

跟踪评级公告

联合〔2020〕1637号

中国华能集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中国华能集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国华能集团有限公司公开发行的“16 华能债”、“18CHNG1A”
“18CHNG1B” “18CHNG1C” “18CHNG1Y” “18CHNG2Y”
“18CHNG3Y” “18CHNG4Y” “19CHNG1Y” “19CHNG3Y”
“19CHNG4Y” “19CHNG5Y” “19CHNG6Y” “19CHNG7Y”
“19CHNG8Y”“19CHNG9Y”“19CHNG0Y”“CHNG11Y”“CHNG12Y”
“20CHNG1Y” “20CHNG2Y” “20CHNG3Y” 和 “20CHNG4Y” 债券
信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

中国华能集团有限公司

公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA

评级展望：稳定

上次评级结果：AAA

评级展望：稳定

债项信用等级

主要财务数据：

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 华能债	40 亿元	10 年	AAA	AAA	2019.6.14
18CHNG1A	17 亿元	10 年	AAA	AAA	2019.6.14
18CHNG1B	3 亿元	10 年	AAA	AAA	2019.6.14
18CHNG1C	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2019.6.14
18CHNG1Y	15 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
18CHNG2Y	5 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
18CHNG3Y	28 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
18CHNG4Y	2 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
19CHNG1Y	25 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
19CHNG3Y	3 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
19CHNG4Y	17 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
19CHNG5Y	12 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
19CHNG6Y	8 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2019.6.14
19CHNG7Y	9 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2019.8.29
19CHNG8Y	11 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2019.8.29
19CHNG9Y	15 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2019.10.29
19CHNG0Y	5 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2019.10.29
CHNG11Y	14 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2019.11.14
CHNG12Y	6 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2019.11.14
20CHNG1Y	15 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2020.2.27
20CHNG2Y	5 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2020.2.27
20CHNG3Y	15 亿元	(5+N)年	AAA	AAA	2020.3.5
20CHNG4Y	5 亿元	(10+N)年	AAA	AAA	2020.3.5

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	10,396.07	10,653.45	11,260.97	11,496.02
所有者权益（亿元）	2,195.92	2,383.64	2,962.15	2,942.19
长期债务（亿元）	4,040.99	4,399.43	4,434.33	--
全部债务（亿元）	6,230.62	6,418.16	6,331.76	--
营业总收入（亿元）	2,595.29	2,786.27	3,061.91	679.56
净利润（亿元）	68.98	87.75	115.45	29.10
EBITDA（亿元）	769.26	814.59	863.73	--
经营性净现金流（亿元）	505.12	457.68	745.09	127.59
营业利润率（%）	14.66	15.79	19.13	16.87
净资产收益率（%）	3.48	3.83	4.32	--
资产负债率（%）	78.88	77.63	73.70	74.41
全部债务资本化比率（%）	73.94	72.92	68.13	--
流动比率（倍）	0.43	0.53	0.58	0.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.70	2.99	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.70	2.86	3.03	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 吸收存款及同业存放、拆入资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债及衍生金融负债均计入短期债务；租赁负债计入长期债务

评级观点

跟踪期内，中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”或“公司”）作为我国电力行业内居主导地位的核心发电集团之一，在业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面保持领先优势，公司资本实力很强，得益于燃煤采购价格的下降，公司利润规模进一步扩大、经营现金流状况佳、负债水平有所降低。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到电力行业受经济周期波动影响大，相关产业政策易对行业整体盈利水平产生一定的影响、持续计提资产减值损失对公司利润规模影响较大以及在建项目未来投资压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建项目的陆续投产，公司装机容量将继续提高，电源结构有望进一步改善；

同时，公司在煤炭和港路等产业不断延伸，公司综合实力有望持续提升，并凭借规模优势和技术水平保持行业领先地位。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 华能债”“18CHNG1A”“18CHNG1B”“18CHNG1C”“18CHNG1Y”“18CHNG2Y”“18CHNG3Y”“18CHNG4Y”“19CHNG1Y”“19CHNG3Y”“19CHNG4Y”“19CHNG5Y”“19CHNG6Y”“19CHNG7Y”“19CHNG8Y”“19CHNG9Y”“19CHNG0Y”“CHNG11Y”“CHNG12Y”“20CHNG1Y”“20CHNG2Y”“20CHNG3Y”和“20CHNG4Y”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司仍居我国电力企业核心主导地位。

截至 2019 年底，公司在中国三十一个省、市、自治区以及六个海外国家拥有全资及控股电厂装机容量 18,277.77 万千瓦；2019 年公司完成发电量 7,057.09 亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的 9.4%。

2. 公司电力板块盈利提升明显，经营活动净现金流规模扩大明显。2019 年公司燃煤成本的下降导致公司毛利率提升明显，主业盈利水平有所提高，带动经营活动净现金流增长，可对公司偿债能力形成有力支持。

3. 公司负债水平有所下降。截至 2019 年底，公司资产负债率为 73.70%，全部债务资本化比率 68.13%，分别较年初下降 3.93 个百分点和 4.79 个百分点，公司负债水平有所下降，债务负担有所减轻。

关注

1. 电力行业受经济周期波动影响大，相关产业政策易对行业整体盈利水平产生一定的不利影响。上网电价的波动、煤炭价格高位运行、环保投入的增加以及电改政策的推进等因素对电力行业盈利能力影响较大。

2. 持续计提减值损失对利润形成侵蚀。近

三年，公司对固定资产等持续计提较大规模的资产减值损失，对公司利润规模影响大。

3. 公司在建项目未来资本支出规模大。公司在建项目相关设施投资规模较大，建设期相对较长，易使公司面临一定的资本支出压力。

分析师

余瑞娟 登记编号（R0040218040004）

于彤昆 登记编号（R0040219020001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

 于彤昆

联合信用评级有限公司

一、主体概况

1988年8月,根据国务院国办函(1988)44号文,中国华能集团有限公司(以下简称“公司”或“华能集团”)成立,在国家计划中实行单列,在涉外活动中享有一定的外事审批权。1989年3月31日,国家工商行政管理局核准中国华能集团有限公司登记注册。1996年,根据国务院国发(1996)48号文,中国华能集团有限公司进入新组建的国家电力公司,成为国家电力公司的全资子公司,并通过国家电力公司计划单列。自2000年起,根据国务院国阅(1999)50号文和上级有关部门关于华能系统重组的有关精神,中国华能集团有限公司按照建立现代企业制度的要求进行了系统重组。该重组的主要内容包括:中国华能集团有限公司与华能国际电力开发公司(以下简称“华能电力”)本部合并;华能国际电力股份有限公司(以下简称“电力股份”)吸收合并山东华能股份有限公司;重组中国华能财务公司和中国华能国际经济贸易公司等。2003年1月20日,根据国务院《关于改组中国华能集团有限公司有关问题的批复》(国函(2003)9号),中国华能集团有限公司在原中国华能集团有限公司及原国家电力公司部分企事业单位基础上进行改组,成为国家授权投资的机构和国家控股公司的试点。2003年4月22日,国家工商行政管理总局核准了工商变更登记,注册资本为200亿元人民币。2017年,经国务院国有资产监督管理委员会批准,公司完成整体公司改制,企业类型由“全民所有制”变更为“有限责任公司(国有独资)”,公司名称变更为现用名。2017年12月28日,公司完成相关工商变更登记及领取新营业执照。2018年12月11日,财政部、人力资源社会保障部、国资委联合发布财资(2018)91号文件,将公司10.00%的股权一次性无偿划转给社保基金会持有,变更后国资委持有公司90.00%股权,社保基金会持有公司10.00%的股权。

