

信用评级公告

联合〔2022〕7168号

联合资信评估股份有限公司通过对华能新能源股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华能新能源股份有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“20华能新能MTN004”“20华能新能MTN003”“20华能新能MTN002”“20华能新能MTN001”和“19华能新能MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十七日

华能新能源股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
华能新能源股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华能新能 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华能新能 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华能新能 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华能新能 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华能新能 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 华能新能 MTN004*	20 亿元	20 亿元	2023/11/20
20 华能新能 MTN003*	20 亿元	20 亿元	2023/11/04
20 华能新能 MTN002*	20 亿元	20 亿元	2023/10/26
20 华能新能 MTN001*	25 亿元	25 亿元	2023/06/22
19 华能新能 MTN001*	25 亿元	25 亿元	2022/12/23

注：1. 存续期债券中标注为*的债券为永续债，所列到期兑付日为首次赎回权行权日；2. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.1.202205
电力企业信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

评级观点

华能新能源股份有限公司（以下简称“公司”）作为中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）下属清洁能源发电业务的平台之一，在股东背景、行业前景、新能源发电装机规模等方面保持显著优势。跟踪期内，公司装机规模持续扩张；收入和利润规模增长，经营活动现金保持大规模净流入态势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到清洁能源发电上网政策调整、应收账款规模快速扩张对资金形成一定占用、整体债务负担重等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金净额和 EBITDA 对本报告所跟踪的债券本金余额保障能力很强。

未来，随着在建及拟建项目逐步建成投运，公司新能源发电装机规模和盈利能力有望持续提升，综合实力或将进一步增强。但较大规模的项目建设投入或将加重公司债务负担。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 华能新能 MTN004”“20 华能新能 MTN003”“20 华能新能 MTN002”“20 华能新能 MTN001”和“19 华能新能 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 行业前景佳；股东背景强，对公司支持力度大。**公司新能源发电装机规模大，新能源项目储备丰富，发展方向符合国家“碳达峰”“碳中和”的战略目标要求，行业前景佳。公司控股股东中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）是中国电力行业的龙头企业，曾为公司提供包括贷款担保在内的多项支持。
- 跟踪期内，公司装机规模持续扩张，新能源发电装机规模保持显著优势。**截至 2022 年 3 月底，公司风力发电设备装机容量为 14640.7 兆瓦，较 2020 年底增长 9.57%；光伏发电设备装机容量 2222.0 兆瓦，较 2020 年底增长 75.90%。
- 跟踪期内，公司收入规模增长，经营活动现金保持大规模净流入态势。**2021 年及 2022 年 1—3 月，公司分别

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：王皓 张葛

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

实现营业总收入 159.00 亿元和 46.02 亿元，同比分别增长 20.78% 和 2.75%；公司经营活动现金净额分别为 86.46 亿元和 18.34 亿元。

关注

1. 清洁能源发电上网政策调整，或对公司盈利能力造成一定影响。随着新能源发电平价上网政策的出台以及公司市场化交易电量占比的提升，2021 年及 2022 年 1-3 月，公司平均含税电价分别为 0.538 元/千瓦时和 0.539 元/千瓦时。
2. 公司应收账款规模快速扩张，对资金形成一定占用。截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 237.47 亿元，较上年底增长 61.24%，占资产总额的 19.11%。
3. 公司整体债务负担重。如将永续债调入长期债务，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务增至 863.76 亿元；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.65% 和 73.71%。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	38.06	45.12	49.50	47.41
资产总额（亿元）	955.20	1058.69	1242.95	1265.26
所有者权益（亿元）	333.23	374.48	399.27	417.72
短期债务（亿元）	262.32	255.26	311.60	320.48
长期债务（亿元）	290.23	348.61	424.97	433.61
全部债务（亿元）	552.54	603.87	736.57	754.08
营业总收入（亿元）	125.80	131.64	159.00	46.02
利润总额（亿元）	37.99	48.93	68.51	22.71
EBITDA（亿元）	99.71	110.68	142.03	--
经营性净现金流（亿元）	86.97	77.88	86.46	18.34
营业利润率（%）	53.87	53.77	54.75	60.65
净资产收益率（%）	9.59	11.04	14.87	--
资产负债率（%）	65.11	64.63	67.88	66.99
全部债务资本化比率（%）	62.38	61.72	64.85	64.35
流动比率（%）	55.52	63.05	78.13	85.09
经营现金流流动负债比（%）	27.26	23.81	22.38	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.18	0.16	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	4.47	4.91	5.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.54	5.46	5.19	--
项目	公司本部（母公司）			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	618.59	659.67	746.62	758.41
所有者权益（亿元）	275.67	315.31	314.33	311.44
全部债务（亿元）	301.09	335.76	413.72	435.93
营业总收入（亿元）	0.00	0.03	0.01	0.00
利润总额（亿元）	20.73	38.45	36.56	-0.31

资产负债率 (%)	55.44	52.20	57.90	58.94
全部债务资本化比率 (%)	52.20	51.57	56.83	58.33
流动比率 (%)	120.83	101.04	87.91	91.13
经营现金流动负债比 (%)	-0.71	-0.74	-0.37	--

注：1.公司 2022 年一季度财务数据未经审计；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.公司合并口径其他流动负债调整计入短期债务，长期应付款中融资租赁款调整计入长期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
2021 年跟踪评级报告	AAA	AAA	稳定	2021/06/28	牛文婧 王皓	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 华能新能 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/11/13	牛文婧 王皓 石梦遥	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 华能新能 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/10/23	牛文婧 王皓 石梦遥	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 华能新能 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/08/06	牛文婧 王皓 石梦遥	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 华能新能 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/04/28	牛文婧 石梦遥	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 华能新能 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/09/06	牛文婧 王皓 蔡伊静	电力企业信用评级方法/电力企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受华能新能源股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

华能新能源股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华能新能源股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是由原华能新能源产业控股有限公司（以下简称“新能源产业”）经重组改制设立的股份有限公司。2010年8月，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）《关于设立华能新能源股份有限公司的批复》（国资改革〔2010〕818号），由中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）及华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）作为联合发起人发起设立公司，总股本58亿股。华能集团及华能资本所持的股份分别占公司总股本的95%和5%。

经中国证监会《关于核准华能新能源股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可〔2010〕1558号文）批准，公司于2011年6月2日在香港联合交易所每股港币2.50元发行H股2485710000股，并于2011年6月10日在香港联合交易所上市。后经历次增发，截至2019年6月底，公司总股本为105.67亿股，华能集团直接持有公司总股本的49.77%，并通过全资子公司华能资本间接持股，合计持有公司总股本的52.39%，为公司的控股股东。

