

# 华能国际电力股份有限公司公司债券 2009 年跟踪评级报告

债券名称	2007 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）		
担保主体	中国建设银行、中国银行		
发行规模	人民币 10 亿元（5 年期）	人民币 17 亿元（7 年期）	人民币 33 亿元（10 年期）
存续期限	2007/12/25-2012/12/25	2007/12/25-2014/12/25	2007/12/25-2017/12/25
首次评级时间	2007/10/22		
首次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望：稳定
上次跟踪时间	2008/04/28		
上次跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望：稳定
本次跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望：稳定

债券名称	2008 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）		
担保主体	华能国际电力开发公司		
发行规模	人民币 40 亿元		
存续期限	2008/05/08-2018/05/08		
首次评级时间	2008/04/22		
首次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望：稳定

## 概况数据

华能国际	2006	2007	2008	2009.Q1
所有者权益（亿元）	493.99	507.66	415.73	425.30
总资产（亿元）	1121.52	1221.39	1645.88	1683.42
总债务（亿元）	535.49	605.47	1098.20	1121.40
营业总收入（亿元）	444.34	504.35	678.25	161.16
营业毛利率（%）	23.88	18.82	1.40	14.13
EBITDA（亿元）	163.34	167.59	72.78	-
所有者权益收益率（%）	13.80	12.64	-10.13	-
资产负债率（%）	55.95	58.44	74.74	74.74
总债务/EBITDA（X）	3.28	3.61	15.09	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.58	5.91	1.44	-

## 基本观点

2008年，在宏观经济增速回落的背景下，社会用电量需求增速明显放缓，华能国际电力股份有限公司（以下简称为“华能国际”或“公司”）业务运营相对平稳，规模持续扩大，营业收入和发电量保持稳定，行业地位稳固。但同期受用电需求增速下滑和电煤成本上涨等因素的影响，公司业绩出现亏损。中诚信评估将持续关注宏观经济波动对用电需求的影响，以及电价调整、煤价波动等因素和公司项目进展情况对公司信用水平的影响。

中国建设银行股份有限公司（以下简称“中国建设银行”或者“建行”）和中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”或者“中行”）分别为“2007年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”提供各30亿元的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。华能国际电力开发公司（以下简称“华能开发”）为“2008年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中诚信评估维持发行主体华能国际主体信用等级为AAA，维持“2007年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”和“2008年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级为AAA，评级展望稳定。

## 正面

- 装机容量持续增长。截至 2008 年末，公司可控装机容量 4,219.9 万千瓦，权益装机容量 3,915.9 万千瓦，同比分别增加 479.5 万千瓦和 658.4 万千瓦，继续保持中国最大发电类上市公司地位。
- 营业收入和发电量保持增长。2008 年，在宏观经济增速下滑和用电需求萎缩的背景下，公司实现营业收入 678.25 亿元，同比增长 34.48%。累计完成合并报表口径发电量 1,846.28 亿千瓦时，同比增长 6.30%。
- 单位煤耗持续下降。2008 年，公司平均供电标准煤耗 325.94 克/千瓦时，同比降低 2.83 克/千瓦时，低于可比上市公司。
- 积极拓展海外业务。2008 年，公司通过收购进

中国建设银行	2006	2007	2008
资产总额(亿元)	54,485.11	65,981.77	75,554.52
净利润(亿元)	463.22	690.53	925.99
平均资本回报率(%)	14.99	18.35	20.81
平均资产回报率(%)	0.92	1.15	1.31
不良贷款率(%)	3.29	2.60	2.21
资本充足率(%)	12.11	12.58	12.16
中国银行	2006	2007	2008
资产总额(亿元)	53,320.25	59,955.53	69,556.94
净利润(亿元)	480.58	562.29	635.39
平均资本回报率(%)	14.14	12.89	13.39
平均资产回报率(%)	0.95	0.99	0.98
不良贷款率(%)	4.04	3.12	2.65
资本充足率(%)	13.59	13.34	13.43
华能开发	2006	2007	2008
所有者权益(亿元)	532.44	556.16	463.49
总资产(亿元)	1,218.04	1,389.83	1,860.62
总债务(亿元)	533.64	658.85	1,181.55
营业总收入(亿元)	464.97	527.19	721.47
营业毛利率(%)	23.97	19.08	1.61
EBITDA(亿元)	173.49	177.27	84.90
所有者权益收益率(%)	13.22	12.03	-9.96
资产负债率(%)	56.29	59.98	75.09
总债务/EBITDA(X)	3.08	3.72	13.92
EBITDA 利息倍数(X)	9.07	8.22	1.79

注：1、公司 2009 年第一季度 EBITDA 因缺乏数据无法计算

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

入新加坡电力市场，占据当地超过 25% 的市场份额，海外拓展取得有效进展。

- 融资渠道通畅，财务弹性较大。公司充分利用资本市场的融资渠道，于 2008 年 5 月成功发行了 40 亿元公司债券，并分别于 2008 年 7 月和 2009 年 2 月发行了两期各 50 亿元的短期融资券。同时，截至 2009 年 1 月初，公司拥有未使用银行授信 281 亿元，作为在三地上市的企业，公司融资渠道通畅，财务弹性较大。

## 关 注

- 中国用电增速回落。受经济危机影响，2008 年中国重点行业用电需求增速下滑，发电量增速明显回落，发电利用小时数下降显著。
- 电煤价格波动。2008 年，煤价持续攀升并保持高位运行，公司成本压力加大，毛利率从 2007 年的 18.82% 下降至 1.40%。尽管 2008 年以来国家两度调整电价，但电价的小幅调整难以有效消化成本上升带来的压力。
- 公司债务增长较快，负债水平较高。截至 2008 年末，公司资产负债率为 74.74%，总资本化比率为 72.54%，分别同比增长了 16.30 个百分点和 18.15 个百分点。未来几年公司仍将保持较大的建设规模，资本支出较多，公司的债务水平还将有所上升。

