

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2026】0047号

华电国际电力股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“23华电股 MTN007B”、“23华电股 MTN008B”、“23华电股 MTN009”和“23华电股 MTN010”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“23华电股 MTN007B”、“23华电股 MTN008B”、“23华电股 MTN009”和“23华电股 MTN010”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二六年六月二日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

- 1.本次评级为委托评级。东方金诚及本次评级人员与委托方、受评对象不存在任何影响本次评级行为独立性的关联关系，并依据相关法律法规、监管规定、公司评级流程及评级标准做出独立判断，未受任何机构或个人的干预和影响。
- 2.本报告所引用资料及外部专业意见的合法性、真实性、准确性、完整性由资料及外部专业意见的提供方和/或发布方负责，东方金诚引用资料及外部专业意见不应视为东方金诚对该资料及外部专业意见合法性、真实性、准确性及完整性做出了任何形式的保证，也不承担该资料及外部专业意见导致的任何责任。
- 3.本报告所含评级结论及相关分析为东方金诚基于相关信息和资料对受评对象信用状况所发表的预测性观点，而非对受评对象的事实陈述或鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在一定局限性。
- 4.本报告所含评级结论及相关分析仅为东方金诚对受评对象信用状况的个体意见，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。东方金诚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，亦不对评级委托方、受评对象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。
- 5.本次债项评级结果原则上自本报告出具之日起在债项剩余存续期内有效，东方金诚有权另行发布跟踪评级结果或评级结果变更公告（调整、撤销、终止等）。
- 6.本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，未经东方金诚书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。东方金诚对本报告未经授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任并保留追偿权利。
- 7.本报告知识产权归东方金诚所有。未经东方金诚书面授权，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。
- 8.任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明所列全部条款。

东方金诚国际信用评估有限公司

2026年6月2日

华电国际电力股份有限公司 主体及相关债项 2026 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果 ¹	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2026/6/2	AAA/稳定	董帆	侯颖

债项信息			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
23 华电股 MTN007B	AAA	AAA	企业规模	控股装机容量	15.00	15.00
23 华电股 MTN008B	AAA	AAA		发电量	15.00	15.00
23 华电股 MTN009	AAA	AAA		营业收入	10.00	10.00
23 华电股 MTN010	AAA	AAA	电力资产质量及结构	电力资产质量	10.00	8.00
				清洁能源装机占比	5.00	3.34
			成本控制及盈利能力	综合毛利率	5.00	2.54
				总资产收益率	5.00	3.04
			债务率及保障程度	资产负债率	10.00	8.47
				经营现金流动负债比率	12.50	8.15
				EBITDA 利息倍数	12.50	12.50
注：相关债项信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			调整因素		无	
			个体信用状况		aaa	
			外部支持		+0	
			评级模型结果		AAA	
			注 1：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异			
			注 2：由于 2025 年公司盈利及现金流表现进一步增强，公司 bca 级别由 aa+ 变为 aaa			

评级观点

东方金诚认为，公司为华电集团常规能源发电资产的整合平台，并作为 A 股上市公司，其发电设备装机规模优势明显，在电力生产市场具有很强的竞争优势，整体盈利能力很强，现金流表现良好，且能够获得的外部支持作用较强。同时，东方金诚也关注到，公司面临一定的资本支出压力，实际债务率水平较高，面临一定的集中偿债压力。综合分析，公司的主体信用风险极低，偿债能力极强，相关债项到期不能偿还的风险极低。

同业比较

项目	华电国际电力股份有限公司	大唐国际发电股份有限公司	中国电力国际发展有限公司	华能国际电力股份有限公司
控股装机容量（万千瓦）	7792.43	8619.21	5475.37	15586.9
发电量（亿千瓦时）	2622.70	2889.55	1263.33*	4631.14
营业收入（亿元）	1260.13	1212.55	529.55	2292.88
综合毛利率（%）	11.44	19.08	34.55	18.45
净利润（亿元）	82.17	100.23	59.18	195.05
总资产收益率（%）	3.11	3.01	1.61	3.19
资产负债率（%）	61.36	70.15	67.89	65.26
经营现金流动负债比（%）	31.46	36.47	20.08	38.46
EBITDA 利息倍数（倍）	8.37	7.03	-	-

注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，数据来自各企业公开披露的 2025 年数据，其中*为售电量数据，东方金诚整理。

¹ 该主体信用等级及评级展望在 2027 年 6 月 1 日内有效，期间如有评级调整则以最新调整为准

主要指标及数据

公司营业收入构成（单位：亿元）



公司全部债务结构（单位：亿元）



主要数据和指标

项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
控股装机容量（万千瓦）	5844.98	5981.86	7792.43	-
发电量（亿千瓦时）	2237.95	2226.26	2622.70	590.16
资产总额（亿元）	2230.36	2238.75	2642.31	2598.61
所有者权益（亿元）	833.80	860.78	1020.88	1047.05
全部债务（亿元）	1184.36	1178.35	1395.20	-
综合毛利率（%）	6.43	8.78	11.44	12.63
净利润（亿元）	48.08	68.36	82.17	24.64
总资产收益率（%）	2.16	3.05	3.11	-
资产负债率（%）	62.62	61.55	61.36	59.71
流动比率（%）	45.23	44.66	37.81	37.10
经营现金流动负债比率（%）	20.97	25.08	31.46	-
EBITDA 利息倍数（倍）	5.25	6.93	8.37	-
全部债务/EBITDA（倍）	5.96	5.17	5.13	-