截至2020年3月18日，华能集团完成收购公司50.17亿股H股股份，占已发行股份的99.71%。截至2022年3月底，华能集团直接或间接持有公司99.86%股权，为公司控股股东。国务院国资委持有华能集团90.01%的股份，公司实际控制人为国务院国资委（股权结构图见附件1-1）。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。

截至2021年底，公司纳入合并范围子公司合计128家，内设14个职能部门。

截至2021年底，公司合并资产总额1242.95亿元，所有者权益399.27亿元（含少数股东权益9.59亿元）；2021年，公司实现营业总收入159.00亿元，利润总额68.51亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额1265.26亿元，所有者权益417.72亿元（含少数股东权益9.92亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入46.02亿元，利润总额22.71亿元。

公司注册地址：北京市海淀区复兴路甲23号10、11层；法定代表人：王力军。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表1 截至报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
20 华能新能 MTN004	20.00	20.00	2020/11/20	3+N (3)
20 华能新能 MTN003	20.00	20.00	2020/11/04	3+N (3)
20 华能新能 MTN002	20.00	20.00	2020/10/26	3+N (3)
20 华能新能 MTN001	25.00	25.00	2020/06/22	3+N (3)
19 华能新能 MTN001	25.00	25.00	2019/12/23	3+N (3)

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增

加,经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下,“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点,政策发力适当靠前,政策合力不断增强,政策效应逐渐显现。

经初步核算,2022年一季度,中国国内生产总值27.02万亿元,按不变价计算,同比增长4.80%,较上季度两年平均增速(5.19%)(为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率,

下同)有所回落;环比增长1.30%,高于上年同期(0.50%)但不及疫情前2019年水平(1.70%)。

三大产业中,第三产业受疫情影响较大。2022年一季度,第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%,工农业生产总体稳定,但3月受多地疫情大规模复发影响,部分企业出现减产停产,对一季度工业生产造成一定的拖累;第三产业增加值同比增速为4.00%,不及上年同期两年平均增速(4.57%)及疫情前2019年水平(7.20%),接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注: 1.GDP 数据为当季值,其他数据均为累计同比增速; 2.GDP 总额按现价计算,同比增速按不变价计算; 3.出口增速、进口增速均以美元计价统计; 4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值; 5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速; 6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源: 联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端,消费市场受到疫情冲击较大,固定资产投资增速处于相对高位,出口仍保持较高景气度。消费方面,2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元,同比增长3.27%,不及上年同期两年平均增速水平(4.14%),主要是3月疫情对消费,特别是餐饮等聚集型服务消费,造成了较大冲击。投资方面,2022年一季度全国固定资产投资(不含农户)10.49万亿元,同比增长9.30%,处于相对高位。其中,房地产开发投资继续探底;基建投资明显发力,体现了“稳增长”政策拉动投资的作用;制造业投资仍处高位,但3月边际回落。外贸方面,出

口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元,同比增长13.00%。其中,出口8209.20亿美元,同比增长15.80%;进口6579.80亿美元,同比增长9.60%;贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳, PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%,猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%,各月同比增速回落幅度有所收敛;PPI环比由降转升,上行动力增强,输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧

烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长

放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

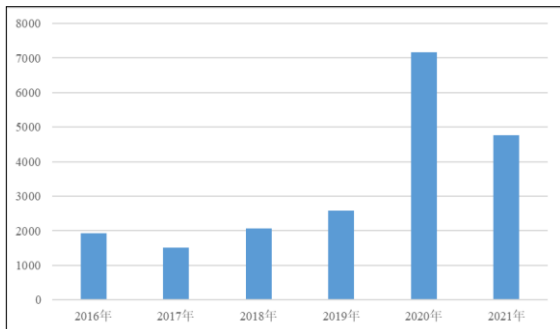
1. 行业概况

近年来，我国新能源发展迅速，国内风电在政策窗口期迎来一波抢装潮，2020年以来，我国风电装机规模出现大幅增长，未来随着碳中和等政策的推进，我国风电行业有望进入快速发展阶段。

截至2021年底，我国可再生能源发电装机容量达到10.63亿千瓦，占总发电装机容量的44.8%。其中，水电装机3.91亿千瓦（其中抽水蓄能0.36亿千瓦）、风电装机3.28亿千瓦、光伏发电装机3.06亿千瓦、生物质发电装机3798万千瓦，分别占全国总发电装机容量的16.5%、13.8%、12.9%和1.6%。非水可再生能源发电中，风力发电以其技术相对成熟、成本相对低廉的优势在近年来取得了高速发展。

2019—2021年，我国风电新增装机增速分别为20.9%、178.7%和14.5%，具体看，由于新增陆上风电于2021年实施新增机组平价上网的要求，引发了陆上风电抢装潮，2020年我国陆上风电装机规模同比增加7167万千瓦，其中仅12月单月新增装机量高达4705万千瓦；2021年以来，虽海上风电将于2022年实现平价上网，但建设难度较大导致增幅有限，致使全年风电新增装机容量有限，新增风电并网装机4757万千瓦，为“十三五”以来年投产第二多，其中陆上风电新增装机3067万千瓦、海上风电新增装机1690万千瓦；从新增装机分布看，中东部和南方地区占比约61%，“三北”地区占39%，风电开发布局进一步优化。截至2021年底，全国风电累计装机3.28亿千瓦，其中陆上风电累计装机3.02亿千瓦、海上风电累计装机2639万千瓦，海上风电装机跃居世界第一。

图1 近年来风电新增装机情况（单位：万千瓦）



资料来源：国家能源局

用电需求方面，受经济整体回暖、外贸出口拉动等因素影响，以及新冠肺炎疫情导致用电量增速低基数效应，2021年全年我国电力消费大幅回升，全社会用电量8.3万亿千瓦时，同比增长10.52%，较2019年同期增长14.7%；其中2021年一季度，全社会用电量同比增长21.2%。受能耗双控和坚决遏制“两高”项目盲目发展政策、同期基数抬升等因素影响，季度用电增速呈现“前高后底”态势。此外，全社会用电量保持平稳增长同时，电力消费结构正日益优化。第二产业用电比重逐步收缩，第一产业、第三产业比重略微扩大。随着乡村用电条件持续改善，高技术及装备制造业、充换电服务业、新兴服务业等

