

信用评级公告

联合〔2022〕10850号

联合资信评估股份有限公司通过对华能新能源股份有限公司及其拟发行的华能新能源股份有限公司2022年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定华能新能源股份有限公司主体长期信用等级为AAA，华能新能源股份有限公司2022年度第二期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年十二月六日

华能新能源股份有限公司

2022年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：25 亿元
本期中期票据期限：3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期
偿还方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次，到期一次性偿还本金
募集资金用途：偿还公司有息债务
清偿顺序：本期中期票据的本息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后

评级时间：2022 年 12 月 6 日

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	V4.0.202208
电力企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

华能新能源股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内清洁能源发电的龙头企业之一，在行业前景、股东支持、清洁能源发电装机规模和项目储备等方面具备显著优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到清洁能源发电上网政策调整、公司应收电价补贴款规模较大、期间费用对利润有所侵蚀及未来或存在一定资本支出压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据具有赎回选择权、利息递延支付选择权、票面利率调整机制等特点。本期中期票据本息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。本期中期票据对公司现有债务结构影响小。考虑到公司很强的持续经营和再融资能力，公司经营活动现金流量和 EBITDA 可以对本期中期票据发行后长期债务形成有力保障。

未来随着在建及规划建设的新能源发电项目投入运营，公司装机规模和收入规模有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1.行业前景佳，股东支持力度大。公司新能源发电发展方向符合国家“碳达峰”“碳中和”的战略目标要求，行业前景佳。公司控股股东中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）是中国电力行业的龙头企业，可为公司提供多项支持。

2.公司清洁能源发电装机规模优势显著；清洁能源项目储备丰富，具备持续发展能力。截至 2022 年 9 月底，公司总装机容量 18150.77 兆瓦，其中风力发电设备和光伏发电设备装机容量分别为 14764.70 兆瓦和 3386.07 兆瓦。2022 年 1—9 月，公司核准风电 910.50 兆瓦；签署风电开发协议 2600 兆瓦，光伏开发协议 13918 兆瓦。

3. 2019—2021 年，得益于经营规模的扩大，公司收入及利润规模均逐年增长；盈利指标表现持续向好。2019—2021 年，公司营业总收入及利润总额均逐年增长，年均复合增长率分别为 12.42%和 34.29%；总资本收益率和净资产收益率均

本次评级模型打分表及结果：

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	盈利能力	1
			现金流量	3
			资产质量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

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

持续增长，三年加权平均值分别为 6.68%和 12.67%。

关注

1. 清洁能源发电相关产业政策变动易对公司收入及利润水平产生影响。公司业务以风力发电为主，装机扩张及电站经营业绩受国家政策波动影响大。随着新能源电价补贴退坡以及电力体制改革推进，上网电价波动或对公司业务收入和利润水平造成影响。

2. 公司应收电价补贴款数额较大；期间费用对利润有所侵蚀。截至 2021 年底，公司应收账款账面价值为 237.47 亿元，规模较大，对资金形成一定占用。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 17.63%、18.26%和 16.18%，期间费用对利润有所侵蚀。

3. 本期中期票据具有赎回选择权、利息递延支付选择权、票面利率调整机制等特点，一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。本期中期票据本息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

分析师：王皓 李晨

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产（亿元）	38.06	45.12	49.50	119.54
资产总额（亿元）	955.20	1058.69	1242.95	1409.31
所有者权益（亿元）	333.23	374.48	399.27	440.63
短期债务（亿元）	262.32	255.26	311.60	331.73
长期债务（亿元）	290.23	348.61	424.97	482.74
全部债务（亿元）	552.54	603.87	736.57	814.47
营业总收入（亿元）	125.80	131.64	159.00	123.74
利润总额（亿元）	37.99	48.93	68.51	50.07
EBITDA（亿元）	99.71	110.68	142.03	--
经营性净现金流（亿元）	86.97	77.88	86.46	182.82
营业利润率（%）	53.87	53.77	54.75	52.69
净资产收益率（%）	9.59	11.04	14.87	--
资产负债率（%）	65.11	64.63	67.88	68.73
全部债务资本化比率（%）	62.38	61.72	64.85	64.89
流动比率（%）	55.52	63.05	78.13	69.37
经营现金流动负债比（%）	27.26	23.81	22.38	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.18	0.16	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	4.47	4.91	5.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.54	5.46	5.19	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额（亿元）	618.59	659.67	746.62	858.75
所有者权益（亿元）	275.67	315.31	314.33	363.20
全部债务（亿元）	301.09	335.76	413.72	473.29
营业总收入（亿元）	0.00	0.03	0.01	0.00
利润总额（亿元）	20.73	38.45	36.56	54.53

资产负债率 (%)	55.44	52.20	57.90	57.71
全部债务资本化比率 (%)	52.20	51.57	56.83	56.58
流动比率 (%)	120.83	101.04	87.91	104.94
经营现金流动负债比 (%)	-0.71	-0.74	-0.37	--

注：1. 公司 2022 年前三季度财务报表未经审计 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司合并口径其他流动负债调整计入短期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/07/27	王皓 张葛	电力企业信用评级方法 (V3.1.202205) / 电力企业信用评级 模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读全文
AAA	稳定	2012/07/20	金磊 张连娜	--	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受华能新能源股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

华能新能源股份有限公司

2022 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

华能新能源股份有限公司（以下简称“公司”）是由原华能新能源产业控股有限公司（以下简称“新能源产业”）经重组改制设立的股份有限公司。2010 年 8 月，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）《关于设立华能新能源股份有限公司的批复》（国改改革〔2010〕818 号），由中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）及华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）作为联合发起人发起设立公司，总股本 58 亿股。华能集团及华能资本所持的股份分别占公司总股本的 95%和 5%。

经中国证监会《关于核准华能新能源股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可〔2010〕1558 号文）批准，公司于 2011 年 6 月 2 日在香港联合交易所每股港币 2.50 元发行 H 股 2485710000 股，并于 2011 年 6 月 10 日在香港联合交易所上市。经历次增发，截至 2019 年 6 月底，公司总股本为 105.67 亿股，华能集团直接持有公司总股本的 49.77%，并通过子公司华能资本间接持股，合计持有公司总股本的 52.39%，为公司的控股股东。

因公司私有化全部条件均已获达成，2020 年 2 月 24 日自香港联交所退市。截至 2020 年 3 月 18 日，华能集团完成收购公司 50.17 亿股 H 股股份，占已发行股份的 99.71%。截至 2022 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 105.67 亿元；公司控股股东华能集团直接持有公司 97.24%股份，并通过华能资本间接持有公司 2.62%股份。国务院国资委持有华能集团 90.01%的股权，公司实际控制人为国务院国资委（股权结构图见附件 1-1）。

公司属电力行业，主要从事以风力及光伏发电为主的新能源电力的生产和销售业务。

截至 2022 年 9 月底，公司本部内设综合计划部、企业管理与法律事务部、市场营销部、安全监督与生产技术部、基本建设部、项目开发部、财务部、党建工作部等职能部门。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1242.95 亿元，所有者权益 399.27 亿元（含少数股东权益 9.59 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 159.00 亿元，利润总额 68.51 亿元。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 1409.31 亿元，所有者权益 440.63 亿元（含少数股东权益 10.26 亿元）；2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 123.74 亿元，利润总额 50.07 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区复兴路甲 23 号 10—11 层；法定代表人：王力军。

二、本期中期票据概况

公司已完成 TDFI 注册（中市协注〔2022〕DFI23 号），本期拟发行华能新能源股份有限公司 2022 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据拟发行额度 25 亿元，募集资金将用于偿还公司有息债务。本期中期票据期限为 3+N（3）年期；于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

本期中期票据本息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。本期中期票据每个付息日前 5 个工作日，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。

本期中期票据无担保。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。本期中期票据具有赎回选择权、利息递延支付选择权和票面利率调整机制等特点。

赎回方式方面，如公司选择行使赎回权，则于赎回日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不行使赎回权，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

