

跟踪评级公告

联合[2019]629 号

华能国际电力股份有限公司：

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：

华能国际电力股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

华能国际电力股份有限公司发行的“17 华能 Y1”、“17 华能 Y2”、“17 华能 01”、“18 华能 01”、“18 华能 03”和“19 华能 01”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：

二零一九年五月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

华能国际电力股份有限公司 公司债券 2019 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

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 华能 Y1	25 亿元	3 (3+N) 年	AAA	AAA	2018.5.7
17 华能 Y2	25 亿元	5 (5+N) 年	AAA	AAA	2018.5.7
17 华能 01	23 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.5.7
18 华能 01	15 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.5.7
18 华能 03	50 亿元	10 年	AAA	AAA	2018.5.7
19 华能 01	23 亿元	10 年	AAA	AAA	2019.4.11

跟踪评级时间：2019 年 5 月 13 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	3,823.51	4,034.41	4,000.00
所有者权益（亿元）	931.46	1,017.86	1,054.92
长期债务（亿元）	1,251.48	1,566.49	--
全部债务（亿元）	2,421.95	2,568.42	--
营业总收入（亿元）	1,529.70	1,698.61	456.52
净利润（亿元）	19.93	24.07	35.74
EBITDA（亿元）	328.73	338.34	--
经营性净现金流（亿元）	300.76	288.92	107.75
营业利润率（%）	10.40	10.24	17.17
净资产收益率（%）	1.99	2.47	3.45
资产负债率（%）	75.64	74.77	73.63
全部债务资本化比率（%）	72.22	71.62	--
流动比率（倍）	0.31	0.45	0.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.18	3.06	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.04	2.10	--

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，系四舍五入造成；3、本报告已将长期应付款中融资租赁款计入长期债务，将其他流动负债中的应付短期债券计入短期债务；4、本报告中所使用财务数据均经过追溯调整；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”或“公司”）的跟踪评级，反映了公司作为国内最大的发电类上市企业，在区域布局、发电装机容量、设备性能和技术水平以及电网认可程度等方面仍具备显著优势；跟踪期内，公司完成了股票的非公开发行，进一步充实了资本实力，并保持良好的经营性现金流状态。同时，联合评级也关注到火电上网电价波动、燃煤价格高位运行，以及债务规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建燃气发电机组及大容量燃煤发电机组投产运营，公司发电能力将进一步提高；此外，公司持续大力推进的电力销售市场化改革有利于公司机组利用小时的提升，降低单位发电成本，将有利于公司综合竞争实力的保持。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 华能 Y1”、“17 华能 Y2”、“17 华能 01”、“18 华能 01”、“18 华能 03”和“19 华能 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 随着供给侧改革的推进，行业内高污染及落后产能有序退出，公司综合竞争优势更加突显。

2. 公司作为国内最大的发电类上市企业，在业务区域布局、发电装机规模，设备性能及技术水平等方面仍保持显著优势。

3. 跟踪期内，公司资本实力很强、经营活动现金流状况佳，可对公司偿债能力形成有力支持。

关注

1. 目前上网电价的波动、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. 公司在建项目投资规模大、回收周期长，随着在建工程进度的推进，未来公司资金支出压力较大，融资需求持续增加；此外，公司负债水平高，有息债务规模大。

分析师

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@unitedratings.com.cn

王晓鹏

电话：010-85172818

邮箱：wangxp@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //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它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： 王瑞峰

联合信用评级有限公司

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”）与河北省建设投资公司、福建投资开发总公司、江苏省投资公司、辽宁能源总公司、大连市建设投资公司、南通市建设投资公司以及汕头市电力开发公司共同发起设立的股份有限公司。公司设立时总股本为 375,000 万股。

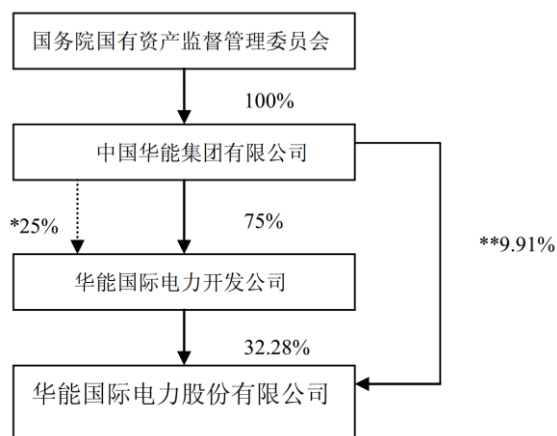
公司于 1994 年 10 月发行外资股 125,000 万股，并以美国存托股份的形式在美国纽约证券交易所上市，股票代码为“HNP.N”。该次发行完成后，公司总股本增至 500,000 万股，其中内资股（法人股）375,000 万股，占总股本的 75%，外资股 125,000 万股，占总股本的 25%。

1998 年 1 月 21 日，华能国际电力股份有限公司在香港主板以介绍方式上市，每股发行价 4.40 港币，股票代码为“00902.HK”，股票简称为“华能国际电力股份”。

2011 年 11 月，经中国证监会证监发行字（2001）67 号文批准，公司在上海证券交易所上市，并发行 35,000 股 A 股股票，股票代码为“600011.SH”，股票简称为“华能国际”。本次发行后，公司总股本增至 600,000 万股，其中内资股（法人股）425,000 万股，占总股本的 70.83%；外资股 150,000 万股，占总股本的 25%；流通 A 股 25,000 万股，占总股本的 4.17%。

后经多次定向增发、非公开发行及新股配售，截至 2018 年末，公司总股本为 1,569,809 万股，已发行 A 股增加至 1,099,771 万股，已发行 H 股总数 470,038 万股。华能国际电力开发公司（以下简称“华能开发”）（持股 32.28%）为公司第一大股东。公司最终控制人为国务院国资委。

图 1 截至 2018 年末公司股权关系图¹



资料来源：公司年报

公司经营范围：投资、建设、经营管理电厂；开发、投资、经营以出口为主的其他相关企业。热力生产及供应（仅限获得当地政府核准的分支机构）；电力生产（限分支机构经营）；电力供应。（电力供应以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

截至 2018 年末，公司设董事会办公室、经理工作部、合规管理部、财务与预算部、运营协调部、证券融资部、人力资源部、投资管理部、党建工作部、纪检监察与审计部共 10 个职能部门；纳入合

¹ * 华能集团通过华能香港间接持有尚华投资有限公司 100% 的股权，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。** 华能集团直接持有公司 9.91% 的权益。

并范围的一级子公司共 145 家。截至 2018 年末，公司在职工总数为 57,970 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 4,034.41 亿元，负债合计 3,016.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,017.86 亿元，归属于母公司的所有者权益 832.35 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,698.61 亿元，净利润（含少数股东损益）24.07 亿元，归属于母公司所有者的净利润 14.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 288.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.22 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 4,000.00 亿元，负债合计 2,945.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,054.92 亿元，归属于母公司的所有者权益 861.86 亿元。2018 年，公司实现营业收入 456.52 亿元，净利润（含少数股东损益）35.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润 26.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 107.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.55 亿元。

