

信用等级公告

联合[2016]551 号

华能新能源股份有限公司：

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：

华能新能源股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

华能新能源股份有限公司发行的“12 能新 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 月 七 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)

华能新能源股份有限公司

公司债券 2016 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	发行规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 能新 02	9.60 亿元	5 年	AAA	AAA	2015 年 6 月 4 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 7 日

主要财务数据：

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	704.19	783.26
所有者权益(亿元)	167.84	185.26
长期债务(亿元)	296.11	326.95
全部债务(亿元)	482.63	526.24
营业收入(亿元)	62.15	74.16
净利润(亿元)	10.94	19.02
EBITDA(亿元)	55.79	70.03
经营性净现金流(亿元)	61.25	76.82
营业利润率(%)	56.93	52.58
净资产收益率(%)	6.92	10.77
资产负债率(%)	76.17	76.35
全部债务资本化比率(%)	74.20	73.96
流动比率(倍)	0.50	0.31
EBITDA 全部债务比(倍)	0.12	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	2.64
EBITDA/待偿本金合计(倍)	6.49	8.14

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、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

跟踪期内，华能新能源股份有限公司（以下简称“公司”或“华能新能源”）作为国内领先的可再生能源公司，其在风力发电产业中的行业地位、装机规模、产业布局、经营环境等方面的优势依然突出。公司风机装机容量进一步扩大，且分布区域调整为以非限电的第四类地区为主；公司在建风力发电和光伏发电项目多，可支持公司未来发展。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到行业弃风限电问题突出、公司债务水平较高和财务费用规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年，公司收入规模及利润水平进一步增长，经营现金流保持在较佳状况。未来随着装机容量和并网电量的进一步提升，公司盈利水平仍具备较大的提升空间，整体偿债能力将保持在很强水平。

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“12 能新 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 风力发电作为国家鼓励的能源供给方式，受国家政策扶持，行业未来发展前景广阔。

2. 2015 年，公司风电装机容量进一步扩大，且分布区域调整为以第四类区域为主，区域分布较好。

3. 公司发电、售电规模继续保持增长，收入和利润水平进一步增加；经营现金流保持在较佳状况。

4. 公司逐步扩大光伏发电业务规模，有利于降低业务集中风险。

5. 公司在建及规划建设的风力发电和光伏发电项目较多，增长潜力较大，具有持续发展能力。

关注

1. 风力、光伏发电产业受行业政策影响较大，将面临电价逐步下降的压力；2015 年，部分地区弃风限电问题突出，直接影响风电运营商的经营和盈利。

2. 公司在建项目和未来投资项目规模较大，公司仍将面临较大的融资需求。

3. 公司债务规模大，面临一定的资金压力和短期偿债压力；由此产生的财务费用对利润侵蚀明显。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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：



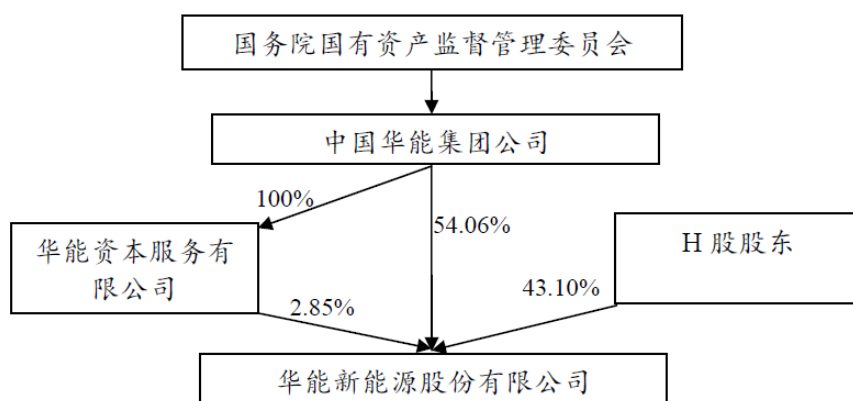
联合信用评级有限公司

一、主体概况

华能新能源股份有限公司（以下简称“公司”或“华能新能源”）是由原华能新能源产业控股有限公司经重组改制设立的股份有限公司。2010年8月4日，经国资委做出的《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华能新能源股份有限公司，成立时总股本58亿股，每股面值为人民币1.00元。

经中国证券监督管理委员会《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2,485,710,000股，每股面值人民币1.00元，并于2011年6月10日在香港联合交易所上市，股票代码为0958.HK。后经历次增发，截至2015年底，公司总股本为97.28亿股，其中控股股东华能集团直接和间接持股比例合计为56.90%（见下图），为公司控股股东，因此公司实际控制人为国务院国资委。

图1 公司与控股股东及实际控制人股权关系图



资料来源：公司提供

公司属电力行业，公司进入2015年后仍以风能源发电和太阳能光伏发电为主营业务，组织架构较上年无变化（见附件1）。截至2015年末，公司纳入合并范围的子公司共89家，在职员工1,994人。

截至2015年底，公司合并资产总额783.26亿元，负债合计598.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）185.26亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计177.03亿元。2015年公司实现营业收入74.16亿元，净利润19.02亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为18.62亿元；经营活动产生的现金流量净额为76.82亿元，现金及现金等价物净减少29.15亿元。

