

华能国际电力股份有限公司
2026 年度第九期中期票据
(能源保供特别债) 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〔2026〕5897号

联合资信评估股份有限公司通过对华能国际电力股份有限公司及其拟发行的 2026 年度第九期中期票据（能源保供特别债）的信用状况进行综合分析和评估，确定华能国际电力股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，华能国际电力股份有限公司 2026 年度第九期中期票据（能源保供特别债）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

二〇二六年七月十四日

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国际电力股份有限公司（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。

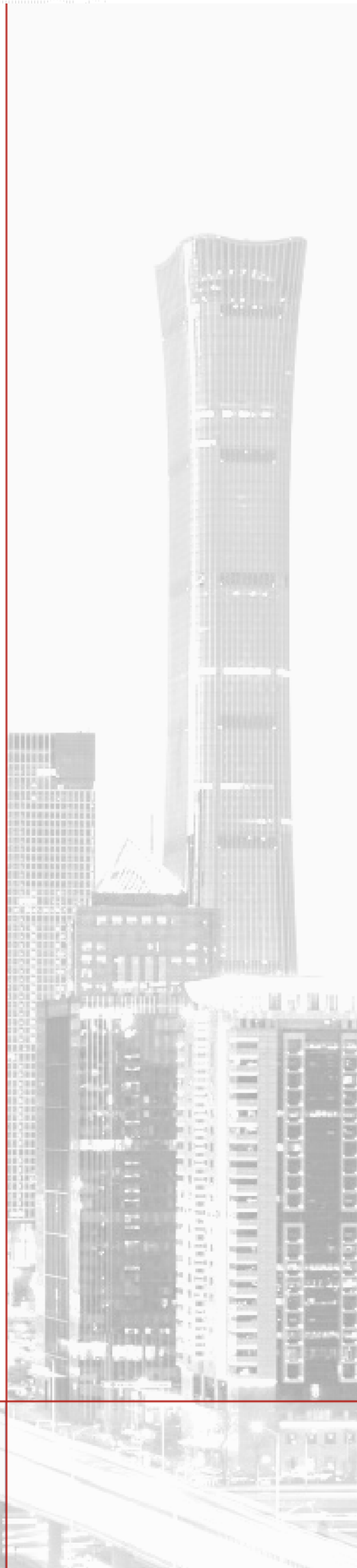
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



华能国际电力股份有限公司

2026 年度第九期中期票据（能源保供特别债）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	本次评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/14

债项概况 华能国际电力股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行华能国际电力股份有限公司 2026 年度第九期中期票据（能源保供特别债）（以下简称“本期债项”），发行规模 25.00 亿元，发行期限为 2+N（2）年，本期债项募集资金穿透将全部用于偿还能源保供特别债。本期债项无担保。本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

评级观点 公司在发电资产规模、区域布局、装备技术和资源条件等方面具有显著优势，行业地位极高；公司法人治理结构规范，部门设置及管理制度能够为其正常经营提供保障。近年来，公司装机规模持续增长，新能源装机占比进一步提升，电源结构持续优化，公司电厂分布广泛、机组技术先进，资产质量优良。2023 年以来，受境内售电量波动下降及电价持续下降影响，公司营业收入有所减少，但受益于煤炭价格下行，主营业务毛利率持续改善，经营稳定性强，经营风险极低。财务方面，公司债务负担相对较重，且在建项目存在持续资本支出需求，降杠杆压力仍存。但公司经营活动现金净流入持续扩大，对债务本息的保障能力有所增强；同时，公司依托控股股东的信用与资金支持，融资渠道畅通，具备很强的财务韧性，整体财务风险极低。综合公司经营风险和财务风险表现，公司整体偿债能力极强。

本期债项发行对公司现有债务结构影响较小。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障能力强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 电力行业作为国民经济的基础，未来，行业有望稳步发展，公司在中国华能集团有限公司中的定位清晰明确，有望获得持续支持。随着在建项目的陆续投产，公司在燃料供应、装机规模和电源结构等方面的优势将进一步增强。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：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：政策变动导致公司电力资产大规模关停，优质资产划出，债务负担显著加重。

优势

- **公司在发电资产规模、区域布局和装备技术等方面优势显著。近年来，公司装机容量保持增长，电源结构持续优化。**公司在中国境内的电厂广泛分布在二十六个省、自治区和直辖市；发电机组技术性能先进，具备领先的能效水平和市场竞争优势。2025 年，公司新增基建可控发电装机容量 11924 兆瓦。其中，新增风电及太阳能可控装机容量 7731 兆瓦。截至 2025 年底，公司可控发电装机容量达 155869 兆瓦。其中，低碳清洁能源装机占比为 41.01%。
- **受益于煤炭价格下降，公司盈利水平和经营获现规模持续提升。**2023—2025 年，受益于煤炭价格下降，公司主营业务毛利率持续提升，利润总额和经营活动现金流净额年均复合增长率分别为 34.85%和 21.54%。
- **公司最终控股股东综合实力极强，对公司支持力度大。**公司最终控股股东中国华能集团有限公司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。公司为其常规能源业务最终整合的唯一平台，在资产注入、资金等方面获得股东支持力度大。

关注

- **公司债务负担较重。**公司有息债务规模很大，截至 2025 年底，公司全部债务资本化比率为 60.49%，如将永续债调入长期债务，公司债务指标将进一步上升。公司现有在建项目预算规模大且建设周期较长，未来存在持续性资本支出需求，公司降债务杠杆压力较大。

- **公司整体盈利水平受经济周期波动、相关产业政策和燃料价格影响大。**燃料价格和上网电价的波动、环保投入增加以及电改政策的推进等因素对电力企业盈利水平影响大。近年来，受煤炭价格波动影响，公司利润总额波动明显。
- **本期债项在条款设置上具有一定特殊性。**本期债项具有赎回选择权、递延支付利息条款、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。此外，本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 电力企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	A	经营环境	宏观经济	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	F1	盈利能力		2
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
模型级别				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。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

