

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 091 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“14核风电CP002”和“14核风电CP003”信用等级为A-1。

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
14 核风电 CP002	10 亿元	2014/8/19~ 2015/8/19	A-1	A-1
14 核风电 CP003	10 亿元	2014/10/27~ 2015/10/27	A-1	A-1

评级时间: 2015 年 1 月 22 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	12.62	4.67	9.97	9.41
资产总额(亿元)	257.26	302.20	413.39	499.45
所有者权益(亿元)	118.28	132.27	140.86	149.11
长期债务(亿元)	77.16	117.54	183.95	250.49
全部债务(亿元)	124.01	145.27	223.94	285.21
营业收入(亿元)	15.61	23.69	34.58	34.32
利润总额(亿元)	1.76	4.55	9.32	8.94
EBITDA(亿元)	14.63	21.58	31.43	--
经营性净现金流(亿元)	11.21	18.27	31.19	29.72
营业利润率(%)	37.66	46.35	51.97	54.93
净资产收益率(%)	1.42	3.26	6.31	--
资产负债率(%)	54.02	56.23	65.93	70.14
全部债务资本化比率(%)	51.18	52.34	61.39	65.67
流动比率(%)	51.39	54.80	64.88	72.99
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	6.73	7.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.66	2.97	--

注: 公司 2014 年三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, 风电装机规模保持较快增长, 收入规模和盈利能力均有所提升。同时, 联合资信也关注到电价下调、风电并网限制、债务负担加重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, 发电量及收入规模相应稳步增长。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“14核风电CP002”和“14核风电CP003”信用等级为A-1。

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”)全资子公司, 是其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, 公司收入和利润均大幅提升。
4. 跟踪期内, 公司经营活动现金流对存续期内债券保障能力较强。

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, 上网电价下调的正式实施, 将

对未来新核准风电项目收益率造成一定影响。

3. 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9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17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、法律事务部、科学技术委员会、投资与风资源评价中心、设计管理部、培训中心、董事会办公室。

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9月底，公司（合并）资产总额为499.45亿元，所有者权益合计为149.11亿元（其中少数股东权益24.67亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入34.32亿元，利润总额8.94亿元。

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

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（M2）余额120.21万亿元，同比增长12.9%，狭义货币（M1）余额32.72

万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M0）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。

2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

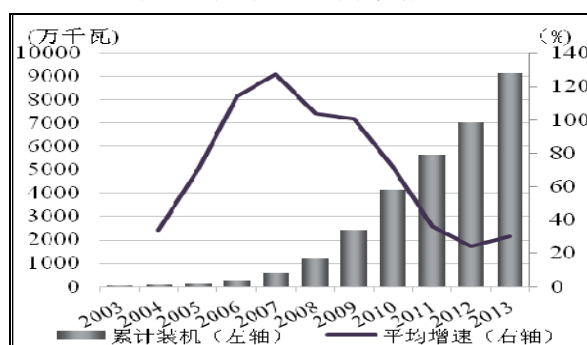
1. 行业概况

中国陆地风能资源丰富，根据第四次全国风能资源详查和评价工作的有关成果，在适度剔除一些不适合风电开发的区域后，中国陆上 70 米高度风功率密度 ≥ 300 瓦/平方米的区域风能资源技术可开发量约为 26 亿千瓦。海上风能方面，根据中国气象局详查初步成果，在中国 5 到 25 米水深的海域内、50 米高度风电可装机容量约 2 亿千瓦，5 到 50 米水深、70 米高度风电可装机容量约 5 亿千瓦。截至 2013 年底，根据中国风能协会统计，中国风电装机规模为 9174.46 万千瓦；按上述数据测算，已并网风能占中国可开发总量的 2.97%。中国风能具有很大的开发空间。

