

广东宝丽华新能源股份有限公司
及其发行的 16 宝新 01 与 16 宝新 02

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100017】

评级对象: 广东宝丽华新能源股份有限公司及其发行的 16 宝新 01 与 16 宝新 02

	16 宝新 01	16 宝新 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2021 年 3 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 3 月 29 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 12 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 12 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2016 年 8 月 10 日	AA+/稳定/AA+/2016 年 11 月 28 日

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	12.04	11.77	6.73
刚性债务	39.69	13.28	3.52
所有者权益	79.16	86.28	88.19
经营性现金净流入量	5.02	8.15	2.96
合并口径数据及指标:			
总资产	215.93	189.86	193.02
总负债	127.33	94.85	84.02
刚性债务	110.12	78.06	65.94
所有者权益	88.60	95.02	109.00
营业收入	38.34	56.27	71.60
净利润	4.62	8.83	18.18
经营性现金净流入量	9.83	19.03	35.18
EBITDA	14.38	23.20	34.65
资产负债率[%]	58.97	49.96	43.53
权益资本与刚性债务比率[%]	80.46	121.72	165.29
流动比率[%]	115.85	137.65	197.02
现金比率[%]	64.09	105.04	155.68
利息保障倍数[倍]	1.96	3.01	7.19
净资产收益率[%]	5.33	9.62	17.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	30.40	43.53	109.18
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.60	30.44	37.10
EBITDA/利息支出[倍]	2.98	4.51	9.32
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.25	0.48

注:根据宝新能源经审计的 2018~2020 年财务数据整理、计算。

分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com
 喻俐萍 ylp@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广东宝丽华新能源股份有限公司(简称宝新能源、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 宝新 01 与 16 宝新 02 的跟踪评级反映了 2020 年以来宝新能源在区域环境、装机容量、融资渠道、主业现金回笼能力等方面所保持的优势,同时也反映了公司在市场竞争加剧、原材料价格波动和金融投资等方面继续面临压力与风险。

主要优势:

- **区域环境较好。**跟踪期内,宝新能源主业所处的广东省经济总量继续保持全国第一,全省用电需求规模较大。此外,公司位于革命老区,享受一定的政策支持,区域环境较好。
- **新能源电力领域规模优势。**宝新能源下属的梅县荷树园电厂为全国最大的资源综合利用电厂。此外,陆丰甲湖湾电厂新建工程项目(2×1000MW 超超临界机组)的全面投产使得公司火电总装机容量提升至 347 万千瓦,进一步增强了公司在新能源电力领域的规模优势。
- **主业获现能力较强。**宝新能源主业收现情况良好,营业收入现金率持续处于较高水平,稳定的现金流入可为公司偿债提供一定保障。此外,公司持有有一定规模变现能力较强的上市公司股票等金融资产,必要时可出售变现为公司提供偿债资金。
- **融资渠道畅通。**宝新能源与银行等金融机构保持了良好的合作关系,截至 2020 年末公司未使用授信额度为 21.44 亿元。此外,作为上市公司,公司可在资本市场进行股权融资,融资渠道畅通。

主要风险:

- **电力市场竞争加剧。**跟踪期内广东省电力供需状况持续宽松,西南外送水电和新投产核电产

能陆续释放挤压省内煤电份额,同时 2020 年以来广东省电力市场化改革持续推进,省内市场电规模的扩容使得电量竞争进一步加剧。2020 年宝新能源电力市场化规模进一步扩大。

- **原材料价格波动风险。**宝新能源电力主业的盈利能力受原材料价格波动及国家电价政策影响较大。2020 年以来煤炭价格中枢虽较上年有所回落但波动加大,公司持续面临一定的成本控制压力。
- **金融投资和市值波动风险。**跟踪期内,宝新能源持有的部分股票仍存在大额账面浮亏,其中 ST 奥吉特、ST 中海为新三板股票,该部分证券投资损失风险大。公司对金融企业股权投资及二级市场证券投资规模大,财务质量易受金融资产市值波动影响,公司面临较大的金融投资及金融资产价值变动风险。
- **资产受限比例较高。**截至 2020 年末,宝新能源受限资产账面价值合计 87.33 亿元,占总资产的比例为 45.24%。较大规模的受限资产对公司资产质量及流动性产生一定影响。

➤ 未来展望

通过对宝新能源及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述公司债券还本付息安全性很强,并给与上述公司债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广东宝丽华新能源股份有限公司 及其发行的 16 宝新 01 与 16 宝新 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广东宝丽华新能源股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）及（第二期）（分别简称“16 宝新 01”及“16 宝新 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据宝新能源提供的经审计的 2020 年财务报表及相关经营数据，对宝新能源的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2016】2599 号”文件核准，该公司获准发行总额不超过 30.00 亿元公司债券。公司于 2016 年 11 月发行了期限为 5 年的“16 宝新 01”，发行规模为 20.00 亿元，票面利率为 3.73%，募集资金用于偿还公司债务和补充流动资金；于 2016 年 12 月发行了期限为 5 年“16 宝新 02”，发行规模为 10.00 亿元，票面利率为 4.14%，募集资金用于偿还公司债务和补充流动资金。“16 宝新 01”及“16 宝新 02”均附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，行权日分别为 2019 年 11 月 28 日和 2019 年 12 月 12 日。2019 年，“16 宝新 01”和“16 宝新 02”回售金额分别为 17.40 亿元（不含利息）和 9.09 亿元（不含利息），回售后上述两支债券待偿还本金余额分别为 2.60 亿元和 0.91 亿元。同时，公司分别上调“16 宝新 01”和“16 宝新 02”后续存续期限的票面利率 227 个基点和 186 个基点，即在上述两支债券存续期后 2 年票面利率均为 6.00% 并固定不变。

截至 2021 年 3 月末，该公司已发行尚未到期债券本金余额为 3.51 亿元。公司 2015 年以来注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2015 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	债券余额 (亿元)	发行时间	注册额度/注册时间	发行目的	本息兑付情况
15 宝新 MTN001	6.00	5	6.50	-	2015-06-18	10 亿元/2015-6-8	置换银行贷款	已到期兑付
15 宝新 MTN002	3.50	5	6.00	-	2015-09-10			已到期兑付
16 宝新 01	20.00	5 (3+2)	3.73	2.60	2016-11-28	30 亿元/2016-11-18	偿还公司债务 /补充流动资金	已回售 17.40 亿元， 正常付息
16 宝新 02	10.00	5 (3+2)	4.14	0.91	2016-12-12			已回售 9.09 亿元， 正常付息
合计	39.50	-	-	3.51	-	-	-	-

资料来源：宝新能源

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020年，受新冠肺炎疫情疫情影响，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，经济金融的脆弱性加剧、债务风险上升，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2020年，新冠肺炎疫情冲击下，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，贸易萎缩幅度显著扩大，金融市场大幅动荡。各主要经济体的超宽松货币政策和强力财政刺激政策加剧了全球经济金融的脆弱性、推升了政府债务风险。二季度以来，主要经济体经济相继进入幅度不同的修复状态，国家治理能力成为疫情防控和经济修复的主导因素。未来，疫情走势仍将是影响全球经济走势的关键变量，在全球疫情持续升级的情况下，疫苗研发、投产和使用等均存在不确定性，全球疫情防控形势依然严峻，预计2021年全球经济难以恢复到疫情前状态，美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍将持续。同时，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而《区域全面经济伙伴关系协定》的签署及中欧双边投资协定完成谈判有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济疫后修复整体稳健，为全球范围内唯一实现正增长的主要经济体，但内部发展仍存在一定程度的不平衡和不充分。我国物价水平涨幅回落较快，失业率绝对水平已基本降到疫情前位置。规模以上工业企业增加值总量恢复较好且经营绩效有所好转，行业间修复节奏不同步且差异较大、产业链中面临的“卡脖子”问题有待解决。消费对经济的拉动作用离正常水平仍有差距，必需品、通讯器材、化妆品及汽车的零售增长相对较快，石油制品及服装鞋帽、针纺织品类销售大幅下滑；固定资产投资中房地产投资表现强劲且对上下游具有较好的拉动作用，基建投资力度保持稳健，制造业投资中除高技术制造业外其余均较疲弱；出口贸易逆势增长，且占全球出口的比例显著提升。人民币汇率表现强势，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署，宏观调

控政策不急转弯,将继续对经济提供必要的支持力度。我国财政政策保持积极,支出强度减弱,在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为;政府债务水平上升速度将放缓,化解地方政府隐性债务风险工作需继续落实,地方政府债务风险依然总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准,保持市场流动性合理充裕,续作两项直达工具,引导资金真正流入实体、服务实体;防控金融风险、稳定宏观杠杆率的目标下,实体融资增速将有所放缓。金融监管持续强化,提高上市公司质量、健全金融机构治理,防止资本无序扩张,优化退市规则、统一债券市场监管并打击逃废债行为,为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年,也是“十四五”时期的开局之年。短期内,全球的疫情防控形势仍非常严峻,疫情变化、美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性,我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大,而消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好:消费对经济的拉动作用将不断回升;企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复,资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性,基建投资表现平稳且全年增速在基数效应下会有所加快;出口贸易有外需恢复的支持,强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看,在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下,我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展,我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

2020 年初,受新冠疫情冲击,一季度用电量明显下降;但随着疫情防控常态化,经济运行稳步复苏,二季度以来用电量明显回升,目前电力消费总体已恢复常态。我国电力供需总体均衡,但仍存在区域性供需不平衡问题,未来将受益于跨区域送电增长而逐步优化。发电装机容量保持相对平稳,未来增长将主要来源于非化石能源装机。此外,全国电力体制改革加快,有利于电力市场化交易机制推进,促进电能替代。2020 年以来煤价中枢较上年有所回落,煤电行业整体盈利情况好转。

A. 行业概况

2020 年初,我国生产生活秩序遭受了新冠肺炎疫情巨大冲击,全社会用电量亦随之明显萎缩,但随着疫情防控常态化以及复工复产、复商复市经济活动有序推进,用电量自 4 月以来当月同比增速呈正数,至 8 月末累计同比增速亦已转为正数,全年全国全社会用电量同比增长 3.1%至 7.51 万亿千瓦时。

分产业情况来看,受宏观经济结构支配各产业用电量结构亦保持相对稳定,目前我国全社会用电量形成以第二产业为主导,第三产业及城乡居民生活用电为支撑,第一产业为补充的格局。但随着产业用电结构持续优化,近年来