截至2020年3月底,公司注册资本为3,490,000.00万元,实际控制人为国资委。

跟踪期内,公司经营范围和组织结构未发生重大变化。

截至2019年底,公司合并资产总额11,260.97亿元,负债合计8,298.82亿元,所有者权益2,962.15亿元,其中归属于母公司所有者权益998.56亿元。2019年,公司实现营业收入2,959.19亿元,净利润115.45亿元,其中,归属于母公司所有者的净利润12.88亿元;经营活动产生的现金流量净额745.09亿元,现金及现金等价物净增加额-13.49亿元。

截至2020年3月末,公司合并资产总额11,496.02亿元,负债合计8,553.84亿元,所有者权益2,942.19亿元,其中归属于母公司所有者权益1,066.01亿元。2020年1—3月,公司实现营业收入648.57亿元,净利润29.10亿元,其中归属于母公司所有者的净利润5.67亿元;经营活动产生的现金流量净额127.59亿元,现金及现金等价物净增加额81.26亿元。

公司注册地:北京市海淀区复兴路甲23号;法定代表人:舒印彪。

二、债券概况及募集资金使用情况

1. 2016年申请的40亿元额度内公司债券

经中国证券监督管理委员会“证监许可(2016)2537号”文核准,公司获准向公众投资者公开发行面值总额不超过40亿元的公司债券。本次债券期限为10年期,发行价格为每张100元,为固定利率债券,采取网上面向社会投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式发行。本次债券发行工作已于2016年11月28日结束,实际发行规模40亿元,票面利率为3.65%。本次债券于2016年12月15日起在上海证券交易所交易市场集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市,并面向公众投资者交易。债券简称:“16华能债”,债券代码:“136849.SH”。本次债券起息日为2016年11月24日,到期日为2026年11月24日。

截至目前，公司募集资金已按照募集说明书中规定的用途使用完毕；公司已按期足额支付了对应期间的利息。

2. 2018 年申请的 400 亿元额度内公司债券及可续期债券

经中国证券监督管理委员会《关于核准中国华能集团有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2018〕1048 号）核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过 400 亿元（含 400 亿元）的公司债券及可续期债券，具体发行情况见下表。

表 1 2018 年申请的 400 亿元额度内存续的公司债券情况（单位：%、亿元）

发行日期	证券代码	证券名称	起息日	到期日期	债券期限	票面利率 (当期)	发行 规模	当前 余额
2018-08-16	143755.SH	18CHNG1A	2018-08-17	2028-08-17	10 年	4.89	17	17
	143756.SH	18CHNG1B	2018-08-17	2028-08-17	10 年	5.14	3	3
	143757.SH	18CHNG1C	2018-08-17	2023-08-17	5 年	4.48	10	10
	143758.SH	18CHNG1D	2018-08-17	2020-02-17	(0.75+0.75)年	--	10	0
公司债小计							40	30
2018-10-24	136938.SH	18CHNG1Y	2018-10-25	2023-10-25	(5+N)年	4.88	15	15
	136939.SH	18CHNG2Y	2018-10-25	2028-10-25	(10+N)年	5.30	5	5
2018-10-29	136936.SH	18CHNG3Y	2018-10-31	2023-10-31	(5+N)年	4.88	28	28
	136937.SH	18CHNG4Y	2018-10-31	2028-10-31	(10+N)年	5.30	2	2
2019-03-11	155950.SH	19CHNG1Y	2019-03-13	2024-03-13	(5+N)年	4.69	25	25
2019-05-16	155929.SH	19CHNG3Y	2019-05-20	2024-05-20	(5+N)年	4.58	3	3
	155930.SH	19CHNG4Y	2019-05-20	2029-05-20	(10+N)年	5.15	17	17
2019-6-3	155922.SH	19CHNG5Y	2019-06-05	2024-06-05	(5+N)年	4.55	12	12
	155923.SH	19CHNG6Y	2019-06-05	2029-06-05	(10+N)年	5.03	8	8
2019-09-09	155884.SH	19CHNG7Y	2019-09-11	2024-09-11	(5+N)年	4.1	9	9
	155885.SH	19CHNG8Y	2019-09-11	2029-09-11	(10+N)年	4.65	11	11
2019-11-05	155864.SH	19CHNG9Y	2019-11-07	2024-11-07	(5+N)年	4.29	15	15
	155865.SH	19CHNG0Y	2019-11-07	2029-11-07	(10+N)年	4.69	5	5
2019-11-20	163953.SH	CHNG11Y	2019-11-22	2024-11-22	(5+N)年	4.15	14	14
	163954.SH	CHNG12Y	2019-11-22	2029-11-22	(10+N)年	4.58	6	6
2020-03-05	163940.SH	20CHNG1Y	2020-03-09	2025-03-09	(5+N)年	3.55	15	15
	163941.SH	20CHNG2Y	2020-03-09	2030-03-09	(10+N)年	4.08	5	5
2020-03-12	163934.SH	20CHNG3Y	2020-03-16	2025-03-16	(5+N)年	3.57	15	15
	163935.SH	20CHNG4Y	2020-03-16	2030-03-16	(10+N)年	4.15	5	5
可续期公司债小计							215	215

注：其中“18CHNG1D”已到期正常兑付，本次不再跟踪
 资料来源：联合评级根据公开资料整理

截至 2020 年 3 月底，上述债券募集资金均按照募集说明书中载明用途或者公司公告的变更后的用途使用，付息正常。

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年以来，我国火电技术水平持续提升，清洁能源占比持续提升，但宏观经济增速承压，导致电力需求增幅下滑，发电设备利用小时数下降。电源投资增速进一步放缓。

2019 年，电力行业去产能、上大压小政策持续推进，加之国家政策鼓励清洁能源，火电机组技术水平进一步提升，清洁能源占比持续提升，截至 2018 年三季度末，我国煤电机组累计完成超低排放改造 7 亿千瓦以上，提前超额完成 5.8 亿千瓦的总量改造目标；我国 6,000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗已降至 306.9 克/千瓦时，较上年下降 0.7 克/千瓦时。根据中电联，截至 2019 年末，我国发电装机容量 201,166 万千瓦，同比增长 5.8%，其中核电、风电及太阳能发电分别同比增长 9.1%、14.0% 和 17.4%。

