



# 信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪090号

## 华能国际电力股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“华能国际电力股份有限公司2008年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月十七日

## 华能国际电力股份有限公司 2008年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

债券名称	华能国际电力股份有限公司 2008 年公司债券（第一期）	
担保主体	华能国际电力开发公司	
发行规模	人民币 40 亿元	
存续期限	2008/05/09-2018/05/08	
上次跟踪时间	2015/04/20	
上次跟踪评级结果	债项级别	AAA
	主体级别	AAA 评级展望：稳定
本次跟踪评级结果	债项级别	AAA
	主体级别	AAA 评级展望：稳定

### 概况数据

华能国际	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	740.45	904.62	959.40
总资产（亿元）	2,602.75	3,008.81	2,997.30
总债务（亿元）	1,560.63	1,770.56	1,736.23
营业总收入（亿元）	1,338.33	1,400.27	1,289.05
营业毛利率（%）	23.14	25.35	29.00
EBITDA（亿元）	369.39	433.41	456.54
所有者权益收益率（%）	17.70	16.98	18.29
资产负债率（%）	71.55	69.93	67.99
总债务/EBITDA（X）	4.22	4.09	3.80
EBITDA 利息倍数（X）	4.46	4.65	5.24
华能开发	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	819.93	995.55	1,081.71
总资产（亿元）	2,844.12	3,289.91	3,324.19
总债务（亿元）	1,537.55	1,710.33	1,682.95
营业收入（亿元）	1,404.46	1,434.61	1,322.75
营业毛利率（%）	23.23	25.58	29.08
所有者权益收益率（%）	16.94	16.10	16.66
资产负债率（%）	71.17	69.74	67.46

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 分析师

郑凯文 kwzheng@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliange@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月17日

### 基本观点

2015年，随着新机组的不断投入，华能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”或“公司”）电力资产规模持续扩大，发电能力继续提升，当年境内售电量以及总售电量均有所增加，同时，受益于煤炭价格的持续下行，公司成本压力减轻，盈利空间有所提升，各项运营指标处于国内领先水平，行业龙头地位稳固。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到电价调整政策和新电改政策可能对公司盈利空间产生影响以及资本支出压力等负面因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持华能国际电力股份有限公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持“华能国际电力股份有限公司2008年公司债券（第一期）”信用等级为AAA。该债项基本同时也考虑了华能国际电力开发公司为“华能国际电力股份有限公司2008年公司债券（第一期）”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保所起到的保障作用。

### 正面

- 电力资产继续扩大，发电能力持续提高。截至2015年末，公司可控装机容量和权益装机容量分别达到8,233.1万千瓦和7,439.9万千瓦，全年发电量3,205亿千瓦时，居国内行业前列。未来几年，随着新建机组的陆续投产和电力资产的收购，公司发电能力有望进一步提升。
- 盈利空间有所提升。得益于煤炭价格的持续下行，公司成本压力减轻，2015年公司营业毛利率较上年提升3.96个百分点至29.00%；同期获得净利润175.50亿元，同比增长14.26%，盈利空间有所提升。
- 财务结构保持稳健。得益于利润的累积以及新股的发行，公司自有资本实力持续增强，财务杠杆比率有所下降，截至2015年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为67.99%和64.41%，同比分别下降1.94个和1.77个百分点。

## 关 注

- 电价调整和新电改政策对公司的影响。目前公司电力资产主要是燃煤发电机组，燃煤发电上网电价下调对公司盈利影响较大；以竞价上网为核心的新电改方案使得公司面临更大的竞争压力。
- 未来资本支出压力较大。根据公司对未来的资本支出规划，2016 年公司电源项目、煤炭项目以及技改项目的资本支出合计达到 249.72 亿元，公司资本支出压力仍然较大。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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和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.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

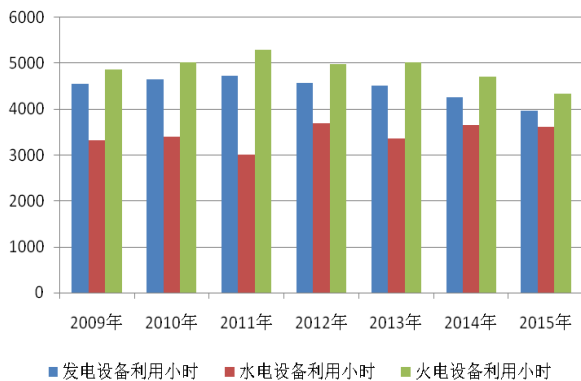
## 行业关注

**受制于工业用量下行及能源结构调整的压力,2015年我国全社会用电量增速继续放缓;同时,在清洁能源和节能减排的环保压力下,火电设备利用小时数减少**

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关,全社会用电量增速一直被视作经济形势的晴雨表。2015年,受制于工业用量下行及能源结构调整的压力,同时受到气温、降水等因素的影响,全社会用电量增速同比继续放缓,当年全社会用电量累计达到5.55万亿千瓦时,同比增长0.5%,增速大幅回落3.75个百分点。

由于用电需求增速的放缓,主要发电设备平均利用小时数也有所下降。2015年全年,全国6,000千瓦以上发电设备累计平均利用小时3,969小时,同比大幅下降349小时。其中,水电设备平均利用小时为3,621小时,同比减少48小时;火电设备平均利用小时为4,329小时,同比降低410小时。

图1: 2009~2015年全国6,000千瓦以上电力设备利用小时



资料来源: 中电联, 中诚信证评整理

伴随着经济增速的放缓,全社会用电需求增速下降,能源结构将进一步深入调整,短期来看,火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变;但长期来看,在环保和节能减排的压力下,新能源装机比重正在不断增加,火电产能过剩的局面将进一步显现,未来火力发电小时数可能进一步减少。

