

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1026 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中广核风电有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“13核风电CP001”和“14核风电CP001”信用等级为A-1以及“14核风电MTN001”信用等级为AAA。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中广核风电有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 核风电 CP001	5 亿元	2013/10/18~ 2014/10/18	A-1	A-1
14 核风电 CP001	10 亿元	2014/3/25~ 2015/3/25	A-1	A-1
14 核风电 MTN001	10 亿元	2014/5/12~ 2019/5/12	AAA	AAA

评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.62	4.67	9.97	13.63
资产总额(亿元)	257.26	302.20	413.39	441.02
所有者权益(亿元)	118.28	132.27	140.86	144.29
长期债务(亿元)	77.16	117.54	183.95	219.95
全部债务(亿元)	124.01	145.27	223.94	254.94
营业收入(亿元)	15.61	23.69	34.58	11.52
利润总额(亿元)	1.76	4.55	9.32	3.46
EBITDA(亿元)	14.63	21.58	31.43	--
经营性净现金流(亿元)	11.21	18.27	31.19	5.36
营业利润率(%)	37.66	46.35	51.97	58.23
净资产收益率(%)	1.42	3.26	6.31	--
资产负债率(%)	54.02	56.23	65.93	67.28
全部债务资本化比率(%)	51.18	52.34	61.39	63.86
流动比率(%)	51.39	54.80	64.88	83.26
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	6.73	7.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.66	2.97	--
经营现金流流动负债比(%)	19.79	38.46	37.15	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

董征 丁伟

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 中广核风电有限公司(下称“公司”)作为国内大型风力发电企业之一, 风电装机规模和营业收入均显著提升, 盈利能力增强。同时, 联合资信评估有限公司(下称“联合资信”)也关注到公司近年债务规模增长较快及未来资本支出压力大等因素对公司的经营及发展可能带来一定的不利影响。

近年来, 公司不断增加非限电地区布局, 装机规模增长较快, 发电量及收入规模稳步增长。同时公司加大新建风电项目的建设力度, 未来随着新建项目的投入运营, 公司装机规模及收入规模有望继续提升, 进而保持良好的发展势头。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13核风电CP001”和“14核风电CP001”信用等级为A-1以及“14核风电MTN001”信用等级为AAA。

优势

1. 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. 公司作为中国广核集团有限公司(以下简称“中广核集团”)旗下发展风电产业的唯一平台, 股东支持力度较大, 对公司未来发展提供良好支撑。
3. 跟踪期内, 公司风电装机容量和发电量大幅提升, 风电布局合理, 设备利用小时数大幅增加, 公司收入和利润均显著提升。

关注

1. 风电并网及外送是制约风电行业发展的重要瓶颈, 仍未得到有效解决。
2. 跟踪期内, 公司债务规模快速增长, 债务负担加重; 公司在建项目投资规模大, 未来仍存在一定资本支出压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中广核风电有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中广核风电有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中广核风电有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中广核风电有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中广核风电有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

中广核风电有限公司（以下简称“公司”）是中国广核集团有限公司（以下简称“中广核集团”）的全资子公司，于2010年5月25日注册成立，注册资本人民币56亿元，2011年开始成为中广核集团旗下风电主要运营平台，收购合并中广核集团旗下所有风电公司。经多次增资，截至2014年3月底，公司实收资本为103.24亿元，中广核集团持有公司100%股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：风力发电项目的投资、开发、建设、管理；风电产品或设备及零部件的购买及销售；提供风电项目的咨询服务；技术咨询、技术服务、技术培训、技术转让。

公司本部设15个职能部门：财务部、计划经营部、人力资源部、综合管理部、审计监察部、合同商务部、投资发展部、工程事业部、运维事业部、安全质量部、改制上市办公室、法律事务办公室、科技委员会、技术经济管理部、海外开发部（筹）。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为413.39亿元，所有者权益合计为140.86亿元（其中少数股东权益24.77亿元）。2013年，公司实现营业收入34.58亿元，利润总额9.32亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额为441.02亿元，所有者权益合计为144.29亿元（其中少数股东权益24.89亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入11.52亿元，利润总额3.46亿元。

公司注册地址：北京市丰台区南四环西路188号12区2号楼；法定代表人：陈遂。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服

务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能

过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

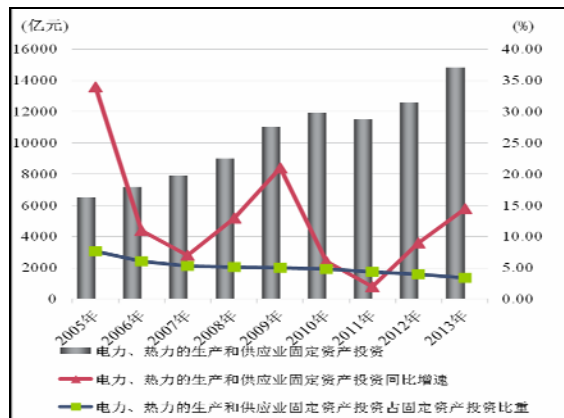
1. 行业概况

2004年~2013年电力行业投资规模不断扩大,但由于近年来电力项目审批放缓,在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2012年全年,全国固定资产投资(不含农户)364835亿元,同比名义增长20.6%。其中,电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为12815亿元,同比增长10.4%,增速与上年同期相比上升8.6个百分点;低于全社会固定资产投资增速10.2个百分点。同期,电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为3.5%,较上年同期下降0.3个百分点。2013年,全国固定资产投资(不含农户)为436528亿元,增速延续回落态势,名义增长19.6%(扣除价格因素实际增长19.2%)。其中,电力、热力生产和供应业完成投资14823亿元,同比增长14.5%,增速增加4.1个百分点;在固定资产总投资额中占比稳中有降,为3.40%。

近年中国电源投资结构不断优化,清洁能源投资占比明显提高。2013年,全国电源基本建设完成投资3717亿元,同比下降0.4%;电源投资中的非化石能源(核能、风能、太阳能、水能等可再生能源)发电投资比重达到75.1%,同比提高1.7个百分点。2013年,全国电源投

资主要投向水利发电(占33.52%)和火力发电(占24.97%),但二者同比均有所下降。同期核电投资同比降幅最大,为21.72%,在电源总投资中占比16.38%。2013年,全国风电投资增长相对迅速,2013年完成投资638亿元,同比增长3.74%,在电源总投资中占17.16%。

图1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

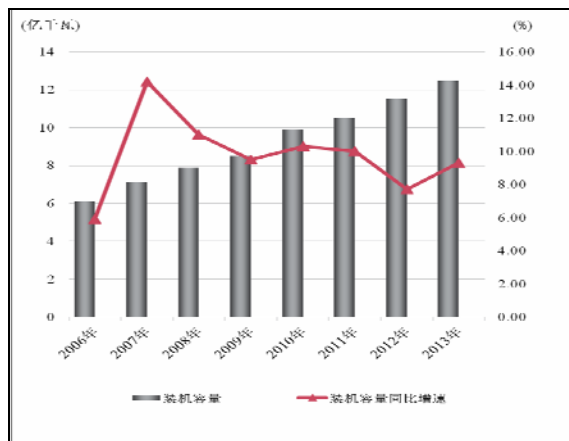
注: 从2011年开始, 固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元, 因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比, 但比上年增速是按可比口径计算的。同时, 月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企业事业组织, 并定义为“固定资产投资(不含农户)”。

