电集团公司副总经理、总经理。公司党组书记、副总经理黄永达先生，研究生学历，高级会计师，曾任电力工业部经济调节与国有资产监督司副司长、综合司副司长，国家电力公司财务与资产经营部副主任，国家经济贸易委员会电力司副司长，华能国际电力开发公司副总经理，华能国际电力股份有限公司总经理。

截至2014年底，公司员工总人数144930万人。从学历结构上来看，硕士及以上占比3.3%，大学本科占比28%，本科以下占比68.7%；从年龄构成来看，35岁以下占比36.4%，35至50岁的占比52.7%，50岁以上占比10.9%。

总体看，公司高级管理人员具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，公司员工年龄结构合理，综合素质较高。

4. 外部环境

行业垄断优势

电力企业拥有自然垄断的属性，在其经营区域内一般具有排他性。公司在电力经营方面的垄断性及在行业内的领先地位，使得公司能够在国内电力需求保持长期快速增长的前提下，保持长期稳定发展。

区位优势

发电企业的盈利水平与当地经济的发达程度密切相关，经济发达的地区用电需求量大，电价也相对较高。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，如辽宁、河北、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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是全民所有制企业，国务院国资委代表国家行使出资人权利，对公司进行监督和考核。

公司实行总经理负责制，总经理为公司法定代表人，负责公司的全面工作。公司设副总经理若干名，总会计师 1 名。副总经理和总会计师对总经理负责。公司通过总经理办公会议研究公司的发展战略、发展规划、投融资计划、资本运营等重大决策，总经理、副总经理和总会计师对职权范围内的重大问题承担相应责任。

公司总经理、党组书记由中央管理，其行政职务经中央审批后由国务院任免。公司副总经理、总会计师、党组成员、纪检组组长由国务院国资委党委管理，其行政职务由国务院国资委任免。公司重大事项由党组决策，经营管理事项由总经理办公会研究决定，各项经营管理工作由公司各部门和各产业公司组织实施。

公司根据《国有企业监事会暂行条例》相关规定，接受国务院派出的国有企业监事会的监督。

2. 管理水平

公司不断完善制度建设，制定了安全生产、基本建设、人力资源、财务管理、投资管理、监察审计、党风廉政建设等一系列规章制度，逐步形成了靠制度管人、按程序办事的工作机制。公司下属子公司华能国际电力股份有限公司为首批通过《萨班斯法案》的在美国上市的中国公司，管理及内控水平较高。

公司不断完善经营管理体系，健全了以经营目标为核心的三项责任制考核体系；建立了以财务预算为核心的综合计划管理体系；建立了以收支两条线为主要内容的资金集中管理体系，提高了公司的战略控制力和经营控制力，保持了公司的快速健康发展。

公司注重内部控制制度的建设，实行内部审计制度。由内部审计机构对公司及下属分公司、子公司和控股公司进行审计监督；公司还通过纪律检查委员会和监察部加强内部监督。

公司设立了管理委员会，为公司科学决策和民主决策的议事机构，在公司党组统一领导和管理下开展工作。公司设立了专家委员会，为公司重大决策的咨询机构。公司还设立了规划及建设项目投资、安全生产、财务预算管理、电力工程建设招投标等若干专业委员会，指导公司相关工作的开展。

公司注重人力资源建设，不断优化人才结构，培养选拔高级管理人才、专业人才及技能人才。公司依托“一校二院三站”的人才培养模式，通过党校培训、岗位培训、专业培训、外送培训等方式，多层次促进员工发展。

3. 对下属分公司及控股公司的管理

公司建立了“集团公司—产业公司—生产企业”的三级组织管理体系。公司本部是战略规划中心、投融资决策中心和人力资源开发中心；产业公司是经营管理中心和利润中心；生产企业是安全生产中心和成本中心。

公司下属各产业公司均按照有关法律法规，建立了符合现代企业制度要求的公司治理结构，以股东会、董事会、监事会和执行机构组成的法人治理结构进行管理。公司通过各产业公司完善的法人治理结构，依法行使资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。按照国家有关规定，公司审批和监督子公司的重点投资项目，审核全资子公司的财务预、决算，审批子公司对外的重大投资、举债、抵押和担

保。

总体看，作为国资委直接管理的中央企业，公司管理制度健全，实施有效，综合管理水平较高。

七、生产经营

1. 经营概况

公司主要以电力业务为主，近三年电力业务占营业收入的比重在 75%以上。2012～2014 年，随着电力需求的增长，公司收入呈波动增长态势，年均增幅 2.17%，2014 年公司实现业务收入 2920.62 亿元。2015 年 1～6 月，公司实现业务收入 1288.97 亿元，占 2014 年全年水平的 44.13%。

