跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1746 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MTN001”、“15核风电MTN001”、“15核风电MTN002”和“16核风电MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中广核风电有限公司中期票据跟踪评级报告

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 MTN001	10 亿元	2014/5/12~2019/5/12	AAA	AAA
15 核风电 MTN001	5 亿元	2015/5/14~2020/5/14	AAA	AAA
15 核风电 MTN002	9 亿元	2015/11/11~2020/11/11	AAA	AAA
16 核风电 MTN001	10 亿元	2016/5/23~2021/5/21	AAA	AAA

评级时间：2016 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.97	13.03	17.10	13.80
资产总额(亿元)	413.39	546.01	598.32	622.75
所有者权益(亿元)	140.86	152.63	162.67	167.67
长期债务(亿元)	183.95	255.93	311.67	330.26
全部债务(亿元)	223.94	320.25	365.45	375.51
营业收入(亿元)	34.58	48.93	58.78	16.10
利润总额 (亿元)	9.32	13.33	22.38	5.04
EBITDA(亿元)	31.43	45.42	61.67	--
经营性净现金流(亿元)	31.19	44.19	55.11	10.27
营业利润率(%)	51.97	55.16	53.24	55.90
净资产收益率(%)	6.31	8.53	12.49	--
资产负债率(%)	65.93	72.05	72.81	73.08
全部债务资本化比率(%)	61.39	67.72	69.20	69.13
流动比率(%)	64.88	56.90	41.41	58.66
全部债务/EBITDA(倍)	7.13	7.05	5.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	2.80	3.20	--
经营现金流动负债比(%)	37.15	33.20	45.87	33.96

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；
2、现金类资产已剔除使用受限资金；
3、短期债务包含计入“其他流动负债”科目的短期融资券。

分析师

张　钰　张小平
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稳步增长；随着公司转让部分项目公司股权至中广核新能源投资（深圳）有限公司获得大额投资收益和现金资产，跟踪期内公司利润规模显著提升。同时，联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）也关注到公司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，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。

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MTN001”、“15核风电MTN001”、“15核风电MTN002”和“16核风电MTN001”的信用等级为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. 股东中广核集团对公司支持力度较大，公司具有集团范围内风电业务选择购买权和优先受让权。
3. 公司风电项目储备丰富，装机规模较大，市场占有率较高。
4. 跟踪期内，公司风电装机容量和发电量均稳步增长，收入和利润显著提升，且随着公司非限电地区装机规模占比提高，未来公司整体盈利能力有望增强。
5. 公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续期内中期票据的保障能力强。

关注

1. 风电并网及外送是制约风电行业发展的重要瓶颈，尚未得到有效解决。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担加重。
3. 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（以下简称“联合资信”）关于中广核风电有限公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2016 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 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 2015 年底，公司合并资产总额 598.32 亿元，所有者权益合计 162.67 亿元（其中少数股东权益 16.99 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 58.78 亿元，利润总额 22.38 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 622.75 亿元，所有者权益合计 167.67 亿元（其中少数股东权益 17.33 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.10 亿元，利润总额 5.04 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：李亦伦。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长

7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

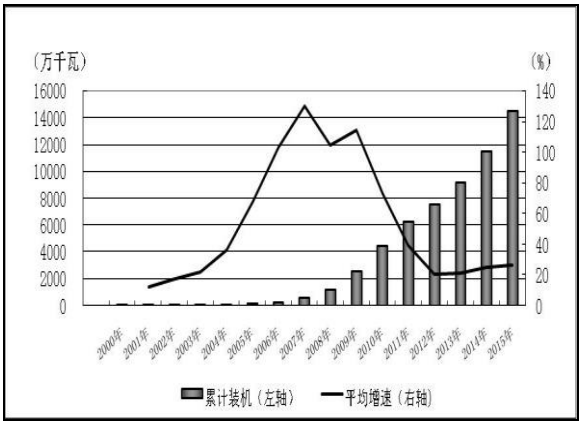
四、行业分析

公司主营业务为风力发电，风电行业的运营环境与发展趋势对公司经营有直接影响。

1. 行业概况

随着全球环境保护与节能减排压力的不断提升，世界主要国家均出台政策，鼓励低碳、环保的可再生能源的开发利用。而风力发电技术比较成熟、发电成本相对较低，成为发展最快的可再生能源发电行业之一。截至2015年年底，全球风电累计装机容量达到432.0GW，累计年增长率17%，全球风电产业2015年新增装机首次超过60吉瓦，市场年增长率为22%。

图 1　中国风电装机容量



资料来源：Wind资讯、国家能源局

根据中国风能协会统计，2015年中国的新增风电装机量达30.5吉瓦，较2014年同比增长31.5%；截至2015年底全国累计装机容量为14500.0万千瓦，较2014年底增长26.5%。2015年，全国风电发电量为1863亿千瓦时，占全部发电量的3.3%；风电平均利用小时数1728小时，同比下降172小时。

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2015年底，根据国家能源局统计，中国风电累计并网装机容量为1.29亿千瓦；按上述数据测算，已并网风能占中国可开发总量的4.96%。中国风能具有很大的开发空间。

海上风电的开发在中国进展较为缓慢。2014年12月份，国家能源局发布《全国海上风电开发建设方案(2014~2016)》，1053万千瓦的44个海上风电项目被列入开发建设方案。中国东部沿海地区先天条件优越，东部沿海地区经济发达、常规能源缺乏、环境保护要求高、海上风能资源丰富，建设条件好、工业基础雄厚，已具备开发建设海上风电的良好条件，随着国家的重视和产业自身的逐步成熟，中国海上风电将健康、规模化发展，并逐步展现良好的发展势头。

