

华能新能源股份有限公司

2025 年度第二期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3814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 2025 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 2025 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

二〇二五年六月五日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

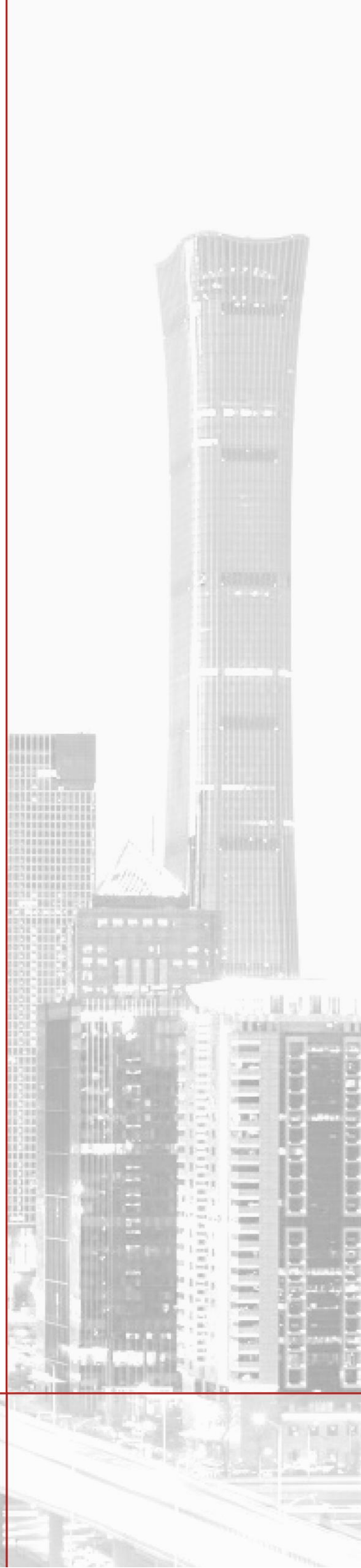
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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

2025 年度第二期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/05

债项概况

本期债项发行金额为人民币 20 亿元，期限为 2+N（2）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；本期债项无担保；按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息；募集资金拟全部用于偿还公司及其子公司有息债务；本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

评级观点

华能新能源股份有限公司（以下简称“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，作为国内重要的清洁能源发电企业，法人治理结构相对完善，内部管理规范，整体治理运行情况良好。公司自身竞争力很强，新能源行业战略导向明确，近年来持续推进新能源电源建设，装机规模持续扩大，在清洁能源发电装机规模方面具备显著优势，2024 年底风电与光伏发电装机容量分别占全国总装机的 3.35%和 1.77%；公司发电量明显增加，带动经营业绩持续提升，盈利表现佳，整体经营风险非常低；财务方面，较大规模的应收电价补贴款对公司资金形成占用，投资活动维持大规模资本性开支，有息债务波动增长，财务费用对利润有所侵蚀；公司资产与权益规模均持续扩大，2024 年完成增资扩股，偿债指标表现很好；同时，金融机构对公司认可度很高，备用信用充裕，财务弹性佳。综合公司经营风险和财务风险表现，并考虑股东支持等因素，其整体偿还债务能力极强。本期债项发行规模对公司现有债务结构影响不大，且债券设置有可续期条款，本期债项违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

未来，伴随在建及规划建设的新能源发电项目投入运营，公司装机容量与收入规模有望保持增长，综合实力或将进一步增强。综合来看，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不涉及。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司在中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）的发展规划中，定位调整导致大量优质资产划出；行业政策发生重大变化导致公司持续亏损或经营现金流明显恶化，债务负担沉重导致其偿债表现严重弱化或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- **公司清洁能源发电装机规模优势显著，行业前景佳，股东支持力度大。**公司新能源发电的发展方向符合国家“碳达峰”“碳中和”的战略目标要求，符合控股股东华能集团可持续发展规划，行业前景佳。华能集团作为中国电力行业的核心集团企业之一，可为公司提供多项支持。截至 2024 年底，公司总装机容量增至 33173.21 兆瓦，风电与光伏发电装机容量分别占全国总装机的 3.35%和 1.77%。
- **公司近年来发电量明显增加，经营业绩有所提升，盈利表现佳。**2022—2024 年，公司年发售电量年均复合增长率分别为 19.60%和 18.08%，带动其营业总收入与利润总额分别年均复合增长 15.04%和 11.54%，营业利润率均维持在 46%以上。
- **公司 2024 年完成增资扩股，权益规模进一步扩大，财务杠杆有所下降。**2024 年，公司进行增资扩股，新增 5 名投资人，引入资本金 150 亿元；截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 29.18%，资产负债率与全部债务资本化比率分别较上年底减少 5.99 个百分点和 6.70 个百分点。

关注

- **清洁能源发电相关产业政策变动易对公司经营业绩产生影响，应收电价补贴款对公司资金形成占用。**公司业务以风力和光伏发电为主，新增装机及电站经营业绩受国家政策变动影响大。伴随新能源电价补贴退坡以及电力体制改革推进，上网电价下降或对公司业务收入和利润水平造成影响。截至 2024 年底，公司应收账款账面价值为 241.81 亿元（含新能源发电补贴款 223.12 亿元），占其流动资产的 77.94%。
- **公司债务负担重，期间费用及减值损失对利润有所侵蚀，在建及拟建项目规模较大，未来存在持续资本支出需求。**公司近年来处于快速扩张阶段，经营获现无法满足投资所需资本支出需求，有息债务波动增长，期间费用及减值损失侵蚀公司利润。公司在建工程因政策制约、难以取得建设指标以及不具备项目开发条件等原因计提部分减值准备；2023 年发电设备减值损失规模较大，2024 年存在较大信用减值损失；截至 2024 年底，公司在建工程余额 153.83 亿元，未来存在持续资本支出需求。
- **本期债项为可续期债券，本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。**本期债项期限为 2+N（2）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；本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 电力企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 电力企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件

