

信用等级公告

联合〔2020〕3241号

联合资信评估有限公司通过对中国三峡新能源（集团）股份有限公司主体长期信用状况及其拟发行的中国三峡新能源（集团）股份有限公司 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国三峡新能源（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国三峡新能源（集团）股份有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月二十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

中国三峡新能源（集团）股份有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：不超过 10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本付息

募集资金用途：偿还有息债务

评级观点

中国三峡新能源（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）是中国长江三峡集团有限公司（以下简称“三峡集团”）旗下新能源产业的战略实施主体，主要从事风能、太阳能开发与投资及中小水电运营等业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司在股东实力与支持、装机规模及布局、资本实力及盈利等方面具备的竞争优势。同时，联合资信也关注到清洁能源发电上网政策波动、电价补贴款到位滞后和未来资本支出规模大等因素对公司经营及信用状况可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

未来，随着在建项目的不断推进，公司装机规模将持续增长，发电量、收入规模、盈利能力及综合实力均有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

评级时间：2020 年 8 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司电力企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司电力企业信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构	1	
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级

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

优势

1. 公司主营新能源产业，在装机规模及布局方面具备一定优势。公司电源主要为风电和光伏，运营成本较低。截至 2019 年底，公司装机容量合计 1066.88 万千瓦，其中，风电装机容量 612.16 万千瓦，光伏装机容量 431.94 万千瓦，水电装机容量 22.78 万千瓦。
2. 公司股东综合竞争力极强，对公司支持力度大。公司控股股东三峡集团是中国清洁能源领域最大的独立发电企业。自公司并入三峡集团以来，三峡集团先后多次对公司增资，支持力度大。
3. 随着装机规模持续扩张及机组运营效率提升，公司发电量逐年增长，带动收入和利润提升。2017—2019 年，公司主营业务收入分别为 67.92 亿元、72.89 亿元和 89.57 亿元；同期，综合毛利率稳步提升，2019 年为 56.74%。

分析师：刘艳婷 刘莉婕

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

4. 公司引入战略投资者后，资本实力显著增强；公司已完成股份制改造，有利于建立现代企业制度及未来融资渠道的拓展。2018年，公司引入战略投资者，注册资本由130.51亿元增至186.45亿元；2019年，公司以现有全体股东作为发起人，通过整体变更的方式发起设立股份有限公司，注册资本由186.45亿元变更为200.00亿元。截至2020年3月底，公司全部债务资本化比率为53.92%，处于同行业较低水平。

关注

1. 上网电价波动对公司收入及利润水平有一定影响。公司风电业务占比较高，伴随电力体制改革推进，上网电价波动将对公司主营业务收入和利润水平造成一定影响。
2. 公司在建工程未来投资规模大，存在一定的融资压力。截至2020年3月底，公司主要在建项目预计总投资469.10亿元，已完成投资56.47亿元，未来预计投资规模大。
3. 国家可再生能源补贴政策对公司应收账款回收时间影响大。截至2019年底，公司应收账款100.11亿元，较2018年底增长38.83%，应收账款构成主要为国家新能源补贴款（94.04亿元）。

财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	24.18	38.51	42.11	39.52
资产总额 (亿元)	652.31	802.50	1002.22	1038.93
所有者权益合计 (亿元)	253.79	404.05	418.67	432.07
短期债务 (亿元)	59.46	40.43	138.11	97.73
长期债务 (亿元)	268.98	282.60	346.72	407.92
全部债务 (亿元)	328.44	323.03	484.84	505.66
营业收入 (亿元)	67.92	72.89	89.57	26.65
利润总额 (亿元)	26.69	30.69	34.22	12.28
EBITDA (亿元)	65.28	71.59	82.98	--
经营净现金流 (亿元)	47.29	47.23	61.22	9.92
营业利润率 (%)	52.98	55.36	55.93	60.51
净资产收益率 (%)	10.18	7.16	7.43	--
资产负债率 (%)	61.09	49.65	58.23	58.41
全部债务资本化比率 (%)	56.41	44.43	53.66	53.92
流动比率 (%)	77.68	126.16	77.16	105.19
经营现金流流动负债比 (%)	39.77	45.07	27.74	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.72	4.87	4.55	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.03	4.51	5.84	--

公司本部 (母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	333.21	450.09	495.17	512.57
所有者权益合计 (亿元)	209.79	332.98	319.39	321.67
全部债务 (亿元)	108.42	96.75	157.73	172.36
营业收入 (万元)	120.84	10.50	290.16	0.00
利润总额 (亿元)	8.01	6.30	17.32	2.04
资产负债率 (%)	37.04	26.02	35.50	37.25
全部债务资本化比率 (%)	34.07	22.51	33.06	34.89
流动比率 (%)	98.65	216.18	59.30	67.00
经营现金流流动负债比 (%)	-1.78	2.63	-6.16	--

注: 1.2020 年一季报未经审计; 2.其他应付款和长期应付款中的有息债务计入全部债务; 3.2017 年财务数据为 2018 年年初数; 4.尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司财务报告

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020 年 5 月 11 日	刘艳婷 刘莉婕	电力企业信用评级方法 /电力企业信用评级模 型 (打分表)	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国三峡新能源（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国三峡新能源（集团）股份有限公司 2021年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国三峡新能源（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）前身是1980年11月成立的水利部水利工程综合经营公司，1997年12月22日，经水利部水人教〔1997〕511号文件批准更名改建为中国水利投资公司（以下简称“国水投”）；1998年11月，国水投与水利部脱钩，并于2003年4月纳入国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）管理，后于2006年10月更名为中国水利投资集团公司（以下简称“国水投集团”）。2008年10月15日，根据国资委国资改革〔2008〕1151号文，国水投集团并入中国长江三峡工程开发总公司（2009年9月更名为中国长江三峡集团有限公司，以下简称“三峡集团”），成为其全资子公司。2010年7月1日，经三峡集团批准，国家工商行政管理总局核准，国水投集团更名为中国三峡新能源公司。2015年6月19日，根据《中国长江三峡集团公司〈关于中国三峡新能源公司改制为有限责任公司的批复〉》（三峡战略函〔2015〕124号），以2014年12月31日为基准日，公司由全民所有制企业整体改制为一人有限责任公司，并于2015年6月24日完成工商变更登记手续，更名为中国三峡新能源有限公司。2018年2月，公司收到三峡集团《关于中国三峡新能源有限公司增资扩股引进战略投资者的批复》，确定引入都城伟业集团有限公司、中国水利水电建设工程咨询有限公司等8家战略投资方。增资后，公司注册资本增至186.45亿元。2019年6月，根据《中国长江三峡集团公司〈关于三峡新能源整体变更设立股份有限公司及国有股权管理方案的批复〉》（三峡战略函〔2019〕185号），公司整体变更设立股份有限公司，注册资本增至200.00亿元，中国三峡新能源有限公司更为现名，并于2019年

6月26日办理工商变更登记。截至2020年3月底，公司注册资本及实收资本均为200.00亿元，三峡集团持有公司70.00%股权，为公司实际控制人，公司最终控制人为国务院国资委。

表1 截至2020年3月底公司股本结构
(单位：亿元、%)

序号	股东名称	持股数额	持股比例
1	中国长江三峡集团有限公司	140.00	70.00
2	都城伟业集团有限公司	9.98	4.99
3	中国水利水电建设工程咨询有限公司	9.98	4.99
4	三峡资本控股有限责任公司	9.98	4.99
5	珠海融郎投资管理合伙企业（有限合伙）	9.98	4.99
6	浙能资本控股有限公司	9.98	4.99
7	金石新能源投资（深圳）合伙企业（有限合伙）	5.00	2.50
8	四川川投能源股份有限公司	2.55	1.275
9	湖北长江招银成长股权投资合伙企业（有限合伙）	2.55	1.275
合计	--	200.00	100.00

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

公司主营业务包括风能、太阳能开发与投资及中小水电运营等。

截至2020年3月底，公司合并范围内子公司合计211家，内设办公室、董事会与监事会办公室、计划发展部、工程管理部、电力生产部、资产财务部、人力资源部、市场营销部、科技环保部、质量安全部、企业管理部、法律事务部、审计部等职能部门。

截至2019年底，公司合并资产总额1002.22亿元，所有者权益合计418.67亿元（含少数股东权益32.30亿元）；2019年，公司实现营业收入89.57亿元，利润总额34.22亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1038.95亿元，所有者权益合计432.07亿元（含少数股东权益35.03亿元）；2020年1—3月，公司实

现营业收入 26.65 亿元，利润总额 12.28 亿元。

公司注册地址：北京市通州区贡院街1号院1号楼二层206-23室；法定代表人：吴敬凯。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册 50 亿元中期票据，本期拟发行中国三峡新能源（集团）股份有限公司 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度为不超过 10 亿元，期限为 3 年，按年付息，到期一次性还本付息，募集资金将用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观政策和经济环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情

全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 2 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定

资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含

电力)投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低13个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低2.7个百分点。2020年1—6月，货物进出口总额14.24万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额7.71万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额6.52万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元，较一季度(993.0亿元)大幅增加，较上年同期(1.21万亿元)略有减少。2020年上半年，中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元(同比增长-1.8%)，对东盟累计进出口额为2.09万亿元(同比增长5.6%)，对美国累计进出口额为1.64万亿元(同比增长-6.6%)，对日本累计进出口额为1.03万亿元(同比增长0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP 2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1—3月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数