毛利率方面，2012～2014 年，主要受益于电煤价格的不断下行，公司电力板块毛利率上升显著，2014 年为 27.71%，但受限于其他业务毛利率快速下降，公司整体毛利率小幅下降至 22.59%。2015 年 1～6 月，电煤价格持续下行，公司电力板块毛利率大幅增至 34.05%，受益于金融板块毛利率快速上升，其他业务毛利率大幅上升至 23.44%，带动公司整体毛利率为 29.41%，较 2014 年全年水平增加 6.82 个百分点。

表2　2012~2015年6月公司板块收入及毛利率情况

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1～6 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入(亿元)	占比（%）	毛利率（%）
电力业务	2229.67	82.49	18.84	2382.76	81.28	24.74	2244.29	76.85	27.71	935.79	72.60	34.05
其他业务	473.15	17.51	12.69	548.84	18.72	16.03	676.33	23.15	5.62	353.18	27.40	23.44
合计	**2702.82**	**100.00**	**17.76**	**2931.60**	**100.00**	**23.11**	**2920.62**	**100.00**	**22.59**	**1288.97**	**100.00**	**29.41**

注：由于统计口径的变化，公司合计板块收入较营业总收入略有差异；

资料来源：公司提供，电力业务包括发电业务和热力业务；其他业务包括：能源贸易业务、煤炭业务、交通业务和其余业务。

（1）发电业务

截至 2014 年底，公司在中国三十个省、市、自治区与境外拥有全资及控股装机容量 15179 万千瓦，同比增长 5.70%，在五大发电集团中继续保持领先；其中低碳清洁能源装机达到 4101 万千瓦，占总装机比重同比提高 2.60 个百分点。2014 年公司新核准、开工和投产项目中，低碳清洁能源分别占 54%、79%和 74%。2014 年，公司快速推动上大压小工作；截至 2014 年底，公司 30 万千瓦及以上机组已有 90%达到优秀节约环保型企业标准，石洞口二厂 4 号、东方 1 号等 6 台机组荣获电力行业中央企业火电最佳机组。石洞口一厂、杨柳青电厂分别完成上海和天津碳排放配额首笔交易。公司荣获第四届节能中国十大贡献单位、国资委第三任节能减排优秀企业称号。截至 2014 年底，公司火电装机容量达到 11867 万千瓦。

水电方面，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。随着功果桥、别迭里、湘祁、苏子河、横丹、党河上游三级水电站等建成投产，截至 2014 年底，公司水电板块总装机容量达到 2045 万千瓦。

截至 2014 年末，公司风电总装机容量达 1151 万千瓦，主要业务分布在内蒙古、辽宁、山东等风能资源大省，公司稳步推进风电建设，阜新等效益型风电基地、达茂巴音等百万千瓦级风电基地建设有序进行。太阳能板块建设方面，2013 年公司格尔木光伏电站稳定运行，华能彰武一期风光互补型的太阳能光伏发电站项目稳健推进，华能格尔木 65 兆瓦光伏项目动工，公司太阳能业务有序开展。2014 年，公司进一步支持光伏等可再生能源，在西部、北部光照资源丰富地区重点开发集中式光伏电站。

此外，公司下属华能石岛湾核电厂高温气冷堆核电站示范工程已开工建设，主要采用第四代核能技术，具有完全自主知识产权，是中国在核电领域的重大自主创新工程，目前该工程建设全面推进。

公司发电业务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。2014 年，公司累计完成发电量 6461 亿千瓦时，同比小幅下降 0.49%；2014 年公司平均利用小时数为 4453 小时。2015 年 1～6 月，公司发电量为 3064 亿千瓦时，同比下降 6.30%；占 2014 年全年发电量的 47.42%。总体看，随着宏观经济发展减缓，公司发电量有所下滑。

表3　公司近年来装机容量和发电量增长情况

年度	装机容量（万千瓦）	同比增长（%）	发电量（亿千瓦时）	同比增长（%）
2012	13508	7.74	6087	0.68
2013	14224	6.08	6493	6.67
2014年	15179	5.70	6461	-0.49
2015年1-6月	15417	6.13	3064	-6.30

资料来源：公司提供

上网电价方面，2014 年，公司综合上网电价为 350.61 元/KKWH（不含税），同比下降 1.4%；其中公司火电上网电价为 362.37 元/KKWH（不含税）；2015 年 1～6 月，公司综合上网电价为 406.72 元/KKWH（不含税），其中公司火电上网电价为 416.86 元/KKWH（不含税）。2013 年以来，国家连续下调燃煤机组上网电价；未来该政策对公司的影响或将逐步显现。