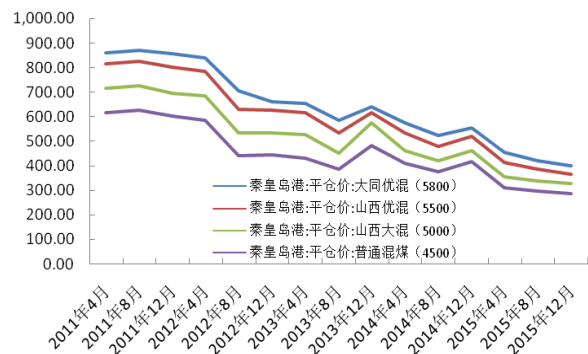
**得益于煤炭价格的持续下降,我国火电企业盈利仍保持较高水平,而2013年以来多次煤电机组上网电价的下调及新电改方案对煤电企业盈利能力的影响值得关注**

2014年以来,受到宏观经济增速放缓和新能源

装机比重增加的共同影响,火电设备平均利用小时数显著降低;同时,我国火电结构进一步优化,技术水平进一步提升,高参数、大容量、高效环保型机组比例提高,截至2015年末,全国6,000千瓦及以上火电机组供电标准煤耗较上年同期下降4%至315克/千瓦时。进入2016年,该指标进一步下降,截至2016年3月末,全国6,000千瓦及以上火电机组供电标准煤耗304克/千瓦时。2015年,煤炭库存持续上升,煤炭价格快速下跌,截至2015年12月,秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价降至366元/吨,降幅达到29.62%。

图2: 2011.4-2015.12 动力煤价格走势

单位: 元/吨



资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

电价方面,2013年9月,国家发改委下发了《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》(以下简称“《通知》”)。《通知》要求从9月25日起降低有关省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价;适当降低跨省、跨区域送电价格标准;提高上海、江苏、浙江等省(区、市)天然气发电上网电价。根据《通知》的规定,全国省级电网中除云南省和四川省未做调整外,其他均下调了煤电机组上网电价,降价幅度从0.009元/千瓦时~0.025元/千瓦时不等,平均降幅为0.014元/千瓦时,其中上海市、江苏省和浙江省降幅最大,为0.025元/千瓦时。

2014年12月,《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(以下简称“新电改方案”)获得国务院第39次常务会议原则性通过。新电改方案将以竞价上网为主线,建立多买多卖的电力市场,用电企业和发电企业自主交易,实现电力交易市场化,放开价格管制将加剧火电企业内部的竞争分化并导致利润再分配,能效高的大型火电企业将从中获益。

2015年4月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议决定适当下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，以降低企业成本、稳定市场预期、促进经济增长、调整产业结构。经会议研究决定，按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上网电价，平均降幅为0.02元/千瓦时；同时，为减轻企业电费负担，将全国工商业用电价格平均下调0.018元/千瓦时，降价空间将被用来补贴脱销、除尘、超低排放等环保措施来促进节能减排和大气污染防治。此外，将继续对高耗能产业采取差别电价，加大惩罚性电价执行力度。

2015年12月，国家发改委出台《国家发展改革委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》，明确煤电联动周期及测算方法。同月，国家发改委下发《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》，根据煤电价格联动机制有关规定，决定下调全国燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格，全国平均降幅为每千瓦时人民币0.03元。

总体来看，近年来煤炭价格的大幅回落使得火电企业成本压力有所减轻，但受近年来宏观经济增速放缓的影响，当年全国用电需求增速有所回落，且受制于环保和节能减排政策，火电设备利用小时数同比大量减少。同时，根据煤电联动政策，2015年12月煤电企业上网电价再次下调，其将对煤电企业未来的盈利能力造成一定影响。

## 业务运营

2015年，公司当年实现营业总收入1,289.05亿元，同比下降7.94%，当年，受电价连续下调的影响，公司全年境内共实现营业收入1,181.19亿元，同比下降5.57%；同期，受新加坡电力市场和天然气市场继续呈现供过于求状况的影响，电价持续低迷，公司境外收入100.46亿元，较上年同期下降29.64%。但受益于煤炭价格继续下行，公司成本压力减轻，全年实现净利润175.50亿元，同比增长14.26%，盈利能力有所提升。

**公司电力资产规模持续增长，发电能力持续提升，2015年公司境内上网电量规模有所增加；但当年受全国用电需求增速大幅下降的影响，公司火力发电设备利用小时数减少**

近几年公司不断通过新建和收购等方式保持电力资产规模的持续增长。2015年公司电源项目建设进展顺利，当年湖北应城热电2号机（35万千瓦）、江西安源上大压小（2\*66万千瓦）、河南洛阳阳光热电（2\*35万千瓦）、山西东山燃机（85.9万千瓦）、湖北恩施青龙水电（2\*2万千瓦）、湖南苏宝顶风电（7万千瓦）、湖北界山风电一期（4.8万千瓦）、甘肃安北第三风场A2、B2区（20万千瓦）、甘肃桥港三北一风电（4.8万千瓦）、湖南桂东寒口风电（4.8万千瓦）、湖南桂东黄泥湖风电（3.6万千瓦）、云南富源一把伞风电（4.8万千瓦）、贵州盘县大爬山风电（2.4万千瓦）、甘肃义岗风电一期（19.2万千瓦）和浙江泗安屋顶光伏（0.5万千瓦）等15个项目投入运行，公司装机容量进一步增加。截至2015年末，可控装机容量和权益装机容量分别达到8,233.1万千瓦和7,439.9万千瓦。

