跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1634 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公开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公开发行的“G16 能新 1”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

华能新能源股份有限公司
公开发行公司债券 2020 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	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
G16 能新 1	11.40 亿元	5 年	AAA	AAA	2019.6.3

跟踪评级时间：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	861.84	885.18	955.20	974.85
所有者权益(亿元)	253.53	281.30	333.23	349.06
长期债务(亿元)	306.82	293.41	284.27	--
全部债务(亿元)	520.20	519.76	546.58	--
营业收入(亿元)	106.24	116.67	125.80	36.65
净利润(亿元)	30.66	31.34	31.94	16.23
EBITDA(亿元)	93.79	98.59	98.41	--
经营性净现金流(亿元)	76.81	79.31	86.97	11.53
营业利润率(%)	52.81	52.56	53.87	64.11
净资产收益率(%)	13.26	11.72	10.40	19.03
资产负债率(%)	70.58	68.22	65.11	64.19
全部债务资本化比率(%)	67.23	64.88	62.13	--
流动比率(倍)	0.42	0.50	0.56	0.61
EBITDA 全部债务比(倍)	0.18	0.19	0.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.08	4.25	4.42	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	8.23	8.65	8.63	--

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。3、其他流动负债与长期应付款中有息部分已分别计入公司短、长期债务进行核算

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”）的跟踪评级反映了其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，在股东背景、行业前景、风电装机规模和项目储备等方面保持显著优势。跟踪期内，公司总装机规模及发电量进一步增长，带动经营业绩的提升，经营活动现金净流入规模进一步扩大。同时，联合评级也关注到新能源行业面临电价下调压力、公司债务负担较重，以及应收账款规模较大，对公司运营资金存在一定占用等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的投产，公司业务规模将进一步扩大，综合实力有望进一步提升。

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“G16 能新1”的债项信用等级为AAA。

优势

1．清洁能源发展前景较好。风电等清洁能源作为未来能源发展方向，是国家政策支持的能源供给方式，行业发展前景广阔。

2．股东支持力度大。公司是华能集团下属清洁能源发电业务的主要载体、未来华能集团清洁能源发电业务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。

3．公司装机规模保持增长，带动发电量的增长及经营业绩的提升。截至 2019 年底，公司总装机容量为 12,589.6 兆瓦，较 2018 年底增长 5.22%。2019 年公司完成总发电量 26,893.76 吉瓦时，同比增长 7.69%。2019 年，公司实现营业收入 125.80 亿元，同比增长 7.83%，毛利率为 54.80%。

关注

1．公司面临新能源上网电价进一步下降的压力。2019 年 7 月 1 日起，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。同时，2020 年，风电标杆上网电价及指导价较 2019 年下降 0.05 元，相关政策的出台，或将对公司未来经营业绩产生一定影响。

2．公司债务负担重，且在建及拟建项目规模较大。截至 2019 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 65.11%、62.13%和 46.04%，公司负债水平较高、债务负担重。同时公司在建项目待投入规模较大，随着相关项目建设的推进，公司外部融资需求或将进一步扩大。

3．公司退市。2020 年 3 月 18 日，华能集团与公司联合宣布，H 股收购要约截止，华能集团已有效接纳收购要约下涉及的 50.17 亿股 H 股股份，占全部已发行 H 股股份约 99.71%。

分析师

余瑞娟　登记编号（R0040218040004）
于彤昆　登记编号（R0040219020001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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他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：于彤昆

联合信用评级有限公司

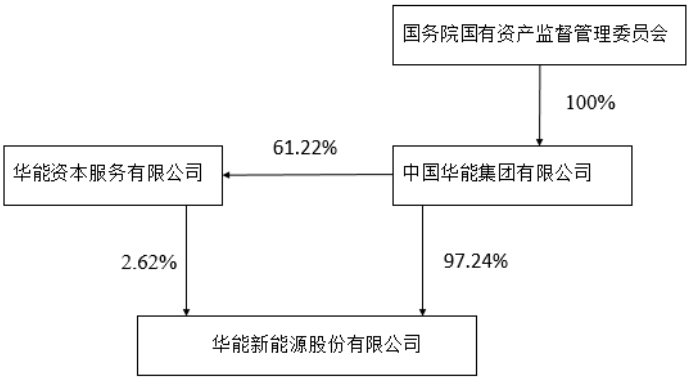
一、主体概况

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，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”）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华能新能源股份有限公司，成立之初总股本为 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以每股港币 2.50 元发行 H 股 24.86 亿股，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 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 50.17 亿股 H 股股份，占已发行股份的 99.71%。截至 2020 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。公司实际控制人为国务院国资委。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；组织结构未发生重大变化。

截至2019年底，公司资产总额955.20亿元，负债合计621.97亿元，所有者权益合计333.23亿元，其中归属于母公司所有者权益324.57亿元；2019年，公司实现营业收入125.80亿元，净利润31.94亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润31.07亿元；经营活动产生的现金流量净额86.97亿元，现金及现金等价物净增加额0.85亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额974.85亿元，负债合计625.79亿元，所有者权益合计349.06亿元，其中归属于母公司所有者权益340.12亿元；2020年1－3月，公司实现营业收入36.65亿元，净利润16.23亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润15.94亿元；经营活动产生的现金流量净额11.53亿元，现金及现金等价物净增加额-6.07亿元。

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：林刚。

二、债券概况

经证监会证监许可〔2016〕1424 号文许可，公司于 2016 年 7 月 8 日公开发行 11.4 亿元公司债券“华能新能源股份有限公司公开发行 2016 年绿色公司债券”，期限为 5 年，发行票面利率为 2.95%。该债券于 2016 年 7 月 11 日起息，于 2016 年 8 月 8 日在上海证券交易所挂牌交易（证券简称：“G16 能新 1”，证券代码：“136533.SH”）。截至目前，募集资金扣除发行费用后，已按照公司债券年报披露用途使用。

