

跟踪评级公告

联合〔2020〕1757号

中广核风电有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

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”
中广核风电有限公司公开发行的“18 风电 Y1”“18 风电 Y2”“19 风电 Y1”“19 风电 Y2”“19 风电 01”“19 风电 02”“19 风电 03”“19 风电 04”“20 风电 01”“20 风电 03”“20 风电 04”和“20 风电 05”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中广核风电有限公司

公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体信用等级：**AAA**
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**
债项信用等级：**AAA**

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 风电 05	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2020.4.10
20 风电 04	3 亿元	5 年	AAA	AAA	2020.3.5
20 风电 03	7 亿元	3 年	AAA	AAA	2020.3.5
20 风电 01	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2020.1.8
19 风电 04	4 亿元	10 年	AAA	AAA	2019.6.14
19 风电 03	6 亿元	5 年	AAA	AAA	2019.6.14
19 风电 02	7 亿元	10 年	AAA	AAA	2019.6.14
19 风电 01	3 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.6.14
19 风电 Y2	7 亿元	(5+N) 年	AAA	AAA	2019.5.31
19 风电 Y1	13 亿元	(3+N) 年	AAA	AAA	2019.5.31
18 风电 Y2	3 亿元	(5+N) 年	AAA	AAA	2019.6.14
18 风电 Y1	7 亿元	(3+N) 年	AAA	AAA	2019.6.14

评级时间：2020 年 6 月 19 日

分析师

任贵永 登记编号 (R0040215070002)

毛文娟 登记编号 (R0040220040008)

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层 (100022)

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中广核风电有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了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平台，仍保持很强的竞争优势。2019 年，公司风电装机规模显著增加，全年实现发电量大幅增长；公司营业收入进一步增长，营业利润率仍保持较高水平。公司股东支持力度较大，跟踪期内，公司收到控股股东中广核集团增资现金款 37 亿元，预计 2020 年还将以现金方式增资 13 亿元。同时，联合评级也关注到公司应收账款资金占用比例较高，债务负担较重，风电上网电价下调趋势等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

中广核集团对公司增资扩股的完成，有利于增强公司资本实力，降低负债率；此外，随着公司新建项目的投入运营，公司装机规模及收入规模有望继续增长，综合竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“19 风电 01”“19 风电 02”“19 风电 03”“19 风电 04”“20 风电 01”“20 风电 03”“20 风电 04”“20 风电 05”“18 风电 Y1”“18 风电 Y2”“19 风电 Y1”和“19 风电 Y2”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 清洁能源发展前景较好。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. 公司股东实力强，对公司支持力度大。跟踪期内，公司收到控股股东中广核集团增资现金款 37 亿元，预计 2020 年还将以现金方式增资 13 亿元。

3. 风电项目储备丰富。公司在建项目规模较大，随着公司新建项目的投入运营，公司装机规模及收入规模有望继续增长，综合竞争实力有望进一步增强。

4. 经营业绩持续提高，盈利能力强。2019年，公司风电装机规模显著增加，全年实现发电量大幅增长，带动公司营业收入进一步增长，营业利润率仍保持较高水平。

关注

1. 风电上网电价下调趋势可能对公司业绩造成一定不利影响。公司业务以风力发电为主，装机扩张及电站运行受国家政策波动影响大。伴随电力体制改革推进，市场交易电量占比逐步提升，上网电价逐年下调，将对公司主营业务收入和利润水平造成不利影响。

2. 应收账款对资金形成较大占用。受新能源电价补贴款到位滞后影响，跟踪期内，公司应收账款显著增长，对资金形成较大占用。

3. 公司债务负担较重。截至2019年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为70.94%和68.21%，且公司在建项目规模大，未来存在一定的资本支出压力。

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	758.32	861.95	1,027.15	1,041.86
所有者权益（亿元）	198.56	240.02	298.47	354.08
长期债务（亿元）	436.05	462.43	509.16	540.29
全部债务（亿元）	492.11	538.44	640.37	606.85
营业收入（亿元）	89.00	98.62	116.53	30.27
净利润（亿元）	23.69	22.41	26.73	10.00
EBITDA（亿元）	78.37	82.84	94.63	--
经营性净现金流（亿元）	67.20	73.91	69.86	9.09
营业利润率（%）	53.49	51.94	52.70	56.85
净资产收益率（%）	12.77	10.22	9.93	12.26
资产负债率（%）	73.82	72.15	70.94	66.01
全部债务资本化比率（%）	71.25	69.17	68.21	63.15
流动比率（倍）	0.82	0.91	0.97	1.46
EBITDA全部债务比（倍）	0.16	0.15	0.15	--
EBITDA利息倍数（倍）	3.58	3.40	3.62	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.98	1.04	11.83	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，并经过追溯调整；3. 2020年1-3月未经审计，相关指标未年化；4. 已将2018年和2019年其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；6. 本报告中费用收入比=(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