此外，公司仍有一定的新建项目，整体电力资产规模还将持续提升。截至2015年末，公司已获核准的在建电源项目主要包括南京化工园热电项目、河南浉池热电项目、辽宁营口仙人岛热电项目和桂林分布式能源项目等；拟建电源项目包括陆上风电项目和海上风电项目等。同时根据公司统计，2016~2018年公司的资本支出将分别达到249.72亿元、244.34亿元和223.48亿元，其中火电投资分别为100.08亿元和92.8亿元，风电投资分别为56.84亿元和85.2亿元，公司较往年加大了对风电项目的投资力度。较大规模的资本支出将对公司构成一定的资金压力。

**表1：截至2016年3月22日公司运营电厂发电资产分布**

电厂	持股比例	权益容量 (万千瓦)	可控容量 (万千瓦)
大连	100%	140	140
丹东	100%	70	70
营口	100%	184	184
营口热电	100%	66	66
瓦房店风电	100%	4.8	4.8
昌图风电	100%	9.75	9.75

苏子河水电	100%	3.75	3.75
化德风电	100%	9.9	9.9
上安	100%	256	256
康保风电	100%	4.95	4.95
平凉	65%	162.83	250.5
酒泉风电	100%	40.1	40.1
酒泉二风电	100%	40	40
玉门风电	100%	14.85	14.85
义岗风电	100%	19.2	19.2
北京热电	41%	34.65	84.5
北京燃机	41%	37.86	92.34
杨柳青	55%	66	120
临港燃机	100%	46.3	46.3
榆社	60%	36	60
左权	80%	107.68	134.6
东山燃机	100%	85.9	85.9
德州	100%	270	270
济宁	100%	97	97
辛店	95%	57	60
威海	60%	120	200
日照二期	100%	136	136
沾化热电厂	100%	33	33
沁北	60%	264	440
洛阳热电	80%	56	70
南通	100%	140.4	140.4
南京	100%	64	64
淮阴	63.64%	84	132
太仓	75%	142.5	190
金陵燃煤	60%	123.6	206
苏州热电	53.45%	6.41	12
金陵燃机	60%	46.8	78
金陵燃机热电	51%	19.51	38.26
启东风电	65%	12.06	18.55
如东风电	90%	4.32	4.8
石洞口二厂	100%	120	120
石洞口发电	50%	66	132
石洞口一厂	100%	130	130
上海燃机	70%	81.9	117
玉环	100%	400	400
长兴	100%	132	132
桐乡燃机	95%	43.55	45.84
泗安光伏	100%	1	1
珞璜	60%	158.4	264
两江燃机	100%	93.4	93.4
岳阳	55%	138.88	252.5
湘祁水电	100%	8	8

苏宝顶风电	100%	15	15
桂东风电	100%	8.4	8.4
恩施马尾沟水电	100%	5.5	5.5
大龙潭水电	97%	3.65	3.76
荆门热电	100%	70	70
应城热电	100%	35	35
阳逻电厂	75%	184.4	246
界山风电	100%	4.8	4.8
井冈山	100%	192	192
蒋公岭风电	100%	4.8	4.8
瑞金	100%	70	70
安源	100%	132	132
巢湖	60%	72	120
花凉亭水电	100%	4	4
福州	100%	272	272
汕头燃煤	100%	120	120
海门	100%	207.2	207.2
海门发电	80%	165.8	207.2
滇东能源	100%	240	240
雨汪电厂	100%	120	120
富源风电	100%	8.8	8.8
盘县风电	100%	2.4	2.4
海口电厂	91.8%	85.9	93.6
东方电厂	91.8%	128.5	140
南山电厂	91.8%	12.1	13.2
戈枕水电	91.8%	7.5	8.2
文昌风电	91.8%	4.7	5.2
大士能源	100%	260.94	260.94

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：截至 2015 年末公司主要在建电力项目

单位：万千瓦，亿元

项目名称	装机容量	预计投资额	预计投产日期	项目持股比例	截至 2015 年末已投资
南京化工园热电	2*5	17.76	2016	80%	2.37
河南澠池热电	2*35	28.6	2016	51%	2.92
辽宁营口仙人岛热电	2*5	13.88	2016	100%	2.78
桂林分布式能源	21	12.14	2016	100%	2.43

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：截至 2015 年末公司主要拟建电力项目

单位：万千瓦，亿元

项目名称	预计装机容量	项目总投资	预计投产时间	2015 年预计投资
陆上风电	50	40	2018	8
海上风电	30	63	2018	12.6

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电源结构方面,公司电源结构以火电机组为主,近年来高参数、大容量机组比例逐步增加,在中国火电行业的技术优势明显。截至 2015 年末,公司火电机组中超过 50%是 60 万千瓦以上的大型机组,包括 12 台已投产的世界最先进的百万千瓦等级的超超临界机组,投产国内第一座二次再热机组电厂和高效超超临界机组电厂,天然气发电装机容量达到 793.73 万千瓦。此外,公司陆上风电装机容量超过 210 万千瓦,海上风电开工建设,清洁能源比例不断提高。

**表 4: 截至 2015 年末公司分类型装机容量**

指标	2015
权益装机容量 (万千瓦)	7,439.9
可控装机容量 (万千瓦)	8,233.1
其中: 火电 (万千瓦; 含生物质)	7,124.9
燃气 (万千瓦)	797.8
燃油 (万千瓦)	60
水电 (万千瓦)	33.21
风电 (万千瓦)	216.3