进入 21 世纪以来，随着中国节能减排压力的凸显，国家出台各项政策鼓励可再生能源发电；在非水电可再生能源发电中，风力风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。2000~2005 年，中国风力发电产业增长缓慢，年均新增装机容量不足 600MW。自 2006 年以来，国家大力鼓励风机制造业的发展，在政策支持鼓励下，中国风力发电产业迅速发展，带动了风电设备行业的迅速增长。经过数十年的长足发展，风电装机规模显著扩张，成为世界范围内风电产能最大、增速最快的国家之一；但受制于电网建设以及技术水平，弃风现象凸显，近年来风电建设增速有所放缓，但仍维持在较高水平。

图 1 中国风电累计装机容量



资料来源：中国风能协会

根据国家可再生能源信息管理中心《2013 年度全国风电建设快报》统计，2013 年全国风电累计核准容量 13424.93 万千瓦。其中，并网容量 7758.04 万千瓦，在建容量 5666.89 万千瓦；截至 2013 年底中国风电并网装机 7758.04 万千瓦，累计装机容量达到 9174.46 万千瓦，约为 2003 年的 173 倍。

截至 2013 年底，全国有 16 个省(区、市)风电累计并网容量超过百万千瓦。其中内蒙古累计并网容量 1865 万千瓦，为装机容量超过千万千瓦的地区，居全国首位；河北和甘肃分别以累计并网容量 750 万千瓦和 705 万千瓦名列第二和第三位。2013 年，全国新增风电并网容量 1491.59 万千瓦，与 2012 年新增 1483 万千瓦相比，新增风电并网容量基本稳定。中国风电建设已经从前几年的高速增长期转变为稳定适度的增长期，风电开发与电网建设逐步走向协调发展，风电场布局逐步趋向合理与平衡。

随着风电装机规模的快速提升，其发电量

也逐步增长，由 2009 年的 276 亿千瓦时增至 2013 年的 1401 亿千瓦时，年复合增长率高达 50.10%，在总发电量中的比重也由 0.76% 增至 2.62%；其中，2012 年风力发电量首次超过核电发电量，成为继火电和水电之后的第三大主力电源。2013 年风电占比继续提升，第三大主力电源的地位得到进一步巩固。

表 1 近年来风力发电情况表

年份	发电量（亿千瓦时）	占总发电量比重（%）
2009	276	0.76
2010	501	1.18
2011	800	1.67
2012	1004	2.02
2013	1401	2.62

资料来源：中国电力企业联合会

2013 年全国实现风电发电量 1401 亿千瓦时，上网电量 1371.25 亿千瓦时。2013 年，全国风电上网电量超过 100 亿千瓦时的省区有 4 个，分别为内蒙古自治区、河北省、甘肃省和辽宁省。内蒙古自治区 2013 年上网电量达到 355.00 亿千瓦时，继续保持全国第一位；河北省以 146.50 亿千瓦时的上网电量名列第二位；排名第三位的是甘肃省，2013 年风电上网电量约 120 亿千瓦时。2013 年华北、东北以及西北地区的风电上网电量分别占全国总量的 41.06%、16.74% 和 19.88%，合计占全国总量的 77.65%，较 2012 年下降 7.09 个百分点。三北地区仍为中国风电产业的主要区域，但其占比随着风能开发的逐步深入而有所减小。

根据国家能源局发布的 2014 年前三季度全国风电并网运行情况显示，1-9 月，全国风电新增并网容量 858 万千瓦，到 9 月底，全国累计并网容量 8497 万千瓦，同比增长 22%；全国风电上网电量 1060 亿千瓦时，同比增长 7.6%。此外，1-9 月全国风电弃风限电形势有所好转，风电弃风电量 86 亿千瓦时，同比减少 28.3 亿千瓦时；平均弃风率 7.5%，同比下降 3.36 个百分点。虽然弃风限电形势有所好转，但发电小时数普遍同比下降。据不完全统计，有 28 个省（市、区）风电利用小时数出现负增长，以新疆、

重庆、山西下降最为严重。

海上风电的开发在中国进展较为缓慢。截至 2013 年底，中国已建成的海上风电项目共计 42.86 万千瓦，其中潮间带风电装机容量为 30.05 万千瓦，近海风电装机容量为 12.81 万千瓦。

