

信用等级公告

联合[2012]050 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华能新能源股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2012 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

华能新能源股份有限公司主体长期信用等级为 AAA

华能新能源股份有限公司拟发行的 2012 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：李军

分析师：金磊 张连娜

二零一二年七月二十日

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

华能新能源股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AAA

发行人主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 20 亿元

债券期限: 不超过 10 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2012 年 7 月 20 日

主要财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
资产总额(亿元)	167.94	310.11	482.22	502.63
所有者权益(亿元)	32.88	61.10	121.59	122.41
长期债务(亿元)	90.12	152.02	219.24	197.63
全部债务(亿元)	119.30	202.52	311.94	309.31
营业收入(亿元)	9.18	17.69	31.96	8.22
净利润(亿元)	3.25	6.21	11.22	0.91
EBITDA(亿元)	9.12	18.00	33.86	--
经营性净现金流(亿元)	6.74	12.60	25.62	--
营业利润率(%)	55.15	58.36	58.29	51.80
净资产收益率(%)	11.69	13.21	12.28	0.74
资产负债率(%)	80.42	80.30	74.78	75.65
全部债务资本化比率(%)	78.39	76.82	71.95	71.65
流动比率(倍)	0.45	0.28	0.81	0.86
EBITDA 全部债务比(倍)	0.08	0.09	0.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.87	2.27	2.26	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.46	0.90	1.69	--

注: ①本报告中, 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本报告财务数据及指标计算均为合并口径; ③2012 年一季度报表未经审计, 数据未年化, 长期债务及相关指标已包括应付融资租赁款; ④除特别说明外, 本报告财务数据均指人民币。

分析师

金磊

电话 022-58356961

邮箱 jinlei2011@sina.com

张连娜

电话 022-58356916

邮箱 zhangln@lianhecredit.com

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对华能新能源股份有限公司(以下简称“公司”或“华能新能源”)及本次债券的评级反映了公司作为国内领先的纯可再生能源公司, 在风力发电的行业地位、装机规模、产业布局、经营环境等方面所具备的显著优势, 同时, 联合评级也关注到风电并网限制、债务规模和期间费用上升等因素对公司生产经营产生的不利影响。

未来随着公司在建及规划建设的风电项目投入运营, 公司的收入和资产规模有望继续保持增长, 综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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. 公司是国内领先的风力发电企业, 装机容量较大, 经营效率较高, 在所属风力发电行业市场占有较高。

3. 公司是国内较早从事风能发电的企业, 专业化水平较高, 技术先进, 管理水平较高。

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

5. 公司清洁能源领域业务开始向多元化发展, 有助于防范单一业务的风险。

关注

1. 风力发电产业受行业政策影响较大, 近年来行业增速有所放缓。

2. 地方电网对风电并网限制短期内还难以消除, 风电业务的扩张存在一定的制约因素。

3. 公司的债务规模较大, 债务结构有待进一步优化, 随着公司投资规模的扩大, 公司面临一定的资金压力。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与华能新能源股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与华能新能源股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因华能新能源股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由华能新能源股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

华能新能源股份有限公司 2012 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

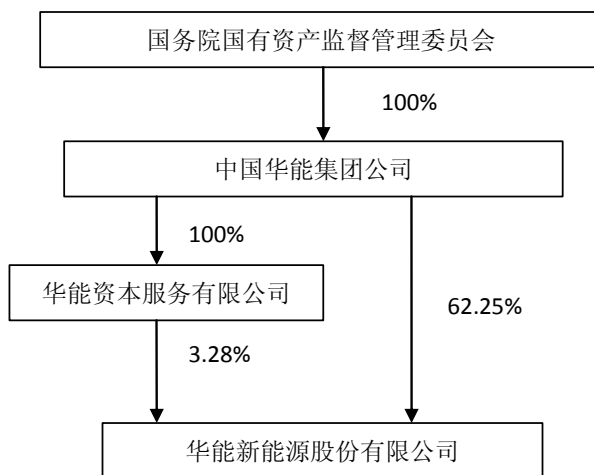
一、主体概况

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。华能新能源产业控股有限公司是于 2002 年 11 月 11 日领取企业法人营业执照的有限责任公司。

2010 年 4 月 22 日，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）作出的《关于华能新能源产业控股有限公司重组改制并上市有关事项的批复》（国资改革[2010]292 号），原则上同意华能新能源产业控股有限公司重组改制及上市方案。2010 年 8 月 4 日，经国资委作出的《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。华能集团以其持有的华能新能源产业控股有限公司于 2009 年 12 月 31 日经评估的净资产人民币 3,627,603,544.52 元以及现金人民币 1,882,396,455.48 元作为出资，按 100%的折股比例折合为股本 551,000 万股，华能资本以现金人民币 29,000 万元出资，按 100%的折股比例折合为股本 29,000 万股。华能集团及华能资本所持有的股份分别占总股本的 95%和 5%。

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。2011 年 7 月 7 日，公司部分行使超额配售权，以每股港币 2.50 元发售 H 股 161,188,000 股，每股面值人民币 1.00 元，完成本次境外首次公开发行后，公司股本增加至人民币 8,446,898,000 元。截至 2012 年 3 月底，公司总股本为 844,689.80 万股，其中控股股东华能集团直接和间接持股比例合计为 65.53%（见下图）。

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，主要从事以风能源发电为主的新能源电力的生产和销售业务。截至 2011 年底，公司下设经理工作部、人力资源部、财务部、企业文化部、监察审计部、规划部、项目开发部、基本建设部、安全生产部、商务部、科技部、证券部等 12 个职能部门（见附件 1），以及 50 个全资、控股子公司。截至 2011 年底公司拥有在职员工 1,006 人。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 482.22 亿元，负债合计 360.63 亿元，所有者权益（含少

数股东权益) 121.59 亿元。2011 年公司实现营业收入 31.96 亿元, 净利润(含少数股东损益) 11.22 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 25.62 亿元, 现金及现金等价物净增加额 62.08 亿元。

截至 2012 年一季末, 公司合并资产总额 502.63 亿元, 负债合计 380.22 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 122.41 亿元。2012 年一季度公司实现营业收入 8.22 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.91 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 5.77 亿元, 现金及现金等价物净增加额 8.02 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2012 年华能新能源股份有限公司公司债券”, 发行规模为不超过 20 亿元, 发行年限为不超过 10 年, 为固定利率, 本次债券每年付息一次, 最后一期利息随本金一起支付。本次债券按面值发行, 采取网上与网下相结合的方式发行, 票面年利率为固定利率并将根据网下询价结果, 由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致, 并经监管部门备案后在利率询价区间内确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券募集资金扣除发行费用后, 拟用于补充营运资金和调整公司债务结构(包括但不限于偿还银行贷款)。

公司拟将本次债券募集资金中的 6.3 亿元用于偿还公司(含子公司)银行贷款, 调整并优化公司负债结构; 剩余募集资金在扣除发行费用后用于补充公司营运资金, 改善公司资金状况。

三、行业分析

公司是清洁能源发电上市公司, 主要从事以风能源发电为主的新能源电力的生产和销售业务。

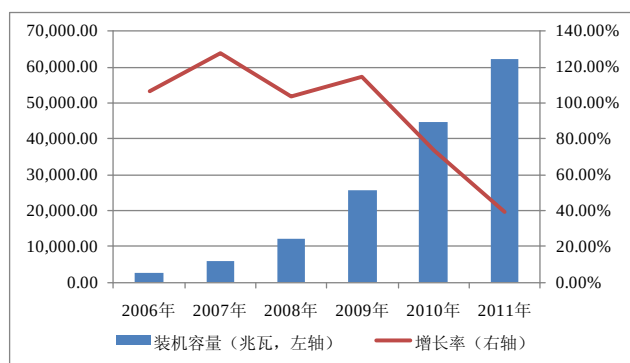
1. 风力发电行业概况

风电是风能发电或者风力发电的简称, 属于可再生能源、清洁能源。风力发电是风能利用的重要形式, 风能是可再生、无污染、能量大、前景广的能源, 大力发展风能等清洁能源是世界各国的战略选择。

风电是全球增长最快的可再生能源, 与其他可再生能源相比, 风电具有更高的成本效益、资源有效性以及成熟的技术。中国并网风电场从 20 世纪 80 年代开始发展, 与国外发达风电国家相比, 发展时间相对较短, 但由于可以借鉴发达风电国家的技术和经验, 因此起点相对较高。1986 年, 国内建成了第一个风电场以来, 风电行业持续发展, 2003 年国家下放 5 万千瓦以下风电项目的审批权, 并要求国内风电项目国产化率不低于 70%, 使得国内风电市场规模迅速扩大。

随着风电产业整体装机规模的扩大, 近年来风电行业累计装机增长率呈快速下降趋势, 根据中国风能协会数据显示, 2011 年中国累计装机容量达到 62,364.2 兆瓦, 较上年增长 39.4%, 增长率呈下降趋势, 但仍高于全球风电装机容量 21% 的增长速度。

图2 国内风电累计装机容量及增长情况



资料来源：中国风能协会

从发电量上看，风电发电量呈上升趋势，但在国内发电总量中的占比一直维持在较低水平。2009年以前国内风能发电量在发电总量中的占比一直维持在较低规模，2009年中国总发电量为3.65万亿千瓦时，其中风电上网电量276亿千瓦时，占比0.76%；2010年总发电量4.23万亿千瓦时，风力发电量为501亿千瓦时，占比1.18%。2011年中国发电总量达到了4.8万亿千瓦时，居世界第一位，风能发电为732亿千瓦时，占总发电量的不足2%，与世界风电发达国家10%左右的风电占比相比，我国的风电行业仍有较大的发展空间。

风电的发电量主要取决于平均利用小时数，2011年，受风能变化以及地区电网负荷限制等因素影响，全国风电弃风限电总量超过100亿千瓦时，平均利用小时数大幅减少，风电装机的整体开工发电率较低。2011年国家电网辖区内的风电整体平均利用小时数为1,928小时，南方电网辖区风电平均利用小时数1,801小时。

2. 风资源及下游并网情况

我国在风能的利用上拥有着得天独厚的便利条件，根据中国气象科学研究院绘制的全国平均风功率密度分布图，中国陆地10m高度层的风能总储量为32.26亿千瓦，居世界第一位。我国陆上实际可开发风能资源储量为2.53亿千瓦，近海风场的可开发风能资源是陆上3倍，总的可开发风能资源约10亿千瓦。

中国的风资源不仅丰富，而且分布基本均匀。东南沿海及其岛屿、青藏高原、西北、华北、新疆、内蒙古和东北部分地区都属于风能储藏量比较丰富的地区，而甘肃、山东、苏北、皖北等地区也有相当大比例的风能资源可以有效利用。我国陆地上从新疆、甘肃、宁夏到内蒙古，是一个大风力带；同时还有许多大风口，如张家口地区，鄱阳湖湖口地区、云南大理等。广泛的可利用风资源地区和丰富的风资源环境为风能的集中开发利用提供了极大的便利。

