

信用评级公告

联合〔2020〕3197号

联合资信评估股份有限公司通过对鲁能新能源（集团）有限公司及其拟发行的鲁能新能源（集团）有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据进行综合分析和评估，确定鲁能新能源（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，鲁能新能源（集团）有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十一月二十七日



鲁能新能源（集团）有限公司

2021 年度第一期绿色中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期绿色中期票据信用等级：AAA¹

评级展望：稳定

债项概况：

本期绿色中期票据发行规模：基础发行额度 0 亿元，发行额度上限 10 亿元

本期绿色中期票据期限：3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本付息

募集资金用途：补充新能源项目建设和运营资金以及偿还新能源项目金融机构借款

评级时间：2020 年 11 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
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	aa	评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素 评价结果	
经营风险	B	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	3
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	4
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
股东综合竞争力强，对公司支持力度大			+1	

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；财务指标为三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

鲁能新能源（集团）有限公司（以下简称“公司”）定位为国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）旗下风电和光伏业务运营主体，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在股东实力、装机规模及区域布局等方面具备的竞争优势。近年来，伴随装机容量的增长和限电问题的好转，公司上网电量快速增长带动营业收入快速增长。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等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期绿色中期票据由鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”）提供全额不可撤销连带责任保证担保。鲁能集团担保实力极强，其担保可有效提高本期绿色中期票据本息偿付安全性。

未来，随着装机规模进一步提升，布局持续优化，公司整体竞争力有望进一步增强。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、鲁能集团主体长期信用以及本期绿色中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期绿色中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 随着装机规模的增长以及限电问题的好转，公司上网电量快速提升，带动收入水平快速提升。2017—2019 年，公司发电量年均复合增长 33.58%，带动营业收入年均复合增长 33.21%。2019 年，公司新能源发电业务实现营业收入 12.84 亿元，同比增长 36.13%。2020 年 1—9 月，公司收入和利润分别同比增长 10.10% 和 5.36%。
- 公司股东综合竞争力强，对公司支持力度大。公司股东都城伟业集团有限公司（以下简称“都城伟业”）为国家电网全资子公司，业务定位为新能源发电投资运营以及商业和旅游地产开发。都城伟业对公司电站项目提供资本金支持，并适时在经营阶段提供委托贷款支持。

¹ 本期绿色中期票据信用等级在有效担保合同下生效

分析师：黄露
张峰
于思远

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

3. **本期绿色中期票据具有增信措施。**本期绿色中期票据由鲁能集团提供全额不可撤销连带责任保证担保，鲁能集团担保实力极强，其担保可有效提高本期绿色中期票据本息偿付安全性。

关注

1. **公司位于西北地区电站规模较大，仍存在一定限电问题。**截至2020年9月底，公司控股装机容量164.26万千瓦，其中位于新疆、青海、甘肃、内蒙古的装机容量合计114.76万千瓦，由于供需不平衡，上述地区存在一定限电问题；公司积极参与市场交易以抢占电力市场增量，上网电价折价将一定程度影响电力业务度电盈利能力。
2. **受新能源电价补贴款到位滞后影响，公司应收账款快速增长，一定程度占用资金。**截至2020年9月底，公司应收电费及应收补贴款合计18.31亿元，较上年底增长35.93%，占流动资产的47.26%，占资产总额的12.45%。

财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	11.29	9.31	8.24	8.76
资产总额 (亿元)	99.24	122.37	125.60	147.04
所有者权益 (亿元)	42.86	46.75	50.61	55.24
短期债务 (亿元)	7.52	7.18	8.82	3.95
长期债务 (亿元)	40.14	57.36	60.51	83.13
全部债务 (亿元)	47.66	64.54	69.33	87.07
营业收入 (亿元)	7.29	9.45	12.94	10.45
利润总额 (亿元)	5.93	2.48	2.44	2.72
EBITDA (亿元)	10.40	7.86	10.04	--
经营性净现金流 (亿元)	6.03	4.00	6.09	4.47
营业利润率 (%)	34.48	42.20	38.12	46.96
净资产收益率 (%)	10.92	4.85	4.51	--
资产负债率 (%)	56.81	61.79	59.71	62.43
全部债务资本化比率 (%)	52.65	57.99	57.80	61.18
流动比率 (%)	147.06	117.37	159.10	377.12
经营现金流动负债比 (%)	32.93	19.91	37.62	--
现金短期债务比 (倍)	1.50	1.30	0.93	2.22
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.83	3.85	4.07	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.58	8.21	6.91	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	35.60	40.69	42.54	49.99
所有者权益 (亿元)	35.46	40.52	42.42	49.87
全部债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额 (亿元)	7.78	3.43	0.16	5.36
资产负债率 (%)	0.40	0.42	0.29	0.23
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率 (%)	892.21	1314.10	1792.44	6527.68
经营现金流动负债比 (%)	-27.68	-165.80	-302.05	--

注: 1.公司 2020 年 1—9 月财务报表未经审计; 2.长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务

资料来源: 公司财务数据

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法和模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由鲁能新能源（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

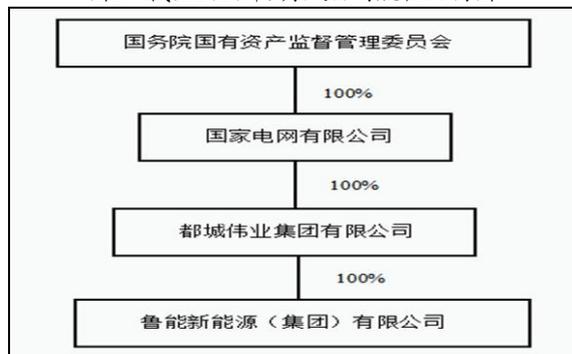
鲁能新能源（集团）有限公司

2021年度第一期绿色中期票据信用评级报告

一、主体概况

鲁能新能源（集团）有限公司（以下简称“公司”，原名都城绿色能源有限公司）前身为鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”）电力业务分公司。2014年，鲁能集团子公司都城伟业集团有限公司（以下简称“都城伟业”）出资 20.00 亿元成立都城绿色能源有限公司，国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）通过鲁能集团持有公司 100.00% 股权。2014 年 8 月，都城伟业变更为国家电网一级子公司。2016 年 12 月，公司变更为现名。截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本 19.29 亿元，都城伟业持有公司 100.00% 股权，为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

图1 截至2020年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

根据都城伟业 2020 年 8 月 11 日发布公告，都城伟业收到国家电网《关于子公司股权无偿划转的通知》，经国资监管部门研究批准，将国家电网持有的都城伟业 100.00% 股权无偿划转至中国绿发投资集团有限公司（以下简称“中国绿发”，中国诚通控股集团有限公司为其第一大股东，持有其 40% 股权），中国绿发主营房地产开发业务，为国务院国资委二级子公司。

本次股权划转尚需划转双方签署股权无偿划转协议，划转事项不会造成公司控股股东和实际控制人的变化。

公司主营业务为新能源电站的设计、开发、管理及运营。

截至 2020 年 9 月底，公司本部设发展策划部、项目开发部、生产技术部、财务资产部等多个职能部门；公司合并范围内子公司共 23 家（详见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 125.60 亿元，所有者权益 50.61 亿元（含少数股东权益 1.82 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 12.94 亿元，利润总额 2.44 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 147.04 亿元，所有者权益 55.24 亿元（含少数股东权益 1.92 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 10.45 亿元，利润总额 2.72 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区朝阳门外大街 5 号院 1 号楼 315 室；法定代表人：粘建军。

二、本期绿色中期票据概况

公司拟于 2021 年注册 30 亿元绿色中期票据额度，本期拟发行鲁能新能源（集团）有限公司 2021 年度第一期绿色中期票据（以下简称“本期绿色中期票据”），基础发行额度 0 亿元，发行额度上限 10 亿元，期限为 3+2 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期绿色中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金拟用于补充新能源项目建设和运营资金以及偿还新能源项目金融机构借款。

根据联合赤道环境评价有限公司出具的《鲁能新能源（集团）有限公司 2021 年度第一

期绿色中期票据发行前独立评估认证报告》(报告编号: P-2020-7270), 认定本期绿色中期票据募投项目属于绿色产业项目, 募集资金用途符合相关规定。

本期绿色中期票据由鲁能集团提供全额不可撤销连带责任保证担保。

三、宏观政策和经济环境

1. 宏观经济运行

2020年三季度, 中国经济进一步复苏, 供需全面回暖, 物价涨幅有所回落, 就业压力有所缓解, 财政收支有所改善。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较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情控制迅速, 经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后, 二季度即开始复苏, 前三季度实现正增长, GDP累计同比增长0.7%, 其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%, 经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%, 全面实现正增长。