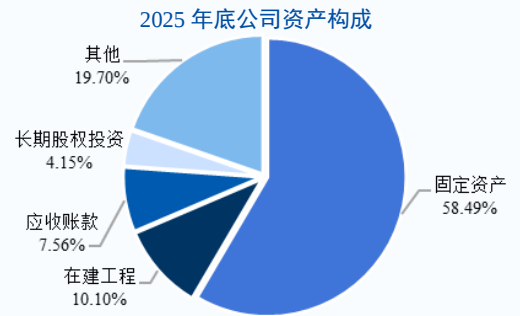
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	181.64	203.52	204.38	227.57
资产总额（亿元）	5411.59	5868.43	6117.90	6146.98
所有者权益（亿元）	1713.63	2030.48	2125.18	2070.07
短期债务（亿元）	1013.65	1132.34	1099.93	/
长期债务（亿元）	1969.99	1960.31	2153.63	/
全部债务（亿元）	2983.64	3092.65	3253.56	/
营业总收入（亿元）	2543.97	2455.51	2292.88	567.83
利润总额（亿元）	130.02	180.86	236.44	76.94
EBITDA（亿元）	470.71	517.49	582.53	--
经营性净现金流（亿元）	454.97	505.30	672.13	124.37
EBITDA 利润率（%）	18.50	21.07	25.41	--
总资产报酬率（%）	4.05	4.41	5.02	--
资产负债率（%）	68.33	65.40	65.26	66.32
全部债务资本化比率（%）	63.52	60.37	60.49	/
流动比率（%）	55.33	53.88	52.33	51.74
经营现金流动负债比（%）	27.74	28.27	38.46	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.18	0.19	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.89	5.98	7.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.34	5.98	5.59	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	2267.55	2326.20	2367.29	2240.34
所有者权益（亿元）	1461.43	1419.24	1399.21	1276.79
全部债务（亿元）	694.52	756.03	826.38	922.63
营业总收入（亿元）	296.23	286.81	265.16	67.67
利润总额（亿元）	36.55	14.59	74.89	15.41
资产负债率（%）	35.55	38.99	40.89	43.01
全部债务资本化比率（%）	32.21	34.76	37.13	41.95
流动比率（%）	34.76	18.73	15.94	14.70
经营现金流动负债比（%）	5.70	5.35	12.43	--

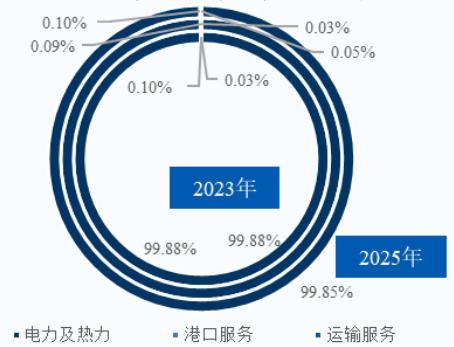
注：1.合并口径其他流动负债中的应付短期债券以及衍生金融负债分别调整计入短期债务和长期债务；

2.2026 年一季度数据未经审计；3. “/” 表示未获取

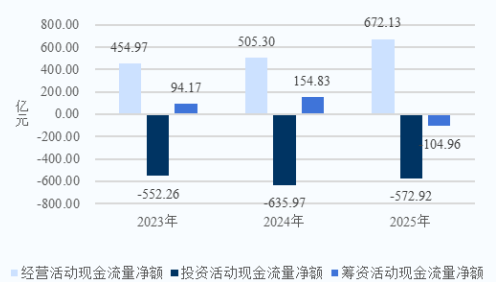
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



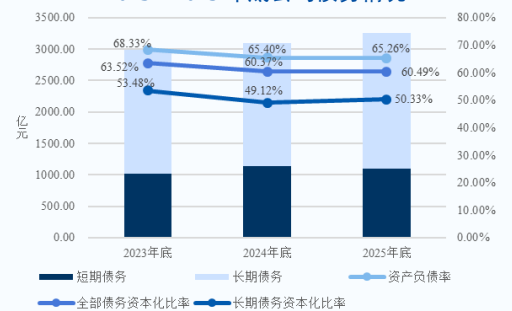
2023—2025 年公司主营业务收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年底公司债务情况



主体评级历史

主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/07/02	刘莉婕 樊思	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）	阅读全文
AAA/稳定	2017/09/14	王越 岳俊	公司债券信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	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编号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘莉婕 liulj@lhratings.com

项目组成员：樊 思 fansi@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

华能国际电力股份有限公司（以下简称“公司”或“华能国际”）成立于 1994 年 6 月，是经原国家经济体制改革委员会体改生（1994）74 号文《关于设立华能国际电力股份有限公司的批复》及原国家对外贸易经济合作部（1994）外经贸资三函字第 338 号文《关于设立华能国际电力股份有限公司的批复》批准，由华能国际电力开发公司（以下简称“华能开发”）与原河北省建设投资公司、福建投资开发总公司、原江苏省投资公司、原辽宁能源总公司、原大连市建设投资公司、原南通市建设投资公司以及原汕头市电力开发公司共同发起设立的股份有限公司，并先后于 1994 年、1998 年和 2001 年在纽约¹、香港和上海三地上市。截至 2025 年底，公司注册资本及实收资本均为 156.98 亿元，华能开发（持股 32.28%，无质押）为公司第一大股东，中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）为公司最终控股股东；国务院国资委为公司实际控制人。公司主营电力及热力业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力行业。

截至 2025 年底，公司本部根据经营管理需要内设多个职能部门；员工总数约 5.61 万人。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 6117.90 亿元，所有者权益 2125.18 亿元（含少数股东权益 700.49 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 2292.88 亿元，利润总额 236.44 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 6146.98 亿元，所有者权益 2070.07 亿元（含少数股东权益 724.93 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 567.83 亿元，利润总额 76.94 亿元。

公司注册地址：河北雄安新区启动区华能总部；法定代表人：王葵。

二、本期债项概况

公司拟发行华能国际电力股份有限公司 2026 年度第九期中期票据（能源保供特别债）（以下简称“本期债项”），发行规模 25 亿元，发行期限为 2+N（2）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。本期债项募集资金穿透将全部用于偿还能源保供特别债。本期债项无担保。

本期债项特征有别于普通中期票据，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照发行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。强制付息事件是指本期债项付息日前 12 个月内，如公司向普通股股东分红（按国有资产管理规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本，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其孳息。公司在有利息递延支付的情形下，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得向普通股股东分红（按国有资产管理规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本。