## 分 析 师

田 蓉 rtian@ccxr.com.cn

杨 柳 lyang@ccxr.com.cn

Tel: (010) 66428855 (021) 51019090

Fax: (010) 66420866 (021) 51019030

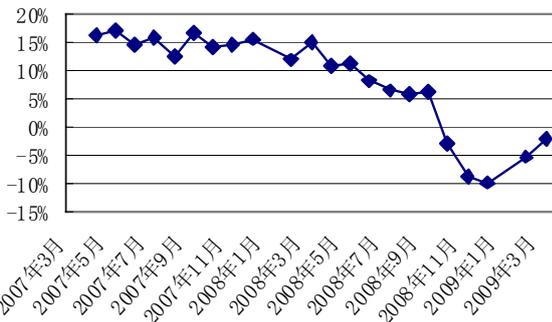
2009 年 5 月 11 日

### 行业分析

受经济危机影响，2008年中国重点行业用电需求增速下滑，发电量增速明显回落，发电利用小时数下降显著

2008年以来，席卷全球的金融危机对中国实体经济造成了较大冲击，电力消费增速明显放缓，各月用电增速持续下滑（图1）。据《2008电力监管年度报告》，钢铁、有色、化工、建材四大行业用电量增幅从2007年的20.17%下降到2008年的3.85%，从而导致了全社会用电量增速的明显下滑。2008年，全社会用电量34,268亿千瓦时，同比仅增长5.23%，增速回落9.57个百分点，第四季度甚至出现负增长。全国电力消费弹性系数为0.58，是自2000年来首次小于1。2009年一季度，中国经济受金融危机的影响仍在持续。2009年1~3月，全国全社会用电量7809.90亿千瓦时，同比下降4.02%。

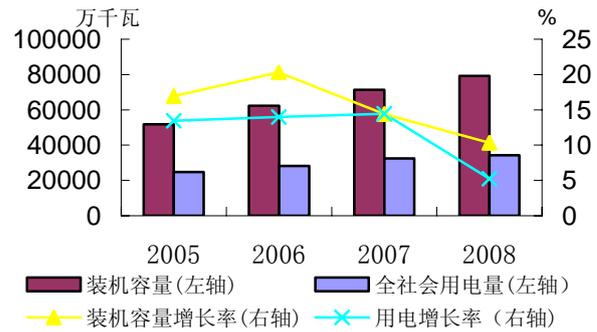
图 1：2007.1~2009.3 中国月度用电量同比增速



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

受需求下降影响，当年，中国的发电量增速也出现回落。发电量为34,334亿千瓦时，同比增长5.18%，增幅较去年减少9.26个百分点，其中火电发电量27,793亿千瓦时，水电发电量5,633亿千瓦时，分别同比增长2.16%和19.50%，火电发电量增幅回落11.66个百分点，水电发电量增幅上升了1.89个百分点。与此同时，发电设备利用小时数明显下降。当年，中国发电设备平均利用小时累计值为4,677小时，同比下降337个小时。其中火电设备利用小时数为4,911小时，同比下降427个小时。2009年1~3月，中国发电设备累计平均利用小时为1009小时，同比降低151小时。其中，火电设备平均利用小时数为1100小时，同比下降186小时。

图 2：2005~2008 中国电力增长情况

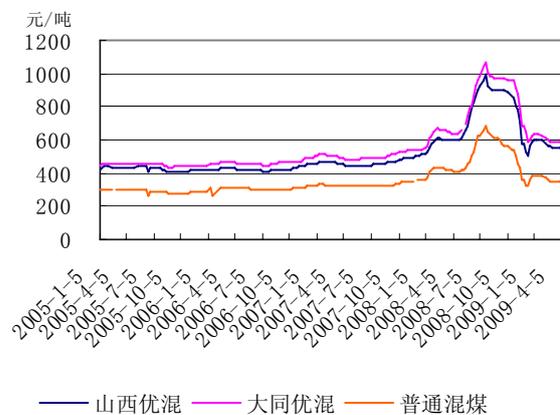


资料来源：中电联统计信息，中诚信评估整理

### 2008年，煤价高涨和电价调整滞后，火电行业大面积亏损

2007年底，受恶劣天气的影响，电力需求加大，电煤运转困难，导致煤价持续快速高涨，2008年全年的煤炭均价同比大幅上涨约55%。2008年10月以来，受经济危机的影响，高能耗行业增速下滑，能源需求回落，从而使煤炭库存大幅增加，煤炭价格有所回落。进入2009年，煤炭价格已基本跌至2008年年初水平。但2008年平均煤价的高位对火电行业的盈利造成了巨大冲击。

图 3：2005.1~2009.4 中国电煤平均售价情况



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

针对煤价的高涨和电力行业的普遍亏损，国家分别于2008年7月1日和8月20日两次上调电价。

表 1：2008 年以来电价调整情况

日期	调整情况
2008年7月1日	全国除西藏自治区之外的省级电网销售电价平均每千瓦时提高 0.025 元
2008年8月20日	全国火电企业上网电价平均每千瓦时提高 0.02 元，电网经营企业电力用户的销售电价不做调整

资料来源：中诚信评估整理

在电价上调的同时，国家发改委发布了电煤限价令，自2008年6月19日至2008年12月31日，对电煤价格实施临时干预，以6月19日电煤实际结算价格为最高限价。第一次电煤限价并未取得预期效果，发改委又于7月24日再次发出限价令，对港口动力煤价格进行限制，要求秦皇岛、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格，不得超过6月19日价格水平。

总体来看，2008年，由于煤价的暴涨和电价调整的滞后，火电行业出现大面积亏损，全行业亏损面达到90%以上。短期看，国家相应政策的实施将一定程度缓和燃煤发电机组运行压力，但电价的涨幅还远不足以消化电煤价格上涨所带来的成本的增加，要解决“市场煤、计划电”的现状，还需有更有效的措施，并建立更加可行的长效机制。

2009年，煤价有所下跌，煤炭供应整体由紧张趋于缓和，但由于供需双方价格分歧，2009年电煤重点合同至今仍未签订。我们将持续关注电煤合同签订的情况。

## 业务运营

2008年，公司营业收入达到678.25亿元，同比增长34.48%；受燃料成本较快增长的影响，2008年公司毛利率下滑至1.40%，从而导致净亏损42.13亿元。

