

广东宝丽华新能源股份有限公司

2016 年公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

 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.

概述

编号:【新世纪债评(2016)011054】

评级对象: 广东宝丽华新能源股份有限公司 2016 年公开发行公司债券(第二期)(本期债券/债项)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺(未安排增级)

评级时间: 2016 年 11 月 28 日

计划发行: 不超过 30 亿元(含 30 亿元)

本期发行: 不超过 10 亿元(含 10 亿元)

存续期限: 5 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还公司债务及补充流动资金

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本

主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
金额单位:人民币亿元				
母公司数据				
货币资金	11.65	5.94	2.97	1.07
刚性债务	10.00	10.00	13.47	9.48
所有者权益	32.33	37.28	37.42	63.36
经营性现金净流入量	9.03	-6.50	-2.40	17.83
合并数据及指标:				
总资产	98.76	95.56	97.02	128.31
总负债	52.91	45.42	46.43	48.43
刚性债务	44.98	41.40	43.12	44.37
所有者权益	45.86	50.14	50.58	79.88
营业收入	56.56	46.97	35.74	16.22
净利润	11.07	10.21	6.44	3.94
经营性现金净流入量	27.35	16.25	11.45	6.97
EBITDA	21.76	20.45	15.26	—
资产负债率[%]	53.57	47.53	47.86	37.75
权益资本与刚性债务 比率[%]	101.94	121.10	117.30	180.04
流动比率[%]	197.30	168.12	101.63	440.36
现金比率[%]	134.13	137.62	78.40	264.75
利息保障倍数[倍]	5.85	5.99	4.30	—
净资产收益率[%]	26.31	21.28	12.79	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	49.77	33.22	24.94	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	50.13	23.22	-5.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.31	7.60	5.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.47	0.36	—

注:根据宝新能源经审计的 2013~2015 年及 2016 年上
半年财务数据整理、计算。

分析师

陈思阳 csy@shxsj.com

莫燕华 myh@shxsj.com

单玉柱 shanyuzhu@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

陈思阳 莫燕华 单玉柱

评级观点

主要优势/机遇:

- **区域环境较好。**宝新能源主业所处广东省经济总量连续多年全国第一,全省用电需求规模较大且持续增长,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。
- **细分领域竞争优势。**宝新能源投建的梅县荷树园电厂项目是广东省第一家采用先进的循环流化床洁净煤燃煤技术、综合利用煤矸石发电、单机容量最大的资源综合利用项目,在细分领域具有较强的竞争优势。定向增发募投项目陆丰甲湖湾项目建成后,公司装机规模将大幅提升,将进一步巩固在高效节能清洁燃煤发电领域的竞争优势。
- **政策支持。**宝新能源从事洁净煤燃烧技术发电和风力发电业务,符合国家节能减排的要求,可享受优先上网、较高的上网电价等政策支持,为公司盈利的稳定性提供了保障。
- **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 2016 年 6 月末未使用授信额度为 81.48 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。近期公司成功完成定向增发募集资金净额 30.65 亿元,进一步增强了资本实力。

主要风险/关注:

- **发电机组利用效率下降。**近年来,广东省内用电需求增长放缓,且未来随着西南地区大水电项目的陆续投产,西电东送电量可能增加,此外广东部分火电和沿海核电项目也将陆续投产,将挤压广东省内火电机组利用小时水平,导致宝新能源火电机组利用效率下降。
- **电价下调风险。**受国家环保要求提升以及煤电价格联动机制影响,火电机组上网电价连续多次下调,火力发电厂盈利空间受到一定影响。
- **资本性支出压力。**电力行业是资本密集型行业,为实现发展规划,宝新能源未来 3 年计划投资

规模较大，将面临较大的资本支出压力。

- **金融投资风险。**近年来宝新能源证券投资规模不断扩大，近期证券市场股价波动频繁，公司存在一定的资产价值变动的风险和投资风险。

➤ 未来展望

通过对宝新能源及其发行的本期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，认为本期债券还本付息安全性很高，并给予本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

声明

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。

本信用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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《电力行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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、出售或以任何方式外传。