利率确定方式方面，本期债项采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。本期债项前 2 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 2 个计息年度内保持不变，前 2 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。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。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 2 年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的 1 个工作日，顺延期间不另计息）。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 2 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 2 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债项，则从第 3 个计息年度开始，每 2 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 2 个计息年度内保持不变，初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值，初始利差=前 2 个计息年度的票面利率-初始基准利率。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。

¹ 2022 年 6 月 17 日，公司申请自愿将其美国存托证券股份（“存托股”）从纽交所退市，并撤销该等存托股和对应外资普通股（人民币 1 元每股，“H 股”）的注册。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

（2）本期债项如不赎回，则于票面利率重置日将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，本期债项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债项利息支付，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：向普通股股东分红（按国有资产管理规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本。综上影响，公司选择递延支付利息的可能性小。

基于对本期债项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债项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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

四、行业分析

2025 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，全社会用电需求稳步增长。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，国家电网、电源工程保持较大投资规模，新能源装机增量明显，非化石能源发电量保持不断增长态势，对火电替代作用日益突显。预计 2026 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[《2026 年电力行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司在发电资产规模、区域布局、装备技术和资源条件等方面保持显著优势。

截至 2025 年底，公司可控发电装机容量达 155869 兆瓦，天然气发电、水电、风电、太阳能、生物质发电等低碳清洁能源装机容量占比为 41.01%（较 2024 年底提升 5.19 个百分点），公司可控发电装机占全国总装机的 4.01%。公司燃煤机组中，60 万千瓦以上的大型发电机组占比超 55%，包括 16 台已投产的百万千瓦等级超超临界机组和国内首次采用的超超临界二次再热燃煤发电机组。公司燃煤机组已完成超低排放改造并均装有脱硫、脱硝和除尘装置，各项指标均符合环保要求。公司风电单机 5 兆瓦及以上

大型风机的装机容量约占风电装机总容量的 43%。公司在中国境内的电厂广泛分布在二十六个省、自治区和直辖市。公司控股股东华能集团 2025 年煤炭产量为 1.09 亿吨，公司可充分利用集团内部的产业链和产能优势，通过产业协同实现煤炭资源的调控和控价，有效保障公司的燃料供应。

图表 1 • 截至 2025 年底公司境内可控发电机组构成情况（单位：兆瓦）

指标	装机容量
燃煤发电机组	91953
天然气发电机组	17700
风力发电机组	20618
太阳能发电机组	25069
水力发电机组	370
生物质发电机组	160
合计	155869

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 人员素质

公司管理层行业经验及管理经验丰富，管理能力强，可满足公司日常经营和发展需要。

截至 2025 年底，公司有董事和高级管理人员共 22 人，均在公司或电力行业内任职多年，技术水平及管理经验丰富，综合履职能力强。

王葵先生，1967 年 2 月出生。现任华能国际董事长、党委书记，华能集团总经理助理。曾任华能新疆开发有限公司副总经理、党组成员（2007 年 8 月至 2008 年 11 月援疆任克孜勒苏柯尔克孜自治州党委常委、副州长），华能国际山西分公司副总经理、党组副书记，总经理、党组副书记（主持工作），华能集团规划发展部主任，华能集团副总经济师兼规划发展部主任，华能集团火电建设中心主任、工程技经管理中心主任。毕业于北京大学光华管理学院高级管理人员工商管理专业，工商管理硕士。正高级工程师。

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

公司本部过往在公开市场发行债务融资工具无逾期或违约记录。截至 2026 年 7 月 14 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构规范。

公司按照《公司法》《证券法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》等规章制度。公司建立了股东会、董事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程，股东会是公司的权力机构，股东会行使审议批准董事会的报告等职能。董事会对股东会负责。

公司设董事会，由 18 名董事组成²，其中包括 1 名职工代表董事，独立董事占董事会成员的比例不得低于三分之一且至少包括 1 名会计专业人士。公司董事可以由高级管理人员兼任，但兼任高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的二分之一。董事会设董事长 1 人，副董事长 1 至 2 人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。

² 公司正积极推动董事的选举工作，目前公司经营正常，董事缺位不会对公司的治理结构和生产经营造成重大不利影响。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。公司总经理列席董事会会议；非董事总经理在董事会会议上没有表决权。

2 管理水平

公司主要管理制度能够满足日常经营管理需要。

公司在财务管理、关联交易、对外担保、子公司管理等方面制定了相关管理制度。通过全面梳理内外部风险和各项业务流程，公司制定了《内部控制手册》，从控制环境、风险评估、控制流程、信息与沟通、监控等五个方面，详细规定了收入、物资采购、燃料管理、资金管理等 25 个业务流程和组织结构、人力资源管理、反舞弊、风险管理等 19 个软要素，全面阐述公司的方针、政策，明确公司各岗位的工作程序和岗位职责，规范公司各项业务处理的标准流程，实现制度流程化。根据公司披露的《华能国际 2025 年度内部控制评价报告》，公司财务报告和财务报告内部控制不存在重大缺陷。

七、经营分析

1 经营概况

公司主营业务突出，电力及热力板块对收入贡献程度高。2023 年以来，公司主营业务收入持续减少，但毛利率持续提升。

公司主要收入来源仍为电力及热力业务，2023 年以来，境内售电量波动下降，叠加电价持续下降，使得主营业务收入持续减少。同时，受益于煤炭价格下降，公司成本压力缓解，主营业务毛利率持续提升。

2026 年一季度，公司实现营业总收入 567.83 亿元，同比下降 5.89%；营业利润率 18.53%，同比保持稳定。

图表 2 • 2023—2025 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力及热力	2461.56	99.88%	11.06%	2375.54	99.88%	14.38%	2209.61	99.85%	17.85%
港口服务	2.43	0.10%	34.05%	2.17	0.09%	29.30%	2.18	0.10%	25.81%
运输服务	0.64	0.03%	6.32%	0.72	0.03%	11.08%	1.05	0.05%	15.32%
合计	2464.63	100.00%	11.09%	2378.43	100.00%	14.39%	2212.85	100.00%	17.86%

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 业务经营分析

2023 年以来，公司装机容量持续增长，机组利用小时有所下降但整体运营效率仍保持较高水平，发售电量波动减少，综合上网电价小幅下降。公司煤炭采购总量及采购价格均持续下降。