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。2015年，中国全社会用电量5.55万亿千瓦时，同比增长0.5%，增速与上年同期相比回落3.3个百分点。其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为2.5%、7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降9.3%和6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速1.3个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015年，中国第二产业用电量同比下降1.4%，是40年来首次负增长。此外，2015年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为3969小时，同比减少349小时。其中，火电设备平均利用小时为4329小时，同比减少410小时；风电设备平均利用小时为1728小时，同比减少172小时；水电设备平均利用小时为3621小时，同比减少48小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

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他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：⑴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53.91%左右；⑵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均在15%左右；⑶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；⑷港资和民营企业，如中国风电、香港建设新能源和天润投资等，约占3%左右的市场份额；⑸外资企业，如宏腾能源等，市场份额很少，约占1~2%左右的市场份额。相对前三类开发企业，后两类企业所进行

的风电场项目较少，规模也不大。总体看，风电行业中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，其发电能力由来风情况决定，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。根据中电联统计数据，2015 年风力发电设备利用小时 1728 小时，同比减少 172 个小时，相较于其他电源，风电设备利用率仍有待提高。

表 1 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
2014	1905	126.00
2015	1728	339.00

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，造成风电场建成后，不能及时并网发电的问题。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。弃风限电是目前风力发电行业面临的主要问题。2015 年全国风电发电量 1863 亿千瓦时，全年弃风电量 339 亿千瓦时，平均弃风率为 15%，较 2014 年增加 7 个百分点。弃风限电暴露的是能源管理问题。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。

尽管随着技术进步和度电成本的降低，风电等清洁能源的市场竞争力在不断增强，但就目前而言，风电和光伏发电项目投资成本依然较高，因此，风电光伏的发展仍依赖于政府补贴。但是目前，可再生能源补贴资金缺口近 200 亿元，资金缺口大，且补贴资金支付周期较长，造成政府补贴不能足额按时发放，一定程度上影响风电光伏行业发展。

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。

2015 年 4 月，国家能源局对外发布《关于做好 2015 年度风电并网消纳有关工作的通知》，要求各地要加强风电项目并网的衔接，明确风电项目接入电网的条件和要求，督促电网企业积极开展已列入年度核准计划或国家重点规划的跨省跨区风电基地项目的接入系统设计和建设工作，确保配套电网设施与风电项目同步建成投产，避免因电力配套设施建设滞后导致的弃风限电。

实施优惠上网电价

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。

2015 年 12 月 22 日，国家发展改革委发布《国家发展改革委关于完善陆上风电光伏发电

上网标杆电价政策的通知》，文件指出国内实行陆上风电上网标杆电价随发展规模逐步降低的价格政策。为使投资预期明确，陆上风电一并确定 2016 年和 2018 年标杆电价，其中 2016 年 I 类、II 类、III 类和 IV 类资源区陆上风电标杆上网电价分别为每度电 0.47 元、0.50 元、0.54 元和 0.60 元(含税价)；2018 年 I 类、II 类、III 类和 IV 类资源区陆上风电标杆上网电价分别为每度电 0.44 元、0.47 元、0.51 元和 0.58 元(含税价)。

上述政策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；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。2013 年 9 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公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 1.5 分/千瓦时。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 2015 年 6 月 12 日发布的《关于风力发电增值税政策的通知》，为鼓励利用风力发电，促进相关产业健康发展，自 2015 年 7 月 1 日起，对纳税人销售自产的利用风力生产的电力产品，实行增值税即征即退 50%的政策。此次财政部再次提出风电的增值税即征即退政策，是因为新印发的《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》中没有专门提及风电，而此前风电增值税即征即退依据的文件[1]在新目录出台后都将废止。

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 1.5 万兆瓦左右，到 2020 年，力争风电累计装机达到 20 万兆瓦，且在不考虑跨省区输电成本的条件下，使风电的技术成本达到与常规能源发电（煤电）技术相持平的水平，风电在电源结构中具有一定的显现度，占电力总装机的 11%，风电电量满足 5%的电力需求。

2020~2030 年，不考虑跨省区输电成本的条件下，风电的成本低于煤电，风电在电力市场中的经济性优势开始显现；如果考虑跨省区输电成本以及煤电的资源环境成本，风电的全成本将低于煤电的全成本。风电市场规模进一步扩大，陆海并重发展，每年新增装机在 2 万兆瓦左右，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 40 万兆瓦，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

[1]主要是财政部和国家税务总局 2008 年 12 月 9 日发布的《关于资源综合利用及其他产品整治水政策的通知》。

中的作用日益加强。

2030~2050 年，风电规模进一步扩大，陆地、近海、远海风电均有不同程度的发展，每年新增装机约 3 万兆瓦，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 100 万兆瓦，在电源结构中约占 26%，风电成为中国主力电源之一，并在工业等其他领域有广泛应用。

面对风电并网装机的快速发展，中国电网将通过加快电网建设、加强风电优先调度等措施，来积极促进风电消纳。

总体看，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目标。行业未来发展前景可期。

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

公司是中广核集团旗下发展风电产业的唯一平台。截至 2016 年 3 月底，公司在全国设立了 20 家分公司、138 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 25 个省区。公司累计风电项目核准容量超过 1435 万千瓦，并网装机容量 742 万千瓦，在建项目 128 万千瓦，储备风电场址资源超过 4200 万千瓦，年度发电计划超过 140 亿千瓦时。