主要财务数据

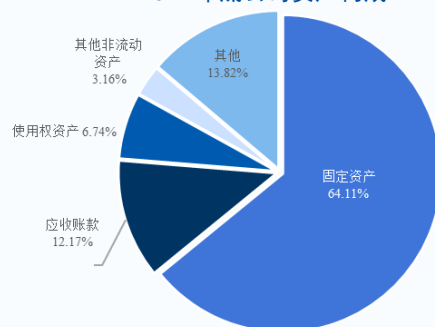
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	52.75	62.34	46.37	81.02
资产总额（亿元）	1493.09	1838.12	1987.31	2048.98
所有者权益（亿元）	422.71	564.95	729.81	750.39
短期债务（亿元）	362.12	245.48	213.53	221.28
长期债务（亿元）	598.24	890.44	884.94	918.89
全部债务（亿元）	960.36	1135.93	1098.47	1140.17
营业总收入（亿元）	164.50	209.30	217.70	60.03
利润总额（亿元）	59.69	72.39	74.27	25.77
EBITDA（亿元）	147.20	174.34	185.23	--
经营性净现金流（亿元）	218.97	147.09	149.63	31.27
营业利润率（%）	48.65	50.59	46.51	50.67
净资产收益率（%）	11.87	10.51	8.35	--
资产负债率（%）	71.69	69.26	63.28	63.38
全部债务资本化比率（%）	69.44	66.78	60.08	60.31
流动比率（%）	52.04	77.72	84.57	98.80
经营现金流动负债比（%）	47.15	39.56	40.79	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.25	0.22	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	4.89	5.16	5.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.52	6.52	5.93	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	834.90	851.43	840.62	852.35
所有者权益（亿元）	336.06	403.57	554.70	552.76
全部债务（亿元）	489.45	440.81	281.03	294.21
营业总收入（亿元）	*	*	0.00	0.00
利润总额（亿元）	54.28	45.95	46.39	-0.20
资产负债率（%）	59.75	52.60	34.01	35.14
全部债务资本化比率（%）	59.29	52.20	33.63	34.74
流动比率（%）	100.98	133.44	131.36	133.32
经营现金流动负债比（%）	-6.71	-0.65	-0.58	--

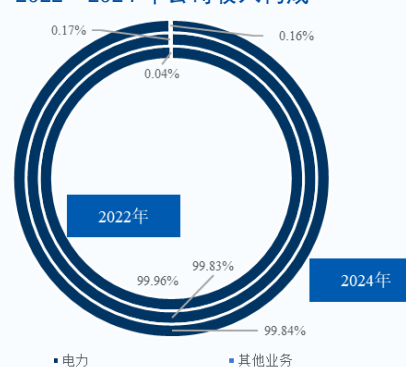
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. 公司合并口径其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中有息债务分别调整计入短期债务和长期债务；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 本报告中“/”表示相关数据未获取，“*”表示数据过大或过小，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

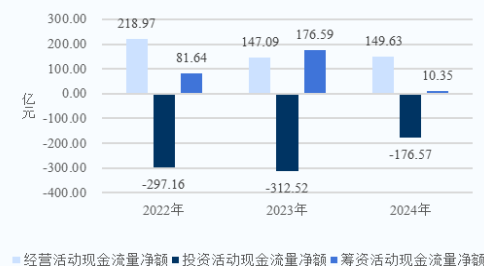
2024 年底公司资产构成



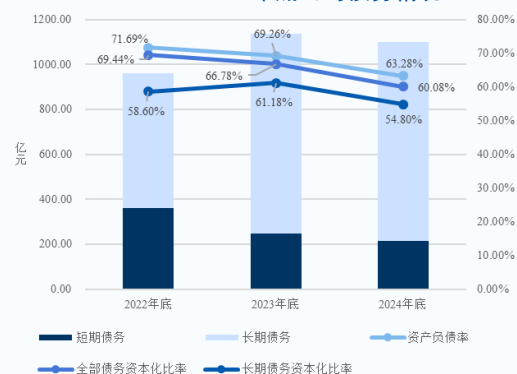
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/05/26	李 晨 刘莉婕	电力企业信用评级方法 V4.0.202208 电力企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208	--
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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 晨 lichen@lhratings.com

项目组成员：刘莉婕 liulij@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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》（国资改革〔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%。经中国证券监督管理委员会《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月在香港联合交易所上市。因私有化全部条件均已获达成，2020年2月公司自香港联交所退市。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%。2024年，公司进行增资扩股，新增5名投资人；截至2025年3月底，公司注册资本与实收资本均为124.31亿元，公司控股股东为华能集团（详见附件1-1），国务院国资委为其实际控制人。

公司主要从事以风力及光伏发电为主的新能源电力生产和销售业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力生产及供应行业。

公司董事会设立战略发展委员会、审计与风险管理委员会和薪酬与考核委员会；本部内设计划部、企法部、市场营销部、安监部、基建部、财务部等职能部门。截至2024年底，公司拥有员工2121人；纳入合并报表范围的子企业合计266家。

截至2024年底，公司合并资产总额1987.31亿元，所有者权益729.81亿元（含少数股东权益74.28亿元）；2024年，公司实现营业总收入217.70亿元，利润总额74.27亿元。截至2025年3月底，公司合并资产总额2048.98亿元，所有者权益750.39亿元（含少数股东权益75.60亿元）；2025年1—3月，公司实现营业总收入60.03亿元，利润总额25.77亿元。

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：赵建勇。

二、本期债项概况

公司拟发行“华能新能源股份有限公司2025年度第二期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模为人民币20亿元，募集资金拟全部用于偿还公司及其子公司有息债务；本期债项期限为2+N（2）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；按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息；本期债项无担保；本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

特殊发行条款方面，本期债项附赎回选择权，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）赎回本期债项。本期债项第2个计息年度末为首个票面利率重置日，自第3个计息年度起，每2年重置一次票面利率；如公司不行使赎回权，则从第3个计息年度开始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，在第3个计息年度至第4个计息年度内保持不变，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs，依次类推，该300个基点不累进叠加，后续利率跃升幅度累计不超过300个基点。