用电需求方面，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，近年来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。总体看，中国电力供需偏紧，用电需求增长相对较大，发电行业的发展具备较强的驱动力。

目前，中国已有数十家大型企业参与千万千瓦级风电基地建设和其它风电场开发工作，另有许多中小企业也投入到中小型风电场的建设中。目前，中国风电开发商主要有 5 种类型：（1）中央电力集团，主要为国电集团、大唐集团、华能集团、华电集团和中电投集团，其在中国风电装机容量中的占比在 65% 左右；（2）

中央所属的能源企业，包括国华集团、中海油、中广核、三峡总公司和中节能等，其在中国累计风电装机容量和新增装机容量市场中的市场份额约在 15%左右；（3）省市自治区所属的电力或能源企业，如京能集团、河北建设、宁夏发电、鲁能集团、福建投资和粤电集团等企业，该类企业数量多，在地方拥有一定的资源，在各地风电场开发中业绩显著，它们在中国累计风电装机容量和新增装机容量市场中，约占 15%左右的市场份额；（4）港资、民营以及外资企业，如中国风电、香港建设新能源、天润投资以及宏腾能源等，约占 5%左右的市场份额。相对前三类开发企业，最后一类企业所进行的风电场项目较少，规模也不大。总体看，风电行业央企与省属企业规模较大，具有较强的开拓能力。

2. 行业关注

风电不同于常规电源，其发电出力由来风情况决定，具有间歇性、波动性、随机性等特点，导致其上网效率面临着一定的局限性，机组负荷也显著弱于火电。近年来，风电机组的年平均利用小时数均为 1900~2000 小时左右，较火电机组负荷有一定差距。2013 年，全国风电平均利用小时数为 2080 小时，同比增长 9.88%。

表 2 近年来风电机组运行水平表

年份	利用小时数（小时）	弃风限电量（亿千瓦时）
2009	2077	--
2010	2047	39.48
2011	1895	123.00
2012	1893	208.22
2013	2080	162.00

资料来源：中国电力企业联合会

风电项目规划周期短、核准快、建设周期短，而电网规划周期长、核准程序复杂、建设周期也长。因此，电网的建设往往滞后于风电项目的建设，形成风电场建成后，不能及时并网发电的现象。近年来，随着风电产业的快速发展，行业的主要矛盾已经由如何争取和建设

风电装机容量转向为如何吸收消纳风电产能。2010 年是国内风电产业重要的转折点，弃风现象凸显，同年弃风限电量为 39.48 亿千瓦时，并于 2012 年随着装机容量扩张而快速增至 208.22 亿千瓦时；2013 年该现象有所缓解，弃风限电量为 162.00 亿千瓦时，但仍为 2010 年的 4.10 倍。从区域上来看，近年来国内风电领域的弃风限电，主要存在于传统的风资源丰富、装机量集中的三北地区，其由于网架结构原因，输送通道存在外送能力不足的问题；其中，西北地区的甘肃酒泉风电基地、东北区域的蒙东和吉林风电基地、华北地区的蒙西和冀北风电基地送电能力不足问题突出。东北电网本身用电负荷不高，火电机组装机富余，风电装机规模增长速度过快，本地电力饱和过剩，急需外送在外省消纳；其中，吉林、内蒙古、甘肃等地是弃风最为集中的区域，最高时弃风率均在 20%以上。

2013 年 2 月，国家能源局发布《国家能源局关于做好 2013 年风电并网和消纳相关工作的通知》，明确指出要加强风电配套电网配套，做好风电并网服务等工作解决并网消纳工作。从实际情况看，2013 年，全国风电平均利用小时数为 2080 小时，较上年增加 151 小时，风电行业并网难的问题有所改善。