注：表中数据来源于公司2023年~2025年审计报告及2026年1~3月合并财务报表（未经审计）所披露的期末（本期）数据

优势

- 跟踪期内，公司作为A股上市公司，其发电设备装机规模增长较为显著，装机结构仍以大容量和高效率火电机组为主，同时电力资产区域分布较为多样，在电力生产市场仍具有很强的竞争优势；
- 受益于煤炭价格的持续下行，公司净利润同比增幅较大，整体盈利能力很强；
- 公司经营活动净流入金额持续增长，总现金流表现良好；
- 公司为中国华电集团有限公司常规能源发电资产的整合平台，主营业务与其契合度很高，预计能够获得的外部支持作用较强。

关注

- 公司在建电源项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力；
- 公司实际债务率水平较高，短期债务占比较大，持续面临一定的集中偿债压力。

评级展望

预计我国电力行业运行总体将保持稳定，公司业务发展稳定，财务表现稳健，对债务偿还具有极强的保障能力，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《电力企业信用评级方法及模型（RTFU004202403）》

历史评级信息

债项简称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
23 华电股 MTN010	AAA/稳定	AAA	2025/06/05	董帆 侯颖	《电力企业信用评级方法及模型（RTFU004202403）》	阅读原文
18 华电股 MTN001	AAA/稳定	AAA	2018/09/12	张伟 唐骊	《东方金诚电力企业信用评级方法》	阅读原文

注：以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	期限	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
23 华电股 MTN007B	2025/06/05	10 亿元	3 (3+N)	-	-
23 华电股 MTN008B	2025/06/05	10 亿元	3 (3+N)	-	-
23 华电股 MTN009	2025/06/05	15 亿元	3 (3+N)	-	-
23 华电股 MTN010	2025/06/05	20 亿元	3 (3+N)	-	-

跟踪评级说明

根据相关监管要求及华电国际电力股份有限公司（以下简称“华电国际”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

华电国际前身为山东国际电源开发股份有限公司，成立于1994年6月。2025年，公司通过资产重组进一步扩大业务规模：一方面，2025年6月，公司以发行A股方式向控股股东中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）购买其持有的华电江苏能源有限公司80%股权，发行价格为5.05元/股，发行数量为6.79亿股；另一方面，公司以支付现金方式向福建华电福瑞能源发展有限公司收购其持有的上海华电福新能源有限公司51%股权、上海华电闵行能源有限公司100%股权、广州大学城华电新能源有限公司55.0007%股权、华电福新广州能源有限公司55%股权、华电福新江门能源有限公司70%股权、华电福新清远能源有限公司100%股权，向中国华电集团北京能源有限公司收购其持有的中国华电集团贵港发电有限公司100%股权。

同年8月，公司向诺德基金管理有限公司等15名对象发行A股募集配套资金，发行价格为4.86元/股，发行数量为7.05亿股，募集资金总额34.28亿元，用于华电望亭扩建项目及支付现金对价等。截至2025年末，公司总股本为116.12亿股（其中A股98.95亿股、H股17.17亿股），华电集团合计持股45.63%，仍为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）仍为公司实际控制人。

公司为华电集团常规能源发电资产的整合平台，主要从事发电及供热等业务。截至2025年末，公司控股装机容量合计7792.43万千瓦，其中燃煤机组5438.00万千瓦，其他主要为燃气发电和水力发电等；2025年，公司完成发电量2622.70亿千瓦时。

跟踪期内，公司收购8家子公司，新设10家子公司。截至2025年末，公司纳入合并报表范围子公司共有98家。

债项本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，华电国际发行的“23华电股MTN007B”、“23华电股MTN008B”、“23华电股MTN009”和“23华电股MTN010”均已按时付息，募集资金均已使用完毕。

个体信用状况

宏观经济与政策环境

受出口高增、投资止跌回升带动，一季度经济增长动能增强，物价水平偏低局面也在改善

2026年一季度GDP同比增长5.0%，增速较上季度回升0.5个百分点。主要原因是在外需偏强，以及国内制造业转型升级效应显现，推动芯片、新能源汽车等高新技术产品出口高增带动下，当季出口增速明显加快，以美元计价同比增长14.7%，显著高于去年四季度的3.8%。这是一季度工业生产同比增长6.1%，增速比上季度加快1.1个百分点的主要原因。另外，一季度在基建投资快速增长带动下，固定资产投资同比增长1.7%，扭转了去年四季度较大幅度负增长

的态势，也对一季度 GDP 增速加快起到了一定推动作用。最后，在反内卷及外部输入性通胀综合作用下，一季度物价水平偏低状况也有明显改善，衡量宏观经济整体物价水平的 GDP 平减指数同比降幅由去年四季度的-0.65%收窄至-0.06%，二季度将会转正。需要强调的是，一季度高技术制造业增加值同比增长 12.5%，比去年全年增速加快 3.1 个百分点，明显领先整体工业生产增速，显示新质生产力领域快速发展对经济增长的拉动力在进一步增强。

值得注意的是，一季度在出口大幅提速的同时，宏观经济呈现一定程度的“外强内弱”特征，国内投资、消费增速仍然偏低。背后是房地产市场继续处于调整状态，有效需求不足的局面有待进一步破解。展望二季度，GDP 增速有望达到 4.8%左右，较一季度会略有放缓，主要原因是受中东地区地缘政治冲突拖累全球经济，以及去年同期基数偏高等影响，二季度出口增速有可能下行。总体上看，未来一段时间宏观经济运行将以稳为主，投资还有提速空间，居民消费会温和增长，房地产市场调整幅度有望收敛。