电煤采购方面，公司积极做好煤炭订货工作，处理好与矿方、代理商的关系，做好各方面的沟通协调工作，保证电煤有效供应；同时，扩大采购渠道，适时采购国外煤炭，有效弥补电煤需求，降低标煤单价。此外，公司积极整合系统煤炭、港口、运力资源，加强规模化、集约化管理，做好调运和协调工作，不断增强煤炭供应保障能力。

安全生产方面，公司深入开展安全性评价和隐患排查治理，组织反违章百日整治、施工安全事故专项预防整治等活动，安全管理工作向纵深推进；加大外包工程安全监管力度，强化设备综合治理，狠抓检修质量和技术监督管理，公司等效可用系数和非计划停运系数在五大发电集团中处于领先水平，铜川、邯峰、井冈山、小湾等 41 家电厂实现了全年无非停；加强应急管理体系建设，应急保障能力进一步提高，海门、小湾、铜川等电厂圆满完成大运会、世园会保电任务，威海、海口、太平驿等电厂有效应对自然灾害，扎煤公司灵东矿成功举办煤矿火灾应急演练；强化煤矿安全管理，加强煤矿安全文化建设，推进煤矿证照手续齐全、制度建设完善、六大系统建设“三个专项行动”，开展安全监督检查和专项整治，煤矿生产技术和现场管理水平不断提高。

（2）其他业务

煤炭行业

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，保障集团公司长期稳定发展。2014 年底，公司煤炭产能有所增加，达 8660 万吨/年，同比增长 2.3%。2014 年，公司完成煤炭产量 7418 万吨，同比增长 3.66%。随着公司陇东和蒙西等六大煤炭基地建设全面展开，呼伦贝尔公司通大五牧场煤矿正式投产，灵露煤矿（年产能 600 万吨）于 2013 年底完工，铧尖煤矿（年产能 300 万吨）进入工程竣工结算阶段，公司煤炭产能进一步增加。同时，安全生产工作总体平稳，其中灵东、陈家沟等 12 个矿井被评为国家级安全质量标准化矿井，马蹄沟、灵泉等煤矿连续安全生产超过 2000 天。煤炭市场方面，公司不断加强煤炭市场研判，主动调整采购策略，燃料保供控价能力进一步提高。签订有价有调整机制的中长期煤炭购销合同，稳定了陆运煤炭价格，开创了电煤市场化改革后煤电双方合作新模式。

金融产业

公司金融产业立足于服务主业，面向市场，

加强对控股金融企业、参股股权和金融资产的管理，在控制风险的前提下，经济效益不断提高。公司积极推进金融平台建设，实施长城证券增资扩股，构建金融控股管理模式，为公司的发展提供服务支撑和业绩支持。

华能资本服务有限公司作为华能集团金融资产控股管理和服务平台，直接或间接控股及管理财务公司、长城证券有限责任公司、永诚财产保险股份有限公司、长城基金管理有限公司、景顺长城基金管理有限公司，参股商业银行、证券公司等，已初步形成金融控股模式，在金融业务独立管理方面走在国内其他实业集团前列。

交通产业

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，目前由铁道部、北方电力、内蒙古国资委、中铁六局呼建公司、中铁十三局电务公司五家股东共同经营，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。

华能集团积极参与了天津港、京唐港的合作开发，华能集团子公司华能能源交通产业控股有限公司与天津港股份有限公司煤码头分公司、中国中煤能源股份有限公司共同出资设立津港中煤华能煤码头有限公司，华能能源交通产业控股有限公司投资 2.76 亿元，占注册资本的 24.5%。

公司港口码头项目开发稳步推进。太仓港、海门港投入试运营，曹妃甸煤码头建设顺利推进，青岛董家口码头二期获得核准。

2. 经营效率

2012～2014年，公司应收款规模的增长速度高于营业总收入，销售债权周转次数不断下降，2014年为7.70次。同期内，受存货增长较快影响，公司存货周转效率逐年下降，但仍保持在较高水平，2014年为13.34次。受固定资产和在建工程规模大及行业本身资本密集型特点影响，公司总资产周转次数保持在较低水平，2014年为0.33次。

总体看，公司经营效率适中，符合电力企业经营特点。

3. 在建项目

公司主要在建项目（总投资100亿元以上）如下表所示：

表4　截至2014年底公司主要在建项目情况

(单位:亿元)

