

华能国际电力股份有限公司 2016 年公开发行公司 债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：刘翌晨 yqliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 19 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0272 号

华能国际电力股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 华能 01”和“16 华能 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十九日

评级观点：中诚信国际维持华能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 华能 01”和“16 华能 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司优质的电力资产、持续增长的装机容量、不断优化的电源结构、不断提升的收入规模、极强的获现能力和畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到电力体制改革持续推进、煤炭去产能政策和用电需求波动等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

华能国际（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	3,786.94	4,034.41	4,135.97	4,145.74
所有者权益合计（亿元）	922.04	1,017.86	1,172.89	1,219.73
总负债（亿元）	2,864.90	3,016.55	2,963.08	2,926.01
总债务（亿元）	2,401.09	2,570.73	2,500.02	2,495.27
营业总收入（亿元）	1,524.59	1,698.61	1,734.85	403.51
净利润（亿元）	21.47	24.07	23.78	28.18
EBIT（亿元）	134.69	139.81	155.76	--
EBITDA（亿元）	326.36	338.34	360.75	--
经营活动净现金流（亿元）	291.97	288.92	373.24	81.29
营业毛利率(%)	11.31	11.30	14.59	18.88
总资产收益率(%)	3.55	3.56	3.81	--
资产负债率(%)	75.65	74.77	71.64	70.58
总资本化比率(%)	72.25	71.64	68.07	67.17
总债务/EBITDA(X)	7.36	7.60	6.93	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.19	3.06	3.18	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季报整理。

正面

■ **电力资产优质，装机容量持续增长。**公司是国内规模最大的发电类上市公司之一，发电机组平均容量大、利用效率高、单位能耗低；同时，随着新建机组的投产，公司装机容量持续增长。

■ **电源结构持续优化。**近年来公司加大了清洁能源开发力度，随着一系列风电、太阳能发电项目陆续建成投产，公司清洁能源占比持续提升，电源结构不断优化。

■ **收入规模不断提升，获现能力极强。**受益于资产收购以及煤炭采购价格下降，2019 年以来，公司收入规模及经营活动净现金流均同比提升，获现能力保持极强水平，相关偿债指标随之

同比上升。

■ **畅通的融资渠道。**公司作为 A 股、H 股和美国纽约证券交易所上市公司，具有很强的直接融资能力。截至 2019 年末，公司获得中国银行、工商银行、建设银行、农业银行等多家银行授信总额 4,840.09 亿元，其中尚未使用授信额度 2,956.72 亿元，备用流动性充裕。

关注

■ **电力体制改革持续推进。**近年来，电力体制改革持续推进，公司电价相对较低的市场化交易电量占比逐年提高，中诚信国际将持续关注电力体制改革持续推进对公司电力业务的影响。

■ **煤电去产能政策。**近年来国家加快推进煤电去产能工作，公司作为中国最大的火电上市公司，正在逐步淘汰煤电落后产能，下属电厂的破产和关停使得公司计提大规模资产减值损失，对公司利润形成极大侵蚀，中诚信国际将对公司关停产能情况保持关注。

■ **用电需求波动。**受疫情影响，2020 年一季度全国全社会用电需求大幅下滑，叠加目前较大的经济下行压力，或将对公司未来生产经营产生一定影响。

评级展望

中诚信国际认为，华能国际电力股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭价格持续大幅上涨，盈利及偿债能力持续大幅下滑。

同行业比较

2019 年部分电力企业主要指标对比表								
公司名称	2019 年末 装机容量 (万千瓦)	2019 年 发电量 (亿千瓦时)	2019 年 利用小时数 (小时)	2019 年末 资产总额 (亿元)	2019 年末 总资本化比率 (%)	2019 年 营业总收入 (亿元)	2019 年 净利润 (亿元)	2019 年 营业毛利率 (%)
国电电力	8,937.69	3,663.58	4,246.00	3,648.48	62.84	1,165.99	49.19	17.51
大唐发电	6,442.26	2,652.90	4,209.00	2,821.20	66.68	954.53	29.77	17.07
华电国际	5,656.53	2,151.09	3,978.00	2,298.76	60.05	936.54	44.39	14.06
华能国际	10,692.40	4,050.06	3,915.00	4,135.97	68.07	1,734.85	23.78	14.59

注：“国电电力”为“国电电力发展股份有限公司”简称；“大唐国际”为“大唐国际发电股份有限公司”简称；“华电国际”为“华电国际电力股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
16 华能 01	AAA	AAA	30.00	2016/06/13~2021/06/13
16 华能 02	AAA	AAA	12.00	2016/06/13~2026/06/13