表1 中国主要经济数据(单位: 万亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-9月
GDP	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速	7.4	6.2	3.8	-6.4

公共财政支出增速	7.7	8.7	8.1	-1.9
----------	-----	-----	-----	------

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

资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善, 消费贡献提升。2020年三季度, 消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%, 净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%, 投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素, 但三季度消费对经济的贡献度显著提高, 经济结构较二季度有所改善, 内生增长动力加强。

消费持续改善, 季度增速由负转正。2020年前三季度, 社会消费品零售总额同比下降 7.2%, 降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%, 季度增速年内首次转正, 显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转, 居民消费信心增加。**固定投资增速转正, 制造业投资降幅收窄。**2020年前三季度, 全国固定资产投资同比增长 0.8%, 实现年内首次转正, 而 1-8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看, 基础设施投资增速由负转正, 制造业投资逐步恢复, 房地产投资加快。具体看, 前三季度, 基础设施投资同比增长 0.2%, 上半年为同比下降 2.7%; 制造业投资同比下降 6.5%, 较半年降幅 (11.7%) 显著收窄; 房地产开发投资同比增长 5.6%, 上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳, 出口韧性较强。**2020年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元, 比去年同期下降 1.8%。其中, 出口 1.8 万亿美元, 同比下降 0.8%; 进口 1.5 万亿美元, 同比下降 3.1%。一至三季度, 中国出口增速分别为-13.4%、0.1% 和 8.8%, 呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至2020年9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较6月中旬上升4.8个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1-9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1-9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1-3月下降36.7%、1-6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI涨幅回落，PPI降幅收窄。2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。

2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，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，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降，收支缺口更趋扩大。

2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。

同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，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，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上半年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99

万亿元)大幅增长;发行地方政府债券 5.68 万亿元,较上年同期(4.18 万亿元)增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,增加其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。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,截至 2020 年 9 月底,在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

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。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前中国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,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。在此政策导向下,未来财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社会融资规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度中国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面,从资金方面看,2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券,新增地方债规模将会是全年最低水平;从经济增长动力来看,8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此,综合资金和经济增长力看,四季度基建投资难有更出色表现,单月增速或将进一步下降。

消费方面,四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成

波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业经济概况

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

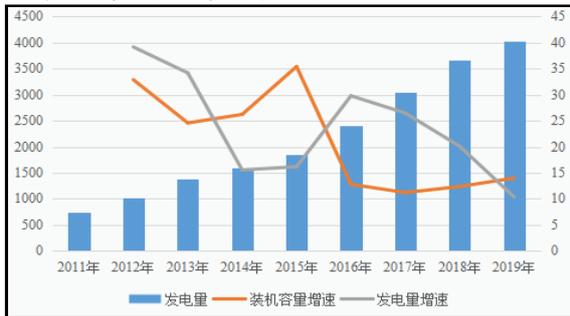
五分之一，但从可开发比例以及单位面积来看，海上风电仍具有巨大开发潜力。2019 年，全球新增海上风电装机容量 6.1GW，占全部风电新增装机容量的 10.10%。其中，中国新增海上风电装机容量约 2.4GW（已并网 1.98GW），保持海上风电新增装机规模全球第一。

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 年前三季度，中国风电工程建设投资完成额 1619 亿元，同比大幅增长 138.4%。

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 1—9 月，中国新增风电装机容量 1306 万千瓦，同比变化不大。

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；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；4 月以来，全社会用电量同比增幅由负转正。2020 年 1—9 月，中国全社会用电量 54134 亿千瓦时，同比增长 1.3%。

图2 中国风电发电量、发电量增速及装机容量增速情况（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1—9月，全国发电设备累计平均利用小时同比下降98小时，全国规模以上电厂发电量54086亿千瓦时，同比小幅增长0.9%，但增速回落2.1个百分点。其中主要清洁能源发电量均同比提升，风电利用小时同比增长30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）可再生能源前期补贴连续性及后期补贴退坡

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。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于2020年1月发布《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，明确完善现行补贴方式及补贴退坡机制，并提出2021年1月1日起全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），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。2020年10月，三部委对该意见进行了补充通知，首次以文件形式正式明确了风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源发电项目的“全生命周期合理利用小时数”、补贴年限和补贴额度；并说明补贴到期退出后，绿证将成为增加项目收益的重要途径。

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。根据《国家发展改革委办公厅国家能源局综合司关于公布2020年风电、光伏发电平价上网项目的通知》，2020年，风电平价上网项目装机规模1139.67万千瓦，除并网消纳受限原因以外，风电项目须于2022年底前并网。

（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不完善，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

面对新冠肺炎疫情的冲击和复杂严峻的国内外环境，全国上下科学统筹疫情防控和经济社会发展，有力有效推动生产生活秩序恢复，2020年前三季度，国民经济和能源消费增速均由负转正，国民生产总值同比增长0.7%，能源消费总量同比增长0.9%。同期，电力行业为社会疫情防控和复工复产、复商复市提供电力保障，并落实阶段性降低用电成本政策，全力支持实体经济发展，2020年前三季度电力消费增速由负转正，三季度实现中速增长，经济社会发展对电力的消费需求已恢复常态。

根据中电联发布的《2020年前三季度全国电力供需形势分析预测报告》，2020年前三季度，全国电力供需总体平衡，预计四季度全社会用电量同比增长约6%，非化石能源发电装机比重将继续提高。未来，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9月底，公司注册资本20.00亿元，实收资本19.29亿元，公司控股股东为都城伟业，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争优势

公司电站多位于资源丰富省区，整体布局较为分散，有助于降低单一区域来风不足及区域消纳问题的影响。近年来，公司发电量快速增长，带动收入水平大幅提升。

公司为国家电网旗下风电和光伏业务运营主体，已在青海、江苏、新疆、甘肃、河北、内蒙古、陕西、山东和广东设立9个区域公司开展风电和光伏业务，截至2020年9月底，公司控股装机容量164.26万千瓦，其中风电装机容量149.31万千瓦。除控股电厂外，公司代为管理鲁能集团和都城伟业旗下全部电力资产，截至2020年9月底，公司托管电站装机容量合计99.46万千瓦。股东都城伟业重点布局海上风电，已建成当时国内离岸距离最远、单位规模最大、施工条件最复杂、电压等级最高的江苏东台海上风电项目（20.00万千瓦），并将以此为基础，逐步扩张海上风电规模。未来，公司控股及管理电站装机容量将稳步提升。

近年来，伴随公司控股装机容量的增长以及限电问题的好转，公司发电量快速增长，2019年，公司实现发电量32.01亿千瓦时，同比增长38.87%，带动公司营业收入同比增长36.82%至12.94亿元。

3. 股东实力及股东支持

公司为国家电网及都城伟业旗下风电和光伏业务运营主体，并代为管理都城伟业和鲁能集团全部电力资产。公司股东综合竞争力强，都城伟业对公司资金支持力度大。

公司股东都城伟业为国家电网全资子公司，业务定位为新能源发电投资运营以及商业和旅游地产开发。都城伟业对公司电站项目提

供资本金支持，并适时在经营阶段提供委托贷款支持，截至2020年6月底，都城伟业向公司提供委托贷款10.00亿元（现已偿还）。截至2019年底，都城伟业资产总额788.61亿元，所有者权益430.27亿元；2019年，都城伟业实现营业收入56.30亿元，利润总额11.85亿元。

国家电网作为国内两大国家级电网公司之一，在市场地位、输配电规模、设备技术水平等方面具备极强的综合竞争力。截至2019年底，国家电网资产总额41558.50亿元，所有者权益18138.77亿元；2019年，国家电网实现营业收入26521.96亿元，利润总额773.91亿元。

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。

截至2020年9月底，公司有董事5人（含董事长），监事3人，总经理、副总经理等高级管理人员6人。公司高级管理人员从业时间较长，并具有丰富的管理经验。

公司董事长粘建军先生，1965年生，大学本科学历，毕业于中国人民大学商业经济管理学系；曾任山东电力建设第三工程公司计划经营部主任，山东电力建设第三工程公司副总经济师兼胜利电厂工地项目经理，昆明呈贡新城开发有限公司副总经理，宜宾鲁能开发（集团）有限公司副总经理，眉山启明星铝业有限责任公司董事长，文安生态旅游开发有限公司总经理，鲁能集团有限公司甘肃分公司总经理、党委委员，江苏广恒新能源有限公司总经理、党委副书记，公司党委书记、副总经理、工会主席；现任公司董事长、党委书记。