进一步快速发展和城乡居民生活水平的提高，用电结构将进一步向第一和第三产业倾斜。

发电机组运行方面，2021年，全国风电发电量6526亿千瓦时，同比增长40.5%；利用小时数2246小时，较上年增加149小时，其中利用小时数较高区域包括：福建省2836小时、蒙西区域2626小时、云南省2618小时。2021年，全国风电平均利用率96.9%，同比提升0.4个百分点；其中湖南、甘肃和新疆的风电利用率同比分别提升4.5、2.3和3.0个百分点，提升幅度明显。

2. 行业关注及政策调整

伴随电站开发成本的下降以及补贴退坡的逐步推进，风电上网电价逐年下调，2021年起已实现陆上风电平价上网。

（1）风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019年I~IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元；2020年分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018年之前核准，但2020年末前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年末前核准，但2021年末前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021年1月1日起，新核准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年调整为每千瓦时0.75元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对2018年末前已核准，且在2021年末前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022年及以后全部机组完成并网的风电项目，

执行并网年份的指导价。

(2) 可再生能源前期补贴连续性

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号，明确完善现行补贴方式及补贴退坡机制，并提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。2020年10月，三部委对该意见进行了补充通知，首次以文件形式正式明确了风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源发电项目的“全生命周期合理利用小时数”、补贴年限和补贴额度；并说明补贴到期退出后，绿证将成为增加项目收益的重要途径。

2019年1月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。2020年3月12日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单。

2021年6月7日，国家发改委发布《国家发展改革委关于2021年新能源上网电价政策有关事项的通知》，2021年起，对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网。

2022年4月8日，国家发改委价格司下发《关于2022年新建风电、光伏发电项目延续平价上网政策的函》，明确：2022年，对新核准陆上风

电项目、新备案集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目，延续平价上网政策，上网电价按当地燃煤发电基准价执行；新建项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价。

3. 行业展望

随着碳中和的持续推进，风电行业尤其是海上风电行业增长潜力巨大，未来发展前景良好。

当前，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。2021年10月26日，国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，方案明确：到2030年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。未来，风电产业将迎来更大的发展空间。

根据《中国“十四五”电力发展规划研究》，我国将主要在广东、江苏、福建、浙江、山东、辽宁和广西沿海等地区开发海上风电，重点开发7个大型海上风电基地，大型基地2035年和2050年总装机规模分别达到7100万千瓦和1.32亿千瓦。

2021年四季度开始，海上项目的密集投产使得行业对于年度海上风电并网容量的预测也由年中的8~10GW上升至年末的18~20GW。在平价压力与机遇下，我国海上风电产业表现出巨大的潜力

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，华能集团直接或间接持有公司99.86%股权，为公司控股股东。国务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司新能源装机规模持续扩张，规模优势明显，布局分散，有助于降低单一区域来风不足及区域消纳问题的影响。

公司是国内最早开发风电的专业化公司，目前已发展成为一家以开发运营新能源业务为主的大型综合性发电集团，在全国拥有多个风电场以及光伏、生物质、潮汐、地热和火电等发电项目，业务分布于中国32个省区市以及加拿大、南非、乌克兰等国家。截至2022年3月底，公司风力发电设备装机容量为14640.7兆瓦；光伏发电设备装机容量2222.0兆瓦。2021年及2022年1—3月，公司实现发电量分别为34970.45吉瓦时和10195.85吉瓦时。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：911100007109304482），截至2021年11月5日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生重大变化，主要管理制度连续；董事人员有所变动，员工学历构成能够满足公司经营需要。

跟踪期内，公司法人治理结构未发生重大

变化，主要管理制度连续。

2021年12月，因工作安排，戴新民、文明刚和刘玉杰辞去公司董事职务。2021年12月28日，公司召开2021年第二次临时股东大会，选举李喜德、高鹏里和王贵山为公司董事。截至2022年6月，公司董事会和监事会构成符合公司章程规定。

截至2021年底，公司共有员工1759人。其中，专科及以下学历的员工占13.53%、大学本科学历的员工占76.46%、硕士及以上学历的员工占10.01%，员工学历构成能够满足公司经营需要。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务突出，受发电量增长影响，收入规模同比增长；公司毛利率水平波动下降。

跟踪期内，公司保持以风力发电为主的新能源电力的生产和销售业务。

2021年，受公司装机规模扩大，发售电量增长影响，公司实现营业总收入159.00亿元，同比增长20.78%。其中，电力销售收入158.73亿元（占99.83%），同比增长20.69%，主业突出。

毛利率方面，2021年，公司电力销售收入毛利率55.81%，综合毛利率为55.80%，同比变化不大。

表3 2020-2021年及2022年1-3月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
电力销售收入	131.52	99.91	54.76	158.73	99.83	55.81	45.98	99.91	45.85
其他	0.12	0.09	98.60	0.27	0.17	48.21	0.04	0.09	25.00
合计	131.64	100.00	54.80	159.00	100.00	55.80	46.02	100.00	45.83

资料来源：公司提供

2022年1—3月，公司实现营业总收入46.02亿元，同比小幅增长2.75%；综合毛利率同比下降21.11个百分点至45.83%，主要系受风资源影响，公司风电设备利用小时数下降以及平均上网电价下降所致。

2. 风力发电业务

跟踪期内，公司风电装机规模持续扩张。其中，2021年公司风电设备利用小时数和发电量同比均有所增长；2022年一季度，受风资源影响，公司风电设备利用小时数同比有所下降。

公司的电力销售业务主要为风力发电业务。跟踪期内，公司总装机容量持续扩大，截至 2022 年 3 月底，公司风力发电设备装机容量为 14640.7 兆瓦。其中，四川、广西和福建等省份装机规模增长较为明显。

2021 年，公司风电设备加权平均利用小时数为 2351 小时，同比提升 31 小时，保持行业领先水平。2022 年 1—3 月，受风资源影响，公司风电设备平均利用小时数为 640 小时，同比下降 59 小时。

2021 年及 2022 年 1—3 月，公司风电发电量分别为 32669.93 吉瓦时和 9431.03 吉瓦时，同比分别增长 22.50% 和 2.17%。

从项目分布上看，截至 2022 年 3 月底，公司的风电项目主要分布在内蒙古（占 20.00%）、辽宁（占 11.17%）和四川（占 10.89%）等地区。从发电量规模上看，2021 年，内蒙古（占 22.25%）、辽宁（占 10.97%）及云南（占 10.08%）等省区域发电量规模较大。