近年来，公司不断调整电源结构，开拓水电、风电等可再生能源利用，使得清洁能源占比不断提升。同时，公司发展大容量、高参数、高效率、环保型燃煤发电机组，进一步调整区域布局。随着收购及新建机组的投产，公司装机规模持续增长。2025 年，公司新增基建可控发电装机容量 11924 兆瓦。其中新增火电机组可控发电装机容量 4193 兆瓦，风电机组可控发电装机容量 2378 兆瓦，太阳能可控发电装机容量 5353 兆瓦。截至 2025 年底，公司可控发电装机容量达 155869 兆瓦。

2023 年以来，受新能源等清洁能源挤占煤电发电空间等因素影响，公司燃煤机组利用小时数小幅减少，叠加新能源装机增量较大，公司平均机组利用小时持续减少；整体发电量及上网电量波动下降。上网电价方面，2023 年以来，公司境内电厂平均含税上网电价小幅下降。2023—2025 年，公司交易电量分别为 3959.07 亿千瓦时、3956.43 亿千瓦时、3739 亿千瓦时，占上网电量的比重为 88.40%、87.35%、85.43%，占比小幅下降。公司各电厂燃煤机组加权厂用电率变化不大；供电标准煤耗较为稳定。此外，公司全部燃煤机组均装有脱硫、脱硝和除尘装置，各项指标均符合环保要求。

图表 3 • 2023—2025 年公司境内机组运营指标

指标	2023 年	2024 年	2025 年
可控发电装机容量（兆瓦）	135655	145125	155869
发电量（亿千瓦时）	4746.77	4798.64	4631.14
上网电量（亿千瓦时）	4478.56	4529.39	4375.63
供热量（亿吉焦）	3.42	3.41	3.35
平均机组利用小时数（小时）	3776	3556	3111
燃煤机组利用小时数（小时）	4388	4285	3959
平均含税上网电价（元/千瓦时）	0.509	0.494	0.477
燃煤机组生产供电煤耗（克/千瓦时）	291.88	293.90	292.05
燃煤机组生产厂用电率	4.33%	4.44%	4.36%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

煤炭采购方面，公司采购模式主要包括长期协议采购和市场采购两种形式。2023 年以来，随着火电机组发电量小幅下降，公司煤炭采购量小幅下降。公司科学研判市场走势，持续优化电煤采购结构，2025 年长协煤采购占比同比下降。受益于煤炭市场供需形势持续改善，煤炭价格震荡下行，公司整体煤炭采购价格持续下降。公司盈利易受燃料价格波动影响，需关注未来煤炭价格变动趋势。

图表 4 • 2023—2025 年公司煤炭采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
长协煤	采购数量	10663	10669
	占采购总量比重	50.36%	51.65%
	采购价格	677	656
国内现货煤	采购数量	3340	3296
	占采购总量比重	15.78%	15.96%
	采购价格	780	687
进口煤	采购数量	7169	6693
	占采购总量比重	33.86%	32.40%
	采购价格	711	611
煤炭采购总量		21172	20658

资料来源：公司提供

经营效率方面，2023 年以来，公司各经营效率指标均有所下降。2025 年，公司收入和成本下降使得各经营效率指标均较上年小幅下降，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 4.81 次、15.30 次和 0.38 次。

3 未来发展

公司未来发展战略注重推动能源绿色低碳转型，在建项目以煤炭和新能源项目为主，预算规模大且建设周期较长，未来存在持续性的资本支出需求；项目建成后公司在装机规模和电源结构等方面的优势将进一步增强。

2026 年，公司将以聚力打造“三强三优”旗舰型上市发电公司为主线，全面推进安全风险防控、绿色低碳发展、提质增效升级、改革深化提升等主要工作任务。截至 2025 年底，公司在建项目主要包含煤炭及新能源项目；在建项目预算规模大，建设周期较长，未来存在持续性的资本支出需求。2026 年，公司计划资本支出约 621 亿元，主要用于火电及风电项目。在建项目建成投运后，公司在装机规模和电源结构等方面的优势将进一步增强。

图表 5 • 截至 2025 年底公司部分重要在建项目情况（单位：亿元）

工程名称	预算数	完工进度
滇东能源煤矿工程	145.07	81%
滇东雨汪煤矿工程	71.14	74%
雨汪二期基建项目	69.71	14%
大石桥市冠程新能源风力发电项目	41.21	39%

华能滨州新能源光伏发电项目	34.60	80%
华能德州电产高灵活性清洁高效热电联厂项目	69.12	25%
玉环二号海上风电工程	61.54	22%
华能山东半岛北 L 场址海上风电项目	58.31	72%
华能南通燃机发电有限公司燃气轮机创新发展示范项目	30.36	38%
华能中盐（常州）储能有限公司华能金坛压缩空气储能二期项目	40.52	43%
海门电厂 5、6 号机组基建项目	62.50	38%
合计	684.08	--

注：1.尾差系四舍五入所致；2.上表仅列示公司 2025 年年报披露的预算数超过 30 亿元的在建工程
资料来源：联合资信根据公司年报整理

八、财务分析

公司提供了 2023—2025 年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对 2023 年及 2024 年财务报告进行了审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2025 年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。2026 年一季度财务数据未经审计。2023 年以来，伴随业务规模扩大，公司合并范围新增部分子公司；公司会计政策连续，主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

1 资产质量

2023 年以来，公司资产规模增长，资产结构稳定，固定资产占比很高，应收账款对公司流动性形成占用，但考虑到公司资产的持续经营和盈利能力较强，受限资产占比极低，整体资产质量极好。

2023 年以来，新投运机组增加带动公司资产总额有所增长，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2025 年底，公司货币资金规模较为稳定（受限货币资金占比 7.25%）；应收账款较上年底小幅下降，但仍保持较大规模，对流动性形成占用，且集中度较高（截至 2025 年底前五大占比为 44.97%，主要为国家电网各省级电力公司）；期末燃料货值下降使得存货有所下降；其他流动资产主要为待抵扣增值税，规模保持稳定；新投运机组增加叠加基建及技改工程转固带动公司固定资产增长，在建工程小幅下降。截至 2025 年底，公司受限资产规模为 94.63 亿元，受限比例极低（1.55%），受限资产为固定资产、在建工程和货币资金，受限原因主要为借款抵押及偿债备付金、住房维修基金及履约保证金。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模及结构较上年底变化不大。其中，货币资金有所增加，存货规模大幅下降。