公司总经理范杰先生，1965年生，硕士学历，毕业于山东大学电气工程系；曾任山东送变电工程公司物资公司副经理兼党支部副书记，山东电力局（集团公司）物资公司企业管理部副经理，山东鲁能物资集团有限公司设备部经理、副总工程师，海南英大房地产开发有

限公司总经理助理兼海南澄迈项目公司总经理助理，海南盈滨岛置业有限公司副总经理，海南英大房地产开发有限公司纪委书记、工会主席、党委委员，鲁能集团有限公司新能源分公司纪委书记、工会主席、党委委员，鲁能集团有限公司河北分公司党委书记、副总经理兼纪委书记，重庆鲁能物业服务集团有限公司总经理兼重庆鲁能开发（集团）有限公司党委委员，鲁能集团纪检监察部第三巡察组组长；现任公司总经理、党委副书记、董事。

截至 2020 年 9 月底，公司拥有在职员工 562 人。其中，本部在职员工 42 人，子公司在职员工 520 人；从文化程度看，大专及以上学历占 15.30%，本科学历占 74.20%，研究生及以上学历占 10.50%。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2020 年 11 月 16 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

六、管理分析

公司建立了规范的法人治理结构，实际运行情况较好；各类管理制度完善，管理运作情况良好。

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》和《公司章程》等相关规定，建立了健全的法人治理结构和管理体系。

公司由都城伟业全额出资设立，不设股东会，由都城伟业依法行使股东会权利，决定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、批准董事会和监事会的报告等职权。

公司设董事会，由 5 名董事组成，设董事长 1 人，职工董事 1 人。公司职工董事由职工代表大会选举产生，其他董事由都城伟业委派，任期不超过三年。董事任期届满，可以连选连

任。公司董事会行使执行都城伟业的决议、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，每届任期 3 年，可以连选连任，董事、高管不得兼任监事；公司监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生，设职工监事 1 名，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 人，副总经理、总经理助理、总会计师、纪委书记等高级管理人员 5 人。总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、总会计师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。

财务管理方面，公司为规范内部财务行为，促进生产经营活动的顺利进行，加强财务管理和经济核算，根据国家相关会计制度，结合公司实际情况，制定财务管理制度。制度适用于公司总部，全资子公司、控股子公司和参股并实行实质性管理的子公司参照执行。制度从公司内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备计提与财务核销、会计档案管理及会计工作交接管理等方面对公司财务进行规范。

资金管理方面，公司规范和强化资金计划管理和融资管理，制定资金管理制度，由集团资金相关部门负责公司及所有下属公司的融资计划管理与考核、资金筹措管理、贷后管理及资金平衡管理等工作，制定了内部资金调动审批流程和融资计划制定方针，并对各级资金调度管理制定了严格的问责制度，保障公司整体

资金回笼与融资计划的稳定运行。

融资管理方面，公司制定了相应的融资管理规定，对融资活动实行预算管理，各下属公司在编制年度预算时，将本年度资金使用和筹措计划纳入预算；实际执行中，通过月度资金计划和资金周报跟踪反映，对计划与实际的偏差进行综合平衡调剂。临时发生融资事项，单项报公司批准。

采购管理方面，公司根据业务需要与质量管理原则，制定采购管理制度，总公司、子公司及各地区分公司所需的各类物资由总部采购配送中心统一询价供应。公司对产品采购的选购、定购、验收环节分别制定了严格的工作流程，每次产品选购须邀请三家以上供应商参与报价，并以质量最优、服务最好、价格最低作为选定原则。公司规定产品验收需由采购配送中心、采购发起部门、资产管理部门多方共同参与，并对假冒伪劣产品供应商采取一票否决制，自源头保证产品质量。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营风电业务，伴随装机容量的增长、区域来风情况较好以及限电问题的好转，上网电量快速提高带动收入的快速增长，且风电业务运营成本低，业务毛利率保持较高水平。

公司定位为国家电网旗下风电和光伏发电业务运营主体。近年来，公司新能源发电业务收入占比均超过 99%；其他业务收入主要为受托代维业务收入，占比很小。

2017—2019 年，伴随公司装机容量的提升以及限电问题的好转，公司上网电量快速提高，带动营业收入年均复合增长 33.21%。2019 年，公司新能源发电业务实现营业收入 12.84 亿元，同比增长 36.13%。

毛利率方面，风电和光伏运营成本较低，盈利能力受高电价电量占比和固定成本摊销占比波动而有所波动。2017—2019 年，公司综合毛利率分别为 35.41%、42.96%和 39.11%。

表 2 公司营业总收入及毛利率情况（单位：万元、%）

	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 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
新能源发电	72357.24	99.27	36.17	94333.53	99.78	42.94	128416.34	99.28	38.67	104419.47	99.95	47.80
其他板块	531.81	0.73	-68.26	208.97	0.22	51.99	933.96	0.72	99.75	47.31	0.05	90.28
合计	72889.05	100.00	35.41	94542.50	100.00	42.96	129350.30	100.00	39.11	104466.78	100.00	47.82

资料来源：公司提供

2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 10.45 亿元，为 2019 年全年总收入的 80.76%，收入构成较为稳定。毛利率方面，受益于发电量及发电效率的提升，公司新能源发电业务毛利率较 2019 年提高 9.13 个百分点，综合毛利率提高至 47.82%。

2. 新能源发电板块

公司装机容量持续增长，伴随政策支持下弃电问题的好转，机组平均利用小时数波动增长，带动发电量和上网电量快速增长。但伴随电力改革推进，市场电量占比提升，上网电价

呈下降趋势，将一定程度影响电力业务盈利水平。

公司为国家电网旗下风电和光伏业务运营主体，已在青海、江苏、新疆、甘肃、河北、内蒙古、陕西、山东和广东²设立 9 个区域公司开展风电和光伏业务。截至 2020 年 9 月底，公司控股装机容量 164.26 万千瓦，其中，风电装机容量 149.31 万千瓦，光伏装机容量 14.95 万千瓦。区域分布看，公司电站位于甘肃、内蒙古和河北的规模较大，截至 2020 年 9 月底占比

² 截至 2020 年 9 月底，公司在广东区域尚无控股或代管理电站投产

分别为 23.56%、19.06% 和 18.14%。截至 2020 年 9 月底，公司纳入补贴名录电站规模 130.58 万千瓦。

表 3 截至 2020 年 9 月底公司电站项目分布情况
(单位: 万千瓦、%)

区域	控股装机容量	控股装机占比	管理装机容量
甘肃	38.70	23.56	38.70
内蒙	31.31	19.06	33.31
河北	29.80	18.14	29.80
新疆	24.75	15.07	24.75
青海	20.00	12.18	96.00

陕西	14.70	8.95	14.70
山东	5.00	3.04	5.00
江苏	0.00	0.00	21.46
合计	164.26	100.00	263.72

资料来源: 公司提供

公司代为管理鲁能集团和都城伟业旗下全部电力资产，定期收取托管费用。截至 2020 年 9 月底，公司托管电站装机容量合计 99.46 万千瓦。其中，鲁能集团控股装机容量 78.00 万千瓦，都城伟业控股装机容量 21.46 万千瓦（江苏海上风电）。

表 4 公司电力业务经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
控股装机总容量 (万千瓦)	123.65	160.80	164.20	164.26
发电量 (亿千瓦时)	17.94	24.11	32.01	27.60
其中: 风电发电量	17.42	23.05	30.21	25.90
光伏发电量	0.52	1.06	1.80	1.70
上网电量 (亿千瓦时)	17.39	23.26	30.92	26.85
平均上网电价 (元/千千瓦时)	419.14	404.71	418.33	390.00
发电设备平均利用小时数 (小时)	1744	1686	1949	1631
其中: 风电平均利用小时数	1989	1934	2012	1794
光伏平均利用小时数	1230	1227	1287	1133
风电单位发电成本 (元/千千瓦时)	270.00	224.27	245.10	210.00
限电电量 (亿千瓦时)	5.57	4.81	6.64	3.80
限电比 (%)	23.69	16.63	17.18	12.10