三、宏观经济和政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》。

四、行业分析

2024 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，局部地区存在电力供应不足的问题。

近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，2024 年，中国清洁能源投资金额及占比均快速提高，清洁能源装机规模首次超过火电装机规模。但为保障电力供应稳定性，目前火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业仍面临一定的成本压力。

预计 2025 年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。

完整版行业分析详见《2025 年电力行业分析》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为国内重要的清洁能源发电的企业，发电装机规模大，项目储备充足，综合竞争实力强。

作为国内重要的清洁能源发电企业，公司持续专注于拓展清洁能源发电业务，装机规模和发电量均保持增长态势，公司项目储备充足，综合竞争实力强。2024 年，公司总发电量同比增长 11.93%至 56645.96 吉瓦时，机组利用小时高于全国平均水平；当期核准风电装机 2560 兆瓦，签署风电开发协议 3000 兆瓦，签署光伏开发协议 2700 兆瓦；截至 2024 年底，公司总装机容量增至 33173.21 兆瓦，风电与光伏发电装机容量分别约占全国总装机的 3.35%和 1.77%。

2 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，综合素质高；员工构成能够满足企业经营需要。

公司现任董事长赵建勇先生，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，以及公司总经理等职务。

公司现任董事、总经理石冠海先生，学士学位，正高级会计。石冠海先生曾任北方联合电力有限责任公司（以下简称“北方联合电力”）财务与产权部资金管理处处长、副经理、兼任住房公积金管理部主任，2012 年 6 月任北方联合电力巴彦宝力格煤电项目筹备处主任，2014 年 7 月任北方联合电力财务与产权部经理，后任中国华能财务有限责任公司内蒙古分公司经理，2017 年 9 月任北方联合电力副总经理，2019 年 7 月任华能集团市场营销部副主任，2020 年 4 月任华能集团市场营销部副主任、华能综合能源服务有限公司副总经理。

截至 2024 年底，公司拥有董事 7 人（含外部董事 4 人、职工董事 1 人；公司董事中，兼任高管 2 人）；公司拥有监事 3 人（含职工监事 1 人）；拥有高级管理人员 7 人。截至本报告出具日，公司董事、监事和高级管理人员设置符合《公司法》等相关法律法规及《公司章程》相关规定。

图表 1 • 公司董事、监事及高级管理人员概况

姓名	性别	现任职务	任职期间
赵建勇	男	董事长、党委书记	2024 年 12 月至今
石冠海	男	董事、总经理、党委副书记	2024 年 12 月至今
李喜德	男	董事	2021 年 12 月至今
王琮	男	董事	2024 年 7 月至今
马媛茹	女	董事	2025 年 2 月至今
许英坚	男	董事	2025 年 2 月至今
赵勇	男	职工董事、党委副书记	2023 年 11 月至今

遄红星	男	监事会主席	2024 年 7 月至今
刘嘉晖	女	监事	2024 年 7 月至今
成元开	男	职工监事	2011 年 1 月至今
何明	男	总会计师、党委委员	2023 年 6 月至今
吕东颖	女	副总经理、党委委员	2023 年 8 月至今
李波	男	副总经理、党委委员	2019 年 9 月至今
解育才	男	副总经理、党委委员	2024 年 1 月至今
姜志山	男	纪委书记、党委委员	2023 年 11 月至今

资料来源：公司提供

截至 2024 年底，公司共有员工 2121 人（管理口径），员工构成能够满足其经营发展需要。

图表 2 • 公司员工构成概况

年龄	人数	学历	人数
55 岁及以上	34	硕士及以上	242
36 岁(含)~55 岁	560	大学本科	1673
36 岁以下	1527	专科及以下	206

资料来源：公司提供

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：911100007109304482），截至 2025 年 5 月 22 日，公司本部不存在已结清及未结清的关注类或不良类信贷信息。

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

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询和信用中国查询平台中存在不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司设立了股东大会、董事会和监事会，法人治理结构相对完善。

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。公司法人治理结构相对完善、合法合规，近年来有效运行制衡，截至报告出具日未存在人员缺位的情况。

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，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。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。融资管理方面，公司融资按有关法规、《公司章程》等规定进行。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。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。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。

七、经营分析

1 经营概况

公司主营业务突出，近年来营业总收入逐年增长并保持高毛利率水平。

公司从事以风力及光伏发电为主的新能源电力生产与销售业务。公司电力销售收入为其最主要的收入来源，2022 年以来，受益于装机规模不断扩大以及上网电量持续增长，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 15.04%。同期，公司电力销售业务保持了良好的盈利性；综合毛利率处于高水平；但受电价下行影响，综合毛利率波动下降。2025 年一季度，公司实现营业总收入 60.03 亿元，受益于风资源季节性优势，公司综合毛利率回升至 52.65%。

图表 3• 公司营业总收入及毛利率概况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力销售	164.43	99.96%	50.01%	208.94	99.83%	51.50%	217.34	99.84%	47.56%
其他业务	0.07	0.04%	95.88%	0.36	0.17%	63.89%	0.36	0.16%	91.67%
合计	164.50	100.00%	50.03%	209.30	100.00%	51.52%	217.70	100.00%	47.63%

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

近年来，公司风力和光伏发电机组装机规模逐年扩大，发电机组运行效率高，整体经营状况良好，但电价呈下降态势。

公司的电力能源供应给当地电网公司时即确认电力销售收入，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，通常以分期付款的方式分两期支付。其中标杆电价结算的收入次月可从各地电网公司获取，补贴电价的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。

近年来，公司风电装机容量稳步增加，太阳能装机规模快速扩大。截至 2025 年 3 月底，公司总装机容量相较 2022 年底显著增长 59.22%至 34548.98 兆瓦。近年来，受网架和调峰影响，新能源限电比例有所提升，另受风速下降和凝冻现象增加等因素制约，公司风电设备加权平均利用小时数波动下降，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。2023 年，公司风电与光伏发电设备平均利用小时数分别高于全国平均水平 170 小时和 75 小时；2024 年分别高于全国平均水平 142 小时和 74 小时。公司发电机组运行效率佳，带动其近年来发电量与净售电量分别同比增长 19.60%和 18.08%。公司近年来持续扩大新能源装机规模，受新建项目实行平价上网电价政策、部分项目补贴到期以及市场化交易电量占比提升、现货长周期结算试运行地区增多等因素影响，公司电价持续下降。