跟踪期内，公司已按期足额支付“G16 能新 1”的利息。

三、行业分析

公司主营业务为风力发电。

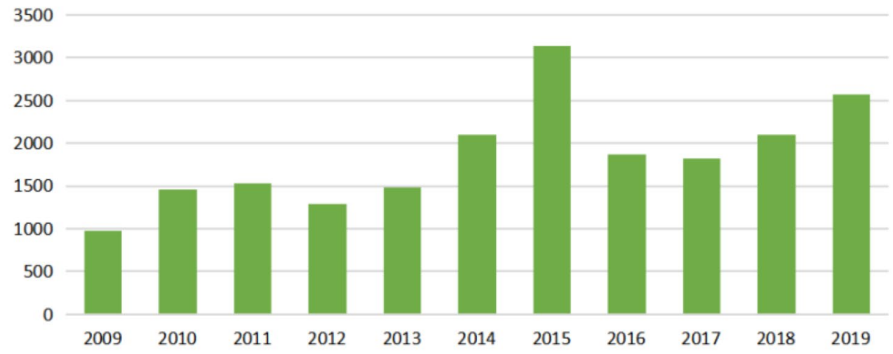
1. 行业概况

国内风电发展空间大，近年来风电装机及发电规模快速增长，成为继火电和水电之后的第三大主力电源。

我国陆地风能资源丰富，根据第四次全国风能资源详查和评价工作的有关成果，在适度剔除一些不适合风电开发的区域后，我国陆上 70 米高度风功率密度≥300 瓦/平方米的区域风能资源技术可开发量约为 26 亿千瓦。海上风能方面，根据中国气象局详查初步成果，在我国 5 到 25 米水深的海域内、50 米高度风电可装机容量约 2 亿千瓦，5 到 50 米水深、70 米高度风电可装机容量约 5 亿千瓦。截至 2019 年底，全国发电装机容量 20.11 亿千瓦，较上年底增长 5.8%。其中，火电装机 11.91 亿千瓦，占总装机容量的 59.2%；水电（3.56 亿千瓦）、核电（4.87 亿千瓦）、风电（2.10 亿千瓦）、太阳能发电（2.05 亿千瓦）等清洁能源装机总容量已达 8.20 亿千瓦，占总装机容量的 40.8%。截至 2019 年底，中国风电累计并网装机容量较 2018 年底增长约 14%；占全部发电装机容量的 10.44%。2019 年，全国基建新增发电装机容量 10,173 万千瓦，其中，水电 417 万千瓦、火电 4,092 万千瓦、核电 409 万千瓦、风电 2,574 万千瓦、太阳能发电 2,681 万千瓦。

2006 年以来，国家大力鼓励风机制造业的发展，在政策支持鼓励下，中国风力发电产业迅速发展，带动了风电装机规模显著扩张，我国成为世界范围内风电产能最大、增速最快的国家之一；但受制于电网建设以及技术水平，弃风现象凸显，2015 年以后，我国风电建设速度有所放缓。

图 2　2009－2019 年我国风电新增装机情况（万千瓦）



资料来源：中电联

随着风电装机规模的快速提升，其发电量也逐步增长。根据国家统计局数据显示，2019 年全国规模以上电厂发电量 71,422.1 亿千瓦时，同比增长 3.5%。其中，风电 3,577.4 亿千瓦时，同比增长 7.0%。2012 年后，风力发电量超过核电发电量，成为继火电和水电之后的第三大主力电源。随着风电占比继续提升，第三大主力电源的地位得到进一步巩固。《风电发展“十三五”规划》提出，到 2020 年，风电并网装机容量达 2.1 亿千瓦以上，风电年发电量达 4,200 亿千瓦时以上，约占全国总发电量的 6%。风电行业发展前景良好。

海上风电方面，我国目前是全球第四大海上风电国，占据全球海上风电 8.4%的市场份额。虽然海上风电在可开发总量上仅为陆上风电的 1/5，但从可开发比例以及单位面积来看，海上风电的发展潜力更大。在国家发展改革委和国家能源局印发的《能源技术革命创新行动计划（2016－2030 年）》及行动路线图中，研发大型海上风机也在列。“十三五”时期，国家将大力推动海上风电跨越式发展，海上风电将从技术、质量、政策等方面实现高速发展。

2. 行业供需

近年来我国电力装机规模及发电量持续增长，我国多数省份风力发电量实现正增长，且利用小时数有所增加，弃风情况有所缓解。此外，随着宏观经济的好转，近年来我国电力消费稳健增长，且主要以第二产业用电为主。

风电行业作为电力行业的一部分，一方面受到传统火电以及水电、光伏等清洁能源的供给影响；另一方面与传统火电一样，都受到下游用电需求的影响。

电力生产方面，2017－2019 年，我国全口径发电量分别为 64,171 亿千瓦时、69,940 亿千瓦时和 71,422 亿千瓦时，持续增长，其中，2019 年，我国实现全口径发电量同比增长 3.5%。2019 年，全国规模以上风电电厂发电量 3,577.4 亿千瓦时，同比增长 7.0%。2019 年，全国风电发电量排行前十的省份分别是：内蒙古 612.8 亿千瓦时、新疆 391.4 亿千瓦时、河北 277.3 亿千瓦时、云南 245.3 亿千瓦时、甘肃 226.9 亿千瓦时、山西 188.1 亿千瓦时、宁夏 173 亿千瓦时、山东 162.4 亿千瓦时、江苏 158.6 亿千瓦时、辽宁 153.1 亿千瓦时。从风电发电量同比增长情况看，除江苏、宁夏、山西、山东、海南、安徽、上海、北京和西藏外，全国各省份风电发电量均实现正增长。其中，风电发电量同比增长超过全国平均水平（7.0%）的省份有 16 个，依次为：青海（79.6%）、广西（40.1%）、天津（40.0%）、四川（36.2%）、湖南（17.0%）、新疆（14.1%）、福建（13.9%）、广东（13.3%）、贵州（13.2%）、重庆（12.4%）、江西（12.3%）、云南（11.7%）、吉林（11.6%）、陕西（10.1%）、湖北（8.1%）和黑龙江（7.6%）。

利用小时数方面，2018 年，我国风力发电设备平均利用小时数为 2,095 小时，较上年同比增加 147 小时；2019 年，我国风力发电设备平均利用小时数为 2,082 小时，较上年同比减少 13 小时。从弃风电量来看，2018 年，我国风电全年弃风电量为 277 亿千瓦时，同比减少 142 亿千瓦时；2019 年，弃风电量 169 亿千瓦时，同比减少 108 亿千瓦时，平均弃风率 4%，同比下降 3 个百分点，弃风限电状况进一步得到缓解。