表4 公司风电区域装机分布及运行情况

地区	装机容量（兆瓦）			发电量（吉瓦时）			平均利用小时数（小时）		
	2020 年	2021 年	2022 年 3 月底	2020 年	2021 年	2021 年 1—3 月	2020 年	2021 年	2021 年 1—3 月
内蒙古	2878.7	2928.7	2928.7	6001.53	7268.06	1905.10	2377	2394 蒙东 2775 蒙西	654 蒙东 644 蒙西
辽宁	1555.5	1611.5	1635.5	3043.00	3585.15	1037.74	2123	2317	659
山东	1224.5	1224.5	1224.5	1909.57	2574.85	586.36	1663	2103	479
山西	953.5	953.5	953.5	1529.79	2204.63	554.92	1891	2312	582
贵州	1025.4	1138.9	1138.9	2018.95	1912.69	573.04	2005	1823	526
云南	1016.8	1057.3	1057.3	3588.45	3292.89	1017.90	3529	3239	1001
广东	580.6	580.6	586.1	1057.21	1062.21	309.32	2104	1857	527
河北	953.5	1069.5	1069.5	1082.36	2268.49	621.56	2096	2453	592
新疆	447.5	447.5	447.5	1190.24	1251.43	268.27	2660	2796	599
上海	108.0	108.0	108.0	173.57	197.68	47.66	1607	1830	441
吉林	396.0	396.0	396.0	972.74	922.04	202.5	2456	2328	511
陕西	703.5	708.5	735.2	1095.11	1591.46	333.16	1961	2352	459
四川	966.0	1444.0	1594.0	1980.73	2647.37	1388.90	3016	2603	892
浙江	74.5	74.5	74.5	145.78	143.78	34.74	1957	1930	466
广西	269.9	439.9	439.9	781.26	1192.93	425.58	3751	2708	665
湖南	208.0	208.0	208.0	99.33	473.49	104.44	2315	2276	502
福建	--	43.6	43.6	--	80.79	19.83	--	1863	455
合计	13361.8	14434.5	14640.7	26669.63	32669.93	9431.03	2320	2351	640

注：公司只提供管理地区的数据，部分地区项目公司有所有权但不管理，此类地区的数据未能提供；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司风电销售及结算模式未发生变化。

3. 光伏发电业务

跟踪期内，公司光伏发电装机规模持续扩大；光伏发电设备利用小时数同比有所下降，发电量同比增长。

截至 2022 年 3 月底，公司光伏发电设备装机容量 2222.0 兆瓦，较 2020 年底增长 75.90%，

主要系河北地区装机容量快速增长所致。截至 2022 年 3 月底，公司光伏发电设备主要分布在青海（占 11.76%）、内蒙古（占 22.41%）、甘肃（占 6.75%）、河北（占 44.19%）等地区。

表5 公司光伏设备运行情况

（单位：吉瓦时、小时）

时间	发电量	平均利用小时数
2020 年	1496.15	1622
2021 年	2300.52	1527
2022 年 1—3 月	764.82	383

资料来源：公司提供

2021年及2022年1—3月，公司光伏发电设备利用小时数同比分别小幅下降5.86%和6.36%；受光伏发电装机容量增长带动，发电量同比分别增长53.76%和64.16%。

4. 电价情况

跟踪期内，随着新能源发电平价上网政策的出台以及公司市场化交易电量占比的提升，公司平均含税电价有所下降。

随着2021年新能源发电项目平价上网政策的出台以及公司市场化交易电量占比的提升，2020—2021年及2022年1—3月，公司平均含税电价分别为0.549元/千瓦时、0.538元/千瓦时和0.539元/千瓦时。

5. 经营效率

公司销售债权周转次数有待提升，整体经营效率一般。

2021年，受公司收入和应收款项规模扩大影响，销售债权周转次数较上年小幅下降至0.82次，总资产周转次数小幅增长至0.14次。与国内其他新能源发电集团相比，公司整体经营效率一般。

表6 2021年同行业公司经营效率对比情况

(单位: 次)

公司名称	销售债权周转次数	总资产周转次数
公司	0.82	0.14
龙源电力集团股份有限公司	1.53	0.20
中广核风电有限公司	0.94	0.12

数据来源: Wind、联合资信整理

6. 在建工程

公司在建及拟建项目均为新能源发电项目，建成后公司清洁能源装机规模将进一步扩张。公司在建项目后续待投入规模不大。公司拟建发电项目数量相对较多，随着拟建项目投入建设，或将加重公司债务负担。

截至2022年3月底，公司主要在建项目预计总投资106.48亿元，已完成投资90.82亿元，主要为清洁能源发电项目，预计建成后公司清洁能源装机规模将进一步扩张。考虑到公司已签订风电和光伏开发协议规模较大，未来或存在一

定资本支出压力。

表7 截至2021年底公司重点在建工程情况

(单位: 亿元)

项目	总投资额	已投资额	工程累计投入占比	资金来源
阿拉善风电项目	26.30	3.76	14.29	自有资金及贷款
宝力风电项目	10.50	7.37	70.16	自有资金及贷款
合计	36.80	11.13	30.23	--

资料来源: 公司提供

阿拉善风电项目经国家发改委批复同意，核准文件号(阿能源发字〔2019〕245号)，环评批复(阿环审〔2021〕18号)。该项目建设规模为400MW，安装122台单机容量3.3MW风电机组，建成后预计年等效利用小时数为3206小时，年上网电量125753万千瓦时。

宝力风电项目经国家发改委批复同意，核准文件号(铁发改能源〔2020〕203号)，环评批复(铁市环审函〔2021〕10号)。该项目建设规模为150MW，安装21台2.0MW风电机组及36台3.0MW风电机组，建成后预计年等效利用小时数为3132小时，年上网电量46985万千瓦时。

表8 截至2021年底公司拟建项目(单位: 亿元)

项目	总投资额	2022年计划投资	预计投产年份
元谋光伏	29.91	25.42	2022年
雄里坡光伏	5.37	4.57	2022年
宾川龙口光伏	8.13	6.91	2022年
布拖拖觉	6.60	5.61	2022年
布拖海博	4.25	3.61	2022年
合计	54.26	46.12	--

资料来源: 公司提供

截至2021年底，公司拟建项目如上表所示，拟建项目计划总投资额54.26亿元。其中，2022年预计投资46.12亿元。公司上述拟建项目均计划于2022年投产。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1—3月财务数据未经审计。

2021年,公司合并范围内新加27家公司,为新设公司或通过非同一控制下企业;注销1家子公司(华能富裕新能源发电有限公司)。2022年1-3月,公司合并范围增加12家子公司。公司合并范围变化较大,财务数据可比性一般。