第二产业用电量占比呈波动下降态势（由 2010 年的 74.88% 下降至 2019 年的 68.32%），第三产业及城乡居民生活用电比重上升（分别由 2010 年的 10.66% 和 12.13% 上升至 2019 年的 16.42% 和 14.19%）。2020 年以来，受疫情对各行业产生的差异性影响，各产业用电量增速变动较为明显，当年，第二产业及第三产业用电量分别同比增长 2.50% 和 1.90% 至 5.12 万亿千瓦时和 1.21 万亿千瓦时，增速分别同比下降 0.60 个百分点和 7.60 个百分点；第一产业用电量同比增长 10.3% 至 859 亿千瓦时，增速同比上升 5.80 个百分点；城乡居民生活用电同比增长 6.90% 至 1.09 万亿千瓦时，增速同比上升 1.20 个百分点。

从用电区域来看，近年来我国前十大用电省市总体变动不大，但辽宁省用电量增速缓慢，2017-2020 年在全国用电量排名持续下降（自第 9 位下降至 12 位）；而新疆用电量增幅较大，自 2019 年跻身全国用电量前十大省市。2020 年，我国前十大用电省市分别为山东、广东、江苏、浙江、河北、内蒙、河南、新疆、四川和福建。

从电力生产端看，2020 年我国规模以上电厂发电量同比增长 2.70% 至 7.42 万亿千瓦时，增速同比下降 0.80 个百分点。从发电区域来看，近年来我国前十大发电省市构成亦无重大变化，但内部排序呈现一定的波动，其中受风电规模不断上升因素影响，内蒙古自 2017 年第四位上升至 2020 年第一位。2020 年，我国前十大发电省市依次分别为内蒙古、山东、江苏、广东、新疆、四川、云南、山西、浙江和河北。

总体来看，我国的能源资源与负荷中心呈现不均衡的分布特征，能源的总体分布为西多东少、北多南少，电力需求中心则长期处于东中部地区。未来，随着跨区域送电能力不断提升，将有利于解决我国区域性电力供需不平衡问题。

从发电类型来看，目前仍以火电为主，2020 年我国火电、水电、风电、核电和太阳能分别完成发电量 5.28 万亿千瓦时、1.21 万亿千瓦时、0.41 亿千瓦时、0.37 亿千瓦时和 0.14 亿千瓦时。其中，随着电源结构优化，新能源发电规模保持较快增长对火电形成一定挤占，火力发电量占比从 2010 年的 80.30% 下降至 2020 年的 71.19%。根据“十四五”电力规划研究，计划到 2025 年煤电发电量占比将降至 48.9%，未来绿色发展趋势将更加明显，而同时清洁能源也迎来更好的发展机遇。

从发电效率来看，受新冠疫情影响，2020 年我国发电设备平均利用小时数同比下降 70 小时至 3758 小时，其中火电降幅明显，同比下降 92 小时至 4216 小时，风电同比下降 10 小时至 2073 小时；而水电及核电分别同比增加 130 小时和 59 小时至 3827 小时和 7453 小时。近年来核电及火电机组利用小时数均高于平均水平，而水电及风电则低于平均水平线。但随着来水改善加之电源结构优化，水电及火电机组利用小时数此增彼减，2020 年水电机组利用小时数升至近年平均水平线之上。

从发电机组装机来看，尽管在推进供给侧结构性改革，推动化解煤电过剩

产能的政策引导下，电源结构继续优化，十三五期间非化石能源装机占比持续上升（占总装机容量比重从 2015 年末的 34.8% 上升至 2020 年末的 44.8%，提升 10 个百分点），但煤电装机仍占主要地位（2020 年末占总装机容量比重为 49.1%）。预计未来我国电力总装机容量将保持稳定增长，且增长仍将主要来源于非化石能源装机。

根据“十四五”电力规划研究，到 2025 年及 2035 年煤电装机占比将分别下降至 37.3% 和 25.3%，主要通过严控东中部煤电新增规模并淘汰落后产能，新增煤电布局于西部北部的地区特性差异化进行电源装机安排来实现。未来新能源发电装机和发电量将占主导地位，且东中部装机将有所下降。退出的煤电主要用风光水储输的方式满足新增电力缺口需求。但仍需关注到，除核电外，水电、风电及太阳能发电等清洁能源电力供给均存在不同程度的季节性波动，冬季用电高峰的电力稳定供应，或将使得煤电的基础地位获得重新认识和重视，核电将获得加速发展。

B. 政策环境

近年来我国电力行业政策密切集中于上网电价调整以及电源结构绿色化转型方面。在上网电价方面，2019 年 1 月《国家发展改革委国家能源局关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》、5 月《国家发展改革委关于完善风电上网电价政策的通知》提出，为促进可再生能源高质量发展，提高风电、光伏发电的市场竞争力，将推进风电、光伏发电无补贴平价上网；促进公平竞争和优胜劣汰，2020 年实现风电和煤电平价上网的目标要求。7 月，国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、人民银行四部门发布《关于做好 2020 年降成本重点工作的通知》，其中指出，继续降低一般工商业电价，降低除高耗能行业用户外的现执行一般工商业、大工业电价的电力用户到户电价 5% 至年底，并推进核定区域输配电价等改革，利于推动电价市场化改革进展，但也压缩了电力企业的利润空间。8 月，国家发改委发布《关于公布 2020 年风电、光伏发电平价上网项目的通知》，在一定程度上利于加快风电、光伏发电平价上网进程，提升风电、光伏发电的产业竞争力，推进清洁低碳及安全高效的能源体系建设与能源销售结构调整。10 月，《国家发展和改革委员会关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》指出自 2020 年 1 月 1 日起，煤电价格联动机制取消，由燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动范围为上浮不超过 10%，下浮不超过 15%，具体由供需双方协商或竞价决定，但 2020 年暂不上浮。此外，2019 年以来随着《关于深化电力现货市场建设试点工作的意见》、《关于加强电力中长期交易监管的意见》、《关于做好 2020 年电力中长期合同签订工作的通知》、《关于做好 2021 年电力中长期合同签订工作的通知》等文件的出台，电力市场化建设进一步加快。综上，未来我国电力上网电价将逐步向市场化发展。

在发电结构绿色化转型方面，2020 年 2 月、3 月及 7 月，国家能源局先后发布了《关于 2023 年煤电规划风险预警的通知》、《关于 2020 年风电、光伏发

电项目建设有关事项的通知》、《关于下达 2020 年煤电行业淘汰落后产能目标任务的通知》。8 月，中国水利部办公厅印发《关于进一步加强河湖管理范围内建设项目管理的通知》。9 月，国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》。上述重要政策，加之“十四五”电力规划研究以及国家主席习近平 12 月 12 日在气候雄心峰会的重要讲话，均凸显清洁能源转型重要性，主要体现在淘汰煤电落后产能、限制煤电新增产能、新能源发电项目有序建设等方面。

图表 2. 2020 年以来电力行业主要政策文件

发布时间	政策文件	主要内容/影响
2020 年 12 月 12 日	国家主席习近平 12 日在气候雄心峰会上通过视频发表题为《继往开来，开启全球应对气候变化新征程》的重要讲话	“到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上”凸显未来清洁能源重要地位。
2020 年 9 月 11 日	国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》	对项目竞争性配置和补贴资金进行了详细规定。
2020 年 8 月 21 日	中国水利部办公厅印发《关于进一步加强河湖管理范围内建设项目管理的通知》	通知将风电、光伏项目列入严格控制范畴，对于风电及光伏项目建设提高了要求，新增风电及光伏项目建设监管趋严，但对三北地区的风电和光伏项目影响有限，对南方风电和光伏项目影响较大。
2020 年 8 月 5 日	国家发改委发布《关于公布 2020 年风电、光伏发电平价上网项目的通知》	通知公布了 2020 年风电、光伏发电平价上网项目，利于加快风电、光伏发电平价上网进程，提升风电、光伏发电的产业竞争力，推进清洁低碳及安全高效的能源体系建设与能源销售结构调整。
2020 年 7 月 28 日	国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、人民银行四部门发布《关于做好 2020 年降成本重点工作的通知》	继续降低一般工商业电价，降低除高耗能行业用户外的现执行一般工商业、大工业电价的电力用户到户电价 5% 至年底，并推进核定区域输配电价等改革，利于推动电价市场化改革进展，但也压缩了电力企业的利润空间。
2020 年 7 月 14 日	国家能源局发布《关于下达 2020 年煤电行业淘汰落后产能目标任务的通知》	2020 年煤电行业淘汰落后产能目标任务共计 733.35 万千瓦。
2020 年 3 月 5 日	国家能源局关于 2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知	能完善有关工作机制，切实做好风电、光伏发电项目建设有关工作，推动风电、光伏发电产业持续健康发展。
2020 年 2 月 26 日	国家能源局关于发布 2023 年煤电规划建设风险预警的通知	约束煤电项目建设，体现了建设省内自用电电项目的经济性，为规划建设煤电项目提供决策参考。

资料来源：公开资料

C. 竞争格局/态势

电力行业集团化特征明显，行业内竞争激烈。个体企业在经营上的差异主要体现在市场地位和营运能力两个方面。(1) 整体装机规模大、区域市场地位稳固以及区域基础条件优越的电力生产企业无疑处于较有利的位置，同时还能更有机会收获一些额外的利益，如享有对上游企业更强的议价能力，争取到更多的发电指标，在特定区域中位列前几位的电力生产企业由于直接影响到区域电力和能源供应的安全，因而能获得政府更多的政策支持。(2) 发电企业机组运营的稳定性、综合厂用电率、供电煤耗、自然资源利用效率等指标的稳定性或变动趋势都直接影响企业的持续经营能力和盈利水平。

财务方面，电力行业属于资本密集型行业，前期项目投资阶段对资金要求最高，而且国内电力行业的投资主体仍以国有资本为主，良好的外部信用支持预期使得电力行业债务总规模偏大，债务结构以长期债务为主，但也不排除一些更强势的企业存在明显的“短贷长投”。因此大部分的电力企业资产负债率在 60%-80% 之间。此外，电力企业主要结算对象为电网公司，应收账款规模和企业月发电量相对应，相较于其他行业而言，整体维持了较好的现金回笼能力。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	发电量 (亿千瓦时)	装机容量 (万千瓦)	总资产	资产负债率	净利润	经营性 净现金流
大唐国际发电股份有限公司	954.53	17.07	2652.90	6442	2820.67	71.02	29.77	216.70
华能国际电力股份有限公司	1734.85	14.59	4050.06	10692	4135.97	71.64	23.78	373.24
国电电力发展股份有限公司	1165.99	17.51	3663.58	8938	3648.48	68.03	49.19	337.22
华电国际电力股份有限公司	936.54	14.06	2151.09	5657	2298.76	65.61	44.39	213.77
上海电力股份有限公司	236.90	24.65	486.63	1582	1110.23	72.92	20.18	59.30
北京京能电力股份有限公司	184.38	16.79	694.22	1424	765.57	62.06	16.63	42.23
广东电力发展股份有限公司	293.60	16.62	752.83	2101	754.72	54.70	18.07	82.73
广东惠州平海发电厂有限公司	30.29	23.42	86.27	200	51.65	62.51	2.11	11.52
广东宝丽华新能源股份有限公司	56.27	30.69	128.19	352	189.86	49.96	8.83	19.03