广东宝丽华新能源股份有限公司

2016 年公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

一、公司概况

广东宝丽华新能源股份有限公司（以下简称“宝新能源”、“该公司”、“公司”）为深圳证券交易所 A 股上市公司（股票代码：000690），原名为广东宝丽华实业股份有限公司，是 1996 年经广东省人民政府批准，由广东宝丽华集团有限公司（以下简称“宝丽华集团”）为主要发起人，联合梅县金穗实业发展有限公司等四家公司共同发起设立的股份公司，初始注册资本 3750 万元。1997 年 1 月，经中国证券监督管理委员会“证监发字[1996]414 号”文和“证监发字 [1996]415 号”文批准，公司向社会公开发行人民币普通股 1250 万股，并在深圳证券交易所挂牌交易。2006 年 6 月公司更名为现名。之后，经过多次增发、配股及资本公积转增股本等事项，截至 2015 年末公司实收资本为 17.27 亿元，资本公积为 3.29 亿元，控股股东为宝丽华集团（截至 2015 年末持股比例为 30.24%），实际控制人为自然人叶华能先生。2016 年 4 月，公司非公开发行股票募集资金 31 亿元（其中控股股东宝丽华集团认购金额 3.10 亿元），截至 2016 年 6 月末，公司实收资本为 21.76 亿元，资本公积为 29.45 亿元，控股股东仍为宝丽华集团（持股比例降至 26.11%），实际控制人仍为叶华能先生。

该公司设立之初主业为服装、建筑、房地产业务，2003 年开始进入电力生产行业，并于同年底完成服装主业与电力生产业务的置换，目前公司形成了煤矸石发电、风电等新能源发电和金融投资两大业务板块。截至 2016 年 6 月末，公司已运营的火电装机容量为 147 万千瓦（燃烧煤矸石掺烧劣质煤进行发电），风电装机容量为 4.8 万千瓦，合计 151.8 万千瓦；目前正在推进陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW 超超临界机组）的建设。公司下属的梅县荷树园电厂（燃烧煤矸石掺烧劣质煤进行发电）是全国最大的资源综合利用电厂。截至 2016 年 6 月末，纳入公司合并报表范围的子公司共 7 家，公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

二、债项概况

(一) 本次债券概况

该公司拟公开发行不超过 30 亿元（含 30 亿元）的公司债券，期限不超过 5 年（含 5 年）。本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后将用于偿还公司债务和补充流动资金。本次债券采用分期发行的方式，本期为第二期，基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元），期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。公司发行本次债券的方案分别于 2016 年 7 月 18 日和 2016 年 8 月 4 日获得公司董事会和股东大会决议通过。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	广东宝丽华新能源股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）
总发行规模:	不超过 30 亿元人民币（含 30 亿元）
本期发行规模:	基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）
本期债券期限:	5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	由发行人和主承销商按照相关规定根据市场询价结果协商确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：宝新能源

截至 2016 年 6 月末，该公司待偿还债务融资工具本金余额合计 9.50 亿元（详见图表 2）。

图表 2. 公司已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 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 宝新 MTN001	6.00	5	6.50	2015-06-18	未到期
15 宝新 MTN002	3.50	5	6.00	2015-09-10	未到期
合计	9.50	—	—	—	—

资料来源：宝新能源

(二) 本次债券募集资金用途

该公司本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后将用于偿还公司债务和补充流动资金，其中偿还公司债务规模不超过 12 亿元（含 12 亿元），补充流动资金规模不超过 18 亿元（含 18 亿元）。

三、宏观经济和政策环境

2016 年以来,我国宏观经济发展仍面临较为复杂的国际与国内环境,下行压力依然较大。

2016 年上半年,中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济经历复苏过程后正逐渐企稳,但外部环境波动性的增加导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下,欧盟经济总体上保持温和复苏的态势,并且主权信用风险有所缓解。但是英国脱欧公投等事件的扰动增加了欧盟经济复苏过程中的不确定性。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降,并且其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年上半年, 国际石油价格保持低迷,石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升,全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中,印度维持了中高速的增长态势,俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下,经济仍然处于衰退状态,但是程度有些微收敛;巴西的经济风险和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下,美国回归常规货币政策的步伐近期偏于保守;在经济不确定性增加的情况下,欧元区为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机,将继续维持量化宽松的货币政策;日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策,并有可能加大财政刺激的力度。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年上半年,中国对外开放水平继续提高,人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强,资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进,将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系,为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时,国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年上半年,中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上,财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行,对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债

务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，但是流动性注入实体经济的过程略显不畅，未来的经济政策力度可能更加偏向财政政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第二季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，与第一季度持平，说明经济下行压力虽然存在但近期有一定程度的缓和。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持一定的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持中高速增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