本期中期票据每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日，顺延期间不另计息）。

赎回选择权方面，公司在满足以下两种情况之一时，有权赎回本期中期票据：（1）公司按照赎回条款进行赎回：每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。（2）会计政策变动的提前赎回选择权：若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动导致公司将本期中期票据由所有者权益重分类为金融负债时，公司有权对本期中期票据进行赎回。公司有权在本期中期票据由所有者权益重分类为金融负债之日的年度末行使赎回权。如果公司进行赎回，将在该可以赎回之日前 20 个工作日通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》，说明其影响及相关赎回安排，并由上海清算所代理完成赎回工作（本期中期票据由所有者权益重分类为金融负债之日距年度末少于 20 个工作日的情况除外，但公司应在本期中期票据由所有者权益重分类为金融负债之日后 5 个工作日内及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销。公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期中期票据。赎回的支付方式与本期中期票据到期本息支付相同。若公司不行使赎回选择权，则本期中期票据将继续存续。

利息递延支付选择权方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可

自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司选择利息递延支付，则于付息日前 10 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕前，不得从事下列行为：

（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

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

持有人救济条款方面，如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商和联席主承销商自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

在利率方面，本期中期票据的前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变，前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。第 3 个计息年度末为首个票面利率重置日。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 3 年的对应日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的 1 个工作日，顺延期间不另计息）。本期中期票据的初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债

银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。当期基准利率为当期票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。如果公司选择不赎回本期中期票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率，在之后的 3 个计息年度内保持不变。自首个票面利率重置日进行利率跃升，后续维持利率跃升幅度不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年度开始每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司具有赎回选择权，但重置票面利率调整幅度较大，公司选择不赎回的可能性小。

（3）公司如选择递延本期中期票据利息支付，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。公司在递延支付利息及其孳息未偿付完毕之前不得有下列行为：1、向普通股股

东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；2、减少注册资本。综上影响，公司选择递延支付利息的可能性小。

基于对本期中期票据条款的分析并考虑到公司很强的再融资能力，联合资信认为公司对本期中期票据选择不赎回和递延支付利息的可能性小。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022 年前三季度国内生产总值 87.03 万亿元，按不变价计算，同比增长 3.00%，较上半年回升 0.50 个百分点。其中，受疫情冲击，二季度 GDP 当季同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP 当季同比增速回升至 3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022 年前三季度，第一产业增加值同比增长 4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速（分别为 5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

表 1 2021 年三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额（万亿元）	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速（%）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速（%）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速（%）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30	6.10	5.90
房地产投资（%）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70	-5.40	-8.00
基建投资（%）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50	7.10	8.60

制造业投资 (%)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速 (%)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速 (%)	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速 (%)	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅 (%)	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅 (%)	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速 (%)	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速 (%)	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率 (%)	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速 (%)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10	3.00	3.20

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速为期末值，城镇调查失业率为季度均值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资相对平稳，出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面，2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元，同比增长 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022 年前三季度全国固定资产投资（不含农户）42.14 万亿元，同比增长 5.90%，整体保持平稳增长。其中，房地产开发投资增速持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处于高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体增长较快，但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元，同比增长 8.70%。其中，出口 2.70 万亿美元，同比增长 12.50%；进口 2.05 万亿美元，同比增长 4.10%；贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度，CPI 累计同比增长 2.00%，各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看，食品价格同比有所上涨，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度，PPI 累计同比增长 5.90%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻，三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度，新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元；9 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022 年二季度城镇调查失业率均值上升至 5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022 年前三季度，全国居民人均可支配收入 2.77 万元，实际同比增长 3.20%；全国居民人均消费支出 1.79 万元，实际同比增长 1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情

影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

2022年9月28日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

四、行业及区域环境分析

1. 行业概况

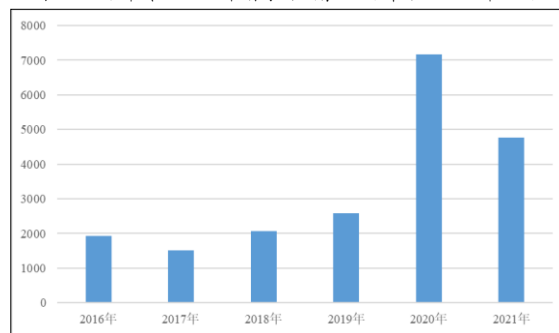
近年来，我国新能源发展迅速，国内风电在政策窗口期迎来一波抢装潮，2020年以来，我国风电装机规模出现大幅增长，未来随着碳中和等政策的推进，我国风电行业有望进入快速发展阶段。

截至2021年底，我国可再生能源发电装机达到10.63亿千瓦，占总发电装机容量的44.8%。

其中，水电装机3.91亿千瓦（其中抽水蓄能0.36亿千瓦）、风电装机3.28亿千瓦、光伏发电装机3.06亿千瓦、生物质发电装机3798万千瓦，分别占全国总发电装机容量的16.5%、13.8%、12.9%和1.6%。非水可再生能源发电中，风力发电以其技术相对成熟、成本相对低廉的优势在近年来取得了高速发展。

2019—2021年，我国风电新增装机增速分别为20.9%、178.7%和14.5%，具体看，由于新增陆上风电于2021年实施新增机组平价上网的要求，引发了陆上风电抢装潮，2020年我国陆上风电装机规模同比增加7167万千瓦，其中仅12月单月新增装机量高达4705万千瓦；2021年以来，虽海上风电将于2022年实现平价上网，但建设难度较大导致增幅有限，致使全年风电新增装机容量有限，新增风电并网装机4757万千瓦，为“十三五”以来年投产第二多，其中陆上风电新增装机3067万千瓦、海上风电新增装机1690万千瓦；从新增装机分布看，中东部和南方地区占比约61%，“三北”地区占39%，风电开发布局进一步优化。截至2021年底，全国风电累计装机3.28亿千瓦，其中陆上风电累计装机3.02亿千瓦、海上风电累计装机2639万千瓦，海上风电装机跃居世界第一。

图1 近年来风电新增装机情况（单位：万千瓦）



资料来源：国家能源局

用电需求方面，受经济整体回暖、外贸出口拉动等因素影响，以及新冠肺炎疫情导致用电量增速低基数效应，2021年全年我国电力消费大幅回升，全社会用电量8.3万亿千瓦时，同比增长10.52%，较2019年同期增长14.7%；其中2021年一季度，全社会用电量同比增长21.2%。

受能耗双控和坚决遏制“两高”项目盲目发展政策、同期基数抬升等因素影响,季度用电增速呈现“前高后底”态势。此外,全社会用电量保持平稳增长同时,电力消费结构正日益优化。第二产业用电比重逐步收缩,第一产业、第三产业比重略微扩大。随着乡村用电条件持续改善,高技术及装备制造业、充换电服务业、新兴服务业等进一步快速发展和城乡居民生活水平的提高,用电结构将进一步向第一和第三产业倾斜。

发电机组运行方面,2021年,全国风电发电量6526亿千瓦时,同比增长40.5%;利用小时数2246小时,较上年增加149小时,其中利用小时数较高区域包括:福建省2836小时、蒙西区域2626小时、云南省2618小时。2021年,全国风电平均利用率96.9%,同比提升0.4个百分点;其中湖南、甘肃和新疆的风电利用率同比分别提升4.5、2.3和3.0个百分点,提升幅度明显。

2. 行业关注及政策调整

伴随电站开发成本的下降以及补贴退坡的逐步推进,风电上网电价逐年下调,2021年起已实现陆上风电平价上网。

(1) 风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》(发改价格〔2019〕882号),并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价,新核准的风电项目上网电价通过竞争方式确定。陆上风电方面,2019年I-IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元;2020年分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元;不参与市场化交易的分散式风电项目,执行项目所在资源区指导价,参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成,不享受国家补贴;2018年之前核准,但2020年末前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年末前核准,但2021年末前仍未完成并网的项目,国家不再补贴;2021年1月1日起,新核准的风电项目全面实现平价上网,国家不再补贴。海上风电方

面,2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元,2020年调整为每千瓦时0.75元;新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价,不得高于所在资源区陆上风电指导价;对2018年末前已核准,且在2021年末前全部机组完成并网的风电项目,执行核准时的上网电价,2022年及以后全部机组完成并网的风电项目,执行并网年份的指导价。