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

发电量方面,得益于公司新机组的不断投入,发电能力不断提升,2015 年公司中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量 3,205.29 亿千瓦时,较上年增长 8.88%;累计完成上网电量 3,019.79 亿千瓦时,较上年增加 8.80%。海外业务方面,受到市场新进入者新机组投产的影响,2015 年新加坡大士能源有限公司(以下简称“大士能源”)发电量在新加坡的市场占有率较 2014 年同期 21.8%下降 0.1 个百分点至 21.7%。同时,由于新加坡电力市场和天然气市场继续呈现供过于求状况,电价持续低迷;并且当年与新加坡能源管理与签订的固定合同比例(30%)较 2014 年同期(40%)有所下调,公司全资拥有的大士能源经营业绩有所下滑,2015 年大士能源实现收入 101.44 亿元,较上年同期下降 29.41%;税前亏损 3.13 亿元,较上年同期的盈利 1.38 亿元减利 4.51 亿元。

**表 5: 2013~2015 年公司主要业务数据**

	2013	2014	2015
境内发电量 (亿千瓦时)	3,175	2,944	3,205
境内售电量 (亿千瓦时)	3,000	2,775	3,020
公司境内发电机组平均利用小时	5,036	4,572	4,147
全国发电机组平均利用小时	4,511	4,286	3,969
平均供电标煤消耗 (克/千瓦时)	308.26	309.42	308.56
平均含税上网电价 (元/千瓦时)	0.454	0.456	0.443-

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

发电机组运行水平方面,2013~2015 年公司发电设备平均利用小时数分别为 5,036 小时、4,572 小时和 4,147 小时。伴随着宏观经济增速的放缓,我国用电需求较少,电力市场竞争不断加剧,公司近几年机组利用小时数呈下降趋势。

整体来看,公司电力资产规模持续增长,目前发电量、售电量及发电机组利用小时数保持在行业较高水平,行业龙头地位稳固;但受全国用电需求增速趋缓和新能源装机容量增加的影响,公司售电量面临上行压力。中诚信证评将持续关注国内社会用电需求变化、新加坡市场竞争、未来资本支出压力对公司业务运营的影响。

### 得益于煤炭价格继续下行, 公司煤炭采购成本进一步下降, 盈利空间有所提升

煤炭采购方面,2013 年电煤价格并轨后,公司自主与煤炭企业签订了长期协议,以保证煤炭供应。2015 年公司共采购原煤 13,056 万吨,同比增加 8.17%,其中长期协议采购量为 6,312 万吨,与上年同期 6,254 万吨相比增加 58 万吨;市场煤采购量为 6,744 万吨,较上年增加 928 万吨。价格方面,2012 年以来,煤炭价格高位回落,公司市场采购价格不断降低。2015 年煤炭市场供大于求的局面继续凸显,公司长期协议煤炭采购价格下降至 401.90 元/吨,较上年同期下降 18.51%;市场采购均价亦下降 16.43%至 415.08 元/吨。

电价方面,2013 年以来燃煤发电上网电价多次下调,2015 年 12 月,根据煤电价格联动机制有关规定,发改委决定再次下调全国燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格,平均降幅为 0.03 元/千瓦时。综合上述原因,2015 年公司整体上网电价有所下降,导致收入水平亦有所下降。



由于煤炭价格持续下行，公司煤炭采购成本进一步下降，2015 年公司毛利率为 29.00%，同比上升 3.65 个百分点；同期公司取得净利润 175.50 亿元，较上年增长 14.26%。

总体来看，受益于煤炭价格继续下行，公司盈利空间有所提升。未来中诚信证评将持续关注煤炭价格走势及煤电联动政策对公司盈利能力的影响。

### 产业链延伸持续推进，产业协同效应不断提升，综合抗风险能力进一步增强

为保障煤炭供应，近年公司持续加大对煤炭及运输产业的投资力度，产业链条逐步得到完善。

煤矿资源方面，公司持有山西省山晋兴能源有限公司 10% 的股份，该公司拥有的斜沟煤矿储能为 22.45 亿吨，设计产能为 1,500 万吨/年，已于 2010 年投产，于 2011 年实现 1,500 万吨/年产能。此外，公司与阳泉煤业（集团）有限公司合作组建了阳泉煤业集团华能煤电投资有限责任公司（公司协议持股比例 49%），该公司所属有两家煤矿企业，分别为平朔泰安煤矿和新大地煤矿，设计生产能力均为 90 万吨/年，新大地煤矿于 2009 年 6 月份投产，平朔泰安煤矿 2012 年投产。在建煤矿项目方面，公司持有山西潞安集团左权五里墩煤业公司 34% 的股份，其拥有煤矿储量约 5,400 万吨，正在建设设计生产能力为 120 万吨/年的矿井一座，该工程目前停工缓建，该矿井所产动力煤可以直接通过皮带机送到华能左权电厂。

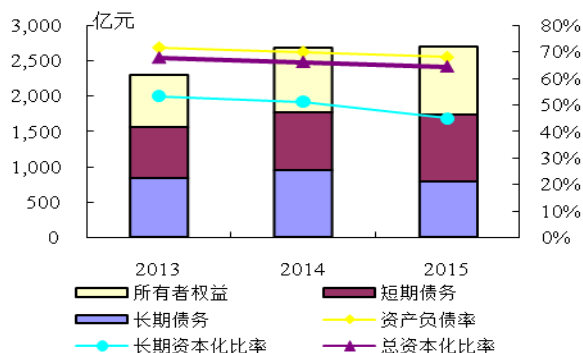
总体来看，近年来公司持续加大在煤炭及运输方面的资本投入，产业链延伸持续推进，产业协同效应不断提升，整体抗风险能力进一步增强。

### 财务分析

下列财务分析主要基于公司提供的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 2013-2015 年审计报告。