截至2021年底,公司合并资产总额1242.95亿元,所有者权益399.27亿元(含少数股东权益9.59亿元);2021年,公司实现营业总收入159.00亿元,利润总额68.51亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额1265.26亿元,所有者权益417.72亿元(含少数股东权益9.92亿元);2022年1-3月,公司实现营

业总收入46.02亿元,利润总额22.71亿元。

2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模持续增长,非流动资产占比高,应收电费款和新能源补贴增加导致公司应收账款规模快速扩大,对资金形成一定占用;受限资产占比极低,整体资产质量良好。

截至2021年底,公司合并资产总额1242.95亿元,较上年底增长17.40%。其中,流动资产占24.28%,非流动资产占75.72%,资产结构较上年底变化不大。

表9 2020-2021年末及2022年3月末公司资产主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	206.25	19.48	301.83	24.28	322.08	25.46
货币资金	41.67	3.94	48.07	3.87	45.42	3.59
应收账款	147.28	13.91	237.47	19.11	259.85	20.54
非流动资产	852.43	80.52	941.11	75.72	943.18	74.54
固定资产	634.28	59.91	787.00	63.32	806.71	63.76
在建工程	160.30	15.14	71.30	5.74	58.29	4.61
资产总额	1058.69	100.00	1242.95	100.00	1265.26	100.00

注:2022年3月末,公司固定资产=固定资产+固定资产清理,在建工程=在建工程+工程物资
数据来源:公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底,流动资产301.83亿元,较上年底增长46.34%,主要系货币资金和应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占15.92%)和应收账款(占78.67%)构成。

截至2021年底,公司货币资金48.07亿元,较上年底增长15.35%,主要系经营活动和融资活动获现增加所致。其中,存于中国华能财务有限责任公司的货币资金41.48亿元(占86.31%)。截至2021年底,公司货币资金中有2.23亿元受限资金,受限比例为4.65%,主要为下属子公司存放于指定账户的土地复垦保证金。

截至2021年底,公司应收账款账面价值237.47亿元,较上年底增长61.24%,主要系公司售电量增加,应收电费和补贴款增长所致。从账龄看,账龄在1年以内(含1年)的应收账款为104.90亿元(占44.18%);账龄在1~2年的应收账款为68.08亿元(占28.67%);账龄在2~3年的应

收账款为57.17亿元(占24.08%),综合账龄较长。其中,账龄超过1年的应收账款主要为应收电费中的可再生能源电价附加补贴部分。公司大部分运营项目已列入可再生能源电价附加目录,还有部分项目处于申请批复的过程中,公司认为上述项目将会适时取得批复,由于过往并无实际信用损失且该可再生能源电价附加由政府资助,该类应收账款无重大预期信用损失,公司对应收账款未计提坏账准备。公司应收账款前五大欠款方合计金额为123.30亿元,占比为51.92%,全部为应收电费款,集中度较高,但回收风险小。

(2) 非流动资产

截至2021年底,公司非流动资产941.11亿元,较上年底增长10.40%,主要由固定资产(占83.62%)和在建工程(占7.58%)构成。

截至2021年底,公司固定资产787.00亿元,较上年底增长24.08%,主要系公司在建工程建

成转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占13.98%）和发电及相关设备（占84.51%）构成，累计计提折旧345.49亿元；固定资产成新率69.39%，成新率较高。

截至2021年底，公司在建工程71.30亿元，较上年底下降55.52%，主要系部分在建工程建成转入固定资产所致。

截至2021年底，公司受限资产合计28.61亿元，占期末资产总额的2.30%，资产受限比例很低。

截至2022年3月底，公司合并资产总额1265.26亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占25.46%，非流动资产占74.54%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性一般。

截至2021年底，公司所有者权益399.27亿元，较上年底增长6.62%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.60%，少数股东权益占比为2.40%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占26.46%、9.18%、27.48%和29.26%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年3月底，公司所有者权益417.72亿元，较上年底增长4.62%，构成较上年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，受装机规模扩张以及在建项目持续投入影响，公司负债规模有所增长，负债结构较为均衡；债务以长期债务为主，结构较合理。考虑到计入权益的永续债务，公司整体债务负担重。

截至2021年底，公司负债总额843.67亿元，较上年底大幅增长23.31%。其中，流动负债占45.79%，非流动负债占54.21%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司流动负债386.30亿元，较上年底增长18.09%，主要系短期借款和其它流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占65.04%）、其他应付款（占17.21%）和一年内到期的非流动负债（占12.88%）构成。

截至2021年底，公司短期借款251.25亿元，较上年底大幅增长25.31%，主要系公司经营规模扩大，资金需求增加所致。公司短期借款全部为信用借款。

截至2021年底，公司其他应付款66.50亿元，较上年底增长3.52%，主要为应付工程设备款及质保金61.97亿元（占93.19%）。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债49.77亿元，较上年底下降4.28%，主要为一年内到期的账期借款48.29亿元（占99.01%）。

截至2021年底，公司新增其它流动负债10.04亿元，由公司发行的超短期融资券10.03亿元及待转销项税0.01亿元构成。

截至2021年底，公司非流动负债457.37亿元，较上年底大幅增长28.08%，主要系长期借款和其它非流动负债增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占91.36%）和其他流动负债（占4.19%）构成。

截至2021年底，公司长期借款417.85亿元，较上年底增长23.12%，主要系公司在建项目持续投入，资金需求增加所致；长期借款主要为信用借款。

截至2021年底，公司其它非流动负债19.18亿元，较上年底增加19.16亿元，主要系新增应收账款保理融资款所致。

截至2021年底，公司全部债务736.57亿元，较上年底增长21.97%。其中，短期债务占42.30%，长期债务占57.70%，分别较上年底增长22.07%和21.90%。从债务指标来看，截至2021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67.88%、64.85%和51.56%，较上年底分别提高3.25个百分点、3.12个百分点和3.35个百分点。

截至2022年3月底，公司负债总额847.54亿元，规模和结构均较上年底变化不大。

截至2022年3月底，公司全部债务754.08亿元，较上年底增长2.38%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占42.50%，长期债务占57.50%。从债务指标来看，截至2022年3月底，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66.99%、64.35%和50.93%，较上年底分别下降0.89个百分点、0.50个百分点和0.63个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2022年3月底，公司全部债务增至863.76亿元。债务结构方面，短期债务320.48亿元（占37.10%）、长期债务543.28亿元（占62.90%）。从债务指标看，截至2022年3月底，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75.65%、73.71%和63.82%，较调整前分别上升8.67个百分点、9.36个百分点和12.88个百分点。公司债务负担重。