(2) 可再生能源前期补贴连续性

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

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号,明确完善现行补贴方式及补贴退坡机制,并提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易(以下简称“绿证”),企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴,有望缓解应收补贴款的资金占用问题。2020年10月,三部委对该意见进行了补充通知,首次以文件形式正式明确了风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源发电项目的“全生命周期合理利用小时数”、补贴年限和补贴额度;并说明补贴到期退出后,绿证将成为增加项目收益的重要途径。

2019年1月,国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》,明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。2020年3月12日,财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》,提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录,而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目,由电网企业审核后,直接纳入补贴清单;其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单。

2021年6月7日,国家发改委发布《国家发展

改革委关于2021年新能源上网电价政策有关事项的通知》，2021年起，对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网。

2022年4月8日，国家发改委价格司下发《关于2022年新建风电、光伏发电项目延续平价上网政策的函》，明确：2022年，对新核准陆上风电项目、新备案集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目，延续平价上网政策，上网电价按当地燃煤发电基准价执行；新建项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价。

3. 行业展望

随着碳中和的持续推进，风电行业尤其是海上风电行业增长潜力巨大，未来发展前景良好。

当前，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，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。2021年10月26日，国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，方案明确：到2030年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。未来，风电产业将迎来更大的发展空间。

根据《中国“十四五”电力发展规划研究》，我国将主要在广东、江苏、福建、浙江、山东、辽宁和广西沿海等地区开发海上风电，重点开发7个大型海上风电基地，大型基地2035年和2050年总装机规模分别达到7100万千瓦和1.32亿千瓦。

2021年四季度开始，海上项目的密集投产使得行业对于年度海上风电并网容量的预测也由年中的8~10GW上升至年末的18~20GW。在平价压力与机遇下，我国海上风电产业表现出巨大的潜力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年9月底，公司注册资本和实收资

本均为105.67亿元；公司控股股东华能集团直接持有公司97.24%股份，并通过华能资本间接持有公司2.62%股份。国务院国资委持有华能集团90.01%的股权，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司作为国内清洁能源发电的龙头企业之一，新能源发电装机规模大，新能源项目储备丰富，综合竞争力强。

公司是国内清洁能源发电的龙头企业之一，2019年以来，公司装机规模和发电量均保持增长态势。截至2022年9月底，公司总装机容量18150.77兆瓦，其中风力发电设备和光伏发电设备装机容量分别为14764.70兆瓦和3386.07兆瓦。2022年1—9月，公司总发电量27804.07吉瓦时，其中风电发电量为24224.52吉瓦时，光伏发电量3579.55吉瓦时。

新能源项目储备方面，2022年1—9月，公司核准风电910.50兆瓦；签署风电开发协议2600兆瓦，光伏开发协议13918兆瓦。

3. 人员素质

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，综合素质较高，能够满足日常经营需求。

截至2022年9月底，公司高级管理人员共10人。其中，董事长1人，总经理1人，总会计师1人，副总经理6人，纪委书记1人。

公司董事长兼党委书记王力军先生，硕士学位，正高级工程师。王力军先生历任电力工业部建设协调司工程协调处副处长，国家电力公司工程建设局工程协调处处长，华能集团电力建设部经理助理、副经理、水电开发部副经理，华能国际电力股份有限公司工程管理部副经理，华能集团（华能国际电力股份有限公司华北分公司）总经理、党组（党委）副书记等职务。

公司总经理、董事、党委副书记赵建勇先生，硕士学位，正高级经济师。赵建勇先生历任华能国际电力股份有限公司工程部技经及合同处副处长、工程部设计处副处长、工程部技经处副处

长、工程管理部技术经济处处长，华能集团（华能国际电力股份有限公司）江西分公司副总经理、党委委员、工会主席，华能黑龙江发电有限公司总经理、党委副书记等职务。

截至 2021 年底，公司共有员工 1759 人。其中，专科及以下学历的员工占 13.53%、大学本科学历的员工占 76.46%、硕士及以上学历的员工占 10.01%，员工学历构成能够满足公司经营需要。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公开资料查询以及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。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司按照《公司法》《证券法》和其他有关规定制定了《公司章程》。公司设立了党委会、股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构。

股东大会是公司的权力机构，由公司全体股东组成，代表公司股东的利益。股东大会的职权包括：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事，决定有关董事的报酬事项；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式等事项作出决议等。公司股东大会可以授权董事会在授权范围内决定公司的重大事项。

公司设董事会，由 7 名董事组成。其中，董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生；职工董事 1 名，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他民主形式选举产生。董事

会作为公司经营决策的常设机构，对股东大会负责。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年；任期届满，可连选连任。董事会主要行使决定公司的经营计划和投资方案，年度具体经营目标、除发行公司债券或其他证券及上市以外的融资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设监事会，由 3 名监事组成。其中，职工代表监事 1 名，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事任期每届为三年，任期届满可连选连任。监事会职权包括：对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理一名，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作、组织实施董事会决议、拟订公司的内部管理机构设置方案等职权。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理体系，内部控制制度健全，综合管理水平高。

公司内部控制制度健全，保证公司内部机构、岗位的合理设置及其职责权限的合理划分，坚持不相容职务分离。公司确保不同机构和岗位之间职责分明、相互制约、相互监督。

预算管理方面，公司形成了由董事长办公会议、财务预算管理委员会和各预算责任单位构成的三级预算管理体系。公司预算管理最高权力机构是公司董事长办公会议，负责审批公司财务预算管理制度，确定公司年度财务预算指标，审批各预算责任单位的年度财务预算方案、调整方案、财务预算执行情况和考评结果。公司财务预算管理委员会是财务预算管理的组织和协调机构，负责拟订财务预算管理制度，拟订财务预算目标、政策，审核财务预算草案、财务预算调整草案，协调解决财务预算编制和执行中的问题，组织考核财务预算的执行情况，并

提出奖惩建议方案。公司本部及所属全资、控股、托管企业，为各预算责任单位，其负责人是单位财务预算管理第一责任人，对财务预算管理工作总负责。

资金管理方面，公司制定了《公司资金管理规定》，明确公司资金管理实行公司本部，基层企业二级资金管理体系。公司资金管理遵循以下原则：统筹协调、分级负责；集中管理、注重效率；效益优先、科学配置；量入为出，风险可控。

固定资产管理方面，公司制定了固定资产管理制度，对固定资产实行分级、归口管理，对公司确定的固定资产折旧方法，制定的固定资产目录、分类方法、每类或每项固定资产的预计使用年限、预计净残值率等编制成册，保证固定资产的安全、完整和有效利用，真实反映固定资产价值，完善内部控制制度。

在安全生产方面，公司依据《中华人民共和国安全生产法》、《中国华能集团公司安全生产工作规定》等法律法规、制度的要求，结合公司实际，制定了《华能新能源股份有限公司安全生产委员会工作规定》《安全生产监督工作管理办法》、《安全生产委员会工作管理办法》、《本部安全生产责任制》、《电力生产安全事故调查规程》等多项具体的安全管理制度。安全生产委员会主任由公司安全生产第一责任人担任，副主任由党组书记以及分管生产、基建的副总经理担任，成员由公司相关总经理助理、副总师、各部门负责人以及各基层单位安全生产第一责任人担任。

基本建设管理方面，公司制定了《基本建设

项目竣工决算报告编制办法》，确保竣工决算的编报质量，考核、分析投资效益，正确核定新增固定资产价值，综合反映竣工项目的建设时间、建设成果和财务情况，以考核基本建设计划、概算执行情况、并方便进行项目后续评估工作。

融资管理方面，公司财务部负责公司的债务融资业务，董事会办公室负责公司的权益融资业务，融资应按有关法规、《公司章程》等规定进行。融资方案应综合考虑公司的资金需求、融资成本、偿债能力以及对公司资本结构和信用评级的影响等因素，确定合理的融资方式、时机、规模和期限等。公司应将负债率控制在合理的范围内。公司财务部负责统一管理银行授信额度。子公司如需申请或使用授信额度，应向公司财务部提出申请，经批准后严格按照批准的范围和金额使用授信额度。

七、经营分析

1. 经营概况

2019年以来，公司营业总收入不断增长，其中电力销售收入占比99%以上；毛利率维持高水平。

公司主要从事以风力及光伏发电为主的新能源电力的生产和销售业务。2019—2021年，受益于经营规模不断扩大，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长12.42%。