资料来源: 公司提供

机组运行效率方面，受益于政策支持下限电问题的改善以及区域内来风情况较好，2017—2019 年，公司机组平均利用小时波动增长，分别为 1744 小时、1686 小时和 1949 小时。其中，风电分别为 1989 小时、1934 小时和 2012 小时，略低于行业均值水平；光伏分别为 1230 小时、1227 小时和 1287 小时，处于行业均值水平。限电方面，2017—2019 年，公司限电电量有所波动，2019 年为 6.64 亿千瓦时，同比增长 38.05%，主要由于宁夏盐池项目配套电网送出工程建设进度滞后，导致该项目未能全容量并网，当年新增限电量约 1.12 亿千瓦时。但受益于发电量的快速提升，2017 年以来公司限电

比波动下降，2020 年前三季度为 12.10%，较 2019 年下降 5.08 个百分点。

生产运营方面，伴随公司装机容量的稳步提升以及国家政策对清洁能源发电项目的支持，2017—2019 年，公司发电量快速增长，年均复合增长 33.58%，2019 年为 32.01 亿千瓦时，同比增长 31.06%。2020 年前三季度，受区域内来风情况较好，公司当期发电量同比增长至 27.60 亿千瓦时。

上网电价方面，一方面由于补贴退坡推进，政策逐步降低新增并网机组的上网电价；另一方面，由于部分年度市场电量份额占比提高，市场竞价加剧平均上网电价的下降。整体看，

2017年以来,公司平均上网电价波动下降,2020年前三季度为390.00元/千千瓦时。

单位成本方面,受益于新投运机组建设成本以及融资成本的下降,公司整体单位发电成本波动下降。2019年,公司风电单位发电成本为245.10元/千千瓦时;2020年前三季度,风电发电成本进一步下降至210.00元/千千瓦时。

3. 经营效率

公司经营效率处于同业平均水平。

从经营效率来看,2017—2019年,受发电量提升以及补贴回款滞后影响,公司应收账款规模快速增长导致销售债权周转次数逐年下降,近三年加权均值为1.29次,2019年为1.10次。2017—2019年,公司总资产周转率小幅增长,三年加权均值为0.09次,2019年为0.10次。同业对比情况看,公司经营效率处于同业平均水平。

表5 截至2019年底同业对比情况
(单位:万千瓦、亿千瓦时、次、亿元、%)

企业名称	公司	江苏省新能源开发股份有限公司	中节能风力发电股份有限公司
装机容量	164.20	105.51	285.85
发电量	32.01	25.25	62.09
销售债权周转次数	1.10	1.53	1.10
总资产周转次数	0.10	0.18	0.11
资产总额	125.60	83.42	235.10
所有者权益	50.61	50.62	80.86
资产负债率	59.71	39.32	65.61

表6 截至2020年9月底公司在建项目投资情况(单位:亿元、%)

项目名称	总投资	已审批项目贷额度	计划完工时间	截至2020年9月底已完成投资	2020年10—12投资计划
吉林通榆14.85万千瓦风电项目	11.83	9.40	2020年12月底	7.88	4.25
甘肃马鬃山20万千瓦风电项目	15.79	12.63	2020年12月底	4.31	11.47
合计	27.62	22.02		12.20	15.72

注:项目投产至全额结算存在一定周期性
资料来源:公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供了2017—2019年财务报告,北京大地津泰会计师事务所对该财务报告进行了审

营业收入	12.94	14.84	24.87
利润总额	2.44	3.40	7.47
营业利润率	38.12	37.80	51.79
经营活动现金流净额	6.09	5.17	15.74
现金收入比	77.00	85.48	85.35

资料来源:联合资信根据公开数据整理

4. 在建工程

公司风电业务持续扩张,未来投资规模较大,但考虑公司经营获现能力较强,股东资金支持力度大,投资压力可控。

“十四五”期间,公司将围绕打造智慧新能源科技创新平台,坚持创新引领,优化布局结构,挖掘优势资源,强化集约管理,聚焦大基地、海上风电、示范项目、新兴业态“四大支柱”,加大“华南、华东、华北、东北、西北”五大核心区域优质资源落位,提高新能源产业的市场竞争力和利润贡献率。

截至2020年9月底,公司主要在建项目2个,全部为风电项目,合计装机容量34.85万千瓦,预计总投资27.62亿元,已审批项目贷额度22.02亿元,已完成投资12.20亿元,预计2020年第四季度投资15.72亿元。此外,公司主要拟建项目2个,分别为15.00万千瓦风电项目和6.00万千瓦的光伏项目,预计总投资13.36亿元,申请贷款额度10.68亿元。

计,并均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2020年前三季度财务数据未经审计。

从合并范围看,截至2017年底,公司纳入合并范围内子公司18家;2018年,公司合并

范围新增子公司 3 家，分别为宁夏盐池鲁能新能源有限公司、吉林通榆鲁能新能源有限公司和康保鲁能新能源有限公司；2019 年，公司合并范围新增子公司 2 家，分别为肃北鲁能新能源有限公司和新疆哈密鲁能新能源有限公司；2020 年前三季度，公司合并范围无变化。公司合并范围变化对财务数据连续性和可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 125.60 亿元，所有者权益 50.61 亿元（含少数股东权益 1.82 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 12.94 亿元，利润总额 2.44 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 147.04 亿元，所有者权益 55.24 亿元（含少数股东权益 1.92 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业总收入 10.45 亿元，利润总额 2.72 亿元。

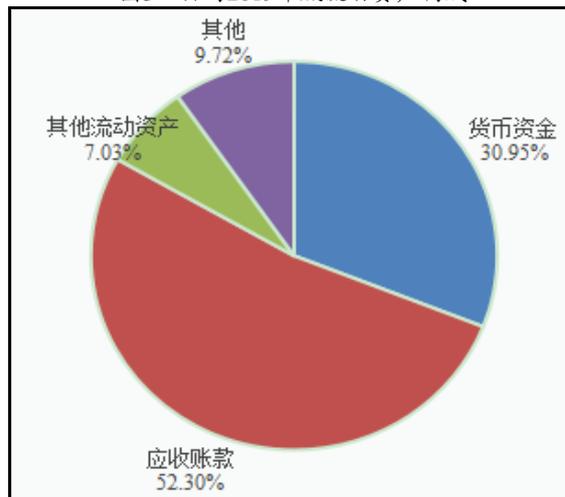
2. 资产质量

公司非流动资产占比高，以固定资产及在建工程为主，符合电力行业特征。公司流动资产中应收账款占比较高，主要为应收电价补贴款，回收风险小，但补贴款到位滞后，对资金形成占用，公司资产流动性较弱。

2017—2019 年末，公司资产总额年均复合增长 12.50%，截至 2019 年底为 125.60 亿元，较上年底增长 2.64%。其中，流动资产占 20.51%，非流动资产占 79.49%。公司资产以非流动资产为主，符合电力行业特征。

2017—2019 年末，公司流动资产波动下降，年均复合下降 2.16%。截至 2019 年底，公司流动资产 25.76 亿元，较上年底增长 9.11%，主要由于发电量增长带动的应收补贴款的大幅增长。公司流动资产主要由货币资金（占 30.95%）、应收账款（占 52.30%）和其他流动资产（占 7.03%）构成。

图3 公司2019年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年末，公司货币资金连续下降，年均复合下降 15.24%，一方面由于业务扩展带动现金投资增加，另一方面由于公司筹资活动现金净流入量规模缩减。截至 2019 年底，公司货币资金 7.97 亿元，较上年底下降 11.94%，主要为银行存款（占 99.62%）。公司货币资金中仅 332.98 万元使用受限，为复垦保证金。公司货币资金能够保障正常经营活动的有序开展，且基本可以覆盖短期债务，现金流安全性高。

受公司发电量提升以及补贴回款滞后影响，2017—2019 年末，公司应收账款年均复合增长 62.05%。截至 2019 年底，公司应收账款 13.47 亿元，较上年底增长 40.90%，全部为应收电网公司电费款及应收财政部电价补贴款，其中账龄在 1 年以内的应收账款占 64.75%，公司应收账款均未计提坏账准备。截至 2019 年底，公司应收账款前五大欠款方合计金额为 8.04 亿元，占比为 59.64%，集中度适中。公司应收账款占比较高，对资金形成占用。

表 7 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	是否关联方
青海省财政厅	2.54	18.87	否
甘肃省财政厅	1.91	14.15	否
新疆维吾尔自治区财政厅	1.37	10.19	否
新疆吐鲁番市财政局	1.11	8.26	否

新疆达坂城区财政局	1.10	8.17	否
合计	8.04	59.64	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司其他应收款主要为项目前期费用以及集团内关联方委托贷款，受委托贷款规模波动影响，公司其他应收款快速下降，2017—2019年年均复合下降55.40%。截至2018年底为1.48亿元，较上年底下降68.31%，主要由于收回关联公司委托贷款2.30亿元。截至2019年底，公司其他应收款0.93亿元，剩余规模较小，回款风险可控。