工程名称	预算数	2014 年底已投资	2015 年拟投资	2016 年拟投资
黄登电站工程	237.88	95.97	20	20
苗尾水电站工程	177.94	73.17	20	22
核桃峪煤矿	120.42	31.71	6.45	6.56
大华桥电站工程	107.85	26.33	8	8
合计	**644.09**	**227.18**	**54.45**	**56.56**

资料来源：公司提供

黄登电站工程：黄登电站工程位于云南省兰坪县境内，采用堤坝式开发，是云南澜沧江上游古水至苗尾河段水电梯级开发方案的第 5 级水电站，以发电为主；上游与托巴水电站，下游与大华桥水电站相衔接。拦河大坝为混凝土重力坝，最大坝高 203m。电站装机容量 1900MW，保证出力 507.95MW，年发电量 86.29 亿千瓦时。工程总投资 237.88 亿元，预计 2016 年第一台机组投产发电。截至 2014 年底，完成工程进度 40.35%。

苗尾水电站位于云南省大理州云龙县旧州镇境内的澜沧江河段上，是澜沧江上游河段一库七级开发方案中的最下游一级电站，上接大华桥水电站，下邻澜沧江中下游河段最上游一级电站——功果桥水电站。苗尾水电站开发任

务以发电为主，电站建成后可改善下游灌溉用水条件，促进地方社会、经济与环境协调发展。电站装机容量 1300MW（4×325MW），工程动态总投资 177.94 亿元。截至 2014 年底，完成工程进度 41.12%。

核桃峪煤矿位于甘肃省庆阳市宁正矿区，建设规模 1200 万吨/年，并配套建设相同规模的选煤厂及铁路专用线。核桃峪煤矿是甘肃省有史以来煤矿单井生产能力最大的矿井。工程动态总投资 120.42 亿元。截止 2014 年底累计完成投资 31.71 亿元。

大华桥水电站位于云南省怒江州兰坪县兔峨乡境内澜沧江上游河段上，是澜沧江干流水电基地上游河段规划的八座梯级电站中的第六级。工程为堤坝式开发，以发电为主。上游是黄登水电站，下游与苗尾水电站衔接.本工程为大(2)型二等工程，以发电为主开发。坝址控制流域面积 9.26×104 平方公里，多年平均流量 925 立方米/秒。调节库容 0.41 亿立方米，具有周调节性能。总装机容量 920MW(230MW×4)，年发电量 40.7 亿 kW.h。工程动态总投资 107.85 亿元。截止 2014 年底累计完成投资 26.33 亿元。

总体看，公司在建项目以大型水电项目为主，未来电源结构有望进一步优化；公司未来资本支出较大，融资需求将持续增加。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2012～2014年财务数据经大信会计师事务有限公司审计，均出具了无保留意见的审计报告。公司2015年上半年财务报表未经审计。以下财务分析以2012～2014年数据为主。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 9281.58 亿元，所有者权益合计为 1634.27 亿元（其中少数股东权益 1152.72 亿元）；2014 年，公司实现营业总收入 2920.62 亿元，利润总额 268.02 亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为9806.72亿元，所有者权益合计为1724.80亿元（其中少数股东权益1190.44亿元）；2015年1～6月，公司实现营业总收入1288.97亿元，利润总额169.64亿元。

2. 资产质量

2012～2014 年，公司资产总额复合增长 8.05%。截至 2014 年底，公司资产总额为 9281.58 亿元，较上年底增长 8.53%，主要是固定资产增长所致。公司资产构成以非流动资产为主，占比 85.61%，资产构成较 2013 年底变化不大。

流动资产

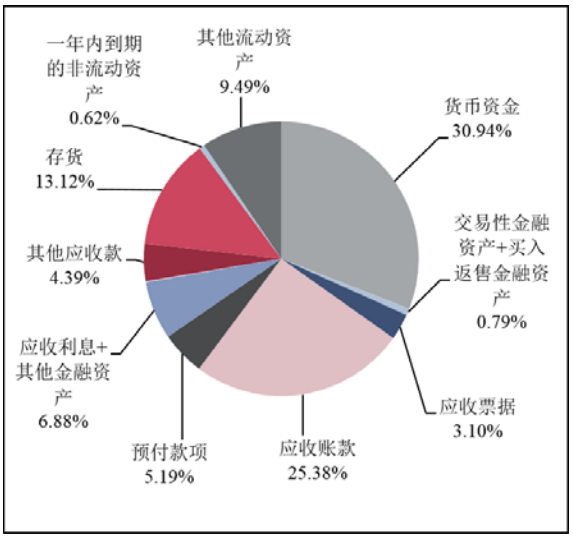
2012~2014 年，公司流动资产复合变动率 14.01%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 1335.31 亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