## 电力资产

截至2008年末，公司在中国境内全资拥有17家运营电厂、控股13家营运电厂公司、参股5家营运电力公司，并在新加坡全资拥有一家营运电力公司，是中国规模最大的发电类上市公司。

表2：截至2008年末公司与主要电力上市公司规模对比

单位:万千瓦	华能国际	大唐发电	华电国际	国电电力
可控装机容量	4,219.9	2,509.67 <sup>1</sup>	2,299.35	1,361.4
权益装机容量	3,915.875	-	1,847.33	1,108.87

资料来源：上述公司定期报告，中诚信评估整理

在装机容量方面，截至2008年末，公司可控装机容量4,219.9万千瓦，权益装机容量3,915.875万千瓦，分别较2007年末增加479.5万千瓦和658.375万千瓦。2008年，公司新投入运营的有河

北上安三期两台各60万千瓦机组和山东日照二期两台各68万千瓦机组。另外，公司于2008年6月收购了新加坡大士能源有限公司（以下简称“大士能源”）267万千瓦发电资产的全部权益。

2009年3月末，公司可控发电装机容量为4,093.9万千瓦，权益发电装机容量为3,920.3万千瓦。

表3：截至2008年末公司运营电厂发电资产分布

电厂	装机容量	供应电网	权益
大连	4 x 35	东北电网	100
丹东	2 x 35	东北电网	100
营口	2 x 60, 2 x 32	东北电网	100
福州	4 x 35	福建电网	100
南通	2 x 35.2, 2 x 35	江苏电网	100
南京	2 x 32	江苏电网	100
上安	2 x 30, 2 x 35, 2 x 60	河北电网	100
石洞口一厂	2 x 32.5, 32, 30	上海电网	100
石洞口二厂	2 x 60	上海电网	100
汕头燃煤	2 x 30, 60	广东电网	100
德州	33, 32, 2 x 30, 2 x 70	山东电网	100
济宁	2 x 13.5, 11	山东电网	100
长兴	12.5, 13.5	浙江电网	100
玉环	4 x 100	浙江电网	100
井冈山	2 x 30	江西电网	100
辛店	2 x 22.5	山东电网	100
	2 x 30		95
淮阴	22	江苏电网	100
	4 x 33		63.64
太仓	2 x 32, 2 x 63	江苏电网	75
上海燃机	3 x 39	上海电网	70
平凉	4 x 30	甘肃电网	65
威海	2 x 30	山东电网	60
榆社	2 x 10, 2 x 30	山西电网	60
沁北	4 x 60	河南电网	60
珞璜	4 x 36, 2 x 60	重庆电网	60
岳阳	2 x 36.25, 2 x 30	湖南电网	55
金陵燃机	2 x 39	江苏电网	60
邯峰	2 x 66	河北电网	40
日照	2 x 68	山东电网	100
大士能源	2 x 60, 4 x 36.75	新加坡	100
<b>合计</b>	<b>4,219.9 (可控)</b>		

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

在建项目方面，截至2008年末公司在建项目规划投资总规模255.5亿元，到2010年拟新增投产可控装机规模447.2万千瓦。根据公司规划，到2010年，公司发电装机容量将超过6,000万千瓦。

<sup>1</sup> 该数据为大唐发电管理的装机容量

表 4: 截至 2008 年末公司在建项目

	投资比例	装机容量 (万千瓦)	总投资 (亿元)	预计投产时间	项目进展
海门一期	100%	2 x 103.6	92.1	2009	已核准
化德风电	99%	5	5	2009	已核准
金陵二期	60%	1 x 103	82	2010	已核准
井冈山二期	100%	1 x 66	44.8	2009	已核准
营口热电	100%	2 x 33	31.6	2009-2010	已核准
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>447.2</b>	<b>255.5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

注: 金陵二期和井冈山二期的预计总投资中均包含了第二台机组的预计投资额。

资料来源: 公司提供, 中诚信评估整理

总体来看, 公司作为中国规模最大的发电类上市公司, 在经营规模上具有明显优势, 随着在建项目的顺利进行和陆续投入运营, 公司高参数、大容量机组的比例将逐步增加, 发电资产规模优势将更加稳固。

### 电力生产及销售

2008 年, 公司境内各运营电厂累计完成合并报表口径发电量 1,846.28 亿千瓦时, 较 2007 年同口径增长 6.30%。大士能源累计完成发电量 98.41 亿千瓦时, 同比增长 0.06%。

表 5: 2008 年公司与主要电力上市公司发电量对比

	华能国际	大唐发电	华电国际	国电电力
发电量(亿千瓦时)	1,846.28	1266.89	1006.76	604.29
同比增长	6.30%	7.12%	27.12%	-1.06%

资料来源: 上述公司定期报告, 中诚信评估整理

2008 年第四季度以来, 受国际金融危机的影响, 国内电力市场用电需求持续下降。2009 年 1~3 月, 公司境内合并报表口径累计完成发电量 418.24 亿千瓦时, 同比下降 9.28%; 大士能源完成发电量 20.77 亿千瓦时, 同比下降 15.32%。预计随着经济的逐步回暖和公司在建项目的陆续投产, 公司发电量仍具有良好的增长潜力。