从我国风资源的特点上看，有以下两个特点：一是中国风能资源丰富但季节分布不均衡，国内水资源一般冬、春是枯水季节，夏季为丰水季节，而风力资源一般春、秋、冬季丰富，夏季相对贫乏，大力发展风力资源可在一定程度上弥补中国水电冬、春两季枯水期发电电力和电量之不足；二是风能资源地理分布与电力负荷不匹配，沿海地区电力负荷大，但其风能资源丰富的地区相对较小，北部地区电力资源丰富但电力负荷却相对较小，给风电开发带来了经济性困难，目前电网配置、输送已成为困扰风电规模扩张的首要因素。

从风电的下游输电及并网方面看，近年来，国内风电装机容量快速增长，而电网建设和输电配套相对滞后，加之风电建设工期相对较短，电力输出不稳定等原因，使得国内部分地区出现了“弃风”现象，国内风电规模快速增长的势头得到抑制。

3. 行业政策

风能作为清洁能源，其合理应用一直受到国家相关部门的重视。风能发电作为国内风能的主要利用方式，受到国家的鼓励和支持，目前国家相关部门已制定了包括风电价格、税收、项目资金等多方面的优惠，另外为实现风电产业健康、快速发展，国家相关部门已将风电的电网建设纳入到国家电网建设规划，这在一定程度上保障了行业未来的发展。

根据《关于促进可再生能源发展有关问题的通知》，可再生能源发电项目尤其是风电项目享有国家优惠政策，包括由银行安排基建贷款、银行贷款的项目给予的财政补贴、采用国产设备的风电项目给予的投资利润率优惠等。在国务院公布的新一轮电力体制改革方案中，明确提出将制定发电排放的环保折价标准，形成激励清洁能源发展的新机制，这就为风电等来自可再生能源的电力提供了公平竞争的机会，从而会大大促进风电等清洁的可再生能源发电的发展。在电价改革方案中明确规定，“风电、地热等新能源和可再生能源企业暂不参与市场竞争，电量由电网企业按政府定价或招标价格优先购买，电力市场成熟时由政府规定供电企业售电量中新能源和可再生能源电量的比例，建立专门的竞争性新能源和可再生能源市场”。

表 1 国家风电发展优惠政策

政策方向	政策内容
价格优惠政策	政府文件明确要求电网允许风电就近上网，并收购全部电量，上网电价按“发电成本+还本付息+合理利润”的原则确定，并规定高于电网平均电价的部分采取全网共同承担的政策。2009 年 8 月以后实行政府定价，定价标准在 0.51 元/千瓦时至 0.61 元/千瓦时之间。
税收优惠政策	增值税优惠，关税优惠，减免所得税。
投资补贴政策	在可再生能源方面，中央政府的补贴主要用在研究开发和试点示范上，地方政府的补贴除一部分用于支持可再生能源的科学研究外，主要用于太阳能和风电技术的推广和应用。
研究与发展投入政策	一方面资助可再生能源的研究和开发，给予大量的补贴；另一方面支持可再生能源的发展计划，制定并实施了一批大型的发展计划。

资料来源：联合评级搜集整理

国家发改委于 2009 年 8 月 1 日发布的《关于完善风力发电上网电价政策的通知》，适用于该日以后核准的所有陆上风电项目。根据该通知，之前按政府指导价厘定的上网电价改为地域统一电价，即政府定价。中国分为四个风能区，位于同一风能区的所有风电项目采用相同的标准上网电价（含增值税）。四个风能区上网电价分别为：0.510 元/千瓦时、0.540 元/千瓦时、0.580 元/千瓦时和 0.610 元/千瓦时。

根据《可再生能源法》、《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》的相关规定，对于 2006 年 1 月 1 日后批准的风电项目等可再生能源项目，同一省份可再生能源发电上网电价与脱硫火电基准上网电价之间的差价，以及可再生能源发电上网的并网费用由全部终端用户分摊。省级或国家电网公司按购买可再生电力及并网的额外成本征收电价附加费。根据国家发改委发出有关调整中国各地区上网电价的多份通知，自 2009 年 11 月 20 日起，上网电价附加费增至每千瓦时人民币 0.0040 元，自 2012 年 1 月 1 日起可再生能源电价附加费由 0.0040 元上升至 0.0080 元，电网公司可获额外资金向风电场支付购电的款项。随着我国可再生能源发展规模快速增长，可再生能源电价附加资金已入不敷出。经国家电监会价格与财务监管部初步测算，2010 年中国征收的可再生能源电价附加存在 30%左右的缺口，2011 年缺口达 100 亿元左右。

2003 年国家将 5 万千瓦以下的风电项目审批权下放至地方政府，使得近年来国内风电项目 5 万千瓦以下的项目快速增长，截至 2011 年 6 月，国内上马的风电项目约 93%是地方政府审批。随着风电产能规模的迅速扩大，以及各地风场与国家整体能源规划冲突，电网整体规划不协调，为缓解电力矛盾，2011 年国家能源局将风电项目 5 万千瓦以下的审批权收回，各地方政府不再具备

风电项目审批权。2012年5月国家能源局公布了《关于加强风电并网和消纳工作有关要求的通知》，提出风电并网情况将作为新项目布局的重要参考指标，风电利用小时数明显偏低的地区不得进一步扩大建设规模。

2011年12月5日，国家能源局发布《国家能源科技“十二五”规划》，提出：“建立国际一流的风电技术及装备研发机构，研制出全球领先的风电装备，实现规模化生产。攻克超大型风电机组关键技术难题，形成大型风电机组关键部件的制造能力”，以及“解决风电运营及保障中的重大技术问题，形成国内领先、国际一流的风电运营技术研发基地”，国家政策持续关注风电技术进步，为风电行业健康、持续发展创造了极为有利的条件。

2012年财政部、发改委、国家能源局共同制定了《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》，其中规定可再生能源发电项目、接网工程及公共可再生能源独立电力系统的价格政策，由国家发展改革委根据不同类型可再生能源发电的特点和不同地区的情况，按照有利于促进可再生能源开发利用和经济合理的原则确定，并根据可再生能源开发利用技术的发展适时调整。

2012年国家能源局关于“十二五”第一批及第二批拟核准风电项目计划安排的通知中均明确提到，各省市发改委应加强协调，认真落实项目建设条件，特别是电网接入条件和消纳市场。以上政策主要是针对改善风力发电的地区结构，调整相对过剩，这对维护风力发电的长期健康、合理发展有较为积极的促进作用。

总体看，国家支持清洁能源产业中风电行业的健康发展，主要政策倾向于以国内风电技术为主的优质风电产业，同时从国家角度协调整体能源规划，限制风电产能过大地区，保障行业的健康快速发展。

4. 行业竞争

根据现行监管框架，对于风电项目发电量，当地电网公司需提供强制并网，以及按照确定的价格采购其覆盖范围内的风电项目所产生的所有发电量，因此在国内风电业务后续运营中并无实质性竞争。然而，受行业性质影响，风电项目受自然条件制约，尤其是在有限地区和特定场地风能资源受制约程度较高，因此风能发电运营商之间的竞争主要体现在开发阶段（尤其是选择合适场地和获得在某个具体位置开发风电项目的权利阶段）而非项目经营阶段。

风电行业的竞争主要体现在前期项目开发阶段的竞争以及后续的技术水平、管理水平等方面。国内风电运营企业在选择风电项目的前期考察中需充分考虑当地风资源情况，风资源是否具有持续性（一般为20年），以及后续并网、平均发电小时等问题。目前风电项目的审批权已收归国家能源局，而国有大型清洁能源发电企业凭借资金、规模以及多年来与电网公司良好的合作关系等方面优势，在项目审批中往往能脱颖而出，获得风力资源及并网条件较好的项目。

表2 2011年底五大发电集团下属清洁能源公司风电装机规模

	控股装机规模
龙源电力集团股份有限公司	7,768 兆瓦
中国大唐集团新能源股份有限公司	5,259 兆瓦
华能新能源股份有限公司	4,904 兆瓦
华电福新能源股份有限公司	2,173 兆瓦
中国电力投资集团公司	1,070 兆瓦

资料来源：联合评级搜集整理，注：中国电力投资集团公司目前尚未有单独的清洁能源上市公司

目前国内主要发电企业均拥有一定规模的清洁能源项目和资源，其中风能发电项目2011年底控股装机规模最大的为龙源电力集团股份有限公司。从监管角度看，国家能源总局已收回5万千

瓦以下陆地风电项目审批权，其旨在规范风电项目开发，合理有序的开发风能资源。从“十二五”拟核准风电项目计划中可以看出，国家审批的项目主要为拥有电网接入条件并具备电力消纳市场的区域，目前看，拥有以上区域风资源储备项目的企业，将在监管审批中处于相对有利位置。

从设备技术水平上看，由于国家政策规定风电设备的国有化水平不低于 70%，这使得国内风电场所使用的风机均以国产为主，目前国内主要风电设备厂家华锐风电、金风科技等的技术水平均有了明显提高，国内风电运营企业在设备选择方面也倾向于技术、后续维修、后续服务相对成熟的大型风机制造企业。未来随着行业的发展，国有大型风电运营企业凭借其在资金规模、设备技术以及多年运营所形成的管理优势，将在行业竞争中处于相对有利的位置。

5. 行业关注

国家能源局收回 5 万千瓦以下陆地风电项目审批权

2011 年 8 月 25 日国家能源局下发《国家能源局关于印发风电开发建设管理暂行办法的通知》（国能新源[2011]285 号）对风电开发各环节的管理进行了规范。根据暂行办法规定，原本对 5 万千瓦以下风电场项目具有审批权的地方政府，需在审批前先向国家能源局申请计划。国家能源局通过以上方式收回风电项目审批权，有利于国家对风资源开发的统一规划和管理，但是对国内风电装机积极性将产生一定负面影响。受此影响，国内风电发展整体速度趋缓，其主要体现在以下两方面：（1）地方政府对风资源开发的推动作用减弱，风电项目的审批难度加大；（2）国家能源局对风电项目的审批，将更多的综合考虑并网难度、电网消纳能力等问题，考虑到前些年风电装机过快增长带来的并网难题尚未解决，预计国家对风电的规划目标将减少。

风电并网、消纳困难

目前风电入网在技术上已经不是问题，之所以会出现一定规模的风电电量被弃，主要是由于电网的调度问题。相对于不够稳定的风电而言，电网公司本身更倾向于稳定的火电，由于风电具有波动性、间歇性和反调峰特性，需要增加更多的人力和财力去完成相应的调峰供电工作。另外，部分地区的火电项目属电热联产，其在供热端所处的地位不容替代，因此地方电网会优先保障该类火电项目的生产运营，这也在一定程度上限制了该地区风电规模的发展。