(CPI)累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.9%，比上季度(-0.6%)降幅继续扩大，较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.6%，降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅(10.7%)显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%，较上年同期(分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年上半年，全国一般公共预算收入9.62万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入8.20万亿元，同比增长-11.3%；非税收入1.42万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元，同

比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元（较上年增加1.6万亿元，增幅74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投

资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债1万亿元，增加赤字预算1万亿元至3.76万亿元，赤字率3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调LPR报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额400亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额4000亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6月国务院要求推动金融机构向企业让利1.5万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%，再贴现利率为2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质

量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年中国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大(-11.7%)，下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对中国外需具有较大提振作用；同时中国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年中国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对中国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业分析

1. 行业概况

风电作为最主要的非水可再生能源，装机规模和发电量持续增长，在全口径发电设备装机容量和全口径发电量中的占比持续提升，清洁能源替代作用日益突显。2019年以来，受补

贴退坡影响，风电“抢装潮”明显，风电工程投资完成额同比增幅较大。

非水可再生能源发电中，风力发电以其技术相对成熟、成本相对低廉的优势取得了高速发展。根据全球风能理事会发布信息，2019年全球新增风电并网装机容量达60.4GW，同比增长19%；截至2019年底，全球风电总装机容量达650GW，较上年底增长约10%。其中，中国为2019年新增风电装机容量最多的国家。

海上风电在可开发总量上仅为陆上风电的五分之一，但从可开发比例以及单位面积来看，海上风电仍具有巨大开发潜力。2019年，全球新增海上风电装机容量6.1GW，占全部风电新增装机容量的10.10%。其中，中国新增海上风电装机容量约2.4GW（已并网1.98GW），保持海上风电新增装机规模全球第一。

电力投资方面，由于2019年新增核准项目以竞争方式确定上网电价，并明确了补贴电价下调期限，风电“抢装潮”趋势明显。2019年，中国风电工程建设投资完成额1171亿元，同比增长81.27%；2020年一季度，中国风电工程建设投资完成额281亿元，同比增长185.9%。

装机容量方面，在电源结构改革、清洁能源优先并网发电等鼓励性保障性政策支持下，风电装机前期快速扩张并逐步出现区域性产能过剩问题。对此，国家不断出台政策引导风电行业有序扩张，2016年以来，风电装机容量增速维持在12%~14%。截至2019年底，中国风电装机容量21005万千瓦（2019年新增风电装机容量2578万千瓦。其中，新增陆上风电装机容量约占92%，集中在内蒙古地区），占全口径发电设备装机容量的10.45%，同比增长0.75个百分点。2020年一季度，叠加新冠肺炎疫情疫情影响，中国发电新增设备装机容量1356万千瓦，同比减少433万千瓦。其中，新增风电装机容量236万千瓦，同比减少242万千瓦。

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降。2019年，全社会用电量同比增长4.47%至72255亿千瓦时；多行业用电量提升，带动全国28省份用电量实现正

增长。2020年初,受新冠肺炎疫情影响,第二、三产业延期复产复工导致终端用电需求明显下降;3月,伴随国内疫情逐步得以控制,疫情对电力消费影响有所减弱,3月份全社会用电量同比降幅较2月份收窄5.9个百分点。2020年一季度,中国全社会用电量15698亿千瓦时,同比下降6.5%,其中,第二、三产业用电量分别同比下降8.8%和8.3%。

图1 中国风电发电量、发电量及装机容量增幅情况、
(单位:亿千瓦时、%)



资料来源:中电联,联合资信整理

发电机组运行方面,2019年,伴随装机容量的增长以及用电需求的提高,中国全口径发电设备发电量保持增长,且延续绿色低碳发展趋势。中国实现全口径发电量73253亿千瓦时,同比增长4.73%。其中,风电实现发电量4037亿千瓦时,同比增长10.36%(增速同比下降9.73个百分点),占全口径发电量的5.51%(占比同比增长0.28个百分点)。发电效率方面,2019年风电机组利用小时较为稳定;2020年一季度,受用电需求不足影响,全国主要发电设备平均利用小时均同比下降,但风电利用小时仅同比下降8小时。

2. 行业关注及政策调整

伴随电站开发成本的下降以及补贴退坡的逐步推进,风电上网电价逐年下调。同时,受益于资源管控及输配电优化建设,弃风限电问题得以改善。

(1) 风电电价调整

国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》(发改价格〔2019〕

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

(2) 可再生能源补贴退坡

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

2019年1月,国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》,明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外,对于需要国家补贴的光伏发电项目,除国家政策特殊支持的项目外,原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020年3月12

日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及2019年12月底完成全部机组并网的风电项目、2017年7月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和2019年光伏竞价项目并网时间可延长至2019年12月底）以及2018年1月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月20日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4号，提出新增海上风电不再纳入中央财政补贴范围，按规定完成核准（备案）并于2021年底前全部机组完成并网的存量海上风电项目，按相应价格政策纳入中央财政补贴范围。即2020年新核准近海风电项目，需通过竞争方式确定上网电价，且价格不得高于当年的指导价；2022年开始，海上风电项目的国家补贴将全面退出。此外，该意见提出2021年1月1日起将全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩，持续扩大绿证市场交易规模，并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

（3）限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对

此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国全年弃风电量169亿千瓦时，同比减少108亿千瓦时；平均弃风率4.0%，同比下降3个百分点；弃风仍主要集中在新疆、甘肃和内蒙古，弃风率分别为14.0%、7.6%和7.1%，同比分别下降14个百分点、11.4个百分点和2.9个百分点。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2020年度风电投资监测预警结果》中已无红色预警区域。

3. 行业展望

根据中电联发布的《2019—2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。2020年，电力行业建设将主要围绕提升电力高质量可持续保供能力、提高电力资源配置效率、促进电力高效利用等方面展开。

此外，根据中国风能协会相关信息，风电行业也将加大分散式风电布局力度。分散式风电具有环境适应性强、输配损耗低和调峰性能好等特点。2018年4月3日，国家能源局发布《分散式风电项目开发建设暂行管理办法》（国能发新能〔2018〕30号），完善了分散式风电项目的管理流程和工作机制，规范、简化审批流程，鼓励加快推进分散式风电发展。2019年，广东、天津、湖北、山东、宁夏、内蒙古、江西、湖南、陕西和新疆等省份陆续出台了与分散式风电有关的政策。如鼓励试行项目核准承诺制；电网企业应为纳入专项规划的35千伏及以下电压等级的分散式风电项目接入电网提供便利，为接入系统工程建设开辟绿色通道等。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本及实收资本均为200.00亿元，三峡集团持有公司70.00%股权，为公司实际控制人，公司最终控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争优势

公司为三峡集团旗下新能源产业的战略实施主体，在新能源装机容量及布局方面具备一定规模优势。

公司是三峡集团新能源产业的战略实施主体，在装机容量和布局等方面具备一定规模优势。公司电源主要由风电和光伏构成，运营成本较低。截至2019年底，公司装机容量合计1066.88万千瓦，其中，风电装机容量612.16万千瓦，风电场布局于全国22个省份，主要分布在内蒙古自治区、江苏省和新疆维吾尔自治区等风源良好的区域；光伏装机容量431.94万千瓦；水电装机容量22.78万千瓦。2019年，公司实现发电量合计186.47亿千瓦时；2020年1—3月，公司实现发电量合计52.99亿千瓦时。截至2020年3月底，公司已进入补贴目录的新能源装机共计419万千瓦。

表3 截至2019年底公司电源分布情况

(单位：万千瓦)

地区	风电	光伏	水电
安徽省	7.05	35.74	--
福建省	9.54	0.82	1.40
甘肃省	34.70	39.90	--
广东省	1.87	4.00	--
贵州省	9.02	--	--
河北省	4.95	35.90	--
河南省	17.50	--	--
黑龙江省	19.95	3.02	--
吉林省	24.30	18.12	--
江苏省	71.63	--	--
辽宁省	38.39	3.40	--
内蒙古自治区	164.75	31.22	--
宁夏回族自治区	20.00	13.00	--

青海省	25.20	79.30	--
山东省	18.00	17.87	--
山西省	20.00	23.50	--
陕西省	7.20	40.50	--
四川省	7.00	26.00	--
新疆维吾尔自治区	54.65	13.00	--
云南省	46.87	18.44	21.38
浙江省	5.20	--	--
重庆市	4.40	28.22	--
合计	612.16	431.94	22.78

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

3. 股东实力及支持

公司股东综合竞争力极强，对公司支持力度大。

公司控股股东三峡集团是中国清洁能源领域最大的独立发电企业，经国家授权滚动开发长江上游干支流水力资源。截至2020年3月底，三峡集团已投产的控股水电装机容量为5834.44万千瓦，已投产的风电装机容量为697.34万千瓦；已投产的光伏装机规模为473.47万千瓦。