截至报告出具日，公司存续债券本金余额合计130.00亿元。其中，于2023年到期的债券本金余额85.00亿元。

表10 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额(亿元)
22 华能新能 SCP001	2022/09/08	10.00
22 华能新能 SCP002	2022/12/07	10.00
19 华能新能 MTN001*	2022/12/23	25.00
20 华能新能 MTN001*	2023/06/22	25.00
20 华能新能 MTN002*	2023/10/26	20.00
20 华能新能 MTN003*	2023/11/04	20.00
20 华能新能 MTN004*	2023/11/20	20.00
合计	--	130.00

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日
资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021年，公司收入及利润规模同比均有所增长；费用控制能力有所提升，但对利润仍有所侵蚀；盈利能力指标表现同比有所提高，处于行业较好水平。2022年一季度，公司收入同比小幅增长，利润规模同比有所下降。

2021年，公司实现营业总收入159.00亿元，同比增长20.78%，主要系发售电量增长所致；营业成本70.28亿元，同比增长18.11%；营业利润率为54.75%，同比变化不大。2021年，公

司实现利润总额68.51亿元，同比增长40.02%。

2021年，公司费用总额为25.73亿元，同比增长7.02%，主要系财务费用增长所致。从构成看，公司管理费用、研发费用和财务费用占比分别为4.39%、6.86%和88.74%。其中，管理费用为1.13亿元，同比下降47.33%，主要系公司优化内部管理，严格控制各项开支所致；研发费用为1.77亿元，同比增长112.86%，主要系研发投入增长所致；财务费用为22.83亿元，同比增长8.38%，主要系债务规模增长所致。2021年，公司期间费用率为16.18%，同比下降2.08个百分点，费用控制能力有所提升，但对利润仍有所侵蚀。

2021年，公司实现其他收益4.64亿元，同比增长25.61%，主要由增值税50%即征即退收入4.53亿元（占97.54%）构成；其他收益占营业利润比重为7.01%。同期，公司营业外收入2.34亿元，同比增长144.76%，主要由赔偿金收入2.17亿元（占92.80%）构成；营业外收入占利润总额比重为3.42%。公司非经常性损益对利润影响不大。

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为7.28%和14.87%，同比分别提高1.11个百分点和3.83个百分点。

与所选公司比较，公司各项盈利能力指标均处于较好水平。

表11 2021年同行业公司盈利情况对比

公司	营业利润率(%)	总资本收益率(%)	净资产收益率(%)
公司	54.75	7.28	14.87
龙源电力集团股份有限公司	34.02	6.01	9.99
中广核风电有限公司	51.81	4.34	5.53

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022年1—3月，公司实现营业总收入46.02亿元，同比增长2.75%；营业成本17.68亿元，同比增长19.38%；实现利润总额22.71亿元，同比下降11.35%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金保持较大规模净流入状态，但收入实现质量较差；受在建

项目持续投入量，投资活动现金流保持净流出态势，经营活动获取现金无法覆盖投资活动支出缺口，公司融资需求较大。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	114.77	128.49	31.00
经营活动现金流出小计	36.89	42.03	12.66
经营活动现金流量净额	77.88	86.46	18.34
投资活动现金流入小计	1.38	2.52	0.62
投资活动现金流出小计	107.38	137.67	31.86
投资活动现金流量净额	-106.00	-135.15	-31.24
筹资活动前现金流量净额	-28.12	-48.69	-12.90
筹资活动现金流入小计	649.32	418.58	141.02
筹资活动现金流出小计	615.30	364.55	130.77
筹资活动现金流量净额	34.03	54.03	10.25
现金收入比	82.59	75.93	63.76

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入量同比增长11.95%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出量42.03亿元，同比增长13.94%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金以及支付的各项税费。2021年，公司经营活动现金净流入量同比增长11.01%。2021年，公司现金收入比为75.93%，同比下降6.66个百分点，收入实现质量较差。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入量同比增长83.27%，主要系在建项目试运行收入增加导致收到其他与投资活动有关的现金增长所致；投资活动现金流出量同比增长28.21%，主要系在建项目持续投入所致。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金113.09亿元，同比增长6.36%。2021年，公司投资活动现金净流出量同比增长27.49%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-48.69亿元，同比增长73.12%。公司在建项目保持较大规模投资支出，经营活动获现难以满足投资支出需求，融资需求较大。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量和流出量同比分别下降35.54%和40.75%，主要系取得和偿还借款的现金减少所

致。2021年，公司筹资活动现金净流入量同比增长58.78%。

2022年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额18.34亿元；投资活动产生的现金流量净额-31.24亿元；筹资活动产生的现金流量净额为10.25亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司偿债能力指标整体表现一般，但考虑到未使用授信规模较大，间接融资渠道畅通，公司实际偿债能力强于指标表现。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	63.05	78.13
	速动比率（%）	62.97	78.05
	经营现金/流动负债（%）	23.81	22.38
	经营现金/短期债务（倍）	0.31	0.28
	现金类资产/短期债务（倍）	0.18	0.16
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	110.68	142.03
	全部债务/EBITDA（倍）	5.46	5.19
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	0.12
	EBITDA/利息支出（倍）	4.91	5.65
	经营现金/利息支出（倍）	3.45	3.44

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率均较上年底 15.08 个百分点。截至 2022 年 3 月底，上述指标分别提高至 85.09%和 84.99%，流动资产对流动负债的保障程度有所提升。2021 年，受流动负债和短期债务增长影响，公司经营现金/流动负债和经营现金/短期债务同比均小幅下降。截至 2021 年底，公司现金短期债务比由下降至 0.16 倍，现金类资产对短期债务的保障程度很低。整体看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

2021 年，公司 EBITDA 为 142.03 亿元，同比增长 28.32%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 34.63%）、计入财务费用的利息支出（占 16.44%）、利润总额（占 48.23%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数提高至 5.65 倍；公司全部债务/EBITDA 下降至 5.19 倍，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度同比均有所提高；

经营现金/全部债务和经营现金/利息支出同比均小幅下降。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现一般。

截至2022年3月底，公司无对外担保，无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司共计获得银行授信额度1213.49亿元，未使用授信726.75亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

跟踪期内，母公司资产规模有所扩张，资产流动性一般；所有者权益稳定性一般，经营活动和投资活动现金流持续净流出，融资压力较大。考虑到计入权益的永续债务，母公司整体债务负担重。母公司主要职能为控股平台，收入规模小，利润主要来自投资收益。