非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产年均复合增长17.49%，截至2019年底为99.84亿元，较上年底增长1.09%，公司非流动资产主要由固定资产（占80.34%）和在建工程（占5.92%）构成。

2018年，公司新增长期委托贷款4.15亿元，计入长期应收款科目。截至2019年底，公司长期应收款3.96亿元，较上年底变化不大。

伴随公司合并范围的增加以及在建电站完工投入运营，2017—2019年末，公司固定资产年均复合增长26.93%。截至2019年底，公司固定资产原值100.87亿元，较上年底增长14.57%，主要由机器设备（占95.17%）构成。截至2019年底，公司固定资产累计计提折旧20.66亿元，固定资产净值80.21亿元，成新率为79.52%，处于较好水平。

公司在建工程主要为基建工程、技改工程和其他工程，2017—2019年末，公司在建工程年均复合下降35.21%，主要由于在建项目建成完工转入固定资产。截至2019年底，公司在建工程5.91亿元，较上年底下降50.57%，未计提减值准备。

截至2019年底，公司所有权受限的资产合计34.64亿元，占资产总额的27.58%，受限比率较低，主要为电费收费权质押。

表8 截至2019年底公司受限资产情况

(单位：亿元、%)

项目	账面价值	占比
固定资产-机械设备	1.20	0.96
应收账款-电费质押权	31.76	25.29
其他用于担保的资产-电费回收质押权	1.65	1.31
货币资金-履约保证金	0.03	0.02
合计	34.64	27.58

资料来源：公司财务报告

截至2020年9月底，公司合并资产总额147.04亿元，较上年底增长17.07%，主要由于电价补贴款和对关联方借款增加带动应收款增长。截至2020年9月底，公司流动资产38.74亿元，较上年底增长50.38%。其中，公司应收账款³18.31亿元，较2019年底增长35.93%，主要由于累计应收电费及应收补贴款快速增长；公司预付款项3.89亿元，较2019年底增长422.71%，主要由于风电“抢装”影响，公司加大风机预付款；公司其他应收款（合计）6.71亿元，较2019年底增长350.08%，主要系新增子公司的应收分红款。截至2020年9月底，公司非流动资产108.30亿元，较上年底增长8.48%，主要系长期应收款增长5.40亿元（对海阳富阳置业有限公司委托贷款2.40亿元以及对海南亿兴城建投资有限公司委托贷款3.00亿元）。

3. 负债和所有者权益

近年来，随着实收资本和利润积累的增长，公司所有者权益不断增长；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。同期，受长期借款快速增长影响，公司全部债务规模快速增长，但债务结构合理，债务负担适中。

所有者权益

2017—2019年末，公司所有者权益不断增长，年均复合增长8.67%。截至2019年底，公司所有者权益合计50.61亿元，较上年底增长8.24%，主要系股东实缴资本增加及利润积累所

³ 2020年公司因财务核算制度调整将部分应收账款计入合同资产科目，为统一各年对比标准，本报告将2020年三季度合同资产科目与应收账款科目合并

致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.40%，少数股东权益占比为 3.60%。截至 2019 年底，归属于母公司所有者权益 48.78 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 35.23%、26.20% 和 13.05%。

公司注册资本 20.00 亿元，截至 2019 年底实收资本 17.19 亿元。近年来，公司股东都城伟业不断实缴公司注册资本金，2017—2019 年末，公司实收资本年均复合增长 11.47%。同期，受益于利润积累，公司盈余公积和未分配利润整体呈现增长趋势。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益 55.24 亿元，较上年底增长 9.15%，主要系实收资本和资本公积增长所致（盈余公积和未分配利润转增资本公积，资本公积转增实收资本）。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.53%，少数股东权益占比为 3.47%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 34.92%、51.75%、和 6.27%。所有者权益结构稳定性好。

负债

2017—2019 年末，公司负债规模分别为 56.38 亿元、75.62 亿元和 74.99 亿元。其中，2018 年底公司负债较上年底增长 34.13%，主要由于业务拓展需要，公司长期借款较上年底增长 63.63%；2019 年底公司负债较上年底小幅下降，主要由于应付账款较上年底下降 47.03%。截至 2019 年底，公司负债以非流动负债为主（占 78.41%），负债结构与资产相匹配。

2017—2019 年末，公司流动负债波动下降，年均复合下降 5.94%。截至 2019 年底，公司流动负债 16.19 亿元，较上年底下降 19.51%，主要系应付账款下降所致。公司流动负债主要由应付账款（占 38.03%）和一年内到期的非流动负债（占 51.74%）构成。

2017—2019 年末，公司应付票据及应付账款合计规模快速下降。2018 年以来，公司缩减票据结算规模，截至 2018 年底应付票据较上年底下降 86.57% 至 0.56 亿元，截至 2019 年底应付票据为 0.44 亿元，占比较小。受项目大量结

算影响，截至 2019 年底，公司应付账款较上年底下降 47.03%，主要为 1 年内应付账款较上年底大幅减少 6.59 亿元。从账龄分布看，公司 1~2 年的应付账款占比较高，为 49.04%。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 76.09%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.38 亿元，较上年底增长 36.79%，主要系一年内到期的质押借款（4.45 亿元）和应付债券（1.50 亿元）较上年底增长所致。

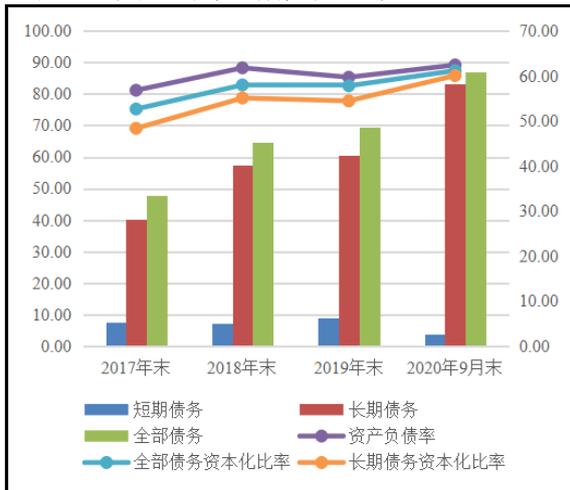
2017—2019 年末，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 24.26%，主要由于长期借款的快速增长。截至 2019 年底，公司非流动负债 58.80 亿元，主要由长期借款（占 87.72%）和长期应付款（占 15.19%）构成。

伴随公司业务扩张，资金需求有所增加，公司合理利用财务杠杆，增加长期借款以匹配电站建设周期。2017—2019 年末，公司长期借款快速增长，年均复合增长 31.67%。截至 2019 年底为 51.58 亿元，主要由质押借款（占 62.21%）和信用借款（占 33.66%）构成。公司长期借款主要为 15 年期分期还本的项目贷款，集中兑付压力较小。

2017—2019 年末，公司长期应付款波动增长，截至 2019 年底为 8.93 亿元，较上年底增长 24.28%，主要系增加吉林通榆风电项目设备融资租赁。公司长期应付款全部为融资租赁款，已调增至公司长期债务测算。

有息债务方面，2017—2019 年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长 20.61%。截至 2019 年底，公司全部债务 69.33 亿元，较上年底增长 7.42%。其中，短期债务占 12.72%，长期债务占 87.28%，债务结构合理。债务指标方面，由于公司债务规模快速增长，2017—2019 年末，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整体均呈现增长趋势，三年加权均值分别为 59.75%、56.83% 和 53.43%；截至 2019 年底分别为 59.71%、57.80% 和 54.46%，公司债务负担适中。

图4 近年来公司有息债务情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告

截至 2020 年 9 月底, 公司负债总额 91.80 亿元, 较上年底增长 22.42%, 主要系长期借款增长所致。公司以非流动负债为主, 负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 9 月底, 公司流动负债 10.27 亿元, 较上年底下降 36.56%, 主要系一年内到期的非流动负债减少 6.03 亿元所致。截至 2020 年 9 月底, 公司非流动负债 81.53 亿元, 较上年底增长 38.66%, 主要系长期借款增长 21.95 亿元所致。有息债务方面, 截至 2020 年 9 月底, 公司全部债务 87.07 亿元, 较上年底增长 25.59%, 其中长期债务占比进一步提高至 95.47%; 同期, 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较上年底进一步上涨至 62.43%、61.18% 和 60.08%。