机组利用情况看，受宏观经济增速放缓影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,825 小时，同比下降 54 小时，其中火电设备利用小时 4,293 小时，同比下降 85 小时。

根据中电联发布的《2019 年全国电力工业统计快报一览表》，2019 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 7,995 亿元，同比减少 2.0%；其中，电源工程建设完成投资 3,139 亿元，同比增长 12.6%，其中水电和风电分别同比增长 16.3% 和 81.3%；电网工程建设完成投资 4,856 亿元，同比减少 9.6%。

2. 行业供需

2019 年，我国发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长，但受宏观经济承压下行导致的下游需求下降影响，除水电外，其他各类型电源利用小时数均有所下降。

2019 年，全国新增发电装机容量 10,173 万千瓦，同比下降 20.4%，其中，新增火电装机 4,092 万千瓦，同比下降 6.6%；新增水电装机 417 万千瓦，同比下降 51.4%。2018 年 5 月底国内新能源政策出现调整，平价上网时代加速来临，国内新增新能源发电装机结构受到影响。2019 年全年风电新增装机 2,574 万千瓦，同比增长 21.0%；光伏 2,681 万千瓦，同比下降 40.8%；核电新增装机 409 万千瓦，同比下降 53.8%。截至 2019 年末，火电装机容量占电力总装机容量的比重为 59.21%，进一步下降。

2019 年，我国实现全口径发电量同比增长 4.73%，其中火电发电量 50,450 亿千瓦时，同比增长 2.4%，增速较上年同期下降 5.0 个百分点。受宏观经济增速放缓影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,825 小时，同比下降 54 小时，除水电受 2019 年来水情况较好，利用小时同比上升 119 小时外，其他各类型电源利用小时数均有所下降，其中火电设备利用小时 4,293 小时，同比下降 85 小时。

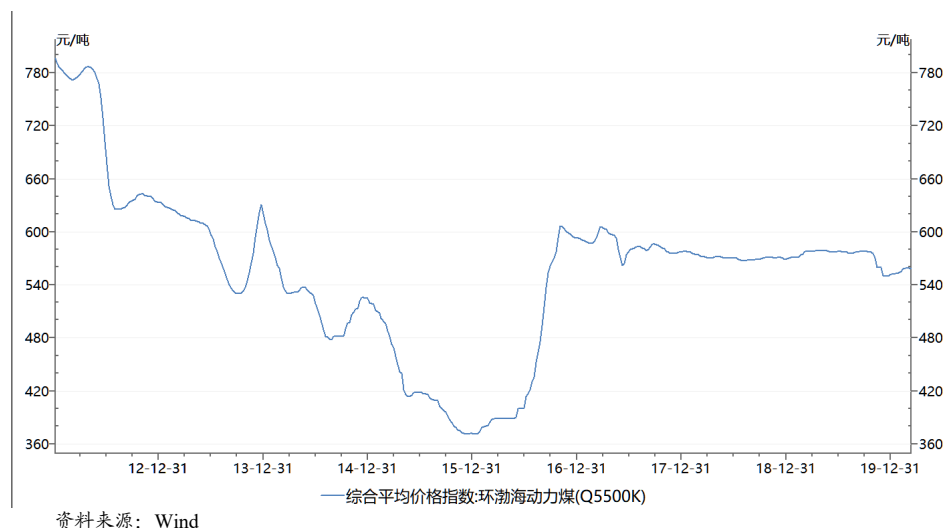
从电力需求看，2019 年全社会用电量比上年增长 4.5%。其中，第一产业、第二产业、第三产业和居民生活用电量分别增长 4.5%、3.1%、9.5% 和 5.7%，增幅较上年分别下降 5.3 个百分点、4.1 个百分点、3.2 个百分点和 4.7 个百分点，第三产业用电继续保持较快增长。分地区看，全国 28 个省（区、市）用电正增长，其中广西、西藏 2 个省（区）实现 10% 以上的两位数增长。

3. 电煤价格

2019 年煤炭价格延续了高位波动态势；未来动力煤供应趋于充裕，价格或将承压下行，但下行幅度有限。

2016 年的供给侧改革导致煤炭价格大幅上涨，2017 年以来，动力煤价格整体稳定在较高水平；但随着煤炭优质产能的释放，我国动力煤供应相对充足，而需求端随着宏观经济增速下滑而有所收缩，未来煤炭价格或将承压下行，但下行幅度有限。

图 1 近年来我国动力煤价格指数走势



4. 行业政策

2019 年，电力行业政策的重点仍集中于供给侧改革与售电侧改革，未来火电机组水平有望进一步提升，发电效率将进一步提高，电力销售端将逐步区域市场化。

2019 年，电力行业政策主要集中在淘汰落后产能、售电侧改革方面。主要政策如下表所示：

表 2 2019 年以来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》	发改委	要求电网企业增值税税率由 16% 调整为 13% 后，省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价，原则上自 2019 年 4 月 1 日起执行。	2019 年 3 月
《关于深入推进供给侧结构性改革进一步淘汰煤电落后产能 促进煤电行业优化升级的意见》	国家发改委、国家能源局	指出要有力有序淘汰煤电落后产能，加快煤电产业新旧动能转换，实现煤电行业清洁高效有序发展。	2019 年 3 月
《关于全面放开经营性电力用户发用电计划的通知》	国家发改委	经营性电力用户的发用电计划原则上全部放开，支持中小用户参与市场化交易。根据《通知》，除居民、农业、重要公用事业和公益性服务等行业电力用户以及电力生产供应所必需的厂用电和线损之外，其他电力用户均属于经营性电力用户。	2019 年 6 月
《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》	国家发改委	将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%。对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制。国家发展改革委根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整。	2019 年 10 月

资料来源：联合评级整理

5. 行业关注

宏观经济下行

2019 年以来，宏观经济下行压力较大，全社会用电需求下滑明显，全国机组利用小时数有所下降，对电力行业盈利产生不利影响。

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染

天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中六成成为火力发电，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

售电侧改革的持续推进，或将对电价产生一定不利影响

2019年，售电侧改革持续推进，且取得了很大的成效，部分城市市场电量增幅明显；售电侧改革的推进导致电力销售市场竞争激烈，市场电价较基础电价普遍偏低，将对电力行业盈利产生不利影响，但长远看，有利于优质企业发挥自身规模效应，提高发电利用小时。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈，且2016年供给侧改革以来，煤炭价格大幅回升并稳定在较高水平，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

6. 未来发展

随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺——电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺——电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低，但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理人员有所调整，新任总经理行业经验及管理经验丰富，履职能力强；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2019年10月24日，公司召开领导班子（扩大）会议，宣布了中央关于公司总经理任职的决定：邓建玲同志任中国华能集团有限公司董事、总经理、党组书记。