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。

总体看，公司风力发电装机规模处于行业前列，整体竞争力较强。

3. 人员素质

跟踪期内，公司管理体制有所变动。根据《中广核风电有限公司章程》，公司不设董事会，设执行董事一名，执行董事由股东委派产生；设总经理一人，由股东聘任或解聘；不设监事会，设监事一名，由股东委派，执行董事、高级管理人员不得兼任监事。

李亦伦先生，1972 年出生，硕士研究生学历，历任内蒙古风电总公司辉腾锡勒风电厂厂长、副局长、苏州热工研究院有限公司黄海风电筹建处副主任、中广核风力发电有限公司东北分公司总经理、中广核风电有限公司副总经理，2015 年 1 月出任公司总经理，2016 年 2 月出任公司执行董事。

截至 2016 年 3 月底，公司现有员工 1705 人，其中大专及以下文化的占 35.37%，本科和研究生合计占比 64.63%；从年龄结构看，30 岁以下的占 43.99%，30～50 岁的占 54.25%，50 岁及以上的占 1.76%。

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 2016 年 3 月底，中国广核集团有限公司拥有在运核电机组 16 台，装机容量 1709 万千瓦；拥有风电投运装机 866 万千瓦；太阳能光伏发电项目累计投运 131 万千瓦；水电控股权益装机 467 万千瓦，控股在运装机 158 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 2016 年 3 月底，中广核集团总资产已达 4510.57 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，公司管理人员和管理制度等方面无重大变化。

管理体制方面，根据公司 2016 年 5 月 31 日发布的《中广核风电有限公司关于取消董事会并设立执行董事的公告》，2016 年 2 月 25 日，经公司股东中广核集团审议通过：撤销公司董事会，并设立执行董事 1 名，上述变更事项于 2015 年 5 月 19 日获得北京市工商行政管理局备案通知书。

根据《公司章程》，上述变更完成后，公司执行董事行使的职权如下：⑴向股东中广核集团报告工作；⑵执行股东中广核集团的决议；⑶制订公司年度财务预算方案、决算方案，并报股东中广核集团审核批准；⑷制订利润分配方案和弥补亏损方案，并报股东审核批准；⑸制定增加或减少注册资本方案，并报股东中广核集团审核批准；⑹拟订公司合并、分立、变更公司组织形式、解散方案，并报股东审批；⑺制订公司的基本管理制度，并报股东中广核集团审批。

七、重大事项

根据公司 2015 年 7 月 9 日发布的《中广核风电有限公司关于拟转让部分项目公司股权的公告》，根据中广核集团的发展战略，公司与同属中广核集团的中国广核美亚电力控股有限公司（以下简称“中广核美亚”，HK：1811）签订《框架协议》。根据框架协议的约定，公司拟与中广核美亚完成如下股权转让交易：公司向中广核新能源投资（深圳）有限公司（中广核美亚的全资子公司）转让 13 家下属项目公司（以下简称“13 家项目公司”，共计风力发电装机容量 122.12 万千瓦）的股权，中广核美亚向公司支付股权转让对价人民币 304920 万元。

根据《关于中广核风电有限公司转让部分下属项目公司股权的议案》，2015 年 9 月 1 日，上述 13 家项目公司股权已完成划转，公司收到转让对价的 30%，共计 91480 万元；根据《中广核风电有限公司关于收到全部股权转让对价款的公告》，截至 2015 年 12 月 10 日，公司已收到全部股权转让对价款，共计 304920 万元。

上述 13 家项目公司截至 2015 年 9 月底装机容量 122.12 万千瓦，占公司总装机容量的

19.67%。由于公司转让 13 家项目公司股权后获得对价 304920 万元，公司获得大额投资收益和现金资产。

总体看，13 家项目公司股权转让后，公司装机规模有较大幅度的下降，但公司同时获得大额投资收益以及现金资产，为在建装机的建设提供了一定的资金支持。联合资信将持续关注上述股权转让事宜对公司带来的影响。

八、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。跟踪期内，公司风电装机容量的增长及风电站的合理布局促进了公司收入的稳步增长。截至 2015 年底，公司并网装机容量 711 万千瓦，2015 年新增并网容量 21 万千瓦（已考虑随着 13 家项目公司股权划转后，减少的 122.12 万千瓦装机）。2015 年，公司实现主营业务收入 58.74 亿元，同比增长 20.12%，主营业务收入占比 99.93%，较 2014 年基本保持稳定；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，规模较小，对公司收入影响小。

2015 年，受公司风电装机占比较大的新疆和甘肃两地限电比例大幅增加影响，公司发电设备平均利用小时数同比下滑，公司整体毛利率小幅降至 53.69%。

2016 年 1~3 月，公司新增并网装机 31 万千瓦。2016 年 1~3 月，受益于风电装机容量的增长，公司实现营业收入 16.10 亿元，较 2015 年同比增长 15.16%；同期，公司实现毛利润 9.06 亿元，较 2015 年同比增长 16.01%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入规模稳步增长；受发电设备利用小时数下滑和平均上网电价下调影响，公司毛利率水平小幅波动。

表 2　2013~2016 年 3 月公司营业收入、毛利润与毛利率构成（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年				2014 年			
	收入	收入占比	毛利润	毛利率	收入	收入占比	毛利润	毛利率
主营业务	34.51	99.81	18.11	52.48	48.90	99.94	27.14	55.50
其它业务	0.07	0.19	0.04	52.62	0.03	0.06	0.01	10.51
合计	34.58	100.00	18.15	52.48	48.93	100.00	27.14	55.47
业务板块	2015 年				2016 年 1~3 月			
	收入	收入占比	毛利润	毛利率	收入	收入占比	毛利润	毛利率
主营业务	58.74	99.93	31.56	53.69	16.10	100.00	9.08	56.39
其它业务	0.04	0.07	0.00	0.00	--	--	-0.02	--
合计	58.78	100.00	31.56	53.69	16.10	100.00	9.06	56.39