4. 盈利能力

近年来, 受益于装机规模及上网电量的增长, 公司营业收入快速增长, 整体盈利水平保持稳定, 非经营性损益对公司利润水平影响较大。

受益于装机容量提高以及限电问题的好转, 公司上网电量快速增长带动营业收入快速增长, 2017—2019 年, 公司营业收入年均复合增长 33.21%。同期, 公司营业成本年均复合增长 29.34%, 增幅低于营业收入增幅, 带动营业

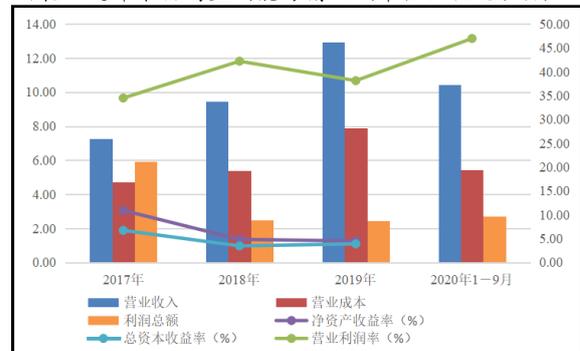
利润率波动增长, 分别为 34.48%、42.20% 和 38.12%。

2017—2019 年, 公司期间费用不断增长, 年均复合增长 27.15%, 主要由财务费用构成。2019 年, 公司期间费用合计 3.40 亿元, 其中财务费用 3.10 亿元。2017—2019 年, 公司期间费用占收入比例分别为 28.85%、24.32% 和 26.29%, 公司费用控制能力有待提高。

非经营性损益方面, 2017—2019 年, 公司分别实现投资收益 0.72 亿元、0.64 亿元和 0.37 亿元, 主要为长期股权投资收益和委托贷款收益。2017 年, 公司实现营业外收入 4.75 亿元, 主要为福州天宇新能源有限公司收取土地返还款; 2018 年以来, 公司营业外收入规模较小。2017—2019 年, 公司非经营性损益分别占利润总额的 93.08%、31.71% 和 37.20%, 对利润贡献较高。

受上述因素共同影响, 2017—2019 年, 公司利润总额年均复合下降 35.88%; 总资本收益率和净资产收益率整体呈下降趋势, 三年加权均值分别为 4.34% 和 5.89%。

图5 近年来公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告

2020 年 1—9 月, 公司实现营业总收入 10.45 亿元, 为 2019 年营业总收入的 80.76%; 实现利润总额 2.72 亿元, 为 2019 年利润总额的 111.76%; 同期, 公司营业利润率较 2019 年提升 8.84 个百分点, 公司盈利能力有所提升。

5. 现金流分析

近年来, 公司经营活动现金流表现良好,

经营获现能力较强，但受行业特性影响，收入实现质量一般。同期，由于公司业务不断扩张，投资现金支出规模较大，对外融资依赖性较强。

表9 公司现金流量情况(单位:亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-9月
经营活动现金流入量	10.60	7.00	10.56	7.31
经营活动现金流出量	4.57	3.00	4.47	2.84
经营活动现金流量净额	6.03	4.00	6.09	4.47
投资活动现金流入量	4.32	2.63	1.40	0.42
投资活动现金流出量	16.72	26.86	8.78	21.15
投资活动现金流量净额	-12.40	-24.23	-7.39	-20.72
筹资活动前现金流量净额	-6.37	-20.23	-1.30	-16.25
筹资活动现金流入量	11.14	28.35	11.58	39.58
筹资活动现金流出量	8.94	10.17	11.37	23.52
筹资活动现金流量净额	2.20	18.18	0.21	16.06
现金收入比	75.20	65.35	77.00	55.23

资料来源:公司财务报告

从经营活动看,2017—2019年,伴随上网电量的提升,公司营业收入不断增长,销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长34.80%;但由于收到其他与经营活动有关的现金快速下降影响,公司经营活动现金流入量波动较大,分别为10.60亿元、7.00亿元和10.56亿元。同期,公司运营成本较低,经营活动现金流出主要为支付给职工及为职工支付的现金以及支付的各项税费。2017—2019年,公司经营活动现金流量净额波动增长,分别为6.03亿元、4.00亿元和6.09亿元。同期,受行业特性影响,公司现金收入比较低,分别为75.20%、65.35%和77.00%,收入实现质量一般。

从投资活动看,近年来,公司理财投资的现金规模有所缩减;同期,伴随电力业务扩张,购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金保持较大规模,2017—2019年分别为11.46亿元、26.71亿元和8.78亿元。2017—2019年,公司投资活动现金流持续净流出,但净流出规模有所缩减,分别为12.40亿元、24.23亿元和7.39亿元。经营活动现金流入无法覆盖投资活动现金支出,公司对外融资需求较大。

从筹资活动看,公司筹资活动现金流入主要依赖取得借款收到的现金,公司在权衡固定资产投资规模及当期偿还债务规模的基础上,主动调控融入资金规模。2017—2019年,公司筹资活动现金流保持净流入,分别为2.20亿元、18.18亿元和0.21亿元。

2020年1—9月,公司增加对关联公司的委托贷款,自身融资规模随之增加。公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为4.47亿元、-20.72亿元和16.06亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标强,同时考虑公司获现能力较强,现金受限比率很低,公司债务结构合理等因素,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,公司存货规模很小,流动比率和速动比率相差不大。2017—2019年末,公司流动比率波动增长,三年加权均值为144.17%,截至2019年底为159.10%,较上年底提高41.73个百分点;截至2020年9月底进一步提升至377.12%。2017—2019年,公司经营现金流动负债比率波动增长,三年加权均值为31.37%。由于融资需求增长,2017—2019年末,公司现金短期债务比逐年下降,截至2019年底为0.93倍;2020年以来,由于公司短期债务缩减,2020年9月底公司短期债务比提升至2.22倍。整体看,公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA分别为10.40亿元、7.86亿元和10.04亿元。同期,公司EBITDA利息倍数分别为6.83倍、3.85倍和4.07倍;全部债务/EBITDA分别为4.58倍、8.21倍和6.91倍。整体看,公司长期债务偿债能力较强。

截至2020年9月底,公司无对外担保。

公司与多家金融机构建立了良好的合作关系,截至2020年9月底,公司共获得银行及其他金融机构综合授信138.64亿元,尚余9.66亿元未使用,公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司报表分析

母公司履行管理职能，无有息负债，收入规模很小且不具连续性，盈利主要依靠下属子公司。

资产方面，2017—2019年末，母公司资产总额年均复合增长9.32%。截至2019年底，母公司资产总额42.54亿元。其中，流动资产2.22亿元（占比5.22%），主要由货币资金和应收股利构成；非流动资产40.32亿元（占比94.78%），主要为长期股权投资。截至2020年9月底，母公司资产总额49.99亿元，较2019年底增长17.51%，主要由于其他应收款和长期股权投资的进一步增长。

所有者权益方面，2017—2019年末，母公司所有者权益年均复合增长9.38%。截至2019年底，母公司所有者权益为42.42亿元，其中，实收资本占40.51%、资本公积占30.14%、盈余公积占29.40%，权益稳定性好。截至2020年9月底，母公司所有者权益49.87亿元，较2019年底增长17.58%，主要由于子公司分红并转增资本公积。

母公司负债规模很小，无非流动负债。截至2019年底，母公司负债总额0.12亿元，主要为应付职工薪酬和其他应付款。母公司无有息负债，截至2019年底，母公司资产负债率0.29%。截至2020年9月底，母公司负债及债务水平较2019年底变化不大。

母公司履行管理职能，收入规模很小且不具连续性。2019年，母公司无营业收入，利润主要依赖于投资收益。受投资收益波动影响，母公司盈利能力大幅下降。2019年，母公司净资产收益率为0.38%，同比下降8.10个百分点。2020年前三季度，母公司无营业收入，受益于投资收益的大幅增长（5.66亿元），母公司当期实现利润总额5.36亿元。

现金流方面，2019年，母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为-0.37亿元、-1.82亿元和1.73亿元。2020年前三季度，母公司现金流较上年波动不大。

8. 抗风险能力

基于对行业运行情况，区域经济环境，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、本期绿色中期票据偿还能力分析

本期绿色中期票据的发行对公司现有债务存在一定影响，公司 EBITDA 对本期绿色中期票据的保障能力较好。

1. 本期绿色中期票据对公司现有债务的影响

本期绿色中期票据发行额度上限为 10 亿元，以发行额度上限测算，分别占公司 2020 年 9 月底全部债务和长期债务的 11.49% 和 12.03%，本期绿色中期票据的发行对公司现有债务存在一定影响。