该公司所处电力行业属于基础能源行业，与宏观经济走势密切相关。近年来，受宏观经济增速放缓影响，我国电力需求增速明显下滑，对电力企业的经营产生一定影响。

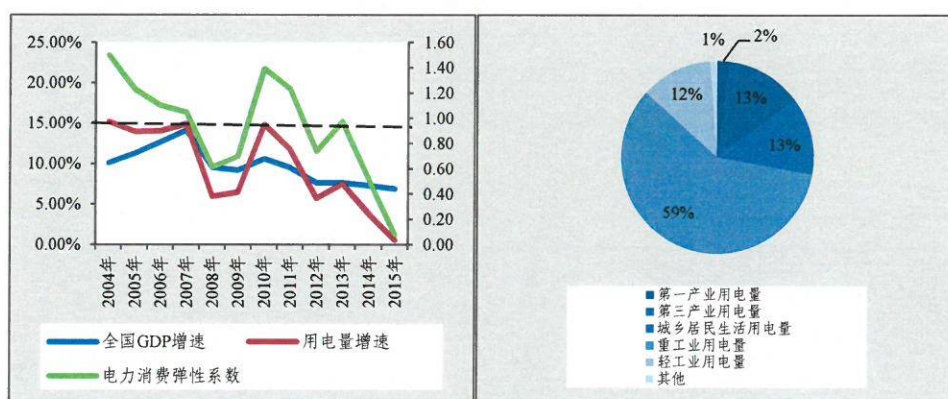
四、公司所处行业及区域经济环境

受国内经济增速明显减缓及产业结构调整力度逐步加大的影响，我国电力需求相对疲弱，近年来全社会用电量增速明显放缓；发电设备平均利用效率不断降低，电力供需总体呈现出宽松状态，产能过剩问题逐步凸显。当前，大气污染问题亟待解决，电源及发电量结构向清洁能源倾

斜力度更大，火电面临持续的运营压力。

电力行业是国民经济发展中基础能源行业，该行业与宏观经济增长情况息息相关，且其需求增速和宏观经济增长具有较强的同向性。随着近几年我国宏观经济增长逐步放缓（国内生产总值（年）同比增速由 2010 年的 10.60% 下降到 2015 年的 6.90%），产业结构调整力度逐步加大（第一产业创造 GDP 保持缓慢增速，第二产业创造 GDP 逐渐下行，第三产业创造的 GDP 逐渐上扬），全国用电需求呈现缓慢增长，总体上我国电力供应较为宽松。

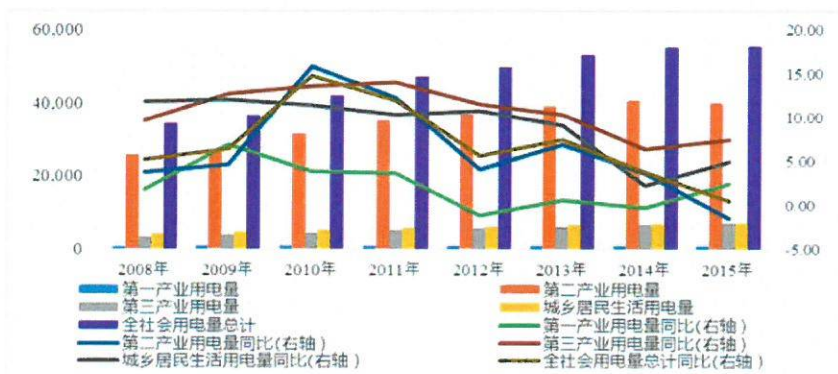
图表 3. GDP 增速与全社会用电量情况



数据来源：中电联

从行业下游情况来看，我国的电力消费以第二产业中的重工业消费为主。冶金、化工、有色金属和建材四个行业为电力消耗的主要行业，四大高耗能产业电力的消费量约占整个电力消费量的 40%。由于目前国家对能源资源紧缺、气候变化及环境污染等问题给予了高度关注，对于高耗能产业正在实施逐步的限制和改造政策，四大电力消耗行业增长率正逐步回落，第二产业用电量同比持续下滑，全社会用电量近年来增幅较小。