截至2019年底，三峡集团资产总额8378.28亿元，所有者权益合计4224.63亿元（含少数股东权益1172.27亿元）；2019年，三峡集团实现营业总收入992.55亿元，利润总额435.43亿元。

截至2020年3月底，三峡集团资产总额8415.72亿元，所有者权益合计4234.51亿元（含少数股东权益1174.87亿元）；2020年1—3月，三峡集团实现营业总收入194.98亿元，利润总额99.36亿元。

自公司并入三峡集团以来，三峡集团先后多次对公司增资，支持力度大。截至2019年底，三峡集团对公司担保共计52.00亿元。

4. 人员素质

公司高管人员行业经验及管理经验丰富；员工学历构成符合公司所处行业的特征，能够满足现阶段日常经营管理需要。

公司现有董事 9 名(含董事长)、监事 3 名、总经理 1 名、副总经理 2 名、总会计师、总法律顾问兼董事会秘书 1 名,公司现有高级管理人员从业时间较长,并具有丰富的管理经验。

公司董事长吴敬凯先生,1970 年出生,工商管理硕士,教授级高级工程师(正高级);历任国水投集团计划发展部总经理,公司工程管理部总经理、总工程师,三峡集团葡电管理办公室副主任,三峡国际能源投资集团有限公司总经济师,中国三峡发展研究院院长,三峡集团战略规划部(新能源办公室)主任、公司董事;现任公司党委书记、董事长。

公司总经理赵国庆先生,1968 年出生,大学本科,高级会计师;历任水利部财务司主任科员、机关服务局财务处处长、审计室主任,国水投集团副总会计师,公司总会计师、副总经理、总法律顾问;现任公司党委副书记、总经理、董事。

截至 2020 年 3 月底,公司拥有在职员工 2865 人;从岗位分布看,前期开发人员占 6.00%、经营及工程管理人员占 17.21%、电力运营人员占 59.30%、财务及行政人员占 17.49%;从文化程度看,中专学历及以下占 3.11%、大专学历占 24.92%、本科学历占 63.07%,研究生及以上学历占 8.90%;从年龄分布看,35 岁以下占 78.15%、36~55 岁占 20.66%、55 岁以上占 1.19%。

六、管理分析

公司建立了规范的法人治理结构;各类管理制度完善。

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》和《公司章程》等相关规定,建立了由股东大会、董事会、监事会和管理层组成的法人治理结构。

公司设股东大会,是公司的最高权力机构,行使决定公司的发展战略和中长期发展规划、公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由

职工代表担任的董事和监事、审议董事会和监事会的报告等职权。

公司设董事会,由 9 名董事组成,设董事长 1 名,其中独立董事 3 名,职工董事 1 名。非职工董事由股东大会选举产生,职工董事由公司职工代表大会选举产生,任期三年。董事任期届满,可以连选连任。公司董事会行使执行股东大会的决议、制定公司的发展战略和中长期发展规划,并对其实施进行监督、决定公司经营计划和投资方案、制订公司年度财务预算和决算方案、制订公司利润分配和弥补亏损方案等职权。

公司设监事会,由 3 名监事组成,其中 2 名由股东大会选举产生,1 名职工监事由职工代表大会选举产生。公司监事会行使检查公司财务,对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督检查等职权。

公司设总经理 1 名、副总经理 2 名、总会计师、总法律顾问兼董事会秘书 1 名。总经理由董事会决定聘任或解聘,总经理对董事会负责;副总经理等高级管理人员对总经理负责。

2. 管理分析

公司根据《公司法》及《公司章程》等有关法律、法规的要求建立了一套较为规范的内部控制管理体系。公司内部控制体系包括:财务管理制度、投资管理制度、资金管理制度、短期资金调度应急预案、对外担保制度、子公司管理制度、关联交易管理制度、信息披露制度、安全管理制度、环境保护制度、突发事件应急管理制度、内部控制制度等。

财务管理方面,公司制定了《财务管理制度》,对公司预算管理、资金管理、资产管理、成本费用管理、税费管理、利润分配、会计核算和报告、财务风险管理等方面进行了规范;公司总部设立的财务会计机构是公司财务会计工作的主管部门,负责第一级次的财务管理;各区域管理机构设立的财务会计机构是本单位财务会计工作的主管部门,负责第二级次的财务管理,各区域管理机构实行区域财务集中管

理，负责所辖区域内各单位财务管理。

资金管理方面，公司制定了《资金管理制度》，对预算管理、融资管理、日常管理、银行账户管理、内部借贷管理、对外借款管理、担保管理等资金活动进行了明确规范；实行“统一决策、集中管理、分级授权”的资金管理模式。公司每月编制资金计划，严格按照资金计划控制资金流出，并依据资金计划合理配置资金。公司建立资金池，对下属各级子公司银行存款实行统筹管理。除不可动用资金外，各子公司将资金及时转入资金池账户，由公司统一归集管理。

投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》，规范和明确了公司对投资项目实行集中决策管理，各区域管理机构、直管子公司按照决策意见进行投资活动；公司的投资管理按照投资规划与计划、投资项目立项、项目投资方案决策、投资项目实施、投资项目后评价五个阶段进行管理。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保管理制度》，明确规定了公司对担保事项实行统一管理，对外提供担保必须经过董事会或者股东大会依照法定程序审议批准。公司分支机构（包括但不限于分公司）未经批准不得对外提供担保。

安全管理方面，公司制定了《安全管理制度》，建立了安全生产组织体系，设置独立的安全生产管理机构，逐级建立健全安全生产责任制，实行全员、全过程、全面组织管理的安全生产体系。

七、重大事项

1. 公司引入战略投资者

公司引入战略投资者后，资本实力显著增强。

2018年2月9日，三峡集团对公司增资扩股引进战略投资者的申请批准（三峡战略函〔2018〕48号），同意由都城伟业集团有限公司、中国水利水电建设工程咨询有限公司、三

峡资本控股有限责任公司、珠海融朗投资管理合伙企业（有限合伙）、浙能资本控股有限公司、金石新能源投资（深圳）合伙企业（有限合伙）、四川川投能源股份有限公司、湖北长江招银成长股权投资合伙企业（有限合伙）对公司进行战略投资。公司注册资本由130.51亿元增至186.45亿元，全部以货币资金形式增资，已于2018年10月23日办理注册资本变更登记。

2. 公司完成股份制改造

公司已完成股份制改造，有利于公司建立现代企业制度及未来融资渠道的拓展。

2019年6月21日，三峡集团出具《关于三峡新能源整体变更设立股份有限公司及国有股权管理方案的批复》（三峡战略函〔2019〕185号），同意公司整体变更设立股份有限公司及相关国有股权管理方案。公司以现有全体股东作为发起人，通过整体变更的方式发起设立股份有限公司，公司更名为“中国三峡新能源（集团）股份有限公司”，注册资本由186.45亿元变更为200.00亿元。同意三峡新能源以向三峡集团分配3263677674.21元利润后剩余的29690439866.51元母公司净资产为基数，折合股份公司的总股本为200亿股，折股比例为1:0.6736，每股面值为人民币1元。29690439866.51元母公司净资产中的20000000000.00元作为股份公司注册资本，剩余9690439866.51元计入股份公司资本公积。折股后，股份公司的注册资本和实收资本均为人民币200.00亿元。

八、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司收入规模扩张，风电与光伏业务增速较快；风电设备制造业务缩减退出；公司整体盈利维持较高水平。

公司通过控股模式重点发展清洁能源发电（光电、风电及中小水电）；此外，公司还通过参股方式重点投资风机整机及零部件制造业。

2017—2019 年，公司主营业务收入分别为 67.92 亿元、72.89 亿元和 89.57 亿元。从收入构成看，风电板块收入占比最高，2019 年为 61.21%，光伏板块收入占比次之，2019 年为 37.04%。随着公司风电及光伏装机规模扩大，电力销售规模扩张，风电和光伏业务收入持续增长，2019 年风电和光伏业务分别实现收入 54.83 亿元和 33.18 亿元，同比分别增长 21.12% 和 27.96%。2017—2019 年，受发电量下降影响，公司中小水电业务收入逐年下降，2019 年同比

下降 19.86% 至 1.17 亿元。同期，受合并范围变化影响，风电设备制造业务缩减退出，2018 年以来公司不再有风电设备制造业务收入。

从毛利率看，2017—2019 年，公司风电业务毛利率整体提升，2019 年为 57.89%；光伏业务毛利率波动提升，2019 年为 55.63%；受发电量及上网电价下降影响，中小水电业务毛利率持续下降，2019 年下降至 46.27%。受上述因素影响，公司综合毛利率有所提升，2019 年为 56.74%。总体看，公司毛利率维持较高水平。

表 4 近年来公司主营业务收入及毛利率情况（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
风电	39.73	58.50	53.08	45.27	62.11	57.94	54.83	61.21	57.89	17.02	63.86	64.40
光伏	22.23	32.73	55.65	25.93	35.57	54.18	33.18	37.04	55.63	9.29	34.82	56.46
中小水电	1.88	2.77	59.04	1.46	2.00	51.37	1.17	1.31	46.27	0.22	0.82	33.19
风电设备制造	3.69	5.43	36.59	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他业务	0.39	0.57	53.85	0.23	0.32	13.04	0.39	0.44	21.82	0.11	0.41	18.92
合计	67.92	100.00	53.19	72.89	100.00	56.33	89.57	100.00	56.74	26.65	100.00	61.18

