

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（2021）

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 05 月 21 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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 [2021]跟踪 0362 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

二零二一年五月二十一日

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”或“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**。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、不断提升的盈利能力、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、煤电去产能政策和煤炭价格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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	4,034.41	4,135.97	4,382.06	4,436.33
所有者权益合计（亿元）	1,017.86	1,172.89	1,414.75	1,456.18
总负债（亿元）	3,016.55	2,963.08	2,967.30	2,980.15
总债务（亿元）	2,570.73	2,500.02	2,430.66	2,448.07
营业总收入（亿元）	1,698.61	1,734.85	1,694.39	499.09
净利润（亿元）	24.07	23.78	57.04	40.30
EBIT（亿元）	139.81	155.76	180.44	--
EBITDA（亿元）	338.34	360.75	393.46	--
经营活动净现金流（亿元）	288.92	373.24	420.50	113.30
营业毛利率(%)	11.30	14.59	17.44	16.64
总资产收益率(%)	3.56	3.81	4.23	--
资产负债率(%)	74.77	71.64	67.71	67.18
总资本化比率(%)	71.64	68.07	63.21	62.70
总债务/EBITDA(X)	7.60	6.93	6.18	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.06	3.18	3.87	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 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。

■ **盈利能力不断提升，获现能力极强。**受益于煤炭采购价格下降，2020 年公司盈利能力及经营活动净现金流均同比提升，获

现能力保持极强水平，相关偿债指标随之提升。

■ **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 2020 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 5,044.46 亿元，其中尚未使用授信额度 3,051.22 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，2020 年以来，公司上网电价持续小幅下降，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。

■ **煤炭价格波动。**公司煤电机组占比较高，机组盈利能力受煤炭价格影响较大。2020 年第四季度以来，煤炭市场价格快速回升，中诚信国际将对此保持关注。

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

2020 年部分电力企业主要指标对比表							
公司名称	2020 年末 装机容量 (万千瓦)	2020 年 发电量 (亿千瓦时)	2020 年末 资产总额 (亿元)	2020 年末 资产负债率 (%)	2020 年 营业总收入 (亿元)	2020 年 净利润 (亿元)	2020 年 营业毛利率 (%)
华电国际	5,769.93	2,073.17	2,346.11	60.37	907.44	57.77	16.16
华能国际	11,335.7	4,040.16	4,382.06	67.71	1,694.39	57.04	17.44

注：“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	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 华能 01	AAA	AAA	2020/5/19	30.00	30.00	2016/06/13~2021/06/13	无
16 华能 02	AAA	AAA	2020/5/19	12.00	12.00	2016/06/13~2026/06/13	无

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 2020 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：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

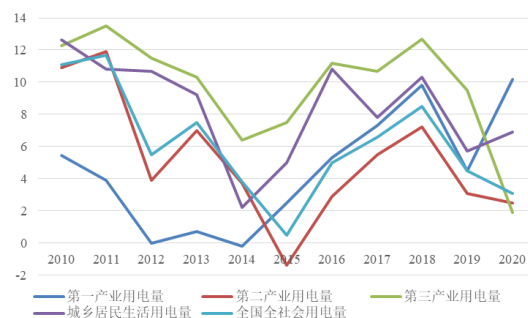
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年初，新冠肺炎疫情对我国经济带来较大冲击，但随着复工、复产等的持续推进，我国经济稳步复苏，全国全社会用电量增速逐季回升，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内国内全社会用电量仍将保持低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过 2008 年四万亿的投资拉动到达 2010 年高点后开始波动下行，并于 2015 年降至近年冰点。进入 2016 年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。其中，2020 年新冠肺炎疫情导致我国一季度及上半年的全社会用电量增速均为负值，但随着复工复产、复商复市的持续推进，全国经济稳步复苏，新冠肺炎疫情对用电需求的影响逐渐得到缓解，加之农网改造和脱贫攻坚等举措的持续推进，共同带动我国全年全社会用电量同比增长 3.1%。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至 2020 年的 68.18%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2020 年初，新冠肺炎疫情虽对我国经济以及全社会用电量带来较大冲击，但其随着复工复产等的持续推进已呈稳步复苏态势，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内国内全社会用电量仍将保持低速增长。

2020 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；2021 年一季度，全国煤炭市场价格快速回升对公司机组盈利能力形成一定影响，中诚信国际将对此保持关注