邓建玲同志，1965年2月生，硕士研究生，中共党员，1989年6月参加工作，正高级工程师。曾在北京电力试验研究所、华北电力试验研究所工作。曾任华北电力科学研究院副院长，大同第二发电厂厂长，华北电力集团公司生技部经理、副总工程师兼任调度局局长，甘肃省电力公司副总经理、党组成员，中国华电集团公司副总工程师兼任生产运营部主任，中国华电集团公司总工程师兼任华电燃料有限公司总经理、党组书记、华电煤业集团有限公司总经理、党组书记，中国华电集团公司副总经理、党组成员，中国华能集团有限公司党组副书记、副总经理。现任中国华能集团有限公

司董事、总经理、党组副书记。

公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司业务仍以发电及供热业务为主，2019 年，得益于燃煤采购价格的下降，公司盈利水平有所提高。

2019 年，公司业务仍以发电及供热业务为主，实现营业收入同比增长 10.14%至 2,959.19 亿元，主要系物资贸易板块收入增长所致；2019 年，公司实现营业利润 204.54 亿元，同比增长 39.23%，实现净利润 115.45 亿元，同比增长 31.57%，主要系燃煤采购价格下降，发电及供热业务盈利水平提升所致。

从营业收入构成看，2019 年，公司发电及供热业务收入同比增长 3.75%，公司煤炭业务收入同比减少 12.80%，主要系煤炭销售价格下降所致，公司物资贸易收入同比增长 1.87 倍。公司其他业务包括能源贸易、金融保险、科技、交通运输等，但各细分业务所占比重均较小。

从毛利率看，2019 年，公司发电及供热业务毛利率较上年提高 4.36 个百分点至 21.41%，主要系燃煤采购价格下降，业务的成本支出下降所致；煤炭板块毛利率较上年提高 3.10 个百分点至 31.82%。综上，公司综合毛利率较上年提高 2.96 个百分点至 21.30%。

表 3 2017—2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电及供热业务	2,078.49	91.16	16.21	2,344.71	89.55	17.05	2,432.66	85.55	21.41
煤炭业务	145.71	6.39	30.74	137.50	5.25	28.72	119.90	4.22	31.82
物资贸易	--	--	--	73.39	2.80	0.92	210.41	7.40	0.50
其他业务	55.81	2.45	--	62.70	2.39	--	80.56	2.83	--
合计	2,280.01	100.00	18.25	2,618.30	100.00	18.34	2,843.53	100.00	21.30

注：1. 公司 2017—2018 年数据均已经追溯调整；2. 2018 年起，物资贸易业务纳入公司主营业务
资料来源：公司审计报告

2020 年 1—3 月，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司发电量同比有所下降，导致营业总收入同比下降 8.52%至 679.56 亿元；实现营业利润 44.06 亿元，同比小幅增长 1.05%，主要系燃料成本同比有所下降以及投资收益增长所致；实现净利润 29.10 亿元，同比增长 3.03%。

2. 发电业务

2019 年，公司装机容量及发电量基本保持稳定，发电业务运行稳定，新能源装机占比进一步提高。

截至 2019 年底，公司在中国三十一个省、市、自治区与境外拥有全资及控股装机容量 18,278 万千瓦，较 2018 年底增长 3.52%；其中水电、风电、光伏装机占比分别为 14.75%、10.92%和 2.19%。

表 4 2017 - 2020 年 3 月各类机组总装机容量及发电量（单位：万千瓦、亿千瓦时、%）

年份	火电		水电		风电		光伏		合计	
	装机容量	发电量	装机容量	发电量	装机容量	发电量	装机容量	发电量	装机容量	发电量
2017 年	12,928	5,254	2,226	880	1,785	334	243	27	17,182	6,496
2018 年	12,869	5,642	2,607	957	1,863	387	318	41	17,657	7,026
同比增长	-0.46	7.38	17.12	8.75	4.37	15.87	30.86	51.85	2.76	8.16
2019 年	13,185	5,406	2,697	1,187	1,996	416	400	49	18,278	7,057
同比增长	2.45	-4.19	3.45	24.05	7.14	7.54	25.82	19.83	3.52	0.44
2020 年 1-3 月	13,158	1,146	2,697	167	2,011	119	400	13	18,265	1,446

注：以上数据不含境外装机及发电量

资料来源：公司提供

在火力发电方面，截至 2019 年底，公司火力发电装机容量达 13,185 万千瓦，较年初增长 2.45%；全年公司综合供电煤耗同比下降 1.03 克/千瓦时至 297.69 克/千瓦时。公司全年完成火力发电 5,406 亿千瓦时，约占国内火力发电量的 11.62%；火电机组平均利用小时 4,436 小时，较上年提高 5 小时。在燃煤发电机组环保改造方面，公司下属火电主要运营主体华能国际电力股份有限公司全部燃煤机组均设有脱硫、脱硝和除尘装置，各项指标均符合环保要求。

在水力发电方面，按照“流域开发为主、大中小兼顾、购建并重”的原则，公司加快澜沧江流域和云南区域水电开发进程，不断巩固和扩大四川水电开发成果，稳步推进西藏、青海、新疆等地水电资源开发，并取得积极进展。2019 年，公司乌龙弄水电站和里底水电站投运，装机容量合计 88.25 万千瓦。截至 2019 年底，公司水电板块总装机容量达到 2,697 万千瓦，较年初增长 3.45%，全年完成水力发电量达 1,187 亿千瓦时，同比增长 24.05%。

在风力发电方面，2019 年，公司风电项目开工建设 555 万千瓦，投产 148 万千瓦。截至 2019 年底，公司风电总装机容量达 1,996 万千瓦，同比增长 7.14%，主要业务分布在内蒙古、辽宁、吉林、山东、云南、甘肃、贵州、江苏、陕西等风能资源大省，同时公司稳步推进在第四类风能资源区域的装机进展，全年完成发电量 416 亿千瓦时。

在光伏发电方面，2013 年公司格尔木光伏电站稳定运行，华能彰武一期风光互补型的太阳能光伏电站项目稳健推进，华能格尔木 65 兆瓦光伏项目动工，公司太阳能业务有序开展。2019 年，公司光伏项目开工建设 110 万千瓦，投产 75 万千瓦。截至 2019 年底，公司光伏发电装机容量 400 万千瓦，同比增长 25.82%，全年完成光伏发电 49 亿千瓦时。

2019 年，公司完成总发电量 7,057 亿千瓦时，同比增长 0.44%，综合平均利用小时数为 4,031 小时，较上年下降 73 小时，主要系宏观经济下行，电力下游行业景气度下降所致。公司发电业务上网主要分布于东北电网、华北电网、西北电网、华东电网、华中电网和南方电网。

电煤采购方面，公司已与神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司以及内蒙古伊泰集团有限公司等大型煤炭集团签订了长期协议，长协占比 60%~70%。