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据公司于 2016 年 6 月 6 日披露的《华能国际电力股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）募集说明书》，本期债券用于调整债务结构、补充流动资金。截至 2019 年末募集资金已按该用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依

存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需

求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，火电装机增速有所回升，机组利用率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；但煤炭价格的回落使得煤电企业经营压力有所缓解

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。2019 年，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，年末全口径火电新增装机 4,647 万千瓦，增速较上年同期增长 1.1 个百分点。预计未来用电负荷较高区域的火电装机将迎来小幅增长，但增速仍将保持较低水平。

机组利用率方面，得益于用电需求增长和火电投资放缓等因素，2016 年以来全国火电平均利用小时数稳步回升。2019 年，受全社会用电量增速同比明显回落以及清洁能源消纳比重上升等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上火电设备平均利用小时同比下降 85 小时。2020 年一季度，受新冠疫情影响，全国用电增速为负，未来较大的经济下行压力和放缓的全社会用电增速或将继续对全国火电整体利用水平造成一定拖累。

上网电价方面，随着电力体制改革的推进，供过于求的供需形势导致部分开放程度较高地区形

成恶性竞价，对火电企业盈利能力形成较大影响。随着行业内企业市场化竞价回归理性，加之 2017 年政策性附加基金的下调，2017 年以来火电平均上网电价整体呈上升态势。2020 年 1 月 1 日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整影响将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2016 年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了很大影响。针对煤价的过快上涨，国家发改委等部门通过释放部分安全产能以及牵头组织煤炭中长期合同签订等措施调节供需，稳定煤价，2019 年煤炭价格呈现震荡小幅下行态势。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间有限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成较好支撑，未来我国煤炭价格大幅下降的空间不大。

中诚信国际认为，未来火电装机仍将保持低速增长。受用电增速放缓、清洁能源替代以及煤电上网电价的市场化等因素影响，火电机组利用效率和平均上网电价仍将面临一定下行压力，但目前下降的煤炭价格煤电企业经营压力有所缓解。

2019 年公司装机容量保持增长，电源结构和区域布局持续优化。受用电需求增速变化以及控煤减排等政策影响，公司机组平均利用效率同比有所下降，但得益于煤炭成本的下降等，公司煤电机组盈利能力有所提升

随着在建项目的陆续投产运营，2019 年末公司控股装机容量和权益装机容量分别增至 10,692.4 万千瓦和 9,367.6 万千瓦，装机规模继续在国内上市发电公司中保持领先地位。2019 年公司新投产机组全部为清洁能源，且主要集中在限电情况相对较好的中东部及南部，电源结构及区域布局均持续优

化；另外，公司还淘汰部分落后煤电产能，机组质量有所提升。

表 1：近年来公司可控电力资产情况

指标	2017	2018	2019
可控装机容量（万千瓦）	10,432.1	10,599.1	10,692.4
其中：煤电（含燃油及生物质）（万千瓦）	8,818.4	8,912.3	8,885.4
气电（万千瓦）	1,041.9	1,041.9	1,041.9
水电（万千瓦）	35.2	35.2	36.8
风电（万千瓦）	457.8	513.8	590.3
光伏（万千瓦）	78.8	95.9	138.1
煤电占比（含燃油及生物质）	84.53%	84.09%	83.10%
气电占比	9.99%	9.83%	9.74%
水电占比	0.34%	0.33%	0.34%
风电占比	4.39%	4.85%	5.52%
光伏占比	0.76%	0.90%	1.29%

注：受四舍五入影响，公司各电源类型加总数与控股装机容量有所出入。
资料来源：公司公告，中诚信国际整理

机组运行效率方面，受 2019 年全国全社会用电量增速明显回落，清洁能源发电量对火电形成一定挤压以及控煤力度加大等因素影响，公司境内机组平均利用小时数以及煤电机组利用小时数均同比下降，发电量及上网电量随之下降，能耗指标小幅上升。公司境外电厂受市场竞争策略调整影响，全年发电量市场占有率为 20.7%，同比小幅下降 0.4 个百分点。2020 年一季度，受疫情影响，全国用电增速为负，公司占比较大的火电机组主要布局在华东及华中等疫情影响严重区域，导致 2020 年 1~3 月公司境内机组上网电量同比下降 17.92%。