注：其他业务主要为 CDM 收入及房租收入，毛利率波动大；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司主营业务收入 26.65 亿元，同比增长 33.45%，收入构成较为稳定。毛利率方面，2020 年 1—3 月，风电和光伏板块毛利率仍保持较高水平。

2. 风力发电

2017—2019 年，公司风电装机规模持续扩张，风电业务发展较好。未来随着公司核准项目的陆续建成投产，公司装机规模及发电量水平均有望进一步提高。

运营项目方面，受公司近年项目建设加速、项目不断投产带动，公司运营风场数量以及经营规模快速增长。截至 2019 年底，公司风电装机容量增至 612.16 万千瓦，风电场布局于全国 22 个省份，其中，陆上风电项目主要分布在内蒙古自治区、江苏省和新疆维吾尔自治区等风源良好的区域；海上风电项目主要位于辽宁大连、江苏及福建地区。

机组运行效率方面，受益于政策支持下弃风限电问题的改善以及区域内来风情况较好，2017—2019 年，公司风电机组平均利用小时数整体提升，分别为 2048 小时、2286 小时和 2250 小时。

生产运营方面，受益于风电装机规模扩张及利用小时数的增长，2017—2019 年，公司风电发电量快速增长，分别为 92.27 亿千瓦时、112.75 亿千瓦时和 125.74 亿千瓦时，其中，上网电量分别为 88.96 亿千瓦时、108.58 亿千瓦时和 121.77 亿千瓦时。近年来，国家不断出台政策以鼓励清洁能源快速、有序发展。一方面减少了煤电项目的审批数量，鼓励发展清洁能源；另一方面，也严控限电严重地区的新增装机规模，并不断加快完善电网建设，促进清洁能源发电量的消纳。2017—2019 年，公司风电弃风率呈下降趋势，2019 年为 7.78%。

上网电价方面，2017—2019年，公司风电平均上网电价保持稳定，分别为0.45元/千瓦时、0.44元/千瓦时和0.46元/千瓦时。其中，2019年平均上网电价有所提升主要系电价较高的海上风电规模增长及2019年4月1日起，公司发电增值税率由16%调整为13%所致。

根据国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），未来新增核准的集中式风电项目将通过竞争方式确定上网电价指导价，预计未来上网电价或将波动。

表5 近年来公司风电机组情况
(单位: 万千瓦、亿千瓦时、小时、元/千瓦时)

类别	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
并网装机容量	485.79	525.63	612.16	628.25
权益装机容量	467.44	499.58	579.90	595.99
总发电量	92.27	112.75	125.74	37.49
上网电量	88.96	108.58	121.77	36.33
设备利用小时数	2048	2286	2250	599
平均上网电价(不含税)	0.45	0.44	0.46	0.48

资料来源: 公司提供

截至2020年3月底，公司风电装机进一步增长至628.25万千瓦；2020年1—3月，公司风电发电量为37.49亿千瓦时，为2019年全年的29.82%；同期，机组效率有所提升。同期，受疫情影响，公司在内蒙古区域交易电量同比大幅下降，上网电价进一步提升。

受益于风电技术的进步以及海域内良好的风资源情况，海上风电项目利用小时数高，平均收益水平高。近年来，公司积极布局海上风电项目，2019年，公司新增核准海上风电项目30万千瓦。截至2020年3月底，公司累计并网海上风电84.46万千瓦，其中，江苏响水近海风电项目累计并网21.45万千瓦、大连庄河项目累计并网23.54万千瓦、江苏大丰项目累计并网30.08万千瓦、福建兴化湾一期项目累计并网7.74万千瓦、广东阳江沙扒项目累计并网1.65万千瓦。

3. 光伏业务与水力发电

2017—2019年，公司光伏装机容量快速扩张，机组运行效率稳步提升；公司水电稳定运行。未来伴随光伏装机容量的进一步提升，该板块有望成为公司收入、利润的主要补充。

2017—2019年，公司光伏装机容量快速增长，截至2019年底，公司光伏装机容量合计431.94万千瓦，其中2019年新增102.09万千瓦，主要包括陕西渭南100MW光伏领跑者项目、铜川技术领跑基地275MW光伏项目、青海格尔木250MW光伏项目等。随着光伏装机规模增长及设备利用小时数整体提升，2017—2019年，公司光伏发电量呈上升趋势，2019年实现发电量54.06亿千瓦时，同比增长49.17%，其中上网电量为52.77亿千瓦时。截至2020年3月底，公司光伏装机容量小幅下降至421.14万千瓦；2020年1—3月，公司光伏发电量为14.42亿千瓦时，为2019年全年的26.67%。近年来，公司太阳能储备项目稳定增长，业务范围有所扩大，通过“生态光伏”“设施农业光伏”等多种方式，积极抢占青海等地的优质太阳能资源。

表6 近年来公司光伏电机情况
(单位: 万千瓦、亿千瓦时、小时、元/千瓦时)

类别	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
并网装机容量	252.40	329.85	431.94	421.14
权益装机容量	240.97	309.70	392.55	381.75
总发电量	29.23	36.24	54.06	14.42
上网电量	28.17	34.99	52.77	14.14
设备利用小时数	1380	1377	1405	338
平均上网电价(不含税)	0.80	0.76	0.71	0.66

注: 2020年一季度，因公司合并范围减少神木市远航新能源开发有限公司等4家子公司，光伏装机规模有所下降

资料来源: 公司提供

水力发电方面，2017—2019年，公司水电装机容量小幅提升，主要系2019年云南马关大梁子3.20万千瓦水电项目调整至长期股权投资及新增保山市公养河四级水电站4.00万千瓦水电项目所致。2018年，因华瑞电站全年停运未生产，公司水电发电量下降至7.93亿千瓦时；

2019年因云南马关大梁子3.20万千瓦水电项目不再纳入合并范围，公司水电发电量进一步下降至6.67亿千瓦时。2017—2019年，公司水电机组利用效率有所下降，上网电价保持稳定。截至2020年3月底，公司水电装机容量较2019年底保持稳定；2020年1—3月，水电机组发电量为1.08亿千瓦时，为2019年全年的16.19%，主要为一季度为枯水期所致；上网电价有所提升主要系枯水期电价较高所致。

表7 近年来公司水电机组情况
(单位: 万千瓦、亿千瓦时、小时、元/千瓦时)

类别	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
并网装机容量	21.98	21.98	22.78	22.78
总发电量	9.85	7.93	6.67	1.08
上网电量	9.80	7.87	6.60	1.07
设备利用小时数	4504	3830	3731	477
平均上网电价(不含税)	0.19	0.19	0.18	0.21

注: 2018年设备利用小时数已剔除关停设备
资料来源: 公司提供

4. 风电设备制造

受西安风电和金海股份不再纳入合并范围影响，2018年以来，公司不再有风电设备制造业务收入，该业务全部由参股公司负责。

公司风机零部件制造原由2家子公司国水投资集团西安风电设备股份有限公司(以下简称“西安风电”，2018年1月更名为西安国水风电设备股份有限公司)和内蒙古金海新能源科技股份有限公司(以下简称“金海股份”)承担，截至2016年底，公司分别持有其47.74%和40.09%股权。2017年，公司分别转让西安风电和金海股份27.74%和25.09%股权至三峡资本控股有限责任公司，转让后，公司分别持有西安风电和金海股份20%和15%的股权，上述两家公司不再纳入公司合并范围。受此影响，2017年为3.69亿元，同比下降47.51%；2018年以来，公司不再有风电设备制造业务收入。

风电整机制造方面，公司主要通过参股新疆风能有限责任公司(以下简称“新疆风能”，2020年3月底直接持股43.33%)和新疆金风科技

股份有限公司(以下简称“金风科技”，2020年3月底直接持股10.53%，间接合并持股16.49%)实现产业布局。

5. 经营效率

受限于公司所处行业为重资产经营特征，整体经营效率一般。

从经营效率来看，2017—2019年，公司销售债权周转次数持续下降，分别为1.45次、1.17次和1.03次，主要系应收补贴款大幅增长所致；存货周转次数逐年增长，分别为25.60次、51.97次和67.25次，其中，2018年大幅增长主要系当年风机制造业务规模缩减严重，公司存货规模大幅下降所致；总资产周转次数保持相对稳定，分别为0.11次、0.10次和0.10次。

表8 公司及同行业企业2019年主要经营指标
(单位: 次)

经营指标	公司	中广核风电	华能新能源	龙源电力
销售债权周转次数	1.03	1.19	1.10	2.02
存货周转次数	67.25	77.53	132.27	19.59
总资产周转次数	0.10	0.12	0.14	0.18

注: 中广核风电有限公司(以下简称“中广核风电”)、华能新能源股份有限公司(以下简称“华能新能源”)和龙源电力集团股份有限公司(以下简称“龙源电力”)
资料来源: 联合资信整理