3. 煤炭及其他业务

2019 年，公司煤炭产量保持稳定，在煤炭价格高位运行情况下，对公司总体盈利水平形成一定支撑。公司金融、交通等业务的良好运行，为主营业务提供较好补充，有利于公司整体经营业绩的保持。

公司以电力产业为核心，投资开发煤炭等电力相关产业，实施一体化战略，提高能源供应和保

障能力，保障公司长期稳定发展。

煤炭业务方面，2019 年，公司煤炭产能达到 7,760 万吨/年。2019 年，公司煤炭产量 7,450 万吨，同比增长 5.14%。2019 年，公司产业协同累计供煤 3,348.04 万吨，同比增加 156.14 万吨，煤炭协同率 66.43%¹。

金融业务方面，华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）是华能集团的金融资产投资、管理专业机构和金融服务平台，主要职责制定金融产业发展规划，统一管理金融资产和股权，合理配置金融资源，协调金融企业间业务合作，提供多元化金融服务。截至 2019 年末，公司资产总额 1,530.95 亿元，净资产 564.33 亿元；累计实现营业收入 135.75 亿元，累计实现合并利润 64.06 亿元，成为集团公司重要的利润来源之一。

交通业务方面，2019 年，公司曹妃甸北方下水煤枢纽港全年完成煤炭调出量 3,363.8 万吨，其中 781.6 万吨为系统内调出量，完成进港量 3,348 万吨。

4. 在建工程

公司在建项目以大型水电、核电等新能源项目及煤矿为主，未来电源结构将得以进一步优化，产业布局将进一步完善；公司未来资本支出规模较大，融资需求将持续增加。

截至 2019 年底，公司在建项目以大型水电、核电等新能源项目及煤矿为主，计划总投资 1,370.86 亿元，截至 2019 年底已投资 891.40 亿元，尚需资金投入 479.46 亿元，项目资金来源以自有资金及银行贷款为主，公司未来将面临一定融资压力。

表 5 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	已投入	工程进度	资金来源
1.核桃峪煤矿	120.42	56.66	85.00	委托贷款
2.托巴水电站	232.04	168.67	27.43	自有资金及贷款
3.高温气冷堆示范工程	81.31	18.83	76.84	自有资金及贷款
4.滇东能源煤矿工程	95.85	33.94	43.57	自有资金及贷款
5.压水堆扩建工程	356.35	305.86	14.17	自有资金及贷款
6.新庄煤矿	142.52	95.22	63.54	委托贷款
7.加查水电站	78.28	31.05	60.34	国拨资金、银行贷款、自有资金
8.2×660MW 扩建项目	62.42	20.42	89.16	银行贷款
9.滇东雨汪煤矿工程	58.37	37.18	36.31	自有资金及贷款
10.如东海上风电项目	143.30	123.57	19.68	自有资金及贷款
合计	1,370.86	891.40	--	--

资料来源：公司审计报告

5. 经营效率

公司各项经营效率指标基本保持稳定，处于同行业较高水平。

2018—2019 年，公司应收账款周转次数略有下降，分别为 5.78 次和 5.68 次；公司存货周转次数小幅上升，分别为 13.09 次和 13.85 次；公司总资产周转次数分别为 0.26 次和 0.27 次，基本保持稳定。与五大发电集团中的其他四家相比，公司的存货周转率处于较高水平，总资产周转率和应收账款周转率均处于一般水平。

¹ 指公司煤炭供应内部市场量占煤炭总产量的比例

表 6 2019 年公司与同行业企业经营效率指标比较情况（单位：次）

公司名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
中国大唐集团有限公司	15.06	4.64	0.25
中国华电集团有限公司	14.59	6.38	0.29
国家能源投资集团有限公司	11.88	9.56	0.31
国家电力投资集团有限公司	9.42	5.97	0.24
中国华能集团有限公司	14.21	5.87	0.28

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

6. 经营关注

经济周期波动的风险

电力行业需求受到国民经济中其他行业用电量的影响较大。电力企业的盈利能力与经济周期的相关性比较明显，下游重工业和制造业的用电需求和发电企业自身上网电量是决定发电企业盈利的重要因素。总体看，国际经济走势仍不明朗，我国经济回升的基础还不稳固，经济波动将直接影响电力等能源产品的需求情况，若经济景气下行，公司的经营业绩将受到不利影响。

安全生产风险

电力安全生产重要性是由电力生产、电力基本建设、电力多种经营的客观规律和生产特性及社会作用决定的，电力生产过程中习惯性违章操作等安全隐患广泛存在。此外，公司生产运营中涉及的煤炭采掘也属于高危行业，一旦出现生产或施工事故，将直接对公司生产经营造成重大影响。另外，当前已投入运营的风电机组多数不具备低电压穿越能力，在电网出现故障导致系统电压降低时容易出现安全风险。

7. 未来发展

公司未来发展目标明确，切实可行，随着未来相关计划的落实推进，有利于公司综合实力的进一步提升。

公司未来着力调整产业结构和优化区域布局。优化调整产业结构，加强产业协同，围绕电力核心产业，积极开发煤炭资源，以提升煤炭协同率和电煤自供率为目标，统筹发展以煤炭物流为主的交通运输产业。加强产融结合，发挥金融支持作用；加快科技等新兴产业的培育，构建协同高效的产业体系。优化电源结构，推进绿色、低碳发展，加大低碳清洁能源开发力度，进一步提高装机比重；加强传统能源高效清洁利用，加快淘汰落后产能，实施节能减排，提高大容量高参数机组装机比重。按照国家能源资源发展重心转移的部署，优化调整区域布局，加快西部、巩固东部、稳定中部、提升东北，加快形成区域布局新优势。

未来公司将坚持做优增量与调整存量并重，把发展有质量有效益的风电、光伏等新能源作为做优增量的主攻方向，推动结构布局优化提升，重点围绕“两线”“两化”谋篇布局。

“北线”主要指“三北”地区，以特高压送出通道起点为依托，布局一批距离市场近、输送距离短、市场竞争力强的优质风光煤电输用一体化基地。西起新疆，东到通榆，包括疆电入渝、青海、陇东、陕北、张北以及内蒙上海庙、二连浩特、锡盟、上都、扎鲁特等一系列特高压送端区域，以外送新能源为主，并配置一定规模的清洁高效煤电资源。目前“北线”规划的新能源资源约 2,500 万千瓦。现阶段重点是加快陇东能源基地开发，按照“3 个 1,000”（1,000 万千瓦电力装机、1,000 万吨外送煤炭、1,000 亿元资产规模）战略目标，打造煤电风光多能互补、环境友好型、资源节约型