### 资本结构

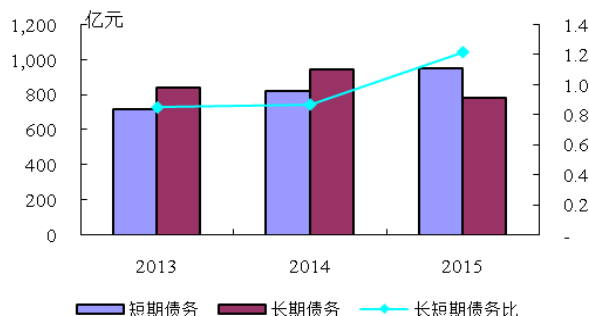
图 3：2013~2015 年末公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2015 年末，公司资产总额 2,997.30 亿元，与上年基本持平。净资产方面，公司于 2015 年 11 月发行 7.8 亿股新 H 股，发行完成后，公司已发行股份总数增加至 15,200,383,440 股，加之公司盈利的持续累积，截至 2015 年末，公司所有者权益增加至 959.40 亿元，较上年同期提高 6.06%。

图 4：2013~2015 年末公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从财务杠杆来看，公司经营情况良好，资金充沛以及自有资本实力持续提升，近三年年公司财务杠杆比例保持下降态势，截至 2013~2015 年末，公司资产负债率分别为 71.55%、69.93% 和 67.99%；总资本化比率分别为 67.82%、66.18% 和 64.41%。

从资产结构看，公司资产主要由非流动资产构成，截至 2015 年末，公司非流动资产 2,678.43 亿元，占资产总额的 89.36%，较上年末增加了 2.65 个百分点。公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，截至 2015 年末，上述两项在非流动资产中的占比分别为 72.98% 和 7.54%，分别较上年同期上升和下降了 0.92 和 0.8 个百分点，其中固定资产主要为运营中的发电设施；在建工程系公司未完工的电力建设项目。公司流动资产主要由货币资金和应收账款，截至 2015 年末，上述两项在流动资产中的占

比分别为 23.64% 和 45.16%，分别较上年同期下降和上升了 10.33 和 6.16 个百分点，其中，公司应收账款账期集中在一年以内，应收账款回收风险可控。

从负债结构看，公司负债主要由流动负债构成，截至 2015 年末，公司流动负债 1,205.15 亿元，占负债总额的 59.14%，较上年末增加了 6.54 个百分点。公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，其中，一年内到期的非流动负债主要为将于一年内到期的信用借款，截至 2015 年末，其在流动负债中的占比为 20.22%，较上年末增加了 6.67 个百分点；其他非流动负债主要系短期融资券及超短期融资券，截至 2015 年末，其在流动资产中的占比为 16.34%，较上年末减少了 0.46 个百分点。公司非流动负债主要为长期借款，截至 2015 年末，其在非流动负债中的占比为 79.29%，较上年同期增加了 8.45 个百分点。

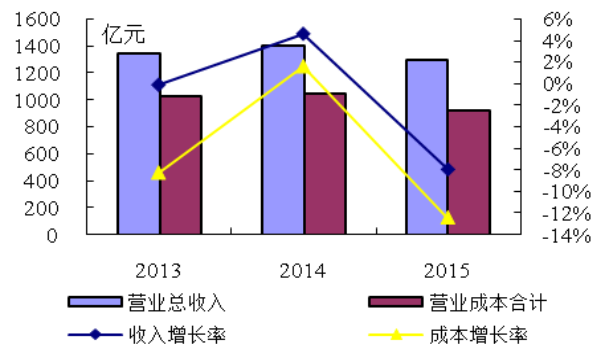
从债务规模看，截至 2015 年末，公司短期债务 954.31 亿元，较 2014 年同期的 823.35 亿元增加 15.90%；长期债务 781.93 亿元，同比下降 17.45%；总债务 1,736.23 亿元，较上年下降 1.94%。从债务期限结构来看，截至 2015 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.22，同比增加 0.35 倍，主要是受公司当年发行超短期融资券的影响，公司债务期限结构有待优化。

整体看，随着自有资本实力不断增强，公司财务杠杆比率不断优化，但短期债务及占比有所增加，短期内偿债压力有所加大。

## 盈利能力

受到电价下调的影响，2015 年公司境内共实现营业收入 1,181.19 亿元，同比下降 5.57%。同期，受到新加坡电力市场及天然气市场继续呈现供过于求状态的影响，当年境外实现营业收入 100.46 亿元，同比下降 29.64%，总体来看，公司当年实现营业总收入 1,289.05 亿元，同比下降 7.94%。毛利方面，公司目前电源结构仍以火电机组为主，故其毛利空间受燃煤价格波动影响较为明显。由于 2015 年煤炭价格继续保持大幅度下降，公司煤炭采购成本进一步下降，2015 年公司毛利率由 2014 年的 25.35% 上升至 29.00%，经营效益有所提升。

图 5：2013~2015 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司期间费用主要集中在管理费用和财务费用两方面，2015 年公司管理费用和财务费用分别为 39.97 亿元和 78.09 亿元，同比分别下降 0.52% 和 7.19%，三费合计 118.10 亿元，同比下降 5.03%。但受营业总收入下降影响，公司 2015 年三费收入占比为 9.16%，同比上升 0.28 个百分点。

表 6：2013~2015 年公司三费收入情况

单位：亿元			
项目	2013	2014	2015
销售费用	0.09	0.04	0.04
管理费用	34.33	40.17	39.97
财务费用	75.23	84.15	78.09
三费合计	109.65	124.37	118.10
营业总收入	1,338.33	1,400.27	1,289.05
三费收入占比	8.19%	8.88%	9.16%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年公司全年营业收入较上年有所减少，但得益于煤炭价格的持续大幅下降，公司原材料成本压力得以减轻，当年公司实现营业利润 230.06 亿元，同比增加 8.01%。此外，受益于当年政府补贴的增加，公司利润总额提升至 233.85 亿元，同比上升 8.41%，并最终实现净利润 175.50 亿元，较上年提高 14.26 个百分点。