2012~2014 年，公司货币资金不断增长，年均增幅为 14.55%；截至 2014 年底，公司货币资金合计 413.09 亿元，同比大幅增长 30.21%。公司货币资金主要由银行存款（占 97.69%）构成，受限资金占比 14.01%。

2012~2014 年，公司应收账款有所增长，年复合增长率为 5.04%；截至 2014 年底，公司应收账款净额 338.87 亿元，主要为应收电费。从账面余额看，其中采用个别认定法计提坏账准备的金额为 200.85 亿元，计提坏账准备 0.78 亿元；采用账龄法计提坏账准备的金额 73.08 亿元，计提坏账准备 2.32 亿元，其中，账龄 1 年以内的占比 93.10%。2014 年底公司坏账合计计提比例为 1.70%。

2012~2014 年，公司预付款项有所下降，年均降幅为 4.93%；截至 2014 年底，公司预付账款净额 69.29 亿元，从账面余额看，其中账龄 1 年以内的占比 70.27%；1~2 年的占比 9.60%；2~3 年的占比 3.80%；3 年以上的占比 16.33%。账龄超过 1 年的大额预付款合计 16.47 亿元，主要是工程未结算所致。

图4　2014年公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司其他应收款波动中有所增长，年均增幅为 3.25%；截至 2014 年底，公司其他应收款净额 58.67 亿元，其中，采用个别认定法计提坏账准备的账面余额 45.59 亿元，计提坏账准备 25.10 亿元；采用账龄分析法计提坏账准备的账面余额 14.78 亿元，账龄 1 年以内的占比 75.96%，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计计提坏账准备 2.76 亿元。

2012~2014 年，公司存货不断增长，年复合增长率为 13.85%；截至 2014 年底，公司存货账面余额 175.18 亿元，以原材料和产成品为主，分别占 61.26%和 13.87%，计提跌价准备 3.48 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产稳定增长，年复合增长率为 7.14%；截至 2014 年底，公司非流动资产合计 7946.27 亿元，以固定资产（占 66.03%）、在建工程（占 14.11%）、长期股权投资（占 5.33%）和无形资产（占 4.82%）为主。

2012～2014 年，公司长期股权投资有所下降，年均降幅为 8.70%。截至 2014 年底，公司长期股权投资合计 423.18 亿元，其中，对合营与联营企业投资 420.09 亿元，投资对象主要为电力能源企业以及相关的铁路、港口和煤炭企业，并包括少量对金融企业的投资。

2012～2014 年，公司固定资产账面价值复合增长率为 7.99%。截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 8173.12 亿元，主要由机器设备和房屋及建筑物构成；累计折旧合计 2809.08 亿元；固定资产减值准备累计合计 117.05 亿元；固定资产账面价值 5246.99 亿元。

2012～2014年，公司在建工程复合变动率为3.07%。截至2014年底，公司在建工程期末余额1121.35亿元，以黄登电站工程、苗尾电站和滇东能源煤矿工程等在建项目为主。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额为 9806.72 亿元，较 2014 年底增长 5.66%。整体资产构成较 2014 年底变化不大。

总体看，公司资产构成符合电力企业经营特点，非流动资产占比高，整体质量良好，流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012～2014 年，公司所有者权益复合增长率为 11.68%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 1634.27 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益合计 481.56 亿元。公司归属于母公司所有者权益构成中，股本占 41.53%、资本公积占 46.76%；公司所有者权益结构稳定性好。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 1724.80 亿元，较 2014 年底增长 5.54%，整体构成较 2014 年底变化不大。

负债

2012~2014 年，公司负债稳定增长，年复合增长率为 7.32%；截至 2014 年底，公司负债合计 7647.31 亿元，其中流动负债占 45.51%，非流动负债占 54.49%。

截至 2014 年底，公司流动负债为 3480.66 亿元，较 2013 年底增长 8.13%，主要在短期借款、其他应付款与一年内到期的非流动负债的推动下，公司流动负债有所增长。2014 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 29.07%）、