短期内宏观政策将继续处于观察期，降息降准会进一步后移；下半年财政政策有加码空间

短期来看，外部地缘政治冲突对国内物价的推升效应已经显现，对经济增长动能的扰动还要进一步观察。在物价水平上升、出口保持较快增长的预期下，二季度宏观政策还将保持较强定力。其中，降息降准会进一步后移，央行将主要通过结构性政策工具，引导金融资源重点流向科技型企业 and 中小微企业，着力推动新旧动能转换，稳定就业大局，同时坚持不搞大水漫灌。今年目标财政赤字率、新增专项债、新增超长期特别国债规模均与上年持平，同时设立 8000 亿元新型政策性金融工具。这意味着今年财政政策将主要通过准财政工具发力，重点是扩投资，促消费的重点正在从商品消费转向服务消费。我们判断，下半年财政政策有灵活加码空间。总体上看，在房地产市场处于调整状态下，宏观政策会延续支持性取向。

行业分析

预计 2026 年全社会用电量增速继续维持在较高水平，煤电仍是我国电力供应的主力电源，全国电力供需总体平衡，度夏高峰时段部分省份供需平衡偏紧

2025 年，我国全社会用电量规模首次突破 10 万亿千瓦时，超过美国全年用电量的两倍，稳居全球电力消费第一大国。用电结构方面，第二产业为用电基本盘，2025 年用电量占比 64.0%。全国制造业延续转型升级趋势，高技术及装备制造业用电量增速领先，而四大高载能行业全年用电量同比增长 1.8%。同期，第三产业用电量增速达到 8.2%，占全社会用电量比重提升至 19.2%，其中充换电服务业等新业态用电量高速增长。展望 2026 年，预计我国用电量增速将稳定高于 GDP 增速，继续维持在较高水平，局地度夏高峰时段电力供需偏紧。

煤电仍是我国电力供应的主力电源，并继续向调节电源过渡，2025 年发电量出现近十年的首次负增长。2025 年末，煤电占总发电装机容量的比重进一步降低至 32.4%，全年发电量同比下降 1.9%，但占总发电量比重仍达到 51.1%。其他电源方面，我国风电和太阳能发电累计装机达到 18.4 亿千瓦，占总装机容量比重增至 47.3%；雅鲁藏布江下游水电等重大工程尚处于建设期，水电装机增长缓慢，而核电延续快速增长态势，电源结构占比分别为 11.5%和 1.6%。

电力供需平衡方面，随着一批保障性、支撑性电源及多条特高压直流输电工程陆续投产，2025 年，即使在平均气温历史最高、尖峰时段历史最长、负荷创新高历史次数最多的挑战下，

全国电力供需仍实现了整体平衡。2026年，预计全国电力供需总体平衡，度夏高峰时段西南、华中、华东等区域部分省份电力供需平衡偏紧。

预计2026年全国煤炭市场供需将呈现总体平衡态势，同时，各省煤电容量电价标准将统一上调，火电行业整体盈利将继续维持在近年来的较高水平

近年来，我国煤炭行业的优质产能不断释放，生产重心向晋陕蒙新等地区集中。2025年，全国原煤产量48.5亿吨，同比提升1.4%；晋陕蒙新4省（区）原煤产量38.6亿吨，占全国产量比重79.5%，其中新疆成为我国煤炭产量增长最快的省（区）。进口煤方面，全国进口煤炭为4.9亿吨，同比下降9.6%，主要来源于印度尼西亚、俄罗斯、蒙古和澳大利亚。

2025年，全国动力煤价格延续下滑态势。具体来看，秦皇岛港5500大卡下水动力煤市场价格均值为701.7元/吨，降幅18.5%；中长期合同价格方面，动力煤平仓价格全年均值为679.6元/吨，同比下降3.1%，继续发挥价格“稳定器”作用。展望2026年，全国煤炭供给仍较为充裕，煤炭进口处于高位，加之当前全社会存煤水平较高，预计全年煤炭市场供需将呈现总体平衡态势，但国际能源市场变化以及极端天气等因素可能导致煤炭价格大幅波动。

全国煤电原则上已全部通过市场化交易进行消纳。2024年起，为适应煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型的新形势，我国将原有的煤电单一制电价调整为两部制电价，火电企业抵御发电量下降风险的能力得到提升。2025年，全国主要火电上市企业的平均上网电价受煤炭价格回落影响而小幅下滑，但仍处于近些年高位。2026年，预计全国多数省份的煤电容量电价标准将统一上调，有助于煤电电价继续保持在较高水平，提升应对煤炭价格波动风险能力。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，受益于煤炭价格持续下行，综合毛利率继续增长

公司为华电集团常规能源发电资产的整合平台，跟踪期内继续从事发电及供热等业务。2025年，公司营业收入继续保持增长，其中发电业务贡献仍超过80%；此外，由于公司煤炭贸易业务模式优化影响，公司煤炭销售业务收入及成本大幅下降并调整分类至其他业务。随着煤炭价格的持续下行，公司发电业务燃料成本有所下降，综合毛利率由上年的8.78%增至11.44%。

2026年1~3月，公司实现营业收入304.73亿元，综合毛利率12.63%。

图表1：公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2023年		2024年		2025年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
发电	961.52	8.70	947.44	11.14	1118.07	13.22
供热	96.24	-18.53	97.43	-13.35	124.58	-6.80
煤炭销售	106.01	4.53	79.05	7.13	-	-
其他业务	8.00	58.28	6.02	17.43	17.47	27.42
合计	1171.76	6.43	1129.94	8.78	1260.13	11.44