由于近年来风力发电机组设备造价下降，风电上网电价下调意见不断被提及。2014 年 12 月 31 日，《国家发改委关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》指出，对陆上风电继续实行分资源区标杆上网电价政策，将第 I 类（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（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）和 III 类（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）资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低 2 分钱，调整后的标杆上网电价分别为每千瓦时 0.49 元、0.52 元和 0.56 元；第 IV 类（除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区）资源区风电标杆上网电价维持现行每千瓦时 0.61 元不变。该规定适用于 2015 年 1 月 1 日以后核准的陆上风电项目，以及 2015 年 1 月 1 日前核准但于 2016 年 1 月 1 日以后投运的陆上风电项目。此次上网电价下调的正式实施，对未来新核准风电项目收益率将会受到一定影响，进而影响企业的盈利能力。

3. 行业政策

为促进风电行业的持续发展，中国陆续发布了系列支持政策，主要从电价，电量，费用分摊机制、税收政策等方面进行了规范，为包括风电在内的可再生能源发电行业的发展创造了良好的政策环境。

上网电量全额收购

根据《中华人民共和国可再生能源法》（以下简称“《可再生能源法》”）的规定，电网企业应当与依法取得行政许可或者报送备案的可再生能源发电企业签订并网协议，全额收购其电网覆盖范围内可再生能源并网发电项目的上网电量，并为可再生能源发电提供上网服务。

实施优惠上网电价

2009 年 7 月，根据国家发改委《关于完善风力发电上网电价政策的通知》（发改价格[2009]1906 号），对四类风能资源区分别设定相应的风电标杆上网电价，在不同区域分别实施每度电 0.51 元、0.54 元、0.58 元以及 0.61 元的电价政策。2014 年 6 月，国家发改委发布《关于海上风电上网电价的通知》，2017 年以前（不含 2017 年）投运的近海风电项目上网电价为每千瓦时 0.85 元，潮间带风电项目上网电价为每

千瓦时 0.75 元。目前中国风电上网电价仍按上述两项政策执行，其对全国风电领域资源的开发和利用起到了重要的引导作用，进一步规范了风电价格管理，有利于引导投资方向，改变了过去盲目投资的现象，减少了投资的不确定性。

成本有效分摊

根据《可再生能源法》，电网公司按相关规定确定的上网电价收购可再生能源发电量所发生的费用，高于按照常规能源发电平均上网电价计算所发生的费用之间的差额，在全国范围对销售电量征收可再生能源电价附加补偿并由国家财政设立可再生能源发展基金，其资金来源包括国家财政年度安排的专项资金和依法征收的可再生能源电价附加收入等；2011 年 11 月，财政部发布《可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法》，规定可再生能源发展基金资金来源包括国家财政共预算安排的专项资金以及向电力用户征收的可再生能源电价附加收入，可再生能源电价附加征收标准为 8 厘/千瓦时。2012 年 3 月，根据财政部《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》，符合条件的可再生能源发电项目可以申请可再生能源发展基金补助，补助标准依据可再生能源项目所在地上网电价及脱硫燃煤机组标杆电价等因素确定。因此，风电与火电之间的电价差额，连同风电的并网费用，实际上是由电力用户承担。成本分摊机制让电网企业将可再生能源电力收购及并网中的额外费用予以转嫁，以鼓励发展可再生能源。

享有税收优惠

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

年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。

总体上看，近年来随着中国用电需求的持续增长以及环保问题的频现，风电作为较为成熟的清洁能源行业受到政策扶持的力度很大。

4. 行业发展

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

2020 年前，考虑到电网基础条件和可能存在的约束，每年风电新增装机达到 1500 万千瓦左右，到 2020 年，力争风电累计装机达到 2 亿千瓦，且在不考虑跨省区输电成本的条件下，使风电的技术成本达到与常规能源发电（煤电）技术相持平的水平，风电在电源结构中具有一定的显现度，占电力总装机的 11%，风电电量满足 5% 的电力需求。

2020~2030 年，不考虑跨省区输电成本的条件下，风电的成本低于煤电，风电在电力市场中的经济性优势开始显现；如果考虑跨省区输电成本以及煤电的资源环境成本，风电的全成本将低于煤电的全成本。风电市场规模进一步扩大，陆海并重发展，每年新增装机在 2000 万千瓦左右，全国新增装机中，30% 左右来自风电。到 2030 年，风电的累计装机超过 4 亿千瓦，在全国发电量中的比例达到 8.4%，在电源结构中的比例扩大至 15% 左右，在满足电力需求、改善能源结构、支持国民经济和社会发展中的作用日益加强。