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

煤炭价格波动风险。燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。从煤炭价格走势来看，2020 年初受疫情影响，短期内煤炭市场供需两弱，煤矿复产复工滞后和物流受阻导致煤炭供应偏紧，1-2 月煤炭价格整体有所回升。3 月以来随着疫情防控形势的好转，煤矿复产复工率大幅提高，煤炭供给增加，但主要下游行业复工进度慢于煤矿复工进度，阶段性的供需错配导致煤炭价格持续下跌。5 月以来随着下游需求的快速回升，煤炭价格开始上涨，全年煤价呈现“V”型走势，但煤价中枢仍较上年回落。截至 2020 年 12 月 31 日，国内主要港口动力煤平均价为 764 元/吨。2020 年全年国内主要港口动力煤平均价为 577.83 元/吨，较上年下降 3.9 元/吨。

售电侧改革。受电力体制改革影响，市场化交易电量规模进一步扩大，各电力企业竞争激烈，呈现不同程度的电价让利情况。

财务杠杆水平普遍偏高。由于电力项目前期资本支出规模大，电力行业财务杠杆水平高企，近年来电力行业平均资产负债率维持在 60%-80% 左右的高位。由于电力行业主要依靠债务融资实现规模扩张，整体带息债务规模大，面临较大的即期偿债压力。另外，由于行业特性，电力行业资产以非流动资产为主，资产流动性弱，因此流动性压力的问题较为突出。虽然未来火电投资趋势将大幅减缓，但结合目前我国宏观资金融资成本来看，财务杠杆水平或将维持目前的高位态势。

(3) 区域市场因素

广东省作为我国经济大省，总体用电需求较大，全省全社会用电量多年来位居全国前列。但西南外送水电和新投产核电产能陆续释放挤压省内煤电份

额,同时广东省电力市场改革进程较快,市场电规模的扩容使得电量竞争加剧,省内电力企业面临的竞争压力加大。

该公司电力资产均分布于广东省。广东省地处我国大陆沿海南部,是我国重要的通商贸易口岸。改革开放以来珠三角地区的快速发展使得广东省成为经济总量位列全国第一的经济大省。2020年广东省实现地区生产总值(初步核算数)110760.94亿元,比上年增长2.3%,增速与全国持平。当年全省第一产业增加值为4769.99亿元,同比增长3.8%;第二产业增加值为43450.17亿元,同比增长1.8%;第三产业增加值为62540.78亿元,同比增长2.5%。

广东省经济发展一直处于全国领先水平,电力需求较大。2020年初,受疫情影响,全省用电量明显下滑,但随着复工复产稳步推进,工业与第三产业持续恢复,加之居民用电保持高速增长,2020年广东省全社会用电量为6926.12亿千瓦时,同比增长3.44%,增速同比继续回落,但仍高于全国平均水平(3.1%)。2020年广东省第一、二、三产业和居民用电量同比分别增长7.62%、2.04%、2.66%和9.32%。同年,全省发电量为5009.90亿千瓦时,同比增长6.00%,增速较上年提高2.4个百分点。

截至2020年末,广东省6000千瓦及以上电厂发电设备容量为1.41亿千瓦,其中火电设备装机容量0.96亿千瓦,占比为67.73%,是广东省的主力电源。外送电方面,广东省2002年起接受西南水电外送,为全国输入电量规模最大省份。2019年,广东省接受西电外送量为2305亿千瓦时,同比增长14.05%,连续9年维持正增长。从省内发电机组利用效率来看,2020年广东省发电设备利用小时数为3848小时,较上年下降49小时,但仍高于全国平均水平。同期火电机组利用小时为3803小时,较上年增加39小时。广东省未来三年内将有多台核电和气电机组计划投运,产能释放将进一步挤压火电份额,省内火电发电效率预计将受到抑制,火电企业面临的竞争压力加大。

上网电价方面,2020年1月,广东省发展改革委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的实施方案》,提出2020年1月1日起,广东省燃煤发电电量分为基数电量、已参与市场交易电量(简称“已交易电量”)、新增参与市场交易电量(简称“新增交易电量”)三部分¹。燃煤发电的基数电量执行基准价,已交易电量按照现行电力市场交易规则继续参与电力市场交易,新增交易电量执行“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。“上下浮动”中的上浮幅度不超过10%,广东省统一为上浮不超过每千瓦时4.53分,2020年暂不上浮;下浮幅度不超过15%,广东省统一为下浮不超过每千瓦时6.8分。2020年10月,国家发改委等六部委发布《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见(发改体改(2020)1566号)》,提出落实阶段性降低企业用电价格的支持政策,持续推进将除高耗能以外的大工业和一般工

¹ 基数电量为保障居民、农业用户、暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电的电量,燃煤发电机组的基数电量指导计划由省能源主管部门确定;已交易电量为燃煤发电机组2019年参与省电力市场交易的电量;新增交易电量为燃煤发电机组总上网电量扣除基数电量和已交易电量后的电量。

商业电价全年降低 5%。当月，广东省市场监督管理局等联合发布《关于进一步落实国家降低工商业电价优惠政策确保降价红利传导至终端用户的告知书》（粤市监〔2020〕83 号），自 2020 年 2 月 1 日至 12 月 31 日，全省各转供电主体降低除高能耗行业用户外的现执行一般工商业电价、大工业电价的电力用户电费，统一按原到户电价水平的 95% 结算。

图表 4. 2019 年来广东省电价调整政策

文件编号	公布时间	主要文件内容
粤发改价格〔2019〕191 号	2019 年 6 月	全省除深圳市外一般工商业电度电价每千瓦时统一降低 5.39 分（含税，下同）。深圳市“普通工商业及其他用电”的平段电价每千瓦时降低 7.18 分。
粤发改价格〔2019〕336 号	2019 年 11 月	新投产的自备电厂上网电价统一为每千瓦时 0.416 元
粤发改价格〔2019〕400 号	2020 年 1 月	要求燃煤发电新增交易电量执行“基准价+上下浮动”的市场化价格机制
粤市监〔2020〕83 号	2020 年 10 月	为统筹推进疫情防控和经济社会发展，自 2020 年 2 月 1 日至 12 月 31 日，降低除高能耗行业用户外的现执行一般工商业电价、大工业电价的电力用户电费，统一按原到户电价水平的 95% 结算。

注：根据广东省发改委发布的政策文件整理

近年来，广东省不断推进电力体制改革，电力市场交易规模稳步扩大。随着广东省电力体制改革不断推进，电力市场准入标准逐步放开，市场参与主体数量增加速度加快。根据国家能源局南方监管局披露数据，2020 年广东省电力市场交易总成交电量为 2163.8 亿千瓦时，成交均价-47.1 厘/千瓦时。其中，年度双边协商交易成交电量 2117.1 亿千瓦时，达年度交易规模的 96.2%，成交均价-47.1 厘/千瓦时；年度集中交易成交 46.7 亿千瓦时，达年度交易规模的 2.1%，成交均价-47.15 厘/千瓦时。2020 年度市场交易总成交量达年度交易规模的 98.3%，占全年预计市场交易规模的 83.2%。根据《广东省能源局关于做好 2021 年广东电力市场年度交易有关工作的通知》（粤能电力〔2020〕86 号），广东省 2021 年年度市场交易电量为 2100 亿千瓦时，约占 2021 年全年市场化交易总电量的 78%，年度交易包括年度双边协商交易和年度集中交易，成交电量达到 2100 亿千瓦时结束年度交易。未来随着市场电的继续扩容，电量之间竞争将更为激烈。

该公司地处广东梅州，属于革命老区。2016 年中共中央、国务院《关于打赢脱贫攻坚战的决定》、中共中央办公厅、国务院办公厅《关于加大脱贫攻坚力度支持革命老区开发建设的指导意见》明确指出要“增加位于贫困老区的发电企业年度电量计划”“积极支持符合条件的老区建设能源化工基地”，为公司下属电厂的运营提供了一定的政策扶持。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司核心业务仍为新能源发电业务和金融投资业务。受新冠肺炎疫情疫情影响，2020 年初广东省用电量有所下滑，但随着复工复产推进及区域经济恢复，全省用电需求逐步回升，公司 2020 年发电量亦小幅增长，加之

煤炭价格回落使得发电成本下降，发电业务盈利得以提升。2020 年公司因处置国金证券股票产生亏损，同时持有的部分股票仍存在大额账面浮亏，当年实现的证券投资损益同比大幅下降。公司投资收益易受证券市场波动及投资企业经营状况变化影响，总体来看，公司面临较大的金融投资和证券价值波动风险。

跟踪期内，该公司核心业务仍为新能源发电和新金融投资业务，电力业务仍是目前收入最主要的来源，近年来占比均超过 99%；新金融业务主要通过投资收益获取盈利。公司主业电力业务的经营状况受当地电力需求、原材料价格及上网电价等因素影响较大。2020 年初新冠肺炎疫情爆发后，受益于复工复产推进，广东省内经济稳步复苏，用电需求持续回升，公司发电量及发电业务收入得以保持增长，2020 年营业收入同比增长 27.24%至 71.60 亿元，其中电力业务相关收入（含发电副产品²）为 71.59 亿元，同比增长 27.27%。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
发电业务	广东	规模/资本/资产/成本
金融投资	全国/广东	规模/资本/资源/政策

资料来源：宝新能源

此外，2016 年该公司出资 3.00 亿元，设立了宝新融资租赁有限公司（简称“宝新租赁”），开始涉及融资租赁业务，但目前融资租赁业务仍处于起步阶段，收入规模很小。2018 年起，出于金融投资业务结构调整的考虑，公司主动收缩了融资租赁的业务规模，近年来融资租赁业务收入持续下降。2020 年公司实现融资租赁业务收入 25 万元，同比下降 84.30%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入合计	38.34	56.27	71.60
其中：电力生产（含发电副产品）	38.29	56.25	71.59
占比（%）	99.87	99.97	100.00
融资租赁	0.05	0.02	0.00
占比（%）	0.13	0.03	0.00
毛利率（%）	31.58	30.69	41.99
其中：电力生产（%）	31.50	30.67	41.99
融资租赁（%）	97.85	96.79	93.74