表 6: 公司境内发电厂发电量情况

电厂/发电公司	2008		2009.Q1	
	发电量(亿千瓦时)	同比增长(%)	发电量(亿千瓦时)	同比增长(%)
大连电厂	91.02	-11.00	18.17	-24.45
福州电厂	81.29	-0.09	19.21	-5.83
南通电厂	83.29	-0.19	16.32	-24.44
上安电厂	92.99	28.87	23.45	44.04
上海石洞口二	75.34	-5.32	18.38	-19.88
德州电厂	140.22	6.07	31.83	-7.20
上海石洞口一	67.57	-3.33	17.10	-18.38
汕头燃煤电厂	70.20	-5.24	13.87	-26.61
丹东电厂	42.09	-14.81	8.48	-19.26
南京电厂	34.69	-5.17	9.06	8.55
济宁电厂	22.90	-11.21	6.32	-3.36
长兴电厂	15.16	-5.43	3.48	-22.67
玉环电厂	194.42	65.15	39.05	15.94
辛店电厂	42.41	-11.37	8.15	-30.93
营口电厂	107.35	72.95	20.45	-21.59
井冈山电厂	32.02	-9.21	6.75	8.02
威海电厂	44.95	10.31	8.93	-15.99
太仓电厂	103.89	-3.96	25.18	0.96
淮阴电厂	74.58	-12.66	15.83	-19.89
榆社电厂	49.51	-13.02	9.39	14.12
沁北电厂	105.14	47.67	29.94	38.16
珞璜电厂	115.06	2.36	24.87	-23.41
岳阳电厂	60.16	-10.85	11.25	-43.78
上海燃机	5.98	12.20	0.32	88.24
平凉电厂	72.01	-11.21	14.06	-40.78
金陵燃机	22.04	-1.69	5.22	19.18
日照二期 <sup>2</sup>	-	-	13.18	-
<b>合计</b>	<b>1,846.28</b>	<b>6.30</b>	<b>418.24</b>	<b>-9.28</b>

资料来源: 公司临时公告, 中诚信评估整理

公司 2008 年境内火电机组平均利用小时数为 5,246 小时 (不含燃机), 同比下降 410 小时, 但比全国平均水平高 335 小时, 体现出公司在发电资产质量和布局上的优势。

供电煤耗方面, 2008 年, 公司平均供电标准煤耗为 325.94 克/千瓦时, 同比降低 2.83 克/千瓦时。总体来看, 公司关停小机组、新建大容量机组的陆续投产, 平均机组容量增大, 机组性能提高, 使得单位煤耗持续降低。

环保方面, 2008 年, 公司共关停小机组 25 万千瓦。截至 2008 年底, 公司已累计关停 (拆除) 小机组 89.675 万千瓦, 其中, 与国家签订的“十一

<sup>2</sup> 该电厂于 2008 年 12 月投产

五”关停小火电责任书规定的关停机组容量为 42.675 万千瓦，完成责任书规定关停机组容量的 79.5%。同时，截至当年末，20 万千瓦以下的机组装机容量合计 84 万千瓦，占公司可控装机容量的 2.2%，占比很小。而公司可控脱硫机组占全部可控装机容量的 86.7%，高于全国平均水平。公司计划 2009 年，现役机组脱硫比例将达到 100%。

由于国家发改委先后两次调整了燃煤发电机组上网电价，2008 年，公司境内平均含税上网电价为 0.387 元/千瓦时，较 2007 年提高 0.027 元/千瓦时；境外业务平均结算电价为 0.985 元/千瓦时。2008 年以来虽然公司发电利用小时数和发电煤耗均处于行业领先水平，但由于国内煤价的大幅上涨，电价的调整远不能抵消煤价上涨的压力。从 2008 年第四季度开始，电煤价格有所回落，我们预计 2009 年公司的经营环境将有所改善。

### 电煤供应

2008 年，中国电煤价格的持续上涨，公司燃煤采购价格同比大幅提高；加之公司海运费和铁路运输费的上涨，使得公司原煤到厂采购价格同比增长 40.01%，至 584.94 元/吨。2008 年公司电煤采购量 8,820 万吨，同比增长 14.25%。公司燃料成本占营业成本的比重超过 75%，成本压力较大。

表 7：2008 年公司煤炭采购情况

	数量 (万吨)	占总量 比(%)	价格 (元/吨)	同比增长 (%)
重点合同	4,883	55.36	504.05	31.03
市场采购	3,937	44.64	673.75	44.57
合计	8,820	100	584.94	40.01

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

目前，公司 2009 年电煤重点合同尚未签订，临时采购进口煤以补充资源缺口。截至 2009 年 3 月中旬，公司已采购印尼、澳大利亚、俄罗斯进口煤共约 80 万吨，平均到厂价格约 620 元/吨，低于市场采购价。另外，公司还于近期签订了 548 万吨的进口煤合同，价格比国内目前的市价低约 50 元/吨。我们将持续关注 2009 年公司电煤的采购和重点合同的签订情况。

为了缓解电煤成本的压力，公司将产业链延伸至煤炭和运输产业。2007 年，公司投资了山西省西山晋兴能源有限公司煤炭项目(股权比例 10%)，预

计 2010 年达产后每年可向公司供煤 1,000 万吨；与阳泉煤业集团合作组建的阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司(公司协议持股比例 49%)，计划到 2010 年可向公司供煤 500 万吨。另外，公司与营口港务集团按照 50:50 的比例成立华能营口港务有限责任公司，预计 2010 年将增加两个专业化煤炭装船泊位，达到 2,000 万吨/年的中转能力。根据公司规划，到 2010 年，公司煤炭可控供应能力将达到 5,000 万吨/年，煤炭海运能力超过 3,000 万吨/年。

### 收购活动

2008 年 3 月，公司受让中国华能集团公司(以下简称“华能集团”)持有的中新电力(私人)有限公司(简称“中新电力”)100%股权。中新电力持有新加坡大士能源有限公司 100%股权，公司因此全资持有大士能源。大士能源是新加坡最大的三大发电公司之一，拥有 2 台 60 万千瓦燃油蒸汽机组和 4 台 36.75 万千瓦燃气联合循环机组，占新加坡电力市场份额超过 25%，发电机组各项技术指标均处于行业领先水平。我们认为该收购可分散公司的地域风险，有望增强华能国际的整体盈利能力。

2008 年，大士能源累计完成发电量 98.41 亿千瓦时，同比增长 0.06%，其中，归属公司的发电量为 75.84 亿千瓦时。

2009 年 4 月，公司以自有资金分别向华能集团和华能国际电力开发公司支付 10.76 亿元和 12.72 亿元，受让前者拥有的天津杨柳青热电有限责任公司 55%的权益和后者拥有的华能北京热电有限责任公司 41%的权益。收购完成后，公司拥有的权益装机容量将增加 100.65 万千瓦，并使公司进入北京和天津的电力市场，进一步巩固公司在环渤海地区的市场地位。