国内风电项目的快速发展，使得风资源丰富地区（三北地区）的风能发电规模大幅增长，而以上区域远离华南、东南、长三角、珠三角等大规模用电区域，风电就地消纳能力不足，出现了风电难以消纳的现象。目前国内的风电资源规划缺少风电的送出与消纳机制，大规模输送风电仍存在难度。

风机设备长时间运作后整体的稳定性尚待观察

2011 年初以来，国内风电机组脱网事件时有发生，2011 年 5 月电监会向电网公司和有关电力企业下发了《关于切实加强风电场安全监督管理、遏制大规模风电机组脱网事故的通知》，提出已经并网运行的风电场要进行风电机组低电压穿越能力核查，不具备低电压穿越能力的，要尽快制定切实可行的低电压穿越能力改造计划，督促设备制造厂商配合实施。

近年来，国内风机设备制造厂家虽然在技术上已日趋成熟，但由于国内风机整体运营时间相对较短，大部分风机的运营年限不足 3 年，而风机的规划使用年限一般在 10 年以上，因此其在长时间运转后整体运营的稳定性仍值得关注。

6. 行业前景

我国《可再生能源中长期规划》制定了非水电可再生能源的强制性市场份额目标：装机容量超过 500 万千瓦的发电企业在 2020 年除水电外，可再生能源配额达到 8%。

根据中国电力企业联合会牵头编制的《电力工业“十二五”规划研究报告》，到 2015 年和 2020 年风电规划装机容量分别为 1 亿千瓦和 1.8 亿千瓦。2010 年 10 月国务院颁布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，提出要提高风电技术装备水平，有序推进风电规模化发展，加快适应新能源发展的智能电网及运行体系建设。此外，“十二五”期间将加强电网投资建设，“十二五”期间，国家电网规划投资 5000 亿元，建成“三纵三横”特高压交流骨干网架和 11 回特高压直流输电工程，预计到 2020 年中国特高压电缆容量可达 3 亿千瓦。

目前国内的风电开发集中在“三北”（西北、东北和华北）地区、东南沿海等风资源丰富的高风速地区，该类市场已趋于阶段性饱和，开始受限于并网瓶颈，未来低风速风电场开发将迎来巨大的市场空间。低风速风电是指风速在 6 到 8 米/秒之间，年利用小时数在 2000 小时以下的风电开发项目。据统计，目前全国范围内可利用的低风速资源面积约占全国风能资源区的 68%，且均接近电网负荷的受端地区。目前，国家能源局正在加紧风电并网和市场消纳研究，其中就着重提出电网受端省区的低风速风电开发和电网消纳问题，这些省区的风电装机规模占比有望从不足 10% 提高到 20%。这意味着，我国“十二五”规划提出的 1 亿千瓦风电装机目标中，将有至少 2000 万千瓦的份额属于低风速风电场。

总体看，风电属清洁能源发电产业，受国家政策鼓励和支持，未来发展前景广阔。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是全国范围内的大型风电运营商，实力雄厚，规模较大

截至 2011 年底，按风电控股装机容量计算，公司风电装机容量达到 4,903.90 兆瓦，约占国内并网风电装机份额的 10.89%¹，是国内装机规模排名前三位的风力发电运营企业。截至 2011 年底，公司共有 89 个风电场正式营运，全年总发电量 6,844,385 兆瓦时，约占国内并网风电发电总量的 9.35%。

公司风电项目主要部署于拥有优质风能资源、上网电价较高的地区，并考虑了当地并网和电力传输条件

在发展过程中，公司保持有序扩张，坚持规模与质量并重、增长与盈利兼顾的经营原则。公司风电项目（包括运营中项目、在建项目和储备项目）均战略性地部署于多个地理区域，并在综合考虑一系列风电经营的关键要素基础上，达到最优回报，公司控股装机中超过 50% 位于并网电价 0.61 元/千瓦时的最高上网电价地区，控股装机容量中超过 70% 位于国家行业标准规定的优质风能资源地区。

公司根据国家电网发展建设顺序，有序投资开发风电项目，在一定程度上提高了项目并网效率和盈利水平。

公司是国内最大发电集团华能集团新能源业务最终整合的唯一平台，未来发展前景广阔

根据国家发展可再生能源相关政策，国内发电资源中的可再生能源发电比例将逐渐提高，公司作为国内最大的发电企业华能集团下属新能源业务的最终整合的唯一平台，享有集团范围内新业务机会选择权、选择购买权及优先受让权，为公司未来的增长提供了更大的空间，未来发展前景广阔。

2012 年国家能源局“十二五”第一批拟核准风电项目计划规模为 1,400 万千瓦，华能集团共

¹ 本段数据中，占全国比例数据均以中电联数据为准。

获得超过 15% 的份额，其占比排名位居前三位；“十二五”第二批核准风电项目计划规模为 1492 万千瓦，华能集团占 8.63%，作为华能集团下属的新能源最终整合的唯一平台，公司未来发展前景广阔。

综合来看，公司在风力发电行业中规模较大，资源配置区域优势明显，竞争力很强。

2. 技术及装备水平

风电技术主要体现在风机装备技术水平和日常运营、维护技术水平方面。公司的风电设备以国内大型风机制造企业华锐风电科技股份有限公司、东方汽轮机有限公司等生产的风机设备为主，其所产风机在发电效率、使用寿命等方面的技术水平处于国内领先。

公司是中国率先使用国产品牌兆瓦级风机的风电公司，并是国家发改委委任开发旨在推广国产风机的首批 500 兆瓦大型风电场之一。通过与中国风电制造商的密切合作，公司与国内所有主要的国产风机制造商建立了良好的合作关系，同时也就其各种风机的运行维护积累了宝贵的经验与技术知识。公司目前所使用的风机主要包括华锐“SL1500-1.5 兆瓦”、“华锐 SL3000-3.0 兆瓦”、“东汽 FD77B/FD70B-1.5 兆瓦”和“苏司兰 S82-1.5 兆瓦”等，从参数角度看，公司所用设备均符合行业标准，其主要性能指标处于国内相对领先水平。考虑到公司所用风机运营时间相对较短（运营时间在 3 年以内的占比较大），其所用风机的长期稳定性尚待时间检验。

公司承担了“国家高技术研究发展计划（即国家 863 计划）”中“海上风电场设计、施工、运维技术规范及检测认证体系建设”和“大型海上风电场全生命周期的管理决策系统研究”等多项海上风电场关键技术研究课题，并基本完成了关于“复杂山地地形条件下风电场微观选址”等前沿科技项目的研究。2011 年，公司成功开发了国内首个分散式风电场“华能陕西定边狼尔沟分散式示范风电工程”，积累了在分散式风电开发的技术、建设、运营方面的技术经验，为以后公司分散式发电业务的开展打下了基础；2011 年，公司开发的“华能江苏大丰海上风电示范工程”已完成大部分前期工作，具备向国家发改委申报核准的条件，实现了公司在海上风电开发领域的阶段性进展。

从日常运营和维护技术方面看，公司设有技术办负责日常技术问题的研究，并与专业的服务检修公司保持了良好的合作关系。公司设有检修队伍专门负责风机的日常维护、故障诊断等，经过多年发展，公司的日常技术和维护水平逐渐提高。

总体看，公司风机装备技术水平处于国内领先，拥有专业技术人员从事日常技术维护，整体技术水平相对较高。

3. 人员素质

公司董事长曹培玺先生，现年 57 岁，研究生学历，研究员级高级工程师，拥有多年电力行业工作经验和管理经验。曾任青岛电厂副厂长、厂长，山东电力局局长助理，山东电力局（集团公司）副局长（副总经理），山东电力集团公司董事长、总经理，中国华电集团公司副总经理、总经理兼华电国际电力股份有限公司董事长。现任华能国际董事长、华能集团总经理、华能开发董事长，华能新能源股份有限公司董事长。

公司总经理林刚先生，现年 48 岁，高级工程师，毕业于华北电力大学热动专业，研究生学历，曾任华能开发工程部副处长，华能北京分公司（北京热电厂）经理（厂长）助理、副经理（副厂长），华能国际综合计划部副经理、市场营销部副经理（主持工作），华能东北电力分公司总经理，华能国际市场营销部经理、华能国际总经理助理、华能国际副总经理。现任华能新能源股份有限公司执行董事、总经理。

截至 2011 年底，公司共有在职员工 1,006 人，其中生产人员占 66.90%，管理人员占 24.16%；从文化程度看，公司大专学历占 29.82%，本科及以上学历占 67.99%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的电力行业工作背景和管理经验，对行业发展趋势较为了解，经营驾驭能力较强，管理水平较高。公司员工以生产人员为主，整体文化程度较高，符合清洁能源新兴电力行业特点，近年公司引入大量高级人才和技术骨干，同时注重从内部挖掘培养项目所需人才，人员构成渐趋合理。

4. 外部支持

公司控股股东华能集团是国内电力行业的龙头企业，世界500强企业之一，在主要区域电网的市场占有率较高。华能集团资产规模较大，盈利能力较强，目前的业务涉及电力能源、金融、交通运输、对外投资等。华能集团曾为公司提供包括贷款担保在内多项支持措施，有力的支持了公司业务的快速发展。

公司作为新能源上市公司，根据《可再生能源法》及其实施细则、修正案等法律法规，国家给予风电行业的经济激励措施主要包括强制性并网及全额收购由风电场产生的所有电量、上网电价溢价（风电的上网电价一般高于同地区火电上网电价），以及就风电项目征收的增值税减免或退税 50%的税收优惠。

总体看，公司所属风电行业受政策鼓励和扶持，享有电价及税收优惠政策，控股股东华能集团作为国内电力龙头企业对公司的支持力度较大。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》及香港证券交易所上市监管等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度。公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 11 名成员组成，其中 4 名为独立董事，董事任期 3 年。董事会设董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由 3 名监事组成，任期 3 年，监事会设监事会主席 1 名，由 2/3 以上监事选举产生。公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

公司董事会和高管层、业务、财务等方面均独立于控股股东华能集团，有权独立制定经营性决策及实施决策，财务部门独立与华能集团，负责履行公司的财政、会计、报告、信贷及内部监控职能。目前，公司的战略发展方面由华能集团相关部门按集团总体规划统一制定，华能集团统一协调各下属公司发展，有效的提高了资源的使用效率。

总体看，公司法人治理结构较完善。

2. 管理体制

公司下设经理工作部、人力资源部、财务部、企业文化部、监察审计部、规划部、项目开发部、基本建设部、安全生产部、商务部、科技部、证券部等 12 个职能部门，下属各部门职能划分明确，管理制度完善，执行情况较好。

公司各部门分工明确，对下属企业的对应部门进行专业指导、监督及业务支持，统一执行公司颁布的各项规章制度，在公司整体发展战略规划的基础上，各下属子公司建立了相应的经营计划和内部控制制度，完善自身管理。