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：曹培玺。

二、债券概况

公司本次债券于2012年10月29日发行，其中三年期公司债券发行规模为11.4亿元，证券简称为“12能新01”，证券代码为“122198”，期限自2012年10月29日至2015年10月29日，票面利率为4.80%；五年期债券发行规模为8.6亿元，证券简称为“12能新02”，证券代码为“122199”，期限自2012年10月29日至2017年10月29日，票面利率为5.09%。本次债券采用单利按年计息、

不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一次支付。

2015 年 10 月 29 日，公司已足额付息兑付“12 能新 01”，并于当日摘牌；同时，公司已按时足额支付“12 能新 02”于 2014 年 10 月 28 日至 2015 年 10 月 28 日间的利息。

截至 2015 年底，公司已按照公司债募集资金使用用途偿还银行贷款 6.3 亿元，补充流动资金 13.7 亿元。

表 1 公司债券发行相关情况（单位：亿元，年，%）

名称	证券代码	上市日期	起息日	到期日	金额	期限	发行利率
12 能新 01	122198.SH	2012-12-03	2012-10-29	2015-10-29 (已兑付摘牌)	11.40	3	4.80
12 能新 02	122199.SH	2012-12-03	2012-10-29	2017-10-29	8.60	5	5.09

资料来源：Wind 资讯

三、行业分析

1. 风电行业概况

随着世界各国对于减排应对气候变化的认识日趋统一，以及各主要国家陆续出台的可再生能源激励扶持政策，近年来，全球风电产业获得了长足的发展，全球风电装机总量持续攀升。根据全球风能协会（GWEC）发布的最新统计报告显示，截至 2015 年底，全球风电装机总量达到 432,419MW，较 2014 年底增长 17%，首次超过核能发电；2015 年全球新增风电为 63,013MW，相当于约 60 座核电站发电量，创历史新高。根据全球风能理事会《2015 全球风电装机统计数据》，2015 年全球新增风电装机容量 63,013MW，同比增长 22.00%，其中中国 2015 年新增装机容量 30,500MW，占全球新增装机的 48.40%，排名全球第一；美国、德国 2015 年新增装机占比分别为 13.60%、9.50%，排名第二、第三。全球风能理事会 2014 年 4 月发布的报告中预测，2014~2018 年全球风电市场将进入稳定增长期，同时加拿大、巴西以及南非的风电市场将经历较快增长。根据 BTM 的预测，至 2020 年，全球新增装机的年均复合增长率将超过 10%。

近年来，中国环境问题迫在眉睫，政府出台一系列新政策，促使新增装机量增长，2012~2015 年连续四年国内新增风电装机呈现持续增长的格局。截至 2015 年底，新增装机量达到 3,297MW，同比增长 42%。2015 年，累计并网装机容量达到 129,340MW，占全部发电装机容量的 8.6%。2015 年，风电发电量 1,863 亿千瓦时，占全部发电量的 3.3%。2015 年，中国海上风电新增装机 100 台，容量达到 360.50MW，同比增长 58.40%。其中，潮间带装机 58 台，容量 181.50MW，占海上风电新增装机总量的 50.35%；其余 49.65%为近海项目，装机 42 台，容量 179.00MW。2015 年，上海电气的海上风电机组供应量最大，占比达到 83.20%；其次是湘电风能，海上风电吊装容量占比为 13.90%。

2015 年全国风电利用效率明显下降，且部分地区由于装机量过大，无法实现就地消纳，导致弃风情况严重。2015 年，全国风电平均利用小时数 1,728 小时，同比下降 172 小时，利用小时数最高的地区是福建（2,658 小时），利用小时数最低的地区是甘肃（1,184 小时）。2015 年，风电弃风限电形势加剧，全年弃风电量 339 亿千瓦时，同比增加 213 亿千瓦时，平均弃风率 15%，同比增加 7 个百分点，保守统计，2015 年全国风电限电量超过 40,000MW，造成的直接经济损失已超过 160 亿元。

2. 风电行业竞争格局

2015 年，在中国风电累计装机容量上，仅国电集团超过了 20GW，达到 2,421 万千瓦，占全国累计装机容量的 17.17%，其次分别为华能集团和大唐集团，累计装机容量达 1,638 万千瓦和 1,332

万千瓦，占市场份额分别为 11.63%和 9.45%。进入中国累计风电装机容量排名前十位的开发商还有华电集团、国电投、中广核、国华、华润集团、天润、中国电建。

2015 年，中国风电有新增装机的开发商企业共 124 家，前十家装机容量达到 1,973 万千瓦，占比达到 64.16%；累计装机前十家的风电企业装机容量超过 1 亿千瓦，占比达到 71.20%。总体上看，风电行业开发商集中度较高。

总体来看，中国风电行业集中度有所提高，前十家的风电运营企业装机容量占比高，且绝大多数风电运营企业为国有电力或能源企业。

3. 行业政策

2015 年 1 月，国家发改委发布《关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》，正式下调陆上风电标杆上网电价，将第一类、二类、三类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低 2 分钱，调整后的标杆上网电价分别为每千瓦时 0.49 元、0.52 元和 0.56 元。第四类资源区风电标杆上网电价维持现行每千瓦时 0.61 元不变。