截至2021年底，母公司资产总额746.62亿元，较上年底增长13.18%。其中，流动资产252.17亿元（占33.78%），非流动资产494.45亿元（占66.22%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占13.00%）和其他应收款（占86.21%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占59.09%）和其他非流动资产（占39.60%）。截至2021年底，母公司货币资金为32.79亿元。

截至2021年底，母公司所有者权益为314.33亿元，较上年底变化不大。其中，实收资本为105.67亿元（占33.62%）、其他权益工具109.71亿元（占34.90%）、资本公积合计50.22亿元（占15.98%）、未分配利润合计28.19亿元（占8.97%）、盈余公积合计18.99亿元（占6.04%），权益稳定性一般。

截至2021年底，母公司负债总额432.29亿元，较上年底增长25.54%。其中，流动负债286.85亿元（占66.36%），非流动负债145.44亿元（占33.64%）。从构成看，截至2021年底，母公司流动负债主要由短期借款（占87.59%）和一年内到期的非流动负债（占5.94%）构成；非流动负债主要由长期借款（占100.00%）构成。截至2021年底，母公司资产负债率为57.90%，较上年底提高5.70个百分点。截至2021年底，母公司全部债务413.72亿元。其中，短期债务268.28亿元（占

64.85%），长期债务145.44亿元（占35.15%）；全部债务资本化比率56.83%。如将永续债调入长期债务，截至2021年底，母公司全部债务增至523.42亿元，全部债务资本化比率增至71.89%，债务负担重。

2021年，母公司营业总收入为0.01亿元，利润总额为36.56亿元，主要来源于母公司投资收益40.73亿元。

现金流方面，2021年母公司经营活动现金流净额为-1.05亿元，投资活动现金流净额-34.69亿元，筹资活动现金流净额47.15亿元，融资压力较大。

截至2022年3月底，母公司资产总额758.41亿元，所有者权益为311.44亿元，负债总额446.97亿元；母公司资产负债率58.94%。2022年1—3月，母公司营业总收入0.93万元，利润总额-0.31亿元，投资收益0.93亿元。2022年1—3月，母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为-0.48亿元、-12.05亿元和33.47亿元。

十、外部支持

公司控股股东综合实力极强，对公司支持力度大。

公司控股股东华能集团是中国核心电力集团企业之一，行业地位极高，在业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面具有显著优势。截至2021年底，华能集团在中国三十一个省、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20592万千瓦，煤炭产能8770万吨/年。2021年，华能集团完成国内发电量7745亿千瓦时，占当年中国全口径发电量的9.24%。

截至2021年底，华能集团资产总额13398.77亿元，所有者权益3652.21亿元；2021年，华能集团实现营业总收入3855.32亿元，利润总额133.25亿元。

华能集团资产规模大，整体经营状况良好，业务涉及电力能源、金融、交通运输、对外投资等，综合实力雄厚。华能集团曾为公司提供包括贷款担保在内的多项支持措施。

十一、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量、经营活动现金净额和 EBITDA 对本报告所跟踪的债券本金余额保障能力很强。

如将永续债调入长期债务，截至2022年3月底，公司长期债务增至543.28亿元。公司经营活动现金流入量、经营活动现金净额和 EBITDA 对长期债务保障能力一般，对本报告所跟踪的债券本金余额保障能力很强。

表 14 公司长期债务及债券偿还能力指标

项目	2022.年 3 月底
长期债务* (亿元)	543.28
经营现金流入/长期债务 (倍)	0.24
经营现金/长期债务 (倍)	0.16
长期债务/EBITDA (倍)	3.83
本报告所跟踪的债券本金余额 (亿元)	110.00
经营现金流入/本报告所跟踪的债券本金余额 (倍)	11.68
经营现金/本报告所跟踪的债券本金余额 (倍)	7.86
本报告所跟踪的债券本金余额/EBITDA (倍)	0.08

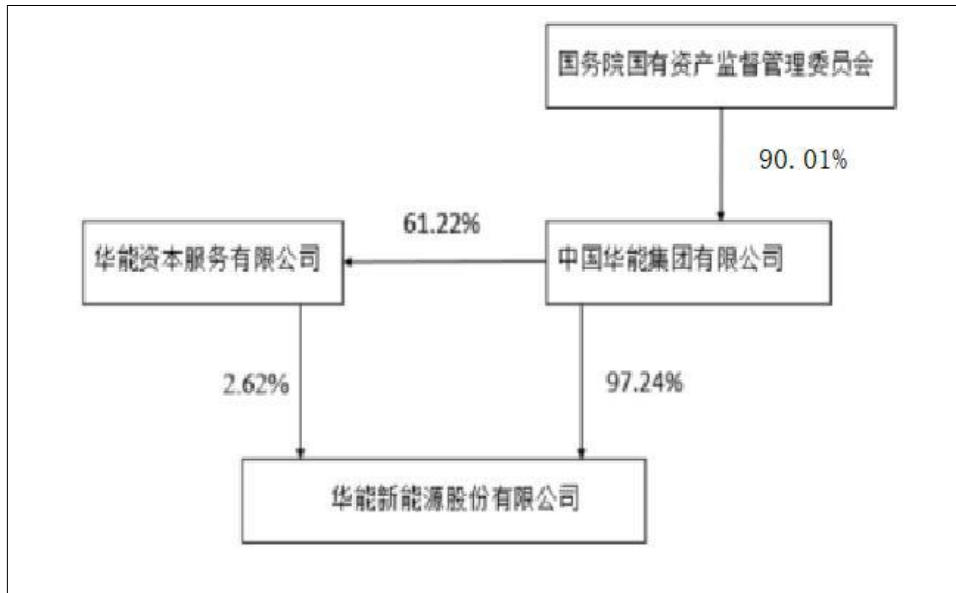
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2021 年数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