总体来看，受电价下调的影响，公司收入规模有所减少；但受益于煤价持续下滑，公司成本费用降低，毛利水平有所提高，同时，公司三费控制能力较强。

## 偿债能力

截至 2015 年末，公司总债务为 1,736.23 亿元，同比下降 1.94%，其中短期债务 954.31 亿元，同比增加 15.90%；长期债务 781.93 亿元，同比下降

17.45%。

近几年公司经营状况良好,盈利能力稳步提升,近三年公司 EBITDA 不断增加,2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 369.39 亿元、433.41 亿元和 456.54 亿元,截至 2015 年末,EBITDA/营业总收入增至 35.42%,同比提升 4.46 个百分点。2015 年公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 3.80 倍和 5.25 倍,EBITDA 对总债务和利息支出的保障水平很高。

现金流方面,得益于公司经营状况的稳定和盈利能力的不断提升,公司现金流较为充沛,2015 年公司经营活动净现金为 423.63 亿元,保持在很好水平,当年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.24 倍和 4.86 倍,公司经营活动净现金流对债务本息的保障水平仍处于很强水平。

表 7: 2013~2015 年公司主要偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
EBITDA (亿元)	369.39	433.41	456.54
经营活动净现金流 (亿元)	402.39	373.67	423.63
资产负债率 (%)	71.55	69.93	67.99
总资本化比率 (%)	67.82	66.18	64.41
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.86	4.01	4.86
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.26	0.21	0.24
EBITDA 利息倍数 (X)	4.46	4.65	5.24
总债务/EBITDA (X)	4.22	4.09	3.80

数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

或有事项方面,截至 2015 年末,公司无对外担保事项,对子公司担保余额合计为 123.66 亿元,占公司净资产的 12.89%。未决诉讼方面,2015 年 4 月,公司子公司的工程施工方由于对工程结算款的争议提起仲裁申请,要求该子公司补偿工程款及相关利息约人民币 8,346 万元,截至 2015 年 12 月 31 日,由于该仲裁仍在进行之中,该未决仲裁可能产生的财务影响尚无法合理预计,因此未计提预计负债。

授信方面,公司拥有较为畅通的资本市场及银行融资渠道。截至 2015 年末,公司在各家银行尚未使用授信额度 2,357 亿元,备用流动性极为充足。

总体来看,作为国内规模最大的电力上市公司,公司经营规模庞大、主业突出,近年来营业收入规

模较为稳定;受益于煤炭价格持续低位,成本压力大幅减轻,盈利空间大幅提升,公司经营性净现金流充沛,融资渠道较为顺畅,整体信用水平保持稳定。

## 担保实力

华能国际电力开发公司(以下简称“华能开发”)为“2008 年华能国际电力股份有限公司公司债券(第一期)”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

## 华能开发

华能开发是 1985 年 6 月成立的中外合资企业,注册资本为 1 亿美元。1996 年公司通过了增资扩股方案,注册资本由 1 亿美元增至 4.5 亿美元。截至 2015 年 12 月 31 日,华能开发持有华能国际 33.33% 的股份,是华能国际的控股股东。

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

## 财务分析

随着下属电厂、煤矿以及港口建设的持续推进,华能开发资产规模逐步扩大,截至 2015 年末,其总资产为 3,324.19 亿元,同比增加 1.04%。同期,华能开发负债规模较上年有所下降,截至 2015 年末,总负债为 2,242.48 亿元,同比下降 2.26%,资产负债率为 67.46%,较上年同期下降 2.28 个百分点。

从债务结构上来看,截至 2015 末,华能开发总债务为 1,682.95 亿元,长短期债务比(短期债务/长期债务)为 0.89,同比上升 0.24 个百分点。中诚信证评认为,长期债务比重的上升符合华能开发的业务特点,有利于其业务的长期稳定发展。

盈利能力方面,尽管下属电厂装机规模增长,但受全国电力需求疲软,当年电价连续下调的影响,华能开发 2015 年共完成营业收入 1,322.75 亿元,同比下降 7.80%。此外,受益于煤炭价格持续下行,华能开发 2015 年营业毛利率为 29.08%,同比增长 3.51 个百分点,盈利能力有所提升。从利润总额构成来看,毛利率的上升导致华能开发经营性业务利

润大幅增加，华能开发全年共实现利润总额 239.15 亿元，同比增长 6.53%。净利润方面，2015 年华能开发实现净利润 180.17 亿元，同比增长 12.42%，经营效益有所提高。

华能开发具备较强的获现能力，2015 年经营性现金净流量为 434.97 亿元，同比增加 12.55%，当年华能开发经营活动净现金/总债务为 0.26 倍，经营活动净现金/利息支出为 5.13 倍，经营活动净现金对债务本息的保障能力较强。