从收入构成上看，2019—2021年，公司电力销售收入为公司主要的收入来源，占营业总收入比重的99%以上。同期，公司电力销售业务毛利率基本保持稳定；综合毛利率保持高水平。

表 2 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—9 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 (%)
电力销售收入	125.72	99.93	54.78	131.52	99.91	54.76	158.73	99.83	55.81	123.51	99.81	53.72
其他	0.08	0.07	97.78	0.12	0.09	98.60	0.27	0.17	48.21	0.23	0.19	86.96
合计	125.80	100.00	54.80	131.64	100.00	54.80	159.00	100.00	55.80	123.74	100.00	53.81

资料来源：公司提供

2022年1—9月，公司实现营业总收入123.74亿元，同比增长7.59%，主要系装机规模扩大带动公司发售电量同比增长所致；综合毛利率为53.81%，同比变化不大。

2. 业务经营分析

(1) 风电业务

公司风力发电装机占比高，电力销售业务收入主要来自风电销售。2019年以来，公司风力发电机组装机规模逐年扩大，风电机组运行效率较高。

2019—2021年末，公司风电总装机容量分别为11658.1兆瓦、13361.8兆瓦和14434.5兆瓦，年均复合增长11.27%。受装机规模逐年增长影响，2019—2021年，公司风电发电量分别为25394.66吉瓦时、26669.63吉瓦时和32669.93吉瓦时，年均复合增长13.42%。

公司风电项目分布广泛，主要分布地区包括内蒙古（占19.84%）、辽宁（占11.06%）和四川（占10.24%）等¹。从发电量规模上看，2022年1—9月，内蒙古（占21.89%）、辽宁（占11.33%）及四川（占11.03%）等区域发电量规模大。

表3 公司风电装机区域分布情况

地区	装机容量(兆瓦)				发电量(吉瓦时)			
	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月底	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
内蒙古	2569.2	2878.7	2928.7	2928.7	5622.78	6001.53	7268.06	5303.11
辽宁	1458.0	1555.5	1611.5	1633.5	3370.77	3043.00	3585.15	2745.5
山东	1174.5	1224.5	1224.5	1224.5	1766.00	1909.57	2574.85	1714.01
山西	805.5	953.5	953.5	953.5	1490.84	1529.79	2204.63	1405.32
贵州	1003.0	1025.4	1138.9	1138.9	1834.54	2018.95	1912.69	1487.11
云南	1017.5	1016.8	1057.3	1057.3	3544.93	3588.45	3292.89	2062.95
广东	550.6	580.6	580.6	587.05	952.00	1057.21	1062.21	776.66
河北	601.5	953.5	1069.5	1069.5	884.90	1082.36	2268.49	1677.83
新疆	447.5	447.5	447.5	447.5	1110.10	1190.24	1251.43	966.73
上海	108.0	108.0	108.0	108.0	171.82	173.57	197.68	121.05
吉林	396.0	396.0	396.0	396.0	997.72	972.74	922.04	584.4
陕西	558.5	703.5	708.5	741.8	1162.48	1095.11	1591.46	1103.14
四川	640.5	966.0	1444.0	1512.5	1778.56	1980.73	2647.37	2671.78
浙江	74.5	74.5	74.5	74.5	156.88	145.78	143.78	103.95
广西	212.3	269.9	439.9	639.9	492.55	781.26	1192.93	1092.13
湖南	41.0	208.0	208.0	208.0	57.80	99.33	473.49	346.18
福建	--	--	43.6	43.6	--	--	80.79	62.67
合计	11658.1	13361.8	14434.5	14764.7	25394.66	26669.63	32669.93	24224.52

注：公司只提供管理地区的数据，部分地区项目公司有所有权但不管理，此类地区的数据未能提供

资料来源：公司提供

2019—2021年，公司风电设备加权平均利用小时数呈逐年增长趋势，分别为2309小时、2320小时和2351小时；同期全国平均水平分别为2082小时、2097小时和2246小时。2022年1—9月，公司风电设备平均利用小时数为1637小时。

表4 公司风电设备平均利用小时数

(单位：小时)

地区	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
内蒙古	2278	2377	2394 (蒙东)	1811
			2775 (蒙西)	
辽宁	2395	2123	2317	1724
山东	1737	1663	2103	1400
山西	1906	1891	2312	1460

¹ 截至 2022 年 9 月底数据

贵州	1976	2005	1823	1366
云南	3201	3529	3239	2029
广东	1894	2104	1857	1323
河北	1998	2096	2453	1596
新疆	2481	2660	2796	2160
上海	1591	1607	1830	1121
吉林	2519	2456	2328	1476
陕西	2300	1961	2352	1497
四川	2875	3016	2603	1766
浙江	2106	1957	1930	1395
广西	3471	3751	2708	1707
湖南	2429	2315	2276	1664
福建	--	--	1863	1437
加权平均	2309	2320	2351	1637

资料来源：公司提供

公司的电力能源供应给当地电网公司时电力销售即确认，通常于次月向当地电网公司开出账单，地方电网公司收到账单后，通常以分期付款分两期支付。其中标杆电价结算的收入次月可从各地电网公司获取，补贴电价收入由财政收入中可再生能源发展基金支付，结算周期各地不一。

(2) 光伏业务

2019年以来，公司光伏装机容量快速增长，光伏发电设备整体经营状况稳定。

2019—2021年底，公司光伏发电设备装机规模快速扩张，年均增长32.69%。截至2022年9月底，公司光伏发电设备装机容量3386.07兆瓦，较上年底增长106.46%，主要系河北地区装机容量快速增长所致；设备主要分布在青海（占7.71%）、内蒙古（占9.45%）、河北（占26.14%）等地区。2019—2021年，公司光伏发电设备平均利用小时数逐年下降，但仍高于全国平均水平。

表5 公司光伏设备情况
(单位：兆瓦、吉瓦时、小时)

时间	装机容量	发电量	平均利用小时数
2019年	931.50	1499.10	1644
2020年	1263.19	1496.15	1622
2021年	1640.10	2300.52	1527
2022年1—9月	3386.07	3579.55	1266

资料来源：公司提供

3. 电价情况

随着新能源发电平价上网政策执行以及公司市场化交易电量占比的提升，公司平均含税电价呈下降态势。

上网电价方面，2021年，《国家发展改革委关于2021年新能源上网电价政策有关事项的通知》（以下简称“通知”）发布。通知规定，2021年起，对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目（以下简称“新建项目”），中央财政不再补贴，实行平价上网。2021年新建项目上网电价，按当地燃煤发电基准价执行；新建项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价，以更好体现光伏发电、风电的绿色电力价值。2021年起，新核准（备案）海上风电项目、光热发电项目上网电价由当地省级价格主管部门制定，具备条件的可通过竞争性配置方式形成，上网电价高于当地燃煤发电基准价的，基准价以内的部分由电网企业结算。

2019—2021年，公司的平均上网电价（含税）分别为0.547元/千瓦时、0.549元/千瓦时和0.538元/千瓦时。2021年以来，公司的平均上网电价有所下降主要系上网电价不断下调以及市场化交易电量占比逐渐增高所致。

4. 经营效率

公司销售债权周转次数有待提升，整体经营效率一般。

2019—2021年，受公司经营规模扩大以致收入和应收款项规模持续增长影响，销售债权周转次数逐年下降，三年加权平均值为0.91次；公司总资产周转次数保持稳定，三年加权平均值为0.14次。与国内其他新能源发电公司相比，公司整体经营效率一般。

表6 2021年同行业公司经营效率对比情况
(单位：次)

公司名称	销售债权 周转次数	总资产 周转次数
公司	0.82	0.14
龙源电力集团股份有限公司	1.53	0.20
中广核风电有限公司	0.94	0.12

数据来源：Wind、联合资信整理

5. 在建工程

公司主要在建项目均为新能源发电项目，建成后公司清洁能源装机规模将进一步扩张。考虑到公司已签订风电和光伏开发协议规模较大，未来或存在一定资本支出压力。

截至2022年9月底，公司主要在建项目预计总投资242.78亿元，已完成投资119.62亿元，全部为清洁能源发电项目，预计建成后公司清洁能源装机规模将进一步扩张。2022年1—9月，公司核准风电910.50兆瓦；签署风电开发协议2600兆瓦，光伏开发协议13918兆瓦。考虑到公司已签订风电和光伏开发协议规模较大，未来或存在一定资本支出压力。