为满足生产经营需要，公司制定了包括决策管理、经营管理、财务管理、工程管理、安全管理在内的多项管理制度，管理制度内容涵盖公司业务的各个层面，制度较为健全，目前执行情况良好。

在经营管理方面，公司制定了《投资经营计划管理办法》、《综合统计管理办法》、《合同管理办法》、《招投标管理标准》、《物资管理办法》等相关制度，明确了在业务开展过程中各环节的管理办法，在较大程度上控制了经营风险。

财务管理方面，公司制定了包括预算、决算、资金管理、对外担保在内的系统化的财务管理制度，目前各项制度执行情况正常。公司本部作为资本运营中心、资金结算中心，对下属所有子公司资金进行监管，并实行全面的预算管理制度，预算与经营计划和目标对应，以保障公司经营目标的实现。

为规范内部审计工作，公司制定有内部审计章程，其中规定内审机构由公司董事会设立，对公司董事会负责，其职责由审计委员会规定，并在董事会和审计委员会的监督下，独立开展和行使内部审计职责。内部审计范围包括审查和评估公司及下属单位的治理、风险管理和内部控制的充分性和有效性。

综合看，公司法人治理结构较为完善，各项规章制度比较健全，运作规范。

六、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，其新能源业务以风力发电为主。2009~2011 年，随着公司发电规模的增长以及上网电价的提升，公司主营业务收入快速增长，分别为 8.47 亿元、17.59 亿元、31.60 亿元，年复合增长率为 93.15%。从收入构成上看，2011 年公司的主营业务收入主要来自于电力销售收入（占比 98.88%），其他业务收入规模相对较小。

表 3 2009 年~2011 年公司营业收入及占比情况 单位：万元

		2009 年		2010 年		2011 年	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	电力销售	84,706.81	92.23%	175,855.56	99.44%	316,008.87	98.88%
其他业务收入	设备检修	-	-	-	-	3,238.27	1.01%
	特许经营权建造	6,663.41	7.26%	-	-	-	-
	其他	475.04	0.52%	996.98	0.56%	345.99	0.11%
收入合计		91,845.26	100.00%	176,852.54	100.00%	319,593.13	100.00%

资料来源：公司年报

从毛利水平看，公司全部业务的毛利率一直维持在较高水平，2009~2011 年分别为 55.33%、58.45%和 58.76%。另外，公司作为清洁能源生产企业，碳减排量收入（即 CDM²，公司将该部分收入计入营业外收入），该部分收入对公司的利润贡献较大。2009~2011 年，公司营业外收入中的减排量收入分别为 0.31 亿元、1.70 亿元和 4.93 亿元。截至 2011 年底，公司获得国家发改委核准

² CDM 即清洁发展机制，是《京都议定书》中引入的三个灵活履约机制之一。按《京都议定书》规定，发达国家缔约方为实现温室气体减排义务，从 2005 年开始至 2012 年间必须将温室气体排放水平在 1990 年的基础上平均减少 5.2%，由于发达国家减排温室气体的成本是发展中国家的几倍甚至几十倍。发达国家通过在发展中国家实施具有温室气体减排效果的项目，把项目所产生的温室气体减少的排放量作为履行京都议定书所规定的一部分义务。

的 CDM 项目增加至 93 个，其中 2011 年新增获批 47 个，在联合国清洁发展机制执行理事会成功注册 CDM 项目 51 个，其中 2011 年新增注册 26 个，累计获得核证减排量 188.20 万吨，其中 2011 年当年获得核证减排量 122.51 万吨。

2. 生产经营

公司的电力销售业务主要为风力发电业务，近年来其在公司主营业务中的占比保持在 95% 以上。

(1) 经营概况

2011 年底，公司风电控股装机容量为 4,903.9 兆瓦，同比增长 39.2%，控股发电总量 6,844.4 吉瓦时，同比增长 80.6%，发电量增长明显的原因主要是装机容量的显著增长以及生产经营管理水平的提高。2011 年，公司共新获得 32 个项目的核准，容量为 1,653 兆瓦。

从经营区域上看，公司的风电项目按照范围可分为六大区域，主要包括东北、华东、南方、华北、蒙西和新疆，其中东北地区的控股装机容量在 50% 以上，是公司经营业务的主要地区。

表 4 公司主要经营指标分地域情况

	控股装机容量(兆瓦)		控股发电量(兆瓦时)		加权平均利用小时数(小时)	
	2010 年	2011 年	2010 年	2011 年	2010 年	2011 年
东北地区	2,070.2	2,467.7	2,154,445.9	3,663,805.4	2,220	1,790
华东地区	597.2	754.7	761,344.4	1,210,119.3	2,299	2,011
南方地区	261.1	631.6	310,957.2	726,445.6	2,451	2,571
华北地区	198.0	595.5	93,859.6	303,764.8	1,891	1,632
蒙西地区	297.0	346.5	367,803.8	607,911.2	2,434	2,117
新疆	99.0	99.0	100,464.5	332,338.7	2,443	3,357
其他		9.0				
合计	3,522.4	4,903.9	3,788,875.4	6,844,385.0	2,265	1,962

资料来源：公司提供

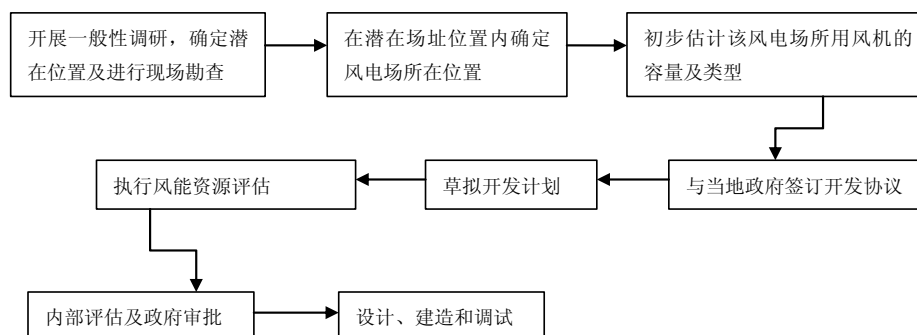
2011 年，受国内当年风速普遍较低及部分地区限电加剧影响，公司加权平均利用小时数大幅下降至 1962 小时，较上年下降 13.4%，从区域上看，东北地区作为公司最大的经营区域，全年平均利用小时数下降规模最大，降幅达到 19.4%。

从售电价格方面看，2011 年公司加权平均上网电价为 0.596 元/千瓦时（含增值税），较上年略有下降，但仍保持在国内风电价格的较高水平。

(2) 经营模式

公司风电项目的开发过程大体可分为三个关键阶段：（1）选址、签订开发协议及风能资源评估；（2）内部评估及政府审批；（3）设计、建造和调试。

图 3 公司风电项目开发流程简图



资料来源：公司提供

（3）设备采购

风电机组设备采购款一般占风电项目建设成本的 50%至 60%，而风电项目后续运营成本相对较低，因此风机价格的波动对公司的经营活动和盈利水平影响程度较大。

通过多年合作，公司与供货商之间建立了紧密的关系，能够以较低的价格和优惠的条款购买风机。公司通过集约招标的形式，适时适量招标采购风机，而非提前订立购买风机的合同，以便降低融资成本及储存成本。当决定购买风机时，公司一般邀请至少四家风机供货商进行投标，并至少三个有效投标后开始正式投标程序。当收到足够数量的有效投标后，公司投标委员会下属的工作小组将审查投标并向投标委员会提出建议。基于工作小组的建议，投标委员会进一步审查投标并于考虑各方面因素（包括但不限于供货商的投标价格、风机质量、技术支持以及声望及专有技术）后作出最终决策。

根据当前与供货商订立的买卖协议，公司通常须在签订协议后（但不早于交货前三个月）支付占购买价 10%的预付款，收到风机后支付 50%的购买价，以及在验货与买卖协议项下全部风机调试均符合双方协议的规格后支付 30%的购买价。通常公司会保留 10%的购买价作为保证金，直至保证期满。

购买风机时，公司要求供货商向公司作出质量保证并于买卖协议中规定相关保证。有关质量保证期限范围为调试与验收通过后的两至六年。该等保证通常包括：(1)功率曲线保证，使公司在功率输出低于某个特定水平时，有权获得算定损害赔偿或扣减保证金；(2)可用率保证，使公司在年度可用系数未达到某个特定水平时，有权获得算定损害赔偿或扣减保证金，有时还可延长保证期。特别是如果特定年度可用系数每下降 1%，供货商有责任向公司支付等价于合同总价 1%的违约金。如果年度可用系数低于特定水平的幅度达到 5%或以上，公司有权要求更换有瑕疵的风机或退货。存续经营期内公司风机的年度可用系数低于特定水平的幅度均未达到 5%。另外，根据买卖协议规定，公司有权于以下情况下以书面通知方式终止协议：(1)供货商延迟两个月交付；(2)供货商未能履行其合同责任并在公司提出要求后 30 日内未能作出补救；(3)风机存在重大缺陷，从而影响公司风电项目的发展进程。

通过多年经营发展，公司与风机供货商形成了良好的合作关系，目前公司仍能以相对优惠条款获得稳定的风机供应。

（4）发电生产

截至 2011 年底，公司位于东北地区的风电场的平均利用时数有所下降，南方及新疆地区有所上升。截至 2011 年底，公司有 89 个风电场正式运营，控股装机容量 4,904 兆瓦，运营的风电场加权平均利用小时数维持在 1,962 小时，高于行业平均水平，体现了较强的运营效率。

从项目投产时间分布看，公司风电项目投产时间主要集中在 2009~2011 年之间，占公司控股装机容量的 91.80%，目前看公司风电项目的设备成新率较高，设备的整体运营指标稳定，情况良好。

公司的风电场均设有维修时间表，凭借丰富的运营经验及技术知识，公司已发展充足的内部营运及维护团队，可进行大量营运及维护业务。公司继续加强对主要营运及维护业务的控制，自行运营所有的风电项目，而非聘任第三方管理人，凭借经验丰富、技术专业的运营团队，整体营运及维护成本保持在较低水平，提高风电场的利用时数。

公司拥有一支经验丰富、技术水平较高的风电内部维护团队，负责风电场及下属子公司的日常检查、保养及维修，这在较大程度上提高了公司风电业务的经营效率，并且能较好的保障公司

风电业务的后续运营。

公司运营过程中的成本费用主要包括项目贷款所形成的财务费用、设备折旧和备件更换以及人力成本等。其中公司所购买的风机设备一般折旧年限为 20 年，由于公司所购风机设备大部分仍在质保期内（质保期一般为 2 年），所以运营成本相对较低，质保期过后其设备维修成本及维护人员的费用将有所上升，进而对公司发电成本和期间费用形成影响。