资料来源：宝新能源

注：因四舍五入存在尾差

² 主要是销售煤渣形成的收入。

1. 电力生产

该公司目前电力生产分为资源综合利用洁净煤燃烧技术发电（煤矸石发电）、风力发电及新建的超超临界燃烧技术发电（超超临界燃煤发电）三大板块。其中，利用煤矸石发电的梅县荷树园电厂由全资子公司广东宝丽华电力有限公司（简称“宝丽华电力”）负责经营，利用超超临界燃煤发电的陆丰甲湖湾电厂和陆上风电一期工程由全资子公司陆丰宝丽华新能源电力有限公司（简称“陆丰电力”）负责经营。

(1) 火电

a. 规模及资产

宝丽华电力主要经营梅县荷树园电厂，该电厂是全国最大的资源综合利用电厂，拥有国家重点鼓励和支持发展的资源综合利用洁净煤燃烧技术发电项目，属于新能源电力资源综合利用领域，是该公司目前电力收入的主要贡献来源。自 2012 年荷树园三期工程投产以来，梅县荷树园电厂总装机容量一直维持在 147 万千瓦，6 台机组均为燃烧煤矸石掺烧劣质煤的循环流化床发电机组。根据国家发改委、环保总局、电监会、能源办联合发布的《节能发电调度办法（试行）》，煤矸石发电机组的上网顺序优先于其他燃煤发电机组，一定程度上保证了荷树园电厂的机组运营效率。

该公司 2016 年 4 月定向增发募投项目—陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW 超超临界机组）1 号机组已于 2018 年 11 月顺利通过 168 小时满负荷试运行，2 号机组已于 2019 年 4 月顺利通过 168 小时满负荷试运行。至此，公司广东陆丰甲湖湾电厂新建工程项目（2×1000MW 超超临界机组）已全部建成。陆丰甲湖湾电厂位于陆丰甲湖湾清洁能源基地，规划建设 8 台 1000MW 超超临界燃煤机组，是公司又一重要的火电电力资产，由陆丰电力负责投资运营。目前已建成的陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW 超超临界机组）通过定向增发募集资金净额 30.65 亿元，剩余建设资金通过银团项目贷款筹集（期限 15 年），公司实际投入金额为 88.87 亿元。陆丰甲湖湾电厂项目的建成使得公司装机规模大幅提升，为电力业务收入规模扩大奠定良好基础。

图表 7. 公司火电机组生产指标一览表

项目	2018 年	2019 年	2020 年
可控装机容量（万千瓦）	247	347	347
权益装机容量（万千瓦）	247	347	347
发电量（亿千瓦时）	78.41	127.47	133.02
其中：荷树园电厂	60.17	53.30	49.22
陆丰甲湖湾项目 1、2 机组	18.24	74.17	83.80
上网电量（亿千瓦时）	74.76	120.83	126.19
机组利用小时（小时）	3174	3673	3833
供电标煤耗（克/千瓦时）	338.03	323.41	316.39

项目	2018年	2019年	2020年
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.64	0.55	0.64

资料来源：宝新能源

2020年该公司火电发电量为133.02亿千瓦时，同比增长4.35%；其中荷树园电厂发电量为49.22亿千瓦时，同比下降7.65%，主要系广东省外购西电及省内核电发电增加挤压火电机组发电量所致。2020年公司上网电量为126.19亿千瓦时，同比增长4.44%；同年机组利用小时数为3833小时，随着发电量的提升相应有所增加。

该公司与广东电网公司采用货币资金方式进行结算，通常在每月的15日及月末进行电费结算，电费回笼情况良好。随着电力市场化进程加快推进，公司积极参与市场化交易过程，市场化交易规模不断扩大。2020年，公司市场化交易总电量占总上网电量的比重为80.21%，同比上升30.90个百分点。从上网电价来看，2020年公司火电机组平均上网电价为0.64元/千瓦时，同比上涨0.09元/千瓦时，主要是公司在煤炭价格较高时择机转让部分发电权，转让收益计入电力业务收入，带动平均上网电价上升所致。

b. 成本

该公司煤矸石发电机组原材料主要为煤炭及煤矸石（根据煤炭及煤矸石热值不同，二者入炉比例略有差异），原材料成本占总生产成本的70%左右，因此原材料价格波动对公司经营业绩影响较大。受新冠肺炎疫情冲击，2020年煤炭下游需求偏弱，而供给基本保持平稳，阶段性供需错配下煤价中枢较上年有所回落。2020年公司煤炭采购均价同比下降13.19%至541.49元/吨，煤矸石采购均价同比下降16.67%至150.00元/吨。原材料价格回落以及发电量上升使得公司单位发电成本有所下降，2020年公司电力业务毛利率同比提升11.32个百分点至41.99%。

2020年，该公司主要供应商仍为浙江物产环保能源股份有限公司，占年度采购总额的23.67%。当年公司向前5大供应商采购总金额占年度采购总额的比例为73.20%，同比下降6.32个百分点。从供电耗煤来看，2020年公司供电标煤耗水平继续下降，当年发电机组供电标煤耗为316.39克/千瓦时。

图表 8. 2020 年公司前五大供应商明细³

年度	供应商名称	合作年限	采购商品	采购金额（亿元）	占比（%）	是否为关联方
2020年	浙江物产环保能源股份有限公司	2	煤炭	6.02	23.67	否
	华能宝城物华有限公司	1	煤炭	4.16	16.34	否
	广东省电力工业燃料有限公司	3	煤炭	3.58	14.09	否
	陆海物料（深圳）有限公司	10	煤炭	2.87	11.29	否
	上海申能燃料有限公司	2	煤炭	1.99	7.81	否
	合计	--	--	18.62	73.20	--

资料来源：宝新能源

³ 前五大供应商及相关数据根据荷树园电厂及陆丰甲湖湾电厂煤炭采购数据得出。

图表 9. 公司主要原材料的平均采购价格变化情况⁴（单位：元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
煤炭平均采购单价	771.93	623.80	541.49
煤矸石平均采购单价	185.00	180.00	150.00

资料来源：宝新能源

(2) 风力发电

该公司风力发电主要由全资子公司陆丰电力负责经营，目前已投运的风电项目为陆上风电一期工程（2.4×2 万千瓦）。公司已投产的风电机组装机容量很小，对收入的贡献较小。

该公司风电机组运行效率及上网电量受来风量情况影响较大。2020 年，公司风力发电量为 0.68 亿千瓦时，同比下降 4.23%，上网电量为 0.66 亿千瓦时，同比下降 4.35%；同年风电机组利用小时为 1375 小时，同比减少 106 小时。跟踪期内，公司风力发电上网电价未变化，仍执行广东省物价局 2007 年 12 月 1 日（粤价【2007】294 号文）的标杆上网电价——0.689 元/千瓦时。目前公司风力发电业务收入很小，且受不同年份来风量及电力需求等因素的影响，发电量、机组利用小时等风电设备运营指标持续波动。

图表 10. 陆丰电力风电生产指标一览表

项目	2018 年	2019 年	2020 年
可控装机容量（万千瓦）	4.8	4.8	4.8
权益装机容量（万千瓦）	4.8	4.8	4.8
发电机组类型及功率（万千瓦）	德国瑞能风电机组 24×0.2		
发电量（亿千瓦时）	0.59	0.71	0.68
上网电量（亿千瓦时）	0.58	0.69	0.66
机组利用小时（小时）	1234	1481	1375
批复上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.689	0.689	0.689

注：根据宝新能源提供的数据整理

2018 年，该公司与中广核风电有限公司达成协议，与其共同出资设立项目公司——中广核新能源海上风电（汕尾）有限公司（简称“汕尾公司”）作为合作开发汕尾甲子海上风电场（900MW）和汕尾后湖海上风电场（500MW）的主体，项目投资额约 84 亿元，资本金占比约 30%。汕尾公司初始注册资本为 5.21 亿元，公司以全资子公司陆丰宝丽华风能开发有限公司（简称“陆丰风能”）100% 股权作价出资 1.04 亿元，占汕尾公司注册资本的 20%，陆丰风能由此变更为汕尾公司的子公司，不再列入公司合并财务报表范围。2020 年汕尾公司新增注册资本 5.00 亿元，其中公司出资 1.00 亿元。目前该项目仍在建设中，预计 2021 年可实现并网发电。

⁴ 该价格包含税费及运费，煤炭价格为不折标的价格。2018 年及 2019 年 1-3 月采购单价根据荷树园电厂及陆丰甲湖湾电厂煤炭采购总量计算得出。

2. 金融投资业务

由于该公司电力业务资金回笼情况良好，为提高资金使用效率和回报率，公司逐渐进入金融投资领域。2009年，公司明确了“产融结合、双轮驱动”的发展战略，开展对金融业务的投资。

目前该公司金融投资主要包括金融企业股权投资和证券市场二级投资两大方面。受证券市场波动较大及投资企业经营状况变化影响，公司投资收益波动较大。

(1) 金融企业股权投资

该公司对金融企业的投资包括银行、基金、保险以及私募投资公司等领域，截至2020年末，公司对主要金融企业的投资初始成本为29.35亿元，账面价值为30.63亿元，2020年投资收益为0.32亿元。具体如下表所示：

图表 11. 截至 2020 年末公司主要股权投资情况（单位：亿元）

公司名称	初始投资成本	2020 年末账面价值	会计计量方式	2020 年末持股比例	2020 年投资收益
长城证券股份有限公司	2.23	4.66	交易性金融资产	1.17% ⁵	-0.31
深圳市东方富海投资管理股份有限公司	14.40	13.79	权益法-长期股权投资	30.00%	0.56
梅州客商银行股份有限公司	6.00	6.52	权益法-长期股权投资	30.00%	0.18
宝合金服投资管理股份有限公司	0.40	0.13	权益法-长期股权投资	40.00%	-0.12
国金基金管理有限公司	0.70	0.50	其他权益工具投资	19.50%	-
华泰保险集团股份有限公司	1.49	1.49	其他权益工具投资	0.49%	0.01
百合佳缘网络集团股份有限公司	3.50	2.04	其他非流动金融资产	7.96%	-
新余市华邦投资管理中心（有限合伙）	0.63	1.50	其他非流动金融资产	80.39%	-
合计	29.35	30.63	-	-	0.32