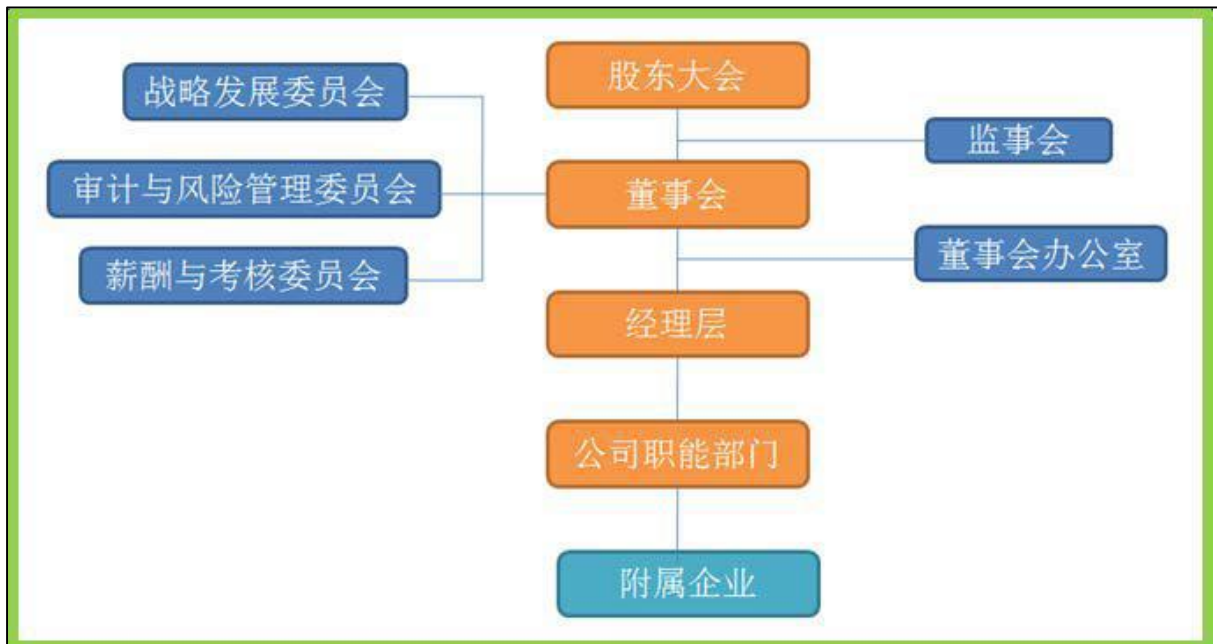
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“20华能新能MTN004”“20华能新能MTN003”“20华能新能MTN002”“20华能新能MTN001”和“19华能新能MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年公司部分主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	华能汕头南澳风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	60%	84%
2	华能汕头风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	50%	100%
3	华能中电长岛风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	100%
4	华能中电威海风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	100%
5	华能荣成风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
6	华能寿光风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	55%
7	华能昌邑风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
8	华能潍坊滨海风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
9	华能利津风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
10	华能东营河口风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
11	华能乐亭风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	100%
12	华能承德风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
13	华能港灯大理风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	55%	100%
14	华能阜新风力发电有限责任公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
15	华能盘锦风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	53%	53%
16	华能锦州风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
17	华能通辽风力发电有限公司	风电生产、销售、风力设备检修及相关业务	100%	100%
18	华能呼伦贝尔风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	51%	100%
19	华能包头风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
20	华能呼和浩特风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
21	华能阳江风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
22	华能即墨风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
23	华能新疆三塘湖风力发电有限责任公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
24	华能威宁风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
25	华能新能源上海发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
26	华能铁岭风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	75%	75%
27	华能天镇风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
28	华能赫章风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
29	华能铁岭大兴风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	75%	75%
30	华能白城风力发电有限公司	风电及太阳能生产销售及相关业务	100%	100%
31	华能烟台风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
32	华能大理风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
33	华能潍坊风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
34	华能盖州风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%
35	华能饶平风力发电有限公司	风电生产、销售及相关业务	100%	100%

资料来源：公司财务报告

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	38.06	45.12	49.50	47.41
资产总额 (亿元)	955.20	1058.69	1242.95	1265.26
所有者权益 (亿元)	333.23	374.48	399.27	417.72
短期债务 (亿元)	262.32	255.26	311.60	320.48
长期债务 (亿元)	290.23	348.61	424.97	433.61
全部债务 (亿元)	552.54	603.87	736.57	754.08
营业总收入 (亿元)	125.80	131.64	159.00	46.02
利润总额 (亿元)	37.99	48.93	68.51	22.71
EBITDA (亿元)	99.71	110.68	142.03	--
经营性净现金流 (亿元)	86.97	77.88	86.46	18.34
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.10	0.94	0.82	--
存货周转次数 (次)	132.27	173.87	231.05	--
总资产周转次数 (次)	0.14	0.13	0.14	--
现金收入比 (%)	91.07	82.59	75.93	63.76
营业利润率 (%)	53.87	53.77	54.75	60.65
总资本收益率 (%)	5.94	6.17	7.28	--
净资产收益率 (%)	9.59	11.04	14.87	--
长期债务资本化比率 (%)	46.55	48.21	51.56	50.93
全部债务资本化比率 (%)	62.38	61.72	64.85	64.35
资产负债率 (%)	65.11	64.63	67.88	66.99
流动比率 (%)	55.52	63.05	78.13	85.09
速动比率 (%)	55.39	62.97	78.05	84.99
经营现金流动负债比 (%)	27.26	23.81	22.38	--
现金短期债务比 (倍)	0.15	0.18	0.16	0.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.47	4.91	5.65	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.54	5.46	5.19	--

注: 1.公司 2022 年一季度财务数据未经审计; 2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3.公司合并口径其他流动负债调整计入短期债务

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	22.03	21.37	32.79	28.06
资产总额 (亿元)	618.59	659.67	746.62	758.41
所有者权益 (亿元)	275.67	315.31	314.33	311.44
短期债务 (亿元)	195.53	226.95	268.28	268.14
长期债务 (亿元)	105.56	108.81	145.44	167.79
全部债务 (亿元)	301.09	335.76	413.72	435.93
营业总收入 (亿元)	0.00	0.03	0.01	0.00
利润总额 (亿元)	20.73	38.45	36.56	-0.31
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.68	-1.75	-1.05	-0.48
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	/	/	/	--
存货周转次数 (次)	/	/	/	--
总资产周转次数 (次)	/	/	/	--
现金收入比 (%)	/	0.00	0.00	100.00
营业利润率 (%)	/	56.66	-124.08	*
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	7.52	12.19	11.63	--
长期债务资本化比率 (%)	27.69	25.66	31.63	35.01
全部债务资本化比率 (%)	52.20	51.57	56.83	58.33
资产负债率 (%)	55.44	52.20	57.90	58.94
流动比率 (%)	120.83	101.04	87.91	91.13
速动比率 (%)	120.83	101.04	87.91	91.13
经营现金流动负债比 (%)	-0.71	-0.74	-0.37	--
现金短期债务比 (倍)	0.11	0.09	0.12	0.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 母公司 2022 年一季度财务数据未经审计; 2. “*” 代表数据过大或过小, 不具备参考意义; “/” 代表未获取数据

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持