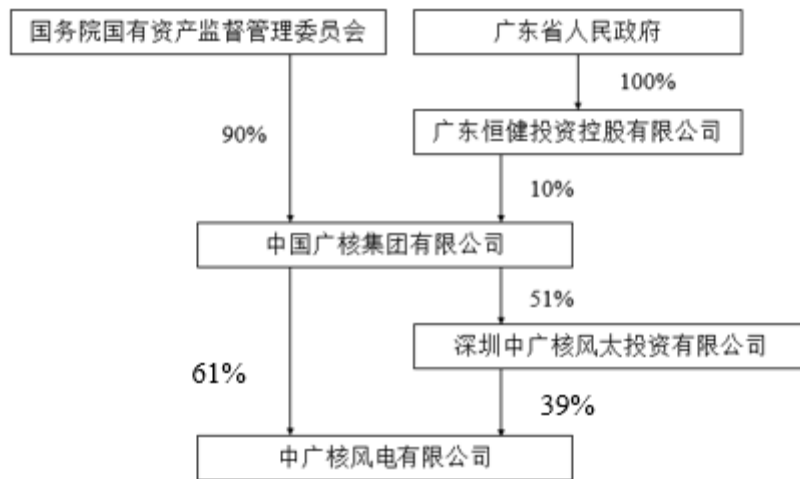
毛文娟

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中广核风电有限公司（以下简称“公司”或“中广核风电”）是中广核集团下属子公司，于 2010 年 5 月 25 日注册成立，注册资本为人民币 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 2015 年底，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。根据公司股东中广核集团的发展战略，中广核集团与深圳中广核风太投资有限公司（以下简称“风太投资”，中广核集团对其持股比例为 51%）于 2016 年 12 月 16 日签订《转让协议》，根据《转让协议》的约定，中广核集团向风太投资转让中广核风电 49% 股权。本次股权转让事项后，中广核集团直接持有公司 51% 的股份，通过风太投资间接持有公司 49% 的股份，中广核集团仍为公司控股股东。根据广风电股决字〔2016〕13 号关于批准中广核风电增资方案的股东决议文件，考虑到中广核风电后续发展需求，以及降低公司资产负债率，批准向中广核风电增资 41 亿元的方案。公司已分别于 2016 年 11 月 23 日、2016 年 12 月 14 日收到股东中广核集团注资款 25 亿元、16 亿元。2020 年 3 月 10 日，根据中广核风股决〔2020〕3 号，公司收到股东中广核集团首期增资款 37 亿元，出资方式为现金，截至 2020 年 3 月末，公司实收资本为 181.24 亿元，其中，中广核集团（直接及间接）持有公司 80.89% 股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，截至本报告出具日，工商变更登记暂未办理完成。中广核集团预计于 2020 年 12 月 31 日前将剩余 13 亿元增资款拨付给公司，公司注册资本拟变更为 194.24 亿元。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围未发生改变，仍以风力发电为主。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司为 159 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,027.15 亿元，负债合计 728.68 亿元，所有者权益 298.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益 263.07 亿元。2019 年，公司实现营业收入 116.53 亿元，净利润 26.73 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 25.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 69.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 32.20 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,041.86 亿元，负债合计 687.78 亿元，所有者权益 354.08

亿元，其中归属于母公司所有者权益 309.45 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 30.27 亿元，净利润 10.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-21.67 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。

二、债券发行及募集资金使用情况

2018 年 9 月 11 日，经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2018〕1465 号文）核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 30 亿元的可续期公司债券（“18 风电 Y1”“18 风电 Y2”“19 风电 Y1”和“19 风电 Y2”）。

2018 年 9 月 4 日，经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2018〕1430 号文）核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）的公司债券（“19 风电 01”“19 风电 02”“19 风电 03”和“19 风电 04”）。

2019 年 7 月 8 日，经中国证券监督管理委员会（证监许可〔2019〕1239 号文）核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元）的公司债券（“20 风电 01”“20 风电 03”“20 风电 04”和“20 风电 05”）。

表 1 公司债券发行相关情况（单位：亿元、年、%）

证券名称	债券全称	起息日	到期日期	发行规模	发行期限	发行利率
20 风电 05	中广核风电有限公司 2020 年公开发行公司债券（第三期）（品种一）	2020-04-17	2023-04-17	10	3	2.50
20 风电 04	中广核风电有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）品种二	2020-03-16	2025-03-16	3	5	3.40
20 风电 03	中广核风电有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）品种一	2020-03-16	2023-03-16	7	3	3.07
20 风电 01	中广核风电有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）	2020-01-17	2023-01-17	10	3	3.48
19 风电 04	中广核风电有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）品种二	2019-05-20	2029-05-20	4	10	4.71
19 风电 03	中广核风电有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）品种一	2019-05-20	2024-05-20	6	5	4.35
19 风电 02	中广核风电有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）品种二	2019-03-19	2029-03-19	7	10	4.60
19 风电 01	中广核风电有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）品种一	2019-03-19	2022-03-19	3	3	3.78
19 风电 Y2	中广核风电有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（第一期）（品种二）	2019-06-14	2024-06-14	7	5（5+N）	4.69
19 风电 Y1	中广核风电有限公司公开发行 2019 年可续期公司债券（第一期）（品种一）	2019-06-14	2022-06-14	13	3（3+N）	4.24
18 风电 Y2	中广核风电有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）（品种二）	2018-10-15	2023-10-15	3	5（5+N）	5.30
18 风电 Y1	中广核风电有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）（品种一）	2018-10-15	2021-10-15	7	3（3+N）	4.90

资料来源：Wind、联合评级整理

截至2020年5月末，上述债券募集资金已全部使用完毕，与募集说明书承诺使用用途一致，“18 风电Y1”“18风电Y2”“19风电01”、“19风电02”、“19风电03”和“19风电04”已按时支付利息，“19风电Y1”“19风电Y2”“20风电01”“20风电03”“20风电04”和“20风电05”尚未到第一个付息日。

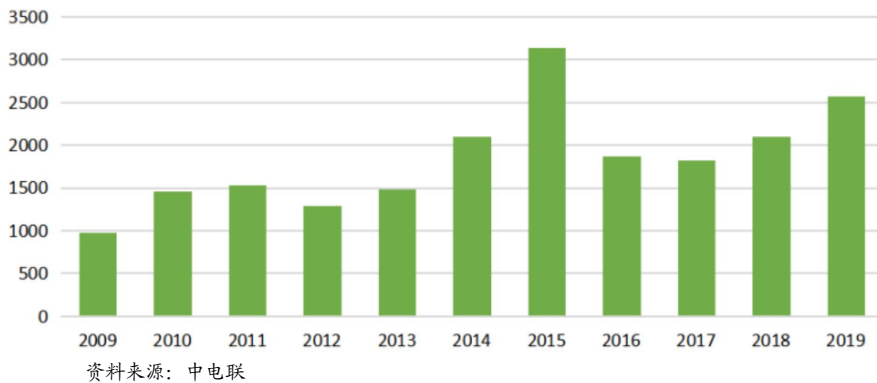
三、行业分析

1. 行业概况

2019年，全国风电保持健康发展势头，风电装机及发电规模快速增长，风电仍为继火电和水电之后的第三大主力电源。

截至2019年底，全国发电装机容量20.11亿千瓦，较上年底增长5.8%。其中，火电装机11.91亿千瓦，占总装机容量的59.2%；水电（3.56亿千瓦）、核电（4.87亿千瓦）、风电（2.10亿千瓦）、太阳能发电（2.05亿千瓦）等清洁能源装机总容量已达8.20亿千瓦，占总装机容量的40.8%。截至2019年底，中国风电累计并网装机容量较2018年底增长约14%；占全部发电装机容量的10.44%。2019年，全国基建新增发电装机容量10,173万千瓦，其中，水电417万千瓦、火电4,092万千瓦、核电409万千瓦、风电2,574万千瓦、太阳能发电2,681万千瓦。

图2 我国风电新增装机情况（单位：万千瓦）



随着风电装机规模的快速提升，其发电量也逐步增长。根据国家统计局数据显示，2019年全国规模以上电厂发电量71,422.1亿千瓦时，同比增长3.5%。其中，风电3,577.4亿千瓦时，同比增长7.0%。2012年后，风力发电量超过核电发电量，成为继火电和水电之后的第三大主力电源。随着风电占比继续提升，第三大主力电源的地位得到进一步巩固。《风电发展“十三五”规划》提出，到2020年，风电并网装机容量达2.1亿千瓦以上，风电年发电量达4,200亿千瓦时以上，约占全国总发电量的6%。风电行业发展前景良好。