注：本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。
资料来源：公司提供

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，公司风机的最大供应商为金风科技，其次为远景能源和维斯塔斯，按公司成立以来整体采购来看前三大采购商所占比重 61.40%。公司设备采购主要的付款方式为：与风机制造商签定合同后，向风机厂商支付预付款 10%，风机到货后支付 40%，吊装完毕后支付 20%，调试运转正常后支付 20%，最后 10%的质保金于保证期过后支付。

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，南方省份成为公司近年来以及未来发展的新重点。

跟踪期内，公司风电装机规模有所增长，截至 2015 年底，装机容量总计 711 万千瓦；2015 年，公司发电设备利用小时数为 1790 小时，同比下降 234 小时，主要是公司风电装机占比较大的新疆和甘肃两地限电比例大幅增加所致；2015 年，公司平均上网电价小幅降至 0.568 元/千瓦时。

2016 年 1~3 月，公司完成发电量 35.02 亿千瓦时，较 2015 年同比增长 11.67%，主要是装机规模增长所致；2016 年 1~3 月，公司发电设备平均利用小时 473 小时，较 2015 年同期小幅增加 19 小时；得益于公司对总体风电装机布局的积极调整，公司风电项目向东部及南方等非限电地区发展，公司平均上网电价回升至 0.582 元/千瓦时。

表 3　公司近年发电技术经济指标比较

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
发电设备平均利用小时（时）	2100	2024	1790	473
装机规模（万千瓦）	489	690	711	742
发电量（亿千瓦时）	75.33	103.08	124.15	35.02
上网电量（亿千瓦时）	73.74	100.96	121.33	34.18
平均上网电价（元/千瓦时）	0.572	0.576	0.568	0.582

资料来源：公司提供。
注：1. 上网电价是根据电力业务收入/售电量所得，计算结果为含税电价；2. 2015年9月，随着13家项目公司股权划转，公司转让给中国广核新能源控股有限公司的风电项目装机容量共计122.12 万千瓦。

目前中国风力发电项目实施固定电价制，根据 2014 年 12 月 31 日国家发改委下发的《关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》（发改价格[2014]3008 号），为合理引导风电投资，促进风电产业健康有序发展，提高国家可再生能源电价附加资金补贴效率，依据《中华人民共和国可再生能源法》，决定适当调整新投陆上风电上网标杆电价：将第 I 类、II 类和 III 类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、0.56 元；第 IV 类资源区风电标杆上网电价维持现行每千瓦时 0.61 元不变。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 0.49 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。未来随着公司对总体风电装机布局的积极调整，公司平均上网电价有望保持较高水平。

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 4　2016 年一季度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）	占总装机的比例（%）	区域平均利用小时数（小时）	上网电价(元/千瓦时)
内蒙古	134.04	18.06	488	0.51
辽宁	13.71	1.85	437	0.61
吉林	53.65	7.23	279	0.61
黑龙江	54.62	7.36	323	0.58
甘肃	30.00	4.04	237	0.54
河北	39.90	5.38	662	0.54
新疆	99.20	13.36	294	0.58
山东	32.69	4.40	460	0.61
广东	44.71	6.02	649	0.61
浙江	5.00	0.67	457	0.61
云南	49.90	6.72	833	0.61
贵州	63.58	8.57	355	0.61
湖北	32.46	4.37	515	0.61
宁夏	4.95	0.67	224	0.58
山西	38.48	5.18	548	0.61
江苏	4.83	0.65	639	0.61
福建	4.80	0.65	378	0.61
陕西	5.00	0.67	519	0.61
江西	4.62	0.62	519	0.61
安徽	19.35	2.61	566	0.61
其他	6.75	0.90	--	--
总装机	**742.24**	**100.00**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司风电装机规模及发电量均呈增长趋势，受新疆和甘肃地区限电影响，跟踪期内公司风电设备平均利用小时数有所下滑；未来随着公司调整风电装机布局，非限电地区装机占比有望提高。

3. 在建项目和未来发展

公司工程事业部共分十一大区域：东北区、华北区、西北区、新疆区、山东区、华东区、东南区、华中区、华南区、贵州区和西南区。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，受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。

公司拥有储备风电场址资源超过 4200 万千瓦，未来将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。公司将加大对非限电地区的风电投资，根据公司规划，2016 年底公司在役 850 万千瓦装机中，约 2/3 为非限电地区装机。

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目 18 个，共计装机容量 129 万千瓦。

表 5　截至 2016 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万千瓦、亿元）

项目名称	装机规模	预计投产时间	工程概算总投资	资本金到位情况	截至 2016 年 3 月底已完成投资额	2016 年 4~12 月预计投资额	资金来源
古交阁上	4.80	2016 年底	3.86	0.31	1.65	1.90	自有资金及贷款
通海五垴山	4.80	2016 年底	4.03	0.005	1.75	2.28	
枣庄山亭	30.00	2016 年底	24.40	3.20	1.52	19.68	
阳平大坡顶	9.60	2016 年底	7.99	2.70	3.34	1.95	
庆云安务	4.60	2016 年底	3.84	0.79	1.60	1.45	
合　计	**53.80**	--	**44.11**	**7.00**	**9.86**	**27.26**	