2003~2007年的五年间, 全国发电装机容量进入高速增长阶段, 从2002年底的3.59亿千瓦迅速增长到2007年底的7.13亿千瓦, 年均增速超过14%。针对电力行业投资过热的状况, 国家出台了相关政策, 通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。2008年以来, 国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右, 较前两年明显回落, 水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。近年来全国装机容量持续增长但增速有所放缓, 截至2012年底全国发电装机11.45亿千瓦, 同比增长7.8%。

根据中电联电力工业统计快报, 2013年, 全国电力装机容量持续提升, 清洁能源装机占比延续增长态势。全年非化石能源发电新增装机5829万千瓦、占总新增装机比重提高至62%。截至2013年底, 全国6000千瓦及以上发电装机容量(并网)首次超越美国位居世界第一、达到12.47亿千瓦, 同比增长9.2%。其中水电装机

容量（并网）达到2.80亿千瓦，同比增长12.3%；火电装机容量（并网）8.62亿千瓦，同比增加5.7%；风电装机容量（并网）0.75亿千瓦，同比增长24.5%。

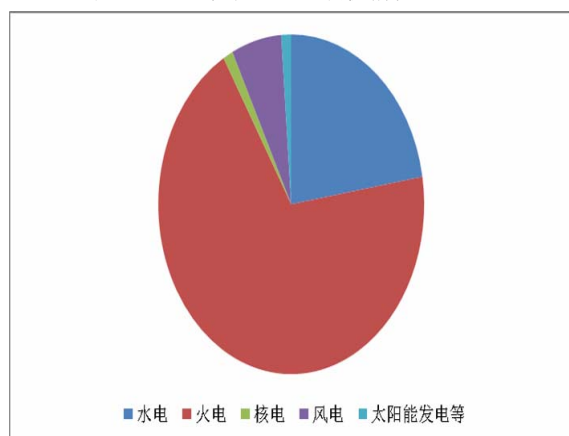
图2 2006~2013年中国发电装机容量变动情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

截至2013年底，水电、火电、核电、风电和太阳能发电累计装机容量分别占总装机容量的22.4%、69.1%、1.2%、6.1%和1.2%，与2010年相比，火电装机比重下降4.3个百分点，水电、核电基本持平，风电提高3个百分点，太阳能等其他能源发电比重提高1.2个百分点。

图3 2013年中国电源装机情况



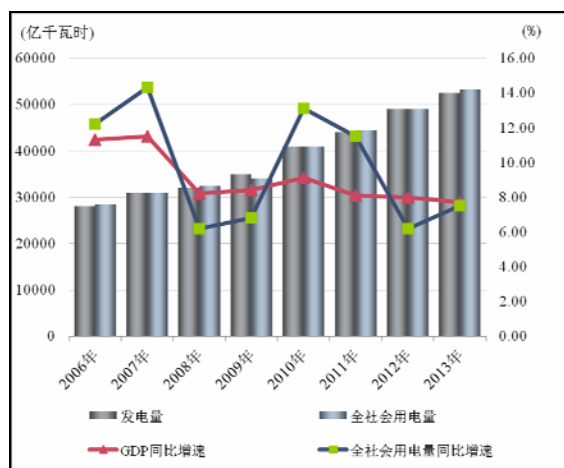
资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从2002年开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电，其中2005年1月份全国拉闸限电的省份达到26个，缺电达到最高峰。供

电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温。但2008年国际金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了大幅下降的趋势，同时电力供需矛盾得以缓解。2010年以来，中国国内发电量与全社会用电量恢复增长态势，电力供需总体仍然偏紧。主要受制于环境持续性低迷，以及中国经济转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响，2010~2012年，中国全社会用电量增速持续放缓。

2013年，全社会用电量为5.32万亿千瓦时，同比增长7.5%；主要受宏观经济企稳回升的影响，增速比上年提高1.9个百分点。分产业看，第二产业用电量同比增长7.0%、同比提高2.8个百分点至73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃，用电量同比增长10.3%，占11.79%。城乡居民用电量同比增长9.2%、占比提高0.19个百分点至12.76%。总体看，2013年第二产业用电需求稳中有升，第三产业和城乡居民用电延续高速增长。

图4 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

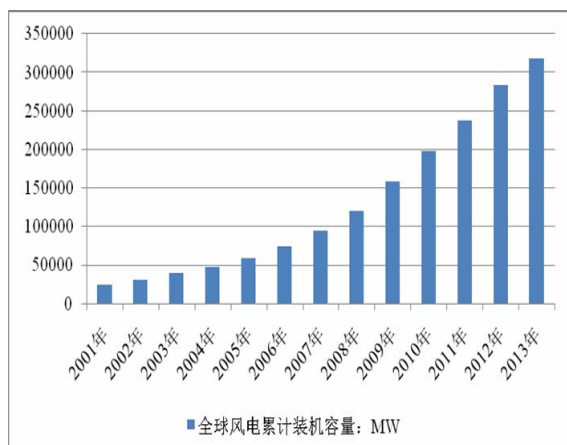
中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至2013年底，五大发电集团总装机容量约5.84亿千瓦，约占全国装机总量的44.48%；2013年的总发电量约为25210亿千瓦时，约占全国发电总量的48.06%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

全球风电行业

全球风能理事会《2013年风电发展年报》指出，2013年全球风电累计装机容量达到318.14 GW，2013年新增风电装机35.47 GW，比2012年的增量下降了约10 GW。据全球风能协会预计，未来20~25年内，世界风能市场每年仍将保持20%左右的增长水平。

图5 全球风电装机容量



资料来源：wind 资讯、全球风能协会

从地区来看，截至2013年底，欧洲地区风电装机总量达到121.474GW，占全球风电装机总量的38.2%；亚洲地区风电装机总量达到115.939GW，占全球风电装机总量的36.4%；北美地区风电装机总量达到70.885GW，占全球风电装机总量的22.3%。

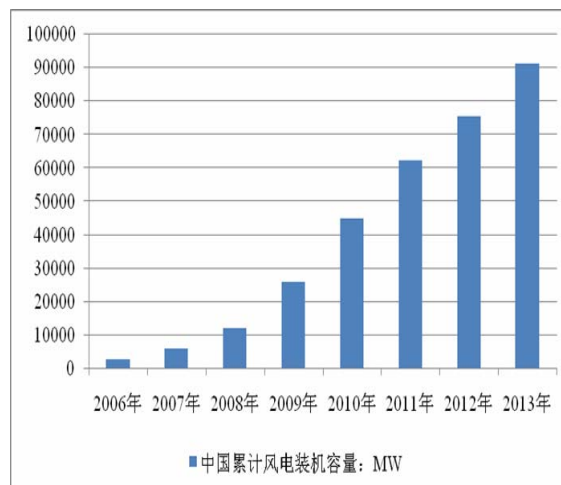
2013年亚洲地区风电新增装机容量为

18228MW，占全球年度新增装机总量的51.4%；欧洲地区风电新增装机容量为12031MW，占全球年度新增装机总量的33.9%；北美地区风电新增装机容量为3306MW，占全球年度新增装机总量的9.3%；上述三大地区风电年度新增装机占全球总量的94.6%。