应付账款（占 6.44%）、其他应付款（占 16.76%）、一年内到期的非流动负债（占 16.77%）和其他流动负债（占 19.39%）构成。

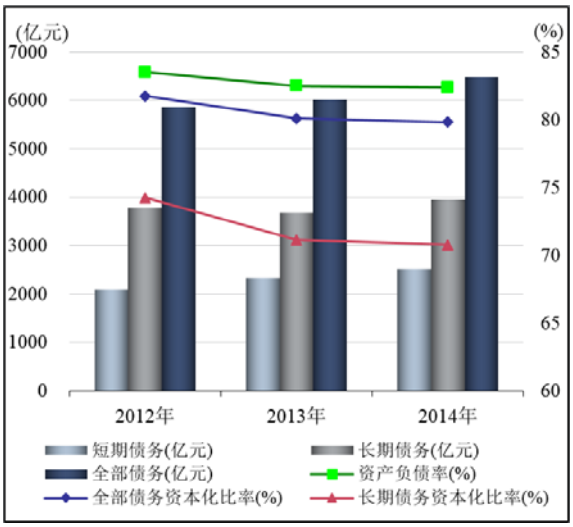
2012~2014 年，公司短期借款不断增长，年均增幅为 10.88%；2014 年底，为 1032.51 亿元，主要由信用借款（占 90.42%）构成。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年复合增长率为 29.35%；2014 年底为 595.35 亿元，主要为未结算的工程款与质保金。

2012~2014 年，公司其他流动负债不断下降，年复合变化率为 11.85%；截至 2014 年底为 514.64 亿元，主要由短期融资券（占 94.72%）构成。

2012~2014 年，公司非流动负债波动增长，年复合变动率为 3.18%；截至 2014 年底，为 4166.65 亿元，主要有长期借款（占 75.32%）和应付债券（占 15.61%）等构成。截至 2014 年底，公司长期借款合计为 3138.15 亿元，主要由信用借款（占 53.13%）和质押借款（占 29.25%），主要为电费收费权质押。

图 5　2012~2014 年底公司债务水平



资料来源：公司提供

2012~2014 年，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稳定下降，加权平均值分别为 82.65%、80.30%和 71.58%；2014 年底，上述三项指标分别为 82.39%、79.84%和 70.78%。公司债务负担有所减轻。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 8081.92 亿元，较 2014 年底增长 5.68%，主要构成较 2014 年底变化不大。截至 2015 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2014 年底变化不大，分别为 82.41%、78.39%和 70.29%。

总体看，目前公司负债水平高，债务负担重，公司负债结构符合一般电力企业的特点。

4. 盈利能力

2012～2014 年，公司营业总收入复合增长率为 2.17%。2014 年，公司实现营业总收入 2920.62 亿元；主营业务构成中，发电业务和煤炭业务分别占比 77.79%和 4.73%。同期，受益于煤炭价格持续下跌，公司营业成本逐年下降，年复变化率-1.23%。公司营业利润率方面，受电价提高以及煤炭价格下降影响，公司营业利润率继续提高；2014 年为 22.77%，同比提高 1.17 个百分点。

2012～2014 年，受财务费用上升影响，公司期间费用呈增长趋势，公司 2014 年财务费用达到 295.41 亿元，期间费用总计 414.27 亿元，较上年增长 7.83%，占营业总收入比重为 14.18%。

2012～2014 年，公司投资收益呈快速增长，年均增幅 53.24%，2014 年公司投资收益为 58.42 亿元，主要为持有可供出售金融资产期间取得的投资收益和权益法核算的长期股权投资收益。

2012~2014 年，公司资产减值损失快速上升，年复合增长率为 108.69%。2014 年，公司固定资产减值损失增长较大，导致资产减值损失同比增长 38.15%，带动资产减值损失增至 61.43 亿元，主要由固定资产减值损失（占 63.49%）和商誉减值（占 12.55%）等构成。

2012～2014 年，由于公司每年能够获得政府较大规模的电价补贴，公司营业外收入始终保持较大规模，分别为 22.70 亿元、17.90 亿元

和 28.04 亿元。2012～2014 年，公司实现利润总额分别为 139.52 亿元、236.19 亿元和 268.02 亿元。

2012~2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率波动提高；2014 年分别为 5.71%和 10.50%。受电价上调以及煤价走低的影响，公司整体盈利指标有所提高。

2015 年 1～6 月，公司实现营业总收入 1288.97 亿元，同比下降 8.78%，利润总额为 169.64 亿元，同比增长 31.32%；营业利润率为 25.77%，受煤价下降的影响，公司盈利能力较 2014 年全年水平有所上升。

总体来看，主要受电煤价格下降影响，公司主业利润规模快速扩张，盈利能力显著上升。2015 年上半年公司盈利能力仍维持在较好水平。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2012～2014 年，公司经营活动现金流入量以销售商品、提供劳务收到的现金为主，年均增长 2.12%，2014 年为 3113.69 亿元。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，年均降幅为 5.55%，2014 年为 1776.49 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额快速增长，年复合增长率为 45.99%，2014 年为 813.53 亿元。2012～2014 年，公司现金收入比分别为 106.72%、107.50%和 106.61%，公司收入实现情况良好。