电力消费方面，2017－2019 年，随着宏观经济的好转，以及 2018 年“煤改电”政策的实施，全国全社会用电量分别为 63,094 亿千瓦时、69,144 亿千瓦时和 72,255 亿千瓦时，逐年增长。其中，2019 年全社会累计用电量同比增长 4.5%，增速同比下降约 5 个百分点。分产业看，第一产业累计用电量 780 亿千瓦时，同比增加 4.5%，第二产业累计用电量 49,362 亿千瓦时，同比增长 3.1%，占全部用电量的 68.32%（上年为 69%）；第三产业用电量和城乡居民生活用电量分别为 11,863 亿千瓦时和 10,250 亿千瓦时，分别同比增长 9.5%和 5.7%。

3. 行业政策

近年来随着中国用电需求的持续增长以及环保问题的频现，风电作为较为成熟的清洁能源行业受到政策扶持的力度很大，相关政策可确保风电的消纳，有效减少弃风限电问题。但随着补贴缺口的增加，我国逐渐降低对风电的电价补贴，预计 2021 年可实现全面平价上网。

《风电发展“十三五”规划》提出，到 2020 年，风电并网装机容量达 2.1 亿千瓦以上，风电年发电量达 4,200 亿千瓦时以上，约占全国总发电量的 6%。此外，为促进风电行业的持续发展，我国陆续发布了系列支持政策，从电价，电量，费用分摊机制、税收政策等方面进行了规范，为包括风电在内的可再生能源发电行业的发展创造了良好的政策环境。

（1）风电消纳

根据《中华人民共和国可再生能源法》（以下简称“《可再生能源法》”）的规定，电网企业应当与依法取得行政许可或者报送备案的可再生能源发电企业签订并网协议，全额收购其电网覆盖范围内可再生能源并网发电项目的上网电量，并为可再生能源发电提供上网服务。2019 年 1 月 29 日，国家发改委、国家能源局联合发布《关于规范优先发电优先购电计划管理的通知》，强调优先风电、太阳能等清洁能源保障性收购，确保核电、大型水电等清洁能源按基荷满发和安全运行，促进调峰调频等调节性电源稳定运行。

（2）上网电价

2019 年 5 月 30 日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882 号），2019 年四类资源区符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准陆上风电指导价分别调整为每度电 0.34 元、0.39 元、0.43 元、0.52 元；2020 年指导价分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元、0.47 元。指导价低于当地燃煤机组标杆上网电价（含脱硫、脱销、除尘电价）的地区，以燃煤机组标杆上网电价作为指导价。此外，该通知明确了 2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

风电上网电价按上述政策执行，其对全国风电领域资源的开发和利用起到了重要的引导作用，进一步规范了风电价格管理，有利于引导投资方向，改变了过去盲目投资的现象，减少了投资的不确定性。

（3）可再生能源补贴

根据财政部、国家发改委、国家能源局 2020 年 2 月联合发布的《可再生能源电价附加资金管理办法》，按流程经电网企业审核后纳入补助项目清单并进行补贴，不再实行目录管理。符合可再生能源发电补助条件的项目，相关补助电费由公司向国家电网申报后，再由国家电网向财政部申报并下发。一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。如上文所述，近年来我国风力发电电价多次下调，且 2021 年起可实现平价上网，届时我国风电补贴缺口压力将得到一定缓解。

（4）享受税收优惠

根据财政部和国家税务总局《关于资源综合利用及其他产品整治水政策的通知》，风电企业销售风电而产生的增值税享受即征即退 50%的优惠政策；根据财政部和国家税务总局《关于执行公共基础设施项目企业所得税优惠目录有关问题的通知》，2008 年 1 月 1 日后批准的风力发电新建项目的投资经营所得，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。

4. 行业关注

目前行业面临一定的供需区域分布错位，发电上网效率存在局限性等情况，且由于风力发电价格不断下行，或影响相关企业的利润水平。

（1）风电能源储备区与能源需求区分布错位

全国年平均风功率密度大值区主要分布在我国的“三北”地区、东部沿海地区以及青藏高原、云贵高原和华南山脊地，其中年平均风功率密度超过 300 瓦/平方米的区域主要分布在“三北”地区、青藏高原和云南的山脊地区。然而，从我国电力需求区域结构来看，华东、华南、华北是电力需求较高的地区，西北、东北、西南的电力消纳能力有限，导致风力发电仍存在弃风限电现象。

（2）风力发电具有不稳定等特性，电网规划、承载、输送、调度能力有限，配套设施不完善，风电并网及外送仍是制约风电行业发展的瓶颈。

风电不同于常规电源，其发电出力由来风情况决定，具有间歇性、波动性、随机性等特点，导致其上网效率面临着一定的局限性，机组负荷也显著弱于火电。

风电项目规划周期短、核准快、建设周期短，而电网规划周期长、核准程序复杂、建设周期也长。因此，电网的建设往往滞后于风电项目的建设，形成风电场建成后，不能及时并网发电的现象。近年来，随着风电产业的快速发展，行业的主要矛盾已经由如何争取和建设风电装机容量转向为如何吸收消纳风电产能，风电并网及外送仍是制约风电行业发展的主要瓶颈。

（3）平价上网对风电企业利润水平造成影响

上文已经提到，近年来我国风力发电上网电价已多次下调，且 2021 年将全面实现平价上网，电价的持续下降可能会对风电公司利润水平造成一定影响。

5. 未来发展

国家鼓励风电项目有规划的稳健施行，且政策对风电行业的扶持力度较大；目前中国风能可开发空间很大，国家也为风电在电力中的整体地位做出规划，并为行业发展制定了详细的战略目标，行业未来发展前景良好。

国家发改委发布的《中国风电发展路线图 2050》提出了中国风电发展的战略目标：

2020 年前，考虑到电网基础条件和可能存在的约束，每年风电新增装机达到 1,500 万千瓦左右，到 2020 年，力争风电累计装机达到 2 亿千瓦，且在不考虑跨省区输电成本的条件下，使风电的技术成本达到与常规能源发电（煤电）技术相持平的水平，风电在电源结构中具有一定的显现度，占电力总装机的 11%，风电电量满足 5%的电力需求。