资料来源：公司提供
注：本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

公司主要在建工程情况如下：⑴古交阁上项目的项目公司为中广核古交风力发电有限公司，计划建造 4.8 万千瓦装机，2015 年 10 月 11 日开工，累计资本金到位 0.31 亿元，截至 2016 年 3 月共投资 0.61 亿元；⑵通海五垴山的项目公司为中广核玉溪通海风力发电有限公司，计划建造 4.8 万千瓦装机，2016 年 1 月 17 日开工，累计资本金到位 0.4 亿元，截至 2016

年 3 月共投资 0.48 亿元；⑶枣庄山亭项目的项目公司为中广核（枣庄）风力发电有限公司，计划建造 30 万千瓦装机，2014 年 9 月 15 日开工，累计资本金到位 3.2 亿元，截至 2016 年 3 月共投资 8.57 亿元；⑷阳平大坡顶的项目公司为中广核大悟阳平风力发电有限公司，计划建造 9.6 万千瓦装机，2015 年 8 月 1 日开工，累计资本金到位 2.7 亿元，截至 2016 年 3 月共投资 7.99 亿元；⑸庆云安务的项目公司为中广核（庆云）风力发电有限公司，计划建造 4.6 万千瓦装机，2015 年 4 月 4 日开工，累计资本金到位 0.79 亿元，截至 2016 年 3 月共投资 1.62 亿元。

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 18 个，预计总投资 137 亿元，融资需求 110 亿元。公司 2013~2015 年经营性现金流量净额分别为 31.19 亿元、44.19 亿元和 55.11 亿元，以目前经营性现金流量水平测算，未来公司将面临一定的筹资压力。

总体看，跟踪期内，公司在建项目仍保持较大规模，公司面临一定的外部融资压力；公司项目储备丰富，为未来发展奠定了坚实基础。

九、财务分析

公司提供的2015年审计报告经信永中和会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016年一季度财务数据未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2015 年公司合并范围包括 133 家子公司，其中增加子公司 19 家，减少子公司 14 家，其中 13 家为公司向中广核新能源投资（深圳）有限公司转让下属项目公司股权所致，1 家为公司将持有的中广核碳资产管理（北京）有限公司 100%股权全部转让给中广核资本控股有限公司所致。总体看，上述公司股权转让后，公司装机规模有较大幅度的下降，但公司同时获得大额投资收益以及现金资产；考虑到 13 家项目公司自 2015 年 9 月 1 日起不再纳入公司合并范围，导致 2015 年底财务数据同比发生较大变动，从而对财务数据可比性产生一定影响。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 598.32 亿元，所有者权益合计 162.67 亿元（其中少数股东权益 16.99 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 58.78 亿元，利润总额 22.38 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 622.75 亿元，所有者权益合计 167.67 亿元（其中少数股东权益 17.33 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.10 亿元，利润总额 5.04 亿元。

1．盈利能力

跟踪期内，公司风电装机容量的增长及风电站的合理布局促进了公司收入的稳步增长。2015年，公司实现营业收入58.78亿元，同比增长20.13%；同期，公司营业成本为27.22亿元，同比增长24.95%，其增长速度大于营业收入的增长速度。受上述因素影响，2015年公司营业利润率小幅降至53.24%。

公司期间费用主要由财务费用构成，2015年公司期间费用共计17.56亿元，其中财务费用16.65亿元，占比94.82%；同期，公司期间费用占营业收入比重为29.88%，较2015年下降0.55个百分点。整体看，期间费用对公司利润侵蚀较大，公司费用控制能力有待加强。

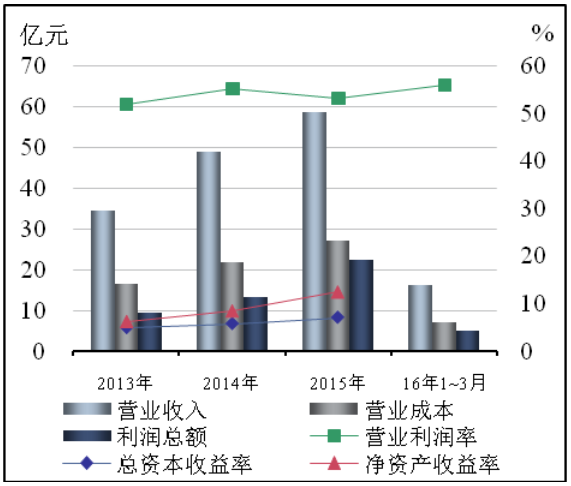
2015年，公司实现投资收益7.97亿元，主要为公司转让13家项目公司的股权收到的投资收益，该项投资收益为非经常性损益，具有不可持续性。

受上述因素的综合影响，2015 年公司实现营业利润 22.00 亿元、利润总额 22.38 亿元，分别同比增长 82.52%和 67.93%。公司营业外收入和营业外支出对利润总额的影响较小；其中，营业外收入主要是“碳减排”收入和政府补助，营业外支出主要为“碳减排”业务支出和非流动资产处置损失。

从盈利指标看，跟踪期内，随着公司利润

总额的增长，公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升，2015年分别为7.07%和12.49%，同比分别增长1.30和3.96个百分点。

图2　公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

2016年1~3月，随着公司风电装机容量的增长及风电站的合理布局，公司实现主营业务收入16.10亿元，同比增长11.56%；同期，公司营业利润率为55.90%，较2015年同比进一步提升；利润总额为5.04亿元，同比增长35.48%。