公司注册地址：北京市西城区复兴门内大街 6 号（华能大厦）；法定代表人：舒印彪。

二、债券发行及募集资金使用情况

“17 华能 Y1”、“17 华能 Y2”

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2017〕1667 号文”核准，公司发行不超过 50 亿元可续期公司债券，基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 40 亿元；分两个品种，其中品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期，品种二以每 5 个计息年度为 1 个周期。2017 年 9 月 25 日，公司完成“华能国际电力股份有限公司 2017 年公开发行可续期公司债券（第一期）”的发行，实际发行规模 50 亿元，其中品种一（债券简称：17 华能 Y1，证券代码：143918.SH）的实际发行规模为人民币 25 亿元，最终票面利率为 5.05%；品种二（债券简称：17 华能 Y2，证券代码：143919.SH）的实际发行规模为人民币 25 亿元，最终票面利率为 5.17%。并于 2017 年 10 月 13 日起在上海证券交易所上市。

截至 2017 年末，募集资金净额中 499,994.70 万元已用于偿还到期银行借款及到期超短期融资券本金及利息。2018 年 9 月 25 日，公司支付了“17 华能 Y1”和“17 华能 Y2”2017 年 9 月 25 日至 2018 年 9 月 24 日期间的利息。

“17 华能 01”、“18 华能 01”

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2017〕1668 号文”核准，公司获准发行不超过 38 亿元公司债券，基础发行规模为人民币 5 亿元，可超额配售不超过 33 亿元；分两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 年期。2017 年 11 月 6 日，公司完成“华能国际电力股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）”的发行，实际发行规模为人民币 23 亿元，全部为品种一，最终票面利率为 4.99%，债券简称：“17 华能 01”，债券代码：“143380.SH”。并于 2017 年 11 月 16 日起在上海证券交易所上市。

2018 年 4 月 4 日，公司完成“华能国际电力股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”的发行，发行规模 15 亿元，最终票面利率为 4.90%，债券简称：“18 华能 01”，债券代码：“143504.SH”。并于 2018 年 4 月 17 日起在上海证券交易所市场集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市。

截至 2019 年 3 月末，“17 华能 01”和“18 华能 01”均已按照募集说明书中载明的用途使用完毕。公司已于 2018 年 11 月 6 日支付“17 华能 01”自 2017 年 11 月 6 日至 2018 年 11 月 5 日期间的利息；已于 2019 年 4 月 4 日支付“18 华能 01”自 2018 年 4 月 4 日至 2019 年 4 月 3 日期间的利息。

“18 华能 03”、“19 华能 01”

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2018〕1337 号文”核准，公司获准发行不超过 250 亿

元公司债券，采用分期发行方式。2018年9月10日，公司完成“华能国际电力股份有限公司2018年公开发行公司债券（第二期）”的发行，实际发行规模50亿元，最终票面利率5.05%，全部为品种二（期限为10年期），债券简称：“18华能03”，证券简称：“143798.SH”，并于2018年9月26日起在上海证券交易所市场集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市。2019年4月23日，公司完成“华能国际电力股份有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”的发行，实际发行规模23亿元，票面利率4.70%，期限为10年期。债券简称：“19华能01”，债券代码：“155357.SH”。

截至2019年3月末，“18华能03”已按照募集说明书中载明的用途使用完毕。截至本次评级报告出具日，“18华能03”和“19华能01”均尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

2018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，火电机组装机维持低速增长，2018年，全国新增发电装机容量12,439万千瓦，同比下降4.6%，其中，新增火电装机4,119万千瓦，同比下降7.5%，但火电的主导地位保持不变，截至2018年末，全国全口径发电装机容量189,967万千瓦，其中火电装机占60.20%。同时，电网投资增速趋于稳定，2018年，中国电网基本建设投资合计完成5,373亿元，同比增长0.64%。

在电源投资增速下滑的情况下，我国全社会用电量保持稳定增长。2018年全社会用电量同比增长8.49%，带动设备利用小时的增长，其中6,000千瓦及以上电厂发电设备利用小时同比增长72小时；火电利用小时同比增长142小时。

总体看，我国电源投资维持低速增长，而电网投资增速逐步趋于稳定，但随着全社会用电量增长，发电设备利用小时同比上升，行业整体发电效率有所提升，有利于电力行业整体业绩的改善。

2. 行业供需²

2018年，全国新增发电装机容量12,439万千瓦，同比下降4.6%，其中，新增火电装机4,119万千瓦，同比下降7.5%；新增水电装机854万千瓦，同比降低33.7%。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，国内新能源发电装机受到影响。全年风电新增装机2,100万千瓦，同比增长20.3%，较市场预计25GW的装机规模有一定差距；光伏4,473万千瓦，同比下降16.2%；受益于三代核电站的陆续投产，核电新增装机884万千瓦，同比增加306.3%。截至2018年末，全国全口径发电装机容量19.0亿千瓦，较上年末增长6.5%；其中火电装机容量11.4亿千瓦，较上年末增长3.0%。

2018年，我国实现全口径发电量同比增长8.4%。受电力消费较快增长等因素影响，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为3,862小时，同比增长73小时；水电3,613小时，同比增长16小时；核电设备利用小时7,184小时、同比提高95小时；全国并网风电设备利用小时2,095小时、同比提高146小时。2018年，全国弃风电量277亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点；全国弃光电量54.9亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点。华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别比上年提高102、215和236小时，西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66和65小时。我国弃风弃光问题继续得到改善。

分类型看，2018年，我国水电发电量12,329亿千瓦时，同比增长3.2%，占全国发电量的17.63%，

² 该部分数据来自于中电联发布的《2018年全国电力工业统计快报数据一览表》

比上年下降 0.89 个百分点；火电发电量 49,231 亿千瓦时，同比增长 7.3%，占全国发电量的 70.39%，比上年下降 0.70 个百分点；核电发电量为 2,944 亿千瓦时，同比增长 18.7%，占全国发电量的比重 4.21%，较上年提高 0.36 个百分点；并网风电发电量为 3,660 亿千瓦时，同比增长 20.2%，占全国发电量的比重 5.23%，较上年提高 0.51 个百分点；并网太阳能发电量为 1,775 亿千瓦时，同比增长 50.7%，占全国发电量的比重 2.54%，较上年提高 0.71 个百分点。非化石能源发电量持续快速增长，生产结构持续优化。