图表 4• 公司电力资产运营概况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年一季度
总装机容量（兆瓦）	21699.51	28455.77	33173.21	34548.98
风电装机容量（兆瓦）	15439.95	16587.05	17476.37	17369.05
太阳能装机容量（兆瓦）	6259.56	11868.72	15696.84	17179.93
风电加权平均利用小时数（小时）	2311	2395	2269	655
太阳能加权平均利用小时数（小时）	1616	1361	1285	294
发电量（吉瓦时）	39600.68	50606.83	56645.96	16309.46
净售电量（吉瓦时）	39594.31	49898.95	55208.51	15924.17
平均上网电价（元/千瓦时）	0.497	0.419	0.394	0.381

注：1. 上表数据系经营统计口径与公司财务数据存在差异；公司总发电量与依据加权平均利用小时数与装机容量计算所得发电量所存差异系存在调试期差异所致；2. 风资源具有季节性优势，一般情况下一季度风速较高（尤其冬季季风期），以致机组利用小时数增加

资料来源：公司提供

3 经营效率

2022—2024 年，公司主要经营效率指标无重大变化，同业间表现较好。

公司近年来经营规模持续扩大，营业总收入与营业成本均有所提升，资产总额逐年增长，应收类款项规模伴随售电量增长和应收补贴款变动而持续增加。从经营效率指标看，2022—2024 年，公司销售债权周转次数分别为 0.81 次、1.13 次和 0.98 次，波动增长；总资产周转次数分别为 0.12 次、0.13 次和 0.11 次，波动下降。公司主要经营效率指标无重大变化，同业间表现较好。

图表 5 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	三峡新能源	中广核风电
应收账款周转率（次）	0.98	0.73	0.83
总资产周转次数（次）	0.11	0.09	0.11

注：中国三峡新能源（集团）股份有限公司简称为三峡新能源，中广核风电有限公司简称为中广核风电
资料来源：Wind，联合资信根据公开数据整理

4 未来发展

公司将持续专注于新能源电力投资，主要在建及拟建项目均为新能源发电项目，规模较大且存在持续资本支出需求。未来待项目建成后，公司清洁能源装机规模将进一步扩大，并将有助于巩固其在行业中的竞争力。

公司在建及拟建项目全部为新能源发电项目，存在一定资本支出需求，预计项目建成后公司清洁能源装机规模将进一步扩大。截至 2024 年底，公司在建工程余额为 153.83 亿元（财务口径），拟建项目总投资概算为 25.02 亿元。

图表 6 • 截至 2024 年底公司主要在建项目概况

项目名称	建设规模（MW）	总投资额（亿元）	已投资额（亿元）
华能汾西 100MW 光伏复合发电项目	100	4.81	2.82
华能元谋多竹箐光伏电站项目	284.01	13.27	5.3
灵武马家滩项目	170	6.38	5.66
华能丹凤棘花 100 兆瓦“牧光互补”项目	100	4.56	3.27
大连市沿海滩涂“源网荷储一体化示范基地项目（渔光互补）一期工程”项目	100	4.35	2.24
华能阜新彰武 50 万千瓦光伏复合治沙示范项目	500	25.53	15.77
阜康市华能 100 万光伏+压缩空气储能 100MW/1000MWh 项目	1000	43.36	30.56
合计	2254.01	102.26	65.62

资料来源：公司提供

图表 7 • 截至 2024 年底公司主要拟建项目概况（单位：亿元）

项目名称	投资预算	2025 年拟投资额
华能保定市唐县 200MW 光伏+储能发电项目	8.68	6.83
巴彦淖尔防沙治沙和风电光伏一体化工程临河区 20 万千瓦光伏项目	6.60	4.09
新民市法哈牛镇兴胜堡村分布式光伏发电项目	0.46	0.43
华能营口（11.18MW）工商业屋顶分布式光伏项目	0.34	0.05
辽宁灯塔灌区 71.4MW（78MWp）分布式光伏项目	2.88	2.00
华能浦北新屋（100 兆瓦）风电场项目	6.05	1.81
合计	25.02	15.22

资料来源：公司提供

未来公司计划推进新能源项目多元化投资发展，积极布局风光热储、“绿氢”等战略新兴产业，提升新兴产业管理水平；同时，公司将继续强化安全质量管理，落实安全、质量保障措施，推进工程建设；提升项目竞争力，确保完成年度开工及投产任务。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2025 年一季度财务报表未经审计。

公司财务报表以持续经营为基础编制，主要会计政策连续；公司于 2023 年 1 月 1 日执行《企业会计准则解释第 16 号》，并在 2023 年度财务报表中对 2022 年财务数据进行追溯；公司于 2024 年执行《企业会计准则解释第 17 号》相关规定。

合并范围方面，伴随经营规模扩大，公司合并范围逐年增加多家主体；2024 年，公司合并报表新增加子公司 91 家；截至 2024 年底，公司合并范围内子公司合计 266 家，纳入合并报表范围的主要子公司详见附件 1-3。公司近年来主营业务未发生变化，财务报表合并范围变动大，整体财务数据可比性一般。

1 资产质量

伴随新能源机组建设持续推进，公司固定资产持续增长，资产规模明显扩大；公司资产结构以发电及相关设备等固定资产构成的非流动资产为主，符合扩张阶段电力企业财务特点；同时，作为新能源发电企业，公司存在较大规模应收补贴款，对资金形成一定占用；在建工程存在减值风险。