随着在建项目的陆续投产运营以及收并购项目的完成，2021 年 3 月末，公司控股装机容量和权益装机容量分别增至 11,380.5 万千瓦和 9,957.0 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。2020 年以来，公司新投产机组中清洁能源占比高，且主要集中在限电情况相对较好的中东部及南部，同时随着限电情况的逐步好转，三北地区清洁能源装机规模亦有所提升，电源结构及区域布

局均持续优化。另外，2020 年公司持续关停运行寿命届满的小机组，新增大容量煤电机组，且主要分布在用电需求旺盛的东南沿海区域，机组质量有所提升。

表 1：近年来公司可控电力资产情况（单位：万千瓦）

指标	2018	2019	2020	2021.3
可控装机容量	10,599.1	10,692.4	11,335.7	11,380.5
其中：煤电（含燃油及生物质）	8,912.3	8,885.4	9,009.8	9,012.8
气电	1,041.9	1,041.9	1,224.4	1,224.4
水电	35.2	36.8	36.8	36.8
风电	513.8	590.3	813.5	855.7
光伏	95.9	138.1	251.2	251.2
煤电占比（含燃油及生物质）	84.09%	83.10%	79.48%	79.19%
气电占比	9.83%	9.74%	10.80%	10.76%
水电占比	0.33%	0.34%	0.32%	0.32%
风电占比	4.85%	5.52%	7.18%	7.52%
光伏占比	0.90%	1.29%	2.22%	2.21%

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，2020 年上半年疫情影响使得全国用电需求大幅降低，风电、光伏等新能源机组大幅投产，且来水情况较好，同时公司所在区域火电新投机组增加，对公司火电机组发电形成挤压，进而使得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，发电量及售电量随之下降。但受益于煤电机组质量的提升，公司能耗指标有所下降。公司境外电厂全年发电量市场占有率为 21.4%，同比小幅上升 0.7 个百分点，整体运营稳定。2021 年一季度全社会用电需求增加，拉动发电侧电量同比大幅上升，且北方各区域处于供暖季，公司火电机组利用小时增加较多，进而推动当期全口径售电量同比增长 30.20%至 1,050.09 亿千瓦时。同期，公司境外电厂发电量市场占有率为 20.6%，比去年同期下降 0.6 个百分点。

2020 年及 2021 年一季度，公司市场化交易电量占比持续提升，加之市场竞争和供求关系等因素影响，公司平均含税上网电价同比持续小幅下降。

表 2：近年来公司境内机组运营指标

指标	2018	2019	2020
发电量(亿千瓦时)	4,304.57	4,050.06	4,040.16

售电量(亿千瓦时)	4,059.43	3,881.82	3,798.94
机组平均利用小时数(小时)	4,208	3,915	3,744
供电标准煤耗(克/千瓦时)	307.03	307.21	291.08
市场化交易电量（亿千瓦时）	1,752.33	2,164.38	2,214.05
平均含税上网电价(元/千瓦时)	0.418	0.417	0.414

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，2020 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等因素，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。但 2020 年第四季度以来，全国煤炭市场价格快速回升，对公司 2021 年一季度盈利能力形成一定影响，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）

	2018	2019	2020
长协煤采购数量	10,804	11,419	9,064
长协煤采购价格	542.60	517.95	482.16
市场采购数量	8,823	6,874	8,064
其中：进口煤数量	4,674	4,338	4,136
市场采购价格	562.10	483.79	475.69
海运费	53.00	41.59	39.85
铁路运费	97.96	96.80	95.60

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，2021 年，公司将落实“在‘十四五’期间重点实施绿色发展、创新发展、安全发展、卓越运营四大战略”的要求，防风险、调结构、稳增长、强科技、促改革，实现“十四五”高起点开局、高标准起步、高质量推进。电力建设方面，公司将大力实施绿色发展战略，以质量效益为先，坚持自主开发与收购并重，充分利用我国“三北”、沿海、西南和部分中部地区新能源集中式开发的有利条件，进一步打造“基地型、清洁型、互补型及集约化、数字化、标准化”大型清洁能源基地，加快新

能源跨越式发展，加快煤电结构优化升级，择优发展气电及其它清洁能源发电，积极拓展综合能源服务。

截至 2020 年末，公司重要在建项目预算合计数为 994.65 亿元，2021 年计划资本支出 564.07 亿元，其中以海上风电、光伏以及热电项目为主。受新能源建设计划¹影响，2021 年公司将进一步加快海上风电项目投资节奏，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	2020 年	2021 年计划
火电	82.88	86.28
水电	0.01	0.00
风电	259.09	313.82
煤炭	4.68	18.93
光伏	32.86	99.60
技术改造	73.92	45.44
港口	0.28	0.00
合计	453.72	564.07