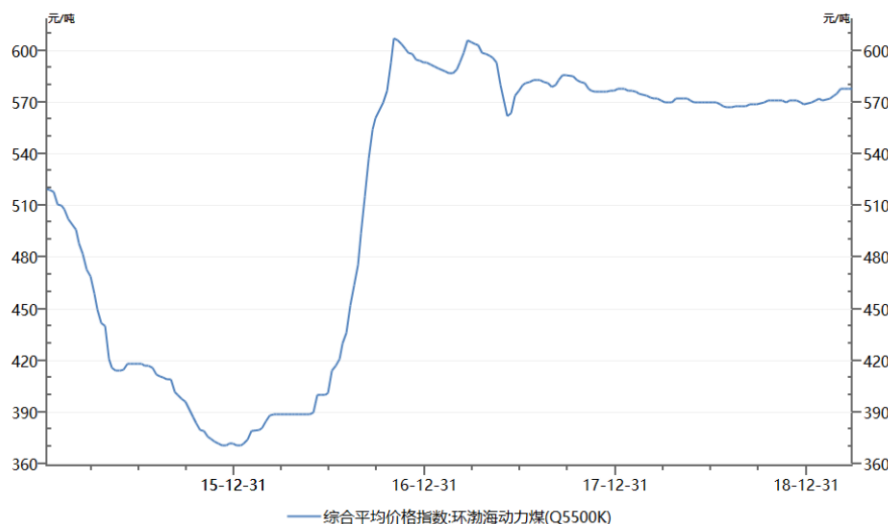
从电力需求看，2018 年全社会累计用电量同比增长 8.5%，增速同比提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速。分产业看，第一产业累计用电量 728 亿千瓦时，同比增加 9.8%，第二产业累计用电量 47,235 亿千瓦时，同比增长 7.2%，其中高技术及装备制造业用电量同比增长 9.5%，占全部用电量的 69.0%（上年为 70.4%）；第三产业用电量和城乡居民生活用电量分别为 10,801 亿千瓦时和 9,685 亿千瓦时，分别同比增长 12.7%和 10.4%。

总体看，2018 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；全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，带动各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善。

3. 电煤价格

煤炭行业在经历了“黄金十年”之后，煤炭产能大幅增长，导致煤炭行业供过于求，煤炭价格开始持续下降。2012~2016 年年初，煤炭价格持续下滑。2016 年 2 月，供给侧改革颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少，6 月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，2016 年 9 月，我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤价格指数增速逐步放缓。2017 年以来，动力煤价格已稳定在较高水平。

图 2 近年来我国动力煤价格指数走势



总体看，2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年以来，煤炭价格高位波动，2018 年煤炭价格延续了高位波动；电煤价格的高位运行将持续给电力企业成本控制带来较大压力。

4. 行业政策

2018 年，电力行业政策主要集中在去落后产能、售电侧改革以及环保三方面。主要政策如下表所示：

表 1 2018 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
《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》	发改委、财政部、国资委、工信部等 6 部委	煤电行业淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组，2018 年全国淘汰关停 400 万千瓦煤电落后产能。加大燃煤电厂超低排放和节能改造力度，中部地区具备条件的机组 2018 年完成，西部地区于 2020 年完成。	2018 年 4 月
《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》	发改委、能源局	提高市场化交易电量规模、推进各类发电企业进入市场、放开符合条件的用户进入市场、积极培育售电市场主体、完善市场主体注册、公示、承诺、备案制度、规范市场主体交易行为、完善市场化交易电量价格形成机制、加强事中事后监管、加快推进电力市场主体信用建设。	2018 年 7 月
《关于印发 2018 年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知》	能源局	继续加大力度推进煤电超低排放和节能改造工作，2018 年全国完成超低排放改造 4,868 万千瓦，节能改造 5,390.5 万千瓦。	2018 年 8 月
《关于推进电力交易机构规范化建设的通知》	发改委、能源局	推进电力交易机构股份制改造、充分发挥市场管理委员会作用、进一步规范电力交易机构运行。	2018 年 8 月
关于增量配电业务改革第一批试点项目进展情况的通报	发改委、能源局	加快推动试点工作，国家发改委和能源局决定建立增量配电业务改革试点进展情况每月通报制度。	2018 年 10 月

资料来源：联合评级整理

总体看，我国政府通过化解过剩产能、售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的稳定、向好发展。

5. 行业关注

（1）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有六成为火力发电，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。

（2）售电侧改革的持续推进，或将对电价产生一定不利影响

2018 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。

（3）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

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。

总体看，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。

四、管理分析

跟踪期内，公司总经理、董事刘国跃先生因工作需要，辞去公司总经理、董事职务，同时辞去其兼任的董事会战略委员会主任委员、薪酬与考核委员会委员职务；公司董事长、董事曹培玺先生因年龄原因，辞去公司董事长及董事等职务。公司于 2019 年 1 月 30 日召开第九届董事会第十七次会议，同意选举董事舒印彪先生为公司第九届董事会董事长。

舒印彪先生，1958 年 7 月生，毕业于武汉大学电力系统及其自动化专业，博士研究生，工学博士，教授级高级工程师。曾任国家电网有限公司董事长。现任华能国际董事长、党委书记，华能集团公司董事长、党组书记。

总体看，跟踪期内，公司进行了正常的换届，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

公司主营业务包括电力的生产与销售、港口服务及运输服务，近两年，电力及热力板块占比均在 99%以上，且主要为火力发电业务。

2018 年，受发电量增长以及结算电价上升等因素影响，公司电力及热力板块收入同比增长 11.09%，带动公司营业收入大幅增长；公司实现营业收入 1,698.61 亿元，同比增长 11.04%；发电量增长带动原材料采购成本增加，使得公司营业成本同比增长 11.06%至 1,506.59 亿元；公司投资净收益较上年减少 27.52%至 15.73 亿元，导致公司营业利润同比减少 7.63%至 36.48 亿元；受所得税费用与营业外支出同比减少影响，公司净利润同比增长 20.79%至 24.07 亿元。从毛利率看，2018 年公司电力及热力板块毛利率同比变动不大。

表 2 2017~2018 年公司电力及热力板块收入和毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2017 年			2018 年			变动		
	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	1,505.47	99.80	10.64	1,672.41	99.88	10.52	11.09	0.08	-0.12

资料来源：公司年报

注：上述数据均已追溯调整。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 456.52 亿元，同比增长 5.54%；营业成本 372.93 亿元，同比减少 0.35%；公司实现营业利润 45.32 亿元，同比增长 94.56%，实现净利润 35.74 亿元，同比增长

106.85%，主要系燃料价格下降所致。

总体看，公司主营业务突出，2018 年公司收入稳定增长，盈利水平较上年变动不大。

2. 电力业务

公司电力业务结构以燃煤发电为主，并配有少量水电、风电、光电和燃气发电等清洁能源发电业务。

煤炭采购

2018 年，随着公司发电量的增长，公司采购煤炭总量同比增长 16.86%。从采购模式看，公司 2018 年长协模式采购煤炭比例同比下降 8.64 个百分点至 55.05%，主要系公司发电量增长导致煤炭市场采购量增加所致。