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

电力业务

公司发电设备装机规模继续保持增长，装机结构仍以大容量和高效率火电机组为主，同时电力资产区域分布较为多样，在电力生产市场仍具有很强的竞争优势

公司为华电集团常规能源发电资产的整合平台，2025年新投产电源项目1878.11万千瓦，均为燃气及煤电发电机组。截至2025年末，公司发电资产遍布全国十五个省、市、自治区，主要处于电力负荷中心、热力负荷中心或煤炭资源丰富区域，区域分布较为多样，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势。

公司火电机组以大容量、高效率、环境友好型机组为主。根据公司披露的2025年年报，截至2025年末，公司火电机组中60万千瓦及以上装机比例约为50%；所有燃煤机组已全部达到超低排放要求，在节能发电调度中持续保持较高的相对竞争力，并在行业中保持领先水平。

图表 2：公司已投运发电厂机组构成（单位：万千瓦）

指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末
控股装机容量	5844.98	5981.86	7792.43
其中：燃煤火电	4689.00	4675.00	5438.00
燃气火电	909.46	1060.34	2107.27
水力发电及其他	245.90	246.52	247.16
清洁能源机组占比 (%)	19.77	21.85	30.21

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2025年，公司发电量随装机规模增长而有所增加，尽管平均上网电价同比小幅回落，但受益于煤炭价格持续下行，该业务毛利率有所提升；在国家寻求“碳中和”和“碳达峰”目标下，电力行业向清洁能源加快转型，火力发电需求存在一定不确定性

跟踪期内，公司机组运营效率有所下降，其中煤电机组运营效率低于行业平均水平²；发电量受装机规模增长而有所增加。分区域来看，公司2025年在山东省、湖北省、安徽省发电量分别为703.83亿千瓦时、234.44亿千瓦时和241.45亿千瓦时，合计占公司总发电量比重约44.98%，其中在山东省发电市场占比达到11.48%³。

电力消纳方面，公司主要通过与各省级电网公司签订电量上网协议，向其销售所属电厂生产的电力，并根据单位电量价格和销售电量确定应收电网公司的售电款。同时，随着全国电力体制改革的不断推进，公司2025年市场化交易电量占总上网电量比重为87.24%，未来电力消纳将持续面临较大的市场竞争。2025年，公司火电发电量占总发电量比重超过95%，在国家推动绿色产业发展、寻求“碳中和”和“碳达峰”目标下，电力行业向清洁能源加快转型，火力发电需求存在一定的不确定性。

图表 3：公司电力业务主要指标变化情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年
发电量（亿千瓦时）	2237.95	2226.26	2622.70
其中：火电（亿千瓦时）	2144.59	2143.51	2522.60
上网电量（亿千瓦时）	2095.46	2086.29	2464.47

² 根据中国电力企业联合会披露数据，2023年~2025年，全国煤电机组4685小时、4628小时和4346小时。

³ 根据同花顺iFinD，山东省2025年发电量为6133.3亿千瓦时。

图表 3：公司电力业务主要指标变化情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年
其中：市场化交易电量（亿千瓦时）	1820.64	1896.24	2149.74
平均上网电价（含税，元/千千瓦时）	516.98	511.74	510.68
平均利用小时数（小时）	3956	3746	3427
其中：燃煤机组（小时）	4301	4086	3874
平均供电煤耗标准（含税，克/千瓦时）	289.34	287.53	283.05

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司平均上网电价同比小幅下滑，但受益于煤炭价格的持续下行，发电业务毛利率水平提升。2025 年，公司发电业务实现收入 1118.07 亿元，同比增长主要系合并范围增加所致；同期，燃料成本约为 792.05 亿元，同比减少约 15.92%，带动发电业务毛利率由上年的 11.14% 提升至 13.22%。

公司在建电源项目投资规模较大，项目建成投产后发电能力将进一步提高，但是也面临一定的资本支出压力

根据公司披露的年度报告，截至 2025 年末，公司重要在建电厂项目包括广东华电惠州东江燃机热电项目、重庆华电潼南一期 2*500MW 级气电工程项目、广东汕头一期项目等，预计投资规模为 758.90 亿元；按预算投资完成比例计算，尚需投资 565.22 亿元。

总体来看，公司电源项目装机容量和投资规模较大，为未来发电能力的进一步提高提供了保障，但是也面临一定的资本支出压力。

企业管理

截至 2025 年末，公司总股本为 116.12 亿股，华电集团合计持有公司 45.63% 股权，仍为公司控股股东；国务院国资委为公司实际控制人。

跟踪期内，根据 2025 年 10 月《华电国际电力股份有限公司关于变更总股本、注册资本、修订公司章程及其附件及取消监事会的公告》，公司取消监事会，监事会原有职权由董事会审计委员会承接，明确审计委员会负责监督本公司财务、内部控制及合规管理等工作。此外，公司部分董事、高级管理人员发生变更，治理结构和组织架构未发生其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2025 年和 2026 年一季度合并财务报表。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对 2025 年财务数据进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2026 年一季度合并财务报表未经审计。跟踪期内，公司审计机构未发生变化。

2025 年，公司收购 8 家子公司，新设 10 家子公司。截至 2025 年末，公司纳入合并报表范围子公司共有 98 家。

资产构成与资产质量

因合并报表范围扩大，公司资产规模于 2025 年末有明显上升，资产构成未发生重大变化，

仍以发电机组和生产设备等非流动资产为主，符合电力行业特征

2025年末公司资产规模增幅显著，主要为公司发行股份并购买资产、合并范围扩大所致，公司资产以非流动资产为主，2025年末非流动资产占比87.62%，构成未发生重大变化。