资料来源：宝新能源

a. 东方富海

2017年该公司通过受让暨增资的方式——实际出资14.41亿元，取得深圳市东方富海投资管理股份有限公司（简称“东方富海”）30%的股份，但并不参与其实际经营管理。协议约定公司将在受让30%股份后，以每股12.00元的价格，认购东方富海增发的0.9亿股股份，总认购价款为10.8亿元（目前未实际参与增资）。转让方萍乡市富海久泰投资咨询合伙企业（有限合伙）（简称“富海久泰”）、萍乡市富海聚利投资咨询合伙企业（有限合伙）（简称“富海聚利”）、陈玮、程厚博、刁隽桓、刘世生、梅健及东方富海共同向公司做出了业绩承诺：承诺东方富海2017年、2018年和2019年的税后净利润分别不低于人民币3亿元、4亿元和5亿元。如果东方富海上述三年实际税后净利润少于上述年度目标净利润之和的90%，上述转让方在东方富海2019年审计报告出具之日起

⁵ 该持股比例为截至2020年9月末数据。

6个月内就差额进行现金补偿或者相应价值的股份补偿。

经各方协商，2019年12月，该公司与富海久泰、陈玮等自然人/机构签署《关于深圳市东方富海投资管理股份有限公司之股份转让及认购协议之补充协议》（简称“补充协议”），拟放弃原股份转让及认购协议约定的增资事项，即各方同意终止执行原协议约定的10.8亿元股份认购事宜。同时考虑到公司未向东方富海支付10.80亿元股份认购款，对其实现业绩承诺亦有影响，因此变更原有的业绩承诺与补偿方案，调整业绩承诺补偿计算公式。补充协议约定，如果东方富海2017年、2018年和2019年实际税后净利润之和少于上述年度目标净利润之和（即12亿元）扣减调整因子（各方确认调整因子金额为4.60亿元）⁶后总金额的90%，业绩承诺方应对公司就差额进行现金补偿。

东方富海成立于2006年9月，注册资本4亿元，实际控制人为陈玮、程厚博。目前，陈玮、程厚博及其控制的富海久泰、富海聚利合共持有东方富海的股份比例为90.11%，陈玮、程厚博为东方富海的实际控制人。东方富海主营业务为私募股权投资基金管理、股权投资及咨询服务，其中私募股权投资基金管理业务为其核心业务，占其主营业务收入及盈利的90%以上。其经营模式主要为以作普通合伙人的形式成立普通合伙人企业（基金），其主要收入为收取各基金（合伙企业）管理费，并根据运营基金的收益提取奖励作为投资收益核算。目前东方富海主要投资于信息技术（TMT）、新材料与先进制造、健康医疗、节能环保、影视文化五个领域，但由于涉及商业秘密，本评级机构未获取到东方富海所管理基金（合伙企业）的具体股权投资项目明细。截至2020年末，东方富海合并口径资产总额为32.25亿元，所有者权益为19.55亿元（其中归属于母公司所有者权益为19.22亿元）。2018-2020年实现营业收入分别为3.05亿元、3.67亿元和5.87亿元，净利润分别为0.92亿元、1.69亿元和1.94亿元。同期该公司对东方富海分别确认投资收益0.27亿元、0.46亿元和0.56亿元。

由于东方富海2017-2019年税后净利润均未达到业绩承诺金额，根据2019年12月签订的《补充协议》，业绩承诺方应对该公司现金补偿1.08亿元，并应当在2020年10月31日前，向公司支付上述现金补偿金额的三分之一，在2021年10月31日前，再向公司支付上述现金补偿金额的三分之一，在2022年10月31日前，履行完毕现金补偿义务。2020年10月30日，公司收到第一期业绩补偿款0.36亿元。后续公司将持续关注东方富海的业绩情况，加强对东方富海的投后管理工作，督促东方富海及时履行业绩补偿承诺。

由于东方富海管理的股权基金投资项目主要通过证券市场上市、挂牌或被并购退出，从而实现投资收益，其管理的股权基金投资收益高低及项目退出节奏受其资本运作水平、证券市场行情、IPO发行政策、二级市场交易政策等诸

⁶ 调整因子（X）=原协议约定乙方应向目标公司支付的股份认购款10.80亿元×目标公司最近5年（2014年度-2018年度）加权平均净资产收益率算术平均值15.6748%×（原协议约定支付股份认购款之日至2019年12月31日的天数/365）。各方确认根据上述公式计算的调整因子（X）金额为46,009.15万元。

多因素影响，盈利水平波动较大。东方富海连续三年业绩不达预期，导致该公司投资东方富海的投资回报周期拉长，未来投资收益面临较大不确定性。截至2020年末，公司已对持有的东方富海长期股权投资计提1.30亿元减值准备。

b. 梅州客商银行

梅州客商银行股份有限公司（简称“梅州客商银行”）是该公司作为发起人出资设立的广东省银保监局辖内首家民营银行，于2017年6月获批开业运营。截至2020年末，梅州客商银行合并口径资产总额为230.85亿元，所有者权益为21.74亿元，2020年实现营业收入2.56亿元，同比增长12.42%；净利润0.60亿元，同比增长3.69%。同期末，梅州客商银行各项存款余额为141.39亿元，较上年末增长32.60%；各项贷款余额为75.13亿元，较上年末增长139.27%，其中不良贷款余额为240.03万元；拨贷比为2.26%，资本充足率为20.35%。2020年公司对其确认投资收益0.18亿元，同比增长3.69%。未来随着其业务规模和经营效益的持续提升，有望给公司带来新的盈利增长点。

c. 长城证券

2007年和2015年该公司两次参与长城证券增资扩股，分别出资2.10亿元（认购3500万股）和0.97亿元（认购1493.42万股）。2018年10月，长城证券IPO上市。2020年末长城证券股价较年初小幅下跌，当年公司持有的长城证券股票公允价值变动损益为-0.41亿元。同时，2020年公司择机出售63万股该股票，通过二级市场交易获得处置收益541万元，获得长城证券分红398万元。截至2020年末，公司持有的3617.00万股长城证券股票初始投资成本为2.23亿元，期末账面价值为4.66亿元。

d. 国金证券

2015年5月，该公司认购国金证券股份有限公司1892.95万股，初始投资成本4.54亿元。随后因国金证券股价大幅下跌，致使该笔投资账面浮亏金额较大。2020年公司将持有的1892.95万股国金证券股票全部出售，投资亏损2.33亿元。

e. 新余华邦

2019年12月11日，该公司所属子公司——广东宝新资产管理有限公司（简称“宝新资产”）与东方富海、深圳市东方富海创业投资管理有限公司（简称“富海创投”）、新余市华邦投资管理中心（有限合伙）（简称“新余华邦”）签署《新余市华邦投资管理中心（有限合伙）财产份额转让协议》，由宝新资产出资0.63亿元，受让富海创投所持有的新余华邦80.39%财产份额，系公司在PE领域的又一布局。新余华邦系专项出资中小企业发展基金（深圳南山有限合伙）（简称“南山基金”）的投资平台。南山基金系一家根据《国务院关于国家中小企业发展基金设立方案的批复》（国函[2015]142号）文件精神依法设立的国家级私募股权投资基金，基金管理人和普通合伙人为东方富海控股的深圳市富海中小企业发展基金股权投资管理有限公司，有限合伙人包括中华人民共

和国财政部、深圳市引导基金投资有限公司深圳市引导基金等，主要投向全国范围内种子期、初创期成长型中小企业。新余华邦注册资本为 3.11 亿元，截至 2020 年末，新余华邦各合伙人实缴出资额合计 1.87 亿元，其中公司实际出资 1.50 亿元。持续关注南山基金后续投资开展情况及投资收益实现情况。

(2) 证券二级市场投资

证券市场二级投资方面，截至 2020 年末该公司持有的中建环能、ST 奥吉特、ST 中海投资成本共计 1.86 亿元，期末账面价值共计 0.49 亿元。2020 年公司持有的上述证券公允价值变动损益为 0.03 亿元。

此外，该公司持有的新三板上市股票 ST 奥吉特（发行公司全称为“奥吉特生物科技股份有限公司”，简称“奥吉特生物”）及 ST 中海仍面临很大投资亏损风险。截至 2020 年末，公司持有 1241.00 万股 ST 奥吉特股票，初始投资成本为 1.21 亿元，由于奥吉特生物涉嫌违法违规、涉及重大未决诉讼仲裁，同时面临重大债务违约等财务风险，奥吉特生物股票价格持续下跌，当年末公司持有的 ST 奥吉特期末账面价值仅为 0.06 亿元。考虑到奥吉特生物目前经营及财务状况，未来或存在退市可能。截至 2020 年末，公司持有 127.80 万股 ST 中海（全称为“中海阳能源集团股份有限公司”，简称“中海阳”），初始投资成本为 0.07 亿元。2019 年 2 月，北京市昌平区人民法院已受理申请人对中海阳的破产清算，ST 中海自 2019 年 2 月 28 日起停牌。

图表 12. 截至 2020 年末公司主要证券二级市场投资情况（单位：万元，股，%）

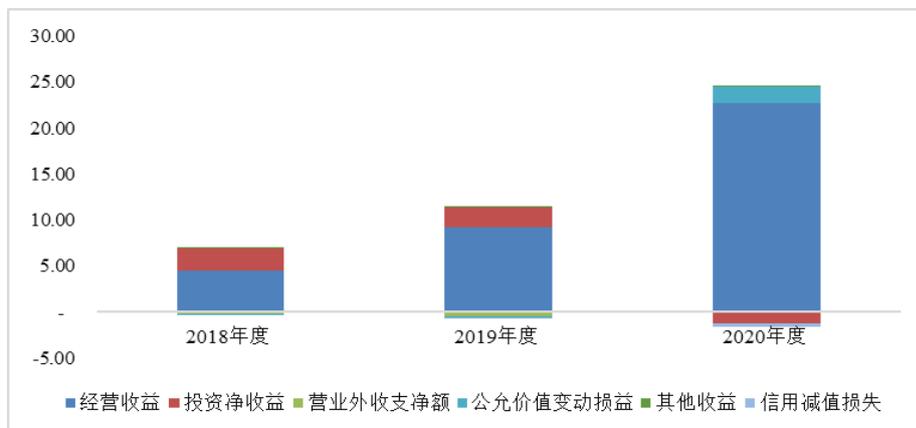
序号	证券品种	证券代码	证券简称	初始投资成本	本期公允价值变动损益	2020 年损益	期末账面价值	会计核算科目	资金来源
1		300425	中建环能	5830.88	1322.86	1403.89	4250.42	交易性金融资产	自有资金
2	股票	836758	ST 奥吉特	12134.38	-992.80	-992.80	620.50		
3		430065	ST 中海	664.92	-	-	-		