中国风电行业

中国风能资源丰富，可开发利用的风能储量约10亿千瓦，其中，陆地上风能储量约2.53亿千瓦，海上可开发和利用的风能储量约7.5亿千瓦。2005年，中国风机装机容量仅为124.95万千瓦，此后中国风电装机容量爆发式增长，2006~2009年中国风机装机容量保持每年100%左右的大幅增长，2010年后增速略有放缓，2013年已达到9141万千瓦，较2012年增长21%，装机容量超越美国位居世界第一。

图6 中国风机装机容量状况



资料来源：wind 资讯、中国风能协会

根据中国电力企业联合会最新发布的2013年全国电力工业运行简况，2013年，风电完成投资631亿元，同比增长3.9%；并网风电新增装机容量1406万千瓦，同比增加110万千瓦。截至2013年底，全国6000千瓦以上并网风电装机容量7548万千瓦，同比增长24.5%，全年并网风电发电量1401亿千瓦时，同比增长36.3%。

截至2013年底，中国国内有50多家风电开发企业旗下的1300家项目公司参与中国的

风电投资及建设，其中国有企业约 1000 家，占中国风电总装机容量的 81%；民营企业约 150 家，占中国风电总装机容量的 4.5%；中外合资企业约 98 家，占中国风电总装机容量的 13.3%；外资企业约 21 家，占中国风电总装机容量的 1.2%。目前，国内并网容量超过 400 万千瓦的主要开发企业有国电集团、华能集团、大唐集团、中广核集团、华电集团、神华集团和中电投集团 7 家，目前行业处于快速发展期，竞争较为激烈。

下游并网

电力并网是指发电机组的输电线路与输电网络接通，以此开始向外输电。2002 年，国务院进行了电力体制改革，形成了国家电网、南方电网、内蒙古电力三家电网运营商。国家电网公司经营区域覆盖全国 26 个省（自治区、直辖市），覆盖国土面积的 88%，供电人口超过 11 亿人；南方电网经营范围为广东、广西、云南、贵州和海南等五省区，面积 100 万平方公里。内蒙古电力集团是国内唯一独立的省级管理电网企业，负责除蒙东四个盟市（赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市）之外，自治区中西部包括锡林郭勒盟、乌兰察布市、呼和浩特市、包头市、鄂尔多斯市、巴彦淖尔市、乌海市、阿拉善盟共 8 个盟市。

截至 2013 年底，中国风电并网装机容量为 7716 万千瓦，比上年增加 1449 万千瓦，增长率 23%。国家电网公司调度范围内风电并网容量 7037 万千瓦，同比增长 24%。2012 年中国风电并网装机规模已经超越美国，跃居全球第一。

2013 年，中国海上风电进展有所放缓，仅有东汽、远景和联合动力 3 家制造商在潮间带项目上有装机。新增装机 21 台，同比降低 54%；新增容量 39MW，同比降低 69%，截至 2013 年底，中国已建成的海上风电项目共计 428.6MW。2013 年新增的 39MW 全部为潮间带项目，截至 2013 年底，中国潮间带风电装机容量达到 300.5MW，近海风电装机容量为

128.1MW。

尽管风电并网容量随着风电装机量的增加而持续增长，但电网建设作为风电运营的重要环节仍发展较为缓慢。

2. 行业关注

弃风限电是目前风力发电行业面临的最大问题。根据中国电力企业联合会和国家能源局数据，2013 年，中国风电“弃风”问题得到明显改善，全年风电设备利用小时达到 2080 小时，比上年提高 151 小时。2013 年，全国风电“弃风”电量 162 亿千瓦时，比 2012 年减少 46 亿千瓦时；平均“弃风”率降至 11%，同比降低 6 个百分点。

中国风电发电量仅占全部电力消费量的 2%，大量弃风限电暴露的是能源管理问题。大规模风电的消纳一直都是世界性难题，而中国面临的问题更为严峻，一方面，中国风资源集中、规模大，远离负荷中心，资源地市场规模小、难以就地消纳；另一方面，风电本身具有波动性和间歇性等特点，风电并网需要电网配套建设调峰电源，而中国风电集中的“三北”（西北、华北、东北）地区，电源结构单一，基本没有调峰能力，同时中国电网建设不具备大规模的跨区输电能力。

3. 行业政策

国家发改委于 2009 年 8 月 1 日发布的《关于完善风力发电上网电价政策的通知》，适用于该日以后核准的所有陆上风电项目。根据该通知，之前按政府指导价厘定的上网电价改为地域统一电价，即政府定价。中国分为四个风能区，位于同一模区的所有风电项目采用相同的标准上网电价（含增值税）。四个风能区上网电价分别为：0.510 元/千瓦时、0.540 元/千瓦时、0.580 元/千瓦时和 0.610 元/千瓦时。

表 1 全国风力发电标杆上网电价表

资源区	标杆上网电价(元/kWh)	各资源区所包括的地区
I 类资源区	0.51	内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区；新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、昌吉回族自治州、克拉玛依市、石河子市
II 类资源区	0.54	河北省张家口市、承德市；内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市；甘肃省张掖市、嘉峪关市、酒泉市
III 类资源区	0.58	吉林省白城市、松原市；黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市，大兴安岭地区；甘肃省除张掖市、嘉峪关市、酒泉市以外其他地区；新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、昌吉回族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区；宁夏回族自治区
IV 类资源区	0.61	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区

资料来源：发改委<关于完善风力发电上网电价政策的通知>

2012 年 9 月，国家能源局颁布《风电发展“十二五”规划》，提出要有序推进河北基地、蒙东基地等大型风电基地建设，加快内陆资源丰富区风能资源开发，积极开拓海上风电开发建设。加强配套电网建设，扩大风电消纳范围；优化电源结构，提高系统调峰能力；加强电力需求侧管理，增强消纳风电的能力；建立风电功率预测预报体系，促进风电与电网协调运行。建立完整的风电技术创新体系；全面提升风电设备制造水平；建立风电全产业链社会化服务体系；加强风电人才培养。融入全球风电技术创新体系；积极参与全球风电发展；积极参与国

际标准和规则制定。同时提出目标，要在“十二五”时期提升风电产业能力和完善风电发展市场环境的基础上，2015 年后继续推动风电以较大规模持续发展。到 2020 年，风电总装机容量超过 2 亿千瓦，其中海上风电装机容量达到 3000 万千瓦，风电年发电量达到 3900 亿千瓦时，力争风电发电量在全国发电量中的比重超过 5%。