从投资活动来看，2012～2014 年，公司资本支出规模大，投资活动产生的现金净流出额始终在较大规模，2014 年投资活动现金流出量和净流量分别为 984.13 亿元和-733.92 亿元，投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产支付的现金和投资支付的现金为主。

从筹资活动来看，银行借款是公司主要的间接融资渠道，2012～2014 年，公司筹资活动现金流入主要表现为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出相应主要表现为偿还债务支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动现金净流量分别为 256.20 亿元、-111.80 亿元和 37.43 亿元。

2015 年 1～6 月，公司经营活动现金流入及净流量分别为 1893.04 亿元和 397.41 亿元；投资及筹资活动净流量分别为-405.74 亿元和 148.42 亿元。

总体来看，公司经营活动获取现金能力较强；投资活动规模大且主要依靠外部融资。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012～2014年，由于流动资产增长速度快于流动负债增长速度，公司短期偿债指标呈波动中上升的趋势，截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为38.36%和33.33%；截至2015年6月底，流动比率和速动比率分别上升至45.16%和40.42%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比分别为14.00%、24.84%和23.37%，公司经营活动现金流入量大，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2012～2014年，公司EBITDA逐年上升，2014年为898.23亿元。近三年，公司全部债务/EBITDA逐年下降，EBITDA利息倍数逐年上升，2014年分别为7.20倍和2.68倍。公司长期偿债能力尚可。

截至2015年6月底，公司对外担保10.19亿元，均为关联担保，担保比率0.61%，担保对象分别为山西国际电力华光发电有限公司、国核示范电站有限责任公司和呼伦贝尔两伊铁路有限责任公司，均为国有控股企业，目前经营状态正常。总体看，公司担保对象资质较好，且经营正常，公司面临的或有负债风险低。

截至2015年6月底，公司已获得各商业银行授信总额为8470亿元，其中已使用3929亿元，尚有4541亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。公司子公司华能国际电力股份有限公司是中国目前最大的上市发电公司之一（股票代码：600011）；公司子公司华能新能源股份有限公司于2011年6月10日在香港联交所主板成功上市（股票代码：000958），公司直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司本部无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司在电力经营方面的垄断性及在行业内的领先地位。公司是中国五大电力集团中装机容量最大的企业，市场份额稳定，企业规模优势显著。公司负债水平高，债务负担重。但公司货币资金充裕，且经营规模大，行业地位突出，融资能力强。综合看，公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为15亿元，占2015年6月底全部债务的0.24%，对现有债务影响很小。截至2015年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为82.41%、78.39%和70.29%；考虑到公司于2015年8月发行的“15华能集CP002”40亿元，同期公司超短期融资券“15华能集SCP001”40亿元到期兑付，本期中期票据发行后三项指标分别上升至82.44%、78.43%和70.37%。考虑到本期中期票据募集资金部分用于偿还公司债务，公司实际债务负担可能低于预测值。整体看，本次中期票据发行对公司债务负担影响很小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012～2014 年，公司经营活动现金流入量保持大规模并持续增长，对本期中期票据发行额度覆盖倍数为分别为 226.85 倍、250.55 倍和 264.71 倍。同期内，公司经营性现金净流量对本期中期票据发行额度的覆盖倍数分别为 25.45 倍、53.31 倍和 54.24 倍；公司经营活动净现金流对本期中期票据覆盖能力强。