海上风电方面，我国目前是全球第四大海上风电国，占据全球海上风电8.4%的市场份额。虽然海上风电在可开发总量上仅为陆上风电的1/5，但从可开发比例以及单位面积来看，海上风电的发展潜力更大。在国家发展改革委和国家能源局印发的《能源技术革命创新行动计划（2016—2030年）》及行动路线图中，研发大型海上风机也在列。“十三五”时期，国家将大力推动海上风电跨越式发展，海上风电将从技术、质量、政策等方面实现高速发展。

2. 行业供需

2019年，我国电力装机规模及发电量保持增长，我国多数省份风力发电量实现正增长，且利用小时数有所增加，弃风情况有所缓解；电力消费稳健增长，以第二产业用电为主。

风电行业作为电力行业的一部分，一方面受到传统火电以及水电、光伏等清洁能源的供给影响；另一方面与传统火电一样，都受到下游用电需求的影响。

电力生产方面，2019年，我国实现全口径发电量同比增长3.5%。2019年，全国规模以上风电电厂发电量3,577.4亿千瓦时，同比增长7.0%。2019年，全国风电发电量排行前十的省份分别是：内蒙古612.8亿千瓦时、新疆391.4亿千瓦时、河北277.3亿千瓦时、云南245.3亿千瓦时、甘肃226.9亿千瓦时、山西188.1亿千瓦时、宁夏173亿千瓦时、山东162.4亿千瓦时、江苏158.6亿千瓦时、辽宁153.1亿千瓦时。从风电发电量同比增长情况看，除江苏、宁夏、山西、山东、海南、安徽、上海、北京和西藏外，全国各省份风电发电量均实现正增长。其中，风电发电量同比增长超过全国平均水平（7.0%）的省份有16个，依次为：青海（79.6%）、广西（40.1%）、天津（40.0%）、四川（36.2%）、湖南（17.0%）、新疆（14.1%）、福建（13.9%）、广东（13.3%）、贵州（13.2%）、重庆（12.4%）、江西（12.3%）、云南（11.7%）、吉林（11.6%）、陕西（10.1%）、湖北（8.1%）和黑龙江（7.6%）。

利用小时数方面，2019年，我国风力发电设备平均利用小时数为2,082小时，较上年同比减少13小时。从弃风电量来看，2019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%，同比下降3个百分点，弃风限电状况进一步得到缓解。

电力消费方面，2019年全社会累计用电量同比增长4.5%，增速同比下降约5个百分点。分产业看，第一产业累计用电量780亿千瓦时，同比增加4.5%，第二产业累计用电量49,362亿千瓦时，同比增长3.1%，占全部用电量的68.32%（上年为69%）；第三产业用电量和城乡居民生活用电量分别为11,863亿千瓦时和10,250亿千瓦时，分别同比增长9.5%和5.7%。

3. 行业政策

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，相关政策可确保风电的消纳，有效减少弃风限电问题。但随着补贴缺口的增加，我国逐渐降低对风电的电价补贴，预计2021年可实现全面平价上网。

2019年1月29日，国家发改委、国家能源局联合发布《关于规范优先发电优先购电计划管理的通知》，强调优先风电、太阳能等清洁能源保障性收购，确保核电、大型水电等清洁能源按基荷满发和安全运行，促进调峰调频等调节性电源稳定运行。

2019年5月30日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），2019年，I类、II类、III类和IV类资源区符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准陆上风电指导价分别调整为每度电0.34元、0.39元、0.43元、0.52元；2020年指导价分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元、0.47元。指导价低于当地燃煤机组标杆上网电价（含脱硫、脱硝、除尘电价）的地区，以燃煤机组标杆上网电价作为指导价。此外，该通知明确了2018年底之前核准的陆上风电项目，2020年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019年1月1日至2020年底前核准的陆上风电项目，2021年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自2021年1月1日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

风电上网电价按上述政策执行，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。

根据财政部、国家发改委、国家能源局2020年2月联合发布的《可再生能源电价附加资金管理办法》，按流程经电网企业审核后纳入补助项目清单并进行补贴，不再实行目录管理。符合可再生能源发电补助条件的项目，相关补助电费由公司向国家电网申报后，再由国家电网向财政部申报并下发。一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术

水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。如上文所述，近年来我国风力发电电价多次下调，且 2021 年起可实现平价上网，届时我国风电补贴缺口压力将得到一定缓解。

4. 行业关注

目前行业面临一定的供需区域分布错位，发电上网效率存在局限性等情况，且由于风力发电价格不断下行，或影响相关企业的利润水平。

(1) 风电能源储备区与能源需求区分布错位

全国年平均风功率密度大值区主要分布在我国的“三北”地区、东部沿海地区以及青藏高原、云贵高原和华南山脊地，其中年平均风功率密度超过 300 瓦/平方米的区域主要分布在“三北”地区、青藏高原和云南的山脊地区。然而，从我国电力需求区域结构来看，华东、华南、华北是电力需求较高的地区，西北、东北、西南的电力消纳能力有限，导致风力发电仍存在弃风限电现象。

(2) 风力发电具有不稳定等特性，电网规划、承载、输送、调度能力有限，配套设施不完善，风电并网及外送仍是制约风电行业发展的瓶颈。

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。

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，风电并网及外送仍是制约风电行业发展的主要瓶颈。

(3) 平价上网对风电企业利润水平造成影响

近年来我国风力发电上网电价已多次下调，且 2021 年将全面实现平价上网，电价的持续下降可能会对风电公司利润水平造成一定影响。

5. 未来发展

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，行业未来发展前景良好。

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 1,500 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 2,000 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 3,000 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，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。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，当地电力消纳能力较弱、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。

四、管理分析

1. 公司治理

跟踪期内，公司设立了董事会，公司治理结构发生变动，法人治理结构进一步完善。

公司是按照《中广核风电有限公司章程》规范运作的法人机构。

根据公司章程规定，公司股东是中广核集团和深圳中广核风太投资有限公司，股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构，股东会行使的职权包括：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非职工代表担任的董事，决定有关董事的报酬事项；选举和更换由股东代表出任的监事，决定有关监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审核批准监事的报告；审核批准公司的年度财务预算方案，决算方案；审核批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少认缴注册资本作出决定；对发行公司债券作出决定等。

公司设董事会，董事会由 7 名成员组成。由中广核集团推荐，股东会选举产生。公司设董事长 1 名，由中广核集团推荐，股东会选举产生。公司董事每届任期 3 年，董事任期届满，连选可以连任。董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。董事会对股东会负责，行使决定公司的经营方针和投资计划，召集股东会会议，并向股东会报告工作，执行股东会的决议等职权。