图表 6 • 2023—2026 年 3 月末公司资产主要构成科目及变化情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	907.44	16.77%	963.00	16.41%	914.69	14.95%	937.17	15.25%
货币资金	168.50	18.57%	199.32	20.70%	194.56	21.27%	217.35	23.19%
应收账款	458.26	50.50%	476.53	49.48%	462.57	50.57%	484.82	51.73%
存货	118.99	13.11%	134.44	13.96%	110.04	12.03%	79.07	8.44%
其他流动资产	48.93	5.39%	50.67	5.26%	51.97	5.68%	50.12	5.35%
非流动资产	4504.15	83.23%	4905.43	83.59%	5203.20	85.05%	5209.81	84.75%
固定资产（合计）	3078.67	68.35%	3285.11	66.97%	3579.35	68.79%	3556.13	68.26%
在建工程（合计）	577.90	12.83%	718.44	14.65%	671.40	12.90%	708.58	13.60%
资产总额	5411.59	100.00%	5868.43	100.00%	6117.90	100.00%	6146.98	100.00%

注：1.流动资产各科目占比系其占流动资产比例，非流动资产各科目占比系其占非流动资产比例；2.固定资产包括固定资产和固定资产清理，在建工程包括在建工程和工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

公司权益规模持续增长，但权益稳定性有待提升。公司负债总额及全部债务规模小幅增加，债务结构良好，债务指标较为稳定，但整体债务负担较重。考虑到其行业地位显著以及金融机构认可度高等因素，债务可接续性强。

所有者权益方面，2023—2025 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 11.36%。截至 2024 年底，公司所有者权益 2030.48 亿元，较上年底增长 18.49%。其中，公司发行永续中期票据带动其他权益工具较上年底增加 5.45 亿元；利润累积带动未分配利润大幅增加 43.71 亿元；由于成立四家有限合伙企业³，公司少数股东权益较上年底大幅增加 264.09 亿元。截至 2025 年底，公司所有者权益 2125.18 亿元，较上年底增长 4.66%。其中，公司偿还永续债券使得其他权益工具较上年底减少 26.32 亿元；利润累积带动未分配利润大幅增加 73.98 亿元；少数股东权益随少数股东损益累积而较上年底增加 44.16 亿元。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 7.39%、36.49%、7.86%、11.30%和 32.96%。截至 2026 年 3 月底，公司偿还永续债使得所有者权益规模略有下降，权益结构较上年底变化不大。公司其他权益工具和少数股东权益占比高，权益稳定性有待提升。

负债方面，2023 年以来，公司负债规模持续增长，负债结构以非流动负债为主。截至 2025 年底，公司负债规模小幅增加，负债结构较上年底变化不大。应付维修工程及物资款增加带动公司应付账款小幅增长；其他应付款主要为应付基建工程及设备款，2025 年支付了政府补助退还款使得期末其他应付款小幅下降。2025 年，公司新增债务主要为超短期融资券和中期票据，随着债券接续，一年内到期的非流动负债下降，其他流动负债和应付债券大幅增长。截至 2026 年 3 月底，公司负债规模及结构较上年底变化不大，其中短期借款较上年底大幅增长。

图表 7 • 2023—2026 年 3 月末公司负债主要构成科目及变化情况（单位：亿元）

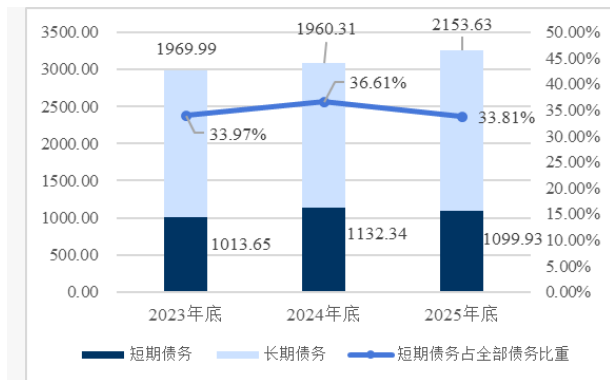
业务板块	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1639.99	44.35%	1787.38	46.57%	1747.81	43.78%	1811.46	44.43%
短期借款	572.33	34.90%	611.66	34.22%	619.32	35.43%	759.33	41.92%
应付账款	190.49	11.62%	164.53	9.21%	173.40	9.92%	165.77	9.15%
其他应付款（合计）	361.11	22.02%	413.58	23.14%	387.80	22.19%	386.28	21.32%
一年内到期的非流动负债	342.67	20.89%	411.53	23.02%	319.81	18.30%	295.22	16.30%
其他流动负债	67.46	4.11%	87.93	4.92%	125.10	7.16%	128.51	7.09%
非流动负债	2057.97	55.65%	2050.57	53.43%	2244.90	56.22%	2265.45	55.57%
长期借款	1623.48	78.89%	1518.28	74.04%	1570.67	69.97%	1591.30	70.24%
应付债券	280.38	13.62%	372.48	18.16%	499.69	22.26%	499.39	22.04%
负债总额	3697.97	100.00%	3837.95	100.00%	3992.72	100.00%	4076.91	100.00%

注：1.流动负债各科目占比系其占流动负债比例，非流动负债各科目占比系其占非流动负债比例；2.其他应付款包括应付利息、应付股利和其他应付款
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年以来，公司全部债务规模持续增长。截至 2025 年底，公司全部债务规模小幅增加，债务结构以长期债务为主，债务指标较为稳定。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 4028.94 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 77.94%、74.90%和 68.45%，较调整前分别上升 12.67 个百分点、14.42 个百分点和 18.12 个百分点。公司债务负担较重，考虑到公司行业地位显著以及金融机构认可度高等因素，其债务可接续性强，集中偿付压力较小。