受益于市场竞价逐步回归理性，2019 年以来，公司市场化交易电量占比虽进一步提升，但平均含税上网电价同比基本持平。另外，根据国家煤电电价市场化机制改革要求，2020 年公司煤电平均上网电价仍将面临一定下行压力。

表 2：近年来公司境内机组运营指标

指标	2017	2018	2019
发电量(亿千瓦时)	3,944.81	4,304.57	4,050.06
上网电量(亿千瓦时)	3,713.99	4,059.43	3,881.82

¹ 2019 年 5 月 21 日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，称对于 2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补

机组平均利用小时数(小时)	3,951	4,208	3,915
供电标准煤耗(克/千瓦时)	306.48	307.03	307.21
市场化交易电量（亿千瓦时）	1,248.33	1,752.33	2,164.38
平均含税上网电价(元/千瓦时)	0.414	0.418	0.417

注：2017 年市场化交易电量为公司 2018 年报中披露的上年度数据。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

煤炭采购方面，受煤电发电量同比下降影响，2019 年公司原煤采购总量同比有所下降。为确保燃料采购的稳定性，公司继续保持较高的长协煤采购占比。另外，受益于煤炭市场价格小幅回落以及价格较低的进口煤采购量占比较高，公司煤炭采购价格同比下降，加之运输成本持续下降，公司煤电机组盈利能力有所提升。中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对公司煤电机组盈利能力的影响。

表 3：近年来公司煤炭采购情况（单位：万吨、元/吨）

	2017	2018	2019
长协煤采购数量	10,697	10,804	11,419
长协煤采购价格	557.42	542.60	517.95
市场采购数量	6,099	8,823	6,874
其中：进口煤数量	4,091	4,674	4,338
市场采购价格	530.92	562.10	483.79
海运费	71.17	53.00	41.59
铁路运费	99.94	97.96	96.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着项目建成投产，预计公司装机规模将进一步提升，电源结构将有所优化，但较为集中的计划投产时间也将导致公司短期投资支出有所增加

根据规划，未来公司将实施绿色转型战略，加快风光煤电输用一体化大型清洁能源基地和海上风电基地投资布局，稳步淘汰煤电落后产能，有序推进煤电产业优化升级；适应电力市场化改革要求，努力向综合能源服务商转型。

截至 2019 年末，公司重要在建项目预算总投资 1,056.42 亿元，已投资 366.83 亿元，其中以海上风电、煤矿工程以及热电项目为主。受新能源建设计划¹影响，2020 年公司将进一步加快风电项目投

贴。对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。

2020 年 3 月 5 日，国家能源局发布《2020 年风电项目建设方案》，称积极推进平价上网项目建设；并网容量、开工规模已超出规划目标的

资节奏，但考虑到政策导向引起的风电行业抢装潮，使得国内风机和零部件价格有所提升，叠加2020年以来的新冠疫情影响，公司在建、拟建项目建设工期及盈利能力或将受到一定影响，另外，较为集中的计划投产时间也将导致公司短期投资支出有所增加，中诚信国际将对此保持关注。

表 4：公司资本支出情况介绍（亿元）

项目	2019 年	2020 年计划
火电	55.77	67.40
水电	0.36	0.00
风电	176.26	315.77
煤炭	4.38	10.28
光伏	28.56	21.05
技术改造	69.68	55.71
港口	2.01	0.30
合计	337.02	470.51

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2017~2018年财务报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）²审计并出具标准无保留意见的公司2019年财务报告以及公司提供的未经审计的2020年一季度财务报表。以上报表均按照新会计准则编制。公司存续期短期、超短期融资券金额以及衍生金融负债调入短期债务；公司融资租赁款、租赁负债以及衍生金融负债（非流动部分）调入长期债务。财务数据均为各期报表期末数。

得益于煤炭价格的回落等因素，2019 年公司经营性业务盈利能力同比大幅增长，但因机组关停等引起的资产减值损失对利润形成很大侵蚀

公司主营业务突出，电力及热力收入近年来占营业总收入的比重均在 95%以上，2019 年受益于合并范围变化，公司营业总收入同比小幅增长。2019

年，受益于煤炭价格下降，电力及热力业务毛利率同比有所提升，进而推动公司营业毛利率同比增长。2020 年 1~3 月受新冠疫情影响，公司上网电量较上年同期下降，使得公司营业总收入随之有所下降，但受益于煤炭采购成本的进一步回落，公司盈利能力有所提升。