总体看，跟踪期内，受装机容量和发电量的增加，以及13家项目公司股权转让后取得投资收益影响，公司收入水平和利润规模均大幅提升，但财务费用对公司利润侵蚀较大，公司费用控制能力有待加强。13家项目公司转让事项对公司整体装机容量有一定影响，但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。

2. 现金流及保障

经营活动方面，受益于装机容量和发电量的增加，2015年公司经营活动现金流入69.72亿元，同比增长28.79%，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为67.21亿元，同比增长32.09%，主要为电力销售款；公司现金收入比为114.34%，处于较好水平，经营活动获现能力进一步增强。经营活动现金流出方面，2015年公司购买商品、接受劳务支付的现金3.22亿元，同比增长71.81%；同期，公司经营活动现金流出14.61亿元，同比增长46.88%。2015年，公司经营活动产生现金净额55.11亿元，同比增长24.72%。

2015年，公司处置子公司及其他营业单位收回的现金净额27.28亿元，为转让13家项目公司收到的股权转让对价；受此影响，公司2015年投资活动现金流入大幅增长26.63亿元至27.94亿元。投资活动现金流出方面，随着公司在建风电项目的逐步推进，2015年公司购建固定资产、无形资产等支出的现金金额为131.18亿元，同比增长18.61%；公司支付其他与投资有关的现金主要是代垫项目款，2015年为11.23亿元，同比增长15.18%。受上述因素影响，2015年公司投资活动产生的现金流量净额为-118.71亿元。

2015年，公司筹资活动前现金流量净额为-63.60亿元，受在建风电项目规模较大影响，公司现阶段经营活动现金流无法完全满足公司投资活动的需求，公司有一定筹资需求。

筹资活动方面，公司为满足投资需求加大融资力度，2015年公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金226.16亿元，同比增长36.07%；同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金130.25亿元；2015年公司筹资活动产生的现金流量净额为67.64亿元。

2016年1～3月，公司经营活动现金流入量13.15亿元，经营活动现金流量净额10.27亿元；同期公司投资活动产生的现金流量净额为-23.58亿元；公司筹资活动现金净流入量9.64亿元。

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

3. 资本及债务结构

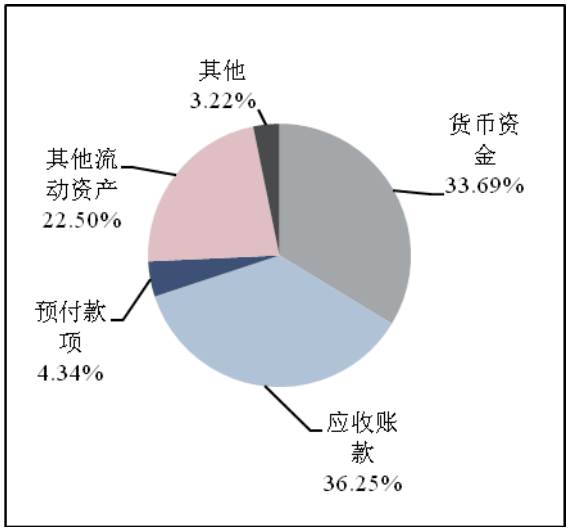
截至2015年底，公司资产合计598.32亿元，较2014年底增长9.58%，其中流动资产占8.32%，

非流动资产占91.68%，非流动资产占全部资产比重进一步增加；公司资产以非流动资产为主，符合风电企业特点。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产49.75亿元，较2014年底大幅下降34.30%，主要是预付款项和其他流动资产下降所致。公司流动资产主要以货币资金、应收账款和其他流动资产为主。

图 3　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金16.76亿元，同比增长29.74%，主要是银行存款同比增长所致。2015年底，公司货币资金中受限资金为0.27亿元，占货币资金比重为1.61%，受限资金占比较小。

2015年底，公司应收账款18.04亿元，同比下降16.69%，主要是应收电费（主要为补贴电价收入）同比减少所致。其中，按组合计提坏账准备的应收账款18.04亿元（18.03亿元为有确凿证据表明能够收回的集团外部应收款项，42.23万元为有确凿证据表明能够收回的关联方应收款项）；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款80.91万元，为英国碳资源管理公司的应收账款，预计无法收回，已全额计提坏账准备。从集中度看，公司前五名欠款人应收账款占比为49.39%，集中度较高。公司应收账款占比较大，对公司流动资金造成一定占用。

表 6　截至 2015 年底公司应收账款前五名情况

（单位：万元）

欠款单位	金额
国网新疆疆南供电有限责任公司	26838.92
云南电网有限责任公司	17589.58
内蒙古电力（集团）有限责任公司	16242.22
贵州电网有限责任公司	14357.97
国网山西省电力有限公司	14088.22
合计	89116.91

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司其他流动资产11.20亿元，同比下降59.74%，主要为待抵扣增值税进项税同比减少所致。

非流动资产

2015年底，公司非流动资产548.57亿元，同比增长16.65%，主要由于固定资产和其他非流动资产增长所致；公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。

截至2015年底，公司固定资产原值478.92亿元，其中，房屋及建筑物占比11.43%，机器设备占比87.92%，运输工具占比0.24%，办公设备占比0.41%，固定资产已累计计提折旧70.23亿元，账面价值408.69亿元，固定资产成新率85.34%。

截至2015年底，公司在建工程97.07亿元，同比下降8.67%，主要是随着14家不再纳入合并范围的子公司转出在建工程30.99亿元，以及都匀青峰等在建风电项目转固导致在建工程减少115.22亿元所致。