2030~2050 年，风电规模进一步扩大，陆地、近海、远海风电均有不同程度的发展，每年新增装机约 3000 万千瓦，占全国新增装机的一半左右，到 2050 年，风电可以为全国提供 17% 左右的电量，风电装机达到 10 亿千瓦，在电源结构中约占 26%，风电成为中国主力电源之一，并在工业等其他领域有广泛应用。

面对风电并网装机的快速发展，国家电网将通过加快电网建设、加强风电优先调度等措施，来积极促进风电消纳。目前中国东南沿海地区已有较强的高压输电网，风电机组并网在

上述地区不会有很多技术问题；另一方面，西部地区虽然目前电网较弱，当地电力销纳能力较弱、外送能力不强，但国家电网正在按规划加快远距离、高电压输电线路的建设。随着新疆与西北主网联网 750 千伏第二通道工程建成投运，酒泉风电消纳能力从 260 万千瓦提高到 420 万千瓦；哈密—郑州±800 千伏特高压直流工程投运后，将新增风电送出能力 800 万千瓦。目前，电网建设正加快甘肃酒泉风电二期输电工程前期工作，加快建设康保、尚义、张北 500 千伏输变电工程以及高岭—天马第三回线路工程，为西北、冀北、东北地区风电送出创造条件。根据国家电网测算，若在建以及获批建设的输电工程全部建成投产，新增风电送出能力将在 2500 万千瓦以上。通过统筹安排，加强风电优先调度，增加风电上网电量最高可达 6 亿千瓦小时左右。

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

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 9 月底，公司在全国设立了 19 家分公司（含 5 家筹建）、119 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 22 个省区。公司累计风电项目核准容量超过 964 万千瓦，并网装机容量 520.67 万千瓦，在建项目超过 237.46 万千瓦，储备风电场址资源超过 3700 万千瓦，年度发电计划超过 100 亿千瓦时。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 3 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

资料来源: 水电水利规划设计总院

公司实现了风电行业的“四个第一”: 中标了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

公司董事长陈遂, 1964 年出生, 硕士研究生学历, 毕业于上海交通大学管理学院管理工程专业。先后担任中国节能投资公司北京国投节能公司党委书记兼总经理、中广核能源开发公司副总经理兼中广核能源开发公司临时党委委员、中广核风力发电有限公司总经理等职务。2011 年 12 月至今担任中广核风电董事长。

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 9 月底, 公司现有员工 1678 人, 其中大专及以下文化的占 34.74%, 本科和研究生合计占比 65.26%; 从年龄结构看, 30 岁以下的占 56.56%, 30~50 岁的占 41.95%, 50 岁及以上的占 1.49%。

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

太阳能领域的清洁能源供应能力在持续提升。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，三年复合增长 48.72%，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，公司整体毛利率提升至 52.48%。

2014 年 1~9 月，公司新并网装机 31.22 万千瓦，合计装机规模已达 520.67 万千瓦。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 34.32 亿元，同比增长 38.67%；毛利润 18.92 亿元，同比增长 38.05%；受益于公司风电场合理布局及发电量的增长，毛利率水平上升至 55.11%，收入规模与盈利能力保持增长态势。

表 4 2011~2014 年 9 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 1~9 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	343179.84	99.99
其它业务	45.46	0.03	485.47	0.20	664.93	0.19	44.25	0.01
合计	156105.70	100.00	236939.49	100.00	345810.44	100.00	343224.09	100.00

资料来源：公司财务报表

表 5 2011~2014 年 9 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 1~9 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	189316.00	100.08	55.16
其它业务	25.02	1.10	55.04	344.73	1.13	71.01	349.86	0.19	52.62	-160.07	-0.08	-0.05
合计	60806.02	100.00	38.95	111710.75	100.00	47.14	181492.61	100.00	52.48	189155.93	100.00	55.11