资料来源：宝新能源

总体来看，金融投资业务的实施有利于增加该公司的资金收益，为公司带来新的利润来源，但也使公司面临较大金融投资风险，同时也为公司的多样性经营管理带来一定挑战。目前公司金融投资规模较大，投资标的东方富海业绩不及预期，加之持有的 ST 奥吉特等股票市值大幅下跌，公司面临较大的金融资产价值变动风险和投资亏损风险。需持续关注公司投资金融资产价值变动及证券二级市场价格波动对公司经营业绩及财务质量的影响。

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据宝新能源所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司主业盈利状况易受当地用电需求、市场电交易情况及煤炭价格变化影响。跟踪期内，受益于发电量与电价上升以及煤价中枢回落，2020 年公司盈利水平明显提升。当年公司实现营业毛利 30.06 亿元，同比增长 74.11%；实现经营收益 22.71 亿元，同比大幅增长 146.34%。营业毛利率方面，2020 年公司电力生产毛利率同比提升 11.32 个百分点至 41.99%；同期融资租赁毛利率为 93.74%，同比小幅下降 3.05 个百分点，但融资租赁业务收入规模很小，对利润贡献极为有限。2020 年，公司综合毛利率为 41.99%，同比提升 11.30 个百分点。

2020 年，该公司期间费用同比下降 11.88%至 6.65 亿元，当年期间费用率同比下降 4.13 个百分点至 9.29%。公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，2020 年管理费用为 3.58 亿元，与上年基本持平，主要包括职工薪酬、办公费用及其他等；财务费用为 2.97 亿元，同比下降 22.71%，主要系刚性债务规模下降使得利息支出减少所致。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入合计（亿元）	38.34	56.27	71.60
毛利（亿元）	12.11	17.27	30.06
其中：新能源发电（亿元）	12.06	17.25	30.06
期间费用率（%）	13.07	13.42	9.29
其中：财务费用率（%）	5.47	6.83	4.15
全年利息支出总额（亿元）	4.82	5.15	3.72
其中：资本化利息数额（亿元）	2.11	0.47	-

资料来源：根据宝新能源年报数据整理。

该公司盈利主要来自于经营收益，投资收益可对公司盈利形成一定补充，但波动较大。2020 年公司投资收益为-1.22 亿元，主要系出售国金证券股票所

致。由于公司持有较大规模的证券，市值易受二级市场行情波动影响，2020年确认公允价值变动损益为 1.75 亿元，主要系公司当年将国金证券股票全部择机出售，期初公允价值余额在本期转出所致。2020 年公司通过年度内股票交易共实现证券投资损益 0.54 亿元。金融资产价值波动易对公司财务质量产生影响。

2020 年，该公司实现净利润 18.18 亿元，同比增长 105.84%，主要系公司电力业务价量齐增以及煤炭采购成本下降所致。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年
投资净收益（亿元）	2.32	2.10	-1.22
营业外收支净额（亿元）	-0.17	-0.48	0.04
公允价值变动损益（亿元）	-0.01	-0.07	1.75
其他收益（亿元）	0.04	0.05	0.09
信用减值损失（亿元）	-	-0.00	-0.36
合计	2.17	1.59	0.30

资料来源：根据宝新能源年报和季报数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续在发展主业电力业务的同时开展金融投资业务，实现产融结合、双轮驱动、科学发展的目标。在发电业务方面，在资源综合利用技术改造项目——梅县荷树园电厂 1470MW 循环流化床发电机组全面建成投产基础上，重点打造陆丰甲湖湾清洁能源基地，加强广东陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW）的运营管理，加快推进广东陆丰甲湖湾电厂二期扩建工程（2×1000MW）的立项核准申报工作。可再生能源发电方面，在陆丰甲湖湾（陆上）风电场一期工程投产基础上，投资建设陆丰甲湖湾（陆上）风电场二期工程 49.5MW 风电机组，与中广核风电共同完成汕尾甲子海上风电场（900MW）和汕尾后湖海上风电场（500MW）的建设开发。

在金融投资业务方面，该公司未来将继续促进梅州客商银行稳健合规运营，积极推进银行、投资、融资租赁等金融业务稳健发展，培育新的利润增长极，实现电力、金融两大主业的联动发展。

在建工程方面，该公司目前正在建的自用总部大楼项目预计总投资 6.00 亿元，截至 2020 年末已投资 4.14 亿元，工程进度 68.92%。2021-2022 年分别计划投资 1 亿元和 0.86 亿元。

图表 16. 截至 2020 年末公司在建项目情况表（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2020 年末累计已投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资
公司总部大楼	6.00	4.14	1.00	0.86

资料来源：宝新能源

管理

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人未发生变化，公司组织架构及管理体系等保持稳定。

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人未发生变化。截至 2020 年末，公司控股股东仍为广东宝丽华集团有限公司（简称“宝丽华集团”），持股比例为 16%。宝丽华集团实际控制人为叶华能先生，持有宝丽华集团 90% 的股份。公司的第二大股东、第三大股东分别为富海久泰和宁远喜，持股比例分别为 4.23% 和 4.07%。同期末第二大股东和第三大股东累计质押股份数占公司总股本的 4.23% 和 3.28%，占其持有公司股权的 100% 和 80.61%。需对质押资金流向及用途保持持续关注。

跟踪期内，该公司董事、监事和高管未发生变更。公司对《公司章程》中利润分配政策相关条款进行了持续修订完善，先后制定了《分红管理制度》、《长期股东回报规划》等，明晰了具体分红标准和比例、利润分配形式等。同时，公司亦完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》及各专业委员会工作细则等基本管理制度。

2020 年该公司由于采购商品、接受劳务与关联方产生交易金额 0.47 亿元，作为承租方租赁关联单位部分房屋产生租赁费 21.57 万元。2020 年度，公司在梅州客商银行累计存入 47.81 亿元人民币，累计取得存款利息收入 0.51 亿元。2020 年末公司在梅州客商银行存款余额为 18.18 亿元。上述关联交易均为市场定价。

根据该公司提供的《企业信用报告》所载，截至 2021 年 1 月 14 日，公司无违约情况发生。经国家企业信用信息公示系统、天眼查等渠道查询，截至 2021 年 3 月 10 日，公司不存在重大异常行为记录。

图表 17. 公司不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	广东宝丽华电力有限公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021.01.14	未提供	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.02.08	不涉及	无	不涉及	不涉及
诉讼	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2021.02.08	无	2 ⁷	无	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2021.02.08	无	无	无	不涉及
质量	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2021.02.08	无	无	无	不涉及
安全	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2021.02.08	无	无	无	不涉及

资料来源：公开信息查询，并经新世纪评级整理。

⁷ 两起未决诉讼涉案金额较小。

财务

跟踪期内，随着有息债务的逐步到期偿还，该公司债务规模继续下降。公司主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定变现能力较强的上市公司股票和理财产品，融资渠道畅通，可为债务的偿付提供良好保证。

1. 数据与调整

该公司 2020 年第二次临时股东大会审议通过《关于变更 2020 年度审计单位的议案》，公司财务报表审计机构由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为大华会计师事务所（特殊普通合伙）。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年财务报表出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

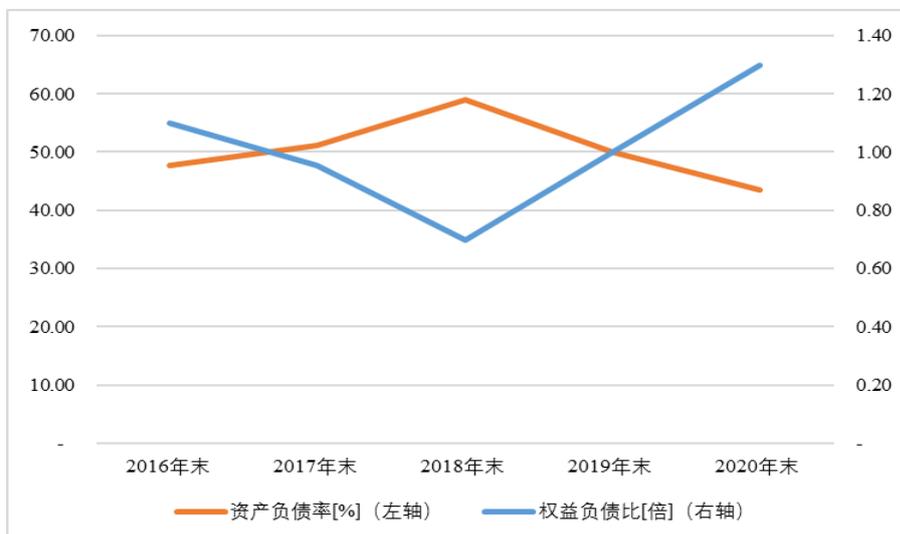
该公司自 2020 年起执行财政部 2017 年修订的《企业会计准则第 14 号-收入》和财政部于 2019 年 12 月 16 日印发的《碳排放权交易有关会计处理暂行规定》，上述会计政策变更未对公司财务报表产生重大影响。

截至 2020 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 7 家，结构化主体 1 家，较上年末无变化。结构化主体系宝新资产于 2017 年 3 月发起设立的宝新 3 号私募投资基金。宝新资产持有该基金 10% 的份额，同时担任基金管理人，公司作为投资人持有基金 90% 的份额。截至 2020 年末，宝新 3 号私募投资基金总资产为 3659.29 万元，净资产为 3642.99 万元，2020 年公司从中获取的投资收益为 470.73 万元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据宝新能源所提供数据绘制。