能源外送基地。同时，密切跟踪其他通道规划情况，寻找更多基地型、连片式新能源项目开发机会。

“东线”主要围绕东部沿海省份，着力打造有质量有效益、基地型规模化、投资建设运维一体化的海上风电发展带。北起辽宁，南至两广，形成贯通渤中、黄海、东海、南海，立足近海浅水，布局近海深水，展望远海，全方位立体化的海上风电开发格局。目前“东线”规划的海上风电资源约 2,000 万千瓦。现阶段重点是推进江苏千万千瓦级海上风电开发，并以项目为载体，助力当地培育现代化制造业，加速推进风电统一智慧运维。

目前公司“两线”“两化”发展战略取得了重大进展。“北线”方面，与甘肃省委省政府签署战略合作协议，制定开发方案，明确重点任务和时间节点，全力推进陇东能源基地开发；上都平价风电基地、锡盟千万千瓦级风电基地、吉林 200 万千瓦平价风电基地前期工作也取得了阶段性进展。

“东线”方面，加快海上风电布局，与江苏省委省政府达成重要共识；辽宁丹东 200 万千瓦海上风电前期工作取得实质性进展。

六、财务分析

1. 财务概况

2019 年财务报表经信永中和会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见，公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照最新的会计准则进行编制。

从合并范围看，2019 年，新纳入合并范围子公司 58 家，不再纳入合并范围子公司 16 家。在财务数据可比性方面，公司合并范围变化程度相较整体财务数据规模较小，对公司主营业务的影响小，上述变化对公司财务数据可比性的影响不明显，总体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 11,260.97 亿元，负债合计 8,298.82 亿元，所有者权益 2,962.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 998.56 亿元。2019 年，公司实现营业收入 2,959.19 亿元，净利润 115.45 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 12.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 745.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.49 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 11,496.02 亿元，负债合计 8,553.84 亿元，所有者权益 2,942.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,066.01 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 648.57 亿元，净利润 29.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 127.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 81.26 亿元。

2. 资产质量

公司资产规模很大，资产结构仍以非流动资产为主，非流动资产中固定资产占比较高，以大型发电机组为主，公司整体资产质量高。

截至 2019 年底，公司资产总额为 11,260.97 亿元，较年初增长 5.70%。资产构成中流动资产占 17.87%，非流动资产占 82.13%，非流动资产占比高。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 2,011.95 亿元，较年初增长 6.89%，主要系交易性金融资产、应收账款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产增长所致；流动资产主要由货币资金（占 17.30%）、交易性金融资产²（占 14.26%）、应收票据（占 5.97%）、应收账款（占 26.32%）、存货（占 7.77%）和其他流动资产（占 12.39%）构成。

² 公司 2019 年年报编制以执行新金融工具准则，为增强数据可比性，交易性金融资产测算中含公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产

截至 2019 年底，公司货币资金为 347.98 亿元，较年初下降 8.58%，主要系当年投资力度增加，购建固定资产、无形资产等支付的现金规模大幅增长所致。截至 2019 年底，公司货币资金以银行存款为主（占 93.76%）；受限货币资金 44.51 亿元，占期末货币资金的 12.79%，主要为存款准备金（23.37 亿元）、银行承兑汇票保证金（10.01 亿元）和住房维修基金及存出保证金等（7.15 亿元），受限比例较低。

截至 2019 年底，公司交易性金融资产为 286.85 亿元，较年初增长 19.15%，主要系债务工具投资和权益工具投资增长所致。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值为 529.49 亿元，较年初增长 10.68%，主要系公司贸易规模扩张及应收账款回收周期变长所致。公司应收账款中单项金额重大并单项计提坏账准备的占 12.22%，欠款方主要为各省电力公司，回收风险小，坏账准备综合计提比例 5.09%；按信用风险组合计提坏账准备的占 53.22%，账龄主要集中在 1 年以内（占 82.58%），账龄较短，坏账准备综合计提比例 1.41%；按单项计提坏账准备的占 29.07%，坏账准备综合计提比例 2.40%。公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比为 23.53%，集中度一般。公司下游客户主要为省级地方电网、电力公司，相关应收账款发生大额坏账损失的可能性小。

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 156.25 亿元，较年初下降 9.94%，主要系公司加强存货管控力度及优化贸易供应链所致。公司存货主要由原材料（占 67.31%）、库存商品（占 9.88%）及其他（占 21.28%）构成。其中，原材料主要为电煤，其他主要为发出商品及备品备件。截至 2019 年底，公司计提存货跌价准备 3.14 亿元，主要为原材料跌价准备。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 249.27 亿元，较年初增长 19.95%，主要系金融类子公司融出资金和应收预付款项规模增长所致。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 9,249.02 亿元，较年初增长 5.45%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.61%）、固定资产（占 62.38%）和在建工程（占 11.64%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 611.42 亿元，较年初增长 15.94%，主要系公司可供出售的权益工具增长所致。当期计提减值准备 14.28 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 5,770.84 亿元，较年初增长 1.78%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 43.40%）和机器设备（占 54.01%）构成。固定资产成新率为 57.17%，成新率较低。

截至 2019 年底，公司在建工程账面价值为 1,076.24 亿元，较年初增长 6.98%，主要系本期公司增加在建项目资金投入所致。

截至 2019 年底，公司受限资产总额为 399.30 亿元，占总资产的 3.55%，受限比例很低。

表 7 截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	金额	占比	受限原因
货币资金	44.51	0.40	偿债备付金、住房维修基金及保证金、存放央行准备金、保函保证金、银行承兑汇票保证金等
应收票据	30.14	0.27	质押及已贴现或背书未到期期末未终止确认的应收票据
应收账款	28.98	0.26	收费权质押
固定资产	84.18	0.75	收费权质押、抵押、借款的抵押资产及融资租入的固定资产
无形资产	8.16	0.07	抵押贷款
在建工程	14.95	0.13	华能 24.4 万千瓦亚曼苏水电站工程项目长期借款固定资产抵押权
其他	188.37	1.67	银行借款质押的长期应收款、质押式回购业务、融资融券业务、

			转融通业务质押的金融资产
合计	399.30	3.55	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 11,496.02 亿元，较上年底增长 2.09%，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司债务负担有所下降，但仍较重，但债务结构中长期债务占比较高，公司债务结构合理。

截至 2019 年底，公司负债规模合计 8,298.82 亿元，较年初增长 0.35%。其中，流动负债 3,493.53 亿元（占 42.10%），非流动负债 4,805.29 亿元（占 57.90%）。

流动负债

截至 2019 年底，公司流动负债合计 3,493.53 亿元，较年初下降 2.35%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；流动负债主要由短期借款（占 33.33%）、应付账款（占 5.84%）、其他应付款（占 15.81%）、一年内到期的非流动负债（占 16.95%）和其他流动负债（占 10.88%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 1,164.41 亿元，较年初增长 1.80%，主要由信用借款构成（占 95.79%）。公司应付账款 204.06 亿元，较年初下降 7.82%。公司应付账款账龄集中在一年以内（占 92.57%）。公司其他应付款 552.30 亿元，较年初小幅增长 2.65%，其中应付工程、设备款占比较高。公司一年内到期的非流动负债 592.10 亿元，较年初下降 17.85%，主要系公司一年内到期的长期借款减少所致。公司其他流动负债 380.15 亿元，较年初下降 1.52%，公司其他流动负债主要由短期应付债券（占 78.99%）和待转销项税额（占 7.47%）构成。