2015 年 4 月，财政部印发关于《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的通知，通知提出可再生能源发展专项资金根据项目任务、特点等情况采用奖励、补助、贴息等方式支持并下达地方或纳入中央部门预算。2015 年 6 月，财政部、国家税务总局发布《关于风力发电增值税政策的通知》，自 2015 年 7 月 1 日起，对纳税人销售自产的利用风电生产的电力产品，实行增值税即征即退 50%的政策，该政策对风电行业构成利好。

2015 年 12 月，国家能源局发布《关于进一步完善风电年度开发方案管理工作的通知》，对不同类型的区域的风电发展提出不同的管理措施。若地区不存在弃风限电情况，则按照平稳有序发展的原则，自主提出本年度的开发建设规模。在出现弃风限电问题的省(区、市)，须对本地区风电开发建设和并网运行情况进行深入分析评估，报能源局作为对地方能源主管部门的建设和运行责任进行考核和监管的依据。弃风限电比例超过 20%的地区不得安排新的建设项目，且须采取有效措施改善风电并网运行情况。

2016 年 3 月，国家能源局发布《关于做好 2016 年度风电消纳工作有关要求的通知》，通知提出，弃风问题突出的省份能源主管部门和派出机构要把工作重心从风电的开发建设转移到风电的高效利用上来，多措并举拓展风电消纳途径。电网企业要切实承担可再生能源发电全额保障性收购的主体责任，确保 2016 年度风电弃风限电趋势得到根本扭转。

总体来看，虽国家下调风电发电价格等行业有所影响，但国家对风电行业的支持力度仍属较大，整体上仍有利于行业的发展。

4. 行业关注

(1) 风电上网价格预期调低，影响风电运营商利润空间

2015 年 1 月，国家发改委发布《关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》，正式下调陆上风电标杆上网电价。由于煤炭价格持续下降导致火电等替代品的价格降低，未来风电上网价格也预期将持续保持下降趋势，将压缩风电运营商的利润空间。

(2) 风电消纳改善需要时间，弃风会长期存在

目前国内电网结构相对薄弱，省区间联网能力不强，难以提供风电消纳支持。我国风电富集地区大多相对偏远，受本地负荷及系统规模限制，风电消纳能力不足。限于我国电网结构模式，目前我国风电消纳主要以就地平衡消纳为主。受系统规模、电源结构等因素影响，部分地区弃风严重。

5. 未来发展

面对目前的弃风限电状况，国家多次发文，要求解决风电消纳问题。同时，国家能源局发布《2016年全国风电开发建设方案》，方案明确2016年全国风电开发建设总规模为30,830MW，低于2015年风电新增装机(32,970MW)，2016年风电新增装机20,000MW以上，大幅低于2015年32,970MW的新增容量。同时规定要求纳入国家年度开发方案的风电项目才可以享受电价补贴，开发建设方案相当于锁定2016年风电新增项目核准规模。

总体来看，未来一段时间，风电价格将根据政策逐步调整下降；但受国家政策的扶持以及行业技术进步的影响，风力发电量将保持快速增长的势头；随着保障收购和促进消纳政策陆续出台，弃风情况将有望得到好转。

四、管理分析

2015年内，公司董事、监事和高级管理人员未发生重大变化，经营团队保持稳定；相关管理架构、管理制度延续以往模式；公司的核心技术团队和人员未发生明显变动。

五、经营分析

1. 经营概况

公司是华能集团下属清洁能源发电业务的主要载体，其风力发电所占比重较大；同时，公司近年来逐步拓展太阳能发电业务。受风力和太阳能发电业务售电收入增长带动，公司2015年实现营业收入74.16亿元，同比大幅增长19.32%。

在收入构成方面，随着2015年公司风力发电设备装机容量的扩大，公司当年电力销售收入较上年同期大幅增长19.99%，为74.13亿元，其中风电销售收入同比增长16.66%，为67.54亿元，占公司整体电力销售收入的91.11%，所占比重较上年小幅下降2.60%，主要原因为太阳能发电设备装机容量的提高，公司太阳能售电收入总量的增加所致。2015年，公司太阳能售电收入为6.59亿元，同比大幅增长69.52%，但占公司整体电力销售收入的比重仍相对较小，为8.89%。

2015年之前，公司各年营业收入中均含少量特许经营权建造收入，但各相关项目均已于2014年内相继完毕，且2015年公司未获得该类项目，公司2015年未产生特许经营权的建造收入。此外，公司整体营业收入中含少量其他业务收入，主要为技术服务费、培训费及运行服务费等，该部分收入较上年同期下降20.07%，下降幅度大，但由于该部分收入占公司营业收入的比重小，对公司整体经营成果的影响不明显。

在毛利率方面，公司2015年综合毛利率为52.90%，较上年同期下降4.14个百分点，主要系公司风力发电设备加权利用小时数受当年我国风况波动影响较上年有所下降所致，但公司综合毛利率仍保持较高水平。

表2 2014~2015年公司营业收入及占比情况（单位：亿元，%）

分类	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力销售收入	61.78	99.41	57.33	74.13	99.96	58.67
其中：风电售电收入	57.89	93.15	56.57	67.54	91.07	51.82
太阳能售电收入	3.89	6.26	68.65	6.59	8.89	63.80