表7 截至2022年9月底公司主要在建项目情况
(单位：亿元)

项目	预算投资额	2022年9月底已投资额	2022年9—12月待投资额	2023年拟投资额
阿拉善	26.30	10.89	7.30	4.36
涡阳风电	7.83	4.14	3.46	0.20
朝阳风电	11.39	7.48	1.99	1.92
布拖海博风电	4.25	1.55	0.89	1.81
布拖拖觉风电	6.60	1.95	1.88	2.77
小箐村风电	4.79	1.54	1.57	0.53
果木二期	8.71	2.47	2.91	3.34
卧龙洞	2.73	2.24	0.21	0.13
大山台	3.64	2.94	0.34	0.17
阿左旗	19.61	13.15	3.76	2.70
元谋	29.91	0.85	1.37	23.53
西昌东	3.47	2.63	0.67	0.24
天合第一批(河北)	21.18	16.47	4.38	0.33
天合第一批(四川)	7.59	7.42	0.17	0.00
天合第二批(河北)	51.33	17.60	14.25	1.15
天合第二批(四川)	28.08	22.63	3.73	1.73
雄里坡	5.37	3.70	0.40	0.92
合计	242.78	119.62	49.28	45.81

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司未来仍将基于现有产业和既定目标大幅发展。

公司将深入贯彻落实习近平总书记“四个革命、一个合作”能源安全新战略，在“双碳”目标引领下，围绕华能集团“两步走”战略目标，深入落实“六个新领先”战略任务，以高质量党建引领高质量发展，坚定不移把公司做强做优

做大，提前实现“装机翻一番、再造一个新能源”目标，努力打造资产质量优良、管理水平先进、人力资源雄厚、关键要素指标行业领先的世界一流新能源企业。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度财务报告，德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1—9月财务数据未经审计。

合并范围方面，2019年，公司新设子公司6家，注销华能哈密光伏发电有限公司和华能布尔津风力发电有限公司2家子公司。2020年，公司合并范围新纳入4家子公司。2021年，公司合并范围内新增27家子公司，为新设公司或通过非同一控制下企业；注销1家子公司(华能富裕新能源发电有限公司)。2022年1—9月，公司合并范围增加49家子公司。公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至2021年底，公司合并资产总额1242.95亿元，所有者权益399.27亿元(含少数股东权益9.59亿元)；2021年，公司实现营业总收入159.00亿元，利润总额68.51亿元。

截至2022年9月底，公司合并资产总额1409.31亿元，所有者权益440.63亿元(含少数股东权益10.26亿元)；2022年1—9月，公司实现营业总收入123.74亿元，利润总额50.07亿元。

2. 资产质量

2019年以来，公司资产规模持续增长。公司资产中固定资产和在建工程规模较大，资产构成符合电力企业经营特点；公司流动资产中应收账款规模较大，对资金形成一定占用。整体看，公司资产质量良好，但流动性较弱。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长14.07%。截至2021年底，公司合并资产总额1242.95亿元，较上年底增长17.40%。其中，流动资产占24.28%，非流动资产占75.72%。

公司资产以非流动资产为主，符合电力行业资产结构的一般特点。

表 8 2019—2021 年及 2022 年 9 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	177.11	18.54	206.25	19.48	301.83	24.28	310.15	22.01
货币资金	35.62	3.73	41.67	3.94	48.07	3.87	118.65	8.42
应收账款	125.63	13.15	147.28	13.91	237.47	19.11	158.61	11.25
非流动资产	778.08	81.46	852.43	80.52	941.11	75.72	1099.16	77.99
固定资产	621.74	65.09	634.28	59.91	787.00	63.32	851.41	60.41
在建工程	106.18	11.12	160.30	15.14	71.30	5.74	169.56	12.03
资产总额	955.20	100.00	1058.69	100.00	1242.95	100.00	1409.31	100.00

注：1.2022 年 9 月底，公司固定资产中包含固定资产清理；在建工程中包含工程物资；2.以上占比为其占资产总额的比重

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 30.54%。截至 2021 年底，流动资产 301.83 亿元，较上年底增长 46.34%，主要系货币资金和应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 15.92%）和应收账款（占 78.67%）构成。

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 16.17%，主要系经营活动和融资活动获现增加所致。截至 2021 年底，公司货币资金 48.07 亿元，较上年底增长 15.35%。其中，存于中国华能财务有限责任公司的货币资金 41.48 亿元（占 86.31%）。截至 2021 年底，公司货币资金中有 2.23 亿元受限资金，受限比例为 4.65%，主要为下属子公司存放于指定账户的土地复垦保证金。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 37.48%，主要系公司售电量增加，应收电费和补贴款增长所致。截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 237.47 亿元，较上年底大幅增长 61.24%。其中，账龄在 1 年以内（含 1 年）的应收账款为 104.90 亿元（占 44.18%）；账龄在 1~2 年的应收账款为 68.08 亿元（占 28.67%）；账龄在 2~3 年的应收账款为 57.17 亿元（占 24.08%），综合账龄较长。公司账龄超过 1 年的应收账款主要为应收电费中的可再生能源电价附加补贴部分。公司大部分运营项目已列入可再生能源电价附加目录，部分项目处于申请批复的过程中，公司

认为上述项目将会适时取得批复，由于过往并无实际信用损失且该可再生能源电价附加由政府资助，该类应收账款无重大预期信用损失，公司对应收账款未计提坏账准备。公司应收账款前五大欠款方合计金额为 123.30 亿元，占比为 51.92%，全部为应收电费款，集中度较高，但回收风险小。

（2）非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 9.98%。截至 2021 年底，公司非流动资产 941.11 亿元，较上年底增长 10.40%，主要由固定资产（占 83.62%）和在建工程（占 7.58%）构成。

2019—2021 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 12.51%。截至 2021 年底，公司固定资产 787.00 亿元，较上年底增长 24.08%，主要系公司在建工程建成转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 13.98%）和发电及相关设备（占 84.51%）构成，累计计提折旧 345.49 亿元；固定资产成新率 69.39%，成新率较高。

2019—2021 年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降 18.06%。截至 2021 年底，公司在建工程 71.30 亿元，较上年底下降 55.52%，主要系部分在建工程建成转入固定资产所致。

截至 2021 年末，公司受限资产合计 28.61 亿元，占期末资产总额的 2.30%，资产受限比例很低。

截至2022年9月底，公司合并资产总额1409.31亿元，较上年底增长13.38%，资产结构较上年底变化不大。截至2022年9月底，公司货币资金118.65亿元，较上年底显著增长146.85%，主要系当期获得可再生能源补贴以及公司为偿付到期债务进行的现金储备所致；应收账款账面价值158.61亿元，较上年底下降33.21%；其他流动资产15.51亿元，较上年底大幅增长61.37%，主要系增值税留抵增长所致；受公司对在建项目的持续投入影响，在建工程（合计）169.56亿元，较上年底显著增长137.29%。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2019—2021年末，公司所有者权益逐年增长，其他权益工具和未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

2019—2021年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长9.46%。截至2021年底，公司所有者权益399.27亿元，较上年底增长6.62%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.60%，少数股东权益占比为2.40%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占26.46%、9.18%、27.48%和29.26%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年9月底，公司所有者权益440.63亿元，较上年底增长10.36%，主要系未分配利润增长所致；所有者权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

2019年以来，公司负债规模持续增长，负债结构较为均衡；有息债务中长期债务占比较高，结构较合理。考虑到计入权益的永续债务，公司整体债务负担较重。

2019—2021年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长16.47%。截至2021年底，公司负债总额843.67亿元，较上年底大幅增长23.31%。其中，流动负债占45.79%，非流动负债占54.21%，负债结构较为均衡。

2019—2021年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长10.04%。截至2021年底，公司流动负债386.30亿元，较上年底增长18.09%，主要系短期借款和其它流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占65.04%）、其他应付款（占17.21%）和一年内到期的非流动负债（占12.88%）构成。