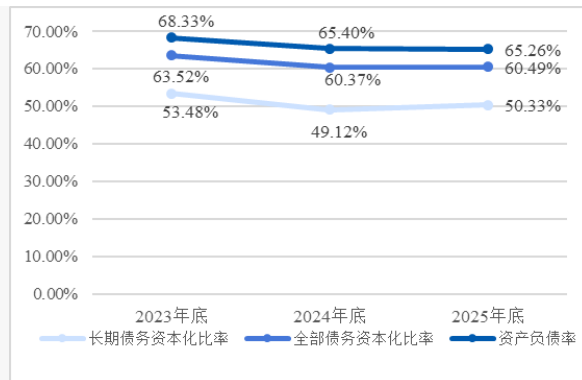
³2024 年 7 月，天津吉通电力科技合伙企业（有限合伙）成立，执行事务合伙人为华能吉林能源销售有限公司，出资额 60.10 亿元。该合伙企业由中信证券股份有限公司和华能国际全资子公司华能吉林发电有限公司等共同持股。
2024 年 8 月，汕头市勒门电力科技合伙企业（有限合伙）成立，出资额 61.92 亿元，该合伙企业由中国康富国际租赁股份有限公司，及华能国际旗下华能（广东）能源开发有限公司、华能广东能源销售有限责任公司共同持股。
2024 年 8 月，烟台华瑞电力科技合伙企业（有限合伙）成立，执行事务合伙人为山东丝路国际电力有限公司，出资额 47.45 亿元，该公司由公司旗下华能山东发电有限公司、山东丝路国际电力有限公司、中国康富国际租赁股份有限公司共同持股。
2024 年 9 月，南京如风电力发展合伙企业（有限合伙）成立，执行事务合伙人为华能南京六合风电有限公司，出资额 97.67 亿元。该公司由公司下属的华能南京六合风电有限公司、华能国际电力江苏能源开发有限公司、中国康富国际租赁股份有限公司共同持股。

图表 8 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



注：表中债务不含永续债
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

图表 9 • 公司债务负担情况



注：表中债务不含永续债
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

3 盈利能力及现金流

2023—2025 年，公司收入持续下降，受益于煤炭价格下降，利润总额和经营获现规模持续扩大。

盈利能力方面，2023 年以来，公司营业总收入持续下降。2025 年，境内售电量和电价同比下降使得公司营业总收入同比减少，受益于煤炭价格下降，公司营业成本降幅高于收入降幅，营业利润率同比增长，公司期间费用规模保持稳定。公司其他收益全部为政府补助，2024 年规模较小主要系济宁电厂拆迁事项未获批准，当期冲回政策性搬迁补偿款 10.97 亿元所致。投资收益主要来自长期股权投资。2025 年由于珞璜电厂为落实“上大压小”将于 2026 年和 2028 年分别拆除一期和二期机组、汕头电厂三个机组将陆续关停退出等事项，公司计提固定资产减值损失 19.08 亿元，非经常性损益对公司利润有一定影响。从盈利指标看，受益于利润规模扩大，公司盈利指标表现有所增强。与所选公司比较，公司盈利能力强。

2026 年一季度，公司实现营业总收入 567.83 亿元，同比下降 5.89%；营业利润率 18.53%，同比保持稳定；利润总额 76.94 亿元，同比下降 6.20%。

图表 10 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	2543.97	2455.51	2292.88	567.83
营业成本	2235.75	2083.63	1869.91	456.98
期间费用	170.87	161.72	160.92	36.75
其他收益	13.47	1.93	11.62	3.21
投资收益	27.97	12.43	11.41	4.81
资产减值损失	-29.72	-17.14	-20.17	0.00
利润总额	130.02	180.86	236.44	76.94
营业利润率 (%)	11.47	14.33	17.24	18.53
EBITDA 利润率 (%)	18.50	21.07	25.41	--
总资产报酬率 (%)	4.05	4.41	5.02	--
净资产收益率 (%)	5.30	6.95	9.18	--

注：2026 年一季度资产减值损失为 1.44 万元
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 2025 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	华电国际电力股份有限公司	大唐国际发电股份有限公司	国电电力发展股份有限公司
营业总收入 (亿元)	2292.88	1260.13	1212.55	1702.44
利润总额 (亿元)	236.44	106.48	128.47	177.96
销售毛利率 (%)	18.45	11.44	19.08	15.54
总资产报酬率 (%)	5.07	5.64	5.24	4.64
净资产收益率 (%)	10.30	8.89	9.41	12.40

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表及其他表格数据口径有一定差异

现金流方面，2023 年以来，公司经营活动现金流量净额持续扩大。2025 年，受益于煤炭价格下降，公司经营获现规模同比有

所增加，收入质量仍保持高水平。公司投资支出同比回落，经营获现规模能够覆盖投资支出，筹资活动现金流呈净流出，主要系分配股利和支付利息规模较大所致。考虑到在建项目预算规模大，建设周期较长，未来仍存在较大融资需求。

图表 12 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入量	2859.67	2782.85	2638.57	588.34
经营活动现金流出量	2404.70	2277.55	1966.44	463.97
经营活动现金流量净额	454.97	505.30	672.13	124.37
现金收入比	111.04%	112.34%	113.89%	102.76%
投资活动现金流量净额	-552.26	-635.97	-572.92	-90.71
筹资活动前现金流量净额	-97.29	-130.66	99.21	33.66
筹资活动现金流量净额	94.17	154.83	-104.96	-10.43

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 偿债指标

公司整体偿债能力指标有所增强。

2023 年以来，受益于公司经营向好，利润及经营获现规模增加，公司经营现金和 EBITDA 对债务和利息的保障能力表现向好，整体偿债能力指标有所增强。

图表 13 • 公司偿债能力指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债能力指标	经营现金/流动负债（%）	27.74	28.27	38.46
	经营现金/短期债务（倍）	0.45	0.45	0.61
	现金类资产/短期债务（倍）	0.18	0.18	0.19
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	470.71	517.49	582.53
	全部债务/EBITDA（倍）	6.34	5.98	5.59
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.16	0.21
	EBITDA/利息支出（倍）	4.89	5.98	7.21
	经营现金/利息支出（倍）	4.73	5.84	8.32

注：1.经营现金指经营活动现金流量净额，下同；2.表中全部债务不含永续债券
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