公司不设监事会，设监事 1 人，由股东会选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为三年。监事任期届满，连选可以连任。监事任期届满未及时改选，或监事在任期内辞职的，在改选出的监事就任前，原监事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行监事职务。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、向股东会提出提案等职权。

公司设总经理一人，由股东聘任或解聘，任期 3 年。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施股东会决议或者董事会决定、组织实施公司年度经营计划和投资方案、提请聘任或者解聘公司副总经理、总会计师等职能。公司法定代表人由总经理担任，法定代表人是代表企业行使职权的签字人。

2. 管理制度

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

3. 人员素质

跟踪期内，因公司治理结构发生变化，公司董事、监事及高级管理人员发生较大变化，但公司管理人员在电力行业工作及管理经验丰富，能够满足公司经营需要。

为健全公司法人治理结构，满足工作需要，公司股东经研究决定成立中广核风电有限公司董事会，成员 7 人，推荐陈遂担任公司董事长，推荐李亦伦、姚威、邢平、张志武担任公司董事，推荐潘宇、张涛担任公司外部董事；推荐王宏新担任公司监事。截至 2020 年 4 月 9 日，公司董事、监事和高级管理人员共 9 人，管理经验丰富。

表 2 公司现任董事、监事、高级管理人员任职情况

姓名	在本公司的职位	任职期限
陈遂	董事长	2020.03-2023.03
李亦伦	董事、总经理	2020.03-2023.03
姚威	董事	2020.03-2023.03
邢平	董事	2020.03-2023.03
张志武	董事	2020.03-2023.03
刘超	总会计师	2020.03-2023.03
潘宇	外部董事	2020.03-2023.03
张涛	外部董事	2020.03-2023.03
王宏新	监事	2020.03-2023.03

资料来源：公司提供

公司董事长陈遂先生，1965 年出生，硕士研究生学历。曾任中国节能投资公司企管部的项目经理及部门主任、中国节能投资公司北京国投节能公司的总经理、中国广核新能源控股有限公司董事及主席、中广核节能产业发展有限公司的董事长、中国广核电力股份有限公司非职工代表监事及监事会主席、中广核集团总经理助理、中广核技术发展股份有限公司董事长、中广核集团工会主席及职工董事等职务。现任中广核风电有限公司董事长。

公司总经理李亦伦先生，1972 年出生，硕士研究生学历，曾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、党委副书记。现任中广核风电有限公司董事、总经理。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍以风力发电为主业，主业突出，随着公司风电装机容量增长，公司营业收入增长明显，毛利率仍保持在较高水平。

跟踪期内，公司主营业务仍为风力发电及其相关业务，风电电力销售收入占营业总收入比重均超过 98%，主营业务突出。

2019 年，随着公司风电装机容量增长，公司风电电力销售收入同比增长 18.61%，带动公司营业收入同比增长 18.15%至 116.53 亿元。从毛利率看，2019 年，公司综合毛利率为 53.37%，较上年略有上升，仍保持在较高水平。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
风电电力销售	88.82	99.80	54.19	97.36	98.71	52.27	115.48	99.10	53.36	30.20	99.76	57.41
其他业务	0.18	0.20	19.90	1.27	1.29	70.78	1.04	0.90	54.81	0.07	0.24	23.90
合计	89.00	100.00	54.12	98.63	100.00	52.51	116.53	100	53.37	30.27	100	57.33

资料来源:公司提供

2020年1-3月,公司营业收入30.27亿元,较上年同期上升8.85%。毛利率为57.33%。

2. 风电项目运营

2019年,公司风电装机规模及发电量均实现快速增长,公司调整风电装机布局,非限电地区装机占比有所提高。

从装机规模看,截至2019年末,公司可控装机规模达到1,289万千瓦,较年初增长16.02%,由于新增装机及发电效率的提升,公司发电量也快速增长,2019年发电量为248.18亿千瓦时,同比增长14.35%,上网电量同比增长15.41%至243.69亿千瓦时;2019年,公司发电设备利用小时数1,925小时,较上年变化不大。根据公司的售电量及售电收入测算,2019年公司综合上网电价为0.550元/千瓦时,较上年小幅上升。2019年,公司平均限电率下降明显,主要系国家政策加强清洁能源发电并网保障力度,同时公司在不限电地区装机容量占比提高所致。

表4 公司风电项目技术经济指标情况

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
可控装机规模(万千瓦)	1,008	1,111	1,289	1,303
权益装机容量(万千瓦)	947	1,050	1,220	1,242
发电量(亿千瓦时)	188.48	217.04	248.18	62.88
上网电量(亿千瓦时)	186.60	211.16	243.69	62.27
发电设备平均利用小时(时)	1,855	1,926	1,925	483
平均上网电价(元/千瓦时)	0.56	0.54	0.55	0.55
平均限电率(%)	13.11	8.78	3.83	--

资料来源:公司提供

公司风电装机分布区域广泛,涉及25个省市,主要分布在内蒙古、新疆、湖北、吉林和贵州等地,以上地区风力资源丰富,是国内风电装机的集中地,截至2020年3月底,公司可控装机容量为1,303万千瓦,较年初略有增长。跟踪期内,公司积极抢占不限电地区的风力资源,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。未来公司将加大对不限电地区的风电投资,根据规划,目前至“十三五”,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、山西、安徽、浙江、云南等地,截至2019年末,公司在役1,289万千瓦装机中,约2/3为非限电地区装机。

表5 截至2020年3月底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(%)	上网电价(元/千瓦时)
内蒙古	138.84	10.66	0.44
湖北	103.26	7.93	0.61
新疆	99.20	7.62	0.46

吉林	85.40	6.56	0.50
贵州	84.44	6.48	0.60
黑龙江	81.37	6.25	0.44
云南	76.75	5.89	0.51
山西	76.23	5.85	0.63
山东	59.22	4.55	0.57
华南	56.07	4.30	0.62
江苏	51.70	3.97	0.67
华北	39.90	3.06	0.53
辽宁	38.31	2.94	0.54
西北	34.80	2.67	0.44
广西	27.50	2.11	0.61
河南	26.78	2.06	0.61
安徽	24.35	1.87	0.61
陕西	23.11	1.77	0.61
江西	22.87	1.76	0.61
四川	18.40	1.41	0.56
湖南	15.02	1.15	0.61
福建	14.44	1.11	0.61
青海	12.95	0.99	0.48
浙江	12.70	0.97	0.61
其他	79.03	6.07	--
总计	1,302.64	100.00	0.55