2022—2024 年末，受固定资产规模扩大影响，公司资产规模持续增长，年均复合增长 15.37%；资产构成均以发电及相关设备等固定资产构成的非流动资产为主，符合扩张阶段电力企业财务特点。公司货币资金余额受经营活动获现、融资活动现金流入及资金支出储备计划等因素影响，近年来有所波动，受限比例很低。应收账款伴随售电量增长和应收补贴款变动而持续增长，截至 2024 年底，公司应收电费中标杆电费和应收电费补贴分别占 7.68%和 92.27%，应收欠款方集中度较高，但相对回收风险小，预期信用损失率为 0.21%，应收账款期主要集中于 2 年以内，账龄相对较短。非流动资产方面，公司土地使用权和房屋及建筑物规模扩大，带动使用权资产增加；伴随在建工程陆续建成转入固定资产，公司固定资产规模持续扩大，截至 2024 年底成新率为 69.72%，主要由发电及相关设备（占 90.34%）构成；在建工程以清洁能源基建工程为主，2023 年和 2024 年，公司分别对基建工程和前期项目费用合计计提减值准备 8.82 亿元和 8.69 亿元。公司计提在建工程减值准备主要因政策制约，项目无推进可能性；部分风电项目暂缓开发，无法继续开展；项目不具备开发价值，再难以取得建设指标；以及不具备项目开发条件等原因。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 3.10%，主要系储备货币资金和应收补贴款增加所致，资产结构较上年底变化不大。

图表 8 • 公司主要资产概况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	241.72	16.19	288.96	15.72	310.23	15.61	369.73	18.04
货币资金	51.79	21.42	62.21	21.53	46.28	14.92	80.95	21.90
应收账款	166.88	69.04	203.86	70.55	241.81	77.94	263.30	71.21
非流动资产	1251.37	83.81	1549.16	84.28	1677.08	84.39	1679.25	81.96
固定资产	923.35	73.79	1140.41	73.61	1274.20	75.98	1285.59	76.56
在建工程	189.24	15.12	187.66	12.11	153.83	9.17	151.88	9.04
使用权资产	57.94	4.63	121.95	7.87	134.00	7.99	133.39	7.94
资产总额	1493.09	100.00	1838.12	100.00	1987.31	100.00	2048.98	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；固定资产含固定资产清理，在建工程含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司资产受限情况如图表 10 所示。受自身所处行业影响，公司资产流动性弱，但其资产规模大且受限程度极低，综合资产质量很好。

图表 9 • 公司 2024 年底应收账款前五大欠款方概况

债务人	账面金额（亿元）	占应收账款比重
国网内蒙古东部电力有限公司	54.24	22.38%
国网辽宁省电力有限公司	20.30	8.38%
内蒙古电力（集团）有限责任公司	20.28	8.37%
国网山西省电力公司	18.62	7.68%
云南电网有限责任公司	16.74	6.91%
合计	130.17	53.72%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 10 • 截至 2024 年底公司受限资产概况

受限资产	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	2.35	保证金
应收账款	52.61	电费收费权质押
固定资产	5.51	抵押借款
在建工程	2.26	抵押借款
合计	62.73	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 资本结构

公司近年来权益总额明显增长，权益结构稳定性提升；负债及有息债务规模有所扩大，长期债务所占比重有所上升，债务期限结构偏长期；受益于权益规模扩大，公司财务杠杆有所下降，但考虑到计入权益的永续债务，公司实际债务负担重。

2022—2024 年末，伴随增资扩股、权益类融资工具发行及少数股东权益扩大，公司所有者权益总额持续增长，年均复合增长 31.40%。2024 年，公司进行增资扩股，新增 5 名投资人，引入资本金 150.00 亿元。其中，18.65 亿元为股本，余下计入资本公积。截至 2024 年底，归属于母公司所有者权益占比为 89.82%，少数股东权益占 10.18%；在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 17.03%、23.24%和 20.12%，受益于增资扩股，公司权益结构稳定性明显提升。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构均较上年底变化不大。

图表 11 • 公司所有者权益概况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	105.67	25.00	105.67	18.70	124.31	17.03	124.31	16.57
其他权益工具	110.00	26.02	175.00	30.98	175.00	23.98	175.00	23.32
资本公积	34.98	8.28	38.29	6.78	169.64	23.24	169.64	22.61
盈余公积	24.42	5.78	29.02	5.14	33.65	4.61	33.65	4.48
未分配利润	129.64	30.67	140.12	24.80	146.87	20.12	165.69	22.08
归属于母公司所有者权益合计	407.48	96.40	492.60	87.19	655.53	89.82	674.78	89.92
少数股东权益	15.23	3.60	72.35	12.81	74.28	10.18	75.60	10.08
所有者权益合计	422.71	100.00	564.95	100.00	729.81	100.00	750.39	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2022—2024 年末，伴随在建项目持续资金投入需求，公司长期借款明显增加，非流动负债增长，所占负债比重持续提升。金融机构对公司信用水平认可度很高，截至 2024 年底，公司短期与长期借款中信用借款比重均高。公司短期借款近年来呈明显下降态势，其他应付款在应付工程设备款增长的带动下持续增加，长期借款和租赁负债均有明显增长。截至 2025 年 3 月底，公司负债金额与结构均较上年底变化不大。

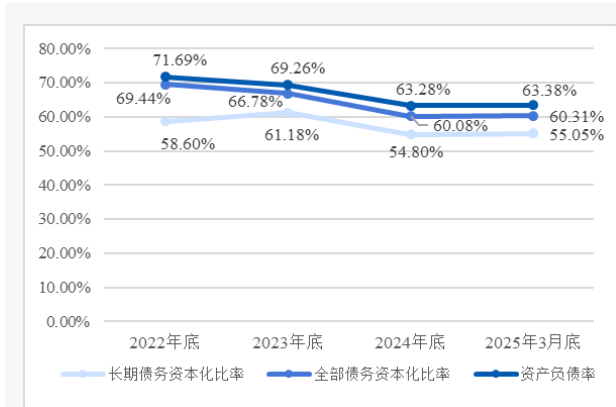
有息债务方面，公司近年来缩减短期债务，长期债务规模明显扩大，增量主要源自银行借款。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底下降 3.30%至 1098.47 亿元，长期债务所占比重上升至 80.56%，债务结构以长期为主；从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降 5.99 个百分点、6.70 个百分点和 6.38 个百分点，受益于权益规模扩大，公司财务杠杆有所下降。如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 1273.47 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.08%、69.65%和 65.64%，较调整前分别上升 8.81 个百分点、9.57 个百分点和 10.84 个百分点，公司实际债务负担重。