（5）电力销售

公司风电业务是通过向所在地电网公司销售风电场产生的电能实现业务收入。根据《可再生能源法》、《可再生能源发电有关管理规定》等法律法规，电网公司须强制全额收购在其电网覆盖范围内的可再生能源并网发电项目所产生的上网电量，并提供并网服务。根据国务院《节能发电调度办法(试行)》规定，使用风能、太阳能及海洋能等可再生能源的发电商，享有第一序位调度的权利。因此，在国内经营的风电项目运营期并无实质竞争，公司风电电能享有法定强制购买及优先调度权利。

由于行业特性，发展风电受自然条件限制，尤其是风力资源仅存在于有限地理区域及特定地点。因此，风电运营商之间的竞争主要发生在开发阶段，特别是在选择合适地点及获得权利在特定地点开发风电项目方面，而非项目的运作阶段。公司与其他风电开发商在开发阶段的竞争点包括选择风力资源的地点、获取相关政府批文、将自身的规划容量纳入地方电网规划以及获取资金来源。从实际售电量上看，公司风电场所产电力的实际售电量会受到各种因素制约，包括最大输电量、电网的稳定性及当地电力需求。近年来，为给予提供热能的热电联产公司优先权，并确保地方电网的稳定安全，东北（例如内蒙、辽宁）地方电网公司限制风电公司连接电网（尤其是在冬夜）。由于公司风电场所产电力无法储存而须即刻输送，因此公司位于内蒙古西部的部分风电场暂时关闭了部分风电机组。

主要客户

根据公司与当地电网公司订立的电力采购协议的条款及条件，公司将风电项目产生的全部电力出售给当地的各家电网公司。除蒙西的电网公司（由内蒙古政府拥有）外，所有作为公司客户的电网公司由国家电网公司或中国南方电网公司最终拥有。目前，公司不向任何其他公司或个人终端用户售电。

公司与当地电网公司签署的购电协议，根据购电协议，公司须遵从地方电网公司的调度指示，且必须调整发电量以保证电网稳定。公司的风电场与地方电网公司订立的购电协议一般订明计划发电量，地方电网公司每月向公司支付所售电力的款项。

售电价格

根据《可再生能源法》、《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》，可再生能源所产电力的上网电价现有两类：政府定价、政府指导价。对于 2005 年 12 月 31 日后至 2009 年 8 月 1 日前获得批准的风电项目，上网电价为政府指导价，其他可再生能源项目（例如太阳能电力及水电）上网电价则采用政府定价。2011 年，公司风电项目平均上网电价为 0.596 元/千瓦时，处于相对较高水平。

结算周期及结算方式

公司的电力能源供应给当地电网公司时，电力销售即确认，公司通常于次月向当地电网公司开出账单，地方电网公司收到账单后，通常以分期付款的方式分两期支付。一般情况下，首期付款占总售电量 40%至 70%，并于开票日期起 15 至 30 日内支付，而余下款项由于是从终端用户应付

的电价附加费中额外拨款至当地电网公司，其一般支付时间为确认销售后 2 至 12 个月内，由于终端电价迟迟未上调，2011 年 10 月以后的电价附加费结算周期有所延长。

（6）其他业务

截至 2011 年底，公司共拥有太阳能特许经营权项目 2 个，总容量为 50.4 兆瓦，以上项目目前正处于准备阶段。同时，公司正积极探索近海风电、海洋能、氢能等其他能源领域的开发，寻求多元化发展，以上新能源业务对公司收入和利润的贡献未来将逐渐体现。

总体看，作为公司主营业务收入和利润最主要构成的风电业务目前运作情况良好，业务规模呈增长趋势，毛利水平较高，主营业务运营稳健。公司其他能源领域对收入和利润的贡献较小，未来随着公司在其他能源领域的开发，公司的收入和利润规模有进一步增长的可能。

3. 经营效率

近年来公司各项经营效率指标中应收账款周转率呈下降趋势，总资产周转率小幅增长，作为风力发电为主业的上市公司，公司存货规模极小，存货周转率对公司而言意义相对不大。2011 年，公司应收账款周转次数、总资产周转次数分别为 2.16 次和 0.08 次。公司正处于规模扩张期，部分项目未投产或投产时间较短，这在一定程度上影响了公司资产的周转速率，考虑到随着公司风电等项目完工投产后，届时公司营业收入规模将大幅增长，资产周转速率也将相应提高。总体看，公司经营效率处于行业正常水平。

表5 2011年国内部分清洁能源上市公司经营效率指标

指标	京能清洁能源	大唐新能源	华能新能源	龙源电力
应收账款周转率（次）	3.13	1.83	2.16	3.12
总资产周转率（次）	0.19	0.08	0.08	0.18

资料来源：各公司年报，联合评级搜集整理

4. 未来发展

公司作为国内清洁能源发电的龙头企业之一，将把市场发展及节能减排等社会责任紧密结合在一起，坚持走速度与规模、效益与质量、国内与国际市场相结合的发展之路，全力以赴发展以风电为核心的新能源产业，力争在较短时间内，使管理水平和综合效益指标达到国际先进水平，打造实力雄厚、国际一流的新能源企业。

在发展方向上，公司计划以国内为主，适时在境外投资开发风电和太阳能项目，将华能新能源打造成为国际一流的新能源品牌；在资源拓展上，公司计划加大电价高、效益好地区的风电开发力度，改善风电盈利结构，同时，抓住海上风电发展机遇，扩大装机规模、做好后续资源储备；在企业内部管理上，基建与生产并重，开发与创新并举，切实实施五个专业化管理，实现资源配置最合理、造价控制最好、运营管理成本最低、管理效率最高、综合效益最佳的管理模式。

截至 2011 年底，公司拥有 490.39 万千瓦的控股装机容量，114 万千瓦的在建装机和 8,314.3 万千瓦的储备，是华能集团风电等可再生能源业务最终整合的唯一平台。公司将储备项目战略性地划分了两个梯队，并依据国家电网的发展有序开发两个梯队下的项目，其中辽宁省、蒙东及山东省作为第一梯队区域，云南、山西、广东及贵州各省划分为第二梯队区域。第一梯队及第二梯队区域均拥有优质风能资源及相对较高的上网电价。相对于第一梯队区域而言，第二梯队区域于风电装机容量方面开发程度较低，且不存在实质性的电网阻塞问题。由于采取上述开发战略，公司有能力减少电网接入问题所导致的损失。丰富的风资源储备为公司未来的发展提供了良好的基础，在国家大力倡导新能源产业发展的政策背景下，公司面临较好的发展机遇。

总体看，随着公司发电规模的不断扩大，公司的主营业务收入规模和利润规模将保持增长，未来随着国家对清洁能源产业支持力度的提升，公司将面临较好的发展机遇。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009 年~2011 年度合并财务报表均已经毕马威华振会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，随着经营规模的不断扩大，公司近三年合并报表范围有所变化，但由于主要经营业务均未发生变化，其财务数据可比性较强。

截至2011年底，公司合并资产总额4,822,210.72万元，负债合计3,606,266.66万元，所有者权益（含少数股东权益）1,215,944.07万元。2011年公司实现营业收入319,593.13万元，净利润（含少数股东损益）112,190.02万元；经营活动产生的现金流量净额256,184.39万元，现金及现金等价物净增加额620,845.52万元。

截至2012年一季末，公司合并资产总额5,026,325.46万元，负债合计3,802,223.57万元，所有者权益（含少数股东权益）1,224,101.88万元。2012年一季度公司实现营业收入82,151.40万元，净利润（含少数股东损益）9,050.92万元；经营活动产生的现金流量净额57,735.07万元，现金及现金等价物净增加额80,174.40万元。

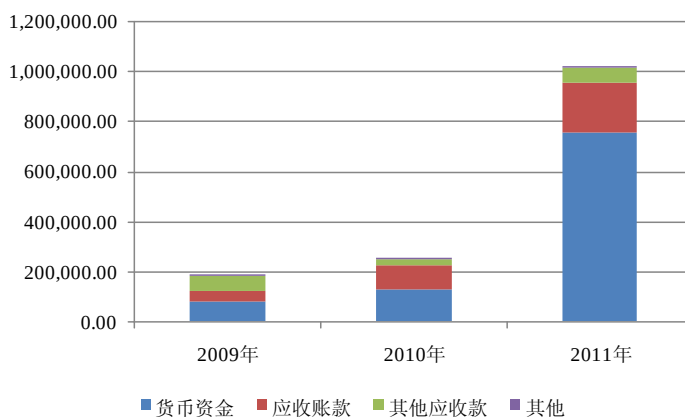
2. 资产质量

2009 年~2011 年公司资产规模迅速增长，三年复合增长率达 69.45%，主要原因一是 2010 年 8 月公司经过重组改制后净资产规模有所增长；二是 2011 年 6 月公司成功实现 IPO，货币资金规模相应大幅增长；三是公司风电项目经营规模的进一步扩大带动了资产规模的持续增长。从资产结构看，近三年公司流动资产占总资产比例分别为 10.85%、7.99%、21.10%，除 2011 年由于 IPO 带来的货币资金的增长使得公司流动资产占比大幅上升外，公司近年资产结构较为稳定，非流动资产比例基本维持在 90%左右，符合公司所属行业资产结构特征。

流动资产

近三年公司流动资产构成变化不大，主要以货币资金、应收账款和其他应收款为主，流动资产构成及变化情况如下图所示（其他包括预付款项、存货和应收票据）。

图 4 近三年公司流动资产构成情况 单位：万元



数据来源：公司提供。

公司流动资产中货币资金始终占有较高比重，近三年占流动资产比重分别为 45.81%、52.87% 和 74.48%。截至 2011 年底，公司货币资金余额为 757,745.42 万元，同比大幅增长 478.30%，主要是公司 IPO 募集资金到位所致；公司货币资金全部为现金和存款，其中使用受限的验资户存款³、定期存款（期限三个月以上）和保证金存款占货币资金的比例为 0.94%，占比很小。

公司应收账款规模持续增长，近三年复合增长率为 126.21%，主要是公司风电销售收入增长（三年复合增长率为 93.15%）所致。截至 2011 年底，公司应收账款余额为 200,008.95 万元，从账龄上看，应收账款余额在 1 年以内的占比为 90.77%，考虑到公司应收电网公司款项占应收账款余额的绝大部分比重（占 94.49%），且该类电网公司为政府控制或拥有，信用质量良好并与公司维持着长期稳定的业务关系，出现信用损失的风险很小，因此公司未对应收账款计提坏账准备。

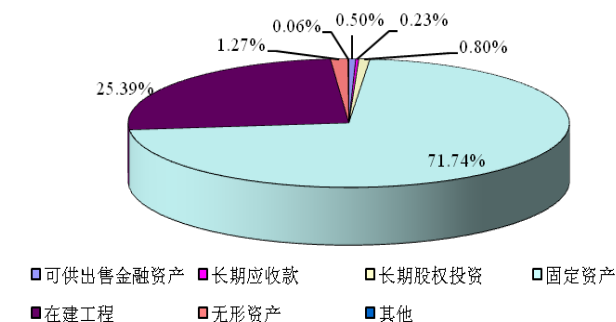
近三年，公司其他应收款规模呈波动增长态势，截至 2011 年底，公司其他应收款净额为 58,334.98 万元，同比增加 182.38%，系公司 CDM 业务规模增长带动应收待签发减排量收入增长所致。公司其他应收款主要是应收待签发的 CDM 减排量收入，从账龄上看，其他应收款余额 1 年以内的占比为 87.74%，目前公司已计提坏账准备 81.79 万元。