表 5：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
电力及热力	1,489.25	1,672.41	1,649.36
其他业务	35.34	26.20	85.49
营业总收入	1,524.59	1,698.61	1,734.85
毛利率	2017	2018	2019
电力及热力	10.73	10.52	12.86
其他业务	36.06	61.21	47.90
营业毛利率	11.31	11.30	14.59

注：其他业务为港口及运输服务等。

资料来源：公司提供

公司 2019 年境内融资成本及债务规模均同比下降，但受 2018 年底并表的巴基斯坦项目于 2019 年全年费用化影响，公司财务费用小幅增长，加之职工薪酬增长，推动公司期间费用和期间费用率均同比小幅增长。2020 年 1~3 月，公司期间费用较上年同期基本持平，但受收入规模下降影响，期间费用率较上年同期小幅上升。

受益于收入规模增长以及煤炭价格下降等因素，2019 年公司经营性业务利润同比大幅增长。同时，公司参股的优质能源企业盈利能力很强，为公司提供稳定的投资收益，对公司利润起到有效补充。另外，2019 年公司对部分关停的煤电小机组、部分电厂和滇东煤矿报废资产以及经营形势转差的电厂等计提了大规模资产减值，对当期利润形成很大侵蚀。2020 年 1~3 月，受收入规模下降影响，公司经营性业务利润较上年同期有所下降，进而导致利润随之下降。

由于利润以及费用化利息支出的增长，2019 年公司 EBIT 和 EBITDA 均同比有所增长，进而带动总资产收益率同比增长。

省份暂停 2020 年海上风电项目竞争性配置和核准工作。对照已公示的 2020 年底可建成并网、2020 年底可开工建设、2021 年底可建成并网的三类项目清单，合理把握节奏和时序，有序组织建设。

² 根据上市地证券监管机构有关规定，公司通过公开招标形式，更换 2019 年度审计师。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	133.92	147.92	154.44	36.66
期间费用率	8.78%	8.71%	8.90%	9.09%
经营性业务利润	24.82	32.28	89.52	36.27
资产减值损失合计	11.88	11.46	58.86	0.02
投资收益	22.12	15.73	14.13	1.18
利润总额	37.20	34.36	48.13	37.46
EBIT	134.69	139.81	155.76	--
EBITDA	326.36	338.34	360.75	--
总资产收益率	3.55%	3.56%	3.81%	--

注：资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

项目建设的不断推进等因素带动公司总资产持续增长，同时，债务结构仍保持合理水平，杠杆水平维持稳定

随着在建项目的不断推进，2019 年，公司在建工程有所增长，加之会计准则变更使得使用权资产增长，整体带动公司非流动资产以及总资产规模持续提升。流动资产方面，近年来，受在建项目支出以及债务偿还时间节点的影响，公司货币资金有所波动，但整体保持较大规模；新能源上网电量的增长推动公司应收补贴款规模持续提升，但随着部分补贴款到位，2020 年 3 月末公司应收账款较上年末有所下降。

2019 年末，到期债务的偿还使得公司总债务规模同比有所下降，债务结构相对稳定且处于合理水平。同时，受益于公司利润积累等因素，同年末公司所有者权益保持增长态势。另外，近年来，公司多次发行永续债，若将其计入债务，公司债务规模有所提升，但财务杠杆³仍维持稳定。另外，公司其他应付款在流动负债中占比也相对较大，主要为应付基建工程及设备款。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	93.65	158.33	133.06	148.95
应收账款	218.37	246.58	267.17	257.89
流动资产	485.38	617.99	607.75	619.96
资产总额	3,786.94	4,034.41	4,135.97	4,145.74
其他应付款	198.76	205.91	189.08	189.08
短期债务	1,158.07	1,001.93	1,016.70	988.03

³ 若将永续债计入债务，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司总资产

短期债务/长期债务	0.93	0.64	0.69	0.66
总债务	2,401.09	2,570.73	2,500.02	2,495.27
所有者权益合计	922.04	1,017.86	1,172.89	1,219.73
总资本化比率	72.25	71.64	68.07	67.17

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司继续保持了极强的获现能力，且能够满足投资活动现金需求，相关偿债指标均同比有所提升

2019 年受益于燃料价格下降以及收入规模提升等因素，公司经营活动净现金流同比有所增长，继续保持了极强的获现能力，且可有效覆盖投资活动支出所需，公司相应减少了筹资流入规模，随着债务到期偿还，公司筹资活动现金净流出规模同比提升