对外担保方面，截至 2025 年底，公司对外担保余额为 0.18 亿元，为控股子公司华能海南发电股份有限公司对中国华能集团燃料有限公司的担保，代偿风险较小。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司及其子公司所获银行授信额度中未使用额度超 4300 亿元；获得中国华能财务有限责任公司（以下简称“华能财务公司”）授信额度 364.98 亿元，实际发生额 320.01 亿元。

5 公司本部财务分析

公司本部主要承担管理及部分经营业务，收入在合并口径占比小，盈利主要来自投资收益。

公司本部主要承担管理及部分经营业务。2025 年，公司本部资产和权益规模变动不大；发行债券使得负债总额和有息债务规模增长；若将永续中期票据调整至长期债务，公司本部实际债务负担有所加重。2025 年，公司本部营业收入为 265.16 亿元，同比小幅下降，投资收益 84.09 亿元，利润总额 74.89 亿元，利润依赖投资收益。

九、ESG 分析

公司推动能源低碳转型，新能源装机占比稳步提升，积极履行作为央企的社会责任，ESG 治理成果良好。整体看，公司 ESG 表现佳，可满足其可持续经营需求。

环境方面，公司煤电机组占比较高，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司火电优化稳步实施，科学发展清洁高效煤电项目，新能源装机容量及占比稳步提升。公司不断健全完善节能管理体系，各主力机型主要能耗指标保持较好水平，污染物排放符合相关要求。

社会责任方面，公司重视人才发展和员工权益保障，建立健全员工权益保证体系及培训体系。公司在采购管理和供应商管理方面对所有供应商遵循“分类管理、严格准入、量化评价、动态维护”的管理原则，供应商准入制度、供应商考核执行情况良好。下游客户方面，公司制定多项营销相关制度，提升客户服务质量和满意度。公司重视安全生产管理；积极响应政府政策，参与地方帮扶工作。

管理方面，公司董事会对 ESG 治理和披露承担全部责任，定期召开会议听取管理层关于 ESG 重大事项的汇报，评估和确定公司 ESG 方面的重大风险。

十、外部支持

1 支持能力

公司控股股东综合实力极强。

公司最终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、规模经济效益、环保节能等多方面具有显著优势。华能集团目前已形成“电为核心、煤为基础、金融支持、科技引领、产业协同”的战略布局，电力装机容量规模优势显著。截至 2025 年底，华能集团合并资产总额 18089.52 亿元，所有者权益 5761.62 亿元（含少数股东权益 3840.44 亿元）；2025 年，华能集团实现营业总收入 3869.87 亿元，利润总额 569.01 亿元。

2 支持可能性

控股股东对公司支持力度大。

华能集团于 2014 年 6 月公开承诺将公司作为其常规能源业务最终整合的唯一平台，并在资产注入、资金等方面给予公司大力支持。截至 2025 年底，华能财务公司向公司提供总额为 364.98 亿元的授信，实际发生额 320.01 亿元。

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

本期债项发行对公司现有债务结构影响较小。

公司本期债项发行规模为 25.00 亿元，分别占公司 2025 年底长期债务和全部债务的 1.16%和 0.77%，对公司现有债务结构影响较小。

本期债项在公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，公司在会计初始确认时将其计入所有者权益。以 2025 年底财务数据为基础，若将本期债项及存续永续债计入长期债务，本期债项发行后，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.03%、75.02%和 68.64%。考虑到本期债项募集资金将用于偿还到期债务，公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障能力强。

图表 14 • 本期债项发行后长期债务偿还能力测算

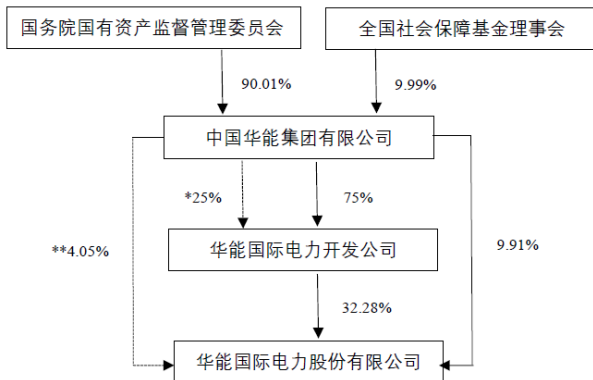
项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元）	2954.01
经营现金流入/长期债务（倍）	0.89
经营现金/长期债务（倍）	0.23
长期债务/EBITDA（倍）	5.07

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2025 年度数据；3.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告及公开资料整理