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6 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	4.50
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。

2011~2013年，公司装机规模大幅增加，2013年为489.45万千瓦，同时公司发电量也大幅增加，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0.489元/千瓦时。

2014年1~9月，公司完成发电量71.64亿千瓦时，同比增长34.13%；由于前三季度风况弱于上年同期，公司发电设备平均利用小时1457小时，较上年同期减少125小时。

表7 公司近年发电技术经济指标比较

指标	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月
发电设备平均利用小时(时)	1831	1970	2100	1457
装机规模(万千瓦)	251.19	320.00	489.45	520.67
发电量(亿千瓦时)	34.42	51.41	75.33	71.64
上网电量(亿千瓦时)	33.46	50.19	73.74	70.16
平均上网电价(元/千瓦时)	0.467	0.471	0.489	0.492

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/千瓦时，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 8 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	54.35	1645	1909	0.58
河北	19.95	2029	1599	0.54
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	16.65	--	--	--
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(3700 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 9 月底，公司在建项目 32 个，共计容量 237.46 万千瓦。

表 9 2014 年 9 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	2	6.80
华北	3	29.25
新疆	4	18.90
西北	2	59.95
黑龙江	2	10.00
华中	3	11.94
华东	1	4.62
山东	4	44.90
东南	1	4.80
安徽	2	9.90
西南	1	4.80

辽宁	2	9.60
贵州	5	22.00
合计	32	237.46

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32个，总投资166.22亿元~201.84亿元，预计融资需求133.22亿元~161.47亿元。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

公司提供的2011年审计报告经立信会计师事务所广东分所审计，2012年和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年三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9月底，公司（合并）资产总额为499.45亿元，所有者权益合计为149.11亿元（其中少数股东权益24.67亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入34.32亿元，利润总额8.94亿元。

2. 盈利能力

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收入主要为公司在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年公司总资产收益率呈上升趋势，三年分别为2.81%、4.06%和4.90%；净资产收益率呈波动上升的态势，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1~9月，公司实现营业收入34.32亿元，利润总额8.94亿元，营业利润率水平上升至54.93%，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，整体盈利能力强。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所致。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1~9月，公司经营活动现金流入量36.56亿元，经营活动现金流量净额29.72亿元；同期公司投资活动产生的现金流量净额为-84.01亿元；公司筹资活动现金净流入量54.07亿元，对外筹资具有一定的依赖性。

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. 资本及负债结构

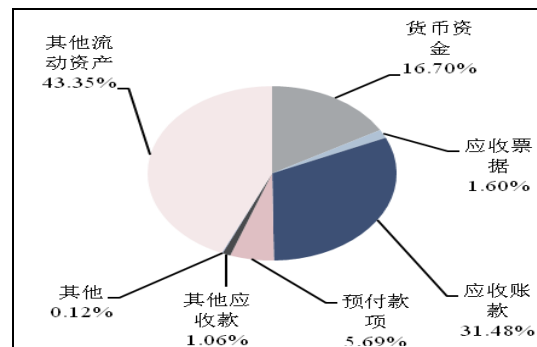
2011~2013年底，公司资产总额年均复合增长26.76%。截至2013年底，公司合并资产总额413.39亿元，其中流动资产和非流动资产分别占13.18%和86.82%。其中固定资产

占比较大符合风电行业特点。

截至2014年9月底，公司资产总额为499.45亿元，较2013年底增长20.82%，其中流动资产占13.95%，非流动资产占86.05%，构成基本保持稳定。

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，主要有应收账款（占31.48%）、货币资金（占16.70%）和其他流动资产（占43.35%）构成。2011~2013年底，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，应收账款波动较大。

图2 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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生产后转入固定资产所致。截至2013年底，公司预付款项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9月底, 公司流动资产合计69.66亿元, 公司流动资产较2013年底增长27.87%, 主要由于在建项目工程推进导致预付款项大幅增加所致。其他科目变化不大。

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9月底, 公司非流动资产合计429.79亿元, 较2013年底增长19.75%, 其中在建工程快速推进并持续转固, 导致固定资产快速增长; 其他科目变化不大。