特许经营权建造收入	0.33	0.54	--	--	--	--
其他收入	0.04	0.06	88.35	0.03	0.04	70.75
合计	62.15	100.00	57.04	74.16	100.00	52.90

资料来源：公司提供

总体来看，公司整体经营状况稳定，收入规模大幅增长，经营毛利率有所下降，但仍保持较高水平。

2. 电力业务经营分析

在装机容量方面，截至 2015 年末，公司各类发电机组装机容量合计 10,345.50 兆瓦，其中风力发电设备和太阳能发电设备装机容量分别占比 93.96%和 6.04%。在装机容量规模变化方面，截至 2015 年末，公司发电机组总装机容量较上年增长 29.13%，其中风力发电机组和太阳能发电机组的装机容量增长幅度大致相等，分别为 29.15%和 28.87%。

在发电设备利用程度方面，截至 2015 年末，公司风力发电项目加权平均小时数为 1,882 小时，太阳能发电项目加权平均利用小时数为 1,591 小时。公司 2015 年风力发电设备发电规模 13,851,505.20 兆瓦时，太阳能发电设备发电规模 817,562.40 兆瓦时，较上年分别大幅增长 18.64%和 62.64%，其中太阳能发电设备的发电规模增长幅度大，但受规模所限太阳能发电对公司整体发电规模的带动作用较弱。公司 2015 年整体发电规模较上年同比增长 29.46%，为 14,669,067.60 兆瓦时。在售电价格方面，公司 2015 年加权平均上网电价为 0.614 元/千瓦时（含税），与上年基本持平。

在风电上网电价方面，我国目前风力发电项目采用固定电价制，由国家发改委结合具体地域的风能资源质量和工程建设条件等因素，将全国划分为四类风能资源区，并设定 0.49 元、0.52 元、0.56 元和 0.61 元（含税）四档上网标杆电价，其中风力资源越丰富的地区的上网电价越低。目前我国内蒙古地区风力发电普遍上网电价为 0.49 元/千瓦，而山东、江苏、广东、云南和贵州等地上网电价为 0.61 元/千瓦，此外山东和广东地区在标杆电价的基础上，还有额外约 0.06 元/千瓦的财政补贴，同时上网电价高的区域，一般不存在限电现象。在光伏上网电价方面，与风电相类似，国家进行区域划分，四类资源区的光伏电站标杆上网电价分别为 0.80 元/千瓦时、0.88 元/千瓦时和 0.98 元/千瓦时（含税）。但近年来，伴随国家减少补贴力度，风电和光伏上网电价均呈下降趋势。

公司近三年平均上网电价（含税）分别为 0.594 元/千瓦时、0.598 元/千瓦时和 0.614 元/千瓦时，呈小幅增长趋势，主要系公司对风电机组区域布局的优化调整以及太阳能发电业务的收入补充所致。

在项目区域分布方面，为降低弃风限电措施所带来的消极影响，提高整体盈利水平，公司近年来逐步对风力发电项目的机组布局进行优化调整，加快云南、四川、贵州、广东、上海等高电价、少限电地区的装机规模。截至 2015 年末，公司在内蒙古、辽宁、吉林三地风电机组装机容量合计 3,934.20 兆瓦，占公司当期总风电机组装机规模的 40.47%，较 2014 年末分别下降 0.33 个百分点；在云南、四川、贵州、广东、上海五省市风电机组装机容量合计 3,237.60 兆瓦，占 33.31%，较 2014 年末增长 4.14 个百分点。在风电项目区域分布结构方面，截至 2015 年末，公司在辽宁、山东、云南等¹纯属于第四类风能资源区域中的装机容量合计 6,336.30 兆瓦，占比已达 65.18%。

¹ 依据国家发改委 2009 年 7 月颁布的《关于完善风力发电上网电价政策的通知》，目前我国一类风能资源区范围为：内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区；新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、昌吉回族自治州、克拉玛依市、石河子市、酒泉市。二类风能资源区包括河北省张家口市、承德市；内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市。三类风能资源区包括吉林省白城市、松原市；黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市，大兴安岭地区；甘肃省除张掖市、嘉峪关市、酒泉市以外其他地区；新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、昌吉回族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区；宁夏回族自治区。四类风能资源区为除一类、二类、三类资源区以外的其他地区。