资料来源：公司提供

3. 经营效率¹

2019年，由于新能源补贴回款较慢及行业自身资本密集型特点，公司经营效率指标仍较低，公司各项经营效率指标均处于行业平均水平。

2018—2019年，公司应收账款周转次数分别为1.49次和1.20次，周转次数较低且有所下降，主要系风电项目补贴款回收较慢所致；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处于较低水平，总资产周转次数仍为0.12次。与同行业上市公司相比，公司各项经营效率指标均处于行业平均水平。

表6 2019年同行业公司经营效率情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	总资产周转率
华能新能源股份有限公司	1.13	0.14
中国大唐集团新能源股份有限公司	1.01	0.11
中广核风电	1.21	0.12

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

¹由于公司主业为风力发电，存货主要由原材料、备品备件构成，且规模很小，无法有效反应公司经营效率情况，故该部分不测算存货周转率

4. 在建项目

公司在建及拟建项目规模大，面临较大的外部融资压力，但公司在建及拟建风电类项目大多分布于非限电区域，有利于优化项目区域布局，为未来发展奠定了坚实基础。

截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目主要为风电工程类项目，涉及装机规模 78 万千瓦，大多分布于非限电区域，公司主要在建项目预计总投资 91.41 亿元，尚需投资 59.71 亿元；公司拟建项目 2020 年计划投资 16.30 亿元，涉及装机规模 35.59 万千瓦。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万千瓦、亿元）

工程名称	省份	装机规模	预算数	累计投资	尚需投资
平潭海上风电项目	福建	30	56.19	16.20	39.99
屏南东峰尖风电项目	福建	5	3.52	1.27	2.25
贵港港南木格风电场	广西	10	6.08	4.26	1.83
广西兴业龙安一期风电项目	广西	5	4.17	1.08	3.09
贵港港南木格风电场（二期）	广西	4	2.90	1.29	1.60
广西岑溪大隆风电项目	广西	5	3.70	1.01	2.68
广西兴业龙安二期风电项目	广西	4	2.96	0.98	1.98
南召留山风电项目	河南	5	4.09	2.07	2.02
汝州大峪风电项目	河南	5	3.85	2.79	1.06
河南叶县夏李风电项目	河南	5	3.95	0.75	3.21
合计	--	78	91.41	31.70	59.71

资料来源：公司提供

表 8 截至 2020 年 3 月底公司主要拟建项目情况统计（单位：万千瓦、亿元）

项目	省份	装机规模	2020 年计划投资
岱山四号	浙江	21.60	15.00
古蔺德耀	四川	4.80	1.00
高要香山	广东	4.99	--
全椒猫头山	安徽	4.20	0.30
合计	--	35.59	16.30

资料来源：公司提供

5. 经营关注

（1）政策风险

风电行业的发展及盈利能力非常依赖国家支持风电发展的政策及监管框架。自 2005 年以来，《可再生能源法》及其实施细则以及近期的修订案等法律法规规定了支持中国风电项目发展的优惠措施，包括强制性并网及全额购买由风电项目所产生的所有电量、上网电价补助（风电的上网电价高于火电基准电价），以及就风电项目征收的增值税减免或退税 50% 的税收优惠。尽管国家已多次重申继续加强扶持发展风电行业，但不能排除其变动或废除优惠措施、有利政策的可能性。若未来上述对于风电行业的政策及优惠措施有任何消减、终止或执行不力，均可能对公司未来的业务、财务状况、经营业绩或前景造成不利影响。

（2）资本支出较大的风险

公司属于资本密集型的电力行业。电场建设具有投资规模较大、工程复杂的特点，需要大规模的资金支持。公司在建及拟建风电类项目数量多，预计总投资额较大，外部融资需求较大。如果公司未来几年资本性支出较大，将面临一定的资本支出较大风险。

(3) 电费补贴回收风险

2017—2019年，公司的应收账款账面价值分别为52.25亿元、79.17亿元和114.11亿元，金额较大且呈逐年上升的趋势，主要为应收新能源电费补贴款。由于新能源发电行业的特性，电费补贴发放的时间不固定，国家会结合每年的行业政策、资金状况、项目的审批进度等因素综合考虑进行核算发放。2016年9月以前，补贴款的发放较为及时，自2016年10月起，补贴款发放速度放缓，回款周期延长。未来，若国家新能源电费补贴款的发放周期进一步延长，将对公司未来的流动性带来一定的不利影响。

6. 未来发展

公司发展战略明确，符合自身发展需要，切实可行。

在发展思路和业务目标上，未来，公司将做优风力发电业务，实现综合绩效水平达到国内前列；进一步推进市场化、专业化、集约化、标准化工作；加快核心能力的建设，掌握核心技术，掌握产业链关键资源，形成产品和服务的有效组合，提高核心竞争力；通过资本运营、战略合作和自身投入等方式，加快实现自我发展。

在公司战略举措上，公司将加快项目布局调整与优化，提高新项目的品质，并实施成本控制和科技创新战略。在新项目开发方面，将综合考虑国内各省区风电限电水平、风资源优劣、电力装机增长幅度、社会用电负荷水平等客观因素，按新的标准识别、划分各区域发展的优先顺序，加快项目布局的区域调整与优化。

六、财务分析

1. 财务概况

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的2019年的财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2020年一季度合并报表未经审计。公司报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。

从合并报表范围看，2019年，公司合并范围通过设立和收购增加子公司13家，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司为159家。公司合并范围内新增和减少子公司均为风电业务项目子公司，主营业务不变，主要会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司合并资产总额1,027.15亿元，负债合计728.68亿元，所有者权益298.47亿元，其中归属于母公司所有者权益263.07亿元。2019年，公司实现营业收入116.53亿元，净利润26.73亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润25.53亿元；经营活动产生的现金流量净额69.86亿元，现金及现金等价物净增加额32.20亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,041.86亿元，负债合计687.78亿元，所有者权益354.08亿元，其中归属于母公司所有者权益309.45亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入30.27亿元，净利润10.00亿元，其中归属于母公司所有者的净利润9.57亿元；经营活动产生的现金流量净额9.09亿元，现金及现金等价物净增加额-21.67亿元。

2. 资产质量

2019年，随着公司业务规模的扩大，公司资产规模增长明显，流动资产中应收款项占比较大，对资金形成较大占用；非流动资产中固定资产、在建工程所占比重较大，考虑公司的行业特性和经