2012～2014年，公司EBITDA分别是本期中期票据的48.25倍、54.95倍和59.88倍，对本期中期票据覆盖能力强。

综合以上分析，联合资信认为，公司对本期中期票据具有极强的偿还能力。

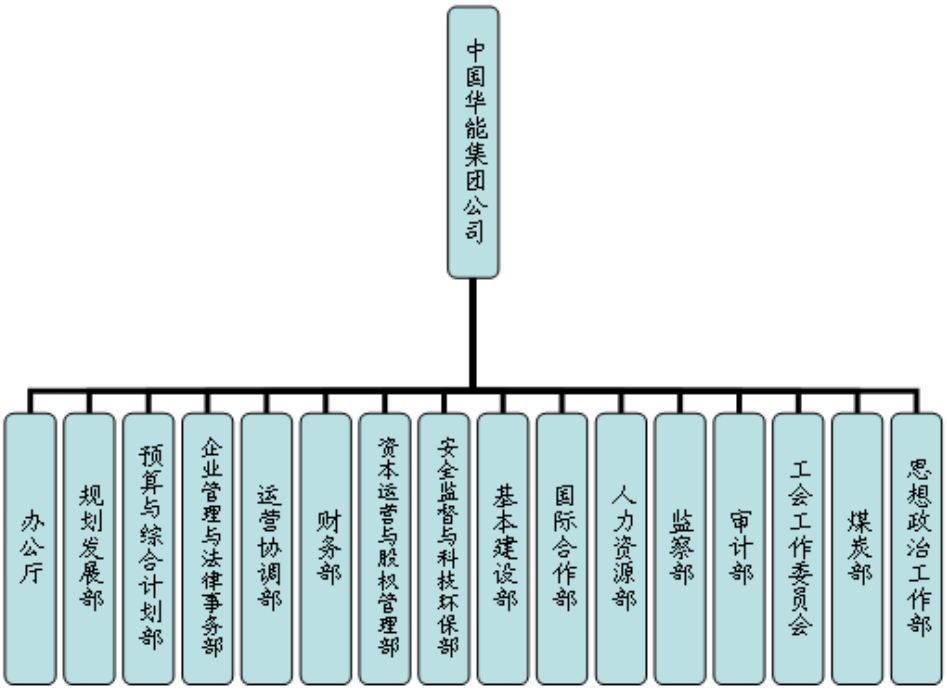
十、结论

公司是中国电力行业龙头企业，市场占有率高、规模优势明显、电力设备先进、技术水平处于国内领先地位；作为国务院国资委直接管理的中央企业，公司管理制度健全、实施有效，综合管理水平较高。

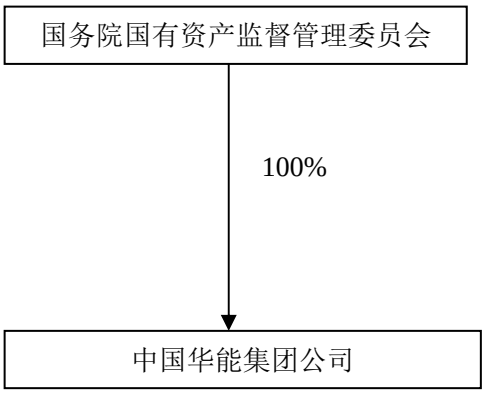
近年来，公司可控发电装机总容量快速增长，新建电源项目不断投产，收入规模持续增长，但受电煤价格和下游电力需求影响，公司盈利状况有所波动。未来，随着公司在煤炭、港路等产业方面的延伸，整体的成本控制能力和抗风险能力有望进一步提升。

目前，公司资产规模大、资产质量较高且结构合理，债务负担重；公司经营活动净现金流和EBITDA对本期中期票据覆盖程度高。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1　公司本部组织架构图



附件 1-2　公司股权结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	391.50	417.56	465.05	771.68
资产总额(亿元)	7950.24	8552.19	9281.58	9806.72
所有者权益(亿元)	1310.37	1495.57	1634.27	1724.80
短期债务(亿元)	2091.64	2336.24	2511.79	2176.80
长期债务(亿元)	3779.79	3686.68	3958.60	4080.55
全部债务(亿元)	5871.42	6022.92	6470.38	6257.35
营业总收入(亿元)	2797.78	2931.63	2920.62	1288.97
利润总额(亿元)	139.52	236.19	268.02	169.64
EBITDA(亿元)	723.80	824.25	898.23	--
经营性净现金流(亿元)	381.71	799.68	813.53	397.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.59	8.18	7.70	--
存货周转次数(次)	15.99	15.47	13.34	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.36	0.33	--
现金收入比(%)	106.72	107.50	106.61	117.43
营业利润率(%)	17.65	21.60	22.77	25.77
总资本收益率(%)	5.06	5.78	5.71	--
净资产收益率(%)	6.71	10.74	10.50	--
长期债务资本化比率(%)	74.26	71.14	70.78	70.29
全部债务资本化比率(%)	81.75	80.11	79.84	78.39
资产负债率(%)	83.52	82.51	82.39	82.41
流动比率(%)	37.68	35.05	38.36	45.16
速动比率(%)	32.73	30.15	33.33	40.42
经营现金流动负债比(%)	14.00	24.84	23.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	2.61	2.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.11	7.31	7.20	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	226.85	250.55	264.71	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	25.45	53.31	54.24	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	48.25	54.95	59.88	--

注：1. 2015 年上半年财务数据未经审计；
2.部分其他流动负债计入短期债务，部分长期应付款计入长期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式(新准则)

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-营业税金及附加）/营业总收入×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于
中国华能集团公司
2015年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国华能集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国华能集团公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中国华能集团公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国华能集团公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国华能集团公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国华能集团公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国华能集团公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一五年九月八日