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 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 2019~2020 年财务报告以及公司披露的未经审计的 2021 年一季度财务报表。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；公司租赁负债调入长期债务。公司财务报表均为合并口径，财务数据均为各期报表期末数。

得益于煤炭价格回落等因素，2020 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

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 年底前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。

资产减值损失对利润形成很大侵蚀；2021 年一季度，售电量的增长推动公司收入规模提升，加之较好的期间费用控制，公司经营性盈利能力保持增长

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，2020 年受售电量及电价均同比下降影响，公司营业总收入同比小幅下降；但受益于燃料成本相对较大幅度下降，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。2021 年一季度，受益于售电量的增长，公司营业总收入同比增长 23.69%，但受上网电价下降以及燃料成本回升，公司营业毛利率同比下降 2.24 个百分点。

表 5：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
电力及热力	1,672.41	1,649.36	1,615.38
其他业务	26.20	85.49	79.01
营业总收入	1,698.61	1,734.85	1,694.39
毛利率	2018	2019	2020
电力及热力	10.52	12.86	15.58
其他业务	61.21	47.90	55.51
营业毛利率	11.30	14.59	17.44

注：其他业务为港口及运输服务等。

资料来源：公司提供

2020 年及 2021 年一季度，职工薪酬增加使得公司管理费用均同比增长，但受益于带息负债规模和资金成本下降，公司财务费用均同比下降，进而带动公司期间费用合计和期间费用率均同比下降。

受益于煤炭价格下降以及期间费用较好控制等因素，2020 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，进一步推动公司利润总额大幅增长。另外，2020 年公司对部分关停的煤电小机组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。2021 年一

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 年底前可建成并网、2020 年底前可开工建设、2021 年底前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。

季度，受益于收入规模的增长以及期间费用较好控制等因素，公司经营性业务利润同比持续增长。

由于利润以及费用化利息支出的增长，2020 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。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	147.92	154.44	145.97	36.02
期间费用率	8.71%	8.90%	8.62%	7.22%
经营性业务利润	32.28	89.52	141.30	43.75
资产减值损失合计	11.46	58.86	62.34	-0.01
投资收益	15.73	14.13	16.94	3.57
利润总额	34.36	48.13	88.14	49.30
EBIT	139.81	155.76	180.44	--
EBITDA	338.34	360.75	393.46	--
总资产收益率	3.56%	3.81%	4.23%	--

注：资产减值损失含信用减值损失；由于缺乏相关数据，2021 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

项目建设的不断推进等因素带动公司总资产持续增长；债务结构保持合理水平，财务杠杆维持稳定

随着在建项目的不断推进，2020 年，公司固定资产及在建工程合计有所增长，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，公司货币资金整体保持一定规模，受限规模相对较小；新能源售电量的增长推动公司应收补贴款规模持续提升；同时，部分区域电网公司增加票据结算比例使得应收票据同比增长，进一步推动流动资产增长。

2020 年以来，到期债务的偿还使得公司总债务规模整体有所下降，随着长期债务将于一年内到期兑付，公司短期债务占比提升，但债务结构仍处于相对合理水平。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，使得总资本化比率逐年下降，若将其计入债务，公司债务规模及财务杠杆³均有所提升。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，2020 年受新增基建投入增长影响，当年末其他应付

款同比增长。

表 7：近年来公司主要资产、负债和权益情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	158.33	133.06	138.72	142.83
应收账款	246.58	267.17	298.90	324.77
流动资产	617.99	607.75	661.38	704.45
固定资产	2,463.17	2,405.50	2,437.02	2,451.66
在建工程	260.20	366.83	515.80	503.36
非流动资产	3,416.42	3,528.21	3,720.68	3,731.88
资产总额	4,034.41	4,135.97	4,382.06	4,436.33
其他应付款	205.91	189.08	260.88	242.51
短期债务	1,001.93	1,016.70	1,068.32	1,013.31
短期债务/长期债务	0.64	0.69	0.78	0.71
总债务	2,570.73	2,500.02	2,430.66	2,448.07
所有者权益合计	1,017.86	1,172.89	1,414.75	1,456.18
总资本化比率	71.64	68.07	63.21	62.70

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司继续保持了极强的获现能力，相关偿债指标均同比有所提升

2020 年受益于燃料价格下降，盈利能力提升，公司经营活动净现金流同比增长；同时，基建项目建设投入增加使得投资活动现金净流出规模大幅提升。目前，公司仍有较大的资本支出，预计未来公司仍将保持较大的投融资需求。