图表 4. 近年来各产业用电比较（单位：亿千瓦时、%）



数据来源：Wind 资讯

在下游消费需求不足和前期电源投资产能持续释放双重背景下，电力行业供大于求矛盾愈发突出。2015 年，全国全社会用电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.52%，增速同比下降 3.25%。分产业来看，第一产业用电量 0.10 万亿千瓦时，同比增长 2.5%；第二产业用电量 4 万亿千瓦时，同比下降 1.4%，是 40 年来首次出现负增长，占全社会用电量的比重为 72.15%，较上年下降 1.45 个百分点。其中，化工、建材、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大高耗能行业用电量同比下降 1.2 个百分点，是导致第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因；第三产业用电量 0.72 万亿千瓦时，同比增长 7.5%，占全社会用电量的比重由上年的 12.06% 提高至 12.90%；城乡居民生活用电量 0.73 万亿千瓦时，同比增长 5.0%。随着产业结构的调整、工业转型升级步伐的加快以及居民用电水平的提高，拉动电力消费增长的主要动力正在从传统高耗能产业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。我国全年过剩电量不断扩大，电力行业面临一定的产能过剩问题。

图表 5. 近年来电力产销情况（单位：万亿千瓦时）



数据来源：Wind 资讯

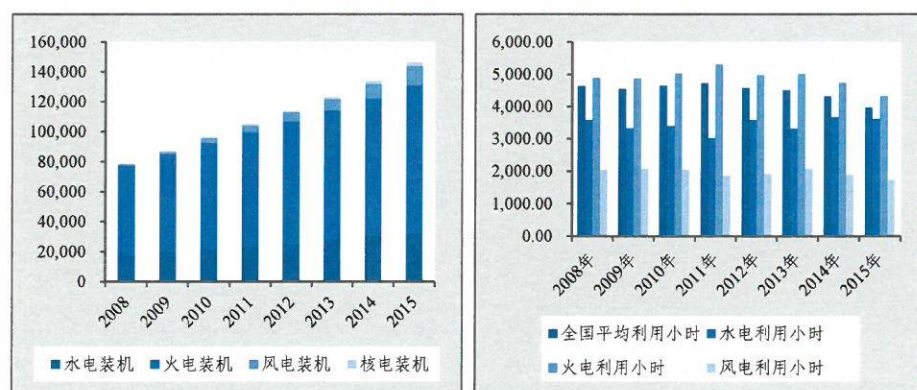
从装机容量来看，截至 2015 年末，全国发电装机容量 15.09 亿千瓦，同比增长 10.5%。其中，火电装机容量 9.90 亿千瓦，同比增长 7.8%，占总装机容量的比重由上年末的 67.32% 降至 65.65%；水电装机容量 3.19 亿千瓦，同比增长 4.9%，占比由上年末的 22.2% 降至 21.17%；核电、并网风电和并网太阳能发电装机容量分别为 0.26 亿千瓦、1.29 亿千瓦和 0.43 亿千瓦，分别同比增长 29.9%、33.5% 和 73.7%。受国家节能减排等因素影响，火电装机容量整体增速有所下降；核电、风电和太阳能等受益于国家的政策支持，装机容量增速较快，占总装机容量的比重不断上升。

2015 年，全国累计发电量为 5.62 万亿千瓦时，同比减少 0.20%。全

年来水情况较好,水电发电量达 1.00 万亿千瓦时,占全国发电量的 17.7%,较上年下滑 1.11 个百分点;受全国用电量增速下降及清洁能源发电量提升的挤压,火电全年完成发电量 4.21 万亿千瓦时,同比下降 2.80%,占全国发电量的 74.9%。核电和并网风电分别为 0.17 万亿千瓦时和 0.19 万亿千瓦时,同比分别增长 27.25%和 15.75%,占全国发电量的比重分别比上年提高 0.66 个和 0.46 个百分点。

受电力需求增长放缓、新能源装机容量占比不断提高等因素影响,电力市场供给相对过剩,全国发电机组利用小时持续下降。2014 年 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4286 小时,同比下降 235 小时。2015 年以来,全国发电设备机组利用小时降幅继续扩大。全国发电设备平均利用小时为 3969 小时,同比下降 349 小时,是 1978 年以来的最低水平。其中,火电设备平均利用小时 4329 小时,同比降低 410 小时,是 1978 年以来的最低水平。与上年相比,除江西外其他省份的火电利用小时均有不同程度下降,其中,云南和重庆下降超过 1000 小时,福建、广西等 11 个省份下降超过 500 小时;水电设备平均利用小时 3621 小时,同比降低 48 小时。与上年相比,一半省份水电设备平均利用小时同比下降,其中广东、海南和内蒙古下降超过 1000 小时;核电设备和并网风电设备平均利用小时分别为 7350 小时和 1728 小时,分别同比下降 437 小时和 172 小时。

图表 6. 全国机组装机及利用小时情况 (单位:万千瓦,小时)