2015年底公司无形资产为3.80亿元，同比增长7.99%，主要由于土地使用权增加所致。

截至2016年3月底，公司资产总额622.75亿元，较2015年底增长4.08%，主要来自应收账款和其他流动资产的增长。其中，流动资产占比11.40%，非流动资产占比88.60%。截至2016年3月底，公司应收账款24.16亿元，较2015年底增

长33.95%，主要是应收电价补贴到位所致；同期，公司其他流动资产29.50亿元，同比增长163.51%，主要是新成立风电项目导致待抵扣增值税进项税增加所致。截至2016年3月底，公司固定资产437.85亿元，较2015年底增长7.13%，主要由于在建工程转入固定资产所致。截至2016年3月底，公司其他非流动资产18.29亿元，较2015年底下降46.10%，主要待抵扣增值税进项税额减少所致。

总体看，跟踪期内，公司风电项目保持较大投资规模，随着在建项目陆续投产，公司固定资产增长较快；公司流动资产中应收账款占比较大，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

截至2015年底，公司所有者权益162.67亿元，其中，归属于母公司所有者权益占89.56%，少数股东权益占10.44%；归属于公司所有者权益中，股本占70.86%、资本公积占0.79%、盈余公积占1.95%、未分配利润占26.53%，外币报表折算差额占比-0.14%。

截至2016年3月底，公司所有者权益为167.67亿元，较2015年底增长3.07%，主要是由于未分配利润增长所致。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2015年底，公司负债总额435.64亿元，同比增长10.75%。其中，流动负债占比27.58%，非流动负债占比72.42%。公司负债以非流动负债为主。

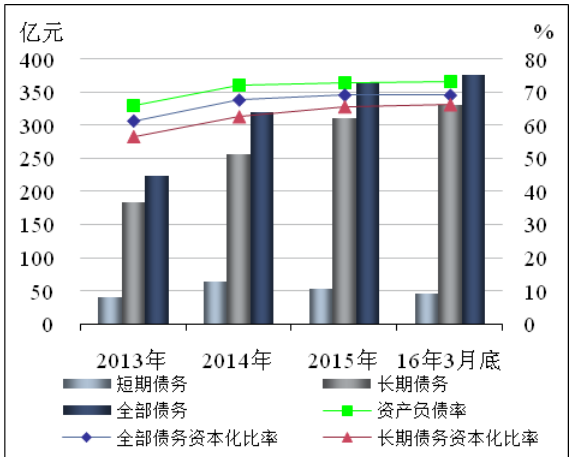
截至2015年底，公司流动负债120.14亿元，主要由应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。截至2015年底，公司应付票据11.59亿元，全部为应付银行承兑汇票。截至2015年底公司应付账款63.04亿元，同比增长2.43%，主要是应付供应商的到货款和验收款，从账龄看，1年以内占比75.93%，1～2年占比16.67%，2～3年占比4.75%，3年以上占比2.65%。截至2015年底，公司其他流动负债20.44亿元，为公司于2015年发行的短期融资券“15核风电CP001”（已于2016年3月9日兑付），以及公司于2015年发行的超短期融资券“15核风电SCP001”10亿元（到期兑付日为2016年7月18日）。

截至2015年底，公司非流动负债315.51亿元，主要由长期借款和应付债券构成。2015年，公司长期借款快速增长，截至2015年底为287.69亿元，同比增长16.97%。截至2015年底，公司应付债券为23.98亿元，为公司2014年发行的“14核风电MTN001”，以及2015年发行的“15核风电MTN001”和“15核风电MTN002”。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务365.45亿元，同比增长14.11%。其中，短期债务占比14.72%，长期债务占比85.28%。

从债务指标看，截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2014年底均呈上升趋势，分别为72.81%、69.20%和65.71%。

图4　2013～2016年3月底公司债务构成



资料来源：公司财务报表

截至2016年3月底，公司负债总额455.09亿元，较2015年底增长4.46%。同期，公司全部债务37.51亿元，其中，短期债务占比12.05%，长期债务占比87.95%；与2015年底相比，资产负债率上升0.27个百分点至73.08%，全部债务资本化比率下降0.07个百分点至69.13%，长期债务资本化比率上升0.62个百分点至65.71%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好，跟踪期内，公司债务负担有所加重，但长期债务占比较大，债务结构合理，符合公司所处电力行业特点。

4．偿债能力

从短期偿债指标来看，2015 年受流动资产大幅下降影响，2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 41.41%和 40.87%，较 2014 年底分别下降 15.49 和 15.77 个百分点。受公司流动负债规模下降和经营获现能力提升的影响，2015 年公司经营现金流动负债比率为 45.87%，较 2014 年大幅提升 12.67 个百分点。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 58.66%和 57.98%，较 2015 年底相比均有较大回升，主要是公司其他流动资产波动所致。考虑到公司经营性现金流状况良好，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标来看，2015 年受益于利润总额大幅增长，公司 EBITDA 为 61.67 亿元，较 2014 年增长 35.78%；同期，公司 EBITDA 利息倍数为 3.20 倍，较上年增加 0.40 倍，EBITDA 对公司利息的保障能力进一步增强；2015 年，公司全部债务/EBITDA 为 5.93 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力进一步增强。总体看，公司长期偿债指标尚可，但考虑到未来大量风电项目投入运营后，公司收入和盈利能力将进一步提升，长期偿债指标有望得到改善。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保 12.91 亿元，全部是对向中国广核新能源控股有限公司转让股权的 13 家项目公司提供的担保。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 227.90 亿元，尚可使用额度 195.79 亿元，公司间接融资渠道畅通。