2019—2021年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长18.94%。截至2021年底，公司短期借款251.25亿元，较上年底大幅增长25.31%，主要系公司经营规模扩大，资金需求增加所致。公司短期借款全部为信用借款。

2019—2021年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长14.96%。截至2021年底，公司其他应付款66.50亿元，较上年底增长3.52%，主要为应付工程设备款及质保金61.97亿元（占93.19%）。

2019—2021年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长6.55%。截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债49.77亿元，较上年底下降4.28%，主要为一年内到期的长期借款48.29亿元（占99.01%）。

截至2021年底，公司新增其它流动负债10.04亿元，由公司发行的超短期融资券10.03亿元及待转销项税0.01亿元构成。

2019—2021年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长22.87%。截至2021年底，公司非流动负债457.37亿元，较上年底大幅增长28.08%，主要系长期借款和其它非流动负债增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占91.36%）和其他流动负债（占4.19%）构成。

2019—2021年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长23.64%。截至2021年底，公司长期借款417.85亿元，较上年底增长23.12%，主要系公司在建项目持续投入，资金需求增加所致；长期借款主要为信用借款。

截至2021年底，公司其它非流动负债19.18亿元，较上年底增加19.16亿元，主要系新增应收账款保理融资款所致。

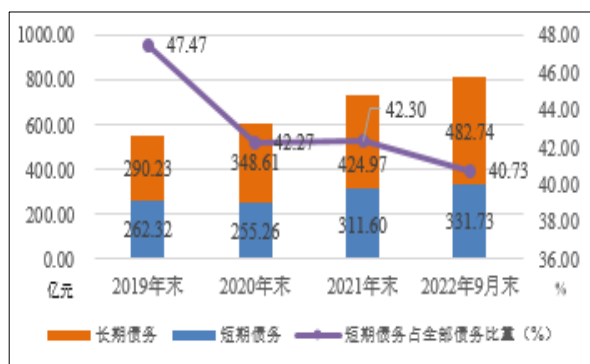
有息债务方面，2019—2021年末，随着经

营规模不断扩张,公司全部债务持续增长,年均复合增长 15.46%。截至 2021 年底,公司全部债务 736.57 亿元,较上年底增长 21.97%。其中,短期债务占 42.30%,长期债务占 57.70%,分别较上年底增长 22.07%和 21.90%。

从债务指标来看,2019—2021 年末,公司资产负债率波动增长,三年加权平均值为

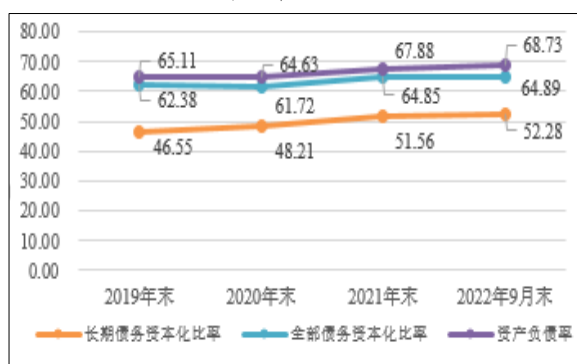
66.35%,;全部债务资本化比率波动增长,三年加权平均值为 63.42%;长期债务资本化比率持续增长,三年加权平均值为 49.55%。截至 2021 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.88%、64.85%和 51.56%。

图 2 2019—2021 年末及 2022 年 9 月末公司债务结构
(单位:亿元、%)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

图 3 2019—2021 年末及 2022 年 9 月末公司债务杠杆水平
(单位:%)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至 2022 年 9 月底,公司负债总额 968.68 亿元,较上年底增长 14.82%。其中,流动负债占 46.16%,非流动负债占 53.84%,负债结构较上年底变化不大。其中,短期借款 305.45 亿元,较上年底增长 21.57%;其他应付款(合计)110.91 亿元,较上年底大幅增长 62.28%,主要系经营规模增长导致的往来款、预收款等款项增长所致;长期借款 475.88 亿元,较上年底增长 13.89%。

截至 2022 年 9 月底,公司全部债务 814.47 亿元,较上年底增长 10.58%。其中,短期债务占 40.73%,长期债务占 59.27%,长期债务占比较高,结构较合理。从债务指标来看,截至 2022 年 9 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 68.73%、64.89%和 52.28%,较上年底分别提高 0.86 个百分点、0.04 个百分点和 0.72 个百分点。

从债务期限分布看,截至 2022 年 9 月底,公司长期债务中 5 年期及以上的债务占比较大,但考虑到公司很强的融资能力,公司集中到期偿付压力较小。

如将永续债调入长期债务,截至 2022 年 9 月底,公司全部债务增至 924.14 亿元。债务结构方面,短期债务 331.73 亿元(占 35.90%),长期债务 592.41 亿元(占 64.10%)。从债务指标看,截至 2022 年 9 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 76.52%、73.63%和 64.16%,较调整前分别上升 7.78 个百分点、8.74 个百分点和 11.88 个百分点。

4. 盈利能力

2019 年以来,受益于经营规模扩大,公司收入逐年增长;期间费用主要为财务费用,费用控制能力有所增强,但仍对利润有所侵蚀,非经常性损益对公司利润影响小。

2019—2021 年,公司营业总收入和营业成本均持续增长,年均复合增长率分别为 12.42%和 11.18%;公司营业利润率保持很高水平,分别为 53.87%、53.77%和 54.75%。

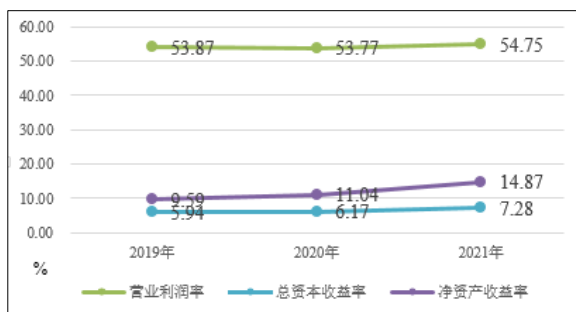
从期间费用看,2019—2021 年,公司费用总额持续增长,年均复合增长 7.70%。2021 年,公司费用总额为 25.73 亿元,同比增长 7.02%,主要

系财务费用增长所致。从构成看，公司管理费用、研发费用和财务费用占比分别为4.39%、6.86%和88.74%。其中，管理费用为1.13亿元，同比下降47.33%，主要系公司优化内部管理，严格控制各项开支所致；研发费用为1.77亿元，同比增长112.86%，主要系研发投入增长所致；财务费用为22.83亿元，同比增长8.38%，主要系债务规模增长所致。

2019—2021年，公司期间费用率分别为17.63%、18.26%和16.18%，费用控制能力有所提升，但对利润仍有所侵蚀。

非经常性损益方面，2019—2021年，公司其他收益分别为4.07亿元、3.70亿元、4.64亿元，波动增长，主要由增值税50%即征即退收入构成；营业外收入分别为1.01亿元、0.96亿元、2.34亿元，2021年同比增长144.76%，主要由赔偿金收入2.17亿元（占92.80%）构成。公司非经常性损益对利润影响小。

图4 2019—2021年公司盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资产收益率和净资产收益率均持续增长，三年加权平均值分别为6.68%和12.67%。公司盈利指标表现持续向好。

与所选公司比较，公司各项盈利能力指标均处于较好水平。

表9 2021年同行业公司盈利情况对比

公司	营业利润率(%)	总资产收益率(%)	净资产收益率(%)
公司	54.75	7.28	14.87
龙源电力集团股份有限公司	34.02	6.01	9.99
中广核风电有限公司	51.81	4.34	5.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022年1—9月，公司实现营业总收入123.74亿元，同比增长7.59%；营业成本57.09亿元，同比增长15.28%；营业利润率同比下降3.28个百分点至52.69%；利润总额50.07亿元，同比变化不大。

5. 现金流

虽然可再生能源补贴滞后性导致公司收入实现质量较差，但因业务运营所需现金支出较少，公司经营活动现金流保持大额净流入，可为投资支出提供较好支持，考虑到公司已签订新能源开发协议规模较大以及现有大量有息债务的接续，公司存在一定融资需求。