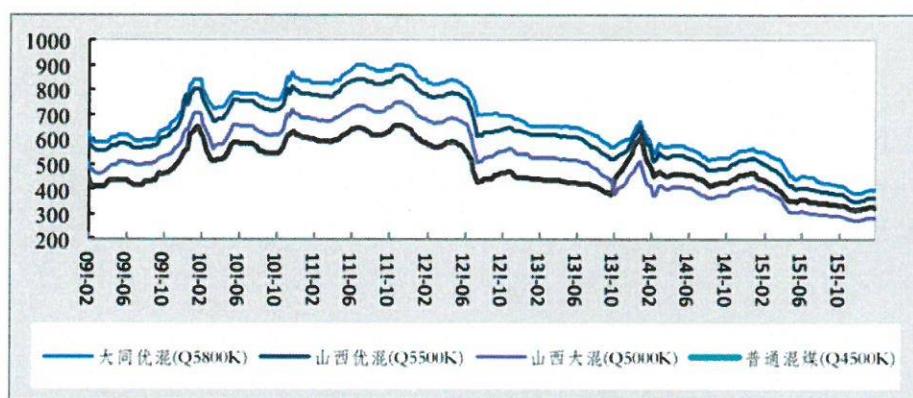
数据来源: WIND

我国电力总量以火力发电为主,火力发电量约占总发电量的 75%。受煤电价格联动等因素影响,近期,火电上网价格被多次下调,这使得火电企业盈利空间的进一步提升受到一定限制,但火电企业仍可在电煤价格持续低位运行的环境下实现较好收益;受国家大力推进节能环保政策

等因素影响，火电企业环保成本及管理面临新挑战，水电、风电以及核电等其他清洁能源企业将获得新的发展机遇。

从电源结构方面来看，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位。2015 年，电力的消费中火电占比仍相对稳定，约占总电力消费的 75%。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。由于煤炭行业产能过剩严重，且国外煤炭成本低廉，使得近年来整体煤炭价格持续走低，价格下滑趋势使得火电企业成本压力减轻，对缓解行业压力有一定的积极作用。

图表 7. 秦皇岛动力煤价格走势情况（单位：元/吨）



数据来源：WIND

由于煤价的持续下跌，接接触发煤电价格联动机制，2013 年以来，国家连续四次下调燃煤发电企业标杆上网电价，最新调整文件为国家发展改革委《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格[2015]3105 号），各省最新燃煤发电企业上网电价 2016 年 1 月 1 日起执行，本次电价下调幅度高于前三次，平均下调 3 分/千瓦时。其中，广东省燃煤机组上网电价下调 2.3 分/千瓦时，调整后的燃煤发电标杆上网电价为 0.4235 元/千瓦时。火电上网价格的持续下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，但综合燃煤价格持续走低和火电上网价格下调的影响，火电企业整体经营业绩仍保持中低速增长。从全国范围来看，随着电力资源的大规模输送以及上网电价的逐步调整，不同地区燃煤电厂的差异化程度正在逐渐缩小。

图表 8. 近年来燃煤发电上网电价调整情况

文件编号	执行时间	平均下调幅度	广东省燃煤发电上网电价下调幅度	下调后广东省燃煤发电标杆上网电价
发改价格[2013]1942 号	2013 年 9 月	1.4 分/千瓦时	1.9 分/千瓦时	0.4970 元/千瓦时
发改价格[2014]1908 号	2014 年 9 月	0.93 分/千瓦时	1.2 分/千瓦时	0.4750 元/千瓦时
发改价格[2015]748 号	2015 年 4 月	2 分/千瓦时	2.85 分/千瓦时	0.4465 元/千瓦时
发改价格[2015]3105 号	2016 年 1 月	3 分/千瓦时	2.3 分/千瓦时	0.4235 元/千瓦时

资料来源：发改委网站

随着环保标准的提升，国家对供电煤耗、能效准入、大气污染物排放及区域煤电布局等方面提出了更为明确的发展目标和更为严格的环保标准，火电企业环保成本及管理面临新挑战，而水电、风电以及核电等其他清洁电源企业将获得新的发展机遇。

现阶段，随着中央政府推进综合试点与售电侧试点工作的进一步开展，电力市场将逐渐放开，电力行业竞争将加剧。

电力体制改革进程在 2014 年得以重启，经过了一年的审议，改革纲领性文件《关于进一步深化电力体制改革若干意见》中发[2015]9 号（以下简称“9 号文”）于 2015 年 3 月最终落实。9 号文明确了改革的总体思路和基本原则，未来将有序推进包括梳理电价形成机制、转变电网职能、放开售电侧等在内一系列重点任务。电力体制改革作为国家能源战略中重要的一环，将逐步引导电力产业向更为清洁、环保、节能、经济的方向发展。9 号文的出台无疑对发电企业成本控制、环保措施等方面提出了更高要求。