2020－2030 年，不考虑跨省区输电成本的条件下，风电的成本低于煤电，风电在电力市场中的经济性优势开始显现；如果考虑跨省区输电成本以及煤电的资源环境成本，风电的全成本将低于煤电的全成本。风电市场规模进一步扩大，陆海并重发展，每年新增装机在 2,000 万千瓦左右，全国新增装机中，30%左右来自风电。到 2030 年，风电的累计装机超过 4 亿千瓦，在全国发电量中的比例达到 8.4%，在电源结构中的比例扩大至 15%左右，在满足电力需求、改善能源结构、支持国民经济和社会发展中的作用日益加强。

2030－2050 年，风电规模进一步扩大，陆地、近海、远海风电均有不同程度的发展，每年新增装机约 3,000 万千瓦，占全国新增装机的一半左右，到 2050 年，风电可以为全国提供 17%左右的电量，风电装机达到 10 亿千瓦，在电源结构中约占 26%，风电成为中国主力电源之一，并在工业等其他领域有广泛应用。

面对风电并网装机的快速发展，中国电网将通过加快电网建设、加强风电优先调度等措施，来

积极促进风电消纳。目前中国东南沿海地区已有较强的高压输电网，风电机组并网在上述地区不会有很多技术问题；另一方面，西部地区虽然目前电网较弱，当地电力消纳能力较弱、外送能力不强，但国家电网正在按规划加快远距离、高电压输电线路的建设。

四、管理分析

跟踪期内，公司进行了正常的换届，在治理结构、内控体系和管理制度等方面无重大变化。

公司于2019年6月28日召开股东大会选举产生第四届董事会成员，新获委任的4名独立非执行董事为祁和生先生、张粒子女士、胡家栋先生、竺效先生。2019年6月，公司职工代表大会联席会议选举张新清女士为职工代表监事。2019年7月，阎树森先生因工作安排原因辞任公司副总经理职务。2019年8月27日，公司董事会委任毛巍先生为公司副总经理。2019年9月26日，公司董事会委任李波先生为公司副总经理。2020年4月，因公司从香港联合交易所有限公司退市，祁和生、张粒子、胡家栋、竺效四名独立非执行董事辞任。

跟踪期内，公司在法人治理结构、内控体系和管理制度等方面无重大变化。

五、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司营业收入保持增长，毛利率维持较高水平且有所提升。

公司主要从事以风力发电为主的新能源电力的生产和销售业务。随着公司业务规模的扩大，2019年，公司实现营业收入125.80亿元，同比增长7.83%；其中电力销售收入125.72亿元，同比增长7.96%，占比99.93%。随着国家平价上网相关政策的逐步实施，2019年，公司无接网工程补贴收入。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为54.80%，较上年略有上升；其中，电力销售业务毛利率为54.78%，较上年变化不大，公司毛利率处较高水平。

2020年1－3月，公司实现营业收入36.65亿元，同比下降2.77%；综合毛利率为64.90%，较上年同期变化不大。

表1　2017-2020年3月公司营业收入及占比情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力销售收入	105.48	99.11	53.52	116.45	99.28	53.56	125.72	99.93	54.78	36.65	100.00	64.90
接网工程补贴	0.70	0.82	100.00	0.17	0.66	100.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	100.00
其他收入	0.06	0.07	89.49	0.05	0.06	100.00	0.08	0.07	97.78	0.00	0.00	100.00
合计	**106.24**	**100.00**	**53.85**	**116.67**	**100.00**	**53.64**	**125.80**	**100.00**	**54.80**	**36.65**	**100.00**	**64.90**

资料来源：公司提供

2．风电业务

跟踪期内，风电价格改为市场定价，上网电价有所下降，但受益于公司总装机容量及发电量增幅明显，公司电力销售收入快速增长。

公司的电力销售业务主要为风力发电业务。截至2019年底，公司总装机容量12,589.6兆瓦，较年初增长5.22%，其中风力发电设备装机容量为11,658.1兆瓦，较年初增长5.66%。截至2020年3

月底，公司总装机容量及风力发电设备装机容量均较 2019 年底无变化。

从项目分布上看，截至 2019 年底，公司风电项目主要分布在内蒙古（占 22.04%）、辽宁（占 12.51%）、云南（占 8.73%）和山东（占 10.07%）地区。2019 年，公司全年新增装机容量 624.8 兆瓦，均来源于风电装机容量的增长。

项目储备方面，2019 年，公司纳入年度风电开发方案容量 690 兆瓦（其中分散式风电项目容量 90 兆瓦），风电核准容量 610 兆瓦。全年签署开发协议容量 12,348.5 兆瓦。2020 年 1－3 月，公司核准风电 100 兆瓦，签署风电开发协议 1,800 兆瓦。

表2　公司风电装机区域分布情况

地区	装机容量(兆瓦)				发电量(兆瓦时)			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
内蒙古	2,467.2	2,467.2	2,569.2	2,569.2	4,679,903.0	5,175,269.6	5,622,778.2	1,485,115.2
辽宁	1,408.5	1,408.5	1,458	1,458	2,946,416.3	3,149,863.6	3,370,765.1	836,498.8
山东	975.0	1,024.5	1,174.5	1,174.5	1,757,762.5	1,857,496.1	1,765,997.4	473,144
山西	734.5	805.5	805.5	805.5	1,423,831.4	1,631,682.4	1,490,836.8	398,836.2
贵州	787.0	883.0	1003	995	1,270,628.1	1,451,741.2	1,834,543.7	632,893.4
云南	1,116.5	1,116.5	1,017.5	1,017.5	3,123,417.4	3,436,014.5	3,544,931.5	1,135,056.1
广东	502.6	502.6	550.6	550.6	1,068,443.2	951,271.1	951,996	259,944.3
河北	411.5	459.5	601.5	601.5	743,606.3	804,404.8	884,904.6	256,103.2
新疆	447.5	447.5	447.5	447.5	924,719.8	1,012,343.3	1,110,099.3	261,114.2
上海	108.0	108.0	108	108	195,471.6	213,357.0	171,821	54,489.6
吉林	396.0	396.0	396	396	54,087.7	888,134.3	997,720.7	252,802.3
陕西	458.5	508.5	558.5	558.5	713,090.9	936,945.5	1,162,476.1	286,676
四川	591.0	591.0	640.5	640.5	1,319,413.0	1,527,352.8	1,778,563.5	717,198.6
浙江	74.5	74.5	74.5	74.5	139,239.1	145,617.1	156,878.8	39,745.4
广西	199.5	199.5	212.3	212.3	131,268.3	381,951.9	492,546.4	193,191.1
湖南	--	--	41	41	--	--	57,799.1	14,397.5
合计	**10,686.8**	**11,033.3**	**11,658.1**	**11,650.1**	**21,191,298.6**	**23,563,445.2**	**25,394,658.2**	**7,297,205.9**