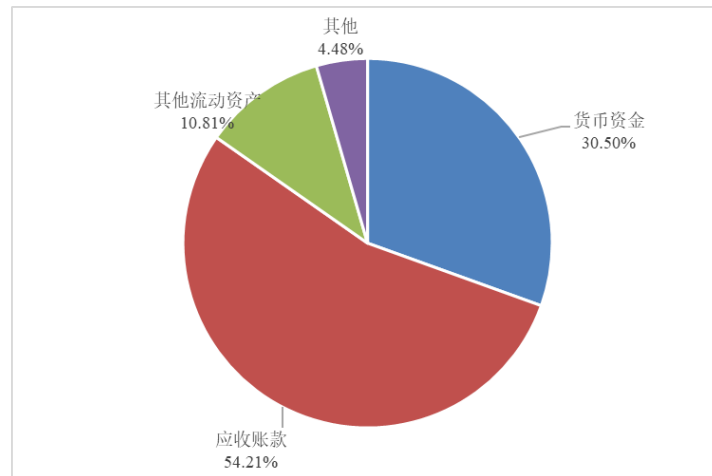
营状况，公司资产质量较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,027.15 亿元，较年初增长 19.17%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占 20.49%，非流动资产占 79.51%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大，符合风电行业固定资产投资大的特点。

(1) 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 210.49 亿元，较年初增长 53.52%，主要系货币资金和应收账款增加所致。公司流动资产构成如下。

图 3 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司货币资金 64.19 亿元，较年初增长 100.63%，主要是因为投运容量的增加及回款速度加快，销售商品提供劳务收到的现金同比上年增长所致。公司货币资金主要由银行存款构成，占比接近 100%，无使用受限的货币资金。

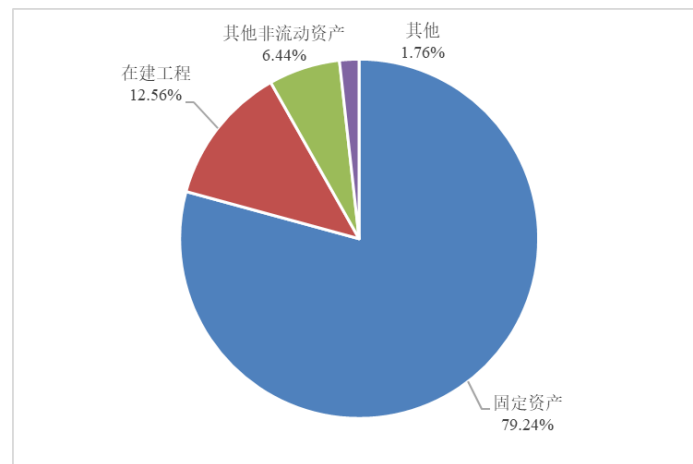
公司应收账款主要由电费补贴构成，截至 2019 年末，公司应收账款账面价值 114.11 亿元，较年初增长 44.14%，主要系随着公司业务规模的扩大，应收新能源补贴款随之增长所致。截至 2019 年底，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额 114.11 亿元，系集团外部单位且有确凿证据表明能收回的款项，未计提坏账准备；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款余额 5,617.75 万元，已全额计提坏账准备。从集中度看，公司前五名欠款人应收账款占比为 39.52%，集中度尚可。截至 2020 年 3 月末，公司应收账款 129.14 亿元，较年初增长 13.17%，其中，新能源补贴款占比 90.12%，已纳入补贴目录金额 77.25 亿元，占比 66.37%；暂未纳入补贴目录金额 39.14 亿元，占比 33.63%。公司应收账款占比较大，对公司资金形成较大占用。

截至 2019 年末，公司其他流动资产 22.76 亿元，较年初增长 55.94%，主要系新增短期委托贷款所致，公司其他流动资产主要由短期委托贷款（10 亿元）和待抵扣进项税（12.75 亿元）构成。

(2) 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 816.66 亿元，较年初增长 12.67%，主要系固定资产、在建工程和其他非流动资产增长所致，公司非流动资产构成如下。

图 4 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司固定资产 647.10 亿元，较年初增长 7.28%，主要系公司建设的风电项目陆续竣工决算转入固定资产所致。固定资产主要由机器设备（占 85.28%）和房屋及建筑物（占 14.30%）构成，累计计提折旧 200.94 亿元；固定资产成新率 77.39%，成新率较高。

截至 2019 年末，公司在建工程 102.60 亿元，较年初增长 38.77%，主要系公司新增自建风力发电项目所致。公司在建工程主要为风电项目，包括尚义三期项目、浙江岱山 4# 一期 216MW 海上风电项目、阳江南鹏岛项目、中广核平潭大练岛风电场一期 300 兆瓦风电项目等；公司在建工程未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产 52.58 亿元，较年初增长 51.02%，主要系预付长期资产款增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产 112.82 亿元，受限资产占总资产比重为 10.98%，受限比例一般。

表 9 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	受限原因
应收账款	107.28	电费收费权质押
固定资产	5.53	固定资产抵押
合计	112.82	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,041.86 亿元，较年初增长 1.43%，较年初变化不大，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

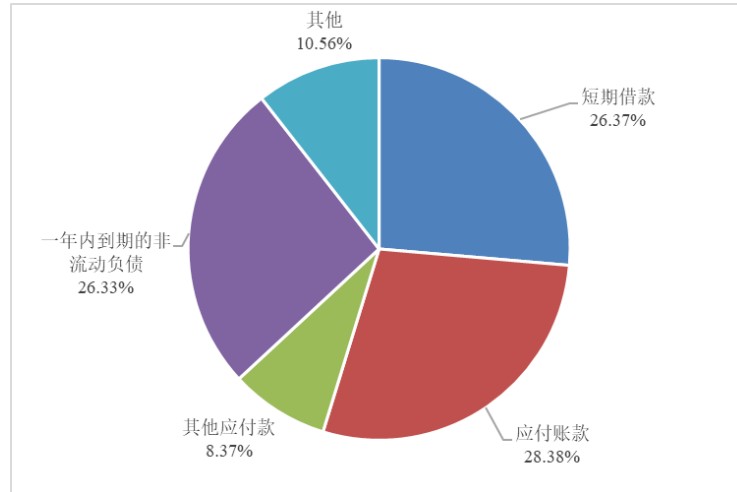
跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担有所加重，但债务结构合理，符合公司所处电力行业特点；受益于公司控股股东中广核集团现金注资，公司资本实力增强，所有者权益大幅增长，权益稳定性提高。

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债总额 728.68 亿元，较年初增长 17.17%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 29.72%，非流动负债占 70.28%。公司负债以非流动负债为主，主要系公司主营业务固定资产投资规模较大。

截至 2019 年末，公司流动负债 216.57 亿元，较年初增长 43.52%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债构成如下。

图 5 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司短期借款 57.10 亿元，较年初增长 1,327.50%，主要系当年末中广核集团新增 37 亿元对公司的短期委托贷款所致，公司短期借款全部为信用借款。

截至 2019 年末，公司应付账款 61.47 亿元，较年初增长 14.25%，主要系项目建设应付款增加所致。其中应付账款账龄 1 年以内的占 65.77%，1—2 年的占 17.34%，2—3 年的占 4.21%，3 年以上的占 12.66%。