从煤炭采购价格看，2018 年，煤炭行业供给侧改革持续稳步推进，煤炭价格高位波动，全年煤炭市场采购价格同比小幅提高 5.87%；公司发挥规模采购优势，进一步加强与大型煤企的战略合作，煤炭全年平均长协采购价格同比小幅下降 2.66%。

表 3 2017~2018 年公司煤炭采购指标（单位：%、元/吨、万吨、百分点）

项目	2017 年	2018 年	同比变动
长协煤炭采购数量	10,697	10,804	1.00
长协采购量占比	63.69	55.05	-8.64
长协煤炭采购价格	557.42	542.60	-2.66
市场采购数量	6,099	8,823	44.66
市场采购价格	530.92	562.10	5.87
煤炭采购均价	547.80	551.37	0.65
煤炭采购总量	16,796	19,627	16.86

资料来源：公司提供

注：表中数据未经追溯调整。

截至 2018 年末，公司参股少量煤炭资源，主要包括公司持股 10%的山西西山晋兴能源有限责任公司 1,500 万吨/年产能，目前已投产，可为公司煤炭供应提供一定保障。

总体看，2018 年，随着发电量的增长，公司煤炭采购量增长，煤炭市场采购量有所增长，不利于公司成本控制；但公司当期进一步发挥规模优势，长协煤炭采购价格有所下降。

电力生产和销售

从装机规模看，2018 年，公司新投产发电装机容量共 65.3 万千瓦，全部为低碳清洁能源，其中风力发电容量 48.2 万千瓦，太阳能光伏发电容量 17.1 万千瓦，清洁能源比例进一步提高。截至 2018 年末，公司可控发电装机容量较上年末增长 1.60%至 10,599.10 万千瓦，其中清洁能源占比较上年末提高 1.01 个百分点至 16.50%；权益发电装机容量较上年末增长 1.90%至 9,375.50 万千瓦。

随着公司总装机规模的提升，2018 年，公司境内电厂合并报表口径完成发电量和上网电量分别同比增长 9.12%和 9.30%。上网电价方面，2017 年 6 月 16 日，国家发改委要求自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价，缓解燃煤发电企业经营压力，2018 年，公司平均上网电价略有提高。

表 4 2017~2018 年公司境内机组运营指标（单位：亿千瓦时、小时、元/千瓦时、克/千瓦时、百分点）

指标	2017 年	2018 年	同比变动
发电量	3,944.81	4,304.57	9.12

上网电量	3,713.99	4,059.43	9.30
平均含税上网电价	0.414	0.418	0.004
平均机组利用小时数	3,951	4,208	257
火电机组利用小时数	4,218	4,361	143
供电标准煤耗	306.48	307.03	增加 0.55 克

资料来源：公司公告

注：表中数据未经追溯调整。

2018 年，随着我国高技术及装备制造业以及高载能行业用电快速增长，公司着力推动电力销售市场化改革，市场交易电量大幅增长，公司火电机组利用小时数上升，带动公司平均机组利用小时数有所上升；发电效率方面，公司 2018 年境内各电厂燃煤机组加权厂用电率为 4.34%，同比下降 0.32 个百分点，低于行业一般水平；供电标准煤耗同比上升 0.55 克/千瓦时，公司业务经济性水平较高，有利于发电成本的控制。此外，公司燃煤机组已全部安装脱硫设施，并完成了脱硫改造。

此外，为适应电力体制改革的需要，公司在辽宁、广东、山西、重庆、湖南、江西、河北、河南等地均设立了销售公司。2018 年，公司结算交易电量 1,752.33 亿千瓦时，较上年增长 40.37%；从交易结算电价看，公司 2018 年平均结算交易电价 0.3712 元/千瓦时，较上年提高 0.0119 元/千瓦时，公司电力市场销售取得了较快的发展。

总体看，2018 年，公司发电业务运营稳定，发电量及上网电量稳定增长，各项效率指标保持在较高水平；公司积极开展售电业务，电力市场销售取得了较快的发展，将有利于公司发电机组利用小时的提高，降低单位发电成本。

3. 在建项目

截至 2018 年末，公司在建项目以热电项目为主，如下表所示。预算资金共计 325.41 亿元，未来尚需投资 133.64 亿元。

表 5 截至 2018 年末公司主要在建项目建设情况（单位：万千瓦、亿元、%）

项目名称	装机容量	预算金额	已完成投资比例	仍需投入
罗源电厂工程一期	2×66	57.27	92	4.58
八角热电基建项目	2×67	57.44	72	16.08
滇东能源煤矿工程	4×60	95.85	63	35.46
滇东雨汪煤矿工程	2×60	58.37	33	39.11
盐城大丰新能源项目	30	56.48	32	38.41
合计	656	325.41	--	133.64

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目以热电项目为主，公司未来装机结构将进一步优化；在建项目尚需投入规模较大，公司未来或存在一定筹资压力。

4. 经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数较上年下降 0.51 次至 7.17 次，主要系平均结算周期较长的新能源发电量占比提高所致；存货周转次数为 17.17 次，较上年的 17.18 次变化不大；总资产周转次数为 0.43 次，较上年的 0.40 次有所提高，主要系公司部分在建电厂投入运转后带动收入大幅增长所致。与同行业上市公司相比，公司存货周转次数和应收账款周转次数均处于较低水平，总资产周转次数处于较高水平。

表 6 2018 年公司与同行业上市公司经营效率指标比较情况（单位：次）

公司简称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
大唐发电	20.85	8.54	0.36
国投电力	18.10	9.34	0.19
华电国际	24.54	9.45	0.40
华能国际	17.80	7.31	0.43

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业电力公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 数据。

总体看，公司整体经营效率处同行业可比上市公司一般水平。

5. 重大事项

2017 年 3 月 28 日，华能国际发布《2017 年非公开发行 A 股股票预案》称，拟向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行 A 股股票数量合计不超过 8 亿股，募集资金总额不超过 50 亿元，扣除发行费用后，将用于投向以下项目：广东谢岗燃机项目拟投入募集资金 72,000 万元，江苏大丰海上风电项目拟投入募集资金 248,227.23 万元，河南浉池凤凰山风电项目拟投入募集资金 17,076.37 万元，安徽龙池风电项目拟投入募集资金 17,124.40 万元，海南洋浦热电项目拟投入募集资金 72,234 万元，江西瑞金二期火电项目拟投入募集资金 73,338 万元。2018 年 2 月 5 日，中国证监会已审核通过了公司非公开发行 A 股股票申请。2018 年 6 月 27 日，公司收到中国证监会《关于核准华能国际电力股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2018]696 号）。

华能国际本次实际非公开发行的普通股股票 497,709,919 股，每股面值为 1.00 元，发行价格为每股 6.55 元，募集资金总额为 3,259,999,969.45 元，扣除发行费用 14,669,999.86 元（含增值税），募集资金净额为 3,245,329,969.59 元。截至 2018 年 10 月 10 日，上述资金已到账。