6. 在建工程及未来发展

目前公司在建项目投资规模大，将面临一定筹资压力，但随其风电光伏项目建成投产，公司综合实力有望进一步提升。

截至2020年3月底，公司主要在建项目10个，预计总投资469.10亿元，已完成投资56.47亿元，未来预计投资规模大。

表9 截至2020年3月底公司主要在建项目投资情况
(单位: 亿元)

项目	项目总投资	累计完成投资	资金来源
大连市庄河III(300MW)海上风电场项目	51.42	12.00	自筹、借款
阳西沙扒一期300MW海上风电项目	56.98	13.66	自筹、借款
阳西沙扒二期400MW海上风电项目	76.18	4.10	自筹、借款
福清兴化湾二期项目	56.69	16.70	自筹、借款

闽清上莲 48MW 风电场项目	4.23	1.31	自筹、借款
长乐外海 300MW 海上风电项目	63.83	5.75	自筹、借款
康保老章盖 150MW 风电项目	11.36	0.87	自筹、借款
如东 H6 海上风电场项目	72.46	--	自筹、借款
如东 H10 海上风电场项目	71.67	--	自筹、借款
永安贡川风电场项目	4.27	2.07	自筹、借款
合计	469.10	56.47	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

作为三峡集团新能源产业的战略实施主体，未来公司将继续加大在风能及光伏等清洁能源的开发力度，特别是积极布局海上风电。公司计划重点开发建设广东、江苏、福建和环渤海区域的海上风电项目，并随着风机技术、海上施工技术水平的提高，适时开发浙江、广西、海南等地项目。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围内子公司合计 158 家；截至 2018 年底，公司纳入合并范围内子公司合计 172 家；截至 2019 年底，公司纳入合并范围内子公司 194 家；截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围内子公司合计 211 家。公司新纳入合并范围的子公司规模不大且公司主营业务未发生变化，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

会计政策方面，2019 年 4 月 30 日，财政部发布了《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号），对一般企业财务报表格式进行了修订，公司依照规定进行调整，并执行《企业会计准则第 22 号——金融工具计量》等新金融工具准则。

2018 年 9 月 11 日，根据三峡集团下发的《关于中国三峡新能源有限公司公司制改制追溯调整会计账务有关事项的批复》（三峡财函〔2018〕359 号），公司于 2018 年对前述改制评估进行追溯调整。本报告 2017 年财务数据采用 2018 年期初数。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1002.22 亿元，所有者权益合计 418.67 亿元（含少数股东权益 32.30 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 89.57 亿元，利润总额 34.22 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1038.95 亿元，所有者权益合计 432.07 亿元（含少数股东权益 35.03 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 26.65 亿元，利润总额 12.28 亿元。

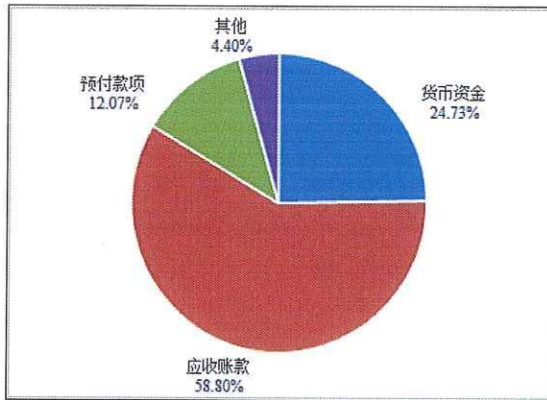
2. 资产质量

2017—2019 年，受益于战略投资者注资及固定资产投资增加，公司资产规模快速增长；资产结构以固定资产及在建工程等非流动资产为主，符合行业特征；流动资产中货币资金及应收账款占比较高。公司资产流动性一般，整体资产质量很好，但国家可再生能源补贴政策对公司应收账款回收时间影响大。

2017—2019 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 23.95%。截至 2019 年底，公司资产总额 1002.22 亿元，较 2018 年底增长 24.89%，主要系固定资产和在建工程增加所致。其中，流动资产占 16.99%，非流动资产占 83.01%。公司资产以非流动资产为主，符合电力行业特征。

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 35.77%，主要系应收账款及货币资金增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产 170.27 亿元，较 2018 年底增长 28.80%，主要系应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 24.73%）、应收账款（占 58.80%）和预付款项（占 12.07%）构成。

图 2 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 34.94%，主要系 2018 年引入战略投资者所致。截至 2019 年底，公司货币资金 42.11 亿元，较 2018 年底增长 13.17%，主要系当期并购长江三峡集团福建能源投资有限公司（以下简称“三峡福建能投”）货币资金增加 11.70 亿元所致。货币资金中有 1.05 亿元受限资金，受限比例为 2.48%，主要为银行承兑汇票保证金（占 71.03%）。

2017—2019 年，公司应收账款连续增长，年均复合增长 40.81%。截至 2019 年底，公司应收账款净额 100.11 亿元，较 2018 年底增长 38.83%，主要系公司装机规模扩张、发电量增长，应收国家新能源补贴款增长所致。公司应收账款主要为单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款（占 0.15%）和按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款（占 99.85%）；计提坏账准备 0.17 亿元，计提比例为 0.16%。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款主要为国家新能源补贴款（94.04 亿元），回收风险较小。从欠款方看，前五名欠款方合计欠款金额为 41.85 亿元，占应收账款比例为 41.73%，应收账款集中度较高。总体看，公司应收账款主要为新能源补贴款，回收风险较小，但国家新能源补贴政策对公司应收账款回收时间影响大。

表 10 2019 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
国网青海省电力公司	10.37	10.34
国网甘肃省电力公司	9.27	9.25
云南省电网有限责任公司	8.61	8.58
内蒙古电力（集团）有限责任公司	6.81	6.79
国网山西省电力公司	6.79	6.77
合 计	41.85	41.73

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

公司的预付款项主要为风电、光伏项目建设过程中发生的预付设备、工程及设计款等。2017—2019 年，公司预付款项持续增长，年均复合增长 17.66%。截至 2019 年底，公司预付款项 20.55 亿元，较 2018 年底增长 33.86%。公司预付款账龄以 1 年以内为主（占 85.57%）。

公司其他应收款主要包括保证金、线路补贴、代垫款、备用金等。2017—2019 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 48.99%。截至 2018 年底，公司其他应收款为 4.26 亿元，较 2017 年底增长 139.34%，主要系保证金增加所致；截至 2019 年底，公司其他应收款 3.95 亿元，较 2018 年底下降 7.26%。公司其他应收款共计提坏账准备 0.18 亿元，计提比率为 4.31%。从欠款方看，前五名欠款方合计欠款金额为 1.94 亿元，占其他应收款余额比例为 47.06%，集中度较高。

表 11 2019 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
铜川市发展和改革委员会	0.50	1~2 年	12.12
海西蒙古族藏族自治州发展和改革委员会	0.43	1~2 年	10.30
渭南市新能源投资建设有限公司	0.34	1~2 年	8.24
敦煌市发改局	0.34	4~5 年、5 年以上	8.20
国网山西省电力公司晋中供电公司	0.34	1 年以内	8.20
合 计	1.94	--	47.06

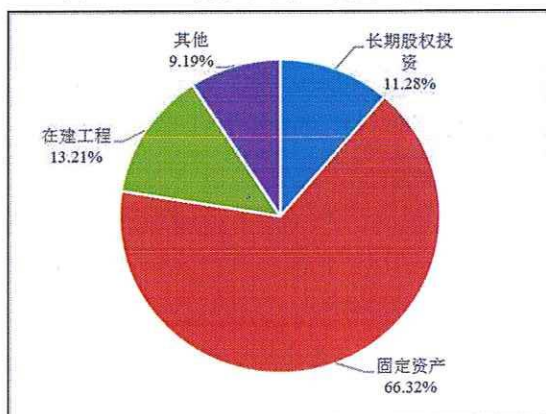
注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

非流动资产

2017—2019 年,公司非流动资产持续增长,年均复合增长 21.89%。截至 2019 年底,公司非流动资产 831.94 亿元,较 2018 年底增长 24.11%,主要系固定资产及在建工程增长所致;公司非流动资产主要由长期股权投资(占 11.28%)、固定资产(占 66.32%)和在建工程(占 13.21%)构成。

图 3 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019 年,公司长期股权投资持续增长,年均复合增长 9.02%。截至 2019 年底,公司长期股权投资 93.88 亿元,较 2018 年底增长 14.50%,主要系当期公司对金风科技追加投资 4.99 亿元及对福建省三川海上风电有限公司追加投资 3.12 亿元所致;长期股权投资主要为公司对金风科技(占 53.97%)和新疆风能(占 33.65%)的股权投资。

2017—2019 年,公司固定资产持续增长,年均复合增长 17.57%。截至 2019 年底,公司固定资产原值为 693.84 亿元,其中,累计折旧 137.42 亿元、固定资产减值准备合计 4.68 亿元,固定资产账面价值合计 551.74 亿元,较 2018 年底增长 27.31%,主要系在建工程完工转固所致;固定资产成新率为 79.90%,成新率较高;涉及正在办理但尚未办妥产权证书的固定资产(房屋及建筑物)10.16 亿元。