非流动负债

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 4,805.29 亿元，较年初增长 2.41%；非流动资产主要由长期借款（占 69.72%）和应付债券（占 22.01%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 3,350.31 亿元，较年初下降 3.18%。公司长期借款主要由信用借款（占 56.37%）、质押借款（占 32.41%）和保证借款（占 9.66%）构成。

截至 2019 年底，公司应付债券为 1,057.75 亿元，较年初大幅增长 16.16%，主要系公司经营规模扩大，为满足融资需求发行多期债券所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 6,331.76 亿元，较年初下降 1.35%；其中短期债务占 29.97%，长期债务占 70.03%，如将所发行的永续债等计入“其他权益工具”的金融工具，截至 2019 年底，公司调整后的全部债务 6,839.03 亿元。债务指标方面，2018—2019 年，公司资产负债率分别为 77.63%和 73.70%，全部债务资本化比率分别为 72.92%和 68.13%，长期债务资本化比率分别为 64.86%和 59.95%，均有所下降。若考虑永续债等计入“其他权益工具”或“少数股东权益”的金融工具，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.20%、73.59%和 66.81%。整体看，公司有息债务规模较大，整体债务负担重；有息债务以长期债务为主，债务结构合理。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 8,553.84 亿元，较上底增长 3.07%；构成较上年底变化不大。

所有者权益

2019 年，公司所有者权益稳定增长，仍以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较强。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 2,962.15 亿元，较年初增长 24.27%，主要系公司发行永

续债券计入其他权益工具和少数股东权益所致；其中归属于母公司的所有者权益占 33.71%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 35.29%）、其它权益工具（占 50.80%）、资本公积金（占 16.89%）和未分配利润（占 -5.28%）构成，公司少数股东权益及其他权益工具占比较高，主要系公司下属上市公司较多所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 2,942.19 亿元，较上年底减少 0.67%。

4. 盈利能力

2019 年，受电力板块盈利水平上升影响，公司盈利水平略有提升。公司投资收益对利润的贡献程度较大。

2019 年，公司实现营业收入同比增长 10.14%至 2,959.19 亿元，主要系物资贸易板块收入增长所致；2019 年，公司实现营业利润 204.54 亿元，同比增长 39.23%，实现净利润 115.45 亿元，同比增长 31.57%，主要系燃煤采购价格下降所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 402.49 亿元，较上年增长 2.66%，较上年变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 12.59%、21.25%、0.40% 和 65.76%。其中，销售费用为 50.68 亿元，较上年增长 13.30%；管理费用为 85.53 亿元，较上年增长 13.37%；研发费用为 1.60 亿元，较上年增长 21.41%；财务费用为 264.68 亿元，较上年下降 2.18%，较上年变化不大。2019 年，公司费用收入比为 13.60%，较上年下降 0.99 个百分点，公司费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2019 年，公司实现投资收益 48.99 亿元，较上年下降 67.94%，主要系 2018 年处置较大规模的长期股权投资所致；投资收益占营业利润比重为 23.95%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 16.85 亿元，较上年增长 10.86%；其他收益占营业利润比重为 8.24%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现营业外收入 12.48 亿元，较上年增长 19.08%，营业外收入占利润总额比重为 6.99%，对利润影响不大。2019 年，公司实现营业外支出 38.54 亿元，较上年增长 179.82%，主要系当期上海嘉虞汇黔投资中心（有限合伙）（以下简称“嘉虞汇黔”）³预计损失 23.89 亿元所致。营业外支出占利润总额比重为 21.59%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 19.13%，较上年上升 3.34 个百分点，主要系燃煤采购价格下降所致。2019 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.16%、4.01% 和 4.32%，较上年分别上升 0.03 个百分点、上升 0.10 个百分点和上升 0.49 个百分点。与同行业公司相比，公司盈利能力处于较低水平。

表 8 2019 年公司与同行业公司盈利能力指标比较情况（单位：%）

公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中国大唐集团有限公司	19.25	3.95	2.90
中国华电集团有限公司	18.99	3.98	2.97
国家能源投资集团有限公司	32.46	6.27	7.22
国家电力投资集团有限公司	21.65	3.85	1.36
中国华能集团有限公司	20.79	3.98	1.42

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

³ 2019 年度，公司与中国东方资产管理股份有限公司共同出资成立嘉虞汇黔，嘉虞汇黔由双方共同控制。截至 2019 年 12 月 31 日，公司对嘉虞汇黔实际出资 27.01 亿元。根据协议，嘉虞汇黔应承担标的资产的处置收益或亏损，2019 年嘉虞汇黔确认较大损失。公司对嘉虞汇黔存在出资承诺，按照谨慎性原则，公司除对嘉虞汇黔的投资采用权益法核算减记至 0 外，还对预计未来将要承担的超额损失确认预计负债 23.9 亿元

2020年1—3月,受新冠肺炎影响,公司实现营业总收入679.56亿元,较2019年同期下降8.52%;实现利润总额45.34亿元,较2019年同期增长2.67%。

5. 现金流

2019年,公司经营现金流净额保持大规模净流入态势,且净流入规模同比大幅增长;投资活动持续净流出,未来随着在建项目的推进,或将存在一定融资压力。

从经营活动来看,2019年,公司经营活动现金流入3,396.97亿元,较上年增长6.64%,主要系收入增长所致;经营活动现金流出2,651.89亿元,较上年下降2.79%,较上年变化不大。2019年,公司经营活动现金净流入745.09亿元,较上年增长62.79%,主要系燃煤采购成本下降所致。2019年,公司现金收入比为105.89%,较上年下降0.55个百分点,收入实现质量高。

从投资活动来看,2019年,公司投资活动现金流入1,582.02亿元,较上年下降11.65%,主要系收回投资收到的现金同比减少所致;投资活动现金流出2,534.15亿元,较上年增长19.29%,主要系公司加大投资力度所致。2019年,公司投资活动现金净流出952.13亿元,较上年增长185.31%。

从筹资活动来看,2019年,公司筹资活动现金流入5,231.31亿元,较上年增长25.22%;筹资活动现金流出5,038.61亿元,较上年增长16.84%。2019年,公司筹资活动现金净流入192.70亿元,较上年净流出转为净流入。