总体看，公司非公开发行股票完成后，进一步充实了公司的资本实力，并一定程度上优化了公司的资本结构。

6. 经营关注

（1）电力市场风险

由于公司火电机组的分布特点和电力体制改革持续深入，原有市场竞争格局将进一步被打破，公司发电量的增长受到严峻挑战。

（2）电价波动风险

近几年，火电上网价格几次下调，直接影响到公司盈利能力；此外，随着国家逐步加大计划电量的放开比例，市场竞争将加剧，给公司电价带来下调压力。

（3）环保政策风险

随着国家对环保要求的提高，各项环保政策的陆续出台，全国生产节能环保标准日益严格，公司的资本性支出和生产成本将可能进一步增加。

（4）煤炭价格波动风险

煤炭价格短期内回升明显，2017 年，煤价高位运行导致公司成本控制承压明显，2018 年，国家将继续推进煤炭“供给侧”结构改革，未来煤炭价格的持续高位运行，将给公司燃煤发电业务带来持续的成本控制压力。

7. 未来发展

2019 年，公司将贯彻落实发展战略要求，积极抓住市场机会，以安全环保为基础，坚持以质量和效益为中心，以改革创新为动力，深入推进提质增效、转型升级，围绕建设全球国际一流上市发电公司目标，不断提升经营业绩，为国家、为社会、为股东创造更多价值。

电力生产方面，认真落实国家在安全生产领域的各项部署，强化全员安全责任制。加强风险分级管控，隐患排查治理，以及反违章治理，杜绝人身伤亡事故。加强机组检修管理和质量评价与考核，确保大修全优率保持较好水平。扎实推进“零非停”电厂的创建，不断增强机组的安全稳定运行能力。继续提升智慧发电和清洁发电水平，大力推进节能改造和优化运行工作，努力巩固节能环保技术优势。

电力营销方面，公司将以市场为导向，加强政策和交易机制研究，抢抓市场机遇。建立差异化竞争优势，优化区域电量结构，努力扩大交易规模。积极应对现货市场，加快建立竞报价决策流程、风险控制机制和信息支持系统，在试点地区推进建设综合运营中心。统筹协调跨省区交易，努力提高交易价格。力争全年完成境内发电量 4,400 亿千瓦时左右，平均利用小时达到 4,200 小时左右。在热价偏低地区，积极争取热价上调。进一步提高电热费回收率。燃料方面，公司将继续加强政策研究与市场研判，提高燃料采购工作的前瞻性和稳定性；建设牢固高效的燃料供应链，根据资源结构布局和区域特点，动态优化长协资源；发挥规模采购优势，加强与大型煤企的战略合作，争取更加合理的定价机制；进一步完善燃料管理制度体系，加强煤场管理，不断提高掺配能力，严格控制燃料成本。

资金方面，公司将紧跟国内资金市场变化，充分发挥自身管理优势，在确保信贷融资主渠道畅通的同时，抓住积极财政政策和稳健货币政策带来的成本优势，创新融资手段，扩大融资渠道，在确保资金安全的同时努力降低资金成本。

总体看，公司总体发展计划及目标明确，符合公司自身和当前经济及行业发展的需求，可行性强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017~2018 年财务报表经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司根据财会[2018]15 号规定的财务报表格式编制 2018 年度财务报表。2018 年，公司通过同一控制下企业合并新增 4 家子公司，1 家公司由合营公司转为子公司，共处置 20 家子公司。公司审计报告会计政策连续，主营业务未发生变化，财务数据可比性较好。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 4,034.41 亿元，负债合计 3,016.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,017.86 亿元，归属于母公司的所有者权益 832.35 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,698.61 亿元，净利润（含少数股东损益）24.07 亿元，归属于母公司所有者的净利润 14.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 288.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.22 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 4,000.00 亿元，负债合计 2,945.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,054.92 亿元，归属于母公司的所有者权益 861.86 亿元。2018 年，公司实现营业收入 456.52 亿元，净利润（含少数股东损益）35.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润 26.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 107.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.55 亿元。

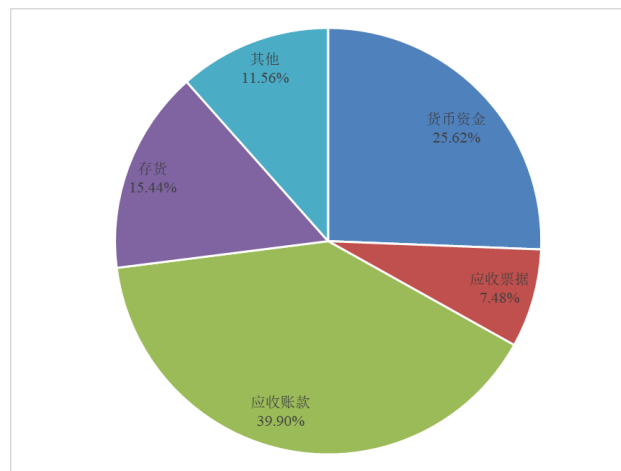
2. 资产质量

截至 2018 年末，公司资产合计 4,034.41 亿元，较年初增长 5.52%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 15.32%，非流动资产占 84.68%，资产结构以非流动资产为主，符合公司所在行业特点。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产合计 617.99 亿元，较年初增长 26.68%，主要系货币资金和应收账款增长所致；其中，流动资产主要由货币资金（占 25.62%）、应收票据（占 7.48%）、应收账款（占 39.90%）和存货（占 15.44%）构成。

图 3 截至 2018 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2018 年末，公司货币资金 158.33 亿元，较年初增长 67.04%，主要系公司本年增发新股，所筹集资金用作资本性支出专用款尚未使用所致。公司货币资金主要由银行存款（占 99.996%）构成；货币资金中受限资金为 4.30 亿元，受限原因为住房维修基金及保证金等，受限比例很低。

截至 2018 年末，公司应收票据账面价值为 46.21 亿元，较年初大幅增长 27.98%，主要系电网公司以票据结算电费的比例逐年增长所致。公司应收票据由银行承兑汇票（占 95.56%）构成，商业承兑汇票占比较低；公司受限应收票据为 23.72 亿元，全部为用于贴现或背书的票据。

截至 2018 年末，公司应收账款账面价值为 246.58 亿元，较年初增长 11.63%，主要系公司新建及收购运营机组规模较大，控股机组容量逐年增长以及平均结算周期较长的新能源发电量占比提高使得年末未结算电费规模逐年增长所致。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占 92.77%，其中，账龄在 1 年以内应收账款占 95.05%，整体账龄短。截至 2018 年末，公司应收账款前五名账面余额占 43.92%，集中度较高，但欠款方主要为各电网公司，风险不大。截至 2018 年末，公司共计提坏账准备 3.39 亿元，计提比例为 1.36%，主要为子公司应收当地用户的逾期电费或热费。