总体来看，公司发展目标明确，在建项目和收购项目的顺利进行将使得公司规模优势得到进一步加强，整体抗风险能力也将得到增强。但同时我们也注意到，公司在建项目仍需大量资金投入，面临一定风险。我们将持续关注公司在建项目的进程和战略目标的实现情况。

## 财务分析

下列财务分析主要基于华能国际提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2007~2008 年合并财务报表。

### 资本结构

截至 2008 年末，公司总资产 1,645.88 亿元，负债总额 1,230.15 亿元，分别较 2007 年末增长 34.75% 和 72.35%。由于 2008 年公司经营规模和新增投资的增加，加之 2008 年煤价上涨造成公司亏损，使得所有者权益减少，当年末，公司资产负债率为 74.74%，总资本化比率为 72.54%，分别较 2007 年底增长了 16.30 个百分点和 18.15 个百分点，负债水平较高。

从公司的债务规模和债务结构来看，公司充分利用资本市场的融资渠道，分别于 2008 年 5 月和 7 月成功发行了 40 亿元公司债券和 50 亿元短期融资券。截至 2008 年底，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.59，债务结构较为合理。

表 8：2008 年主要电力上市公司资本结构比较

名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化率 (%)
华能国际	1,645.88	74.74	72.54
大唐发电	1,572.81	80.58	79.86
华电国际	846.42	81.73	78.19
国电电力	687.39	71.65	68.12
国投电力	182.70	67.01	64.17

资料来源：上述公司定期报告，中诚信评估整理

2009 年 2 月，公司又成功发行了 50 亿元的短期融资券。截至 2009 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 74.74% 和 72.50%，略有上升，公司的债务压力较大。

根据公司规划，未来几年，公司将继续通过新建和收购等方式继续扩大自身的装机容量和规模，预计资产负债率和总资本化比率还将有所上升，财务风险有所增加。但我们认为，公司凭借自身的经营实力和良好的资产质量，以及通畅的融资渠道，资本结构的阶段性调整不会对公司整体的信用水平产生较大影响。

### 盈利能力

2008 年，由于产能的扩大和两次电价的上调，公司共实现营业收入 678.25 亿元，同比增长

34.48%。但受电煤价格和运费上涨的影响，公司 2008 年营业成本同比增长 63.34%，至 668.76 亿元。营业毛利率由此降至 1.40%，同比下降 17.42 个百分点。

表 9：2007~2009 年一季度公司主要盈利能力指标

	2007	2008	2009.Q1
营业收入(亿元)	504.35	678.25	161.16
净利润(亿元)	64.18	-42.13	5.78
毛利率(%)	18.82	1.40	14.13
净资产收益率(%)	12.81	-9.13	5.52 <sup>3</sup>
EBITDA(亿元)	167.59	72.78	-
经营活动净现金(亿元)	122.21	51.86	39.83

注：公司 2009 年第一季度 EBITDA 因缺乏数据无法计算，下同  
数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从期间费用来看，2008 年，受公司新建机组的投产、中新电力并表，以及燃料成本上升增加了额外的融资利息等因素的影响，公司财务费用同比增长 86.91%，至 36.24 亿元。另外，受公司经营规模扩大的影响，公司的管理费用也有所增加。由此造成公司三费收入占比升至 8.08%，但在五大电力上市公司中仍处于良好水平。

表 10：2007~2009 年一季度公司期间费用情况

	2007	2008	2009.Q1
销售费用(亿元)	0	0.03	0.00
管理费用(亿元)	15.24	18.55	4.52
财务费用(亿元)	19.39	36.24	12.49
三费收入占比	6.87%	8.08%	10.56%

注：2009 年一季度公司销售费用为 29.86 万元。

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

总体来看，由于成本和费用的上升，公司从 2008 年第二季度开始出现亏损，盈利空间受到较大程度的挤压，2008 年净亏损 42.13 亿元。同时我们注意到，整个火电行业受电煤价格大幅上涨的影响，各主要火电上市公司盈利指标同比均出现了大幅下滑。

表 11：2008 年主要电力上市公司盈利能力比较(%)

名称	营业毛利率		净资产收益率		总资产报酬率	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
华能国际	18.82	1.40	12.81	-9.13	5.48	-2.94
大唐发电	28.54	11.92	15.20	1.90	4.43	0.45
华电国际	19.32	3.03	9.07	-18.08	2.56	-4.05
国电电力	24.53	11.13	14.27	1.12	4.82	0.34
国投电力	25.50	16.62	16.86	2.69	5.30	0.92

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

<sup>3</sup> 该指标已经过年化处理

2008年第四季度开始，电煤价格较高位有了大幅回落。进入2009年，公司第一季度共实现营业收入161.16亿元，营业毛利率回升到14.13%，实现净利润5.78亿元，实现扭亏。预计2009年，伴随着煤价回落、公司区域布局的进一步优化和产业链的延伸，公司的盈利能力将得到逐步恢复。

## 偿债能力

由于2008年燃料成本和运输价格的大幅上涨，导致公司盈利能力和现金流状况较2007年有了较大幅度的下降。加之2008年公司债务规模保持增长，从而使得公司偿债能力指标整体呈现弱化态势。预计2009年，随着电煤价格的回落，公司偿债能力指标将有所改善。

表 12：2007~2009 年一季度公司主要偿债能力指标

	2007	2008	2009.Q1
长期债务(亿元)	393.24	688.79	689.62
总债务(亿元)	605.47	1,098.20	1,121.40
经营净现金流/总债务(X)	0.20	0.05	0.14
经营净现金流利息倍数(X)	4.31	1.02	3.19
总债务/EBITDA (X)	3.61	15.09	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.91	1.44	-

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

或有负债方面，截至2008年末，公司担保余额为40.88亿元。其中公司对外担保（不包括对子公司担保）合计0.44亿元，为对联营公司山东日照发电有限公司的担保。另外公司还为全资子公司中新电力提供了40.45亿元的长期借款担保。总体来看，该或有事项对公司整体信用风险影响不大。

截至2009年1月初，公司拥有银行授信总额840亿元，其中尚未使用授信余额为281亿元。同时，作为一家在三地上市的电力公司，公司拥有较为通畅的资本市场融资渠道，财务弹性较大。