2020年1—3月,公司经营活动产生的现金流仍保持较大规模净流入,为127.59亿元,投资活动现金净流出137.59亿元,筹资活动现金净流入90.48亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现一般,考虑到公司行业地位、经营规模、经营获现能力等方面具有的较大优势,联合评级认为,公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,截至2019年末,公司流动比率与速动比率分别由年初的0.53倍和0.48倍分别上升至0.58倍和0.53倍,流动资产对流动负债的保障程度较低。截至2019年末,公司现金短期债务比由年初的0.36倍上升至0.40倍,现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看,公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看,2019年,公司EBITDA为863.73亿元,较上年增长6.03%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占47.60%)、计入财务费用的利息支出(占30.25%)、利润总额(占20.66%)构成。2019年,公司EBITDA利息倍数由上年的2.70倍上升至2.99倍,EBITDA对利息的覆盖程度较高;公司EBITDA全部债务比由上年的0.13倍上升至0.14倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看,公司长期债务偿债能力指标表现一般。

截至2019年底,公司对外担保7.07亿元,占公司净资产的0.24%,规模较很小,公司或有负债风险小。

截至2020年3月底,公司在各银行的授信额度总额为12,514.04亿元,其中已使用授信额度7,244.65亿元,尚有5,269.39亿元未使用,公司间接融资渠道畅通。公司下属多家上市子公司,如华能国际电力股份有限公司(股票代码:600011.SH)、华能澜沧江水电股份有限公司(股票代码:600025.SH)和长城证券股份有限公司(股票代码:02939.SZ),公司直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(中征码:1101000000694572),截至2020年6月8日,公司无未结清不良信贷信息记录。公司过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

母公司主要履行管理职能，债务负担不重，债务结构合理。

截至 2019 年末，母公司资产总额 1,984.13 亿元，较年初增长 13.63%。其中，流动资产占 7.89%，非流动资产占 92.11%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 5.83%）、其他应收款（占 93.62%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.53%）、长期应收款（占 18.18%）、长期股权投资（占 74.24%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 9.13 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 1,037.12 亿元，较年初增长 0.87%。其中流动负债占 27.03%，非流动负债占 72.97%。从构成看，主要为长短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债和应付债券。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 52.27%，较年初下降 6.61 个百分点。

截至 2019 年底母公司所有者权益为 947.01 亿元，较年初增长 31.89%，主要系永续债融资大幅增长所致，母公司所有者权益主要由实收资本（352.38 亿元）、其他权益工具（507.27 亿元）和资本公积（67.06 亿元），权益稳定性高。

2019 年，母公司营业收入为 0.71 亿元，期间费用方面，财务费用规模大，2019 年为 38.14 亿元。母公司盈利主要来自投资收益，2019 年为 54.83 亿元；营业利润和利润总额分别为 5.81 亿元和-16.13 亿元，受计提嘉虞汇黔预计损失 23.89 亿元影响，营业外支出大幅增长，营业利润转为亏损。净利润为-16.13 亿元。

2019 年，母公司经营活动现金流入量和流出量分别为 9.25 亿元和 13.26 亿元，经营活动产生的现金流量净额-4.02 亿元；投资活动产生的现金流量净额-240.67 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 199.48 亿元。

七、公司偿债能力分析

公司资产、盈利能各项指标对本报告所跟踪债项的覆盖程度很高，并考虑到公司作为我国电力行业内居主导地位的核心发电集团之一，在业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面保持领先优势，联合评级认为，公司对本报告所跟踪债项的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 754.85 亿元，为本报告所跟踪债项待偿本金合计（285.00 亿元）的 2.65 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度高；截至 2019 年末，公司净资产为 2,962.15 亿元，为本报告所跟踪债项待偿本金合计（285.00 亿元）的 10.39 倍，公司净资产对本期债券按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 863.73 亿元，为本报告所跟踪债项待偿本金合计（285.00 亿元）的 3.03 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 3,396.97 亿元，为本报告所跟踪债项待偿本金合计（285.00 亿元）的 11.92 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度很高。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为我国电力行业内居主导地位的核心发电集团之一，在业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面保持领先优势，公司资本实力很强，得益于燃煤采购价格的下降，公司利润规模进一步扩大、经营现金流状况佳、负债水平有所降低。同时，联合评级也关注到电力行业受

经济周期波动影响大，相关产业政策易对行业整体盈利水平产生一定的影响、持续计提资产减值损失对公司利润规模影响较大以及在建项目未来投资压力较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建项目的陆续投产，公司装机容量将继续提高，电源结构有望进一步改善；同时，公司在煤炭和港路等产业不断延伸，公司综合实力有望持续提升，并凭借规模优势和技术水平保持行业领先地位。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 华能债”“18CHNG1A”“18CHNG1B”“18CHNG1C”“18CHNG1Y”“18CHNG2Y”“18CHNG3Y”“18CHNG4Y”“19CHNG1Y”“19CHNG3Y”“19CHNG4Y”“19CHNG5Y”“19CHNG6Y”“19CHNG7Y”“19CHNG8Y”“19CHNG9Y”“19CHNG0Y”“CHNG11Y”“CHNG12Y”“20CHNG1Y”“20CHNG2Y”“20CHNG3Y”和“20CHNG4Y”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 中国华能集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
资产总额（亿元）	10,396.07	10,653.45	11,260.97	11,496.02
所有者权益（亿元）	2,195.92	2,383.64	2,962.15	2,942.19
短期债务（亿元）	2,189.63	2,018.73	1,897.43	--
长期债务（亿元）	4,040.99	4,399.43	4,434.33	--
全部债务（亿元）	6,230.62	6,418.16	6,331.76	--
营业总收入（亿元）	2,595.29	2,786.27	3,061.91	679.56
净利润（亿元）	68.98	87.75	115.45	29.10
EBITDA（亿元）	769.26	814.59	863.73	--
经营性净现金流（亿元）	505.12	457.68	745.09	127.59
应收账款周转次数（次）	6.38	5.78	5.68	--
存货周转次数（次）	12.98	13.09	13.85	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.26	0.27	--
现金收入比率（%）	105.95	106.43	105.89	108.22
总资本收益率（%）	4.01	4.13	4.16	--
总资产报酬率（%）	3.64	3.91	4.01	--
净资产收益率（%）	3.48	3.83	4.32	--
营业利润率（%）	14.66	15.79	19.13	16.87
费用收入比（%）	15.44	14.59	13.60	14.92
资产负债率（%）	78.88	77.63	73.70	74.41
全部债务资本化比率（%）	73.94	72.92	68.13	--
长期债务资本化比率（%）	64.79	64.86	59.95	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.70	2.99	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.14	--
流动比率（倍）	0.43	0.53	0.58	0.62
速动比率（倍）	0.39	0.48	0.53	0.58
现金短期债务比（倍）	0.28	0.36	0.40	--
经营现金流流动负债比率（%）	13.06	12.79	21.33	3.54
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.70	2.86	3.03	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 吸收存款及同业存放、拆入资金、以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融负债及衍生金融负债均计入短期债务；租赁负债计入长期债务

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。