2019 年公司 EBITDA 及经营活动净现金流相关偿债指标均同比提升。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	291.97	288.92	373.24	81.29
投资活动净现金流	-340.60	-205.28	-290.34	-60.07
筹资活动净现金流	40.13	-23.68	-113.28	-3.69
经调整的经营净现金流/总债务（%）	5.24	5.86	9.07	8.98*
经营活动净现金流/利息支出	2.86	2.62	3.29	--
EBITDA 利息保障倍数	3.19	3.06	3.18	--
总债务/EBITDA	7.36	7.60	6.93	--

注：带*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够整体偿债能力提供支持。另外，其受限资产比例较低

公司长期与银行保持着良好的合作关系，截至 2019 年末，公司在各家银行授信总额度为 4,840.09 亿元，其中尚未使用授信额度 2,956.72 亿元。同时，作为一家纽约、香港、上海三地上市的电力公司，公司在资本市场的融资渠道比较畅通，很大程度地提升了公司的财务弹性。

截至 2019 年末，公司所有权或使用权受限制

化比率分别为 73.78%、74.44%、74.91%和 74.80%。

资产账面价值为 89.27 亿元。主要为用于借款抵押、备付金以及保证金等的货币资金、应收票据和固定资产，其中受限货币资金为 8.63 亿元。

截至 2019 年末，公司无对外担保事项或重大未决诉讼事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司控股股东实力雄厚，资源协调能力极强，公司作为其核心产业的核心企业，在其经营中地位极为重要，可获得较大支持

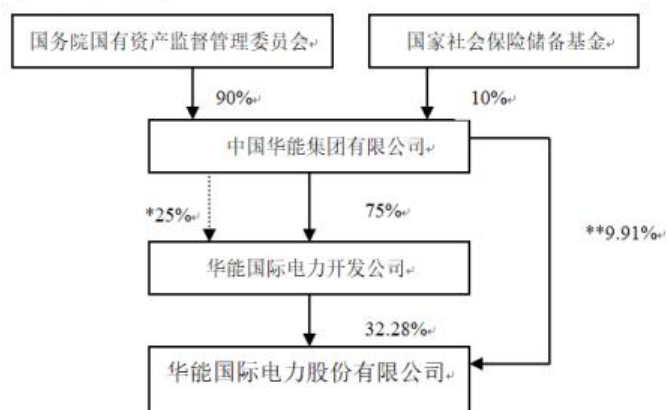
公司的控股股东中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）为国务院国有资产监督管理委员会管理的大型国有企业，处于全国电力行业龙头地位。近年来，华能集团装机规模不断提升，电源结构多元化，同时大力发展电、煤、路、港、运一体化，综合抗风险能力极强。此外，近年来，华能集团与金融机构保持良好合作关系，银行授信额度充裕。

公司在华能集团中被定位为“核心产业的核心企业”，以运营优质火电项目为主。华能集团承诺，在转让其优质电力资产或者开发新的电力项目时，公司享有优先选择权。截至 2018 年末，公司营业总收入、净利润和经营活动净现金流分别占华能集团的 62.26%、27.10%和 81.55%，在其经营中地位极为重要。

评级结论

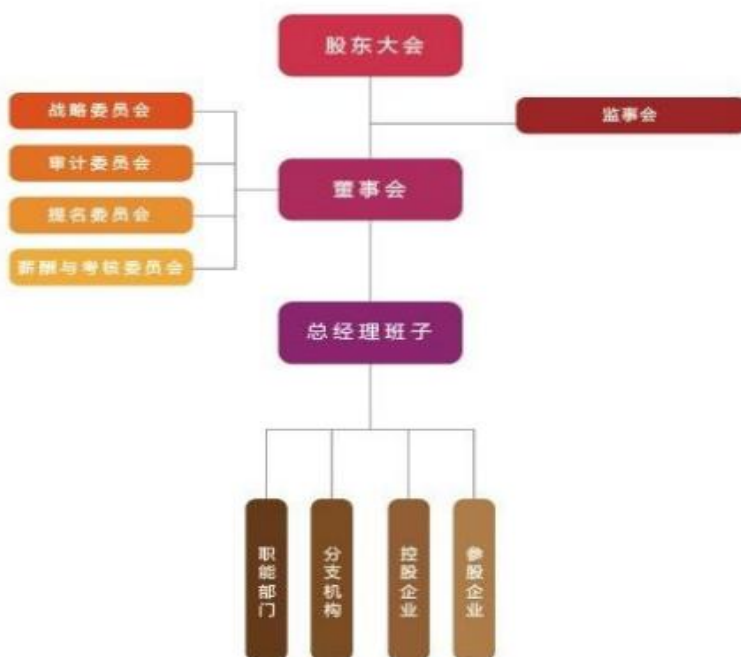
综上所述，中诚信国际维持华能国际电力股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 华能 01”和“16 华能 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：华能国际电力股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