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进行管理，此类地区的数据未能提供
资料来源：公司提供

受益于装机规模的持续增长，公司发电量保持增长态势，2019 年公司完成总发电量 26,893.76 吉瓦时，同比增长 7.69%，其中风电发电量 25,394.66 吉瓦时，同比增长 7.77%。2020 年 1－3 月，公司完成总发电量 7,657.97 吉瓦时，同比下降 328.07 吉瓦时；其中风电发电量 7,297.21 吉瓦时，同比减少 314.70 吉瓦时。

2019 年，公司风电设备加权平均利用小时数保持增长，为 2,309 小时，同比提升 75 小时，继续保持行业领先。2020 年 1－3 月，公司风电设备平均利用小时数为 646 小时，同比下降 58 小时。

表3　公司风电设备平均利用小时数（单位：小时）

地区	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
内蒙古	1,897	2,097	2,278	590
辽宁	2,137	2,268	2,395	594
山东	1,774	1,905	1,737	413
山西	1,947	2,195	1,906	495

贵州	1,770	1,814	1,976	649
云南	2,799	3,080	3,201	1,116
广东	2,133	1,893	1,894	517
河北	2,057	2,146	1,998	560
新疆	2,066	2,262	2,481	583
上海	1,810	1,976	1,591	505
吉林	1,904	2,243	2,519	638
陕西	1,989	2,056	2,300	513
四川	2,643	2,611	2,875	1,120
浙江	2,051	1,955	2,106	533
广西	3,772	3,452	3,471	981
湖南	--	--	2,429	344
加权平均	**2,082**	**2,234**	**2,309**	**646**

资料来源：公司提供

风电上网电价方面，2019 年 7 月 1 日起，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定，风电标杆上网电价改为指导价。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；2019 年指导电价相对于 2016 年底《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》中规定的 2018 年四类资源区现行电价 0.40、0.45、0.49、0.57 元/kWh 分别下调了 0.06、0.06、0.06、0.05 元/千瓦时。2020 年将分别调整为每千瓦时 0.29 元、0.34 元、0.38 元和 0.47 元，较 2019 年下降 0.05 元；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。

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，通常以分期付款方式分两期支付。其中标杆电价结算的收入次月可从各地电网公司获取，补贴电价的收入由财政收入中可再生能源发展基金支付，结算周期各地不一，原则上为一个季度内。

3. 光伏业务

跟踪期内，公司光伏业务运行稳定，较上年变化不大。

截至2019年底，公司光伏发电设备装机容量931.5兆瓦，较年初无变化，主要分布在青海（占27.38%）、内蒙古（占23.62%）、甘肃（占16.10%）、云南（占9.82%）等地区。2019年，公司取得光伏项目建设规模50兆瓦。2020年1－3月，公司取得光伏平价上网建设指标并备案0兆瓦，签署光伏开发协议800兆瓦。2019年，公司光伏平均利用小时为1,644小时，同比提升2小时，公司光伏发电量为1,499.10吉瓦时，同比增加88.7吉瓦时。2020年1－3月，公司光伏平均利用小时为395小时，同比下降17小时，公司光伏发电量为360.76吉瓦时，同比下降13.37吉瓦时。

在光伏上网电价方面，2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。

4. 在建工程

公司拟建及在建工程较多，资金压力较大。

截至2020年3月底，公司在建及拟建项目较多。对于已经确定投资预算与投资计划的项目，公司预算总投资共计100.37亿元，截至2020年3月底已投资约39.58亿元，尚需投资60.79亿元，2020年4－12月计划投资35.04亿元。公司还存在较多拟建项目以及未确定投资预算及投资计划的在建项目。公司在建及拟建项目较多，资金需求较大，以致公司存在一定的资金支出压力。

表4 截至2020年3月底公司主要在建及拟建工程（单位：万元）

项目	预算数	截至 2020 年 3 月末已投资额	2020 年 4—12 月计划投资	2021 年及以后计划投资
开鲁建华后续	145,999.14	66,877.04	59,939.10	19,183.00
尚义大苏计二期	144,583.83	65,739.02	43,189.92	35,654.89
吉上	50,954.00	30,446.25	7,892.78	12,614.97
朝阳湾	105,559.77	30,417.35	9,177.48	65,964.94
杨家湾	60,837.60	28,274.59	7,610.12	24,952.89
白庙滩一期	68,390.91	23,336.33	35,886.98	9,167.60
白庙滩二期	70,729.44	24,508.95	37,436.26	8,784.23
昭觉龙恩	101,814.79	38,271.76	52,872.46	10,670.57
昭觉瓦库	50,670.54	16,029.49	29,360.54	5,280.51
周台子北畔	86,384.78	32,967.18	24,720.20	28,697.40
会理尖山	53,623.83	16,847.31	17,347.43	19,429.09
铜川宜君	39,094.68	14,465.78	12,072.84	12,556.06
东平扩建	25,050.37	7,620.25	12,880.70	4,549.42
合计	**1,003,693.68**	**395,801.30**	**350,386.81**	**257,505.57**

注：以上只计入公司已经确定投资总额与投资计划的项目，公司另有较多拟建及未确定投资计划的在建项目
资料来源：公司提供

5. 重大事项

华能集团收购公司 99.71%已发行的 H 股股份。公司退市后，直接融资渠道受阻，但控股股东及实际控制人未发生变化，整体经营受影响程度小。

2019年9月2日，公司(股票代码：0958.HK)发布《根据收购守则第3.7条及上市规则第13.09（2）条及证券期货条例第XIVA部项下内幕消息条文作出之公告及恢复买卖》，称公司董事会于2019年8月29日交易时段后收悉公司控股股东中国华能集团有限公司（潜在邀约人）来函，内容有关潜在邀约人考虑就本公司所有H股股份（潜在邀约人及其一致行动人已拥有或同意将予收购至H股股份除外）作出有条件自愿现金全面收购邀约（可能邀约）。