表 8：2013~2015 年华能开发部分财务指标

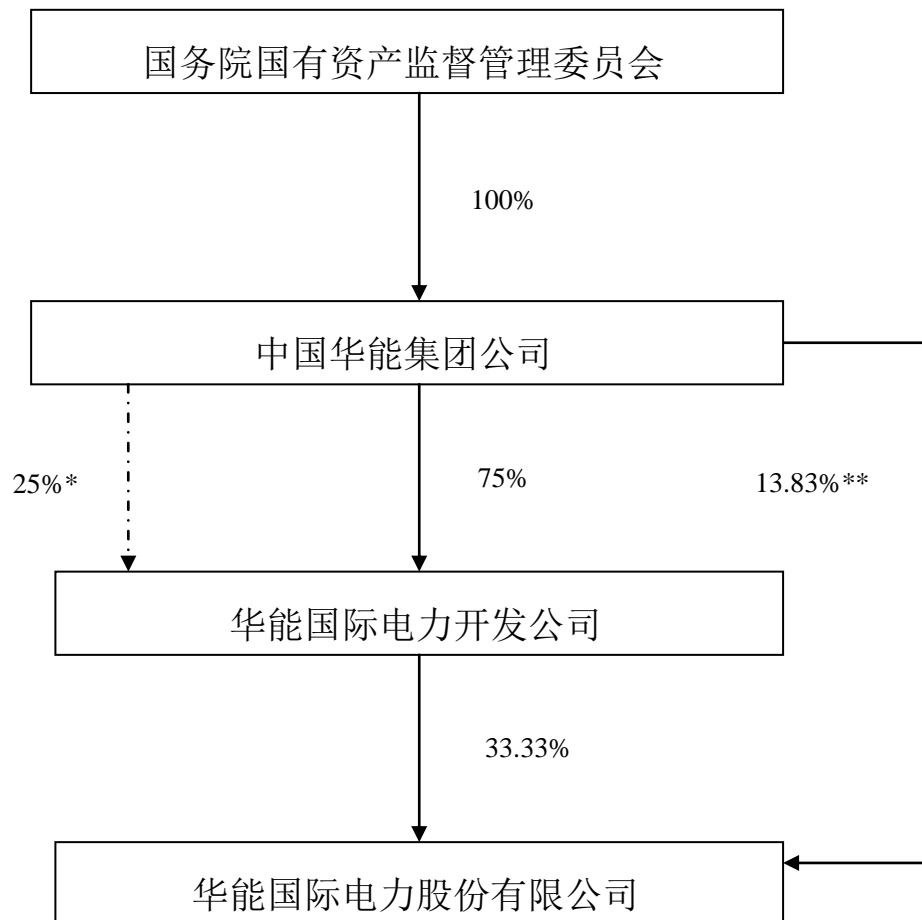
指标	2013	2014	2015
长期债务(亿元)	938.76	1,037.20	889.23
总债务(亿元)	1,537.55	1,710.33	1,682.95
毛利率(%)	23.23	25.58	29.08
资产负债率(%)	71.70	69.74	67.46
总资本化比率(%)	65.22	63.21	60.87
经营活动产生现金净流量(亿元)	424.91	386.48	434.97
经营活动净现金/总债务	0.28	0.23	0.26

数据来源：华能开发定期报告，中诚信证评整理

## 结 论

综上，中诚信证评维持华能国际主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“华能国际电力股份有限公司 2008 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

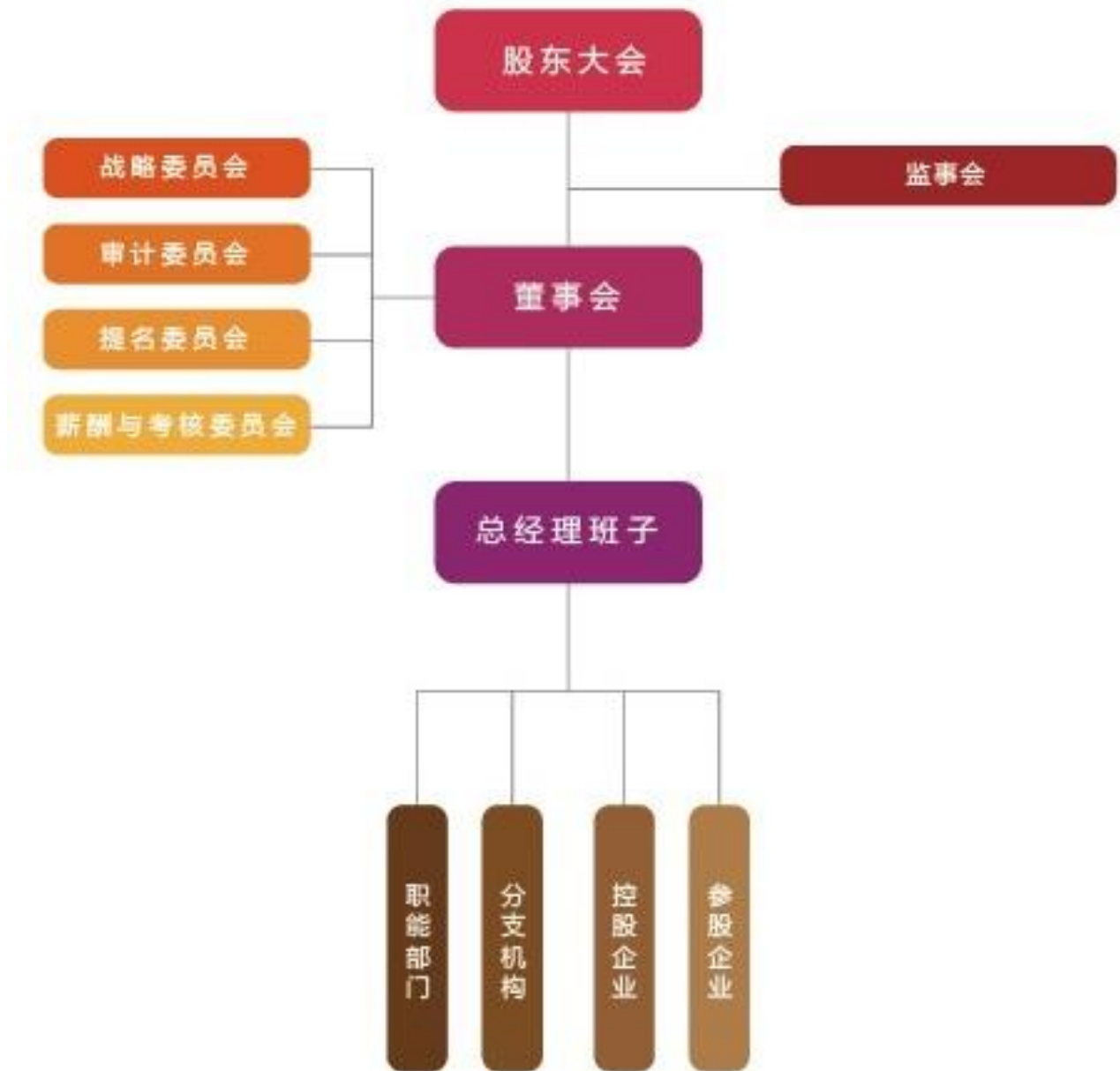
附一：华能国际电力股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