截至 2020 年 9 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 62.43%、61.18% 和 60.08%。以 2020 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期绿色中期票据发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 64.82%、63.73% 和 62.77%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期绿色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量分别为 10.60 亿元、7.00 亿元和 10.56 亿元，分别为本期绿色中期票据发行额度上限的 1.06 倍、0.70 倍和 1.06 倍；同期，公司经营活动现金流量净额分别为 6.03 亿元、4.00 亿元和 6.09 亿元，分别为本期绿色中期票据发行额度上限的 0.60 倍、0.40 倍和 0.61 倍；公司 EBITDA 分别为 10.40 亿元、7.86 亿元和 10.04 亿元，分别为本期绿色中期票据发行额度上限的 1.04 倍、0.79 倍和 1.00 倍。

十、担保方

本期绿色中期票据由鲁能集团提供全额不可撤销连带责任保证担保。鲁能集团担保实力极强，有效提高本期绿色中期票据本息兑付安全性。

鲁能集团成立于2002年12月，系由中国水利电力工会山东省电力委员会和鲁能物业公司出资设立，初始注册资本10.84亿元，股东出资比例分别为92.88%和7.12%。后经过数次增资扩股和股权变更，鲁能集团股东变更为国家电网。截至2019年底，鲁能集团实收资本347.58亿元，国家电网持有其100.00%股权，为鲁能集团控股股东，国务院国资委为鲁能集团实际控制人。根据鲁能集团2020年8月11日发布公告，鲁能集

团收到国家电网《关于子公司股权无偿划转的通知》，经国资监管部门研究批准，将国家电网持有的鲁能集团100.00%股权无偿划转至中国绿发。本次股权划转尚需划转双方签署股权无偿划转协议，划转事项完成后，鲁能集团控股股东变更为中国绿发，实际控制人仍为国务院国资委。

鲁能集团设立初期主要从事电力、房地产、铝、港运物流等多重业务，后根据国家电网规划安排，鲁能集团业务定位调整为以住宅地产为主，住宅、商业、旅游地产协同发展，并负责新能源等其他业务的运营管理。作为国家电网旗下从事住宅地产开发的唯一平台，鲁能集团在业务发展中得到了股东的大力支持。

表 10 鲁能集团营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1-6月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产业务	288.13	94.10	29.79	472.68	96.15	31.02	306.32	92.29	41.84	115.22	92.35	28.43
发电	0.70	0.23	53.82	1.29	0.26	38.92	5.16	1.55	52.64	2.46	1.97	52.55
施工、设计、监理、招标	1.51	0.49	89.80	1.21	0.25	88.49	1.34	0.40	86.87	0.54	0.43	65.27
其他	15.85	5.18	13.42	16.42	3.34	13.44	19.08	5.75	-2.52	6.55	5.25	6.61
合计	306.19	100.00	29.29	491.60	100.00	30.59	331.90	100.00	39.64	124.77	100.00	27.92

资料来源：公开资料

近年来，鲁能集团房地产业务收入占比均超过90%。2019年，受结算面积降幅较大影响，鲁能集团房地产业务营业收入同比下降35.19%至306.32亿元，但盈利能力有所提升，该板块毛利率同比提高10.82个百分点至41.84%。鲁能集团其他业务规模较小，对其收入和利润影响不大。

鲁能集团房地产项目主要分布于一、二线城市和旅游度假城市，产品系列丰富，涵盖刚需住宅至改善型住宅。2018年以来，房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，在此背景下，鲁能集团根据自身情况，合理安排工程建设计划，注重与销售计划、竣工计划的匹配，放缓项目开发节奏，新开工面积、在建面积和项目数量整体呈下滑态势。

表 11 鲁能集团房地产业务经营情况

（单位：万平方米、个、亿元、元/平方米）

业务板块	2017年	2018年	2019年
在建面积	1490.70	792.70	619.30
项目数量	76.00	49.00	59.00
新开工面积	454.04	115.97	125.40
竣工面积	319.06	391.34	298.00
销售面积	512.41	217.53	121.65
销售金额	660.03	291.55	154.77
销售均价	12881.00	13332.00	12723.00
结算面积	253.51	381.54	231.25
结算金额	260.71	463.92	270.54
结算均价	10284.00	12159.00	11699.00

资料来源：公开资料

2019年，鲁能集团新开工面积及项目数量小幅上升，竣工面积同比下降23.85%；截至2019

年底，鲁能集团共有59个在建项目，主要分布于北京及国内二线城市，其中重庆和济南占比较大。销售方面，受政策调控、新推盘面积下降等因素影响，2019年，鲁能集团销售面积及销售金额分别同比下降44.08%和46.91%；销售均价方面，受房地产市场波动以及项目销售区域占比变化等因素影响，2019年合同销售均价小幅下降。结算方面，2019年，鲁能集团结转速度受竣工规模下降影响有所减缓，结算面积及结算金额同比下降39.39%和41.68%，其中济南、重庆和海南为销售收入贡献最大的地区，2019年结算金额占比分别为28.66%、24.27%和18.39%。

土地储备方面，鲁能集团逐步放缓拿地力度，新增土地储备规划建筑面积持续下降。截至2020年6月底，鲁能集团土地储备面积（不含在建项目未售面积）230.70万平方米，为2019年全口径签约销售面积的1.90倍。从区域分布看，鲁能集团在海南、重庆、大连的土地储备规模较大，合计占比超过85%，区域布局相对集中，存在单一市场波动风险；鲁能集团位于海南和重庆地区部分项目单体面积较大，并涉及住宅、酒店、商业及写字楼等多种业态，项目开发周期偏长；此外，部分项目受限价政策和市场环境的影响，推盘节奏有所放缓，开发效率有待进一步提升。

商业物业运营方面，截至2020年6月底，鲁能集团自持7座商业物业，品牌优质，出租率较高；同期，鲁能集团经营17家高档酒店，入住率维持在50%~75%，入住率偏低，主要由于大部分酒店尚处于培育期。整体看，鲁能集团自持物业创收对其整体收入和利润形成有益补充。但2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，鲁能集团商业物业受到较大冲击，酒店入住率明显下滑，对公司全年收入和盈利能力形成一定负面影响。

截至2020年6月底，鲁能集团主要在建项目共计41个，计划投资金额723.62亿元，已投资437.92亿元，尚需投资283.77亿元。鲁能集团将

已获得发改委立项批复，但尚未开工建设的项目作为拟建项目，截至2020年6月底，鲁能集团主要拟建项目共计14个，计划总投资130.03亿元。未来，鲁能集团将面临一定投资压力。

资产方面，鲁能集团资产规模有所下降，但资产结构较为稳定，以流动资产为主。截至2019年底，鲁能集团流动资产903.60亿元，其中，受融资规模扩大，但新项目投入较少以及部分项目结转交付影响，鲁能集团货币资金较上年底增长23.87%，存货较上年底下降10.73%；同期，鲁能集团非流动资产327.68亿元，其中，因折旧增加影响，鲁能集团固定资产较上年底小幅下降，受合并范围内酒店数量增加影响，投资性房地产较上年底有所提高。截至2019年底，鲁能集团负债合计795.80亿元，较上年底下降10.56%，主要由于项目结转交付带动预收款项较上年底大幅下降36.46%以及项目建设放缓导致应付账款较上年底下降19.76%；同期，鲁能集团全部债务增长至311.84亿元，长期债务占比高，债务结构合理。受益于利润积累，鲁能集团所有者权益稳步提高，2019年，国家电网要求鲁能集团将盈余公积及部分未分配利润转增实收资本，鲁能集团资本实力增强。截至2019年底，鲁能集团资产负债率64.63%，全部债务资本化比率41.68%，整体债务负担较轻。收益方面，受项目结转周期波动影响，鲁能集团营业收入波动增长，2019年，鲁能集团房地产业务销售业绩下滑，营业收入同比下降32.52%，但营业利润率同比提高3.41个百分点，鲁能集团盈利能力有所提升。现金流方面，近年来，鲁能集团项目推进放缓，销售面积缩减导致经营活动现金流入量快速下降，2019年经营活动现金流表现为净流出39.68亿元，无法覆盖投资活动现金支出，融资压力增加，当期融资活动现金净流量由负转正。

偿债能力方面，近年来，鲁能集团流动比率和现金类资产短期债务比均波动增长，截至2019年底分别为291.87%和8.11倍。同期，鲁能集团EBITDA逐年提高，2019年为82.60亿元，