截至 2019 年末，公司其他应付款 18.12 亿元，较年初增长 19.01%，主要系公司向关联方公司借款增加所致。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 57.02 亿元，较年初增长 13.25%，一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券均有所增加。

截至 2019 年末，公司非流动负债 512.11 亿元，较年初增长 8.72%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 93.60%）和应付债券（占 5.83%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 479.32 亿元，较年初增长 9.32%，主要是因为随着风电项目投资力度加大，公司长期借款相应增加。公司长期借款中 2021 年到期的占比 8.16%，2022 年到期的占比 8.16%，2023 年到期的占比 8.16%，2024 年及以后到期的占 75.53%。长期借款主要由质押借款（占 87.39%）和信用借款（占 8.36%）构成。

截至 2019 年末，公司应付债券 29.84 亿元，较年初增长 24.35%，主要系公司当年新发行公司债券补充流动资金所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 640.37 亿元，较年初增长 18.93%，主要系短期借款和长期借款增加所致。其中，短期债务占 20.49%，长期债务占 79.51%，以长期借款为主。短期债务 131.21 亿元，较年初增长 72.64%，主要系短期借款增加所致。长期债务 509.16 亿元，较年初增长 10.10%，主要系长期借款增加所致。截至 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分别为 70.94%、68.21%和 63.04%，较年初分别下降 1.21 个百分点、下降 0.96 个百分点和下降 2.79 个百分点，均较年初有所下降；公司整体债务负担较重，但债务结构与资产端匹配较好。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 687.78 亿元，较年初下降 5.61%，主要系 2020 年 3 月中广

核集团将 37 亿元对公司的短期委托贷款转增实收资本所致。其中，流动负债占 21.05%，非流动负债占 78.95%，公司负债结构较年初变化不大。

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年末，公司全部债务增至 700.22 亿元。其中，短期债务 131.21 亿元（占 18.74%），长期债务 569.01 亿元（占 81.26%）。截至 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分别为 76.95%、74.80%和 70.74%，较调整前分别上升 6.01 个百分点、6.59 个百分点和 7.70 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益为 298.47 亿元，较年初增长 24.35%，主要系公司发行永续债和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.14%，少数股东权益占比为 11.86%。归属于母公司所有者权益 263.07 亿元，实收资本、其他权益工具、盈余公积和未分配利润分别占 54.83%、22.75%、3.59%和 18.28%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 354.08 亿元，较年初增长 18.63%，主要系根据中广核风股决（2020）3 号，中广核集团拟向公司注资 50 亿元，其中首期 37 亿元已于 2020 年 3 月 10 日到位。其中，归属于母公司所有者权益占比为 87.40%，少数股东权益占比为 12.60%。归属于母公司所有者权益 309.45 亿元，实收资本、其他权益工具、盈余公积和未分配利润分别占 58.57%、19.34%、3.05%和 18.63%。所有者权益结构稳定性较年初提高。

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于装机容量和发电量的增长，公司收入规模快速增长，公司的营业利润率保持较高水平，但财务费用对公司盈利侵蚀较大，公司费用控制能力有待提高。

2019 年，随着公司风电装机容量增长，公司风电电力销售收入同比增长 18.61%，带动公司营业收入同比增长 18.15%至 116.53 亿元。净利润为 26.73 亿元，同比增长 19.28%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 28.36 亿元，较上年增长 11.03%。从构成看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，占比分别为 16.68%和 83.32%。其中，管理费用为 4.73 亿元，较上年增长 71.92%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用随着公司债务增长较上年小幅增长 3.71%。2019 年，公司费用收入比为 24.34%，公司费用控制能力一般。

表 10 公司期间费用情况（单位：亿元、%）

指标	2017 年	2018 年	2019 年
销售费用	0.01	0.01	0.00
管理费用	2.39	2.75	4.73
研发费用	0.00	0.00	0.00
财务费用	20.47	22.78	23.63
期间费用合计	22.86	25.54	28.36
期间费用合计占营业收入的比重	25.69	25.90	24.34

资料来源：公司年报，联合评级整理

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 52.70%，较上年上升 0.76 个百分点，较上年变化不大。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.87%、5.83%和 9.93%，较上年分别下降 0.28 个百分点、下降 0.08 个百分点和下降 0.29 个百分点。与同行业其他公司 2019 年相关盈利指标比较来看，公司盈利能力处于行业一般水平。

表 11 2019 年同行业公司盈利情况（单位：%）

公司名称	毛利率	总资产报酬率	净资产收益率（平均）
华能新能源股份有限公司	54.80	6.34	10.40
中国大唐集团新能源股份有限公司	47.72	4.63	8.02
中广核风电	53.37	5.85	10.66

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020 年 1—3 月，公司营业收入 30.27 亿元，较上年同期上升 8.85%。公司实现净利润 10.00 亿元，同比增长 3.78%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流仍保持大额净流入，但受新能源补贴款回收速度影响，公司经营活动净现金流有所下降；随着公司新建项目数量及规模的不断扩大，公司投资活动流出量较大，未来存在较大的融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 102.09 亿元，较上年增长 1.04%，较上年变化不大；经营活动现金流出 32.24 亿元，较上年增长 18.83%，主要系主营业务规模的迅速扩张导致现金流出增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金净流入 69.86 亿元，较上年下降 5.49%。2019 年，公司现金收入比为 79.51%，较上年下降 7.97 个百分点，主要系部分新能源补贴款无法及时收回现金所致，公司收入实现质量较低。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入小计	82.89	101.04	102.09
现金收入比例	90.32	87.48	79.51
经营活动现金流出小计	15.69	27.13	32.24
经营活动产生的现金流量净额	67.20	73.91	69.86
投资活动现金流入小计	0.18	0.88	1.69
投资活动现金流出小计	84.01	116.24	145.43
投资活动产生的现金流量净额	-83.83	-115.36	-143.74
筹资活动现金流入小计	119.39	144.80	316.17
筹资活动现金流出小计	87.54	97.63	210.10
筹资活动产生的现金流量净额	31.84	47.18	106.08
现金及现金等价物净增加额	15.23	5.72	32.20

资料来源：公司年报，联合评级整理

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 1.69 亿元，较上年增长 91.43%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增加所致；投资活动现金流出 145.43 亿元，较上年增长 25.11%，主要系公司新建项目增加所致。综上影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 143.74 亿元，较上年增长 24.61%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 316.17 亿元，较上年增长 118.35%，主要系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；筹资活动现金流出 210.10 亿元，较上年增长 115.21%，主要系公司整体装机规模扩大，融资规模增长，相应偿还债务金额增长所致。综上影响，2019 年，公司筹资活动现金净流入 106.08 亿元，较上年增长 124.84%。