公司流动资产占总资产比重较低，主要为货币资金、应收账款和存货等。其中，公司货币资金较为充裕，主要系存放于财务公司⁴存款。应收账款保持稳定，2025年末应收售电款余额为103.06亿元，应收对象包括国网山东省电力公司、国网江苏省电力有限公司等，1年以内账龄余额占比超过90%。存货有所波动，以用于发电业务的燃料等为主。

图表 4：公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
资产总额	2230.36	2238.75	2642.31	2598.61
流动资产	285.82	290.88	327.12	290.59
其中：货币资金	54.55	58.51	69.83	57.82
应收账款	121.69	115.62	115.30	125.39
存货	45.01	51.60	54.39	26.78
非流动资产	1944.55	1947.87	2315.19	2308.01
其中：长期股权投资	437.91	469.33	501.23	504.82
固定资产	1316.60	1292.74	1554.41	1532.05
在建工程	73.53	69.31	134.20	141.68

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和长期股权投资等构成，结构相对稳定。其中，公司固定资产和在建工程仍以发电机组和生产设备等为主，受在建工程转固以及持续投入等综合影响，固定资产和在建工程均有显著增长。

在华电集团新能源资产整合背景下，2021年，公司将下属新能源发电资产或股权以作价出资、出售等形式转让至华电集团旗下的华电福新能源发展有限公司（2022年3月完成股份制改制、并更名为华电新能源集团股份有限公司，以下简称“华电新能”）。截至2025年末，公司长期股权投资主要为华电新能、华电煤业集团有限公司和中国华电集团财务有限公司等投资，账面价值分别为333.93亿元、28.49亿元和21.01亿元。

截至2025年末，公司受限资产账面价值为20.97亿元，其中用于抵押等固定资产19.05亿元，货币资金1.87亿元。同时，公司将部分子公司的未来电费收费权、热费收费权作为质押，取得短期借款及长期借款（含1年内到期的长期借款）83.28亿元。

资本结构

受益于增发普通股、发行类REITs产品及经营利润累积等，公司所有者权益逐年增长，资本实力很强

跟踪期内，公司所有者权益有所增加。其中，实收资本增加系增发普通股所致，资本公积仍主要由资本溢价及计入其他资本公积的国家资本性财政补助收入构成，增加主要系年内发行

⁴ 中国华电集团财务有限公司（以下简称“华电财务公司”）为华电集团控股子公司，以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的，为企业集团成员单位提供财务管理服务。

股份募集资金、发行类 REITs 以及公募 REITs 形成的股本溢价；由于经营利润增加，在扣除向股东分配股利、提取盈余公积后，公司未分配利润实现增长。

公司少数股东权益继续增长，且占所有者权益比重较高。公司其他权益工具全部为永续债，尽管其发行带动了权益快速增长，但考虑到公司选择递延支付利息及行使续期选择权可能性很小，公司实际债务规模亦有所扩大。

图表 5：公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
实收资本	102.28	102.28	116.12	116.12
其他权益工具	306.56	250.20	210.00	210.10
资本公积	143.58	151.77	185.03	185.03
未分配利润	91.86	111.62	117.21	133.85
少数股东权益	136.24	187.44	329.26	337.01
所有者权益	833.80	860.78	1020.88	1047.05

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司负债规模有所波动，实际债务率保持较高水平，短期债务占比较大，持续面临一定的偿债压力

跟踪期内，公司 2025 年末负债规模因合并报表范围扩大而显著增加，随后有所回落。其中，流动负债占比 53.36%，较上年提高 6.10 个百分点。

跟踪期内，公司流动负债仍以短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债等为主。其中。公司短期借款逐年大幅增长，以信用借款为主；应付账款基本为应付燃料、工程设备材料款等；一年内到期的非流动负债有所波动但整体保持较大规模，公司面临一定的集中兑付压力。此外，2025 年末，公司其他流动负债中短期应付债券 30.06 亿元，为公司发行的超短期融资券。

图表 6：公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
负债总额	1396.57	1377.97	1621.42	1551.56
流动负债	631.97	651.29	865.20	783.31
其中：短期借款	189.68	278.91	385.47	412.55
应付账款	104.46	90.32	107.22	84.46
一年内到期的非流动负债	271.84	191.82	236.75	166.77
其他流动负债	1.01	13.86	35.20	34.55
非流动负债	764.60	726.69	756.22	768.25
其中：长期借款	616.01	498.61	451.33	456.97
应付债券	97.94	178.92	254.92	254.93

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债基本以长期借款和应付债券为主，构成未发生重大变化。其中，公司长期借款规模有所压降，主要为信用借款，主要用于电源项目建设等。公司应付债券大幅增加，主要系公司发行的中期票据及公司债等，募集资金主要用于偿还到期债务等。

2023 年~2025 年末，公司全部债务呈先降后升的波动态势，整体保持较大规模，资金主

要用于项目建设、补充流动性、偿还有息债务等。其中，短期债务增长较快，占比分别为 39.68%、42.43%和 49.33%，面临一定的集中偿付压力。此外，若将记入其他权益工具的永续债调整为债务，则公司 2025 年末全部债务将上升至 1605.20 亿元，资产负债率将上升至 69.31%，实际债务水平较高。

截至 2025 年末，公司无对外担保。

图表 7：公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
全部债务	1184.36	1178.35	1395.20	-
短期债务	469.94	500.03	688.31	-
长期债务	714.42	678.33	706.89	-
资产负债率	62.62	61.55	61.36	59.71
全部债务资本化比率	58.69	57.79	57.75	-