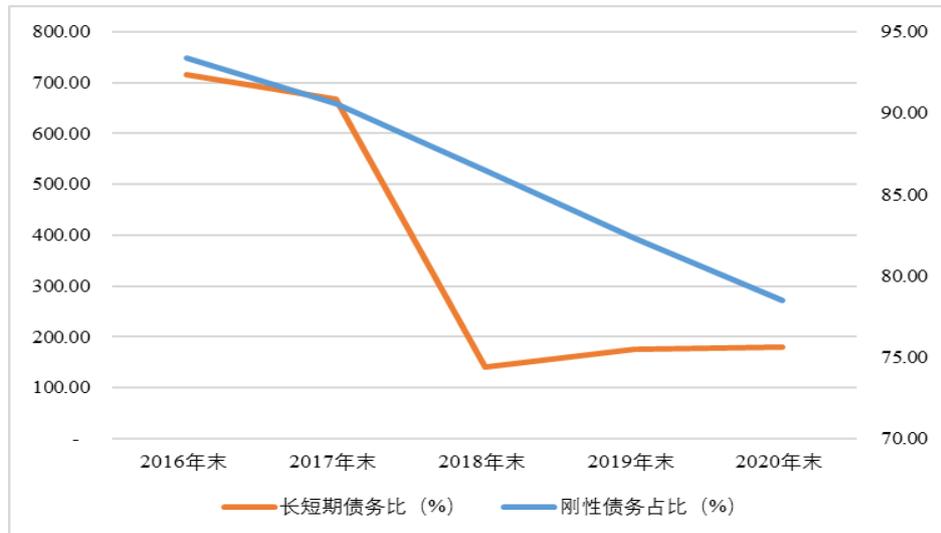
跟踪期内，随着中期票据、长期借款等逐步到期偿还，该公司债务规模继续下降。2020年末负债总额为84.02亿元，较上年末下降11.42%；资产负债率为43.53%，较上年末下降6.43个百分点。

跟踪期内，受益于发电业务盈利大幅增加，该公司所有者权益持续增长。2020年末，公司所有者权益为109.00亿元，较上年末增长14.72%。当年末实收资本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益的比重为56.36%，未分配利润占所有者权益的比重为43.76%，公司资本结构稳定性一般。近年来公司持续进行现金分红，2018-2020年度利润分配方案现金分红金额（含税）分别为2.18亿元、4.35亿元和6.53亿元⁸。2020年末权益负债比为1.30倍，公司权益对负债的保障程度持续提升。

⁸ 2020年度现金分红金额目前已支付完毕。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
刚性债务 (亿元)	70.11	80.67	110.12	78.06	65.94
应付账款 (亿元)	2.13	1.52	2.97	4.83	5.14
其他应付款 (亿元) ⁹	0.29	5.11	11.36	10.03	7.26
刚性债务占比 (%)	93.39	90.60	86.48	82.30	78.48
应付账款 (%)	2.84	1.71	2.33	5.10	6.12
其他应付款占比 (%)	0.38	5.74	8.92	10.57	8.64

资料来源：根据宝新能源所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司负债期限结构仍以长期为主。2020 年末长短期债务比为 179.81%，较上年末小幅上升 4.18 个百分点。

从债务构成来看，2020 年末该公司债务仍主要由刚性债务、应付账款及其他应付款构成，当年末刚性债务为 65.94 亿元，较上年末下降 15.53%，主要系公司之前发行的 15 宝新 MTN001 和 15 宝新 MTN002 到期兑付，加之部分长期借款逐步偿还所致，期末刚性债务占负债总额的比重为 78.48%。2020 年末应付账款为 5.14 亿元，较上年末小幅增长 6.33%，仍主要为煤炭及煤矸石采购款；同期末其他应付款为 7.26 亿元，较上年末下降 27.60%，主要系应付工程及设备款减少所致。此外，2020 年末，应交税费为 4.39 亿元，较上年末增加 2.55 亿元，主要系当期末应交所得税费用增加所致。

⁹ 根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，2018 年开始，在资产负债表中删除原“应付利息”及“应付股利”项目，归并至“其他应付款”项目。因此表中 2018 年末及以后的其他应付款余额包括应付利息及原其他应付款。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期刚性债务合计	4.41	3.40	36.25	17.86	12.13
其中: 短期借款	2.55	1.00	0.40	0.50	4.77
一年内到期的非流动负债	1.44	1.96	35.37	16.96	7.36
其他短期刚性债务	0.42	0.44	0.48	0.40	-
中长期刚性债务合计	65.70	77.27	73.86	60.20	53.81
其中: 长期借款	26.47	37.99	64.38	56.70	53.81
应付债券	39.23	39.28	9.48	3.50	-
综合融资成本 (年化, %)	4.49	4.53	4.65	4.96	4.55

资料来源: 根据宝新能源所提供数据整理。

从刚性债务情况来看, 该公司刚性债务以中长期刚性债务为主。2020 年末, 公司中长期刚性债务为 53.81 亿元, 占刚性债务的比重为 81.60%, 均为长期借款。长期借款主要为下属子公司电厂项目贷款, 由公司本部提供连带责任担保, 并以对应电厂设备抵押、电费收益权提供质押担保, 借款期限一般为 15 年, 年利率介于 4.41-4.90%。2020 年末, 短期借款为 4.77 亿元, 均为保证借款, 较上年末增加 4.27 亿元, 主要用于置换到期长期借款, 年利率介于 3.00-3.80%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业周期 (天)	59.33	75.88	73.41	79.77	64.53
营业收入现金率 (%)	112.23	124.68	109.20	113.00	111.36
业务现金收支净额 (亿元)	11.99	8.70	10.01	19.66	36.35
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.75	-1.01	-0.19	-0.63	-1.17
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	11.24	7.68	9.83	19.03	35.18
EBITDA (亿元)	15.28	8.35	14.38	23.20	34.65
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.27	0.11	0.15	0.25	0.48
EBITDA/全部利息支出 (倍)	6.67	2.45	2.98	4.51	9.32

资料来源: 根据宝新能源所提供数据整理。

注: 业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额; 其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主业为电力业务, 资金回笼情况较好, 2020 年营业收入现金率为 111.36%, 继续保持良好水平。2020 年由于电力业务营收增加, 同时煤炭等

原材料采购成本下降，电力业务净回笼资金规模明显扩大，当年经营活动产生的现金净流量为 35.18 亿元，同比增长 84.82%。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成。2020 年利润总额增长带动 EBITDA 同比增长 49.36% 至 34.65 亿元，当年 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.48 倍，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 9.32 倍，EBITDA 对利息支出的保障能力较强。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
回收投资与投资支付净流入额	-19.92	-7.41	1.82	19.08	1.06
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-15.07	-25.38	-23.13	-3.56	-3.42
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.00	-	0.01	-0.74	0.36
投资环节产生的现金流量净额	-35.00	-32.79	-21.30	14.79	-2.00

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

跟踪期内，该公司固定资产投资支出主要为公司总部大楼在建工程投入及对参股企业增资，资本性支出规模仍相对较低，投资环节现金流量净额主要受买卖股票等变动影响较大。2020 年，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金流量净额为-3.42 亿元，净流出额同比减少 0.14 亿元。同期回收投资与投资支付净流入额为 1.06 亿元，同比减少 18.02 亿元，随公司买卖股票等交易规模变化呈现较大波动。综上影响，2020 年，公司投资活动现金净流出 2.00 亿元。

(3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
权益类净融资额	26.33	-0.71	-0.65	-2.18	-4.35
债务类净融资额	24.68	7.17	24.65	-37.14	-15.84
其中：现金利息支出	2.42	3.32	4.65	5.02	3.88
筹资环节产生的现金流量净额	51.11	6.49	23.99	-39.34	-20.19

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

2020 年该公司筹资活动现金流量净额为-20.19 亿元，净流出规模较大主要系当年到期债务规模较大所致。当年公司债务类净融资额为-15.84 亿元，权益类净融资额为-4.35 亿元。综合而言，近年来公司电力业务规模持续扩大，经营性现金流表现良好，资本支出需求减少，对外融资需求有所下降。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	56.46	37.87	61.44	47.37	59.16
	35.86	21.78	28.46	24.95	30.65
其中：货币资金（亿元）	40.04	21.42	33.94	28.42	41.61
交易性金融资产	0.08	0.07	0.05	7.73	5.14
应收款项（亿元）	4.36	2.60	6.28	6.59	7.92
存货（亿元）	1.85	0.77	3.71	4.42	1.85
其他流动资产（亿元）	10.06	9.88	17.13	0.06	2.26
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	100.99	136.03	154.49	142.50	133.85
	64.14	78.22	71.54	75.05	69.35
其中：固定资产（亿元）	40.74	38.30	72.71	98.74	91.40
在建工程（亿元）	11.18	29.05	34.59	4.08	4.14
可供出售金融资产（亿元）	18.23	8.31	13.29	-	-
长期股权投资（亿元）	10.09	31.24	19.59	20.85	22.49
其他非流动资产（亿元）	11.17	20.94	6.39	6.39	3.15
期末全部受限资产账面金额（亿元）	55.85	81.82	103.75	99.09	87.33
期末抵押融资余额（亿元）	27.91	39.95	70.31	64.18	62.22
受限资产账面余额/总资产（%）	35.47	47.05	48.05	52.19	45.24

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

跟踪期内，受益于电力业务规模扩大，该公司资产总额有所增加。2020 年末资产总额为 193.02 亿元，较上年末小幅增长 1.66%。公司资产结构仍以非流动资产为主，2020 年末非流动资产为 133.85 亿元，较上年末下降 6.06%，占总资产的比重为 69.35%。由于公司业务以电力和金融投资为主，因此固定资产、在建工程和长期股权投资占非流动资产的比例较高。2020 年末固定资产为 91.40 亿元，较上年末下降 7.43%，主要为机器设备和房屋及建筑物等；同期末在建工程为 4.14 亿元，较上年末增长 1.42%，期末在建工程为公司总部大楼；同期末长期股权投资为 22.49 亿元，较上年末增长 7.83%，增幅部分主要系公司对汕尾公司新增注资 1.00 亿元。同期末其他非流动资产为 3.15 亿元，较上年末下降 50.81%，主要系一年以上增值税留抵税额减少所致。

2020 年末，该公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货构成。同期末货币资金为 41.61 亿元，较上年末增长 46.42%，主要系电力销售款项增加所致，其中受限货币资金为 0.20 亿元，为履约保证金。2020 年末交易性金融资产为 5.14 亿元，较上年末下降 33.49%，主要系公司当年出售国金证券、长城证券等股票所致。除 ST 奥吉特、ST 中海外，公司所持股票变现能力较强，但存在较大的公允价值波动风险。同期末应收账款为 7.92 亿元，较上年末增长 20.16%，主要为应收电费，账龄基本为一年以内，回收风险较小。同期末存货为 1.85 亿元，主要为煤炭、煤矸石等原材料，

较上年末下降 58.07%，主要系年末煤炭价格较高，公司减少煤炭采购所致。2020 年末，其他流动资产为 2.26 亿元，较上年末增加 2.20 亿元，主要系一年内可抵扣增值税留抵税额增加所致。