公司经营活动产生的现金流量净额无法满足公司投资活动需求，公司有较大对外融资需求。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额9.09亿元，公司投资活动现金流量净额-37.87亿元；公司筹资活动现金流量净额7.17亿元，现金及现金等价物净增加额为-21.67亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标尚可，基于对清洁能源风电行业发展的分析，以及考虑公司是中广核集团旗下发展风电产业的平台，股东支持力度较大，自身经营和财务状况佳，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的0.91倍和0.90倍分别上升至0.97倍和上升至0.97倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的0.43倍上升至0.50倍，现金类资产对短期债务的保障程度较低。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为94.63亿元，较上年增长14.23%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占40.94%）、计入财务费用的利息支出（占24.99%）和利润总额（占33.17%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的3.40倍上升至3.62倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比仍为0.15倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至2020年3月底，公司对外担保余额7.04亿元，占净资产的比例为2.36%，系对中国广核新能源控股有限公司所转让的项目公司提供的担保，均为同一控制下的其他关联方，公司或有负债风险较小。

截至2020年3月底，公司共获得各大商业银行授信总额252.80亿元，其中已使用额度28.84亿元，未使用额度232.96亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2020年3月底，公司无重大未决诉讼。

根据《中国人民银行企业基本信用信息报告》，截至2020年6月16日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

7. 母公司财务概况

母公司主要履行管理职能，收入规模较小，债务负担尚可。

截至2019年末，母公司资产总额393.30亿元，较年初增长14.73%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产121.80亿元（占30.97%），非流动资产271.51亿元（占69.03%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占13.68%）、其他应收款（占76.47%）、其他流动资产（占8.33%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占98.33%）构成。截至2019年末，母公司货币资金为16.66亿元。

截至2019年末，母公司所有者权益为228.33亿元，较年初增长10.76%，主要系母公司发行永续债所致。其中，实收资本为144.24亿元（占63.17%）、资本公积合计4.65亿元（占2.04%）、未分配利润合计10.13亿元（占4.44%）、盈余公积合计9.47亿元（占4.15%），所有者权益稳定性高。

截至2019年末，母公司负债总额164.97亿元，较年初增长20.72%。其中，流动负债135.13亿元（占81.91%），非流动负债29.84亿元（占18.09%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占36.26%）、应付账款（占5.25%）、其他应付款（占40.21%）、一年内到期的非流动负债（占10.36%）、其他流动负债（占7.40%）构成，非流动负债主要由应付债券（占100.00%）构成。母公司2019年资产负债率为41.95%，债务负担尚可。

2019年，母公司营业收入为1.08亿元，投资收益4.97亿元，净利润为-0.09亿元。

2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额5.27亿元；投资活动产生的现金流量净额-31.77亿元；筹资活动产生的现金流量净额42.55亿元。

七、公司债券偿债能力分析

公司现金类资产、EBITDA及经营活动现金流对本报告所跟踪债券覆盖程度很高，同时考虑到公司在行业地位、风电装机规模、融资能力、股东背景及其给公司提供的支持等方面具备的综合竞争优势，联合评级认为公司对本报告所跟踪债券的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至2019年末，公司现金类资产为66.09亿元，为本报告所跟踪债券本金（80.00亿元）的0.83倍，公司现金类资产对本报告所跟踪债券的覆盖程度较高；截至2019年末，公司净资产为298.47亿元，为本报告所跟踪债券本金（80.00亿元）的3.73倍，公司净资产对本报告所跟踪债券按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为94.63亿元，为本报告所跟踪债券本金（80.00亿元）的1.18倍，公司EBITDA对本报告所跟踪债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为102.09亿元，为本报告所跟踪债券本金（80.00亿元）的1.28倍，公司经营活动产生的现金流入对本报告所跟踪债券的覆盖程度较高。

八、综合评价

公司作为中广核集团旗下发展风电产业的平台，仍保持很强的竞争优势。2019年，公司风电装机规模显著增加，全年实现发电量大幅增长；公司营业收入进一步增长，营业利润率仍保持较高水平。公司股东支持力度较大，跟踪期内，公司收到控股股东中广核集团增资现金款37亿元，预计2020年还将以现金方式增资13亿元。同时，联合评级也关注到公司应收账款资金占用比例较高，债务负担较重，风电上网电价下调趋势等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

中广核集团对公司增资扩股的完成，有利于增强公司资本实力，降低负债率；此外，随着公司新建项目的投入运营，公司装机规模及收入规模有望继续增长，综合竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“19风电01”“19风电02”“19风电03”“19风电04”“20风电01”“20风电03”“20风电04”“20风电05”“18风电Y1”“18风电Y2”“19风电Y1”和“19风电Y2”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 中广核风电有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	758.32	861.95	1,027.15	1,041.86
所有者权益 (亿元)	198.56	240.02	298.47	354.08
短期债务 (亿元)	56.06	76.00	131.21	66.56
长期债务 (亿元)	436.05	462.43	509.16	540.29
全部债务 (亿元)	492.11	538.44	640.37	606.85
营业收入 (亿元)	89.00	98.62	116.53	30.27
净利润 (亿元)	23.69	22.41	26.73	10.00
EBITDA (亿元)	78.37	82.84	94.63	--
经营性净现金流 (亿元)	67.20	73.91	69.86	9.09
应收账款周转次数 (次)	2.14	1.49	1.20	--
存货周转次数 (次)	46.27	66.58	67.24	--
总资产周转次数 (次)	0.12	0.12	0.12	--
现金收入比率 (%)	90.32	87.48	79.51	60.65
总资本收益率 (%)	6.78	6.14	5.87	--
总资产报酬率 (%)	6.37	5.91	5.83	--
净资产收益率 (%)	12.77	10.22	9.93	12.26
营业利润率 (%)	53.49	51.94	52.70	56.85
费用收入比 (%)	25.69	25.90	24.34	21.85
资产负债率 (%)	73.82	72.15	70.94	66.01
全部债务资本化比率 (%)	71.25	69.17	68.21	63.15
长期债务资本化比率 (%)	68.71	65.83	63.04	60.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.58	3.40	3.62	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.15	0.15	--
流动比率 (倍)	0.82	0.91	0.97	1.46
速动比率 (倍)	0.81	0.90	0.97	1.45
现金短期债务比 (倍)	0.49	0.43	0.50	0.67
经营现金流动负债比率 (%)	55.73	48.98	32.26	6.28
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.98	1.04	11.83	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径, 并经过追溯调整; 3. 2020 年 1-3 月未经审计, 相关指标未年化; 4. 已将 2018 年和 2019 年其他流动负债中的短期融资券调整至短期债务; 5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 6. 本报告中费用收入比=(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级