表10 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
经营活动现金流入小计	119.19	114.77	128.49	224.46
经营活动现金流出小计	32.22	36.89	42.03	41.64
经营现金流量净额	86.97	77.88	86.46	182.82
投资活动现金流入小计	1.28	1.38	2.52	1.67
投资活动现金流出小计	115.80	107.38	137.67	198.61
投资活动现金流量净额	-114.52	-106.00	-135.15	-196.93
筹资活动前现金流量净额	-27.55	-28.12	-48.69	-14.12
筹资活动现金流入小计	597.49	649.32	418.58	460.75
筹资活动现金流出小计	569.06	615.30	364.55	376.12
筹资活动现金流量净额	28.43	34.03	54.03	84.63
现金收入比(%)	91.07	82.59	75.93	172.78

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021年，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长3.83%；经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长14.22%；经营活动现金持续净流入，净流入规模有所波动，考虑到公司经营所需现金支出规模较小，经营活动净流入保持较大规模。同期，公司现金收入比持续下降，收入实现质量趋弱，主要系可再生能源发电补贴滞后所致。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入量持续增长，规模较小；随着在建项目持续投入，投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长9.03%。2019—2021年，公司投资活动现金保持大规模净流出，净流出量年均复合增长8.63%。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量持续净流出。公司在建项目保持较大规模投资支出，经营活动获现难以满足投资支出需求，融资需求较大。考虑到公司已签订新能源开发协议规模较大以及在建项目的持续资金投入，公司存在一定融资压力。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入量和流出量均波动下降，分别年均复合下降 16.30%和 19.96%。同期，公司筹资活动现金净流入量持续增长，年均复合增长 37.85%。

2022 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 182.82 亿元、-196.93 亿元和 84.63 亿元。其中，经营活动现金流入量同比大幅增长，主要系当期获得较大规模可再生能源补贴所致。

6. 偿债能力指标

公司短期偿债能力指标表现较弱，但公司经营活动现金保持净流入，融资能力很强，其短期偿债压力不大。长期债务偿债能力指标表现较强，考虑到公司新能源装机规模大，整体盈利能力佳，在“碳中和”“碳达峰”等政策背景下，我国对新能源行业支持力度大等因素，公司整体偿债能力极强。

表 11 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	55.52	63.05	78.13
	速动比率（%）	55.39	62.97	78.05
	经营现金流动负债比（%）	27.26	23.81	22.38
	经营现金/短期债务（倍）	0.33	0.31	0.28
	现金短期债务比（倍）	0.15	0.18	0.16
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	99.71	110.68	142.03
	全部债务/EBITDA（倍）	5.54	5.46	5.19
	经营现金/全部债务（倍）	0.16	0.13	0.12
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.47	4.91	5.65
	经营现金/利息支出（倍）	3.90	3.45	3.44

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2019—2021年，公司流动比率和速动比率均持续增长，三年加权平均值

分别为69.09%和68.99%。截至2022年9月底，公司流动比率与速动比率分别为69.37%和69.23%，流动资产对流动负债的保障程度一般。2019—2021年，公司经营规模扩大，短期债务和流动负债规模均呈增长趋势，但受限于可再生能源到账滞后，公司经营活动现金净流入量变化不大。同期，公司经营现金流动负债比率和经营现金/短期债务均呈持续下降态势，三年加权平均值分别为23.79%和0.30倍；现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度很低。整体看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司 EBITDA持续增长；EBITDA利息倍数持续增长，全部债务/EBITDA持续下降，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度均持续提高。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现持续增强。

截至2022年9月底，公司无对外担保，无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年9月底，公司共计获得银行授信额度1531.72亿元，未使用授信 513.51亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司主要职能为控股平台，收入规模小，利润主要来自投资收益。2019年以来，母公司资产规模有所扩张，资产流动性一般；所有者权益稳定性一般，经营和投资活动现金流持续净流出，融资压力较大。考虑到计入权益的永续债务，母公司整体债务负担重。

2019—2021 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 9.86%。截至 2021 年底，母公司资产总额 746.62 亿元，较上年底增长 13.18%。其中，流动资产 252.17 亿元（占 33.78%），非流动资产 494.45 亿元（占 66.22%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 13.00%）和其他应收款（占 86.21%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 59.09%）和其他非流动资产（占 39.60%）。截至 2021 年底，母公司货币资金为 32.79 亿元。

2019—2021 年末，母公司所有者权益波动增长，年均复合增长 6.78%。截至 2021 年底，

母公司所有者权益为 314.33 亿元，较上年底变化不大。其中，实收资本为 105.67 亿元（占 33.62%）、其他权益工具 109.71 亿元（占 34.90%）、资本公积合计 50.22 亿元（占 15.98%）、未分配利润合计 28.19 亿元（占 8.97%）、盈余公积合计 18.99 亿元（占 6.04%），权益稳定性一般。

2019—2021 年末，母公司负债持续增长，年均复合增长 12.28%。截至 2021 年底，母公司负债总额 432.29 亿元，较上年底增长 25.54%。其中，流动负债 286.85 亿元（占 66.36%），非流动负债 145.44 亿元（占 33.64%）。从构成看，截至 2021 年底，母公司流动负债主要由短期借款（占 87.59%）和一年内到期的非流动负债（占 5.94%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 100.00%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 57.90%，较上年底提高 5.70 个百分点。截至 2021 年底，母公司全部债务 413.72 亿元。其中，短期债务 268.28 亿元（占 64.85%），长期债务 145.44 亿元（占 35.15%）；全部债务资本化比率 56.83%。如将永续债调入长期债务，截至 2021 年底，母公司全部债务增至 523.42 亿元，全部债务资本化比率增至 71.89%，债务负担重。

2021 年，母公司营业总收入为 0.01 亿元，利润总额为 36.56 亿元，主要来源于母公司投资收益 40.73 亿元。

现金流方面，2021 年母公司经营活动现金流净额为-1.05 亿元，投资活动现金流净额-34.69 亿元，筹资活动现金流净额 47.15 亿元，融资压力较大。

截至 2022 年 9 月底，母公司资产总额 858.75 亿元，所有者权益为 363.20 亿元，负债总额 495.55 亿元；母公司资产负债率 57.71%；全部债务 473.29 亿元，全部债务资本化比率 56.58%。2022 年 1—9 月，母公司利润总额 54.53 亿元，投资收益 58.21 亿元。

九、外部支持

公司控股股东综合实力极强，对公司支持力度大。

公司控股股东华能集团是中国核心电力集团企业之一，行业地位极高，在业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面具有显著优势。截至 2021 年底，华能集团在中国三十一个省、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 20592 万千瓦，煤炭产能 8770 万吨/年。2021 年，华能集团完成国内发电量 7745 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 9.24%。

截至 2021 年底，华能集团资产总额 13398.77 亿元，所有者权益 3652.21 亿元；2021 年，华能集团实现营业总收入 3855.32 亿元，利润总额 133.25 亿元。

华能集团资产规模大，整体经营状况良好，业务涉及电力能源、金融、交通运输、对外投资等，综合实力雄厚。华能集团曾为公司提供包括贷款担保在内的多项支持措施。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司整体债务结构影响小。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

若将永续债调整计入长期债务，公司本期债券发行规模为 25.00 亿元，分别占公司 2022 年 9 月底长期债务和全部债务的 4.22% 和 2.71%，对公司现有债务结构影响小。以 2022 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 76.93%、74.15% 和 65.10%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟全部用于偿还债务，公司实际债务负担或低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