截至 2011 年底，公司存货余额为 208.64 万元，自 2009 年 1 月公司出售水力发电业务后，存货大幅减少，目前公司存货主要是风电场备品备件；应收票据主要是应收售电款项，截至 2011 年底公司应收票据余额为 1,040.55 万元，全部为一年内到期的银行承兑汇票。

非流动资产

随着近年来公司已建成及在建风电项目的持续增加，近三年公司非流动资产规模相应大幅增长，2011 年底达到 3,804,779.54 万元，三年复合增长率为 59.42%；公司非流动资产构成变化不大，以固定资产和在建工程为主，截至 2011 年底，分别占非流动资产的 71.74%和 25.39%。

图 5 2011 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司提供。

近三年公司固定资产规模增长迅速，复合增长率达 73.04%，主要是来自风电项目相关设备的增长。截至 2011 年底，公司固定资产原值 2,946,900.65 万元，其中发电及相关设备占 92.62%，房屋及建筑物占 6.83%，其他为交通运输及电子设备等。截至 2011 年底，公司固定资产累计计提折旧 217,490.37 万元，固定资产成新率为 92.62%，成新率高。公司固定资产中以融资租赁形式租入的固定资产年末账面价值为 190,402.51 万元，占固定资产账面价值的比例较小（占 6.98%），融资租赁期限在 81 至 120 个月之间。

近三年公司在建工程规模呈波动下降趋势，2010 年随着新建风电项目的增加，年底在建工程

³ 验资户存款指公司为准备投资设立的公司拨付的资本金。由于截至 2011 年 12 月 31 日这些公司尚未注册成立，上述资本金暂存于其临时验资账户中，不能随意动用。

账面价值同比大幅增长 112.72%；2011 年受限电、国内风电产业发展速度放缓等因素影响，公司当年新增在建项目有所减少，同时受在建工程转入固定资产影响，年底在建工程账面价值同比减少 12.98%。截至 2011 年底，公司在建工程余额为 966,179.24 万元，主要为风电项目在建工程。

公司无形资产包括特许经营权⁴、土地及海域使用权、电脑软件及其他。截至 2011 年底，公司无形资产原值共计 53,883.61 万元，其中特许经营权占比 79.39%，无形资产已累计摊销 5,528.76 万元。可供出售金融资产为公司于 2011 年 12 月以每股港币 2.16 元购入的国电科技环保集团股份有限公司公开发售的股票，以公允价值计量，截至 2011 年底其余额为 19,111.49 万元。

进入 2012 年一季度，公司货币资金和应收账款规模保持了上年的增长趋势，分别较年初增长了 17.61%和 15.88%，从而带动流动资产规模较年初增长 16.62%；与此同时公司固定资产小幅增长，在建工程规模则持续下降，非流动资产规模与年初基本持平。整体来看，2012 年一季度公司资产规模较年初小幅增长 4.23%，资产构成较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，随着经营规模的扩大及成功上市，近年来公司资产规模增长迅速，资产构成稳定合理，目前流动资产中货币资金占比较高，整体资产质量良好。

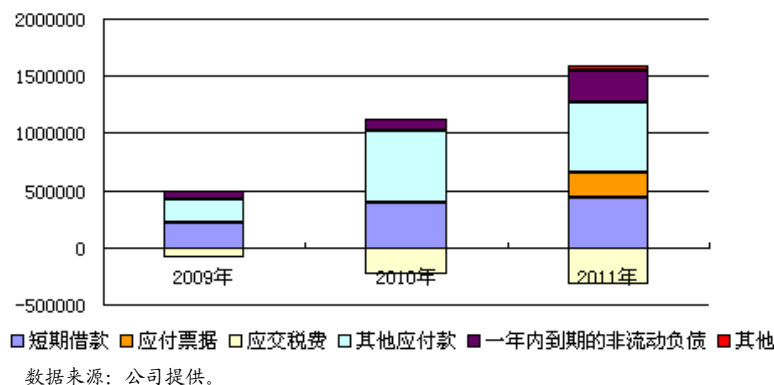
3. 负债及所有者权益

负债

随着经营规模的扩大，公司负债规模也呈现出相应的增长，2009~2011 年负债合计复合增长率为 63.40%，截至 2011 年底，公司负债合计达 3,606,266.66 万元。从负债结构来看，近三年公司流动负债占负债合计比例分别为 29.87%、35.69%和 34.91%，相对公司资产结构来看，2009~2010 年公司流动负债占比较高，2011 年受益于 IPO 带来的货币资金的大幅增长，公司负债结构和资产结构匹配度得到较大改善。

截至 2011 年底，公司流动负债为 1,259,018.94 万元，较上年增长了 41.69%，主要来自于一年内到期的非流动负债、应付票据和短期借款的增长。公司流动负债以短期借款、应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债和应交税费为主，其构成及变化情况如下图所示。

图 6 公司流动负债构成情况（单位：万元）



为满足资金周转需求，同时出于降低融资成本的考量，近年公司保持了一定的短期借款规模。截至 2011 年底，公司短期借款 436,500.00 万元，同比增长 9.96%，增幅较上年（同比增长 85.79%）大幅回落；公司短期借款全部为银行及其他金融机构的信用借款。

截至 2011 年底，公司应付票据 222,828.88 万元，全部为新增应付款项。应付票据中商业承兑汇票占 98.93%，其余为银行承兑汇票。

⁴ 特许经营权是以建设经营移交方式建设的通辽一期风电项目。

公司其他应付款主要来自于应付工程、设备款和应付质保金等。2010 年由于风电场建设和发展需要购入风机设备，加之应付质保金的增加使得年底其他应付款项同比大幅增长 203.40%；截至 2011 年底，公司其他应付款 614,152.23 万元，同比小幅减少 0.64%。

公司应交税费主要为待抵扣增值税，截至 2011 年底，公司待抵扣增值税-329,979.34 万元，应交税费余额-324,370.84 万元，其他主要为应交营业税、所得税等。

公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成，截至 2011 年底，公司非流动负债合计为 2,347,247.72 万元，其中长期借款和长期应付款分别占 82.04%和 16.75%，其余为递延所得税负债和其他非流动负债，占比较小。

2009~2011 年公司长期借款规模持续快速增长，三年复合增长率达 54.31%，主要是为满足公司风电业务扩张的资金需求所致。截至 2011 年底，公司长期借款为 2,165,090.24 万元，还款期限相对较为分散，不存在集中偿付情况，主要是信用借款（占 90.04%），其余为担保和质押借款，一年内到期的长期借款为 239,383.34 万元。

公司长期应付款主要为应付融资租赁款和应付质保金，随着风电业务的扩张，近年同样呈快速增长态势，三年复合增长率达 86.49%，截至 2011 年底，公司长期应付款为 421,380.58 万元，其中一年内到期的长期应付款为 28,306.67 万元。

随着重组改制和 IPO 募集资金到账，公司净资产规模持续增长，相应负债比率也呈逐年下降趋势。截至 2011 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 64.32%、71.95%和 74.78%，债务水平较高，但仍处于行业正常水平。从公司债务结构看，2011 年底公司全部债务共计 3,119,447.11 万元，刚性债务压力较大；从债务期限结构看，短期债务占 29.72%，长期债务占 70.28%，尽管受益于 IPO 带来的流动资产的大幅增长，公司债务结构和资产结构的匹配度得到较大程度的改善，但考虑到 IPO 募集资金将主要用于风电项目建设的投入，整体看公司短期债务占比仍相对较高，债务结构有待进一步优化。

进入 2012 年一季度，公司借贷规模小幅增长，整体债务规模与年初基本持平，负债结构较年初变化不大，仍以非流动负债为主，公司债务负担变化不大。

总体看，近年公司负债比率有所下降，债务水平处于行业正常水平，但刚性债务压力较大，且短期债务占比相对较高，债务结构有待进一步优化。

所有者权益

近三年，公司所有者权益水平增长较快，三年复合增长率达 92.31%，主要是 2010 年公司重组改制和 2011 年 IPO 后所有者权益规模大幅增长所致。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 1,215,944.07 万元，其中归属于母公司所有者权益 1,133,151.84 万元，占所有者权益合计的 93.19%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 74.54%，资本公积占 12.06%，盈余公积占 0.02%，未分配利润占 13.38%，外币报表折算差额占-0.01%。

2012 年一季度末，公司所有者权益规模和构成较年初变化不大，所有者权益合计 1,224,101.88 万元。

总体看，受 IPO 募集资金到账影响，2011 年公司的所有者权益大幅上升，从权益构成上看，公司所有者权益以实收资本为主，权益构成相对稳定。

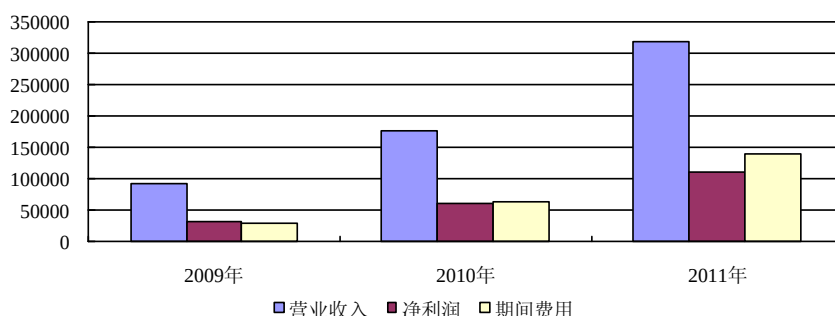
4. 盈利能力

近年来，在国家产业政策支持下，我国风电行业快速发展，公司以此为契机，凭借特有的资源优势逐渐发展成为行业领先企业，近三年公司总装机容量年复合增长率排名全球第一，国内市

场份额中，装机规模排名第三。在此背景下，近三年公司营业收入迅速增长，三年复合增长率达 86.54%，同期利润总额和净利润复合增长率分别为 78.09%和 85.80%，呈现良好的发展态势。2011 年公司实现营业收入 319,593.13 万元，实现利润总额 115,417.77 万元，净利润 112,190.02 万元，同比分别增长 80.71%、76.88%和 80.79%。公司盈利规模较大，但整体增速有所放缓。