2015 年 11 月，中央政府开始在推进综合试点与售电侧试点方面发力。国家发改委先后下发了《关于同意云南省、贵州省开展电力体制改革综合试点的复函》、以及《关于同意重庆市、广东省开展售电侧改革试点的复函》《关于印发电力体制改革配套文件的通知》等文件。在《关于推进售电侧改革的实施意见》一文中，政府为售电公司的资产门槛做出了明确的要求。从《关于同意山西省开展电力体制改革综合试点的复函》、《关于扩大输配电价改革试点范围有关事项的通知》和《关于征求做好电力市场建设有关工作的通知意见的函》等文件中可以看出新电改正在进入加速摊开状态。

从行业竞争来看，电力行业属于公共事业具有一定的公益性质，目前我国电力行业属于垄断行业。但是随着 2015 年 11 月中央政府《关于印

发电力体制改革配套文件的通知》，也就是业内所说的“六大配套文件”的推出，我国电力行业将很可能一改目前的运营格局，电力行业将市场化，电力企业的竞争将加剧；在响应中央积极推行清洁能源的号召前提下，成本控制等因素将成为影响企业竞争力的核心因素。

受国内经济增速明显减缓及产业结构调整力度逐步加大的影响，我国电力行业需求相对降低，但目前我国电力消费水平仍处于较低阶段，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业仍具有一定发展空间。

未来，我国电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，水电、风电和核电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。随着对电力体制进一步深度和广度的改革，电力行业整体竞争格局将发生质的影响。打破电力行业垄断格局、引入新的竞争，电力行业将从强监管保护向市场化竞争逐步过渡。

煤矸石发电具有节能环保功效，近十年来我国出台了多项政策支持煤矸石发电的发展，煤矸石发电具有较好的发展前景。

煤矸石是采煤过程和洗煤过程中排放的固体废物。从煤炭开采来看，中国每生产 1 亿吨煤炭，排放矸石 1400 万吨左右；从煤炭洗选加工来看，每洗选 1 亿吨炼焦煤排放矸石量 2000 万吨，每洗 1 亿吨动力煤，排放矸石量 1500 万吨。煤矸石的大量堆放不仅压占土地，影响生态环境，而且煤矸石在适宜的条件下易发生自燃，排放的有害气体污染大气环境，影响矿区周边居民的身体健康。随着国家环保执法力度的不断加大，人们对环境质量要求的提高，解决煤矸石污染环境的问题显得越来越突出，煤矸石发电是充分利用煤矸石的有效热成分，变废为宝，解决污染的有效途径。

自 1999 年以来，国家相关部门出台了一系列法律法规及相关政策支持煤矸石发电的发展。1999 年 10 月，国家经济贸易委员会、科学技术部印发了《煤矸石综合利用技术政策要点》，提出鼓励推广利用煤矸石和煤泥等低热值燃料发电；鼓励以煤矸石制砖等各种建材及从煤矸石中回收有用物质；2007 年 1 月，国家发改委、建设部印发《热电联产和煤矸石综合利用发电项目建设管理暂行规定》的通知，提出煤矸石综合利用发电项目优先安排建设大中型循环流化床发电机组；煤矸石综合利用发电项目应优先上网发电；2008 年 8 月，《中华人民共和国循环经济促进法》提出鼓励对煤矸石等工业废物进行综合利用；鼓励建设利用煤矸石等低热值燃料的并网发电项目，电网企业应当全额收购该等并网发

电项目的上网电量；2015 年 4 月《煤炭清洁高效利用行动计划（2015~2020 年）》提出加大煤矸石、煤泥、煤矿瓦斯、矿井水等资源化利用的力度，到 2020 年，煤矸石综合利用率不低于 80%。随着环保政策的趋严，煤矸石发电未来具有较好的发展前景。