总体来看，2008年以来，由于电煤价格大幅上涨等因素的影响，公司盈利能力受到较大影响，偿债能力指标弱化。然而我们认为，华能国际作为中国最大的发电类上市公司，资产质量和布局优势明显，融资渠道通畅。因此阶段性的行业调整不会对公司整体信用水平产生影响。

## 担保实力

中国建设银行股份有限公司（以下简称“中国

建设银行”）和中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）分别为“2007年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”提供各30亿元的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。华能国际电力开发公司（以下简称“华能开发”）为“2008年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 中国建设银行

2005年10月，中国建设银行在香港联合交易所上市，成为中国国有四大银行中首家实现境外上市的银行。2007年9月25日，建行在上海证券交易所挂牌上市。公开上市使得建行的资本状况、盈利能力、资产质量显著改善，财务素质显著提升，而公司治理结构、内部控制和风险管理也有望进一步完善。

近年来，中国建设银行是中国第二大商业银行，拥有整个银行体系资产约12.11%的市场份额。截至2008年末，建行资产总额、存款总额和贷款总额分别为7.55万亿元、6.38万亿元和3.79万亿元，其中，投向基础设施行业的贷款同比增长19.52%至1.19万亿元。建行在中长期项目融资和不动产融资领域内拥有比较明显的市场优势，同时在个人住房贷款领域也拥有领先的市场地位。

2008年，建行实现净利润926.42亿元，同比增长33.99%；平均资产回报率和平均资本回报率分别为1.31%和20.81%，在全球大型银行中处于领先水平。同时，建行的不良贷款率降至2.21%，拨备覆盖率提高至131.58%，同比提高27.17个百分点，是国有银行中不良贷款拨备覆盖率最高的银行，表明了建行在应对金融危机和经济周期下行方面的审慎态度。

随着风险资产的快速增长，截至2008年末，建行的资本充足率与核心资本充足率分别同比下降至12.16%和10.17%。2009年，建行于2月26日在全国银行间债券市场公开发行总额为400亿元的次级债券，用于充足附属资本，提高资本充足率水平。

截至2008年末，中央汇金投资有限责任公司直接持有建行48.22%的股份，并通过其全资子公司

中国建银投资有限责任公司间接持有该行 8.85% 的股份，是该行的控股股东。建行在中国金融体系中仍然具有重要的地位，因此，政府对建行的潜在支持仍将存在。基于此，中诚信评估认为，建行综合财务实力极强，能够为“2007 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”本息偿付提供强有力的保障。

### 中国银行

2004 年，中国银行在政府主导下进行了财务重组和股份制改革，并于 2006 年 6 月和 7 日分别在香港联合交易所和上海证券交易所上市。由此，中行的资本状况、盈利能力和资产质量等财务基本面均获得显著改善。

目前，中国银行股份有限公司是中国第四大商业银行，拥有整个银行体系资产约 11.4% 的市场份额。截至 2008 年末，中行资产总额、存款总额和贷款总额分别达到 6.96 万亿元、5.17 万亿元和 3.30 万亿元。

2008 年末，中行的资本充足率为 13.43%，核心资本充足率为 10.81%，已达到同业领先水平。2008 年全年中行实现净利润 635.39 亿元，平均资本回报率为 13.39%，处于同业中上水平。2008 年末，中行的不良贷款率已降至 2.65%，拨备覆盖率提高至 121.72%。不过与同业相比，该行的不良贷款率及关注类贷款占比仍然偏高。

股份制改革后，中行已由国有独资商业银行整体改制为国有控股的股份制商业银行，其控股股东为中央汇金投资有限责任公司，持有中行 67.52% 的股份（2008 年末）。因此，政府对中行的潜在支持仍将存在。基于此，中诚信评估认为，中行综合财务实力极强，能够为“2007 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”本息偿付提供强有力的保障。

### 华能开发

华能开发是公司的控股股东，持有公司 42.03% 的股份，该公司是经国家批准，于 1985 年 6 月成立的中外合资企业，注册资本为 1 亿美元。1996 年公司通过了增资扩股方案，注册资本由 1 亿美元增至 4.5 亿美元。华能开发的控股股东为华能集团，