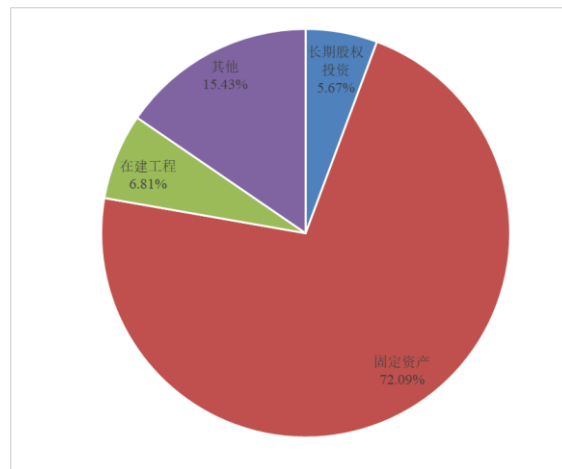
截至 2018 年末，公司存货账面价值 95.44 亿元，较年初增长 28.88%，主要系年内煤炭价格高位运行，公司为控制成本，囤积部分燃料煤以及公司新增电厂导致的燃料库存增加所致。公司存货由燃料（煤和油）（占 82.68%）和维修材料及备品备件（占 17.32%）构成，公司共计提跌价准备 4.33 亿元，计提比例为 4.34%，其中本期共计提存货跌价准备 2.55 亿元，主要系公司境外子公司将预计不再使用的库存燃油按照可变现净值对其计提存货跌价准备所致。

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产 3,416.42 亿元，较年初增长 2.42%；非流动资产主要由长期股

股权投资（占 5.67%）、固定资产（占 72.09%）和在建工程（占 6.81%）构成。

图 4 截至 2018 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2018 年末，公司长期股权投资账面价值为 193.70 亿元，较年初小幅增长 0.27%。公司长期股权投资主要为参股发电企业及燃料企业，主要为深圳能源集团有限公司（期末账面价值 64.43 亿元）、中国华能集团燃料有限公司（期末账面价值 17.55 亿元）、华能四川水电有限公司（期末账面价值 17.21 亿元）、中国华能财务有限责任公司（期末账面价值 13.91 亿元）、海南核电有限公司（期末账面价值 12.78 亿元）等。

截至 2018 年末，公司固定资产 2,463.04 亿元，较年初小幅减少 0.79%。公司固定资产主要由营运中的发电设施（占 93.77%）构成；截至 2018 年末，公司固定资产成新率为 52.20%，成新率较低；公司受限固定资产共计 35.30 亿元，主要为借款的抵押资产及融资租入的固定资产，受限占比很低。

截至 2018 年末，公司在建工程账面价值 232.65 亿元，较年初减少 11.87%，主要系部分在建工程完工转固所致。截至 2018 年末，公司在建工程主要由滇东能源煤矿工程（期末余额 60.57 亿元）、八角热电基建项目（期末余额 17.13 亿元）、罗源电厂工程一期（期末余额 19.29 亿元）、罗源港务基建项目（期末余额 21.14 亿元）和滇东雨汪煤矿工程（期末余额 18.18 亿元）构成。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 4,000.00 亿元，较上年末小幅减少 0.85%，公司资产结构较上年末变化不大。

总体看，2018 年公司资产规模稳定增长，资产构成基本保持稳定，仍以非流动资产为主。

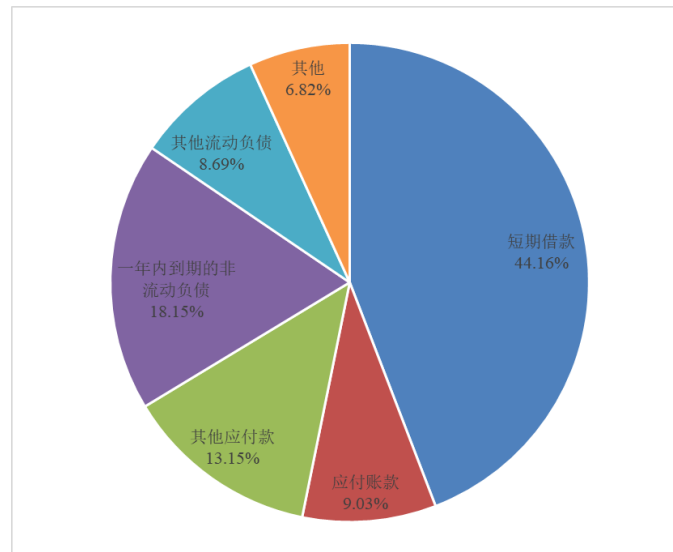
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债合计 3,016.55 亿元，较年初增长 4.30%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 45.82%，非流动负债占 54.18%，负债结构以非流动负债为主。

截至 2018 年末，公司流动负债 1,382.06 亿元，较年初减少 12.26%，主要系短期借款大幅减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 44.16%）、应付账款（占 9.03%）、其他应付款（占 13.15%）、一年内到期的非流动负债（占 18.15%）和其他流动负债（占 8.69%）构成。

图 5 截至 2018 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

截至 2018 年末，公司短期借款 610.39 亿元，较年初减少 24.66%，主要系公司调整债务结构，减少短期债务所致。公司短期借款主要由信用借款（占 96.61%）构成。

截至 2018 年末，公司应付账款 124.75 亿元，较年初减少 10.39%，主要系公司缩短了付款周期，减少了对煤炭采购款的压款所致。其中，公司应付账款主要由应付燃料及燃料运费款（占 68.77%）和应付工程及物资款（占 29.28%）构成，无账龄超过一年的大额款项。

截至 2018 年末，公司其他应付款为 181.70 亿元，较年初减少 8.71%，主要系支付部分基建工程及设备款所致。公司其他应付款主要由应付工程及设备款（占 67.56%）、应付利息（占 5.60%）和应付股利（占 6.16%）构成。

截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债为 250.90 亿元，较年初增长 8.29%，主要系长期借款即将到期调整至此科目所致。

截至 2018 年末，公司其他流动负债为 120.14 亿元，较年初增长 3.91%，公司其他流动负债主要由短期应付债券（占 96.06%）构成。

截至 2018 年末，公司非流动负债合计 1,634.49 亿元，较年初大幅增长 24.12%，主要系应付债券大幅增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 79.26%）和应付债券（占 15.90%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款为 1,295.48 亿元，较年初大幅增长 19.92%，主要系公司在建工程规模较大及融资需求较大所致。公司长期借款中，1~2 年内到期的占 22.15%、2~5 年的占 46.94%，5 年以上的占 30.90%，账期较为分散，集中偿还压力不大。