2017—2019 年,公司在建工程连续增长,年均复合增长 96.98%。截至 2019 年底,公司

在建工程 109.93 亿元,较 2018 年底增长 59.14%,主要系公司增加对大连市庄河 III(300MW)海上风电及铜川 250MW 光伏技术领跑者等项目投资所致。

截至 2019 年底,公司受限资产共计 146.51 亿元,占总资产的 14.62%,受限规模一般,主要为保证金及贷款抵押物。

表 12 截至 2019 年底公司受限资产情况(单位:亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	1.05	汇票、信用证、履约保函、复垦保证金
应收账款	83.40	质押
固定资产	57.02	抵押
无形资产	0.04	未办妥产权证书
在建工程	1.10	抵押
投资性房地产	3.90	未办妥产权证书
合计	146.51	--

资料来源:公司财务报告

截至 2020 年 3 月底,公司资产总额 1038.95 亿元,较 2019 年底增长 3.67%。公司流动资产 192.05 亿元,较 2019 年底增长 12.79%。其中,公司货币资金 39.52 亿元,较 2019 年底下降 6.14%;应收账款 113.57 亿元,较 2019 年底增长 13.44%,主要系应收电费收入及补贴款增长所致;预付款项 30.42 亿元,较 2019 年底增长 48.01%。同期,公司非流动资产 846.91 亿元,较 2019 年底增长 1.80%。其中,长期股权投资及固定资产较 2018 年底有所增长,在建工程较 2019 年底有所下降。从构成看,流动资产占 18.48%,非流动资产占 81.52%,流动资产占比略有上升。

3. 负债及所有者权益

2017—2019 年,随着股东增资以及公司经营扩张带动的利润积累的快速增长,公司所有者权益快速增长,实收资本和资本公积占比高,所有者权益稳定性好。同期,公司债务规模波动增长,但受益于所有者权益的快速增长,公司债务指标波动下降,债务负担正常,且债务结构以 5 年以上长期借款为主。

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长28.44%，主要系2018年引入战略投资者，公司实收资本增加所致。截至2019年底，公司所有者权益合计418.67亿元，较2018年底增长3.62%。其中，归属于母公司所有者权益占比为92.29%，少数股东权益占比为7.71%。归属于母公司所有者权益386.38亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占51.76%、24.13%和23.43%。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比高，权益稳定性好。

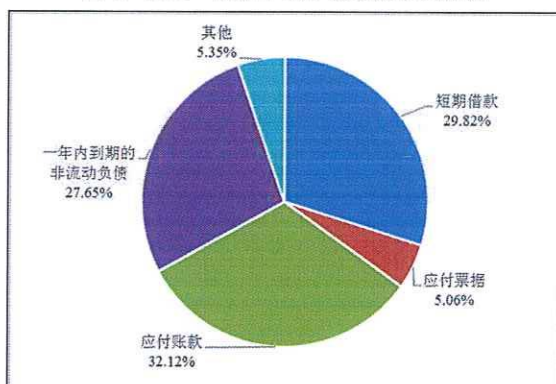
截至2020年3月底，公司所有者权益合计432.07亿元（含少数股东权益35.03亿元），规模及结构较2019年底变化不大。

负债

2017—2019年，公司负债总额波动增长，年均复合增长21.01%。截至2019年底，公司负债总额583.55亿元，较2018年底增长46.45%，主要系长、短期借款增长所致。其中，流动负债占37.81%，非流动负债占62.19%。公司负债以非流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债波动增长，年均复合增长36.22%。截至2019年底，公司流动负债220.67亿元，较2018年底大幅增长，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29.82%）、应付票据（占5.06%）、应付账款（占32.12%）和一年内到期的非流动负债（占27.65%）构成。

图4 2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2017—2019年，公司短期借款波动增长，年均复合增长741.14%。截至2019年底，公司短期借款65.80亿元，较2018年底大幅增长，主要系当期并购三峡福建能投导致短期借款增加所致。

2017—2019年，公司应付票据持续下降，年均复合下降12.34%。截至2019年底，公司应付票据11.17亿元，较2018年底下降14.94%，全部为银行承兑汇票。

2017—2019年，公司应付账款持续增长，年均复合增长17.22%。截至2019年底，公司应付账款70.87亿元，较2018年底增长31.08%，主要系并购三峡福建能投导致应付账款增加所致。应付账款账龄以1年以内为主（60.62%），主要为应付工程款。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长17.80%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债61.00亿元，较2018年底增长123.90%，主要系临近到期长期借款转入所致。

2017—2019年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长13.92%。截至2019年底，公司非流动负债362.88亿元，较2018年底增长23.57%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占81.60%）、应付债券（占5.50%）和长期应付款（占9.54%）构成。

2017—2019年，公司长期借款连续增长，年均复合增长15.59%。截至2019年底，公司长期借款296.12亿元，较2018年底增长28.60%，主要为质押借款（占73.81%）。

2017—2019年，公司应付债券波动下降，年均复合下降29.26%。截至2019年底，公司应付债券19.98亿元，较2018年底下降49.98%，主要系20亿元“15三峡能源PPN001”转入一年内到期的非流动负债所致。

2017—2019年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长115.65%。截至2019年底，公司长期应付款34.62亿元，较2018年底增长179.38%，主要系融资租赁款增加所致。

有息债务方面，若将其他应付款中的借款及长期应付款中的融资租赁款调整至全部债务，2017—2019年，公司全部债务波动增长，分别为328.44亿元、323.03亿元和484.84亿元。其中，短期债务占比分别为18.10%、12.52%和28.49%，占比较低。受益于股东增资，2017—2019年，公司资产负债率波动下降，分别为61.09%、49.65%和58.23%；全部债务资本化比率波动下降，分别为56.41%、44.43%和53.66%；长期债务资本化比率波动下降，分别为51.45%、41.16%和45.30%。

图5 近年公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年3月底，公司负债合计606.88亿元，较2019年底增长4.00%，其中，流动负债和非流动负债分别占30.08%和69.92%，流动负债占比较2019年底有所下降。同期，公司全部债务506.66亿元，较2019年底增长4.29%，其中短期债务占19.32%，占比较2019年底有所下降；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58.41%、53.92%和48.56%，均较2019年底有所上升。

从债务期限看，公司债务期限以5年以上为主（占比69.80%）。

4. 盈利能力

2017—2019年，受益于电力装机容量及发电量增长，公司营业收入持续增长，主营业务利润规模逐年提升，但由于增资扩股导致权益规模增长及债务规模增长，公司盈利指标有所

下降，盈利能力仍维持较好水平。

2017—2019年，随着电力装机容量及发电量增长，公司营业收入不断增长，年均复合增长14.83%。2019年公司营业收入同比增长22.88%至89.57亿元。2017—2019年，公司营业成本有所增长，年均复合增长11.47%，增速低于营业收入增幅。公司营业利润率逐年增长，分别为52.98%、55.36%和55.93%。

期间费用方面，2017—2019年，公司期间费用波动增长，年均复合增长7.46%。2019年公司期间费用为20.53亿元，同比增长16.13%，其中，公司无销售费用；管理费用为4.25亿元，同比变化不大；财务费用为16.26亿元，同比增长20.60%，主要系债务规模增长，利息支出增加所致。2017—2019年，公司期间费用占营业收入比逐年下降，分别为26.17%、24.25%和22.92%，期间费用对公司利润存在一定侵蚀。

非经常性损益方面，2017—2019年，公司投资收益逐年下降，分别为8.37亿元、8.25亿元和4.48亿元；同期，营业外收入及支出规模较小，对公司利润影响不大。

受上述因素共同影响，2017—2019年，公司利润总额有所增长，分别为26.69亿元、30.69亿元和34.22亿元。

图6 近年公司盈利能力情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2017—2019年，公司总资产收益率持续下降，分别为6.81%、5.85%和5.28%，主要系所有者权益及债务规模增长所

致；净资产收益率波动下降，分别为 10.18%、7.16% 和 7.43%，主要系所有者权益逐年增长所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 26.65 亿元，同比增长 33.45%；公司实现利润总额 12.28 亿元，同比增长 31.34%；公司营业利润率为 60.51%，同比增长 2.71 个百分点。

5. 现金流分析

2017—2019 年，公司电力装机规模和发电量均有所提升，带动公司收入持续增长，但由于电费补贴款现金回款周期偏长，公司收现质量有待提升；公司投资活动现金收支规模较大，随着在建项目的投入，公司仍将保持较大规模的投资支出；公司存在对外融资需求。

从经营活动来看，2017—2019 年，伴随发电量的提升，公司营业收入不断增长，同时，收到与经营活动有关现金亦快速增长，带动经营活动现金流入量年均复合增长 16.65%。2019 年公司经营活动现金流入量为 85.11 亿元，同比增长 25.90%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 79.07 亿元；同期，公司经营活动现金流出量为 23.89 亿元，同比增长 17.28%。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额整体提升，分别为 47.29 亿元、47.23 亿元和 61.22 亿元。同期，公司现金收入比有所波动，分别为 88.75%、79.63% 和 88.28%，收现质量波动下降，主要由于应收补贴款快速增长且补贴款回款周期较长，公司收入实现能力有待提升。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量快速增长，年均复合增长 58.34%，其中 2018 年规模较大主要系公司进行了多笔理财业务，收回投资大幅增加所致；公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 54.70%，2019 年公司投资活动现金流出量为 189.81 亿元，同比下降 23.21%。2017—2019 年，投资活动产生现金流量净额分别为 -52.62 亿元、-122.97 亿元和 -122.89 亿元，整体投资规