考虑到公司很强的持续经营和再融资能力，公司经营活动现金流量和 EBITDA 可以对本期中期票据发行后长期债务形成有力保障。

若将永续债调整计入长期债务，按 2021 年底公司长期债务测算，本期中期票据发行后公司长期债务为 559.67 亿元。

表 12 本期中期票据偿还能力测算

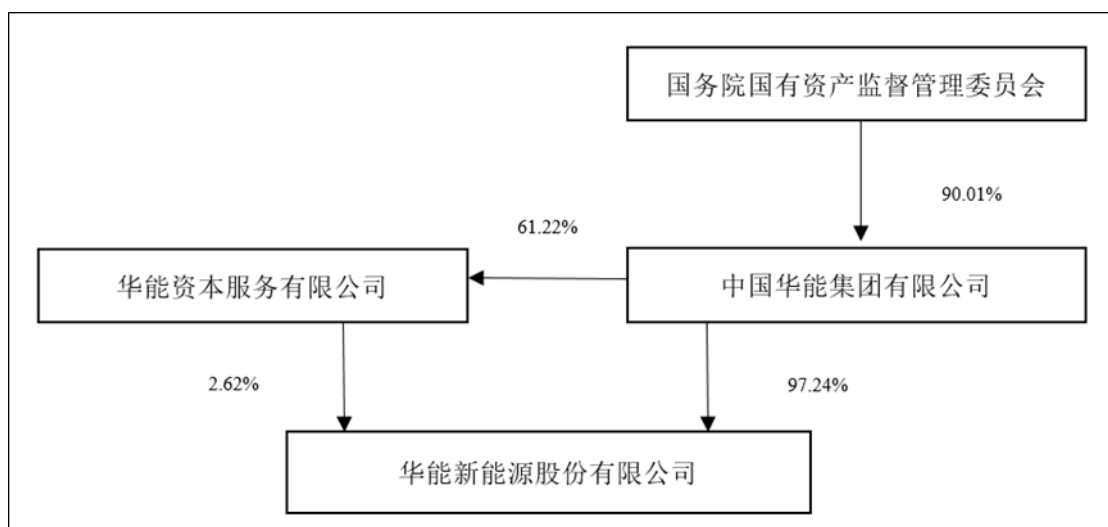
项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	559.67
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.23
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.15
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.94

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

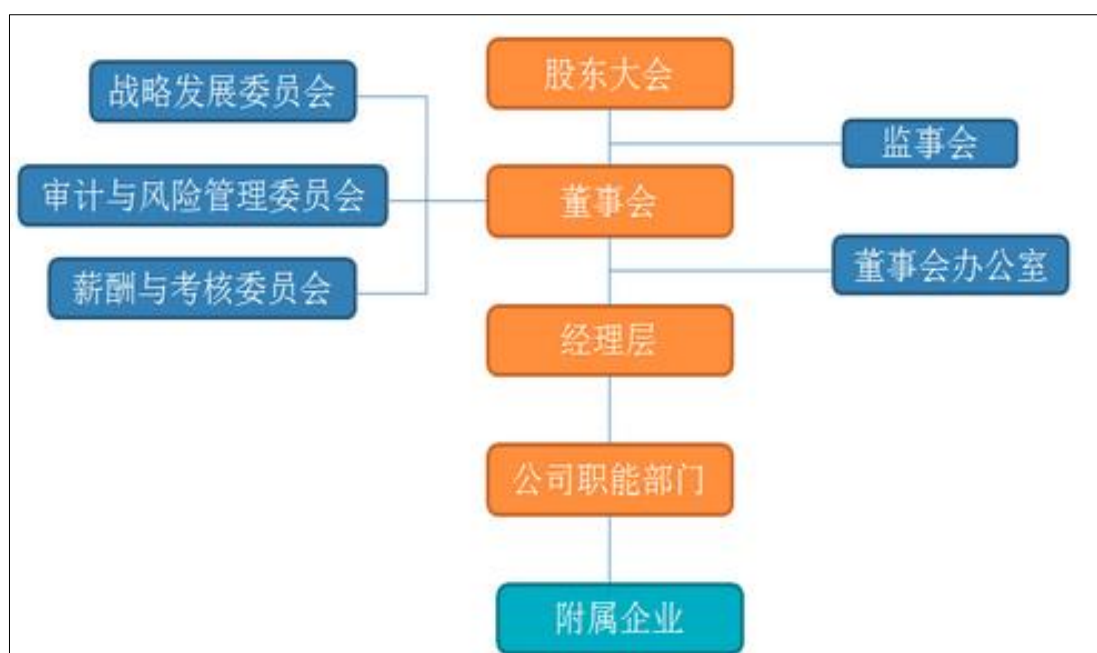
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA,本期中期票据信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 9 月底公司部分主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例	表决权比例
1	华能汕头南澳风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	60%	84%
2	华能汕头风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	50%	100%
3	华能中电长岛风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	100%
4	华能中电威海风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	100%
5	华能荣成风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
6	华能寿光风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	55%
7	华能昌邑风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
8	华能潍坊滨海风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
9	华能利津风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
10	华能东营河口风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
11	华能乐亭风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	100%
12	华能承德风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
13	华能港灯大理风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	100%
14	华能阜新风力发电有限责任公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
15	华能盘锦风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	53%	53%
16	华能锦州风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
17	华能通辽风力发电有限公司	风电生产、销售、风力设备检修及相关业务	100%	100%
18	华能呼伦贝尔风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	51%	100%
19	华能包头风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
20	华能呼和浩特风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
21	华能阳江风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
22	华能即墨风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
23	华能新疆三塘湖风力发电有限责任公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
24	华能威宁风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
25	华能新能源上海发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
26	华能铁岭风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	75%	75%
27	华能天镇风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
28	华能赫章风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
29	华能铁岭大兴风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	75%	75%
30	华能白城风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
31	华能烟台风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
32	华能大理风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
33	华能潍坊风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
34	华能盖州风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
35	华能饶平风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	38.06	45.12	49.50	119.54
资产总额（亿元）	955.20	1058.69	1242.95	1409.31
所有者权益（亿元）	333.23	374.48	399.27	440.63
短期债务（亿元）	262.32	255.26	311.60	331.73
长期债务（亿元）	290.23	348.61	424.97	482.74
全部债务（亿元）	552.54	603.87	736.57	814.47
营业总收入（亿元）	125.80	131.64	159.00	123.74
利润总额（亿元）	37.99	48.93	68.51	50.07
EBITDA（亿元）	99.71	110.68	142.03	--
经营性净现金流（亿元）	86.97	77.88	86.46	182.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.10	0.94	0.82	--
存货周转次数（次）	132.27	173.87	231.05	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.13	0.14	--
现金收入比（%）	91.07	82.59	75.93	172.78
营业利润率（%）	53.87	53.77	54.75	52.69
总资本收益率（%）	5.94	6.17	7.28	--
净资产收益率（%）	9.59	11.04	14.87	--
长期债务资本化比率（%）	46.55	48.21	51.56	52.28
全部债务资本化比率（%）	62.38	61.72	64.85	64.89
资产负债率（%）	65.11	64.63	67.88	68.73
流动比率（%）	55.52	63.05	78.13	69.37
速动比率（%）	55.39	62.97	78.05	69.23
经营现金流动负债比（%）	27.26	23.81	22.38	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.18	0.16	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	4.47	4.91	5.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.54	5.46	5.19	--

注：1.公司 2022 年前三季度财务数据未经审计；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.公司合并口径其他流动负债调整计入短期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	22.03	21.37	32.79	76.79
资产总额 (亿元)	618.59	659.67	746.62	858.75
所有者权益 (亿元)	275.67	315.31	314.33	363.20
短期债务 (亿元)	195.53	226.95	268.28	292.04
长期债务 (亿元)	105.56	108.81	145.44	181.25
全部债务 (亿元)	301.09	335.76	413.72	473.29
营业总收入 (亿元)	0.00	0.03	0.01	0.00
利润总额 (亿元)	20.73	38.45	36.56	54.53
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.68	-1.75	-1.05	-1.06
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 (%)	/	0.00	0.00	100.00
营业利润率 (%)	/	56.66	-124.08	*
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	7.52	12.19	11.63	--
长期债务资本化比率 (%)	27.69	25.66	31.63	33.29
全部债务资本化比率 (%)	52.20	51.57	56.83	56.58
资产负债率 (%)	55.44	52.20	57.90	57.71
流动比率 (%)	120.83	101.04	87.91	104.94
速动比率 (%)	120.83	101.04	87.91	104.94
经营现金流动负债比 (%)	-0.71	-0.74	-0.37	--
现金短期债务比 (倍)	0.11	0.09	0.12	0.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 年前三季度财务数据未经审计；2. “*”代表数据过大或过小，不具备参考意义；“/”代表未获取数据
 资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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+平均应收款项融资)
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%
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 华能新能源股份有限公司 2022 年度第二期中期票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华能新能源股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。