目前持有华能开发 51.98% 的股份。

华能开发投资、建设、经营电厂及有关工程，包括筹集国内外资金，进口成套、配套设备、机具等，以及为电厂建设运行提供配件、材料、燃料等。

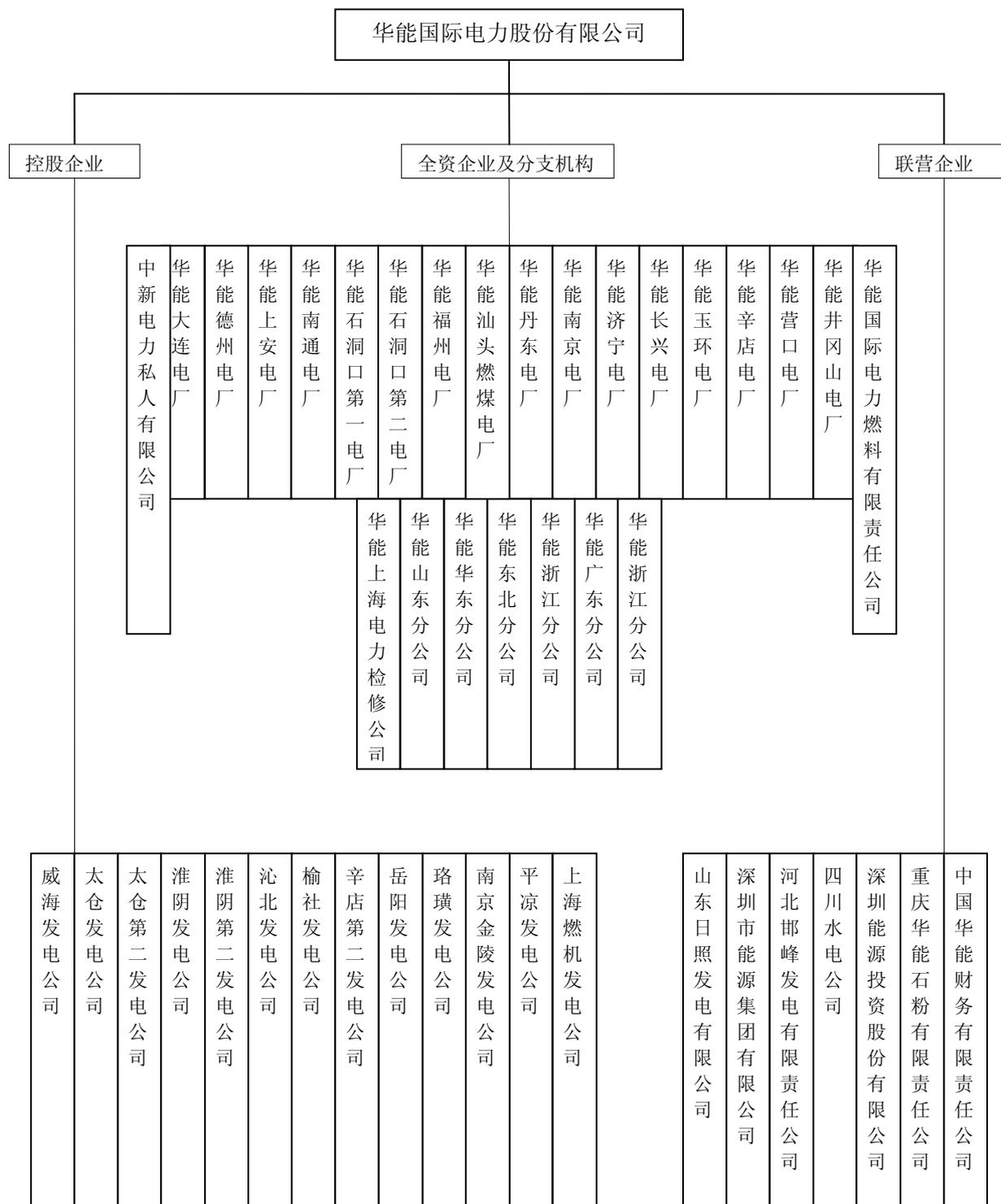
截至 2008 年 12 月 31 日，华能开发总资产为 1,860.62 亿元，归属于母公司所有者权益合计 187.65 亿元，资产负债率 75.09%；2008 年华能开发实现营业收入 721.47 亿元，净亏损 46.16 亿元。

中诚信评估认为，考虑到华能开发是五大电力集团之一的华能集团的控股子公司，其能够为“2008 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”本息偿付提供保障。

## 结 论

综上，中诚信评估维持发行主体华能国际主体信用等级为 **AAA**，维持“2007 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”和“2008 年华能国际电力股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，评级展望稳定。

附一：华能国际电力股份有限公司组织结构图（截至 2008 年 12 月 31 日）



**附二： 华能国际电力股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位: 万元)	2006	2007	2008	2009.Q1
货币资金	343,426.01	753,276.03	576,587.35	776,478.07
应收账款净额	620,403.40	620,138.44	712,824.44	729,649.06
存货净额	213,353.46	231,929.05	516,984.72	415,910.55
流动资产	1,362,033.51	1,855,106.12	2,001,817.84	2,195,269.23
长期投资	688,427.50	1,185,761.01	1,000,704.51	163,979.71
固定资产合计	8,933,354.82	8,894,568.39	11,642,448.66	11,869,548.04
总资产	11,215,209.35	12,213,935.04	16,458,766.02	16,834,166.09
短期债务	1,724,537.23	2,122,245.92	4,094,134.68	4,317,780.93
长期债务	3,630,361.87	3,932,426.24	6,887,911.10	6,896,201.70
总债务(短期债务+长期债务)	5,354,899.11	6,054,672.16	10,982,045.78	11,213,982.63
总负债	6,275,313.44	7,137,360.67	12,301,486.17	12,581,188.85
所有者权益(含少数股东权益)	4,939,895.91	5,076,574.37	4,157,279.84	4,252,977.24
营业总收入	4,443,392.48	5,043,461.40	6,782,513.71	1,611,603.57
三费前利润	1,046,062.26	934,044.27	84,245.22	223,885.55
投资收益	72,509.97	134,105.97	18,483.31	7,510.90
净利润	681,926.35	641,760.53	-421,321.86	57,825.39
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,633,393.52	1,675,862.64	727,827.29	187,823.32
经营活动产生现金净流量	1,385,892.63	1,222,140.30	518,589.36	398,283.35
投资活动产生现金净流量	-1,724,636.61	-1,736,088.16	-4,795,706.54	-472,147.15
筹资活动产生现金净流量	392,985.75	922,743.82	4,125,529.12	278,308.99
现金及现金等价物净增加额	53,864.39	408,366.13	-174,563.97	198,587.25
财务指标	2006	2007	2008	2009.Q1
营业毛利率(%)	23.88	18.82	1.40	14.13
所有者权益收益率(%)	13.80	12.64	-10.13	-
EBITDA/营业总收入(%)	36.76	33.23	10.73	-
速动比率(X)	0.44	0.53	0.29	0.33
经营活动净现金/总债务(X)	0.26	0.20	0.05	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.80	0.58	0.13	-
经营活动净现金/利息支出(X)	5.58	4.31	1.02	3.19
EBITDA 利息倍数(X)	6.58	5.91	1.44	-
总债务/EBITDA(X)	3.28	3.61	15.09	-
资产负债率(%)	55.95	58.44	74.74	74.74
总债务/总资本(%)	52.02	54.39	72.54	72.50
长期资本化比率(%)	42.36	43.65	62.36	61.85