图表 12 • 公司主要负债概况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	464.46	43.39	371.79	29.20	366.84	29.17	374.21	28.82
短期借款	216.18	46.54	178.12	47.91	57.01	15.54	86.98	23.24
其他应付款	96.30	20.73	118.15	31.78	146.22	39.86	143.96	38.47
一年内到期的非流动负债	113.24	24.38	66.99	18.02	156.52	42.67	134.30	35.89
其他流动负债	32.17	6.93	0.04	0.01	0.05	0.01	0.05	0.01
非流动负债	605.92	56.61	901.38	70.80	890.67	70.83	924.38	71.18
长期借款	514.04	84.84	768.78	85.29	776.76	87.21	811.57	87.80
租赁负债	50.03	8.26	93.14	10.33	106.95	12.01	105.92	11.46
负债总额	1070.38	100.00	1273.17	100.00	1257.50	100.00	1298.60	100.00

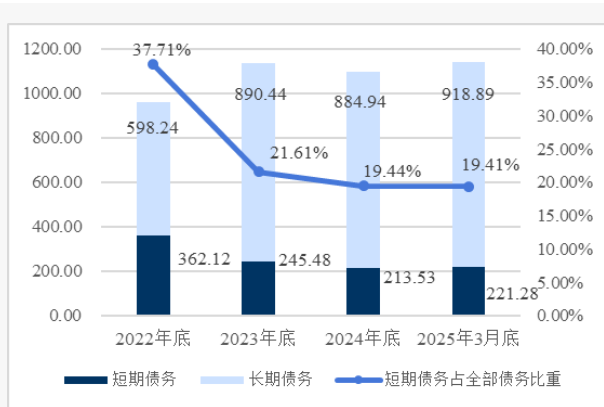
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重；其他应付款中含应付股利
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 13 • 公司近年财务杠杆概况



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 14 • 公司近年有息债务概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 盈利能力

伴随经营规模扩张，公司营业总收入逐年增长，费用控制能力虽有提升，但财务费用仍对利润有所侵蚀，非经常性损益对公司利润影响小。整体看，公司综合盈利表现非常好，同业间表现佳。

2022－2024 年，伴随经营规模扩大，公司营业总收入与营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 15.04%和 17.77%；受有息债务规模扩大影响，公司财务费用增加，带动期间费用增长，期间费用率分别为 16.46%、14.22%和 14.23%。公司 2023 年资产减值损失增量显著，主要由发电及相关设备减值和在建工程减值损失构成；2024 年存在较大信用减值损失，系应收预付工程款坏账损失所致；近年来其他收益主要为增值税即征即退，金额相对变动不大；营业外收入主要为违约金、赔偿款、补偿款收入及往来款核销，金额有所增长。公司近年来利润规模持续扩大，但增长的财务费用和较大规模减值损失一定程度上侵蚀公司利润；新能源发电业务盈利佳，公司主要盈利指标虽有趋弱，综合表现仍非常好。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1－3 月
营业总收入	164.50	209.30	217.70	60.03
营业成本	82.20	101.46	114.01	29.02
期间费用	27.08	29.76	30.97	6.40
其中：财务费用	24.94	27.28	28.15	6.04
资产减值损失	-0.62	-10.51	-0.99	0.00
信用减值损失	0.01	-0.51	-3.57	0.00

其他收益	5.60	5.85	5.82	1.52
营业外收入	1.29	1.01	2.42	0.24
利润总额	59.69	72.39	74.27	25.77
营业利润率（%）	48.65	50.59	46.51	50.67
总资产收益率（%）	5.52	5.13	4.92	--
净资产收益率（%）	11.87	10.51	8.35	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 16 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	三峡新能源	中广核风电
营业总收入（亿元）	217.70	297.17	307.19
销售毛利率	47.63%	52.63%	47.27%
总资产报酬率	5.35%	3.82%	4.35%
净资产收益率	9.92%	7.22%	8.25%

注：中国三峡新能源（集团）股份有限公司简称为三峡新能源，中广核风电有限公司简称为中广核风电

资料来源：Wind，联合资信根据公开数据整理

4 现金流

近年来，公司经营活动现金持续大额净流入，但收入实现质量受可再生能源补贴发放进度影响很大；同时，公司持续处于规模扩张阶段，资本支出需求大，经营获现难以满足投资支出需求；2024 年以来，公司筹资活动前现金净流出规模有所下降，但持续资本开支以及现有有息债务的接续导致公司未来仍存有较大融资需求。

公司近年来售电规模持续扩大，但受可再生能源补贴发放进度影响，公司经营获现规模波动下降，经营活动现金持续大额净流入，收入实现质量一般。同期，公司建设投资持续支出，投资活动现金净流出保持较大规模。2024 年以来，公司筹资活动前现金净流出规模有所下降，但资本开支持续以及现有有息债务的接续导致公司未来仍存有较大融资需求。

图表 17 • 公司主要现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	274.94	210.24	216.77	49.40
经营活动现金流出小计	55.97	63.14	67.15	18.14
经营活动现金流量净额	218.97	147.09	149.63	31.27
投资活动现金流入小计	2.62	2.05	1.01	0.39
投资活动现金流出小计	299.78	314.57	177.57	32.89
投资活动现金流量净额	-297.16	-312.52	-176.57	-32.50
筹资活动前现金流量净额	-78.19	-165.43	-26.94	-1.24
筹资活动现金流入小计	817.22	1022.81	528.11	117.89
筹资活动现金流出小计	735.58	846.22	517.76	82.09
筹资活动现金流量净额	81.64	176.59	10.35	35.80
现金收入比（%）	158.73	94.84	94.41	77.12

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现增强，综合偿债能力指标表现很好，同时良好的融资支持显著增强了其偿债保障。