2013 年 1 月，国务院颁布《能源发展“十二五”规划》，明确指出要加快发展风能等其他可再生能源。优化风电开布局，有序推进华北、东北和西北等资源丰富地区风电建设，加快风能资源的分散开发利用。协调配套电网与风电开发建设，合理布局储能设施，建立保障风电并网运行的电力调度体系。积极开展海上风电项目示范，促进海上风电规模化发展。

4. 行业发展

根据《风电发展“十二五”规划》，到 2015 年，全国累计并网运行的风电装机容量要达到 1 亿千瓦，年发电量达到 1900 亿千瓦时。到 2020 年，风电总装机容量超过 2 亿千瓦，其中海上风电装机容量达到 3000 万千瓦，风电年发电量达到 3900 亿千瓦时，力争风电发电量在全国发电量中的比重超过 5%。因此，相对于目前中国现有 7716 万千瓦的风电并网容量情况，中国风力发电行业仍然有较大的发展。

而限制当前风电发展的并网及消纳问题，国家能源局已开始注重并开始着手解决该问题，高度重视风电的消纳和利用，把提高风电利用率作为做好能源工作的重要标准；弃风限电严重的地区，要全面分析风电不能有效送出和消纳的原因，找准问题的关键环节，采取切实有效的措施，及早解决问题。同时要加强风电配套电网建设，做好风电并网服务工作。各电网企业要把保障风电消纳作为电力管理的重要内容，加强电网建设，打破行政区域限制，扩大风能资源配置范围，提高电网消纳风电的能力。

同时，发展海上风电已逐渐成为未来全球风电行业发展的重点。根据中国《风电发展“十二五”规划》，到 2015 年中国海上风电装机容量将达到 500 万千瓦；到 2020 年底，中国海上风电装机容量将达到 3000 万千瓦，海上风电市场巨大。

风力发电作为世界各国新能源的发展重点，受益于政府的政策支持，技术水平也在日益完善。未来，在解决并协调好风电项目及电网配套建设的这个主要瓶颈的前提下，中国风力发电的发展仍有巨大空间。

五、基础素质分析

1. 产权状况

中广核集团持有公司 100% 股份，国务院国有资产监督管理委员会持有中广核集团 90% 的股份，因此国务院国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

截至 2014 年 3 月底，公司在全国设立了 18 家分公司、112 家项目公司，风电项目已遍布河北、吉林、内蒙古、甘肃、山东、广东等 14 个省区。公司累计风电项目核准容量超过 862.59 万千瓦，并网装机容量 501.62 万千瓦，在建项目超过 197.23 万千瓦，储备风电场址资源超过 4300 万千瓦，年度发电计划超过 100 亿千瓦时，其中 2013 年新增并网装机 169.5 万千瓦。以 2013 年底累计并网装机容量进行排名，公司排名国内第四，新增并网装机容量国内第二，是国内大型风电投资企业之一。

表 2 全国风电投资企业 2013 年并网装机容量

(单位: 万千瓦)

序号	投资企业	2013 年底累计	2013 年新增
1	国电	1534.3	234.5
2	华能	938.6	104.4
3	大唐	888.6	117.7

4	中广核	489.5	169.5
5	华电	485.7	84.6
6	国华	414.7	100.1
7	中电投	409.3	136.3
8	华润	285.3	81.9
9	三峡	178	50.1
10	京能	169.8	0.2
11	其它	1925	349
合计		7718.8	1428.3

材料来源：水电水利规划设计总院

公司实现了风电行业的“四个第一”：中标国家第一个最大的风电特许权项目——内蒙古锡盟灰腾梁 30 万千瓦风电场；参加了国家第一个百万千瓦风电基地——张家口风电基地的建设；参加了国家第一个千万千瓦风电基地——酒泉风电基地的建设；参与了国家第一个大型海上风电项目——上海东海大桥 10 万千瓦海上风电示范项目的建设。

3. 人员素质

公司现有 7 位高层管理人员。公司总经理陈锡波，1964 年出生，硕士研究生，历任核工业部核工业总公司计划司副处长、办公厅副处长、核燃料局局长助理，中核集团政研体改部副主任、办公厅主任，深圳中核集团总经理，中国广东核电集团有限公司北京工作部总经理、投资发展部总经理，现任中广核风力发电有限公司总经理、中广核风电有限公司总经理。

截至 2014 年 3 月底，公司现有员工 1427 人，其中大专及以上学历的占 34.06%，本科和研究生合计占比 65.94%；从年龄结构看，30 岁以下的占 53.89%，30~50 岁的占 44.57%，50 岁及以上的占 1.54%。

总体看，公司管理层大多从事电力行业工作，具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力、开拓能力和决策能力，整体素质较高；公司员工年龄结构合理，文化素质能够满足经营需要。

4. 股东支持

公司控股股东中广核集团成立于 1994 年 9 月 29 日,是由国务院国有资产监督管理委员会监管的特大型清洁能源企业。中广核集团注册资本 102 亿元人民币,主要从事组织实施核电站工程项目的建设及管理;组织核电站的运行、维修及相关业务;组织开发核电站的设计及科研工作。

中广核集团是目前中国以核电为主业,专注于核电站开发、建设和运营的特大型核电集团公司,管理模式与国际接轨;培养了一支专业化的核电工程管理、核电站运营和技术研发队伍;成立了国内第一家专业化的核电工程公司、第一家核电运营管理公司、第一家集核与电为一体的核电设计公司、第一家核电数字化仪控公司;建立了与国际先进水平接轨的核电工程建设和生产运营管理体系;在核电项目开发、工程建设管理、核电站运营等方面积累了丰富的经验,达到了世界先进水平。

截至 2013 年底,中国广核集团有限公司拥有在运核电装机 833 万千瓦;拥有风电投运装机 489.45 万千瓦,水电控股在运装机 147 万千瓦,在分布式能源、核技术应用、节能技术服务等领域也取得了良好发展。

截至 2013 年底,中广核集团总资产已达 3156.23 亿元人民币,在核电、水电、风电、太阳能领域的清洁能源供应能力在持续提升。由于核安全等原因,核电行业未来空间将受到限制,而具有清洁环保及可持续利用优势的风力发电,将会是中广核集团未来大力发展的清洁能源方向,同时将成为集团新的利润增长点,预计对公司的资金、技术等方面的支持将会有所增大。

公司作为中广核集团下属唯一的风电平台,获得中广核集团偿债流动性支持,同时,

中广核集团下属中广核财务有限公司对公司在授信等方面给予了相关支持。

六、管理分析

跟踪期内,公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为风力发电相关业务,主要为风力发电场的投资、建设、运营、维护、风电生产销售、提供风力发电规划、技术咨询及运行维护服务等。2011~2013 年,公司风电装机容量高速增长及风电场的合理布局促进了公司收入的快速增长,营业收入年均复合增长 48.84%。截至 2013 年底,公司并网容量 489.45 万千瓦,2013 年新增并网容量 169.45 万千瓦。2013 年,公司实现主营业务收入 34.51 亿元,同比增长 45.987%,主营业务占比 99.81%;公司其他业务收入主要为让渡资产使用权和技术服务等收入。