表 3 近两年公司装机规模及发电量分地域情况

地区	装机容量（兆瓦）			发电量（兆瓦时）		
	2014 年	2015 年	变动率(%)	2014 年	2015 年	变化率(%)
风电：						
内蒙古	1,766.2	2,467.20	39.69	2,795,683.60	3,133,980.90	12.10
辽宁	1,245.00	1,359.00	9.16	2,057,122.20	2,174,850.70	5.72
山东	952.70	952.70	0	1,686,521.00	1,679,158.40	-0.44
云南	817.50	1,116.50	36.57	1,546,919.30	2,124,725.80	37.35
山西	694.00	694.00	0.00	1,100,131.10	1,141,230.50	3.74
贵州	679.50	729.00	7.28	676,062.70	1,049,340.90	55.21
广东	353.10	502.60	42.34	477,106.60	704,901.20	47.75
河北	357.00	361.50	1.26	503,080.60	586,689.10	16.62
四川	246.00	493.50	100.61	43,078.20	463,643.80	976.28
新疆	198.00	447.50	126.01	534,315.80	320,575.20	-40.00
上海	99.00	396.00	300.00	116,963.20	181,318.20	55.02
吉林	60.00	108.00	80.00	103,668.80	137,469.10	32.60
陕西	58.50	58.50	0	34,518.80	119,294.70	245.59
浙江	0	34.50	--	0	34,326.70	--
小计	7,526.50	9,720.50	29.15	11,675,171.90	13,851,505.20	18.64
太阳能：						
青海	255.00	255.00	0	--	--	--
甘肃	150.00	150.00	0	--	--	--
宁夏	30.00	30.00	0	--	--	--
内蒙古	20.00	70.00	250.00	--	--	--
云南	0	90.00	--	--	--	--
山西	20.00	20.00	0	--	--	--
辽宁	10.00	10.00	0	--	--	--
小计	485.00	625.00	28.87	502,669.20	817,562.40	62.64
合计	8,011.50	10,345.50	29.13	12,177,841.10	14,669,067.6	20.46

资料来源：公司年报

在施工管理方面，公司以效益化为原则，通过工程优化方案有效提高项目投资收益率，加强项目造价管控，有效降低了项目单位千瓦造价。在具体施工过程中，公司对项目建设全过程进行精细化管理，创建风电精品工程。2015 年，华能云南大理五子坡项目（一至三期）获得“中国电力行业优质工程奖”和“国家优质工程奖”。

由于行业一般特点所致，公司运行成本中折旧和摊销所占比重大。进入 2015 年后，随着发电机组装机容量的扩大，当年折旧和摊销支出占营业成本的比重较上年增长约 4 个百分点至 75%。

在未来发电项目布局方面，对于风电项目，截至 2015 年末公司已进入国家能源局“十二五”第五批风电核准计划的项目容量为 1,648.50 兆瓦，其中河北、山西、山东、广西、四川、陕西等高电价、低限电的第四类资源地区装机容量占比较大。2015 年全年，公司共取得 1,782 兆瓦风电项目核准，并实现了河南、湖北两省份的突破；对于太阳能发电项目，公司 2015 年取得光伏备案光伏容量 300.00 兆瓦，签署光伏开发协议容量 691.00 兆瓦。

在拟建项目投资规模方面，目前风电项目平均造价保持与 0.70 亿元/万千瓦~0.90 亿元/万千瓦之间，依此平均造价匡算，公司已获“十二五”第五批拟核准风电项目总体造价基本保持于 84.88 亿元至 109.13 亿元之间，相较于公司目前资产规模、所有者权益规模以及经营活动产生的现金流量规模

来看，公司面临的资金压力一般。

此外，在建项目方面，截至2015年末，公司主要在建项目预算投资总额为196.15亿元，待投入资金规模为55.51亿元，主要包括天峰山龙泉风电项目、乌兰伊力更风电项目、哈密200兆瓦风电项目（基建）、铁岭大兴公司头道风电项目、蚊帐岭100兆瓦风电项目、书声风电项目(一期)等。

总体来看，公司各类发电设备装机容量均快速增长，其中主要发电设备的区域布局进一步优化，公司发电设备整体经营状况稳定。

3. 经营关注

（1）目前我国经济已进入结构调整期，经济增长放慢，社会用电需求减少，若国家对风电补贴力度减小，则将对公司的盈利水平产生不利影响。

（2）公司目前风力发电项目主要集中于内蒙古、辽宁、山东和云南四省区，上述四省装机总量占比达60.65%，上述四省对于风力发电等清洁能源的政策的变化，将对公司整体运营状况产生明显影响。

（3）行业弃风限电现象突出，其中华北、东北和西北地区属我国弃风限电较为严重的区域，虽公司近年持续进行布局优化，但所部属的风力发电容量仍集中于以上三地，公司运营易受弃风限电影响。

（4）公司风电装机设备仍处于质保期内，未来退出质保期后，维保成本可能提升。

4. 未来发展

对于未来发展，公司在“十三五”期间内继续坚持质量与经济效益并重发展，依据国内电力体制改革和市场要求，对自身业务结构及能源布局继续进行结构化的调整和改革创新，以加强市场竞争能力。

在未来发展战略方面，公司极为重视对于优质资源的开发，在未来将积极对接入条件好、电价高、限电少、资源好的区域进行战略布局，进一步开展第四类风资源区域项目的开发建设，并加大太阳能发电项目的储备比重，进一步扩大风电同场项目的规模。

在安全生产方面，公司将全面推行安全管理、职业健康和环境保护管理体系的建设，建立健全安全管理体制，夯实安全生产基础。进一步完善生产标准化体系，加强设备的综合管理，有效提升运行、维护管理水平。

在市场营销方面，公司将深入研究电改配套文件及各地市场交易规则，掌握各区域电力市场的实时动态，超前对相关地区的市场营销工作进行部署，进一步巩固和提升自身在市场竞争中的综合实力。