EBITDA利息倍数为6.49倍，全部债务/EBITDA为3.78倍。鲁能集团整体偿债能力极强。2017—2019年，鲁能集团经营活动现金流入量分别为本期绿色中期票据发行额度上限的58.70倍、39.44倍和26.01倍；鲁能集团经营活动净现金流量分别为本期绿色中期票据发行额度上限的19.20倍、7.79倍和-3.97倍。2017—2019年，鲁能集团EBITDA分别为本期绿色中期票据发行额度上限的4.71倍、7.87倍和8.26倍。

整体看，联合资信确定鲁能集团主体长期信用等级为AAA_{pi}，评级展望为稳定。鲁能集团整体担保实力极强，其经营活动现金流入量和EBITDA对本期绿色中期票据保障能力很强，可有效提升本期绿色中期票据本息兑付安全性。

十一、 结论

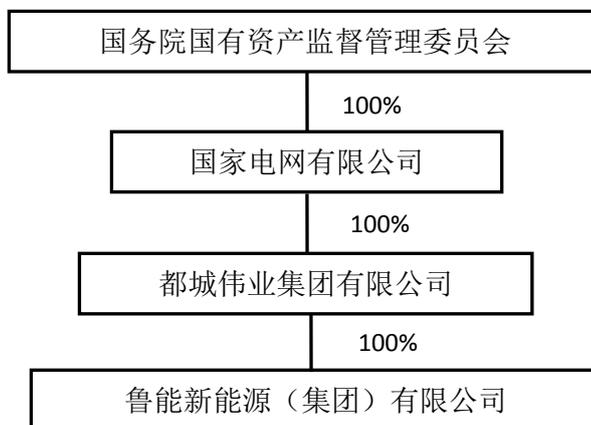
公司定位为国家电网旗下风电和光伏业务运营主体，在股东实力、装机规模及区域布局等方面具备竞争优势。未来，在国家保障性政策支持下，公司装机规模有望稳步提升，布局持续优化，整体竞争力有望进一步增强。

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等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司EBITDA对本期绿色中期票据的保障能力较好。本期绿色中期票据由鲁能集团提供全额不可撤销连带责任保证担保。鲁能集团担保实力极强，其担保可有效提高本期绿色中期票据本息偿付安全性。

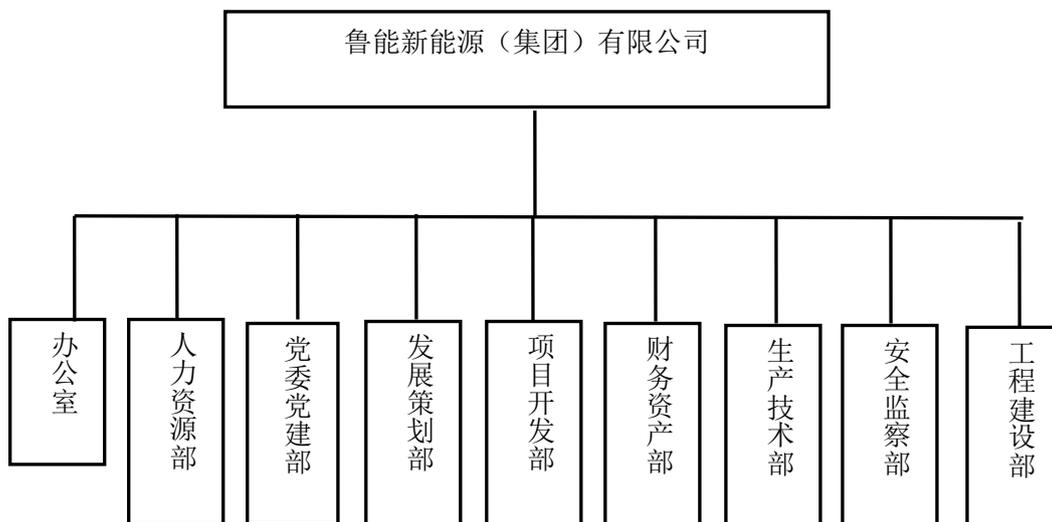
基于对公司主体长期信用、鲁能集团主体长期信用以及本期绿色中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期绿色中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底合并范围子公司列表

序号	公司名称	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	甘肃新泉风力发电有限公司	101110.00	100.00
2	河北康保广恒新能源有限公司	17500.00	100.00
3	内蒙古新锦风力发电有限公司	30000.00	65.00
4	甘肃广恒新能源有限公司	17600.00	100.00
5	新疆达坂城广恒新能源有限公司	16500.00	100.00
6	新疆吐鲁番广恒新能源有限公司	16000.00	100.00
7	杭锦旗都城绿色能源有限公司	15800.00	100.00
8	青海都兰鲁能新能源有限公司	30900.00	100.00
9	陕西鲁能靖边风力发电有限责任公司	10000.00	100.00
10	陕西靖边广恒新能源有限公司	8400.00	100.00
11	陕西鲁能宜君新能源有限公司	8400.00	100.00
12	山东枣庄鲁能新能源有限公司	8100.00	100.00
13	河北丰宁广恒新能源有限公司	8000.00	100.00
14	新疆哈密广恒新能源有限公司	9000.00	100.00
15	山东莒县鲁能新能源有限公司	3000.00	100.00
16	中电装备北镇市风电有限责任公司	9000.00	100.00
17	山东蓬莱鲁能新能源有限公司	7000.00	100.00
18	福州天宇新能源有限公司	300.00	100.00
19	吉林通榆鲁能新能源有限公司	22000.00	100.00
20	宁夏盐池鲁能新能源有限公司	16300.00	100.00
21	康保鲁能新能源有限公司	16543.00	100.00
22	肃北鲁能新能源有限公司	3250.00	100.00
23	新疆哈密鲁能新能源有限公司	2000.00	100.00

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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.29	9.31	8.24	8.76
资产总额（亿元）	99.24	122.37	125.60	147.04
所有者权益合计（亿元）	42.86	46.75	50.61	55.24
短期债务（亿元）	7.52	7.18	8.82	3.95
长期债务（亿元）	40.14	57.36	60.51	83.13
全部债务（亿元）	47.66	64.54	69.33	87.07
营业收入（亿元）	7.29	9.45	12.94	10.45
利润总额（亿元）	5.93	2.48	2.44	2.72
EBITDA（亿元）	10.40	7.86	10.04	--
经营性净现金流（亿元）	6.03	4.00	6.09	4.47
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.83	1.25	1.10	--
存货周转次数（次）	208.73	469.61	3624.33	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.09	0.10	--
现金收入比（%）	75.20	65.35	77.00	55.23
营业利润率（%）	34.48	42.20	38.12	46.96
总资本收益率（%）	6.73	3.48	3.91	--
净资产收益率（%）	10.92	4.85	4.51	--
长期债务资本化比率（%）	48.36	55.09	54.46	60.08
全部债务资本化比率（%）	52.65	57.99	57.80	61.18
资产负债率（%）	56.81	61.79	59.71	62.43
流动比率（%）	147.06	117.37	159.10	377.12
速动比率（%）	146.96	117.35	159.10	377.12
经营现金流动负债比（%）	32.93	19.91	37.62	--
现金短期债务比（倍）	1.50	1.30	0.93	2.22
EBITDA 利息倍数（倍）	6.83	3.85	4.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.58	8.21	6.91	--

注：1.公司 2020 年 1—9 月财务报表未经审计；2.长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务
资料来源：公司财务数据

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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.71	1.42	0.95	1.03
资产总额（亿元）	35.60	40.69	42.54	49.99
所有者权益合计（亿元）	35.46	40.52	42.42	49.87
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	7.78	3.43	0.16	5.36
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-0.04	-0.28	-0.37	-0.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
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（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	21.93	8.48	0.38	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率（%）	0.40	0.42	0.29	0.23
流动比率（%）	892.21	1314.10	1792.44	6527.68
速动比率（%）	892.21	1314.10	1792.44	6527.68
经营现金流动负债比（%）	-27.68	-165.80	-302.05	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2020 年 1—9 月财务报表未经审计
资料来源：公司财务数据

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/(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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

联合资信评估股份有限公司关于 鲁能新能源（集团）有限公司 2021 年度第一期绿色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。

鲁能新能源（集团）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。

鲁能新能源（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对鲁能新能源（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，鲁能新能源（集团）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鲁能新能源（集团）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，如发现鲁能新能源（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对鲁能新能源（集团）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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如鲁能新能源（集团）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鲁能新能源（集团）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鲁能新能源（集团）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。