2022—2024 年，公司现金类资产与经营活动现金流量净额虽均有下降，受益于短期借款下降带动短期债务减少，公司短期偿债指标表现增强；受有息债务规模扩大影响，经营现金对债务本息的保障程度有所下降，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所提升，公司综合偿债能力指标表现很好。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	52.04	77.72	84.57
	速动比率 (%)	51.93	77.54	84.39
	经营现金流动负债比 (%)	47.15	39.56	40.79
	经营现金/短期债务 (倍)	0.60	0.60	0.70
	现金短期债务比 (倍)	0.15	0.25	0.22
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	147.20	174.34	185.23
	全部债务/EBITDA (倍)	6.52	6.52	5.93
	经营现金/全部债务 (倍)	0.23	0.13	0.14
	EBITDA 利息倍数 (倍)	4.89	5.16	5.80
	经营现金/利息支出 (倍)	7.27	4.35	4.68

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

或有负债方面，截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在对外担保情况。公司作为原告存在建设工程施工合同纠纷，涉案金额 9.22 亿元，截至报告出具日，相关案件暂未出具判决，联合资信对案件后续发展情况保持关注。

6 公司本部财务分析

公司本部为控股平台，综合收入非常小，利润主要来自投资收益，近年来未发生重大变化。同时，公司本部承担了较多的融资职能，考虑到计入权益的永续债务，公司本部整体债务负担重。

公司本部为控股平台，承担了较多的融资职能。2022—2024 年末，公司本部资产规模变化不大；受益于增资扩股，所有者权益年均复合增长 28.48%；负债总额持续下降，年均复合减少 24.29%，公司本部 2024 年短期与长期借款均明显下降。截至 2024 年底，公司本部资产总额 840.62 亿元，非流动资产占比仍高（占 76.45%）；负债总额较上年底下降 36.16%至 285.92 亿元，所有者权益较上年底增长 37.45%至 554.70 亿元。受带息债务规模缩减影响，公司本部财务杠杆有所下降，截至 2024 年底，公司本部资产负债率与全部债务资本化比率分别为 34.01%和 33.63%，较 2023 年底分别下降 18.59 个百分点和 18.58 个百分点。考虑大规模永续债券存量（截至 2024 年底为 175 亿元），公司本部债务负担仍重。2024 年，公司本部未产生营业总收入，利润仍源自投资收益，当期实现投资收益 50.14 亿元，公司本部利润总额为 46.39 亿元。同期，现金流方面，公司本部经营活动现金流净额为-0.87 亿元，投资活动现金流净额 58.06 亿元，筹资活动现金流净额-66.31 亿元。

公司金融机构认可度很高，截至 2024 年底，公司本部银行获得授信额度合计 1707.92 亿元，未使用额度 1387.14 亿元，间接融资渠道畅通；公司资产受限率极低，综合财务弹性佳。

九、ESG 分析

公司主营清洁能源发电并且持续建设风电与光伏电源，同时注重安全生产与环保投入，积极履行作为央企的社会责任。整体来看，公司 ESG 表现尚可，对其持续经营产生负面影响的可能性相对较小。

十、外部支持

公司控股股东华能集团为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。公司作为华能集团下辖最大的新能源发电企业之一，可获得股东支持力度大。

华能集团是中国中央直属大型发电企业集团之一，国务院国资委是其出资人和实际控制人。截至 2024 年底，华能集团注册资本/实收资本为 352.77 亿元。截至 2024 年底，华能集团在中国三十一个省、市、自治区与境外拥有全资及控股装机容量 26926 万千瓦，较 2023 年底增长 10.75%。其中，火电装机 14383 万千瓦，水电 2929 万千瓦，风电 4610 万千瓦、光伏发电 498 万千瓦及核电 20 万千瓦。华能集团电源结构不断优化，新能源装机规模占比有所提高。近年来，华能集团发电量持续增长，2024 年，华能集团完成发电量达 8552 亿千瓦时。

截至 2024 年底，华能集团合并资产总额 17076.13 亿元，所有者权益 5336.64 亿元（含少数股东权益 3602.00 亿元）；2024 年，华能集团实现营业总收入 4012.03 亿元，利润总额 511.81 亿元。

在中国“碳达峰”“碳中和”的政策背景下，公司行业前景佳。公司作为华能集团下属最大的新能源发电企业之一，华能集团对公司直接持股比例很高，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。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务结构影响不大。

本期债项拟发行金额 20.00 亿元进行测算，本期债项分别占 2024 年底公司长期债务和全部债务的 2.26%和 1.82%，对公司现有债务结构影响不大。以 2024 年底财务数据为基础，本期债项发行后，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将分别上升至 63.64%、60.51%和 55.36%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到公司拟将本期债项的募集资金全部用于偿还公司及其子公司的有息债务，其实际债务指标或低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障程度一般。

按 2024 年底公司长期债务进行测算，本期债项（20.00 亿元）发行后，公司长期债务为 904.94 亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量及 EBITDA 对发行后长期债务保障程度一般。

图表 19• 本期债项偿还能力测算

项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	904.94
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.24
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.17
发行后长期债务/EBITDA（倍）	4.89

注：发行后长期债务为将本期债项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表整理

十二、评级结论

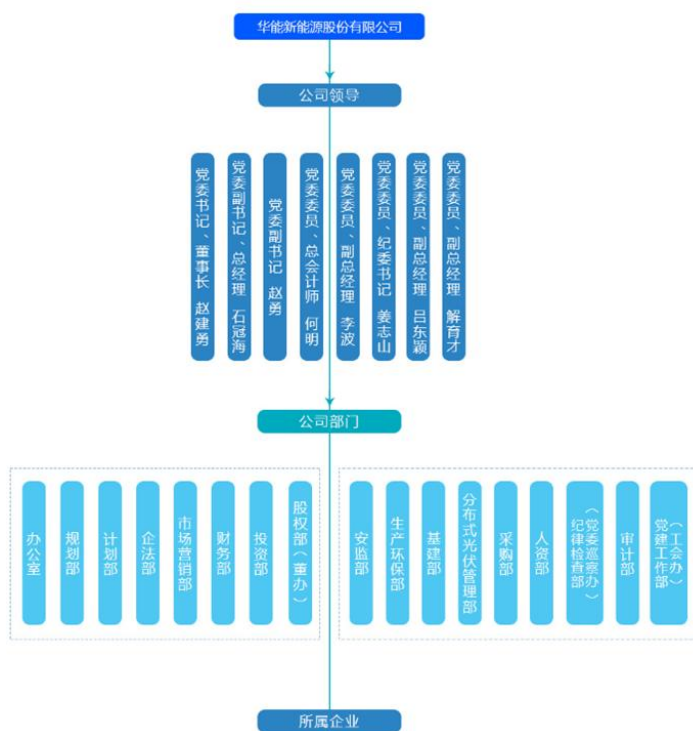
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权概况图（截至 2025 年 3 月底）