2020 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）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	288.92	373.24	420.50	113.30
投资活动净现金流	-205.28	-290.34	-420.67	-92.10
筹资活动净现金流	-23.68	-113.28	15.19	-19.32
经调整的经营净现金流/总债务（%）	5.86	9.07	10.95	14.77*
经营活动净现金流/利息支出	2.62	3.29	4.14	--
EBITDA 利息保障倍数	3.06	3.18	3.87	--
总债务/EBITDA	7.60	6.93	6.18	--

注：带*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2021 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

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供有力支持；受限资产比例较低，或

³ 若将永续债计入债务，2018~2020 年末，公司总资本化比率分别为

74.44%、74.91%和 75.80%。

有风险可控

公司长期与银行保持着良好的合作关系，截至 2020 年末，公司在各家银行授信总额度为 5,044.46 亿元，其中尚未使用授信额度 3,051.22 亿元。同时，作为一家纽约、香港、上海三地上市的电力公司，公司拥有畅通的股权融资渠道，很大程度地提升了公司的财务弹性。

截至 2020 年末，公司所有权或使用权受限制资产账面价值为 74.23 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 6.14 亿元。

截至 2020 年末，公司无对外担保事项或重大未决诉讼事项，无股东所持股权质押情况。

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 2021 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，可获得很大支持

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。

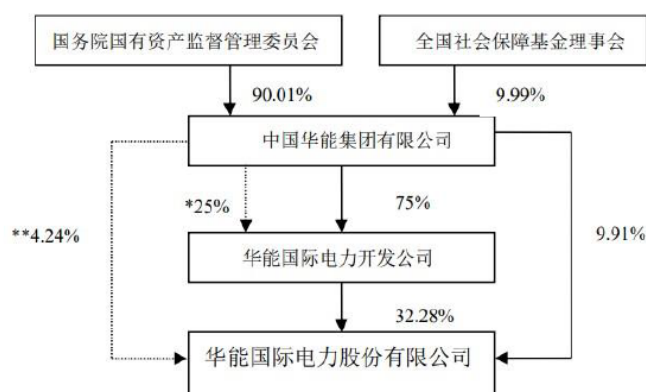
公司在华能集团中被定位为“核心产业的核心企业”，以运营优质火电项目为主。华能集团承诺，在转让其优质电力资产或者开发新的电力项目时，公司享有优先选择权。2020 年公司营业总收入、净利润和经营活动净现金流分别占华能集团的

71.30%、45.53%和 64.43%，在其经营中地位极为重要，公司可获得的支持力度很大。

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**。

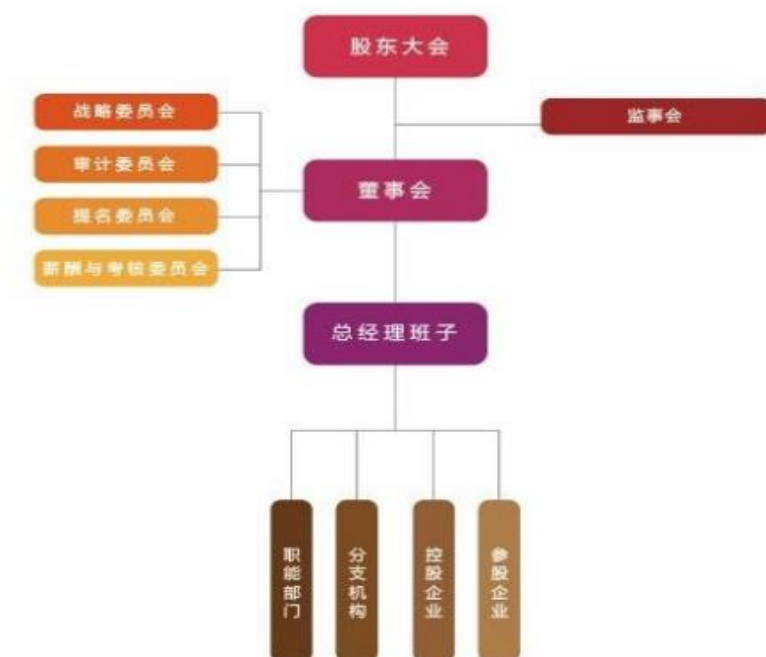
附一：华能国际电力股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



* 中国华能集团有限公司通过中国华能集团香港有限公司（“华能香港公司”）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。