**附三：中国建设银行股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：百万元）	2006	2007	2008
贷款总额	2,873,516.00	3,272,157.00	3,793,943.00
贷款损失准备	-77,633.00	-88,928.00	-110,368.00
关注贷款	265,888.00	227,434.00	217,100.00
不良贷款（五级分类）	94,399.00	85,170.00	83,882.00
总资产	5,448,511.00	6,598,177.00	7,555,452.00
风险加权资产	3,091,089.00	3,683,123.00	4,196,493.00
存款总额	4,721,256.00	5,340,316.00	6,375,915.00
总负债	5,118,307.00	6,175,896.00	7,087,890.00
总资本	330,204.00	422,281.00	467,562.00
净利息收入	140,368.00	192,775.00	224,920.00
手续费及佣金净收入	13,571.00	31,313.00	38,446.00
汇兑净损益	-6,068.00	-7,820.00	2,642.00
证券交易净收入	349.00	659.00	1,977.00
投资净收益	1,706.00	2,200.00	-850.00
其他净收入	286.00	332.00	372.00
非利息净收入	9,844.00	26,684.00	42,587.00
净营业收入合计	150,212.00	219,459.00	267,507.00
业务及管理费用（含折旧）	-57,217.00	-78,992.00	-82,278.00
拨备前利润	83,801.00	120,641.00	154,853.00
贷款损失准备支出	-18,997.00	-20,106.00	-36,246.00
税前利润	65,717.00	100,816.00	119,741.00
净利润	46,322.00	69,053.00	92,599.00
财务指标	2006	2007	2008
核心资本充足率	9.92	10.37	10.17
资本充足率	12.11	12.58	12.16
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	3.29	2.60	2.21
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	12.54	9.55	7.93
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	82.24	104.41	131.58
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	23.15	16.66	14.51
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	2.83	3.23	3.20
拨备前利润/平均总资产	1.67	2.00	2.19
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	14.99	18.35	20.81
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	0.92	1.15	1.31
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	6.55	12.16	15.92
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	44.21	45.03	42.11
总贷款/总存款	60.86	61.27	59.50

## 附四：中国银行股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：百万元）	2006	2007	2008
贷款总额	2,432,019.00	2,850,561.00	3,296,146.00
贷款损失准备	-94,293.00	-96,068.00	-106,494.00
关注贷款	198,145.00	144,991.00	159,988.00
不良贷款（五级分类）	98,220.00	88,802.00	87,490.00
总资产	5,332,025.00	5,995,553.00	6,955,694.00
风险加权资产	3,469,017.00	3,754,108.00	3,966,943.00
存款总额	4,091,118.00	4,480,585.00	5,173,352.00
总负债	4,914,700.00	5,540,560.00	6,461,793.00
总资本	417,325.00	454,993.00	493,901.00
净利息收入	121,371.00	152,745.00	162,936.00
手续费及佣金净收入	14,323.00	35,535.00	39,947.00
汇兑净损益	-1,496.00	-26,923.00	-25,695.00
证券交易净收入	40.00	9,386.00	-529.00
投资净收益	1,132.00	9,575.00	34,438.00
其他净收入	10,704.00	3,583.00	3,411.00
非利息净收入	24,703.00	31,156.00	51,572.00
净营业收入合计	146,074.00	183,901.00	214,508.00
业务及管理费用（含折旧）	-61,316.00	-65,442.00	-71,957.00
拨备前利润	78,296.00	97,722.00	102,945.00
贷款损失准备支出	-12,342.00	-8,252.00	-16,792.00
税前利润	67,630.00	89,955.00	86,251.00
净利润	48,058.00	56,229.00	63,539.00
财务指标	2006	2007	2008
核心资本充足率	11.44	10.67	10.81
资本充足率	13.59	13.34	13.43
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	4.04	3.12	2.65
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	12.19	8.20	7.51
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	96.00	108.18	121.72
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	19.21	16.11	14.57
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	2.47	2.78	2.59
拨备前利润/平均总资产	1.55	1.73	1.59
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	14.14	12.89	13.39
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	0.95	0.99	0.98
非利息收入占比（非利息收入/净营业收入）	16.91	16.94	24.04
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	46.40	46.86	52.01
总贷款/总存款	59.45	63.62	63.71

**附五： 华能国际电力开发公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2006	2007	2008
货币资金	411,782.04	898,356.35	719,839.47
应收账款净额	646,871.51	666,344.98	786,048.79
存货净额	223,342.60	241,182.85	557,300.73
流动资产	1,493,027.57	2,179,013.91	2,354,882.23
长期投资	729,676.30	1,299,240.21	1,180,927.50
固定资产合计	9,702,654.61	10,119,432.70	13,221,430.37
总资产	12,180,378.89	13,898,349.85	18,606,183.73
短期债务	1,443,194.45	2,124,874.22	3,852,256.64
长期债务	3,893,235.86	4,463,621.95	7,963,205.62
总债务（短期债务+长期债务）	5,336,430.30	6,588,496.17	11,815,462.26
总负债	6,855,935.55	8,336,793.15	13,971,267.70
所有者权益（含少数股东权益）	5,324,443.34	5,561,556.70	4,634,916.02
营业总收入	4,649,699.43	5,271,896.13	7,214,700.68
三费前利润	1,099,093.42	989,640.27	105,178.53
投资收益	66,976.08	135,581.95	20,775.22
净利润	703,898.20	668,978.40	-461,638.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,734,870.50	1,772,657.88	848,988.74
经营活动产生现金净流量	1,418,275.95	1,339,394.83	590,468.28
投资活动产生现金净流量	-1,904,747.95	-2,321,010.87	-5,253,459.51
筹资活动产生现金净流量	518,646.92	1,467,136.55	4,509,575.20
现金及现金等价物净增加额	31,797.42	485,090.42	-176,392.18
财务指标	2006	2007	2008
营业毛利率（%）	23.97	19.08	1.61
所有者权益收益率（%）	13.22	12.03	-9.96
EBITDA/营业总收入（%）	37.31	33.62	11.77
速动比率（X）	0.44	0.52	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	0.27	0.20	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.98	0.63	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	7.42	6.21	1.24
EBITDA 利息倍数（X）	9.07	8.22	1.79
总债务/EBITDA（X）	3.08	3.72	13.92
资产负债率（%）	56.29	59.98	75.09
总债务/总资本（%）	50.06	54.23	71.82
长期资本化比率（%）	42.24	44.52	63.21

**附六：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务 = 总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业总收入-(营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用)) / 营业总收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

净资产收益率 = 净利润 / ((期初所有者权益+期末所有者权益) / 2)

总资产报酬率 = 净利润 / ((期初总资产+期末总资产) / 2)

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务+所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

## 附七：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定