股东	持股数量（股）	持股比例（%）
华能集团	10,275,295,565	82.6572
华能资本	276,765,560	2.2264
其他原 H 股投资者	14,471,067	0.1164
国新能发（北京）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	621,560,717	5.0000
中邮人寿保险股份有限公司	497,248,574	4.0000
太平人寿保险有限公司	372,936,430	3.0000
国家绿色发展基金股份有限公司	248,624,286	2.0000
南网能创股权投资基金（广州）合伙企业（有限合伙）	124,312,144	1.0000

资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

企业名称	业务性质	注册资本（亿元）	持股比例
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	21.59	100.00%
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	18.77	100.00%
华能威宁风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	9.53	100.00%
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	5.36	100.00%
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	9.43	100.00%
华能大理风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	15.96	100.00%
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	3.69	100.00%

注：截至本报告出具日，上述企业信息或有变动
资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	52.75	62.34	46.37	81.02
应收账款（亿元）	166.88	203.86	241.81	263.30
其他应收款（亿元）	6.05	5.60	5.97	/
存货（亿元）	0.53	0.65	0.64	0.97
长期股权投资（亿元）	1.13	1.16	1.13	1.13
固定资产（亿元）	923.02	1140.25	1274.14	/
在建工程（亿元）	186.04	185.55	152.87	/
资产总额（亿元）	1493.09	1838.12	1987.31	2048.98
实收资本（亿元）	105.67	105.67	124.31	124.31
少数股东权益（亿元）	15.23	72.35	74.28	75.60
所有者权益（亿元）	422.71	564.95	729.81	750.39
短期债务（亿元）	362.12	245.48	213.53	221.28
长期债务（亿元）	598.24	890.44	884.94	918.89
全部债务（亿元）	960.36	1135.93	1098.47	1140.17
营业总收入（亿元）	164.50	209.30	217.70	60.03
营业成本（亿元）	82.20	101.46	114.01	29.02
其他收益（亿元）	5.60	5.85	5.82	1.52
利润总额（亿元）	59.69	72.39	74.27	25.77
EBITDA（亿元）	147.20	174.34	185.23	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	261.11	198.49	205.52	46.29
经营活动现金流入小计（亿元）	274.94	210.24	216.77	49.40
经营活动现金流量净额（亿元）	218.97	147.09	149.63	31.27
投资活动现金流量净额（亿元）	-297.16	-312.52	-176.57	-32.50
筹资活动现金流量净额（亿元）	81.64	176.59	10.35	35.80
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.81	1.13	0.98	--
存货周转次数（次）	187.68	170.83	176.05	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.13	0.11	--
现金收入比（%）	158.73	94.84	94.41	77.12
营业利润率（%）	48.65	50.59	46.51	50.67
总资本收益率（%）	5.52	5.13	4.92	--
净资产收益率（%）	11.87	10.51	8.35	--
长期债务资本化比率（%）	58.60	61.18	54.80	55.05
全部债务资本化比率（%）	69.44	66.78	60.08	60.31
资产负债率（%）	71.69	69.26	63.28	63.38
流动比率（%）	52.04	77.72	84.57	98.80
速动比率（%）	51.93	77.54	84.39	98.54
经营现金流动负债比（%）	47.15	39.56	40.79	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.25	0.22	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	4.89	5.16	5.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.52	6.52	5.93	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年年初数；2. 公司合并口径其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中有息债务分别调整计入短期债务和长期债务；3. “/”表示相关数据未获取，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	24.76	30.22	21.09	42.30
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	206.28	221.52	85.24	/
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	355.07	429.36	494.06	493.60
固定资产（亿元）	/	/	/	/
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	834.90	851.43	840.62	852.35
实收资本（亿元）	105.67	105.67	124.31	124.31
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	336.06	403.57	554.70	552.76
短期债务（亿元）	313.57	186.69	146.69	159.87
长期债务（亿元）	175.88	254.11	134.34	134.34
全部债务（亿元）	489.45	440.81	281.03	294.21
营业总收入（亿元）	*	*	0.00	0.00
营业成本（亿元）	*	*	0.00	0.00
其他收益（亿元）	*	*	*	0.00
利润总额（亿元）	54.28	45.95	46.39	-0.20
EBITDA（亿元）	58.60	49.21	48.97	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	*	*	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	432.73	2.22	2.50	0.00
经营活动现金流量净额（亿元）	-21.54	-1.25	-0.87	-0.44
投资活动现金流量净额（亿元）	2.81	48.16	58.06	-35.98
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.71	-41.46	-66.31	19.77
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（%）	100.00	100.00	--	--
营业利润率（%）	*	*	--	--
总资本收益率（%）	7.07	5.79	5.86	--
净资产收益率（%）	16.15	11.39	8.36	--
长期债务资本化比率（%）	34.36	38.64	19.50	19.55
全部债务资本化比率（%）	59.29	52.20	33.63	34.74
资产负债率（%）	59.75	52.60	34.01	35.14
流动比率（%）	100.98	133.44	131.36	133.32
速动比率（%）	100.98	133.44	131.36	133.32
经营现金流动负债比（%）	-6.71	-0.65	-0.58	--
现金短期债务比（倍）	0.08	0.16	0.14	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. “/” 表示相关数据未获取，“*” 表示数据过大或过小，“--” 表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供数据整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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

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，联合资信将在华能新能源股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对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，或者出现监管政策规定、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。