截至 2018 年末，公司应付债券为 259.85 亿元，较年初增长 62.47%，主要系公司发行“18 华能 01”（规模为 15.00 亿元，票面利率为 4.90%，期限为 3 年）、“18 华能 MTN001”（规模为 30.00 亿元，票面利率为 4.80%，期限为 3 年）、“18 华能 MTN002”（规模为 20.00 亿元，票面利率为 4.41%，期限为 3 年）、“18 华能 03”（规模为 50.00 亿元，票面利率为 5.05%，期限为 10 年）等所致。

截至 2018 年末，公司全部债务为 2,568.42 亿元，其中短期债务为 1,001.93 亿元（占 39.01%），较年初减少 14.40%；公司长期债务为 1,566.49 亿元（占 60.99%），较年初大幅增长 25.17%。截至 2018 年末，受当年公司定向增发事项及发行永续债计入权益因素带动，公司权益规模进一步扩大，使得公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较年初下降 0.87 个百分点和 0.61 个百分点至

74.77%和 71.62%，受债务期限结构调整因素影响，公司长期债务资本化比率较年初上升 3.28 个百分点至 60.61%。

此外，公司于 2017 年发行“17 华能 Y1”（规模为 25.00 亿元，票面利率为 5.05%，期限为 3+N 年）和“17 华能 Y2”（规模为 25.00 亿元，票面利率为 5.17%，期限为 5+N 年），以及英大保险筹资计划（1~3 期共 50.00 亿元，票面利率 5.79%）均已计入所有者权益—其他权益工具科目。若考虑公司可续期债券情况，截至 2018 年末，公司全部债务 2,668.42 亿元，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 77.25%、74.41%和 64.48%。

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 2,945.08 亿元，较上年末减少 2.37%，其中流动负债 1,406.47 亿元，较上年末增长 1.77%，非流动负债 1,538.61 亿元，较上年末减少 5.87%，主要系长期借款减少所致。公司流动负债占 47.76%，占比较上年末提高 1.94 个百分点。

总体看，2018 年，公司长期债务比例进一步提高，公司债务结构有所改善，但公司债务负担仍较重。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益 1,017.86 亿元，较年初增长 9.28%，主要系公司完成定向增发使得实收资本和资本公积增加以及公司完成发行三期英大保险筹资计划导致的其他权益工具增加所致。其中，归属于母公司的所有者权益占 81.77%。归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 18.86%）、其他权益工具（占 12.11%）、资本公积（占 22.03%）、盈余公积（占 9.84%）和未分配利润（占 37.01%）构成；未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 1,054.92 亿元，较上年末增长 3.64%，主要系未分配利润增长所致。

总体看，2018 年，公司定增完成，权益规模进一步扩大；公司未分配利润规模较大且占比仍高，权益稳定性有待改善。

4. 盈利能力

2018 年，受发电量增长以及结算电价上升影响，公司电力及热力板块收入同比增长 11.09%，带动公司营业收入大幅增长；公司实现营业收入 1,698.61 亿元，同比增长 11.04%；发电量增长带动原材料采购成本增加，使得公司营业成本同比增长 11.06%至 1,506.59 亿元；公司投资净收益较上年减少 27.52%至 15.73 亿元，导致公司营业利润同比减少 7.63%至 36.48 亿元；受所得税费用与营业外支出同比减少影响，公司净利润同比增长 20.79%至 24.07 亿元。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用同比增长 9.49%，主要系财务费用增长所致；公司期间费用以管理费用（占 28.71%）和财务费用（占 71.01%）为主。2018 年，公司管理费用为 42.33 亿元，较上年增长 7.37%，主要系职工薪酬等增加所致。公司财务费用为 104.70 亿元，较上年增长 10.14%，主要系债务规模扩大所致。2018 年，公司费用收入比为 8.68%，较上年降低 0.12 个百分点，公司费用控制能力有所提高。

2018 年，公司取得投资净收益 15.73 亿元，较上年减少 27.52%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益较上年减少所致。2017~2018 年，公司投资净收益占营业利润的比例分别为 54.94%和 43.11%。

公司营业外收入主要为国产设备增值税退税和减排脱硫脱硝补助等政府补助。2018 年，公司营业外收入 1.76 亿元，较上年减少 55.43%，主要系与收益相关的政府补助大幅减少所致。2017~2018 年，公司其他收益分别为 5.47 亿元和 6.25 亿元，2017~2018 年，公司营业外收入及其他收益占利润

总额的比例分别为 26.35%和 23.31%。

从盈利指标看，2018 年，公司各项盈利指标较 2017 年均变化不大；2017~2018 年，公司营业利润率分别为 10.40%和 10.24%；总资本收益率分别为 3.53%和 3.73%；总资产报酬率分别为 3.52%和 3.56%；净资产收益率分别为 1.99%和 2.47%。与同行业可比上市公司相比，公司盈利能力处于较低水平。

表 7 2018 年公司 with 同行业企业盈利指标对比情况（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
大唐发电	15.67	2.83	4.43
国投电力	40.41	12.79	6.84
华电国际	12.35	3.01	3.73
华能国际	11.30	0.81	3.51

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业电力公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 数据。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 456.52 亿元，同比增长 5.54%；营业成本 372.93 亿元，同比减少 0.35%；公司实现营业利润 45.32 亿元，同比增长 94.56%，实现净利润 35.74 亿元，同比增长 106.85%，主要系燃料价格下降所致。

总体看，受发电量持续增长的影响，公司收入规模继续增长，公司盈利水平保持相对稳定，但就公司收入及利润规模看，公司整体利润规模大。

5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 1,897.62 亿元，较上年增长 12.34%，主要系公司上网电量持续提升，销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长所致。2018 年，公司经营活动现金流出 1,608.70 亿元，较上年大幅增长 15.87%，主要系燃料采购规模及采购总额逐年增长，购买商品、接受劳务支付的现金逐年增长所致。综上影响，2018 年，公司经营活动现金净额为 288.92 亿元，较上年减少 3.94%；公司现金收入比为 110.73%，较上年提高 1.89 个百分点，公司收入实现质量保持较高水平。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 14.41 亿元，较上年大幅减少 73.43%，主要系取得投资收益收到的现金及处置子公司收到的现金大幅减少所致。2018 年，公司投资活动现金流出规模为 219.68 亿元，较上年减少 44.52%，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金大幅减少所致。综上，2018 年，公司投资活动现金净流出 205.28 亿元，净流出规模较上年减少 39.94%。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入规模为 1,894.95 亿元，较上年增长 1.82%。2018 年，公司筹资活动现金流出规模为 1,918.64 亿元，较上年增长 4.94%，主要系到期债务规模增长，偿还债务支付的现金逐年增长所致。综上，2018 年，公司筹资活动现金净额为-23.68 亿元，由上年的净流入转为净流出。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 107.75 亿元，同比增长 15.10%，主要系营业利润增长所致；投资活动现金净流出 40.57 亿元，净流出额同比增加 2.70%；筹资活动产生的现金净流出 73.09 亿元，较上年同期的净流入 12.91 亿元变动大，主要系公司一季度新发行的短期融资债券大幅减少所致。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流保持稳定，投资活动有所放缓，经营活动净现金流能够