\*注：华能集团通过其全资附属公司中国华能集团香港有限公司间接持有尚华投资有限公司 100% 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。

\*\*注：华能集团直接持有本公司 10.23% 的权益，并通过其全资子公司中国华能集团香港有限公司间接持有本公司 3.11% 的权益，通过其全资子公司华能资本服务有限公司间接持有本公司 0.49% 的权益。

附二：华能国际电力股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



**附三：华能国际电力股份有限公司财务数据及主要指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	943,338.54	1,358,087.81	753,781.26
应收账款净额	1,480,679.03	1,559,072.06	1,439,961.12
存货净额	646,902.56	740,968.14	542,273.20
流动资产	3,352,372.54	3,997,977.62	3,188,659.07
长期投资	1,959,396.27	2,194,200.14	2,468,953.58
固定资产合计	18,254,047.23	21,350,464.25	21,869,692.99
总资产	26,027,485.31	30,088,085.67	29,972,972.26
短期债务	7,170,665.33	8,233,523.13	9,543,053.90
长期债务	8,435,620.74	9,472,094.84	7,819,261.11
总债务（短期债务+长期债务）	15,606,286.07	17,705,617.97	17,362,315.02
总负债	18,623,023.45	21,041,933.26	20,378,986.56
所有者权益（含少数股东权益）	7,404,461.86	9,046,152.41	9,593,985.70
营业总收入	13,383,287.47	14,002,669.04	12,890,487.25
三费前利润	2,992,397.43	3,444,637.89	3,622,584.83
投资收益	85,104.41	142,944.64	169,719.60
净利润	1,310,434.82	1,535,952.91	1,754,967.71
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	3,693,891.46	4,334,097.75	4,565,400.10
经营活动产生现金净流量	4,023,942.94	3,736,677.16	4,236,270.70
投资活动产生现金净流量	-1,905,425.02	-2,377,798.05	-3,379,806.03
筹资活动产生现金净流量	-2,224,008.82	-1,066,081.07	-1,414,065.87
现金及现金等价物净增加额	-116,371.44	286,960.14	-554,316.62
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	23.14	25.35	29.00
所有者权益收益率（%）	17.70	16.98	18.29
EBITDA/营业总收入（%）	27.60	30.95	35.42
速动比率（X）	0.28	0.29	0.22
经营活动净现金/总债务（X）	0.26	0.21	0.24
经营活动净现金/短期债务（X）	0.56	0.45	0.44
经营活动净现金/利息支出（X）	4.86	4.01	4.86
EBITDA 利息倍数（X）	4.46	4.65	5.24
总债务/EBITDA（X）	4.22	4.09	3.80
资产负债率（%）	71.55	69.93	67.99
总资本化比率（%）	67.82	66.18	64.41
长期资本化比率（%）	53.25	51.15	44.90

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**附四：华能国际电力开发公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	1,150,417.55	1,632,588.23	1,152,553.70
应收账款净额	1,591,967.55	1,637,042.77	1,525,836.93
存货净额	666,885.26	749,521.86	554,602.92
流动资产	3,733,838.50	4,445,143.80	3,744,522.06
长期投资	2,243,062.94	2,832,794.12	3,051,489.85
固定资产合计	19,958,071.45	23,039,809.08	23,949,523.85
总资产	28,441,231.19	32,899,088.53	33,241,888.99
短期债务	5,987,878.59	6,731,309.89	7,937,201.77
长期债务	9,387,614.24	10,371,983.26	8,892,264.29
总债务（短期债务+长期债务）	15,375,492.83	17,103,293.15	16,829,466.05
总负债	20,241,951.31	22,943,602.27	22,424,800.28
所有者权益（含少数股东权益）	8,199,279.88	9,955,486.26	10,817,088.71
营业总收入	14,044,555.19	14,346,103.78	13,227,452.52
三费前利润	3,151,430.81	3,559,702.93	3,727,024.93
投资收益	104,393.80	193,171.98	187,879.35
净利润	1,388,922.52	1,602,694.89	1,801,684.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	3,898,540.56	4,448,802.57	4,439,462.17
经营活动产生现金净流量	4,249,087.09	3,864,757.18	4,349,727.89
投资活动产生现金净流量	-2,137,180.62	-2,767,449.73	-3,695,033.84
筹资活动产生现金净流量	-2,155,429.98	-758,615.83	-1,088,023.44
现金及现金等价物净增加额	-54,404.15	332,853.74	-430,044.60
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	23.23	25.58	29.08
所有者权益收益率（%）	16.94	16.10	16.66
速动比率（X）	0.30	0.31	0.25
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.23	0.26
经营活动净现金/短期债务（X）	0.71	0.57	0.55
资产负债率（%）	71.17	69.74	67.46
总债务/总资本（%）	65.22	63.21	60.87
长期资本化比率（%）	53.38	51.02	45.12



**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

## 附六：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

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

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

### 主体信用评级等级符号及定义

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

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

### 评级展望的含义

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

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