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（机构信用代码为：G1011010609068770G），截至2016年7月11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。

6．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。

十、存续期内债券偿还能力

公司存续期内中期票据为“14 核风电 MTN001”10 亿元、“15 核风电 MTN001”5 亿元、“15 核风电 MTN002”9 亿元和“16 核风电 MTN001”10 亿元，合计 34 亿元。公司中期票据存续期内的偿债高峰期是在 2020 年，当年最高偿还额度为 14 亿元（“15 核风电 MTN001”和“15 核风电 MTN002”）。

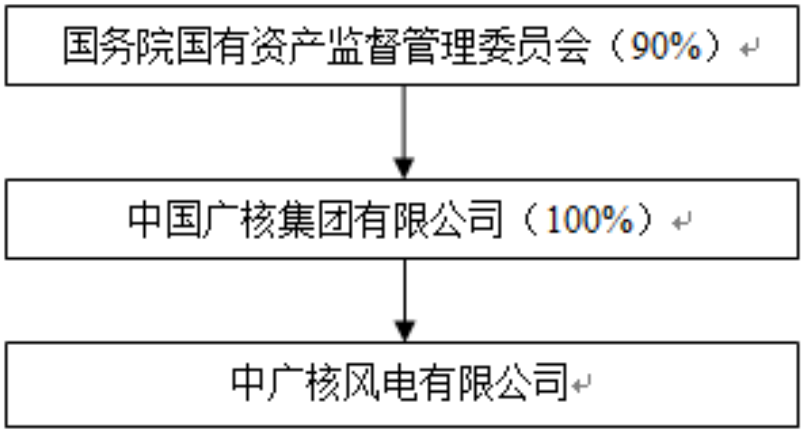
2015 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 61.67 亿元、69.72 亿元和 55.11 亿元，对 14 亿元中期票据的保护倍数分别为 4.41 倍、4.98 倍和 3.94 倍。公司 EBITDA 和经营性现金流对存续期内中期票据保障程度较高。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金流对存续期内中期票据保障能力较强。

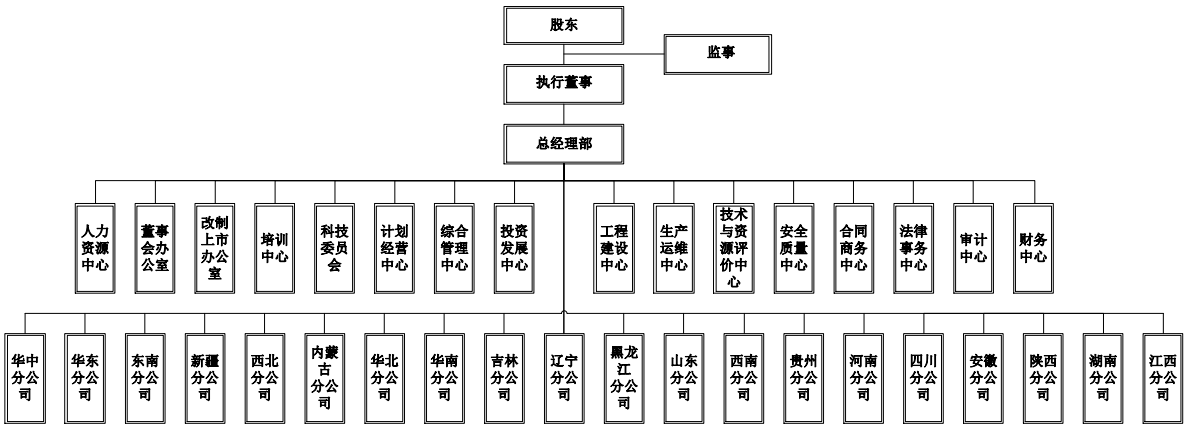
十一、结论

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MTN001”、“15核风电MTN001”、“15核风电MTN002”和“16核风电MTN001”信用等级为AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.97	13.03	17.10	13.80
资产总额(亿元)	413.39	546.01	598.32	622.75
所有者权益(亿元)	140.86	152.63	162.67	167.67
短期债务(亿元)	39.99	64.32	53.78	45.25
长期债务(亿元)	183.95	255.93	311.67	330.26
全部债务(亿元)	223.94	320.25	365.45	375.51
营业收入(亿元)	34.58	48.93	58.78	16.10
利润总额(亿元)	9.32	13.33	22.38	5.04
EBITDA(亿元)	31.43	45.42	61.67	--
经营性净现金流(亿元)	31.19	44.19	55.11	10.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.92	2.43	2.88	--
存货周转次数(次)	571.11	108.10	54.53	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.10	0.10	--
现金收入比(%)	111.26	103.99	114.34	77.45
营业利润率(%)	51.97	55.16	53.24	55.90
总资本收益率(%)	4.90	5.76	7.07	--
净资产收益率(%)	6.31	8.53	12.49	--
长期债务资本化比率(%)	56.63	62.64	65.71	66.33
全部债务资本化比率(%)	61.39	67.72	69.20	69.13
资产负债率(%)	65.93	72.05	72.81	73.08
流动比率(%)	64.88	56.90	41.41	58.66
速动比率(%)	64.82	56.64	40.87	57.98
经营现金流动负债比(%)	37.15	33.20	45.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	2.80	3.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.13	7.05	5.93	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；
2、现金类资产已剔除使用受限资金；
3、短期债务包含计入“其他流动负债”科目的短期融资券。

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。