总体来看，公司发展战略清晰，可依据自身实际情况进行有效的经营思路调整，以保持自身经营基础的稳定和市场竞争实力的提高，相关发展战略合理，可实施性较强。

六、财务分析

公司提供的2014年、2015年度合并财务报表已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。随着经营规模的扩大，2015年公司新设立5家项目子公司，并将其纳入合并范围，由于新设项目子公司主营业务均以风电生产及销售为主，其财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 783.26 亿元，负债合计 598.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）185.26 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 177.03 亿元。2015 年公司实现营业收入 74.16 亿元，净利润 19.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 18.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 76.82 亿元，现金及现金等价物净减少 29.15 亿元。

1. 资产与负债

（1）资产质量

2015 年，公司资产规模稳步增长；截至 2015 年底，公司资产总额为 783.26 亿元，较年初增长 11.23%，主要系风机设备等固定资产增长所致。资产构成中非流动资产仍占比较大（占 90.24%）。

截至 2015 年底，公司流动资产总额为 76.41 亿元，较年初下降 31.39%，主要系货币资金、应收利息和应收账款减少所致。截至 2015 年底，公司流动资产以货币资金和应收账款为主，分别占 59.29% 和 36.72%。公司货币资金为 45.31 亿元，较年初下降 41.83%，主要系公司 2015 年偿还部分债务所致；其中，主要由银行存款（占 49.33%）和关联方存款（占 50.65%）构成，关联方存款 22.95 亿元为存入中国华能财务有限责任公司的人民币存款；此外，使用权受限的货币资金占货币资金总额的 0.59%，占比不高。截至 2015 年底，公司应收账款为 28.06 亿元，较年初下降 8.80%，主要系 2015 年公司电价附加补贴的回收周期缩短所致；从账龄上看，1 年以内（含 1 年）的款项占 77.76%，1~3 年占 22.08%，3 年以上占 0.16%，平均账期期限较短，且相关应收账款均为可再生能源电价补贴，相关应收账款的坏账风险小。根据财政部、国家发展和改革委员会、国家能源局于 2012 年 3 月共同下发的关于印发《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》的通知（财建[2012]102 号），可再生能源电价附加的结算自 2012 年起按文件规定的标准化程序执行，项目在取得批准后有关的补贴资金才会拨付至当地电网公司。截至 2015 年底，公司大部分运营项目已取得补助资金的批复，还有部分项目处于申请批复的过程中。公司认为这些项目将会适时取得批复，而且由于过往并无坏账且该可再生能源电价附加由中国政府资助，该类应收账款无重大回收风险，未计提坏账准备。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计为 706.84 亿元，较上年增长 19.24%，主要是固定资产和在建工程增长所致。公司非流动资产中固定资产和在建工程占比较大，比重分别为 76.87% 和 20.01%，截至 2015 年底，公司固定资产账面金额为 543.34 亿元，较上年增长 22.48%，主要系伴随公司装机容量的增长，公司新增的风电项目不断投产所致；其中主要由发电设备及相关设备（占比 89.86%）构成；公司固定资产成新率为 83.61%，成新率较高。2015 年，公司新增项目较多，受此影响在建工程大幅上升，2015 年底公司在建工程账面金额为 141.43 亿元，较上年上升 6.14%。

总体看，公司资产仍以非流动资产为主，固定资产及在建工程规模有所增长；公司以发电资产为主的资产构成，能够产生稳定的现金流，且成新率较高，整体资产质量较好。

（2）负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债总额为 598.00 亿元，较年初增长 11.49%，主要系融资规模扩大所致；其中流动负债占比 40.96%，非流动负债占比 59.04%，以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计为 244.92 亿元，较年初增长 10.25%；流动负债构成中短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债仍占较大比例，分别占流动负债的 57.37%、33.65% 和 12.96%。为满足资金周转需求，公司保持一定的短期借款规模；截至 2015 年底，公司短期借款 140.50 亿元，较年初增长 16.60%，主要由银行及其他金融机构和华能财务公司的贷款构成，均为信用借款。公司其他应付款账面金额为 82.42 亿元，较年初增加 21.18%，主要系应付工程款、设备款和保证金等。公司一年内到期的非流动负债 31.74 亿元，较年初降低 44.21%，主要是公司本年即将到期借款

减少所致。此外，公司应交税费-39.18 亿元，主要系各期末待抵扣增值税等。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计为 353.08 亿元，较年初增长 12.38%；公司非流动负债主要以长期借款、长期应付款和应付债券为主，占非流动负债比重分别为 81.63%、12.01%和 5.25%。截至 2015 年底，公司长期借款为 288.23 亿元，较年初增长 15.33%，主要是公司下属子公司以电费收费权作为质押而取得的长期借款增加所致；长期应付款为 42.40 亿元，较年初减少 3.71%，主要由应付融资租赁款和应付质保金及设备款构成；应付债券 18.54 亿元，较年初增加 0.17%，主要由公司于 2012 年 10 月 29 日公开发行的五年期公司债券“12 能新 02”（占 46.21%）和公司于 2014 年 7 月 30 日在中国银行间市场交易商协会发行的三年期无担保非公开定向债务融资工具（债券简称“14 华能新能 PPN001”，占 53.79%）组成。