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

盈利能力

2025 年，受益于煤炭价格的持续下行及合并范围的扩大，公司净利润增幅较大，整体盈利能力很强

2025 年，公司营业收入有所增长，其中发电业务仍贡献超过 80%；受益于煤炭价格的持续下行，综合毛利率水平有所增长。同时，公司参股较多新能源及煤炭等行业企业股权，其中华电新能 2025 年为公司贡献投资收益 20.79 亿元。尽管投资收益有所下降，但受益于煤炭价格的持续下行及合并范围扩大，2025 年公司净利润增幅较大，盈利状况持续改善，整体盈利能力很强。

图表 8：公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
营业收入	1171.76	1129.94	1260.13	304.73
综合毛利率	6.43	8.78	11.44	12.63
期间费用	52.72	50.23	55.07	11.26
投资收益	37.76	34.78	31.53	6.98
净利润	48.08	68.36	82.17	24.64
总资产收益率	2.16	3.05	3.11	-
净资产收益率	5.77	7.94	8.05	-

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

现金流

公司主营业务现金获取能力很强，经营活动净流入金额持续增长，总体现金流表现良好

公司主要从事的电力业务具有很强现金获取能力；2025 年经营活动现金流入和流出同比出现不同程度增长，净流入金额持续增长。跟踪期内，公司项目建设资金需求仍很大，投资活动净现金流出规模较大。筹资活动方面，由于经营活动现金净流入金额可完全覆盖投资活动资金需求，2025 年筹资活动净流出规模有所增加，有助于债务规模及负债率水平的控制。总体来看，

公司跟踪期内的整体现金流状况表现仍良好。

图表 9：公司各项活动现金流表现情况（单位：亿元、%）

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1~3月
经营活动现金流入	1349.51	1322.66	1543.21	331.69
现金收入比	111.44	113.78	115.31	103.04
经营活动现金流出	1217.00	1159.29	1271.01	275.26
经营活动产生的现金流量净额	132.52	163.36	272.21	56.43
投资活动现金流入	17.50	18.66	14.11	4.94
投资活动现金流出	110.42	95.77	156.73	27.01
投资活动产生的现金流量净额	-92.92	-77.11	-142.62	-22.08
筹资活动现金流入	1146.14	1197.37	2048.25	337.08
筹资活动现金流出	1193.11	1279.11	2176.18	383.50
筹资活动产生的现金流量净额	-46.97	-81.75	-127.93	-46.42
现金及现金等价物净增加额	-7.37	4.51	1.66	-12.07

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

跟踪期内，公司经营活动现金流对流动负债的保障程度进一步提升，同时继续在国内电力市场保持很强的竞争优势，融资渠道畅通，备用流动性充足，自身偿债能力很强

公司流动资产对流动负债的保障程度小幅降低，仍处于较低水平；受益于现金流状况的进一步好转，2025年经营活动现金流对流动负债保障程度继续提升。从长期偿债能力来看，公司长期债务资本化比率有所降低，同时 EBITDA 对全部债务本息的保障程度有所改善。

图表 10：公司偿债能力主要指标

科目	2023年(末)	2024年(末)	2025年(末)	2026年1~3月(末)
流动比率(%)	45.23	44.66	37.81	37.10
经营现金流动负债比率(%)	20.97	25.08	31.46	-
资产负债率(%)	62.62	61.55	61.36	59.71
长期债务资本化比率(%)	46.14	44.07	40.91	-
易变现资产/短期债务(倍)	0.12	0.12	0.11	-
EBITDA 利息倍数(倍)	5.25	6.93	8.37	-
全部债务/EBITDA(倍)	5.96	5.17	5.13	-

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

2025年末，公司短期债务为688.31亿元，同比有所增加，而同期末易变现资产对其保障能力有限。同时，随着煤炭价格的持续下行，公司经营活动现金流进一步好转。截至2025年末，公司尚未使用的银行授信额度共计人民币2205亿元，在中国银行间市场交易商协会和上海证券交易所注册且尚未发行使用的债券额度共计人民币479亿元，财务弹性表现良好。

总体来看，公司流动资产对流动负债的保障程度一般，但经营活动现金流对流动负债的保障程度进一步提升，同时继续在国内电力市场保持很强的竞争优势，融资渠道畅通，剩余未使用授信额度很大，自身偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2026年4月29日，公司本部未结清贷款中无关注或不良类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的已到期各类债务融资工具和公司债券均如期兑付，存续期债务融资工具和公司债券利息均如期支付。

外部支持

支持能力

华电集团为国务院批准成立的全国性发电集团之一，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势，综合财务实力极强

华电集团作为国务院批准成立的全国性发电集团之一，主要从事电力生产和销售、煤炭开采销售、电力工程技术、金融等业务。截至2024年末，华电集团控股装机容量为23953万千瓦，在役发电机组遍布全国30多个省（市、自治区），在全国发电市场具有很强的市场竞争地位；机组构成以大容量的火电机组为主，近年来通过优先发展风电等清洁能源，逐渐降低了对火电机组的依赖。2024年，华电集团完成发电量7122亿千瓦时。

财务实力方面，华电集团近三年营业收入保持平稳，受益于煤电市场交易价格提升及煤炭价格的下行，净利润快速增长。华电集团资产规模很大，构成以发电机组、设备等固定资产为主；债务率维持在较高水平，经营活动现金流持续净流入，对债务保障程度较好。