* 中国华能集团有限公司通过华能香港间接持有尚华投资有限公司 100% 的股权，而尚华投资有限公司持有华能开发 25% 的股权，因此华能集团间接持有华能开发 25% 的权益。

** 中国华能集团有限公司直接持有本公司 9.91% 的权益。



资料来源：公司提供

附二：华能国际电力股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	936,482.35	1,583,278.75	1,330,613.92	1,489,548.09
应收账款净额	2,183,666.71	2,465,775.77	2,671,651.63	2,578,865.31
其他应收款	150,821.32	151,709.90	195,294.44	195,640.50
存货净额	738,541.15	954,369.12	890,734.01	767,800.16
长期投资	2,097,224.72	1,937,029.71	2,139,513.67	2,163,654.88
固定资产	24,507,948.18	24,631,744.68	24,055,022.57	23,719,544.25
在建工程	2,639,675.50	2,602,019.25	3,668,346.84	4,004,883.63
无形资产	1,372,822.30	1,380,569.90	1,394,885.94	1,373,283.71
总资产	37,869,372.91	40,344,145.68	41,359,654.47	41,457,429.10
其他应付款	1,987,617.90	2,059,088.62	1,890,776.57	1,793,201.32
短期债务	11,580,709.21	10,019,318.90	10,166,985.84	9,880,346.63
长期债务	12,430,239.92	15,688,025.84	14,833,204.57	15,072,312.32
总债务	24,010,949.13	25,707,344.75	25,000,190.41	24,952,658.95
净债务	23,074,466.78	24,124,066.00	23,669,576.49	23,463,110.86
总负债	28,649,006.03	30,165,525.76	29,630,770.06	29,260,148.05
费用化利息支出	974,900.42	1,054,510.28	1,076,271.81	--
资本化利息支出	47,606.48	49,581.78	57,980.83	--
所有者权益合计	9,220,366.88	10,178,619.92	11,728,884.41	12,197,281.05
营业总收入	15,245,944.40	16,986,116.48	17,348,480.06	4,035,131.92
经营性业务利润	248,185.40	322,783.33	895,188.04	362,670.06
投资收益	221,218.90	157,285.48	141,316.64	11,805.82
净利润	214,657.20	240,740.76	237,791.39	281,792.73
EBIT	1,346,904.47	1,398,145.69	1,557,552.94	--
EBITDA	3,263,590.51	3,383,386.85	3,607,493.48	--
经营活动产生现金净流量	2,919,736.26	2,889,188.93	3,732,419.43	812,943.73
投资活动产生现金净流量	-3,406,040.51	-2,052,771.66	-2,903,398.51	-600,668.93
筹资活动产生现金净流量	401,317.99	-236,849.19	-1,132,818.30	-36,879.64
资本支出	2,604,543.47	2,070,702.52	3,149,578.10	602,688.26
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	11.31	11.30	14.59	18.88
期间费用率(%)	8.78	8.71	8.90	9.09
EBITDA 利润率(%)	21.41	19.92	20.79	--
总资产收益率(%)	3.55	3.56	3.81	--
净资产收益率(%)	2.15	2.47	2.17	9.42
流动比率(X)	0.31	0.45	0.43	0.46
速动比率(X)	0.26	0.38	0.37	0.40
存货周转率(X)	17.52	17.78	16.05	15.79*
应收账款周转率(X)	7.82	7.27	6.75	6.15*
资产负债率(%)	75.65	74.77	71.64	70.58
总资本化比率(%)	72.25	71.64	68.07	67.17
短期债务/总债务(%)	48.23	38.97	40.67	39.60
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	0.11	0.15	0.13*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.25	0.29	0.37	0.33*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.86	2.62	3.29	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.24	5.86	9.07	8.98*
总债务/EBITDA(X)	7.36	7.60	6.93	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.34	0.35	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.19	3.06	3.18	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.32	1.27	1.37	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司存续期短期、超短期融资券金额以及衍生金融负债调入短期债务；公司融资租赁款、租赁负债以及衍生金融负债（非流动部分）调入长期债务；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款；其他应付款不含应付利息及应付股利；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
盈利能力	营业毛利率
	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
	EBITDA 利润率
现金流	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
	留存现金流
偿债能力	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。