总体看, 公司流动资产中应收账款占比较大, 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9月底, 公司所有者权益为149.11亿元, 较2013年底增长5.86%, 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。

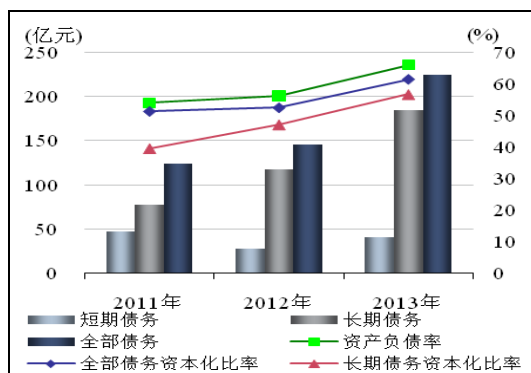
2011~2013年底, 公司应付票据和应付账款快速增长, 截至2013年底分别为8.69亿元和37.73亿元, 主要是公司风电规模持续扩大, 设备采购量快速增加, 设备尾款增多所致。

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。

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。

图3 2011~2013年公司债务构成



资料来源：公司审计报告

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9月底，公司负债总额为350.33亿元，较2013年底增长28.55%，其中流动负债占27.24%，非流动负债占72.76%。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70.14%、65.67%和62.69%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好；近年来，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重，在行业中属合理水平。

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9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72.99%和72.61%。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，短期偿债能力指标较弱，考虑到中广核财务有限责任公司对公司融资的支持及公司自身融资能力，公司短期偿债能力适宜。

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9月底，公司本部从银行获得授信额度共计194.90亿元，未使用额度177.06亿元；中广核财务有限责任公司授信额度30亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至2014年9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：B2014110500539448224），截至2014年11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、存续期债券偿还能力分析

2014年8月19日和2014年10月27日，公司分别发行债券“14核风电CP002”10亿元和“14核风电CP003”10亿元，合计20亿元。

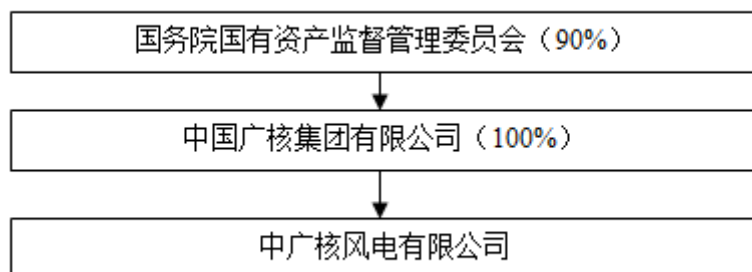
2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为20.19亿元、23.30亿元和40.44亿元，为两期债券1.01倍、1.17倍和2.02倍。2011~2013年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为11.21亿元、18.27亿元和31.19亿元，为两期债券0.56倍、0.91倍和1.56倍。