** 包括华能香港公司持 H 股比例约为 3.01%；华能财资公司持 H 股比例约为 0.84%；华能财务公司持 A 股比例约为 0.39%。

主要二级子公司	持股比例	注册资本
华能国际电力燃料有限责任公司	100%	200,000,000 元
华能国际电力香港有限公司	100%	100,000 股
中新电力(私人)有限公司	100%	1,476,420,58 美元
华能沁北发电有限责任公司	60%	3,139,965,055 元
华能山东发电有限公司	80%	4,241,460,000 元
华能国际电力江苏能源开发有限公司	100%	17,130,402,893 元
华能（广东）能源开发有限公司	100%	6,536,297,868 元
华能（浙江）能源开发有限公司	100%	6,725,707,914 元



资料来源：公司年报

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,583,278.75	1,330,613.92	1,387,152.34	1,428,295.20
应收账款净额	2,465,775.77	2,671,651.63	2,988,974.98	3,247,745.11
其他应收款	151,709.90	195,294.44	214,801.29	209,673.03
存货净额	954,369.12	890,734.01	663,213.72	673,392.70
长期投资	1,937,029.71	2,139,513.67	2,296,423.92	2,340,213.75
固定资产	24,631,744.68	24,055,022.57	24,370,196.45	24,516,581.43
在建工程	2,602,019.25	3,668,346.84	5,157,969.49	5,033,639.32
无形资产	1,380,569.90	1,394,885.94	2,090,347.78	1,400,481.73
总资产	40,344,145.68	41,359,654.47	43,820,575.24	44,363,307.32
其他应付款	2,059,088.62	1,890,776.57	2,608,800.78	2,425,144.99
短期债务	10,019,318.90	10,166,985.84	10,683,154.86	10,133,086.89
长期债务	15,688,025.84	14,833,204.57	13,623,397.59	14,347,565.24
总债务	25,707,344.75	25,000,190.41	24,306,552.45	24,480,652.13
净债务	24,124,066.00	23,669,576.49	22,919,400.10	23,052,356.93
总负债	30,165,525.76	29,630,770.06	29,673,039.85	29,801,484.78
费用化利息支出	1,054,510.28	1,076,271.81	922,961.85	--
资本化利息支出	49,581.78	57,980.83	92,785.45	--
所有者权益合计	10,178,619.92	11,728,884.41	14,147,535.39	14,561,822.54
营业总收入	16,986,116.48	17,348,480.06	16,943,918.75	4,990,918.81
经营性业务利润	322,783.33	895,188.04	1,412,993.06	437,511.25
投资收益	157,285.48	141,316.64	169,384.54	35,733.52
净利润	240,740.76	237,791.39	570,372.05	402,959.28
EBIT	1,398,145.69	1,557,552.94	1,804,374.71	--
EBITDA	3,383,386.85	3,607,493.48	3,934,635.08	--
经营活动产生现金净流量	2,889,188.93	3,732,419.43	4,204,980.64	1,133,046.30
投资活动产生现金净流量	-2,052,771.66	-2,903,398.51	-4,206,714.20	-921,006.41
筹资活动产生现金净流量	-236,849.19	-1,132,818.30	151,934.27	-193,199.46
资本支出	2,070,702.52	3,149,578.10	4,266,737.33	958,758.22
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	11.30	14.59	17.44	16.64
期间费用率(%)	8.71	8.90	8.62	7.22
EBITDA 利润率(%)	19.92	20.79	23.22	--
总资产收益率(%)	3.56	3.81	4.23	--
净资产收益率(%)	2.47	2.17	4.41	11.23*
流动比率(X)	0.45	0.43	0.43	0.48
速动比率(X)	0.38	0.37	0.39	0.43
存货周转率(X)	17.78	16.05	18.00	24.90*
应收账款周转率(X)	7.27	6.75	5.97	6.40*
资产负债率(%)	74.77	71.64	67.71	67.18
总资本化比率(%)	71.64	68.07	63.21	62.70
短期债务/总债务(%)	38.97	40.67	43.95	41.39
经营活动净现金流/总债务(X)	0.11	0.15	0.17	0.19*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.29	0.37	0.39	0.45*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.62	3.29	4.14	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.86	9.07	10.95	14.77*
总债务/EBITDA(X)	7.60	6.93	6.18	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.35	0.37	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.06	3.18	3.87	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.27	1.37	1.78	--

注：2021 年一季报未经审计；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；公司租赁负债调入长期债务；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；带*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2021 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）	=货币资金（现金）+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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。