2019年11月，华能集团就公司所有H股股份作出收购要约，同时，公司申请H股股份自愿退市。公司于2020年2月24日撤回上市地位。

2020 年 3 月 18 日，华能集团与华能新能源联合宣布，H 股收购要约截止，华能集团已有效接纳收购要约下涉及的 50.17 亿股 H 股股份，占全部已发行 H 股股份约 99.71%。

6. 经营效率

跟踪期内，对比同行业企业，公司经营效率处一般水平。

2017－2019年，公司应收账款周转次数分别为1.86次、1.40次和1.13次，逐年下降；总资产周转次数分别为0.12次、0.13次和0.14次，作为风力发电企业，公司存货规模很小，存货周转率意义不大。与同行业企业相比，公司应收账款周转次数处于较低水平，总资产周转次数处于一般水平。

表 5　2019 年同行业企业经营效率指标对比（单位：次）

公司名称	华能新能源股份有限公司	龙源电力集团股份有限公司	中广核风电有限公司
应收账款周转次数	**1.13**	2.12	1.21
总资产周转次数	**0.14**	0.18	0.12

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

7. 经营关注

电价下调、部分区域政策变化，或将为公司经营带来不利影响。

随着国家发改委对陆上风力及太阳能发电标杆上网电价的下调，对公司的盈利水平产生不利影响。目前公司风力发电项目主要集中于内蒙古、辽宁、山东和云南四省区，上述四省对于风力发电等清洁能源的政策变化将对公司整体运营状况产生明显影响。此外，公司主要风电及光伏发电机组位于三北地区，电力消纳能力不足，弃风弃光情况将长期存在，不利于公司未来利润规模的提升。

8. 未来发展

公司未来发展明晰，并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。

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，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。

从形势看，世界经济总体仍将延续缓慢复苏态势，国内宏观经济基本面依然向好，经济发展的方式更加注重提质增效升级，环境保护和生态约束日益加强，能源发展进入清洁低碳化的转型期，风电、光伏等新能源产业的未来发展潜力和空间依然巨大。公司将适应市场化、国际化的新形势，抓住国家政策改革的机遇，着力提高发展质量和效益，实现资产规模大、市场份额大、社会贡献大与盈利能力强、竞争力强、可持续发展能力强的有机统一，全面打造国际一流的新能源企业，不断为股东创造持续、稳定、增长的投资回报。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年财务报告，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1－3 月财务数据未经审计。

从公司财务报表合并范围看，截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 98 家，较上年净增加 4 家，其中新设子公司 6 家。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并的子公司范围较 2019 年底

无变化。整体看，合并范围变化对公司财务数据延续性及可比性的影响小。

截至 2019 年底，公司资产总额 955.20 亿元，负债合计 621.97 亿元，所有者权益合计 333.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 324.57 亿元；2019 年，公司实现营业收入 125.80 亿元，净利润 31.94 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 31.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 86.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.85 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 974.85 亿元，负债合计 625.79 亿元，所有者权益合计 349.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益 340.12 亿元；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 36.65 亿元，净利润 16.23 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 15.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.53 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.07 亿元。

2．资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，资产结构无明显变化，仍以固定资产及在建工程等非流动资产为主；公司应收账款规模仍较大，虽回收风险小，但对资金形成较大占用，同时考虑到公司资产构成主要以发电资产为主，相关运营状况稳定，可为公司产生稳定的经营活动现金流，且主要设备成新率较高等因素，公司整体资产质量较好。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 955.20 亿元，较年初增长 7.91%，其中流动资产和非流动资产分别占 18.54%和 81.46%。非流动资产中固定资产占比较大，符合风电行业特点。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 177.11 亿元，较年初增长 21.46%，主要是应收账款增长所致。公司流动资产主要由应收账款（占 70.93%）、货币资金（占 20.11%）和其他流动资产（占 4.94%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 35.62 亿元，较年初增长 2.29%。货币资金主要由银行存款（占 30.53%）和关联方存款（占 69.47%）构成。其中关联方存款 24.75 亿元为存入中国华能财务有限责任公司的人民币存款；受限的货币资金占货币资金总额的 1.79%，受限比例很低，主要系子公司存放于指定账户的土地复垦保证金。

截至 2019 年底，公司应收账款为 125.63 亿元，较年初大幅增长 29.66%，主要系售电收入增长所导致的新能源补贴应收账款增加所致。从账龄上看，1 年以内（含 1 年）的款项占 61.61%，1~2 年占 30.98%，2 年以上占 7.42%，主要集中在 2 年以内，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补贴[1]。截至 2019 年底，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。

截至 2019 年底，公司其他流动资产合计 8.76 亿元，较年初基本无变化，主要为待抵扣增值税。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产为778.08亿元，较上年底增长5.24%，主要由固定资产（占79.94%）和在建工程（占13.65%）等构成。

截至2019年底，公司固定资产账面价值为621.74亿元，较年初下降3.64%，变化不大。公司固定资产主要由发电设备及相关设备（占88.80%）构成；截至2019年底，公司累计计提折旧228.00亿元，

[1]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。

公司固定资产成新率为70.81%，成新率较高。

截至2019年底，公司在建工程为106.18亿元，较年初大幅增长73.48%，主要系公司加大对发电资产等固定资产的投资规模所致。2019年，公司对在建工程共计提减值准备6.00亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 974.85 亿元，较 2019 年底增长 2.06%，其中流动资产占 19.77%，非流动资产占 80.23%，流动资产比重有所上升。截至 2020 年 3 月底，公司流动资产合计 192.76 亿元，较 2019 年底增长 8.83%，主要来自应收票据及应收账款的增加。截至 2020 年 3 月底，公司非流动资产合计 782.09 亿元，较 2019 年底增长 0.52%，变化不大。非流动资产以固定资产（占比 79.49%）及在建工程（占比 14.29%）为主。