模有所增加。

2017—2019 年，公司筹资活动前产生的现金流呈净流出状态且净流出规模波动增长，分别为 -5.33 亿元、-75.74 亿元和 -61.67 亿元，经营活动现金净流入不能覆盖投资活动的资金需求，存在对外融资需求。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长 73.33%，主要系 2018 年引入战略投资者及 2019 年借款规模增加所致，2019 年公司筹资活动现金流入量为 176.47 亿元；同期，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长 37.90%，2019 年公司筹资活动现金流出量为 120.63 亿元，同比增长 70.75%；2017—2019 年，公司筹资产生的现金流量净额分别为 -4.69 亿元、88.93 亿元和 55.84 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 9.92 亿元；公司投资活动现金流量净额为 -27.44 亿元；公司筹资活动现金流量净额为 15.28 亿元。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	62.54	67.60	85.11	14.43
经营活动现金流出量	15.25	20.37	23.89	4.52
经营活动现金净流量	47.29	47.23	61.22	9.92
现金收入比	88.75	79.63	88.28	51.89
投资活动现金净流量	-52.62	-122.97	-122.89	-27.44
筹资活动现金净流量	-4.69	88.93	55.84	15.28

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债指标一般，长期偿债指标有所弱化但仍处于较好水平，考虑到公司股东背景和股东支持以及近年来收入和利润稳步提升，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力来看，2017—2019 年，公司流动比率有所波动，分别为 77.68%、126.16% 和 77.16%，其中 2018 年大幅增长主要系战略投资者增资，货币资金增加及应收账款大幅增

长所致，2019 年下降主要系短期借款规模增加所致；速动比率波动下降，分别为 77.11%、125.63%和 76.89%。2017—2019 年底，现金短期债务比分别为 0.41 倍、0.95 倍和 0.30 倍，经营现金流动负债比分别为 39.77%、45.07%和 27.74%。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别增长至 105.19%和 104.86%；现金短期债务比上升至 0.40 倍。

从长期偿债能力来看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 65.28 亿元、71.59 亿元和 82.98 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 4.72 倍、4.87 倍和 4.55 倍；全部债务/EBITDA 分别为 5.03 倍、4.51 倍和 5.84 倍。长期偿债能力指标有所弱化，但仍处于较好水平。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至 2020 年 3 月底，公司共获得综合授信总额度 633.26 亿元，其中未使用额度 535.66 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（统一社会信用代码：9111000010000376X7），截至 2020 年 8 月 10 日，公司无未结清不良贷款信息记录，根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

8. 同行业对比

从 2019 年财务指标来看，与对标企业相比，公司盈利能力处于行业较好水平，且债务负担适宜。

表 14 公司及同行业企业 2019 年主要财务指标
(单位：亿元、%)

财务指标	公司	中广核风电	华能新能源	龙源电力
资产总额	1002.22	1027.15	955.20	1558.47
所有者权益合计	418.67	298.47	333.23	607.71
流动比率	77.16	97.19	55.52	52.53
资产负债率	58.23	70.94	65.11	61.01
全部债务	484.84	630.37	546.58	810.35

全部债务资本化比率	53.66	67.87	62.13	57.15
营业收入	89.57	116.53	125.80	274.61
利润总额	34.22	31.39	37.99	65.09
营业利润率	55.93	52.70	53.87	34.92
经营活动现金流净额	61.22	69.86	86.97	125.09

资料来源：联合资信整理

9. 母公司财务分析

公司本部履行管理职能，收入规模很小，盈利主要来自投资收益；债务负担轻且对子公司资金管控能力强，公司本部偿债能力强。

2017—2019 年，公司本部资产总额快速增长，年均复合增长 21.90%，主要系长期股权投资增长所致。截至 2019 年底为 495.17 亿元，其中流动资产占 14.11%，非流动资产占 85.89%。同期，公司本部流动资产 69.88 亿元，主要由货币资金（占 11.88%）、其他应收款（占 18.35%）和其他流动资产（占 63.55%）构成。截至 2019 年底，公司本部非流动资产 425.29 亿元，主要为长期股权投资（占 89.05%）。

2017—2019 年，公司本部所有者权益快速增长，年均复合增长 23.39%，主要系股东增资，实收资本增加所致。截至 2019 年底，公司本部所有者权益 319.39 亿元，其中实收资本 200.00 亿元、资本公积 95.44 亿元、其他综合收益 0.64 亿元、盈余公积 2.07 亿元、未分配利润 21.24 亿元。

2017—2019 年，公司本部负债波动增长，年均复合增长 19.34%，主要系短期借款增长所致。截至 2019 年底，公司本部负债合计 175.78 亿元，其中，流动负债占 67.04%，非流动负债占 32.96%。同期，公司本部流动负债 117.85 亿元，主要由短期借款（占 65.66%）和一年内到期的非流动负债（占 28.08%）构成。截至 2019 年底，公司本部非流动负债 57.93 亿元，主要由长期借款（占 47.11%）、应付债券（占 34.48%）和递延所得税负债（占 18.19%）构成。截至 2019 年底，公司本部资产负债率为 35.50%，全部债务资本化比率为 33.06%。

公司本部无实际业务，主要负责公司整体管理工作，收入规模很小。2019 年，公司本部营业收入为 290.16 万元，期间费用 5.85 亿元，投资收

益为22.90亿元，利润总额为17.32亿元。

2017—2019年，公司本部经营活动现金流量净额波动幅度较大，2019年经营活动现金净流出7.27亿元，同比由净流入转为净流出。同期，投资活动产生的现金流净额持续为负，2019年为-27.24亿元。2017—2019年，公司本部筹资活动现金流量净额保持净流入状态，2019年筹资活动现金净流入22.62亿元。

短期偿债指标方面，因公司本部存货规模很小，截至2019年底，公司本部流动比率和速动比率均为59.30%，较2018年底大幅下降主要系短期借款等流动负债大幅增长所致。考虑到公司本部债务负担轻且对子公司资金管控能力强，公司本部偿债能力强。

10. 抗风险能力

考虑到公司所处区域、股东支持及未来清洁能源受国家及地方政府支持政策有望持续，且公司主营业务盈利能力较强。联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响不大，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模上限为10亿元，分别占公司2020年3月底全部债务和长期债务的1.98%和2.45%，本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响不大。

截至2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.41%、53.92%和48.56%。以2020年3月底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分别上

升至58.81%、54.41%和49.17%，债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务，实际发行后上述指标或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动产生的现金流入量分别为62.54亿元、67.60亿元和85.11亿元，分别为本期中期票据发行规模上限的6.25倍、6.76倍和8.51倍；同期，公司经营活动现金流量净额分别为47.29亿元、47.23亿元和61.22亿元，分别为本期中期票据发行规模上限的4.73倍、4.72倍和6.12倍；公司EBITDA分别为65.28亿元、71.59亿元和82.98亿元，分别为本期中期票据发行规模上限的6.53倍、7.16倍和8.30倍。

十一、 结论

公司是三峡集团旗下新能源产业的战略实施主体，在新能源装机规模及布局方面具备一定规模优势；公司股东实力极强，对公司支持大。近年来，公司装机规模持续扩张，机组运营效率提升，发电量逐年增长，带动公司收入和利润提升。同时，联合资信也关注到清洁能源发电上网政策波动，电价补贴款到位滞后和未来资本支出规模较大等因素对公司经营及信用状况可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的不断推进，装机规模将持续增长，公司发电量、收入规模、盈利能力及综合实力均有望进一步提升。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

[illegible]