伴随公司业务规模扩大，公司加大融资力度，截至 2015 年底，公司全部债务 526.24 亿元，较年初增长 9.04%，其中，短期债务占 38.74%、长期债务占 61.26%。截至 2015 年末，公司有息债务合计 526.24 亿元，其中一年以内到期的金额规模较大，存在一定的短期偿债压力。从相关指标看，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 76.35%和 63.83%，分别较年初增长 0.18 个百分点和 0.01 个百分点；全部债务资本化比率 73.96%，较年初下降 0.23 个百分点，公司整体债务负担变化不大。总体看，公司债务结构比较合理，但债务规模仍较大、债务负担偏重。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 185.26 亿元，较年初增长 10.38%，主要系公司未分配利润增长所致。所有者权益构成较年初变化不大，归属于母公司所有者权益中仍以股本（占比 54.95%）、资本公积（占比 14.70%）及未分配利润（占比 29.35%）为主。公司所有者权益以股本为主，稳定性较强。

总体看，2015 年公司负债和所有者权益规模有所增长，其构成变化不大。

2. 盈利能力

2015 年，受发电运营容量增长影响，公司售电量增加，收入规模继续保持快速增长趋势，2015 年公司实现收入 74.16 亿元，较上年增长 19.32%；实现营业利润 16.76 亿元，较上年增长 54.40%；实现净利润 19.02 亿元，较上年增长 73.86%。

2015 年，公司期间费用略有下降，其中管理费用 1.45 亿元，较上年下降 57.36%，财务费用 20.83 亿元，较上年下降 1.71%，基本保持稳定，占期间费用的比重为 93.49%，占比规模大，期间费用合计 22.28 亿元，较上年降低 9.38%，低于公司收入增长率。费用收入比为 30.04%，较上年下降 9.51 个百分点，公司费用控制能力有所增强，但财务费用规模很大，对公司盈利有所削弱。

利润构成方面，2015 年，公司实现投资收益 0.07 亿元，占当年营业利润的 0.44%，占比不高。此外，2015 年，公司营业外收入为 3.73 亿元，同比增幅较大，在公司利润总额中占比为 18.26%；2015 年营业外收入增长幅度大，主要是公司根据财政部、国家税务总局颁布《关于风力发电增值税政策的通知》（财税[2015]74 号文）规定，利用风力生产的电力自 2015 年 7 月 1 日起执行增值税即征即退 50%的政策，获得较高的增值税优惠款；同时，华锐风电科技（集团）有限公司因未能及时对所销设备进行修理维护，对公司所造成的损失进行赔付，公司获得赔偿金收入 2.43 亿元。营业外收入对公司利润总额有一定的影响，但整体上可持续性不强，预计未来营业外收入对公司利润的贡献不大。

总体看，2015 年，公司营业收入规模持续扩大，营业利润较快增长，整体盈利能力保持很高水平。未来随着公司装机容量和并网发电量的持续扩大，公司盈利能力有望进一步提升。

3. 现金流

受公司发电业务收入规模扩大影响，公司经营活动现金流继续呈大规模流入状态。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 76.82 亿元，较上年增长 25.42%，经营活动现金流状况良好；现金收入比为 120.72%，较上年有一定提升。

由于公司新建电场项目投资支出较多，公司投资活动产生的现金流仍呈现大额净流出状态。2015 年，公司投资支付的现金较上年有所降低，较上年减少 8.70%，因此公司投资活动现金流净流出规模较上年减少，投资活动现金流净额为-125.14 亿元。

筹资活动现金流方面，2015 年公司筹资活动现金流入和流出分别为 339.78 亿元和 322.00 亿元，规模较大；筹资活动现金净流入为 17.78 亿元，较上年大幅下降 80.00%，主要系公司 2015 年较 2014 年新增融资有所减少所致。

总体看，公司经营活动呈现持续净流入状态，现金收入实现质量高；公司投资规模较大，投资活动呈持续净流出状态；为满足投资需求，筹资活动现金流呈波动净流入状态。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率皆为 0.31 倍，较上年相比均下降 0.19 倍，主要系流动负债明显增长而流动资产有所下降所致；公司现金短期债务比为 0.23 倍，较上年下降 0.19 倍，主要原因为货币资金规模下降所致；经营现金流动负债比率为 31.36%，较上年增加 3.79 个百分点，公司经营性现金流对流动负债的覆盖能力强；整体看，虽公司良好的经营性现金流状况对短期债务覆盖较好，但公司短期偿债能力应属一般。

从长期偿债指标看，2015 年公司 EBITDA 为 70.03 亿元，较上年增长 25.52%，其中，利润总额占比 29.17%、计入财务费用的利息支出占比 31.96%、摊销占比 0.47%、折旧占比 38.39%；EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 2.64 倍和 0.13 倍，呈稳定态势。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询机构信用代码：G1011010801618370A），截至 2016 年 3 月 30 日，公司无关注类、不良类未结清贷款记录。

总体上看，考虑到公司作为华能集团系统内唯一新能源平台，未来随着公司装机容量的进一步扩张，公司盈利规模有望增长，公司偿债能力将进一步增强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 46.25 亿元，约为“12 能新 02”本金合计 8.60 亿元的 5.38 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 185.26 亿元，约为债券本金合计 8.60 亿元的 21.54 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12 能新 02”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 70.03 亿元，约为债券本金合计 8.60 亿元的 8.14 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 90.85 亿元，约为债券本金合计 8.60 亿元的 10.56 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为华能集团下属新能源企业，在行业内竞争力强，公司对“12 能新 02”的偿还能力很强。