3．负债及所有者权益

负债

跟踪期内，公司负债规模及结构较上年变化不大，虽债务负担有所下降，但债务负担仍较重。

截至 2019 年底，公司负债总额为 621.97 亿元，较年初增长 3.00%，变化不大；其中流动负债占 51.29%，非流动负债占 48.71%。

截至 2019 年底，公司流动负债为 319.02 亿元，较年初增长 9.89%，主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 55.67%）、其他应付款（占 16.54%）、一年内到期的非流动负债（占 13.74%）和其他流动负债（占 10.94%）等构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 177.60 亿元，较年初增长 39.18%，全部为信用借款。公司其他应付款为 50.32 亿元，较年初减少 13.92%，以应付工程及设备款为主（占 94.55%）。公司一年内到期的非流动负债为 43.84 亿元，较年初增长 1.26%，变化不大，主要为一年内到期的长期借款 41.14 亿元及一年内到期的租赁负债 2.71 亿元。公司其他流动负债为 34.91 亿元，较年初大幅下降 30.13%，主要是超短期融资券余额下降所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 302.94 亿元，较年初下降 3.39%，主要由长期借款（占 90.23%）、长期应付款（占 3.97%）和应付债券（占 3.61%）等构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 273.34 亿元，较年初变化不大，其构成以信用借款为主（占 78.51%）。公司长期应付款为 11.49 亿元，较年初下降 56.06%，主要系应付融资租赁款和应付质保金及设备款减少所致。截至 2019 年底，公司长期应付款全部为应付设备保证金。

考虑计入其他流动负债中的短期融资券，截至 2019 年底，公司有息债务保持相对稳定，公司全部债务合计 546.58 亿元，较年初增长 5.16%，其中短期债务占 47.99%，长期债务占 52.01%。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 65.11%、62.13%和 46.04%，较 2018 年底分别下降 3.11 个、2.76 个及 5.02 个百分点。

考虑永续中票计入债务的情况，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 68.11%、65.41%和 50.98%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 625.79 亿元，较 2019 年底变化不大。其中，流动负债占比 50.63%，非流动负债占比 49.37%，流动负债占比有所下降，资产负债率为 64.19%，较上年底略有下降。

所有者权益

跟踪期内，受其他权益工具及未分配利润增长影响，公司所有者权益快速增长；所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计为 333.23 亿元（少数股东权益为 8.66 亿元），较年初增长

18.46%，主要来自其他权益工具及未分配利润的增长。截至 2019 年底，归属于母公司权益合计 324.57 亿元，其中实收资本占 32.56%，资本公积占 11.31%，未分配利润占 44.49%，其他权益工具占 7.69%，为永续中票。所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计为 349.06 亿元，较 2019 年底增长 4.75%，主要来自未分配利润的增长。所有者权益构成与 2019 年底相比变化不大。

4．盈利能力

跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司收入规模有所增长，盈利能力较强，但财务费用较高，且较大规模的资产减值损失对公司利润造成一定侵蚀。

随着公司业务规模的扩大，2019 年，公司实现营业收入 125.80 亿元，同比增长 7.82%；同期，公司营业成本为 56.85 亿元，同比增长 5.11%。2019 年，公司营业利润率为 53.87%，较上年小幅增长 1.31 个百分点；公司利润总额为 37.99 亿元，同比增长 2.67%；实现净利润 31.94 亿元，较上年增长 1.93%，较上年变化不大。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 22.18 亿元，较上年下降 6.06%。从构成看，公司管理费用和财务费用占比分别为 7.83%和 92.17%。其中，管理费用为 1.74 亿元，较上年增长 21.09%；财务费用为 20.44 亿元，较上年下降 7.81%。2019 年，公司费用收入比为 17.63%，较上年下降 2.61 个百分点，公司费用控制能力偏弱。

2019 年，公司实现投资收益 0.63 亿元，较上年增加 0.46 亿元，占营业利润比重为 1.70%，对营业利润影响很小。2019 年，公司实现其他收益 4.07 亿元，较上年增长 39.70%，主要系与收益相关的政府补助（增值税 50%即征即退收入）；其他收益占营业利润比重为 10.94%，对营业利润影响不大。2019 年，公司计提资产减值损失 13.02 亿元，同比增加 8.80 亿元，主要系对固定资产清理及在建工程计提减值损失所致。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 53.87%，较上年上升 1.31 个百分点，较上年变化不大。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.26%、6.37%和 10.40%，较上年分别下降 0.51 个百分点、下降 0.38 个百分点和下降 1.32 个百分点。从同行业对比看，公司盈利处于较高水平。

表 6　2019 年同行业企业盈利指标对比情况（单位：%）

公司名称	华能新能源股份有限公司	龙源电力集团股份有限公司	中广核风电有限公司
销售毛利率	**54.80**	35.87	53.37
总资产报酬率	**6.34**	6.62	5.85
净资产收益率	**10.40**	8.98	10.66

资料来源：Wind，联合评级整理

2020 年 1－3 月，公司营业收入为 36.65 亿元，同比下降 2.77%；利润总额为 19.23 亿元，营业利润率为 64.11%。

5．现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额较大，但收入实现质量一般；公司经营活动现金净流量不能满足投资需求，对外筹资压力较大。

从经营活动来看，2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动产生现金流入量分别为 114.57 亿元和 119.19 亿元，同比分别增长 9.31%和 9.92%；同期，公司经营活动现金流出量为

32.22 亿元，同比增长 10.63%，主要系支付给职工及为职工支付的现金增长所致。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 86.97 亿元，同比增长 9.66%。2019 年，公司现金收入比为 91.07%，较上年提高 1.24 个百分点，收入实现质量一般。

近年来，由于公司新建电厂项目投资支出较多，公司投资活动产生的现金流呈大额净流出状态。2019 年，公司投资活动现金流入规模为 1.28 亿元，同比大幅下降 33.31%。公司投资活动现金流出规模为 115.80 亿元，同比增长 162.68%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 114.54 亿元。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-114.52 亿元，以购建固定资产、无形资产等支付的现金流出为主。

2019 年，公司筹资活动前现金流-27.55 亿元，呈净流出态势，公司存在一定的外部筹资压力。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 597.49 亿元，较上年增长 64.22%；筹资活动现金流出 569.06 亿元，较上年增长 45.15%。2019 年，公司筹资活动现金净流入 28.43 亿元，由上年的净流出转为净流入。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额 11.53 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-19.25 亿元，筹资活动现金净流入 1.58 亿元。