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内主要子公司

序号	公司名称	注册资本（万元）	主营业务	持股比例
1	海峡发电有限责任公司	785100.00	风能开发、投资和运营	65.00%
2	三峡珠江发电有限公司	755900.00	电力、热力生产和供应业	100.00%
3	三峡新能源阳江发电有限公司	600500.00	风能开发、投资和运营	100.00%
4	长江三峡集团福建能源投资有限公司	520000.00	风能开发、投资和运营	100.00%
5	响水长江风力发电有限公司	205788.40	风能开发、投资和运营	100.00%
6	福清海峡发电有限公司	205000.00	风能开发、投资和运营	65.00%
7	三峡新能源如东有限公司	185000.00	新能源发电站运营与管理	60.00%
8	三峡新能源南通有限公司	184000.00	风能开发、投资和运营	51.00%
9	三峡新能源汕头发电有限公司	155400.00	风能开发、投资和运营	100.00%
10	三峡新能源大连发电有限公司	139900.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
11	三峡新能源盐城大丰有限公司	135600.00	风能开发、投资和运营	70.00%
12	福州海峡发电有限公司	120000.00	风能开发、投资和运营	65.00%
13	国水集团化德风电有限公司	90000.00	风能开发、投资和运营	100.00%
14	三峡新能源金昌风电有限公司	81300.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
15	三峡新能源四子王风电有限公司	73504.04	风能开发、投资和运营	100.00%
16	三峡新能源五家渠发电有限公司	71300.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
17	福建三峡海上风电产业园运营有限公司	64652.00	风电产业园运营、管理	65.00%
18	三峡新能源格尔木清能发电有限公司	58500.00	太阳能开发、投资和运营	85.00%
19	北京京能通电力科技有限公司	51200.00	技术开发、专业承包	100.00%
20	国宏新能源发电有限公司	45650.00	风能开发、投资和运营	100.00%
21	三峡新能源大柴旦风电有限公司	43000.00	风能开发、投资和运营	100.00%
22	铜川市峡光新能源发电有限公司	43000.00	太阳能开发、投资和运营	49.00%
23	三峡新能源哈密风电有限公司	42860.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
24	三峡新能源曲阳发电有限公司	39700.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
25	三峡新能源康保发电有限公司	38200.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
26	大安润风能源开发有限公司	37890.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
27	云南弥勒石洞山发电有限公司	37400.00	风能开发、投资和运营	100.00%
28	内蒙古京能巴音风力发电有限公司	37000.00	风能开发、投资和运营	100.00%
29	双辽庆达光伏发电有限公司	36771.65	风能及太阳能开发、投资和运营	90.00%
30	昔阳县斯能新能源有限公司	34760.00	风能开发、投资和运营	51.00%
31	内蒙古四华新能源开发有限公司	30800.00	风能开发、投资和运营	90.00%
32	三峡新能源调兵山风电有限公司	30114.00	风能开发、投资和运营	64.77%
33	三峡新能源格尔木发电有限公司	30000.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
34	三峡新能源淮南光伏发电有限公司	30000.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
35	三峡新能源云南姚安发电有限公司	26700.00	风能开发、投资和运营	100.00%
36	三峡新能源太阳山发电有限公司	25400.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
37	巢湖骄阳新能源有限公司	25200.00	太阳能开发、投资和运营	50.00%
38	三峡正蓝旗清洁能源有限公司	23800.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
39	巨野县峻阳新能源发电有限公司	23736.00	风能开发、投资和运营	100.00%
40	重庆市巫山县成光新能源有限公司	23700.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
41	三峡新能源（左云）发电有限公司	22000.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
42	三峡新能源酒泉有限公司	21950.00	太阳能开发、投资和运营	98.75%
43	三峡新能源沽源发电有限公司	21600.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
44	灵宝华祥风电开发有限公司	20000.00	风能开发、投资和运营	100.00%
45	漳浦海峡发电有限公司	20000.00	风能开发、投资和运营	65.00%
46	三峡新能源平定发电有限公司	19800.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
47	三峡新能源尚义风电有限公司	19483.34	风能开发、投资和运营	100.00%
48	三峡新能源天峨发电有限公司	18800.00	风能开发、投资和运营	100.00%
49	三峡新能源云南师宗发电有限公司	18700.00	风能开发、投资和运营	100.00%
50	三峡新能源道县发电有限公司	17500.00	风能开发、投资和运营	100.00%

51	张家川天源风电有限公司	17300.00	风能开发、投资和运营	100.00%
52	三峡新能源共和发电有限公司	16900.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
53	忠县吉电新能源有限公司	16140.00	太阳能开发、投资和运营	80.00%
54	三峡新能源山东昌邑发电有限公司	16000.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
55	三峡新能源冕宁发电有限公司	15800.00	风能开发、投资和运营	100.00%
56	三峡新能源红寺堡发电有限公司	14800.00	风能开发、投资和运营	100.00%
57	伊春太阳风新能源有限公司	14724.00	风能开发、投资和运营	100.00%
58	渭南峡阳新能源发电有限公司	14600.00	太阳能开发、投资和运营	85.00%
59	社旗国合风力发电有限公司	14600.00	风能开发、投资和运营	95.00%
60	酒泉朝阳新能源发电有限公司	14550.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
61	酒泉三阳新能源发电有限公司	14550.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
62	会理兆光新能源有限公司	14235.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
63	三峡新能源富蕴发电有限公司	14000.00	风能开发、投资和运营	100.00%
64	三峡新能源会理中一发电有限公司	13600.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
65	三峡新能源酒洪有限公司	13500.00	太阳能开发、投资和运营	75.00%
66	三峡新能源昂立(灵武)发电有限公司	13200.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
67	慈溪长江风力发电有限公司	12860.00	风能开发、投资和运营	75.00%
68	三峡新能源白城风电发展有限公司	12790.00	风能开发、投资和运营	65.00%
69	宿州市符阳光伏发电有限公司	12700.00	太阳能开发、投资和运营	50.00%
70	丽江隆基清洁能源有限公司	12390.00	太阳能开发、投资和运营	81.00%
71	三峡新能源贵阳发电有限公司	12100.00	风能开发、投资和运营	100.00%
72	三峡新能源富裕风电有限公司	11900.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
73	三峡新能源新疆达坂城风电有限公司	11500.00	风能开发、投资和运营	100.00%
74	三峡新能源微山发电有限公司	11400.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
75	三峡新能源皮山发电有限公司	11100.00	太阳能开发、投资和运营	100.00%
76	青岛润莱风力发电有限公司	11100.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
77	三峡新能源达拉特旗有限公司	11000.00	太阳能开发、投资和运营	95.00%
78	三峡新能源平南发电有限公司	11000.00	风能开发、投资和运营	100.00%
79	云南龙陵腊寨水电发展有限公司	11000.00	水能开发、投资和运营	65.00%
80	三峡新能源(巨野)有限公司	10600.00	风能及太阳能开发、投资和运营	100.00%
81	三峡新能源鄱阳县发电有限公司	10300.00	风能开发、投资和运营	100.00%
82	商都县天润风电有限公司	10100.00	风能开发、投资和运营	100.00%

注：表中为注册资本大于1亿元的子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.18	38.51	42.11	39.52
资产总额(亿元)	652.31	802.50	1002.22	1038.95
所有者权益合计(亿元)	253.79	404.05	418.67	432.07
短期债务(亿元)	59.46	40.43	138.11	97.73
长期债务(亿元)	268.98	282.60	346.72	407.92
全部债务(亿元)	328.44	323.03	484.84	505.66
营业收入(亿元)	67.92	72.89	89.57	26.65
利润总额(亿元)	26.69	30.69	34.22	12.28
EBITDA(亿元)	65.28	71.59	82.98	--
经营性净现金流(亿元)	47.29	47.23	61.22	9.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.45	1.17	1.03	--
存货周转次数(次)	25.60	51.97	67.25	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.10	0.10	--
现金收入比(%)	88.75	79.63	88.28	51.89
营业利润率(%)	52.98	55.36	55.93	60.51
总资本收益率(%)	6.81	5.85	5.28	--
净资产收益率(%)	10.18	7.16	7.43	--
长期债务资本化比率(%)	51.45	41.16	45.30	48.56
全部债务资本化比率(%)	56.41	44.43	53.66	53.92
资产负债率(%)	61.09	49.65	58.23	58.41
流动比率(%)	77.68	126.16	77.16	105.19
速动比率(%)	77.11	125.63	76.89	104.86
经营现金流动负债比(%)	39.77	45.07	27.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.72	4.87	4.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.03	4.51	5.84	--

注：1.2020 年一季报未经审计；2.其他应付款和长期应付款中的有息债务计入全部债务；3.2017 年财务数据为 2018 年期初数；4.尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.67	20.14	8.30	16.03
资产总额(亿元)	333.21	450.09	495.17	512.57
所有者权益合计(亿元)	209.79	332.98	319.39	321.67
短期债务(亿元)	38.02	25.50	110.46	95.48
长期债务(亿元)	70.41	71.25	47.27	76.88
全部债务(亿元)	108.42	96.75	157.73	172.36
营业收入(万元)	120.84	10.50	290.16	0.00
利润总额(亿元)	8.01	6.30	17.32	2.04
EBITDA(亿元)	11.48	9.47	22.05	--
经营性净现金流(亿元)	-0.77	0.96	-7.27	0.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.07	0.01	0.03	--
存货周转次数(次)	*	0.00	9.80	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	*	*	*	*
营业利润率(%)	*	*	*	*
总资本收益率(%)	3.82	2.21	4.61	--
净资产收益率(%)	4.15	1.90	5.41	--
长期债务资本化比率(%)	25.13	17.63	12.89	19.29
全部债务资本化比率(%)	34.07	22.51	33.06	34.89
资产负债率(%)	37.04	26.02	35.50	37.25
流动比率(%)	98.65	216.18	59.30	67.00
速动比率(%)	98.65	216.18	59.30	67.00
经营现金流动负债比(%)	-1.78	2.63	-6.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	2.99	4.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.44	10.21	7.15	--

注：1.2020 年一季报未经审计；2.2017 年财务数据为 2018 年期初数；3.*为数据过大或过小

资料来源：公司财务报告

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 中国三峡新能源（集团）股份有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国三峡新能源（集团）股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

中国三峡新能源（集团）股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国三峡新能源（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国三峡新能源（集团）股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国三峡新能源（集团）股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项等相关信息，如发现中国三峡新能源（集团）股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国三峡新能源（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国三峡新能源（集团）股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国三峡新能源（集团）股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国三峡新能源（集团）股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。