近三年,公司发电利用小时数持续增长,同时公司风电布局逐渐向非限电地区发展,公司毛利率呈快速上升趋势,2013 年公司整体毛利率提升至 52.48%。

2014 年 1~3 月,公司新并网装机 12.17 万千瓦,合计并网装机规模已达 501.62 万千瓦。2014 年 1~3 月,公司实现营业收入 11.52 亿元,占 2013 年全年的 33.37%;毛利润 6.73 亿元,占 2013 年全年的 37.16%;受益于公司风电场合理布局及发电设备平均利用小时数的增长,毛利率水平上升至 59.39%,收入规模与盈利能力保持较快增长态势。

表 3 2011~2014 年 3 月公司营业收入构成（单位：万元，%）

业务板块	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务	156060.24	99.97	236454.02	99.80	345145.51	99.81	115181.26	99.98
其它业务	45.46	0.03	485.47	0.20	664.93	0.19	23.59	0.02
合计	156105.70	100.00	236939.49	100.00	345810.44	100.00	115204.85	100.00

资料来源：公司财务报表

表 4 2011~2014 年 3 月公司主营业务毛利润构成（单位：万元，%）

业务板块	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~3 月		
	毛利润	占比	毛利率	毛利润	占比	毛利率	毛利润	占比	毛利率	毛利润	占比	毛利率
主营业务	60781.00	98.90	38.95	111366.02	98.87	47.10	181142.76	99.81	52.48	67314.14	100.07	58.44
其它业务	25.02	1.10	55.04	344.73	1.13	71.01	349.86	0.19	52.62	-43.80	-0.07	-
合计	60806.02	100.00	38.95	111710.75	100.00	47.14	181492.61	100.00	52.48	67270.34	100.00	59.39

资料来源：公司财务报表

风电项目建设

公司风电项目的投资建设根据项目区域地质条件不同投资规模有所不同。在平原地区的风电建设项目，基础设施完善，地形平坦，施工难度小，每 1 万千瓦风电项目所需的投资额约为 7000 万元；在山地和丘陵地区，基础设施不完善，地形结构复杂，施工难度大，每 1 万千瓦风电项目所需的投资额约为 8500 万元。

在风电设备采购方面，风机、塔筒、箱变、主变和电缆占风电建设总成本的 75% 左右，而风机和塔筒作为风电的关键设备，是风电设备采购中的重点。由于中国风电行业快速增长带来的巨大需求，国际风电设备供应商纷纷在国内设厂；国内风电设备制造商技术水平也不断提高，现有水平已经达到国际先进水平。风电企业采购国产风机数量大大增加。公司风力发电设备采购采用公开招标方式进行，2013 年公司风机的最大采购商为上海电气，其次为金风科技和远景能源，前三大采购商所占比重 51.44%；公司塔筒的主要供应商为青岛天能、济南轨道和南京江标等，其中青岛天能所占比

重为 5.83%。公司设备采购主要的付款方式为：与风机制造商签合同时，向风机厂商支付货款的 10%，风机制造商投料生产时支付 30%，交货时再付 50%，最后安装完成，调试运转正常后结清尾款。

表 5 公司 2013 年前 5 名风机设备主要供应商数据

序列	风机		
	供应商名称	金额（亿元）	占比（%）
1	上海电气	风机	28.26
2	金风科技	风机	13.05
3	远景能源	风机	10.13
4	青岛天能	塔筒	5.83
5	海装	风机	4.5
合计	--	--	61.77

资料来源：公司提供

风电运营

公司业务主要分布于内蒙古、东北三省、中西部以及东南沿海地区。受东北、华北、西

北等地限电影响较大，未来几年南方省份是公司未来发展的新重点。

公司发电量大幅增加，2013 年发电量为 75.33 亿千瓦时；受公司调整风电布局影响，2013 年公司发电设备平均利用小时提升至 2100 小时；2013 年平均上网电价提升至 0.572 元/千瓦时。

2014 年 1~3 月，公司完成发电量 23.69 亿千瓦时，占 2013 年全年的发电量 31.45%；发电设备平均利用小时 504 小时。

表 6 公司近年发电技术经济指标比较

指标	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
发电设备平均利用小时（时）	1831	1970	2100	504
装机规模（万千瓦）	251.19	320.00	489.45	501.62
发电量（亿千瓦时）	34.42	51.41	75.33	23.69
上网电量（亿千瓦时）	33.46	50.19	73.74	23.18
平均上网电价（元/千瓦时）	0.467	0.471	0.572	0.572

资料来源：公司提供。

注：上网电价是根据电力业务收入/上网电量所得，计算结果不含税电价。

目前中国风力发电项目实施固定电价制，国家发改委根据风资源优劣和工程建设等条件在不同区域分别实施每度电 0.51 元、0.54 元、0.58 元、0.61 元（含税价）的电价政策。风力资源越丰富的地区上网电价越低，内蒙古地区上网电价普遍为 0.51 元/千瓦，山东、江苏、广东、云南和贵州等地上网电价为 0.61 元/千瓦，其中山东和广东地区还有额外约 0.09 元/千瓦时的财政补贴，且上网电价高的地区一般不存在限电现象。

公司处于限电区域与非限电区域的风力发电项目定价遵照国家标准执行。公司在大部分限电地区风电项目的区域平均利用小时远远低于非限电地区的平均发电小时。区域限电对公

司的收入具有一定影响，因此公司近年逐步加快在东部及南方等非限电地区的风电项目建设。随着公司对总体风电装机布局的积极调整，公司平均上网电价保持稳定增长的态势。

公司按各地不同上网电价进行结算，上网电价包含标杆电价和补贴电价两部分，其中标杆电价结算的收入次月可从各地电网公司获取，补贴电价的收入由各地财政收入中可再生能源发展基金支付，结算周期各地不一，一般为一个季度内。

表 7 2013 年公司风电装机分布区域情况统计

分布区域	装机规模（万千瓦）	区域平均发电利用小时数		上网电价（元/度）
		2012 年	2013 年	
内蒙古	114.11	1922	2131	0.51
辽宁	14.61	1732	2325	0.61
吉林	53.65	1420	1658	0.58
黑龙江	44.67	1780	2123	0.60
甘肃	54.53	1645	1909	0.58
华北	19.95	2029	1697	0.56
新疆	55.25	2450	3080	0.58
山东	35.6	1986	2120	0.70
广东	29	1847	2263	0.65
浙江	3	2082	1967	0.61
云南	19.65	2555	2332	0.61
贵州	19.2	2069	2113	0.61
湖北	9.76	--	2249	0.61
其它	6.9	--	--	--
总装机	489.45	1970	2100	--

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2011~2013 年，随着公司收入不断增长，应收款（主要为补贴电价收入）规模增长相对较快，销售债权周转次数不高，2013 年为 1.92 次。受在建工程规模大及行业自身资本密集型特点影响，公司总资产周转次数有所增长，但仍在较低水平，2013 年为 0.10 次。总体看，公