截至 2020 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 87.33 亿元，占总资产的 45.24%，主要为项目贷款进行抵押的固定资产和土地使用权等。较大规模的受限资产对公司资产质量及流动性产生一定影响。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率 (%)	612.89	326.26	115.85	137.65	197.02
速动比率 (%)	592.84	319.65	108.85	124.81	190.85
现金比率 (%)	435.49	185.19	64.09	105.04	155.68

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

受益于电力主业回笼货币资金增加，2020 年末该公司各项流动性指标均有所回升。当年末流动比率上升至 197.02%，现金比率上升至 155.68%。公司货币资金较为充裕，且持有有一定规模变现能力较强的上市公司股票，可为即期债务的偿付提供一定保障。

6. 表外事项

截至 2020 年末，该公司无合并报表外的对外担保，或有损失风险较小。

7. 母公司/集团本部财务质量

2020 年末，该公司本部资产总额为 110.95 亿元，公司本部资产集中于非流动资产，主要由长期股权投资、在建工程和其他权益工具投资构成。2020 年末，公司本部非流动资产为 98.45 亿元，其中长期股权投资为 89.09 亿元，主要是对子公司的投资。公司本部流动资产主要由货币资金及交易性金融资产构成。2020 年末，公司本部货币资金为 6.73 亿元。同期末公司本部持有的交易性金融资产为 4.93 亿元，主要为 A 股上市公司股票，变现能力较强。

2020 年末，该公司本部资产负债率为 20.52%，负债经营程度低。近年来公司本部均无营业收入，主营业务由下属子公司负责营运，集团本部起到战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能，但公司本部可获得一定的投资收益，为本部带来一定的利润。2020 年公司本部投资收益为 4.03 亿元，同比下降 50.08%，主要系处置国金证券股票发生亏损所致；受此影响，同期公司本部净利润同比下降 35.97% 至 6.11 亿元。同期本部经营性现金流量净额为 2.96 亿元，同比下降 63.67%，主要系当年收回的往来款减少所致。

外部支持因素

1. 良好的外部环境

该公司地处的广东省属于全国经济最为发达的省份，省内用电需求较大，为公司主业发电业务的运行提供了一定保障。此外公司下属荷树园电厂发电业务集中于清洁能源及可再生能源发电，可获得优先上网的政策支持。

2. 国有大型金融机构支持

授信方面，截至 2020 年末，该公司共获得银行综合授信 83.66 亿元，主要是工农中建交五大商业银行及邮储银行、国开行广东分行给予公司的综合授信，尚未使用的银行授信额度为 21.44 亿元，仍有一定融资空间。同时，公司作为上市公司，具有一定的资本市场融资能力。

图表 26. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模	利率区间
全部（亿元）	83.66	62.22	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	4.38	4.38	3.00%-3.50%
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	74.21	55.07	3.60%-4.655%
其中：大型国有金融机构占比（%）	88.70	88.51	-

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理（截至 2020 年末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

“16 宝新 01”及“16 宝新 02”：附该公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权

“16 宝新 01”及“16 宝新 02”的期限均为 5 年，均附第 3 年末该公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

上调票面利率选择权：该公司有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末上调本期债券后 2 年的票面利率。公司将于本期债券第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。若公司未行使利率上调权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

投资者回售选择权：该公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第 3 个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人。

2019 年，“16 宝新 01”和“16 宝新 02”回售金额分别为 17.40 亿元（不含利息）和 9.09 亿元（不含利息），回售后上述两支债券待偿还本金余额分

别为 2.60 亿元和 0.91 亿元。同时，该公司分别上调“16 宝新 01”和“16 宝新 02”后续存续期限的票面利率 227 个基点和 186 个基点，即在上述两支债券存续期后 2 年票面利率均为 6.00% 并固定不变。

跟踪评级结论

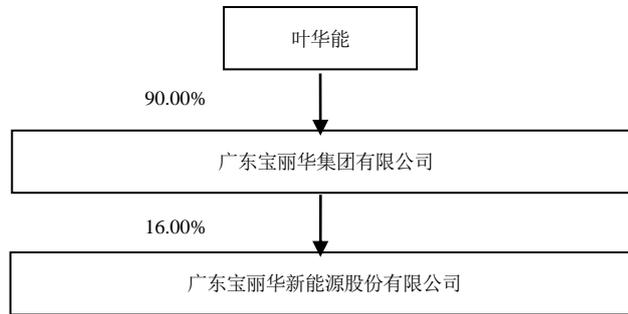
跟踪期内，该公司核心业务仍为新能源发电业务和金融投资业务。受新冠肺炎疫情影响，2020 年初广东省用电量有所下滑，但随着复工复产推进及区域经济恢复，全省用电需求逐步回升，公司 2020 年发电量亦小幅增长，加之煤炭价格回落使得发电成本下降，发电业务盈利得以提升。2020 年公司因处置国金证券股票产生亏损，同时持有的部分股票仍存在大额账面浮亏，当年实现的证券投资损益同比大幅下降。公司投资收益易受证券市场波动及投资企业经营状况变化影响，总体来看，公司面临较大的金融投资和证券价值波动风险。

跟踪期内，随着有息债务的逐步到期偿还，该公司债务规模继续下降。公司主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定变现能力较强的上市公司股票和理财产品，融资渠道畅通，可为债务的偿付提供良好保证。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）煤炭价格变化对该公司盈利状况带来的影响；（2）广东省内电力需求状况及电力市场改革进度对公司电厂运营的影响；（3）东方富海后续经营状况及业绩补偿兑现情况；（4）公司对外投资企业的经营状况、金融资产价值变动情况及投资风险。

附录一：

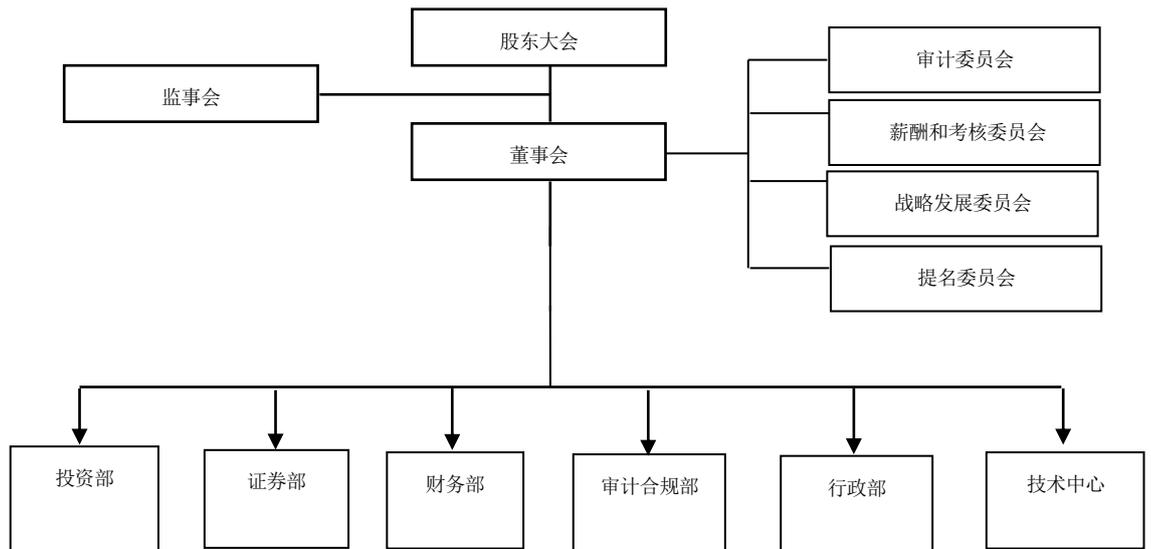
公司与实际控制人关系图



注：根据宝新能源提供的资料绘制（截至 2020 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据宝新能源提供的资料绘制（截至 2020 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
广东宝丽华新能源股份有限公司	宝新能源	本级	—	新能源发电、金融投资	3.52	88.19	-	6.11	2.96	
广东宝丽华电力有限公司	宝丽华电力	核心子公司	100.00	火力发电	/	39.64	42.86	13.95	/	
陆丰宝丽华新能源电力有限公司	陆丰电力	核心子公司	100.00	风力发电	/	34.32	29.21	3.22	/	

注：根据宝新能源 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	215.93	189.86	193.02
货币资金 [亿元]	33.94	28.42	41.61
刚性债务[亿元]	110.12	78.06	65.94
所有者权益 [亿元]	88.60	95.02	109.00
营业收入[亿元]	38.34	56.27	71.60
净利润 [亿元]	4.62	8.83	18.18
EBITDA[亿元]	14.38	23.20	34.65
经营性现金净流入量[亿元]	9.83	19.03	35.18
投资性现金净流入量[亿元]	-21.30	14.79	-2.00
资产负债率[%]	58.97	49.96	43.53
权益资本与刚性债务比率[%]	80.46	121.72	165.29
流动比率[%]	115.85	137.65	197.02
现金比率[%]	64.09	105.04	155.68
利息保障倍数[倍]	1.96	3.01	7.19
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	73.41	79.77	64.53
毛利率[%]	31.58	30.69	41.99
营业利润率[%]	17.98	20.06	32.08
总资产报酬率[%]	4.84	7.63	13.96
净资产收益率[%]	5.33	9.62	17.82
净资产收益率*[%]	5.34	9.62	17.82
营业收入现金率[%]	109.20	113.00	111.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	30.40	43.53	109.18
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.60	30.44	37.10
EBITDA/利息支出[倍]	2.98	4.51	9.32
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.25	0.48

注：表中数据依据宝新能源经审计的 2018~2020 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	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 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	1
		市场竞争	6
		盈利能力	1
		公司治理	5
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	1
		负债结构与资产质量	3
		流动性	2
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA ⁺

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2016年8月10日	AA ⁺ /稳定	陈思阳、莫燕华、单玉柱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2014) 电力行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月12日	AA ⁺ /稳定	陈溢文、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(电力)MX-GS013(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年3月29日	AA ⁺ /稳定	陈溢文、喻俐萍	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(电力)MX-GS013(2019.8)	-
16宝新01	历史首次评级	2016年8月10日	AA ⁺	陈思阳、莫燕华、单玉柱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2014) 电力行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月12日	AA ⁺	陈溢文、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(电力)MX-GS013(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年3月29日	AA ⁺	陈溢文、喻俐萍	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(电力)MX-GS013(2019.8)	-
16宝新02	历史首次评级	2016年11月28日	AA ⁺	陈思阳、莫燕华、单玉柱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2014) 电力行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月12日	AA ⁺	陈溢文、王树玲	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(电力)MX-GS013(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年3月29日	AA ⁺	陈溢文、喻俐萍	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 电力行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(电力)MX-GS013(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。