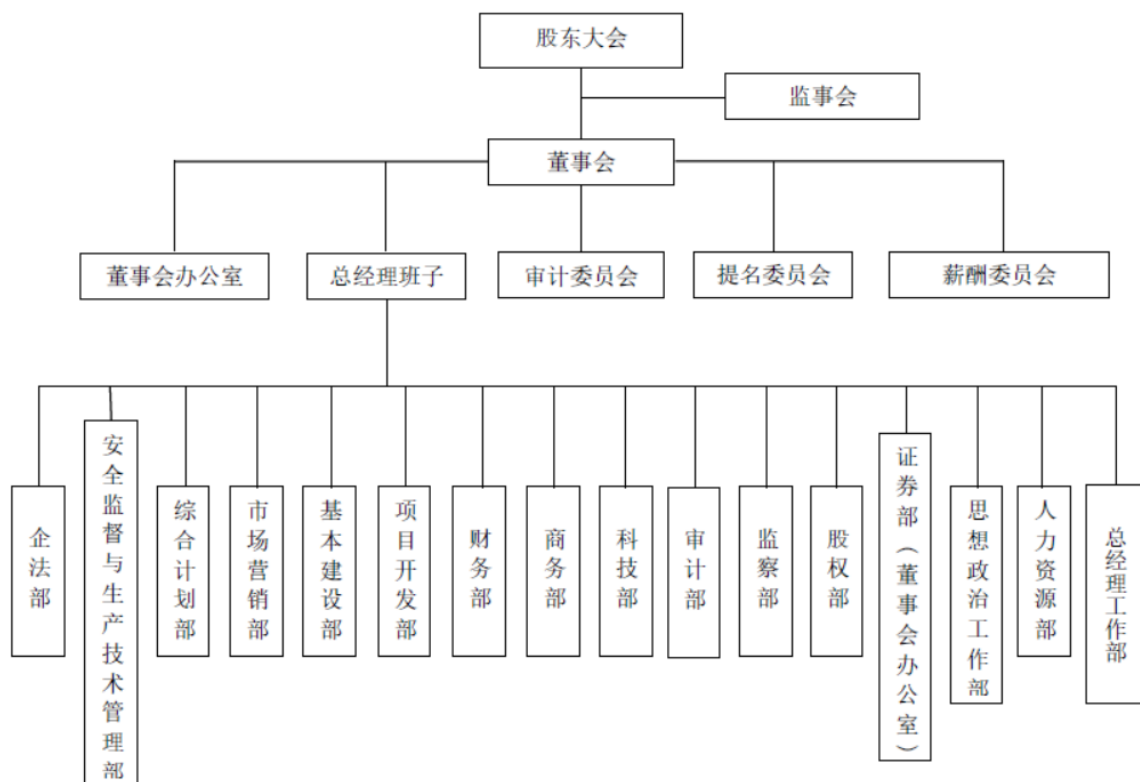
八、综合评价

跟踪期内，华能新能源股份有限公司作为国内领先的可再生能源公司，其在风力发电产业中的行业地位、装机规模、产业布局、经营环境等方面的优势依然突出。公司风机装机容量进一步扩大，且分布区域调整为以非限电的第四类地区为主；公司在建风力发电和光伏发电项目多，可支持公司未来发展。但公司也受到行业弃风限电问题突出、公司债务水平较高和财务费用规模较大等不利因素影响。

2015 年，公司收入规模及利润水平进一步增长，经营现金流状况佳，未来随着装机容量和并网电量的进一步提升，公司盈利能力有较大的提升空间，整体偿债能力将保持在很强水平。

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“12 能新 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 华能新能源股份有限公司 组织结构图



附件 2 华能新能源股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	704.19	783.26
所有者权益（亿元）	167.84	185.26
短期债务（亿元）	186.52	199.29
长期债务（亿元）	296.11	326.95
全部债务（亿元）	482.63	526.24
营业收入（亿元）	62.15	74.16
净利润（亿元）	10.94	19.02
EBITDA（亿元）	55.79	70.03
经营性净现金流（亿元）	61.25	76.82
应收账款周转次数(次)	2.04	2.52
存货周转次数（次）	303.49	124.54
总资产周转次数（次）	0.10	0.10
现金收入比率（%）	111.25	120.72
总资本收益率（%）	5.51	6.08
总资产报酬率（%）	5.21	5.76
净资产收益率（%）	6.92	10.77
营业利润率（%）	56.93	52.58
费用收入比（%）	39.55	30.04
资产负债率（%）	76.17	76.35
全部债务资本化比率（%）	74.20	73.96
长期债务资本化比率（%）	63.82	63.83
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	2.64
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13
流动比率（倍）	0.50	0.31
速动比率（倍）	0.50	0.31
现金短期债务比（倍）	0.42	0.23
经营现金流动负债比率（%）	27.57	31.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.49	8.14

注：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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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 + 应付融资租赁款

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 + 其他流动负债

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。