图表 11 华电集团主要财务指标（单位：亿元、%）

项目	2023年	2024年	2025年
资产总额	10977.52	12175.43	13093.47
所有者权益	3370.36	3849.91	4204.37
营业收入	3182.94	3198.34	3120.32
净利润	256.87	329.47	375.33
经营活动产生的现金流量净额	701.95	710.38	854.43
投资活动产生的现金流量净额	-957.61	-1037.62	-1160.68
筹资活动产生的现金流量净额	206.57	407.90	253.97
资产负债率	69.30	68.38	67.89
经营现金流动负债比率	21.23	20.65	23.21

数据来源：公开资料，东方金诚整理

总体来看，华电集团为国务院批准成立的全国性发电集团之一，在全国电力生产市场具有很强的竞争优势，且综合财务实力极强，可给予公司的支持能力极强。

支持意愿

公司为华电集团常规能源发电资产的整合平台，主营业务与华电集团契合度很高，主要经营、财务指标占华电集团合并口径比重较高，且成立以来得到了华电集团的有力支持，预计能够获得的外部支持作用较强

作为华电集团常规能源发电资产的整合平台，公司主要从事发电、供热及售煤等业务，主营业务与华电集团契合度很高；从主要经营、财务指标占比来看，公司控股装机容量、发电量

以及资产总额等财务数据占华电集团合并口径比重较高。

图表 12: 2024 年末主要经营、财务数据对比 (单位: 万千瓦、亿千瓦时、亿元)

项目	控股装机容量	发电量	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动现金流量净额
华电集团	23953	7122	13093.47	4204.37	3120.32	375.33	854.43
公司	7792	2623	2642.31	1020.88	1260.13	82.17	272.21
占比 (%)	32.53	36.83	20.18	24.28	40.38	21.89	31.86

数据来源: 公开资料, 控股装机容量和发电量数据为 2024 年 (末) 数据, 东方金诚整理

自上市以来, 华电集团等股东通过认购公司增发股份等形式, 累计注入权益性资金约 246.91 亿元; 同时, 华电集团将按照有利于解决同业竞争、避免发生实质性同业竞争的原则, 原则上以省 (或区域) 为单位, 将同一省内 (或区域内) 的相关资产注入公司, 在非上市常规能源发电资产满足资产注入条件后三年内, 完成向公司的注资工作。根据公司披露的《关于中国华电非上市常规能源发电资产 2022 年度核查情况的公告》, 华电集团已向公司注入华电湖北发电有限公司等 5 家企业股权, 装机容量合计为 1001 万千瓦, 交易对价 75.62 亿元; 因存在土地、房产权属瑕疵率较高或/和净资产收益率低于本公司同类资产的平均水平等问题, 尚不满足注入公司条件的发电企业 12 家 (不包括华电集团控股的区域常规能源上市公司所在区域的相关非上市常规能源发电资产和业务), 已投运常规能源发电资产合计 6325.04 万千瓦。

2025 年, 华电集团以其所持有的江苏公司 80% 股权认购公司增发股份, 此外, 本次注入标的资产合计在运装机规模约为 1606 万千瓦, 占华电国际 2024 年末的装机比例为 26.85%。截至 2025 年末, 上述交易已完成, 华电国际控股装机规模显著提高, 在电力领域的市场竞争力和品牌影响力进一步提升。

此外, 华电集团也是公司重要的煤炭、工程设备和服务供应商。2025 年, 公司向华电集团购买燃料、采购工程设备及服务的实际发生总金额分别约为 109.57 亿元和 28.38 亿元。另外, 公司在人才和技术培养、日常管理等方面也可继续获得股东及相关各方的支持。

鉴于公司主营业务与华电集团契合度很高, 主要经营、财务指标占华电集团合并口径比重较高, 且成立以来得到了华电集团的有力支持, 预计华电集团给予公司提供支持的意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析, 东方金诚对华电集团财务实力、给予公司的具体支持、以及公司自身经营和财务风险进行了综合判断, 认为华电集团对公司的支持作用较强。

抗风险能力及结论

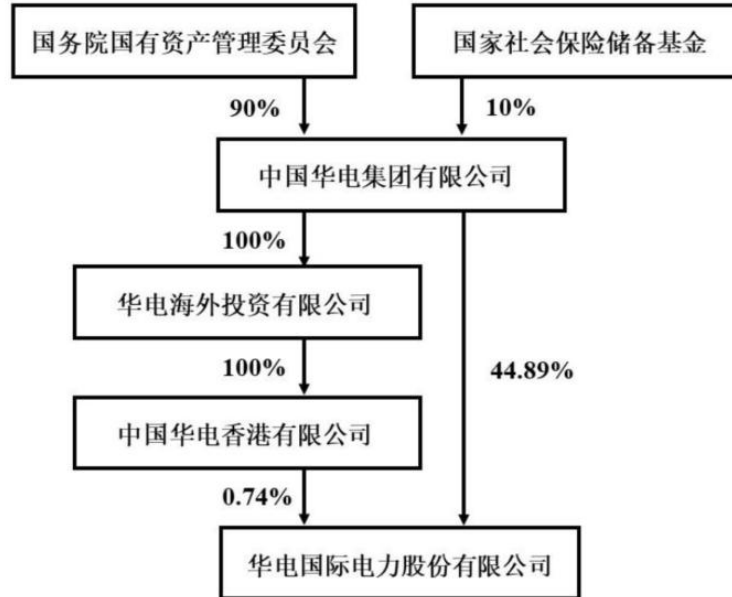
东方金诚认为, 跟踪期内, 公司作为 A 股上市公司, 其发电设备装机规模增长较为显著, 装机结构仍以大容量和高效率火电机组为主, 同时电力资产区域分布较为多样, 在电力生产市场仍具有很强的竞争优势; 受益于煤炭价格的持续下行, 公司净利润同比增幅较大, 整体盈利能力很强; 公司经营活动净流入金额持续增长, 总体现金流表现良好。同时, 东方金诚也关注到, 公司在建电源项目投资规模较大, 面临一定的资本支出压力; 公司实际债务率水平较高, 短期债务占比较大, 持续面临一定的集中偿债压力。