公司经营效率指标较低，主要由于公司大量项目处于储备和建设期所致，预计未来将有所改善。

3. 在建项目和未来发展

公司工程事业部共分七大区域：大东北区、大华北区、大西北区、新疆区、大华东区、大华中区和大华南区。公司传统的风电项目主要集中在东北、华北和西北三个地区，由于近几年华北地区限电等因素影响，公司开始大力拓展华东、华南和华中等地的风电资源。在公司获得的风电场址资源中，不限电地区的资源占比有所提升，其中公司储备风电场址资源(4300 万千瓦)中，不限电地区占比约 40%，限电地区占比约 60%。

未来公司将加大对不限电地区的风电投资，继续采取项目滚动开发的方式，每年计划新开工建设 150-200 万千瓦的装机容量，投入运营 150 万千瓦左右的装机容量，根据公司规模，至“十二五”，公司除已开工限电地区项目外，剩余投资项目全部集中于非限电地区，经营区域逐步转向东部沿海及南方地区，如山东、广东、浙江、云南和贵州，在“十二五”末在役 750 万千瓦装机中，约 2/3 为非限电地区装机。

截至 2014 年 3 月底，公司在建项目 29 个，共计容量 197.23 万千瓦。

表 8 2014 年 3 月底公司在建项目情况

区域	在建数量(个)	在建装机容量 (MW)
华南	3	10.71
华北	3	14.1
新疆	1	4.95
西北	3	64.9
华中	5	21.7
华东	1	4.62
山东	4	19.85
西南	2	24.8
辽宁	2	9.6
贵州	5	22
合计	29	197.23

资料来源：公司提供

公司项目建设资金来源一般为20%自有资金及80%银行贷款。公司在建项目合计29个，总投资138.06亿元~167.65亿元，预计融资需求110.45亿元~134.12亿元。公司2011~2013年经营性现金流量净额分别为11.21亿元、18.27亿元和31.19亿元，以目前经营性现金流量水平测算，未来公司仍将面临一定的筹资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

2013年审计报告经信永中和会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2014年一季度财务数据未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2012 年公司合并范围包括 90 家子公司，其中新增子公司 15 家；2013 年公司合并范围包括 112 家子公司，其中新设子公司 21 家，收购子公司 2 家，减少子公司 1 家。总体看合并范围的变化使公司整体资产规模及收入水平状况大大提升。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 413.39 亿元，所有者权益合计为 140.86 亿元（其中少数股东权益 24.77 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 34.58 亿元，利润总额 9.32 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 441.02 亿元，所有者权益合计为 144.29 亿元（其中少数股东权益 24.89 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.52 亿元，利润总额 3.46 亿元。

2. 盈利能力

风力发电行业在2007年以后发展迅速，各大风力发电企业快速扩张，公司大量风电场的运行使销售收入快速增长；2011~2013年，公司销售规模持续增长，营业收入年均增长48.84%，2013年为34.58亿元。2011~2013年，公司营业成本年均增长31.31%，2013年为16.43亿元。2011~2013年，随着公司风电利用小时数快速增加和平均上网电价的增加，公司营业利润率快

速增长，分别为37.66%、46.35%和51.97%。

从期间费用看，2011~2013年，公司期间费用占营业收入的比例分别为35.34%、32.05%和27.78%，其中财务费用快速增长，占营业收入的比重较高，对公司利润规模侵蚀较大。

2011~2013年，随着公司风电装机容量的不断扩大和利用小时数的增加，公司利润总额快速增长。2013年公司利润总额较上年大幅增长，达到9.32亿元，其中公司营业外收入1.03亿元，主要为各类政府补助0.64亿元和CDM收入0.28亿元，营业外收入对利润有一定的贡献。CDM收入主要为公司国际碳交易市场出售碳排放权，但随着国际碳交易价格的持续下跌，公司CDM收入的稳定性有待观察。

盈利指标方面，2011~2013年公司总资本收益率呈上升趋势，三年分别为2.81%、4.06%和4.90%；净资产收益率呈逐年上升的态势，三年分别为1.42%、3.26%和6.31%。

受益于装机容量的进一步增长及发电量的增加，2014年1~3月，公司实现营业收入11.52亿元，利润总额3.46亿元，营业利润率水平上升至58.23%，收入规模与盈利能力保持良好发展态势。

总体看，受益于装机容量、发电量和利用小时数的增加，公司收入水平和盈利能力均大幅提升，但财务费用对公司盈利能力造成一定压力。随着未来在建风电厂陆续投产及合理布局，公司电力装机规模逐年增大，发电量进一步上升，公司收入和盈利水平有望进一步增强。

3. 现金流分析

经营活动现金流方面，2011~2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入快速增长，年复合增长率分别为51.29%和41.53%，2013年分别为38.48亿元和40.44亿元。2011~2013年，公司经营活动现金流净额分别为11.21亿元、18.27亿元和31.19亿元。公司经营活动现金流入和净额大幅增加主要受益于近年公司装机容量、发电量上升和上

网电价的提高。2011~2013年，公司现金收入比分别为107.69%、86.25%和111.26%，公司收入实现质量有所好转。

投资活动现金流方面，2011~2013年，公司投资活动现金流量净额分别为-62.08亿元、-46.30亿元和-91.07亿元，以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主，主要因为公司近几年新建风电项目规模大。2011~2013年公司支付其他与投资有关的现金主要是代垫项目款。

筹资活动现金流方面，公司为满足投资需求加大融资力度，筹资金额主要为吸收投资、借款收到的现金。2011~2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为42.71亿元、19.81亿元和64.95亿元。

2014年1~3月，公司经营活动现金流入量8.02亿元，经营活动现金流量净额5.36亿元；同期公司投资活动产生的现金流量净额为-19.04亿元；公司筹资活动现金净流入量17.37亿元，筹资活动仍保持较大规模。

总体来看，公司经营活动现金流状况良好，公司在建项目规模较大，投资活动流出量较大，存在一定对外融资需求。

4. 资本及债务结构

2011~2013年底，公司资产总额年均复合增长26.76%。截至2013年底，公司合并资产总额413.39亿元，其中流动资产和非流动资产分别占13.18%和86.82%。其中固定资产占比较大符合风电行业特点。

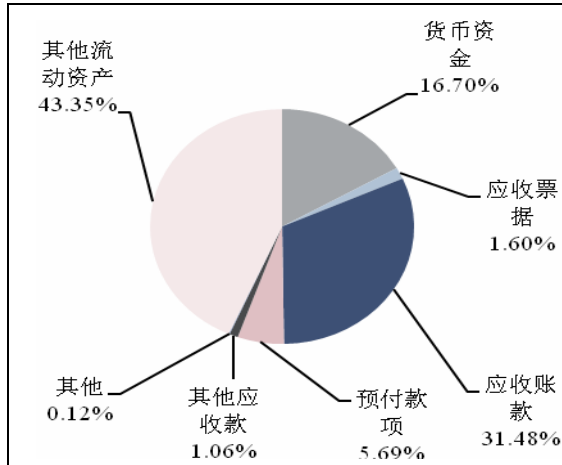
截至2014年3月底，公司资产总额为441.02亿元，较2013年底增长6.69%，其中流动资产占15.52%，非流动资产占84.48%，构成基本保持稳定。