图表 9. 关于煤矸石发电的主要扶持政策

时间	政策名称	主要内容
1999.10	国家经济贸易委员会、科学技术部关于印发《煤矸石综合利用技术政策要点》的通知	鼓励推广利用煤矸石和煤泥等低热值燃料发电；确定煤矸石发电的各项技术要求及对锅炉的特殊要求；鼓励以煤矸石制砖等各种建材及从煤矸石中回收有用物质。
2004.5	国家发改委印发《关于加强煤矸石发电项目规划和建设管理工作的通知》	要求有关部门做好煤矸石综合利用及煤矸石发电规划；确定煤矸石发电厂的建设条件，对煤矸石的品质和资源量作了具体要求；指出环境保护的重要性；煤矸石发电必须执行国家电力体制改革的有关政策；加强煤矸石发电项目运行的监督管理。
2007.1	国家发改委、建设部关于印发《热电联产和煤矸石综合利用发电项目建设管理暂行规定》的通知	发改委负责煤矸石综合利用发电规划、项目申报与核准，以及相关监管工作；煤矸石综合利用发电项目优先安排建设大中型循环流化床发电机组；煤矸石综合利用发电项目的上网电价执行国家发展改革委颁布的《上网电价管理暂行办法》；煤矸石综合利用发电项目应优先上网发电。
2007.8	国家发改委印发《关于 2007-2010 年煤矸石综合利用电厂项目建设有关事项的通知》	确定 2007-2010 年全国新建煤矸石综合利用电厂 50 座，总装机容量 2,000 万千瓦。
2008.1	国家发改委印发《关于煤矸石综合利用电厂项目核准有关事项通知》	企业投资建设的煤矸石综合利用电厂项目（含煤矸石热电联产项目）应报国家发改委核准；煤矸石综合利用电厂项目申请报告由具备甲级工程咨询资格的机构编制；项目按照有关规定附送环保、土地、城乡规划等相关部门的审批意见；煤矸石综合利用电厂开工需报国家发改委备案并应定期报告工程进展情况。
2008.8	《中华人民共和国循环经济促进法》	鼓励对煤矸石等工业废物进行综合利用；鼓励建设利用煤矸石等低热值燃料的并网发电项目，电网企业应当全额收购该等并网发电项目的上网电量。
2014.12	《煤矸石综合利用管理办法（2014 年修订版）》	鼓励煤矸石大宗利用和高附加值利用，其中包括煤矸石循环流化床发电和热电联产。
2015.4	《煤炭清洁高效利用行动计划（2015~2020 年）》	加大煤矸石、煤泥、煤矿瓦斯、矿井水等资源化利用的力度，到 2020 年，煤矸石综合利用率不低于 80%。

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

此外，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，一定程度上保证了煤矸石发电企业的机组运营效率。

广东省经济总量位列各省市首位，但近年来用电增速有所下滑，且

地区装机规模不断增加，电力供应较为富余，机组利用效率持续下滑。省内风电、核电等清洁能源装机占比不断提升，火电机组运营受到挑战。广东省电力供需形势的变化将对省内火电企业的运营具有较大影响。

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。2015 年全省实现地区生产总值(GDP)72812.55 亿元，比上年增长 8.0%，增速高于全国平均水平。其中，第一产业增加值 3344.82 亿元，增长 3.4%，对 GDP 增长的贡献率为 1.7%；第二产业增加值 32511.49 亿元，增长 6.8%，对 GDP 增长的贡献率为 41.2%；第三产业增加值 36956.24 亿元，增长 9.7%，对 GDP 增长的贡献率为 57.1%。三次产业结构为 4.6:44.6:50.8。

广东省经济发展一直处于全国领先水平，进而有效地拉动了省内电力需求的持续增长。2009-2014 年，广东省全社会用电量从 3609.40 亿千瓦时上升到 5235.23 亿千瓦时，年均复合增长率达到 6.39%。2015 年以来受宏观经济下行及产业结构调整等因素影响，广东省用电需求增速放缓，2015 年省内全社会用电量 5130.69 亿千瓦时，同比仅增长 1.4%，增速同比减缓 7.0 个百分点；全省同期发电量 3900.21 亿千瓦时，同比增长 0.4%，其中火电发电量为 1447 亿千瓦时，同比下降 2.8%。

广东省电力供应主要由本地发电和外来电两部分构成。其中，外来电是指由电网从省外统一调配的电力资源。2015 年末，广东省总装机容量为 9935 万千瓦，其中火电装机 7477.90 万千瓦。由于省内用电量增速下滑明显，而区域内装机容量规模较大，且受外送电量的挤压（2015 年西电超计划赠送广东，广东电网公司全年购西电电量 1682.1 亿千瓦时，同比增长 6.8%，超计划赠送 128 亿千瓦时，西电电量约占全省统调购电量的 33.4%），省内发电机组利用效率持续下降，2013-2015 年广东省综合机组利用小时数分别为 4650 小时、4240 小时和 4049.18 小时。加之省内新建核电、煤电的陆续投产，火电发电效率受到明显抑制，2013-2015 年广东省火电机组利用小时分别为 4577 小时、4262 小时和 4028.02 小时。当前广东省处于电力供应富裕状态，火电运营面临持续的竞争压力。