从期间费用看，随着公司风电业务的扩张，2009~2011 年公司管理费用和财务费用均呈增长趋势（公司无销售费用），主要系公司业务规模增长所致。近年来公司财务费用随着对外融资规模的扩大而持续增长，2011 年公司财务费用增至 121,535.93 万元，同比大幅增长 144.79%，主要原因一是公司运营项目建设完成停止利息资本化，二是融资利率上调，三是上市融资的现金尚未结汇使用，增加汇兑损失 1.45 亿元使得财务费用增加所致。近三年公司费用收入比分别为 31.76%、35.79%和 43.63%，整体水平较高且呈上升趋势，主要是快速增长的财务费用加大了公司的期间费用压力。

图 7 2009~2011 年公司营业收入、净利润、期间费用增长情况（单位：万元）



数据来源：公司提供

近年来公司 CDM 减排量规模扩大，带来的营业外收入规模增长，2009 年~2011 年公司减排量收入分别为 0.31 亿元、1.70 亿元和 4.93 亿元。

从盈利指标看，2009~2011 年，公司营业利润率较为稳定，始终保持在 55%以上，不同期间略有变化主要是受公司风电场净售电量和平均上网电价变动所致。2011 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.59%和 12.28%，较上年变化不大，公司整体盈利水平相对稳定。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力整体处于行业较好水平（如下表所示）。

表 6 2011 年风电行业上市公司盈利指标情况

指标名称	华能新能源	大唐新能源	龙源电力	京能清洁能源
净资产收益率(%)	11.19	6.56	9.21	9.90
总资产报酬率(%)	5.17	4.90	6.42	7.16

资料来源：公司年报；

注：为便于同行业上市公司比较，该表数据均来自各上市公司年报，由于 H 股上市公司年报所遵循的会计准则与国内通行会计准则有所差异，因此上述指标与报告中涉及的同类指标略有差异。

总体看，近年来公司整体盈利规模较大，各项盈利指标水平较为稳定，处于行业较好水平。

5. 现金流

从经营活动看，随着公司风电业务的扩张，近年来公司经营活动现金流入随着营业收入的增长而逐年增加，且经营活动现金流入的增长速度相对经营活动现金流出的增长速度来说呈上升趋势，主要是公司为清洁能源发电企业，项目的支出主要集中在投资阶段，在生产经营过程中支出的现金规模相对较小，随着公司业务规模的扩大，公司经营活动现金流入大幅增长带动经营活动现金净流入大幅增长所致。2011 年公司经营活动产生的现金流量净额较上年增长 103.32%，达 256,184.39 万元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 89.08%、84.71%和

88.13%，主要系近两年可再生能源电价附加缺口较大导致该部分款项结算周期延长所致，随着国家在 2012 年开始对可再生能源电价附加的调整，公司的可再生能源附加有望在 2012 年陆续收回，这将使得公司的现金收入水平明显提升。

从投资活动来看，由于近三年公司持续进行风电项目的建设及扩张，相应购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模始终保持在较高水平，2011 年达到了 769,935.55 万元，但相对 2010 年的现金支出规模来看，同比减少了 26.10%，主要是同期在建风电项目有所减少所致。综合来看，公司投资活动产生的现金流量以现金支出为主，2011 年投资活动产生的现金流量净额达到-778,731.53 万元，现金净支出较上年减少了 19.88%，主要是同期工程项目和发电设备投入减少所致。2011 年公司筹资活动前现金流入为-522,547.14 万元，表明投资支出额度较大，公司自有经营活动产生的现金流尚不能满足投资活动现金需求。

从筹资活动来看，由于近年来投资活动支出较大，外部融资需求也相应增加，公司 2011 年筹资活动现金流入达到 1,894,399.54 万元，同比增长了 29.71%。公司筹资活动支出主要来自于偿还借款及利息支出，2011 年公司筹资活动现金流出为 736,366.91 万元，全年筹资活动产生的现金流量净额达到了 1,158,032.63 万元。

总体看，公司经营现金流入规模较大，收入实现质量将随着国家相关政策的推出而显著提升，目前公司业务的发展对外部融资有较强的依赖性，筹资活动产生的现金是公司规模扩张的主要资金来源。

6. 偿债能力

近年公司负债水平有所下降，目前处于行业正常水平，但从债务结构来看，公司有息债务占比较大，且短期债务占比相对较高。

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率和速动比率指标呈波动上升态势，2011 年均均为 0.81 倍，处于较低水平；公司流动资产中现金类资产占比较高，2011 年现金短期债务比为 0.82 倍，考虑到公司上市募集资金的具体用途，其现金类资产对短期债务的实际保障程度要低于该指标；从经营活动现金流来看，2011 年公司经营现金流动负债比率为 20.35%，经营活动产生的现金流对债务具有一定保障能力。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司长期债务资本化比率逐年下降，截至 2011 年底为 64.32%，仍处于较高水平；2009~2011 年公司 EBITDA 分别为 91,180.52 万元、180,023.31 万元和 338,574.47 万元，呈持续增长态势；公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.87 倍、2.27 倍和 2.26 倍，显示公司利息支付能力正常；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍、0.09 倍和 0.11 倍，EBITDA 对债务的保障能力正常。考虑到公司上市募集资金将部分用于偿还贷款从而降低负债规模，且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，公司盈利规模有望进一步增长，总体看，公司长期偿债能力较强。

公司与中国农业银行、工商银行、交通银行、广发银行、招商银行和华夏银行等各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2012 年 3 月 31 日，公司已获银行共计 315.54 亿元的授信额度，尚未使用的授信额度 81.59 亿元，公司间接融资通道较畅通。

总体看，公司具备较强的偿债能力和抗风险能力。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2011年底,公司负债总额为3,606,266.66万元,本期拟发行公司债规模不超过200,000万元,相对公司负债总额而言,募集资金规模较小,此次债券发行募集资金拟用于补充营运资金、调整债务结构,对公司负债规模和结构将产生一定影响。

以2011年底财务数据为基础,假设募集资金净额为200,000万元,本次债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为66.30%、73.19%和75.79%,债务负担有所加重,但整体变化幅度较小。从债务结构来看,本次债券发行后,有助于改善公司债务期限结构。

2. 本期公司债偿债能力分析

以2011年相关财务数据为基础,公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行200,000.00万元公司债的保护倍数分别为1.69倍、1.51倍和1.28倍。总体看,EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本次债券的覆盖程度尚可。联合评级同时关注到,作为华能集团唯一的新能源平台,公司现有装机储备充足,未来公司仍将凭借特有的资源优势大力拓展风电项目,公司经营活动现金流规模和盈利规模有望进一步增加,其对债务的保障程度有望进一步提高。

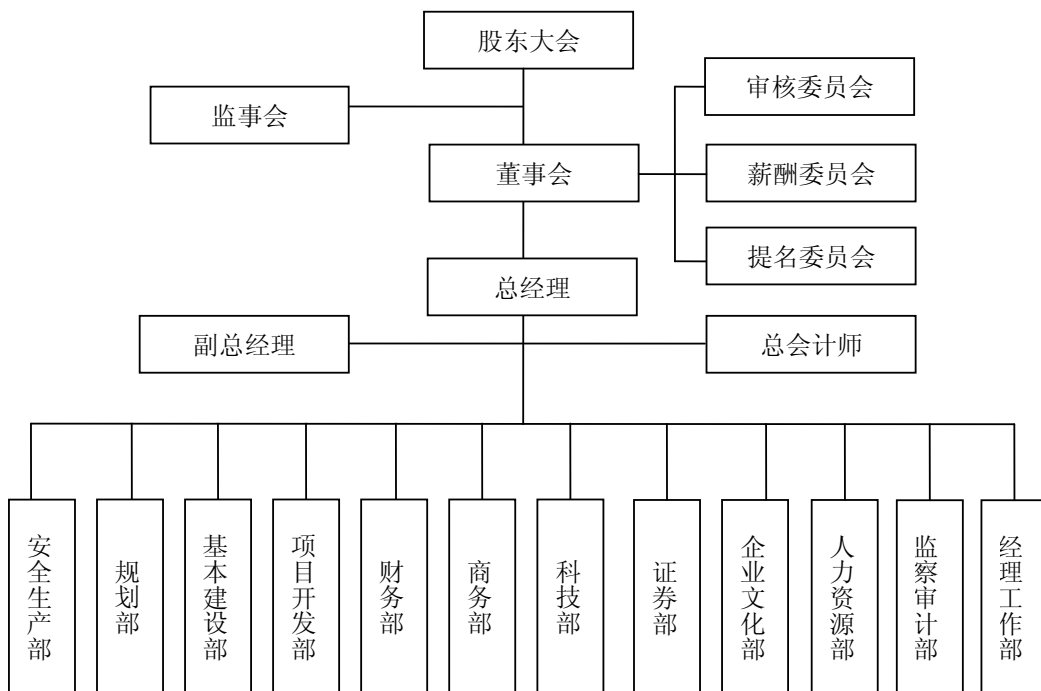
综合以上分析,考虑到公司行业地位、资源优势、市场竞争力、未来发展等因素,联合评级认为,公司对本期公司债券的偿还能力很强。

九、综合评价

华能新能源股份有限公司作为国内领先的纯可再生能源公司,在风力发电的行业地位、装机规模、产业布局、经营环境等方面所具备的显著优势,公司资产质量较高,盈利能力较强,经营活动现金流状况较好;近年公司负债水平稳步降低,目前整体偿债能力较强。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力和增信措施的综合评估,联合评级认为,华能新能源本期拟发行的不超过20亿元公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 华能新能源股份有限公司组织结构图



附件 2-1 华能新能源股份有限公司
2009 年~2012 年一季度公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：					
货币资金	83,506.57	131,030.87	757,745.42	201.23	891,147.15
交易性金融资产					
应收票据	0.00	139.70	1,040.55	--	370.00
应收账款	39,086.40	95,832.59	200,008.95	126.21	231,779.06
预付款项	11.21	112.56	92.65	187.46	224.49
应收利息					
应收股利					
其他应收款	59,662.94	20,658.56	58,334.98	-1.12	62,789.58
存货	13.99	69.25	208.64	286.25	216.89
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	182,281.11	247,843.53	1,017,431.18	136.26	1,186,527.17
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	19,111.49	--	18,218.42
持有至到期投资					
长期应收款	4,796.32	8,397.27	8,642.27	34.23	8,642.27
长期股权投资	13,697.71	16,962.71	30,616.71	49.50	30,616.71
投资性房地产					
固定资产	911,566.83	1,669,959.00	2,729,410.28	73.04	2,852,721.05
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	521,944.25	1,110,281.93	966,179.24	36.06	879,336.49
工程物资	77.03	52.01	50.67	-18.90	53.09
固定资产清理					
无形资产	43,423.27	45,987.31	48,354.85	5.53	47,831.19
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	0.00	298.23	1,699.14	--	1,664.17
递延所得税资产	1,632.47	1,270.86	714.89	-33.82	714.89
其他非流动资产					
非流动资产合计	1,497,137.87	2,853,209.32	3,804,779.54	59.42	3,839,798.29
资产总计	1,679,418.98	3,101,052.85	4,822,210.72	69.45	5,026,325.46