总体看，公司经营活动现金流对存续期内债券保障能力较强。

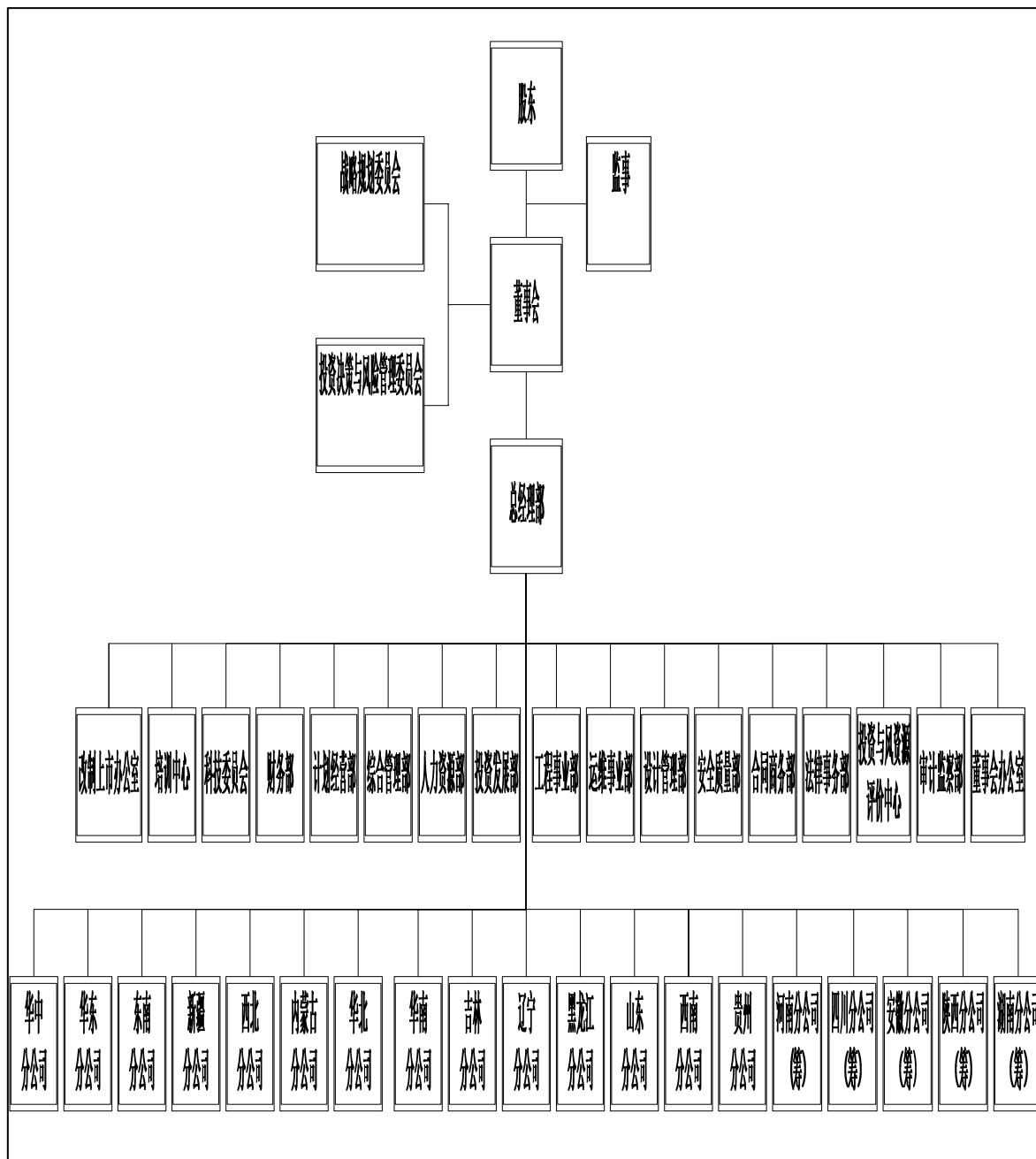
十、结论

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“14核风电CP002”和“14核风电CP003”信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股东结构图



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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.62	4.67	9.97	9.41
资产总额(亿元)	257.26	302.20	413.39	499.45
所有者权益(亿元)	118.28	132.27	140.86	149.11
短期债务(亿元)	46.85	27.73	39.99	34.72
长期债务(亿元)	77.16	117.54	183.95	250.49
全部债务(亿元)	124.01	145.27	223.94	285.21
营业收入(亿元)	15.61	23.69	34.58	34.32
利润总额(亿元)	1.76	4.55	9.32	8.94
EBITDA(亿元)	14.63	21.58	31.43	--
经营性净现金流(亿元)	11.21	18.27	31.19	29.72
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	101.27
营业利润率(%)	37.66	46.35	51.97	54.93
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	62.69
全部债务资本化比率(%)	51.18	52.34	61.39	65.67
资产负债率(%)	54.02	56.23	65.93	70.14
流动比率(%)	51.39	54.80	64.88	72.99
速动比率(%)	51.36	54.80	64.82	72.61
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 年三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 / 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 - 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