流动资产

2011~2013年底，公司流动资产波动增长，年均复合增长36.80%，截至2013年底为54.47亿元，主要由应收账款（占31.48%）、货币资金（占16.70%）和其他流动资产（占43.35%）构成。2011~2013年，各部分比重变化较大，货币资金

和预付款项所占比重下降较快，应收账款占比较大。

图 7 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2011~2013年底，公司货币资金分别为12.33亿元、4.09亿元和9.10亿元，主要为银行存款。

2011~2013年底，公司应收账款快速增长，年均复合增长29.40%，主要由于发电量增加，应收电费（主要为补贴电价收入）相应增加所致。截至2013年底，公司应收账款账面余额17.15亿元，大部分为按组合计提坏账准备的应收账款，主要为国家电网及其分公司所欠款项，账龄较短；单项计提坏账准备的应收账款80.91万元，预计难以收回。公司应收账款占比较大，对公司流动资金形成一定占用。

2011~2013 年底，公司预付款项年均复合下降 12.94%，主要因为风电项目转产后转入固定资产所致。截至 2013 年底，公司预付账款 3.10 亿元，较上年下降 4.85%。从账龄来看，1 年以内的占 90.39%，1~2 年的占 7.11%，2 年以上预付款项占比 2.50%。

截至 2013 年底，公司其他流动资产 23.62 亿元，全部为 2013 年新增待抵扣的进项税。

截至 2014 年 3 月底，公司流动资产合计 68.46 亿元，公司流动资产较 2013 年底增长 25.68%，主要由于货币资金、应收账款和预付款项的大幅增加所致。其中公司应收账款增加

主要是补贴电费；公司预付款项增加主要是在建项目工程预付款。

非流动资产

2011~2013年底，公司非流动资产年均复合增长25.42%，主要来自于固定资产的增长。截至2013年底，公司非流动资产为358.91亿元，主要由固定资产（占75.89%）和在建工程（占20.85%）构成。

2011~2013年底，公司固定资产年均增长29.56%，截至2013年底为272.37亿元，主要是风电规模的不断扩大，新的风电项目的不断投产所致。截至2013年底，公司固定资产账面价值272.37亿元，其中房屋及建筑物占比7.49%，机器设备占比92.04%；公司固定资产累计计提折旧36.34亿元。

2011~2013年底，公司在建工程年均增长9.39%，截至2013年底为74.82亿元，主要是公司扩大规模，大量新建的风电项目。

2011~2013年底，公司无形资产年均增长75.90%，截至2013年底为2.13亿元，主要由土地使用权（占94.76%）、软件（占5.05%）及特许权（占0.19%）构成。

截至2014年3月底，公司非流动资产合计372.56亿元，较2013年底增长3.80%，其中在建工程转固导致固定资产快速增长。

总体看，公司流动资产以应收账款为主，应收账款占比较大，对公司流动资金形成一定占用；非流动资产中固定资产、在建工程所占比重较大；公司资产流动性一般，资产质量较好。

所有者权益

2011~2013 年底，公司所有者权益年均增长 9.13%，截至 2013 年底为 140.86 亿元，主要是未分配利润和实收资本增长所致。2012 年 3 月 29 日，母公司中广核集团对公司增资 10.05 亿元，增资后股本增至 103.24 亿元。截至 2013 年底，归属于母公司所有者权益中股本占 88.92%、盈余公积占 0.04%、未分配利润占 11.13%。公司股本占比较大，所有者权益结构

稳定性高。

截至2014年3月底，公司所有者权益为144.29亿元，较2013年底增长2.43%，主要是未分配利润增长所致。公司所有者权益基本保持稳定。

负债

2011~2013年底，公司负债总额年均增长40.03%，截至2013年底为272.53亿元；其中流动负债占30.81%，非流动负债占69.19%。公司负债以非流动负债为主。

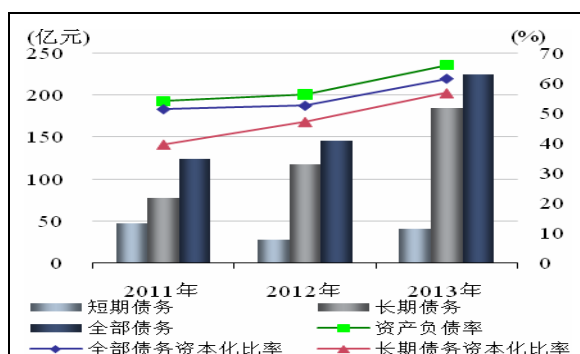
2011~2013年底，公司流动负债年均增长21.75%，截至2013年底为83.96亿元，较2012年增长76.72%，主要由短期借款（占17.73%）、应付票据（占10.35%）、应付账款（占44.94%）、一年内到期的非流动负债（占13.54%）和其他流动负债（占6.01%）等构成。

2011~2013年底，公司短期借款年均下降41.54%，截至2013年底为14.89亿元，大幅下降主要是因为公司调整债务结构比例，逐步加大长期借款的比重，减少短期借款的比重。

2011~2013年底，公司应付票据和应付账款快速增长，截至2013年底分别为8.69亿元和37.73亿元，主要是公司风电规模持续扩大，设备采购量快速增加，设备尾款增多所致。

截至2013年底，公司其他流动负债5.05亿元，全部为新增的短期融资券。

图8 2011~2013年公司债务构成



资料来源：公司提供

2011~2013年底，公司非流动负债年均增长51.33%，保持着持续快速增长的趋势，2013年

底为188.57亿元，主要由长期借款（占97.55%）和其他非流动负债（占2.43%）构成。长期借款的快速增长主要由于公司新建风电项目增长较快，投资规模较大导致借款增加。

有息债务方面，2011~2013年底，由于公司扩张较快，在建项目投资较大，公司加大了对外融资力度，债务规模不断扩大。2011~2013年，公司债务结构逐步调整，短期债务年均下降7.61%，2013年为39.99亿元；长期债务年均增长54.40%，2013年为183.95亿元；全部债务年均增长34.38%，2013年为223.94亿元。公司债务规模增长较快，长期债务所占比率较高。

债务指标方面，2011~2013年底，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率快速上升，截至2013年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为65.93%、61.39%和56.63%。

截至2014年3月底，公司负债总额为296.74亿元，较2013年底增长8.88%，其中流动负债占27.71%，非流动负债占72.29%。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进一步上升，分别升至67.28%、63.86%和60.39%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好，债务负担处于行业适中水平，债务结构合理，但债务规模增长较快。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，公司流动比率和速动比率均有所上升，2013年底分别为64.88%和64.82%。截至2014年3月底，随着公司流动资产规模的上升，流动比率和速动比率分别上升至83.26%和83.15%。2011~2013年，公司经营现金流动负债比快速上升，2013年为37.15%。总体看，短期偿债能力指标适宜。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，公司EBITDA分别为14.63亿元、21.58亿元和31.43亿元，呈现上升趋势。2011~2013年，公司EBITDA利息倍数三年平均值为2.67倍，2013年