较好的对投资活动净现金流覆盖，但由于公司在建工程规模较大，未来仍存在一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 0.45 倍、0.38 倍和 0.20 倍，较上年的 0.31 倍、0.26 倍和 0.11 倍均有大幅提升，主要系定增完成带动公司货币资金大幅增长所致；经营现金流动负债比为 20.90%，较上年提高 1.81 个百分点。公司短期偿债能力有所提高。

在长期偿债能力方面，2018 年，公司 EBITDA 为 338.34 亿元，同比增长 2.92%。公司 EBITDA 中利润总额占 10.16%、计入财务费用的利息支出占 31.17%、折旧占 57.75%、摊销占 0.92%。公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 3.06 倍和 0.13 倍，分别较上年下降 0.12 个百分点和 0.01 个百分点。公司长期偿债能力较上年变化不大。

截至 2018 年末，公司无对外担保；无重大未决诉讼。

截至 2018 年末，公司已经获得各类银行授信额度合计 3,772.92 亿元，尚未使用额度为 2,662.26 亿元，公司间接融资渠道通畅，同时公司为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中征码为 1101000001992342 的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2019 年 2 月 14 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，2018 年，得益于定增完成，公司短期偿债能力有所增强；公司长期偿债能力保持稳定，综合考虑公司行业地位、业务规模、现金流状况等因素，均可对公司整体偿债能力形成有力支持，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 196.44 亿元，约为“17 华能 Y1”、“17 华能 Y2”、“17 华能 01”、“18 华能 01”、“18 华能 03”和“19 华能 01”本金合计（161.00 亿元）的 1.22 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 1,054.92 亿元，约为债券本金合计（161.00 亿元）的 6.55 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产可对“17 华能 Y1”、“17 华能 Y2”、“17 华能 01”、“18 华能 01”、“18 华能 03”和“19 华能 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 338.34 亿元，约为债券本金合计（161.00 亿元）的 2.10 倍，公司 EBITDA 对债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 1,897.62 亿元，约为债券本金合计（161.00 亿元）的 11.79 倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司的行业地位、业务规模、盈利能力、现金流状况等因素，联合评级认为，公司对“17 华能 Y1”、“17 华能 Y2”、“17 华能 01”、“18 华能 01”、“18 华能 03”和“19 华能 01”的偿还能力极强。

八、综合评价

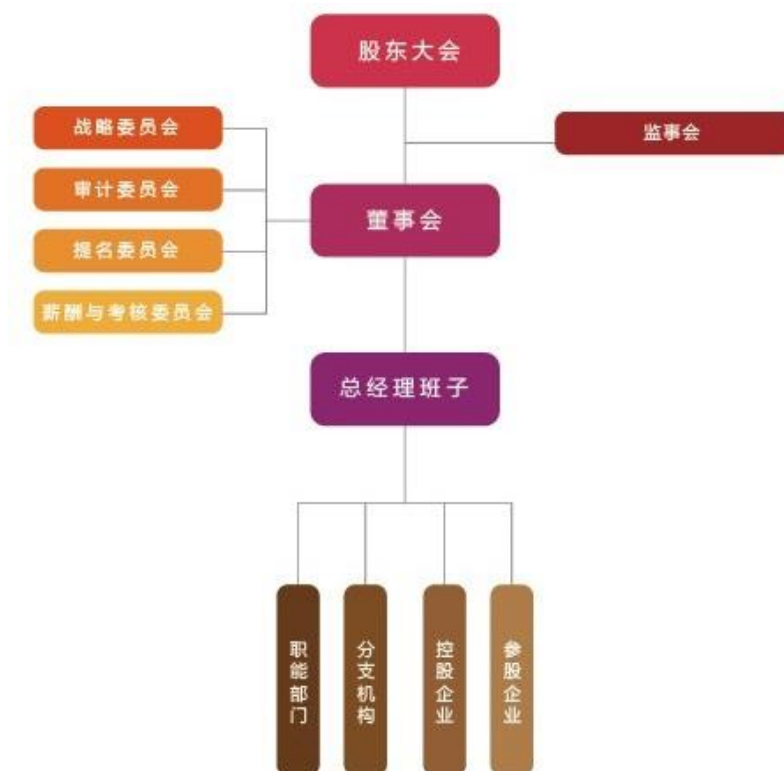
联合评级对公司的跟踪评级，反映了公司作为国内最大的发电类上市企业，在区域布局、发电装机容量、设备性能和技术水平以及电网认可程度等方面仍具备显著优势；跟踪期内，公司完成了股票的非公开发行，进一步充实了资本实力，并保持良好的经营性现金流状态。同时，联合评级也

关注到火电上网电价波动、燃煤价格高位运行，以及债务规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建燃气发电机组及大容量燃煤发电机组投产运营，公司发电能力将进一步提高，有利于公司综合竞争实力的保持。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 华能 Y1”、“17 华能 Y2”、“17 华能 01”、“18 华能 01”、“18 华能 03”和“19 华能 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 华能国际电力股份有限公司 组织结构图



附件 2 华能国际电力股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	3,823.51	4,034.41	4,000.00
所有者权益（亿元）	931.46	1,017.86	1,054.92
短期债务（亿元）	1,170.48	1,001.93	--
长期债务（亿元）	1,251.48	1,566.49	--
全部债务（亿元）	2,421.95	2,568.42	--
营业总收入（亿元）	1,529.70	1,698.61	456.52
净利润（亿元）	19.93	24.07	35.74
EBITDA（亿元）	328.73	338.34	--
经营性净现金流（亿元）	300.76	288.92	107.75
应收账款周转次数（次）	7.68	7.17	--
存货周转次数（次）	17.18	17.17	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.43	0.11
现金收入比率（%）	108.84	110.73	1.17
总资本收益率（%）	3.53	3.73	1.00
总资产报酬率（%）	3.52	3.56	1.16
净资产收益率（%）	1.99	2.47	3.45
营业利润率（%）	10.40	10.24	17.17
费用收入比（%）	8.80	8.68	8.05
资产负债率（%）	75.64	74.77	73.63
全部债务资本化比率（%）	72.22	71.62	--
长期债务资本化比率（%）	57.33	60.61	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.18	3.06	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.13	--
流动比率（倍）	0.31	0.45	0.44
速动比率（倍）	0.26	0.38	0.37
现金短期债务比（倍）	0.11	0.20	--
经营现金流动负债比率（%）	19.09	20.90	7.66
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.04	2.10	--

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，系四舍五入造成；3、本报告已将长期应付款中融资租赁款计入长期债务，将其他流动负债中的应付短期债券计入短期债务；4、本报告中所使用财务数据均经过追溯调整；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 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	
总资本收益率	(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/本次债券发行额度
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 4 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。