外部支持方面, 华电集团综合财务实力极强, 且公司为华电集团常规能源发电资产的整合平台, 主营业务与其契合度很高, 能够获得的外部支持作用较强。

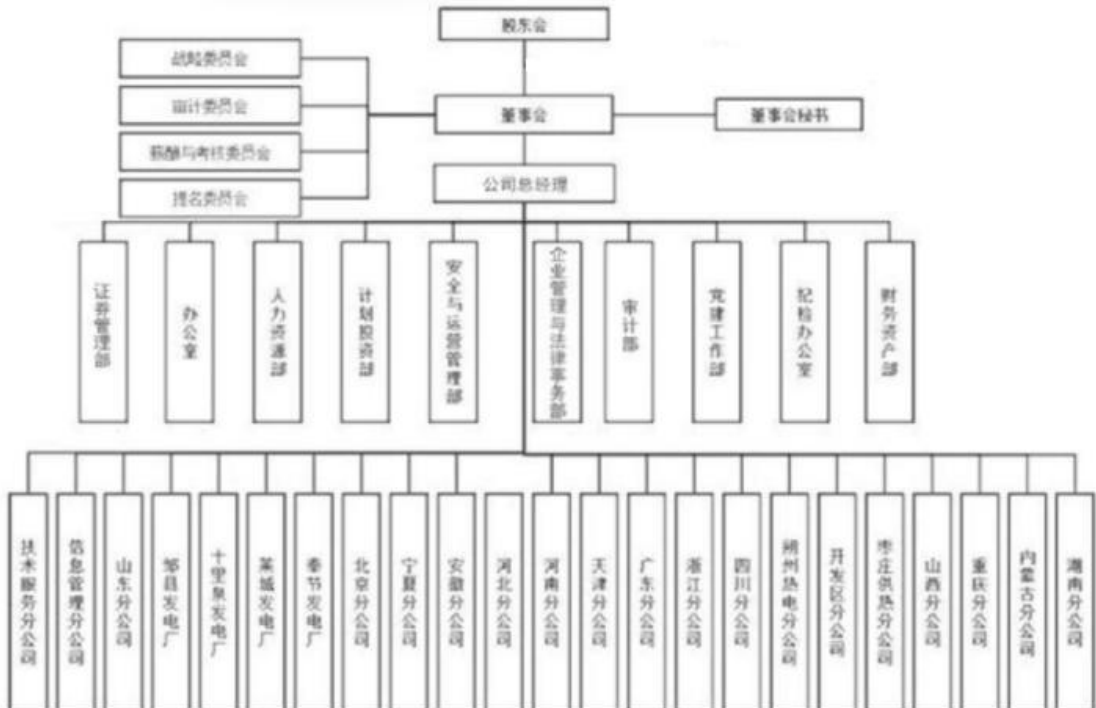
综合分析，公司抗风险能力及偿债能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低，相关债项到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2025 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据和指标（单位：亿元）

项目名称	2023年(末)	2024年(末)	2025年(末)	2026年1~3月(末)
主要财务数据：				
资产总额	2230.36	2238.75	2642.31	2598.61
其中：流动资产	285.82	290.88	327.12	290.59
负债总额	1396.57	1377.97	1621.42	1551.56
全部债务	1184.36	1178.35	1395.20	-
其中：短期债务	469.94	500.03	688.31	-
所有者权益	833.80	860.78	1020.88	1047.05
营业收入	1171.76	1129.94	1260.13	304.73
营业成本	1096.46	1030.71	1116.02	266.23
期间费用	52.72	50.23	55.07	11.26
利润总额	58.10	88.64	106.48	30.36
净利润	48.08	68.36	82.17	24.64
经营活动产生的现金流量净额	132.52	163.36	272.21	56.43
投资活动产生的现金流量净额	-92.92	-77.11	-142.62	-22.08
筹资活动产生的现金流量净额	-46.97	-81.75	-127.93	-46.42
现金及现金等价物净增加额	-7.37	4.51	1.66	-12.07
主要财务指标：				
现金收入比率(%)	111.44	113.78	115.31	103.04
综合毛利率(%)	6.43	8.78	11.44	12.63
净资产收益率(%)	5.77	7.94	8.05	-
总资产收益率(%)	2.16	3.05	3.11	-
资产负债率(%)	62.62	61.55	61.36	59.71
全部债务资本化比率(%)	58.69	57.79	57.75	-
长期债务资本化比率(%)	46.14	44.07	40.91	-
流动比率(%)	45.23	44.66	37.81	37.10
速动比率(%)	38.11	36.74	31.52	33.68
经营现金流动负债比率(%)	20.97	25.08	31.46	-
易变现资产/短期债务(倍)	0.12	0.12	0.11	-
EBITDA 利息倍数(倍)	5.25	6.93	8.37	-
全部债务/EBITDA(倍)	5.96	5.17	5.13	-

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
综合毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{总资产} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
易变现资产/短期债务 (倍)	$\text{易变现资产} / \text{短期债务}$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

易变现资产=货币资金+应收票据+交易性金融资产+其他易变现资产

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	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	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。

注：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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。