为2.97倍；全部债务/EBITDA的比率三年平均值为7.28倍，2013年为7.13倍。总体看，公司长期偿债指标尚可。但考虑到未来大量项目投入运营后，公司收入和盈利能力将进一步提升，长期偿债指标将逐步改善。

公司与各家银行建立良好的合作关系，截至2014年3月底，公司从银行获得授信额度共计148.90亿元，未使用额度137.66亿元；其中中广核财务有限责任公司授信额度30亿元，未使用。公司间接融资渠道畅通。

截至2014年3月底，公司无对外担保。

6. 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（报告编号为：B-201406050035079484），截至2014年6月5日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对清洁能源风电行业发展的分析，以及公司股东背景、自身经营和财务风险的判断，公司整体抗风险能力很强。

九、存续期内债券偿还能力

截至2014年6月20日，公司存续期债券“13核风电CP001”5亿元、“14核风电CP001”10亿元和“14核风电MTN001”10亿元，合计25亿元。

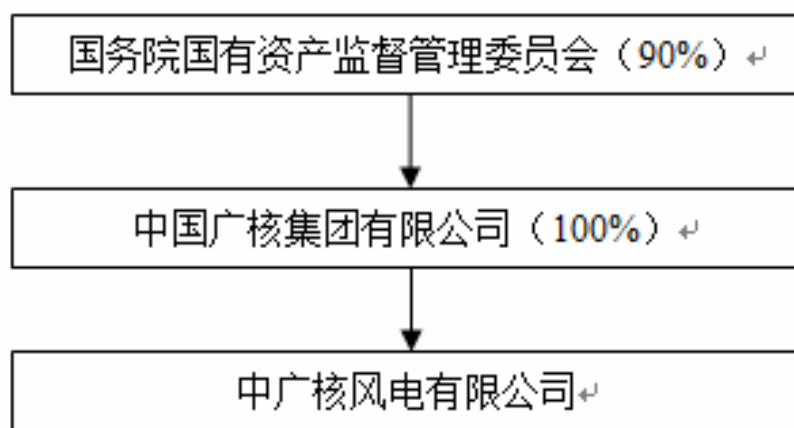
2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为20.19亿元、23.30亿元和40.44亿元，为存续期内债券0.81倍、0.93倍和1.62倍。2011~2013年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为11.21亿元、18.27亿元和31.19亿元，为存续期内债券0.45倍、0.73倍和1.25倍。2011~2013年，公司EBITDA分别为14.63亿元、21.58亿元和31.43亿元，为存续期内债券的0.59倍、0.86倍和1.26倍。

总体看，公司经营活动EBITDA和净额对存续期内债券保障能力尚可。

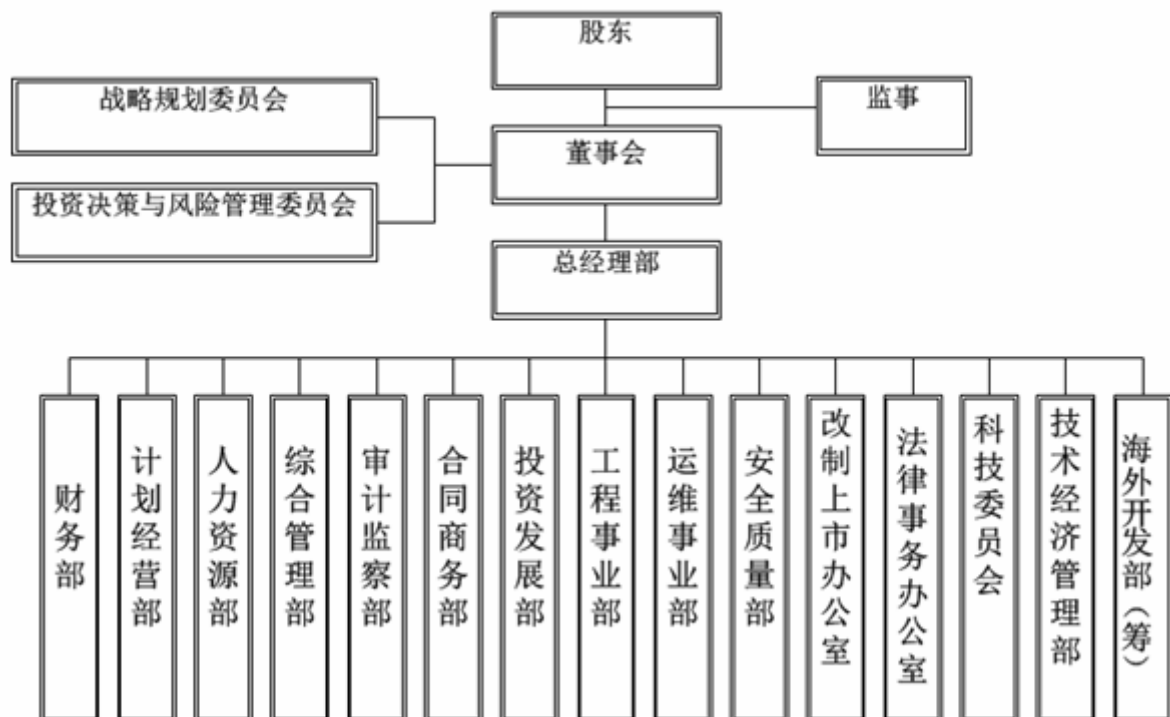
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13核风电CP001”和“14核风电CP001”信用等级为A-1以及“14核风电MTN001”信用等级为AAA。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.62	4.67	9.97	13.63
资产总额(亿元)	257.26	302.20	413.39	441.02
所有者权益(亿元)	118.28	132.27	140.86	144.29
短期债务(亿元)	46.85	27.73	39.99	34.98
长期债务(亿元)	77.16	117.54	183.95	219.95
全部债务(亿元)	124.01	145.27	223.94	254.94
营业收入(亿元)	15.61	23.69	34.58	11.52
利润总额(亿元)	1.76	4.55	9.32	3.46
EBITDA(亿元)	14.63	21.58	31.43	--
经营性净现金流(亿元)	11.21	18.27	31.19	5.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.97	1.66	1.92	--
存货周转次数(次)	1325.10	1454.49	571.11	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.08	0.10	--
现金收入比(%)	107.69	86.25	111.26	66.87
营业利润率(%)	37.66	46.35	51.97	58.23
总资本收益率(%)	2.81	4.06	4.90	--
净资产收益率(%)	1.42	3.26	6.31	--
长期债务资本化比率(%)	39.48	47.05	56.63	60.39
全部债务资本化比率(%)	51.18	52.34	61.39	63.86
资产负债率(%)	54.02	56.23	65.93	67.28
流动比率(%)	51.39	54.80	64.88	83.26
速动比率(%)	51.36	54.80	64.82	83.15
经营现金流动负债比(%)	19.79	38.46	37.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.66	2.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	6.73	7.13	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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/主营业务收入×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-营业税金及附加) / 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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息