6．偿债能力

公司整体偿债能力指标体现一般，但考虑到公司作为华能集团内唯一的新能源业务平台，且具备较强的盈利能力，且我国对于新能源行业的支持力度很大等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 0.50 倍和 0.50 倍分别上升至 0.56 倍和上升至 0.55 倍，流动资产对流动负债的保障程度低。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.17 倍下降至 0.15 倍，现金类资产对短期债务的保障程度低。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 98.41 亿元，较上年下降 0.18%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 39.75%）、计入财务费用的利息支出（占 20.98%）、利润总额（占 38.60%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.25 倍上升至 4.42 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.19 倍下降至 0.18 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

公司与各家银行建立有良好的合作关系，截至 2020 年 3 月底，公司本部从银行获得授信额度共计 802.29 亿元，未使用额度 475.18 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保；无重大未决诉讼。

根据公司提供的企业信用报告（中征码：1101000004634092），截至 2020 年 4 月 27 日，公司无未结清不良信贷信息记录。公司过往债务履约情况良好。

7．母公司报表分析

母公司主要承担管理职能，不参与具体生产经营，跟踪期内，母公司收入全部来自投资收益，债务负担一般。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 618.59 亿元，较年初增长 9.79%，非流动资产占比较高（占比 53.64%）。截至 2019 年底，母公司流动资产 286.80 亿元，主要由货币资金（占比 7.68%）和其他应收款（占比 80.21%）构成；非流动资产 331.79 亿元，以长期应收款（占比 31.42%）和长期股权投资（占比 66.97%）为主。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 621.76 亿元，较 2019 年底增长 0.51%；其中，非流动资产占比为 57.95%，较 2019 年底增长 4.31 个百分点。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 342.92 亿元，较年初增长 4.30%，主要是短期借款增长所致；其中流动负债占比较高，为 69.22%，以短期借款（占比 74.82%）和其他流动负债（占比 14.71%）为主。截至 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 55.44%、52.20%和 27.69%，较年初分别下降 2.92 个百分点、1.46 个百分点和 7.32 个百分点。截至 2020 年 3 月底，母公司负债合计 346.57 亿元，较 2019 年底增长 1.06%，流动负债占比为 69.54%。截至 2020 年 3 月底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 55.74%、52.93%和 27.72%，较 2019 年底分别增长 0.30 个百分点、0.73 个百分点和 0.03 个百分点。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 275.67 亿元，较年初增长 17.48%，主要来自其他权益工具与未分配利润的增加。截至 2020 年 3 月底，母公司所有者权益合计 275.19 亿元，较 2019 年底微幅下降 0.17%，变化不大；其中，实收资本 105.67 亿元，未分配利润为 81.23 亿元。

母公司主要承担管理职能。2019 年，母公司未实现营业收入。同期，公司投资收益为 29.16 亿元；利润总额为 20.73 亿元。2020 年 1－3 月，母公司未实现营业收入。同期，投资收益为 0.19 亿元，利润总额为-0.22 亿元。

从母公司口径现金流来看，由于母公司不参与具体生产经营，因此经营性现金流规模小。2019 年，母公司经营活动现金净流量为-1.68 亿元。同期，母公司投资活动现金流量净额为-28.78 亿元，投资活动现金流入及流出以收到和支付其他与投资活动有关的现金为主。母公司筹资活动现金流表现为净流入，2019 年为 34.03 亿元。2020 年 1－3 月，母公司经营活动现金流净额为-0.63 亿元，投资活动现金流净额为-7.12 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 0.31 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

公司资产、盈利指标等对“G16 能新 1”的覆盖程度很高，并考虑到公司作为华能集团下属新能源企业，在行业地位、装机规模、装机区域布局等方面的显著优势，公司对“G16 能新 1”的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产达 33.66 亿元，约为“G16 能新 1”本金（合计 11.40 亿元）的 2.95 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 333.23 亿元，约为债券本金（合计 11.40 亿元）的 29.23 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“G16 能新 1”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 98.41 亿元，约为债券本金（合计 11.40 亿元）的 8.63 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 2019 年经营活动产生的现金流入 119.19 亿元，约为债券本金（合计 11.40 亿元）的 10.46 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

八、综合评价

作为华能集团下属清洁能源发电业务的平台，在股东背景、行业前景、风电装机规模和项目储备等方面保持显著优势。跟踪期内，公司总装机规模及发电量进一步增长，带动经营业绩的提升，经营活动现金净流入规模进一步扩大。同时，联合评级也关注到新能源行业面临电价下调压力、公

司债务负担较重，以及应收账款规模较大，对公司运营资金存在一定占用等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的投产，公司业务规模将进一步扩大，综合实力有望进一步提升。

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“G16能新1”的债项信用等级为AAA。

附件 1　华能新能源股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	861.84	885.18	955.20	974.85
所有者权益（亿元）	253.53	281.30	333.23	349.06
短期债务（亿元）	213.37	226.35	262.32	--
长期债务（亿元）	306.82	293.41	284.27	--
全部债务（亿元）	520.20	519.76	546.58	--
营业收入（亿元）	106.24	116.67	125.80	36.65
净利润（亿元）	30.66	31.34	31.94	16.23
EBITDA（亿元）	93.79	98.59	98.41	19.23
经营性净现金流（亿元）	76.81	79.31	86.97	11.53
应收账款周转次数（次）	1.86	1.40	1.13	--
存货周转次数（次）	111.38	108.84	132.27	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.13	0.14	0.04
现金收入比率（%）	90.43	89.83	91.07	51.08
总资本收益率（%）	6.89	6.77	6.26	--
总资产报酬率（%）	6.52	6.75	6.37	--
净资产收益率（%）	13.26	11.72	10.40	19.03
营业利润率（%）	52.81	52.56	53.87	64.11
费用收入比（%）	22.62	20.24	17.63	14.05
资产负债率（%）	70.58	68.22	65.11	64.19
全部债务资本化比率（%）	67.23	64.88	62.13	--
长期债务资本化比率（%）	54.76	51.05	46.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.08	4.25	4.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.19	0.18	--
流动比率（倍）	0.42	0.50	0.56	0.61
速动比率（倍）	0.41	0.50	0.55	0.61
现金短期债务比（倍）	0.13	0.17	0.15	--
经营现金流动负债比率（%）	28.36	27.32	27.26	3.64
EBITDA/待偿本金合计（倍）	8.23	8.65	8.63	--

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。3、其他流动负债与长期应付款中有息部分已分别计入公司短长期债务进行核算

附件 2　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/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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
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 3　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。