附件 2-2 华能新能源股份有限公司
2009 年~2012 年一季度公司合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债：					
短期借款	213,668.80	396,979.60	436,500.00	42.93	667,200.00
交易性金融负债					
应付票据	0.00	0.00	222,828.88	--	157,909.21
应付账款					
预收款项					
应付职工薪酬	2,406.74	3,408.95	3,207.38	15.44	3,273.68
应交税费	-95,929.83	-239,914.17	-324,370.84	83.88	-312,133.48
应付利息	883.30	1,969.87	5,985.37	160.31	6,317.94
应付股利	535.00	0.00	33,025.91	685.69	32,525.91
其他应付款	203,731.84	618,122.57	614,152.23	73.62	526,245.34
一年内到期的非流动负债	78,098.10	108,001.94	267,690.00	85.14	291,663.10
其他流动负债					
流动负债合计	403,393.95	888,568.75	1,259,018.94	76.67	1,373,001.70
非流动负债：					
长期借款	808,717.93	1,320,133.49	1,925,706.90	54.31	1,976,307.82
应付债券					
长期应付款	113,016.18	253,017.91	393,073.91	86.49	424,708.26
专项应付款					
递延所得税负债	2,084.76	3,427.41	2,684.26	13.47	2,706.79
其他非流动负债	23,406.14	24,874.60	25,782.64	4.95	25,499.01
非流动负债合计	947,225.00	1,601,453.40	2,347,247.72	57.42	2,429,221.88
负债合计	1,350,618.95	2,490,022.15	3,606,266.66	63.40	3,802,223.57
所有者权益：					
股本	45,150.00	580,000.00	844,689.80	332.53	844,689.80
资本公积	183,173.04	-132,821.54	136,647.68	-13.63	135,754.62
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	1,290.81	282.99	282.99	-53.18	282.99
未分配利润	27,856.50	80,075.95	151,609.83	133.29	159,028.76
外币报表折算差额	0.00	0.00	-78.46	--	-78.50
归属于母公司所有者权益合计	257,470.35	527,537.40	1,133,151.84	109.79	1,139,677.67
少数股东权益	71,329.68	83,493.30	82,792.23	7.74	84,424.22
所有者权益合计	328,800.03	611,030.70	1,215,944.07	92.31	1,224,101.88
负债和所有者权益总计	1,679,418.98	3,101,052.85	4,822,210.72	69.45	5,026,325.46

附件 3 华能新能源股份有限公司
2009 年~2011 年及 2012 年一季度公司合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、营业收入	91,845.26	176,852.54	319,593.13	86.54	82,151.40
减: 营业成本	41,028.87	73,479.87	131,812.99	79.24	39,332.09
营业税金及附加	160.61	160.98	1,476.79	203.23	262.92
销售费用					
管理费用	4,797.71	13,647.86	17,901.82	93.17	3,323.22
财务费用	24,368.72	49,649.30	121,535.93	123.32	33,202.83
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填列)	8,258.88	354.97	300.00	-80.94	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	312.89	0.00	0.00	-100.00	0.00
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	29,748.23	40,269.50	47,165.60	25.92	6,030.33
加: 营业外收入	6,872.66	25,552.82	69,245.72	217.42	5,102.84
减: 营业外支出	227.88	569.58	993.55	108.80	300.06
其中: 非流动资产处置损失	0.00	1.63	0.00	--	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	36,393.01	65,252.74	115,417.77	78.09	10,833.12
减: 所得税费用	3,892.89	3,198.22	3,227.74	-8.94	1,782.20
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	32,500.11	62,054.52	112,190.02	85.80	9,050.92
其中: 归属于母公司所有者的净利润	26,682.83	53,439.54	103,515.11	96.96	7,418.93
少数股东损益	5,817.29	8,614.99	8,674.92	22.12	1,631.99
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	不适用	0.09	0.14	--	
(二) 稀释每股收益	不适用	0.09	0.14	--	
六、其他综合收益	0.00	0.00	-78.46	--	-893.11
七、综合收益总额	32,500.11	62,054.52	112,111.56	85.73	8,157.82
归属于母公司所有者的综合收益总额	26,682.83	53,439.54	103,436.64	96.89	6,525.83
归属于少数股东的综合收益总额	5,817.29	8,614.99	8,674.92	22.12	1,631.99

附件 4 华能新能源股份有限公司
2009 年~2011 年及 2012 年一季度公司合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	81,818.81	149,820.62	281,760.14	85.57	62,838.01
收到的税费返还	2,847.91	2,745.93	3,161.19	5.36	863.26
收到其他与经营活动有关的现金	1,507.37	5,883.85	16,670.37	232.55	6,859.64
经营活动现金流入小计	86,174.09	158,450.40	301,591.70	87.08	70,560.92
购买商品、接受劳务支付的现金	3,079.90	11,159.45	15,801.42	126.51	2,974.92
支付给职工以及为职工支付的现金	3,766.95	6,503.71	11,732.74	76.48	2,112.72
支付的各项税费	9,186.60	10,836.14	10,641.82	7.63	4,415.30
支付其他与经营活动有关的现金	2,712.91	3,950.63	7,231.32	63.26	3,322.90
经营活动现金流出小计	18,746.36	32,449.93	45,407.31	55.63	12,825.85
经营活动产生的现金流量净额	67,427.73	126,000.47	256,184.39	94.92	57,735.07
二、投资活动产生的现金流量:					
取得投资收益收到的现金	447.19	354.97	300.00	-18.09	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.60	134.49	10.00	307.74	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	20,881.02	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	18,152.09	75,671.26	31,334.55	31.39	8,028.88
投资活动现金流入小计	39,480.90	76,160.72	31,644.55	-10.47	8,028.88
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	716,405.44	1,041,846.49	769,935.55	3.67	186,124.45
投资支付的现金	11,575.20	3,265.00	32,765.49	68.25	0.00
质押贷款净增加额					55,837.33
支付其他与投资活动有关的现金	27,129.15	3,000.00	7,675.05	-43.60	0.00
投资活动现金流出小计	755,109.80	1,048,111.49	810,376.08	3.59	241,961.79
投资活动产生的现金流量净额	-715,628.89	-971,950.77	-778,731.53	4.32	-233,932.91
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	90,688.70	225,886.18	540,812.84	144.20	
取得借款收到的现金	818,741.20	1,180,520.61	1,353,586.70	28.58	400,300.00
收到其他与筹资活动有关的现金	65,827.90	54,100.00	0.00	-100.00	0.00
筹资活动现金流入小计	975,257.80	1,460,506.79	1,894,399.54	39.37	400,300.00
偿还债务支付的现金	357,252.11	467,110.71	553,767.77	24.50	92,761.27
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	49,886.63	75,600.99	139,804.18	67.40	40,425.01
支付其他与筹资活动有关的现金	5,375.30	20,976.55	42,794.96	182.16	10,606.92
筹资活动现金流出小计	412,514.05	563,688.25	736,366.91	33.61	143,793.21
筹资活动产生的现金流量净额	562,743.75	896,818.55	1,158,032.63	43.45	256,506.79
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	2.77	-13.76	-14,639.97	--	-134.55
五、现金及现金等价物净增加额	-85,454.64	50,854.49	620,845.52	--	80,174.40
加: 期初现金及现金等价物余额	164,377.27	78,922.63	129,777.12	-11.15	757,745.42
六、期末现金及现金等价物余额	78,922.63	129,777.12	750,622.64	208.40	837,919.82

附件 5 华能新能源股份有限公司
2009 年~2011 年公司现金流量表补充
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	32,500.11	62,054.52	112,190.02	85.80
加: 资产减值准备				
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	28,257.10	61,429.35	115,106.94	101.83
无形资产摊销	1,421.62	1,940.51	1,975.25	9.01
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	177.33	--
递延收益摊销	-896.04	-1,129.86	-1,350.69	22.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)	0.00	1.63	-1.07	--
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)				
财务费用(收益以“一”号填列)	24,335.55	49,606.96	120,953.18	122.94
投资损失(收益以“一”号填列)	-8,258.88	-354.97	-300.00	-80.94
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)	501.18	361.60	555.97	5.32
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)	1,195.71	1,342.65	-743.15	--
存货的减少(增加以“一”号填列)	-13.99	-55.26	-139.39	215.70
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	-22,529.70	-76,157.58	-141,617.33	150.72
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	10,915.06	26,960.91	49,377.31	112.69
其他				
经营活动产生的现金流量净额	67,427.73	126,000.47	256,184.39	94.92
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产	28,741.33	65,933.58	89,723.70	76.69
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	78,922.63	129,777.12	750,622.64	208.40
减: 现金的期初余额	164,377.27	78,922.63	129,777.12	-11.15
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-85,454.64	50,854.49	620,845.52	--

附件 6 华能新能源股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	3.62	2.62	2.16	0.38
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.07	0.07	0.08	0.02
盈利能力				
总资产报酬率 (%)	4.44	4.88	5.59	0.22
净资产收益率 (%)	11.69	13.21	12.28	0.74
主营业务毛利率 (%)	--	--	--	--
营业利润率 (%)	55.15	58.36	58.29	51.80
费用收入比 (%)	31.76	35.79	43.63	44.46
财务构成				
资产负债率 (%)	80.42	80.30	74.78	75.65
全部债务资本化比率 (%)	78.39	76.82	71.95	71.65
长期债务资本化比率 (%)	73.27	71.33	64.32	61.75
偿债能力				
EBITDA (万元)	91,180.52	180,023.31	338,574.47	--
短期债务 (万元)	291,766.90	504,981.54	927,018.88	1,116,772.31
长期债务 (万元)	901,210.09	1,520,196.08	2,192,428.23	1,976,307.82
全部债务 (万元)	1,192,977.00	2,025,177.62	3,119,447.11	3,093,080.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.87	2.27	2.26	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.09	0.11	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.06	0.07	0.09	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.59	-0.46	-0.18	--
流动比率 (倍)	0.45	0.28	0.81	0.86
速动比率 (倍)	0.45	0.28	0.81	0.86
现金短期债务比 (倍)	0.29	0.26	0.82	0.80
经营现金流动负债比率 (%)	16.72	14.18	20.35	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-13.26	-10.65	-3.49	--
现金流				
现金收入比率 (%)	89.08	84.71	88.16	--
筹资活动前产生的现金流量净额 (万元)	-648,201.16	-845,950.30	-522,547.14	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数 (倍)	0.46	0.90	1.69	--

附件 7 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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券 (长期应付款中有应付融资租赁款也计入长期债务)

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 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。

联合信用评级有限公司关于 华能新能源股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年华能新能源股份有限公司年报公告后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

华能新能源股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。华能新能源股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注华能新能源股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现华能新能源股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如华能新能源股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至华能新能源股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送华能新能源股份有限公司、监管部门、交易机构（上海证券交易所）等。