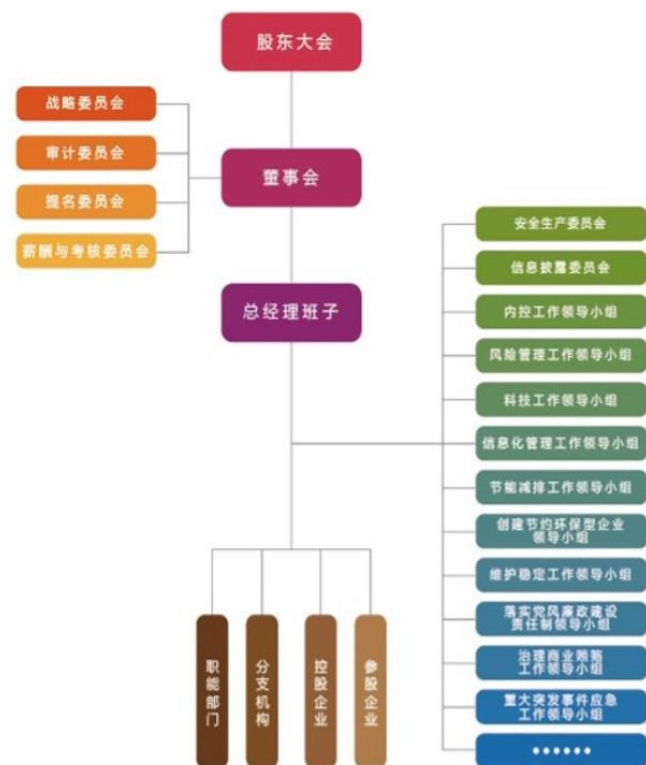
十二、评级结论

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 公司股权结构图（截至 2025 年底）



附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例
华能山东发电有限公司	424146.00	电力、热力生产和供应	80%
华能国际电力江苏能源开发有限公司	1585340.00	电力、热力生产和供应	100%
中新电力（私人）有限公司	14764.21 万美元	电力生产和供应	100%
华能（浙江）能源开发有限公司	675053.85	电力、热力生产和供应	100%
华能（广东）能源开发有限公司	627100.14	电力、热力生产和供应	100%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	181.64	203.52	204.38	227.57
应收账款（亿元）	458.26	476.53	462.57	484.82
其他应收款（合计）（亿元）	30.36	35.02	34.66	38.84
存货（亿元）	118.99	134.44	110.04	79.07
长期股权投资（亿元）	226.85	246.46	253.90	257.26
固定资产（合计）（亿元）	3078.67	3285.11	3579.35	3556.13
在建工程（合计）（亿元）	577.90	718.44	671.40	708.58
资产总额（亿元）	5411.59	5868.43	6117.90	6146.98
实收资本（亿元）	156.98	156.98	156.98	156.98
少数股东权益（亿元）	392.24	656.33	700.49	724.93
所有者权益（亿元）	1713.63	2030.48	2125.18	2070.07
短期债务（亿元）	1013.65	1132.34	1099.93	/
长期债务（亿元）	1969.99	1960.31	2153.63	/
全部债务（亿元）	2983.64	3092.65	3253.56	/
营业总收入（亿元）	2543.97	2455.51	2292.88	567.83
营业成本（亿元）	2235.75	2083.63	1869.91	456.98
其他收益（亿元）	13.47	1.93	11.62	3.21
利润总额（亿元）	130.02	180.86	236.44	76.94
EBITDA（亿元）	470.71	517.49	582.53	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2824.70	2758.53	2611.41	583.49
经营活动现金流入小计（亿元）	2859.67	2782.85	2638.57	588.34
经营活动现金流量净额（亿元）	454.97	505.30	672.13	124.37
投资活动现金流量净额（亿元）	-552.26	-635.97	-572.92	-90.71
筹资活动现金流量净额（亿元）	94.17	154.83	-104.96	-10.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.67	5.16	4.81	--
存货周转次数（次）	18.18	16.44	15.30	--
总资产周转次数（次）	0.49	0.44	0.38	--
现金收入比（%）	111.04	112.34	113.89	102.76
营业利润率（%）	11.47	14.33	17.24	18.53
总资本收益率（%）	3.84	4.27	4.94	--
净资产收益率（%）	5.30	6.95	9.18	--
EBITDA 利润率（%）	18.50	21.07	25.41	--
总资产报酬率（%）	4.05	4.41	5.02	--
长期债务资本化比率（%）	53.48	49.12	50.33	/
全部债务资本化比率（%）	63.52	60.37	60.49	/
资产负债率（%）	68.33	65.40	65.26	66.32
流动比率（%）	55.33	53.88	52.33	51.74
速动比率（%）	48.08	46.36	46.04	47.37
经营现金流动负债比（%）	27.74	28.27	38.46	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.18	0.19	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.89	5.98	7.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.34	5.98	5.59	--

注：1. 合并口径其他流动负债中的应付短期债券以及衍生金融负债分别调整计入短期债务和长期债务；2. 2026 年一季度数据未经审计；3. “/” 表示未获取；4. 其他应收款包括应收利息、应收股利和其他应收款；固定资产包括固定资产和固定资产清理，在建工程包括在建工程和工程物资
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.49	8.75	5.82	2.93
应收账款（亿元）	36.83	34.77	29.01	33.29
其他应收款（合计）（亿元）	63.15	18.15	11.24	12.54
存货（亿元）	14.73	18.68	15.62	10.12
长期股权投资（亿元）	1706.97	1794.63	1863.74	1759.34
固定资产（合计）（亿元）	217.95	197.15	184.62	187.22
在建工程（合计）（亿元）	7.18	14.21	12.04	4.64
资产总额（亿元）	2267.55	2326.20	2367.29	2240.34
实收资本（亿元）	156.98	156.98	156.98	156.98
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	1461.43	1419.24	1399.21	1276.79
短期债务（亿元）	297.26	353.65	325.37	401.59
长期债务（亿元）	397.26	402.38	501.01	521.04
全部债务（亿元）	694.52	756.03	826.38	922.63
营业总收入（亿元）	296.23	286.81	265.16	67.67
营业成本（亿元）	276.58	261.92	229.27	56.70
其他收益（亿元）	1.48	-9.82	0.75	0.24
利润总额（亿元）	36.55	14.59	74.89	15.41
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	336.28	326.57	305.44	64.79
经营活动现金流入小计（亿元）	342.51	329.73	308.28	65.44
经营活动现金流量净额（亿元）	22.79	26.79	57.69	-10.57
投资活动现金流量净额（亿元）	-139.16	-33.48	-4.07	127.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	110.78	11.37	-56.84	-119.49
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.96	8.01	8.31	--
存货周转次数（次）	20.52	15.68	13.37	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.12	0.11	--
现金收入比（%）	113.52	113.86	115.19	95.74
营业利润率（%）	5.71	7.42	11.94	14.97
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.25	0.93	5.35	--
EBITDA 利润率（%）	/	/	/	--
总资产报酬率（%）	2.62	1.53	4.08	--
长期债务资本化比率（%）	21.37	22.09	26.37	28.98
全部债务资本化比率（%）	32.21	34.76	37.13	41.95
资产负债率（%）	35.55	38.99	40.89	43.01
流动比率（%）	34.76	18.73	15.94	14.70
速动比率（%）	31.08	15.00	12.57	12.39
经营现金流动负债比（%）	5.70	5.35	12.43	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.02	0.02	0.01
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2026 年一季度数据未经审计；2. “/”表示未获取；3. 其他应收款包括应收利息、应收股利和其他应收款，固定资产包括固定资产和固定资产清理，在建工程包括在建工程和工程物资

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ⁴	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ⁵ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×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
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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 ⁶	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/ (流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/ (流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

⁴ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/ (平均存货净额+平均合同资产)

⁵ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率= (利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%

⁶ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率= (流动资产合计-存货-合同资产) / 流动负债合计×100%

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

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。

华能国际电力股份有限公司（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。