此外，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。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为民营控股上市公司，实际控制人为自然人叶华能先生，股权结构清晰。

截至 2016 年 6 月末，该公司实收资本为 21.75 亿元，控股股东为宝丽华集团，持股比例为 26.11%，实际控制人为自然人叶华能先生。公司产权状况详见附录一。

该公司是控股股东宝丽华集团核心投资主体，除公司外，实际控制人叶华能先生通过宝丽华集团还投资了梅县雁南飞茶田有限公司（简称“雁南飞茶田”）、广东宝丽华服装有限公司（简称“宝丽华服装”）、梅县宝丽华花木有限公司等子公司，涉及旅游、茶叶、水果种植和纺织服装业务，拥有“雁南飞”旅游和“绅浪”服装两个品牌。截至 2015 年末，宝丽华集团合并口径总资产为 112.93 亿元，净资产为 61.74 亿元；2015 年实现营业收入 37.67 亿元，净利润 5.96 亿元。

（二）公司法人治理结构

作为上市公司，该公司法人治理结构相对完善，运营管理及财务具有较强的独立性。

作为上市公司，该公司按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等相关法律法规和公司章程的规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和经理层组成的经营、决策、监督相互制衡的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会报告、监事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权；董事会为公司的日常决策机构，公司董事会由 9 名董事组成，并设立董事长和副董事长各 1 名。董事会由股东大会选举或更换，任期三年。公司董事会下设审计委员会、薪酬与考核委员会、战略发展委员会、提名委员会等。监事会为公司的监督机构，由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理 1-3 名，由董事会聘任或解聘。经理层为公司执行机构，对董事会负责。

该公司关联交易体现为公司从关联方宝丽华服装定制员工制服、租

用宝丽华服装办公楼以及向雁南飞茶田支付餐饮住宿费等形成了小额的日常关联交易。公司关联交易均按市场价格确定，对其生产经营及财务无重大影响。

（三）公司管理水平

该公司内控体系较为完善，经营管理较为规范，组织架构设置可以满足其现阶段经营管理的需要。

该公司本部承担了投资管理的职能，业务经营由下属子公司具体负责。公司设有投资部、证券部、财务部、审计合规部、行政部和技术中心几个职能部门。（公司组织结构图详见附录二）

该公司对下设的控股子公司实行扁平化的统一管理，由公司职能部门对应子公司的对口部门进行指导、监督及支持。各全资及控股子公司必须统一执行公司颁布的各项规章制度，必须根据公司的总体经营计划开展经营，公司对各子公司的机构设置、资金调配、人员编制、职员录用、培训、调配和任免实行统一管理，保证公司在经营管理上的有效集中。

财务及资金管理方面，该公司建立健全了《财务管理制度》，配套制定了各岗位财会人员工作职责规定，对公司会计政策、各财务事项核算办法进行了明确规定，确保做好公司财务计划、调控、监督、分析、考核工作。公司资金由财务部门统一筹集，经公司批准，投入一定资金以保证正常的生产经营活动。公司及各子公司设置现金日记账，严格遵守国家的现金管理制度的规定，在允许的范围内，办理现金支出业务。

投融资管理方面，该公司建立了《投资管理制度》、《融资管理制度》，对公司投融资的基本原则、投融资的审批权限及审议程序、投融资事项研究评估、投融资计划的进展跟踪及责任追究等，都作了明确的规定。公司要求投资需符合国家产业政策和公司的发展战略与业务规划。公司投资部门负责对投资项目的可行性研究和评估、跟踪投资项目的执行情况，并对投资项目进行评价。

生产管理方面，该公司在生产方面制订了生产调度管理标准、设备巡回检查管理标准、发电设备可靠性管理标准、缺陷管理标准、文明生产管理标准等规定；在发电运行方面制订了交接班管理标准、设备定期试验、维护和轮换管理标准、运行记录管理标准等规定；在检修管理方面制订了检修管理标准、电缆沟道管理标准和生活、消防给水排水设施

管理标准等规定。上述各项规章制度、标准的订立及有效执行，为确保子公司电力生产安全经济运行、保证生产指挥系统正常运转提供了制度保障。

安全管理方面，该公司按照《安全管理制度》制订并严格执行安全生产管理标准、消防安全管理标准、起重安全管理标准、行车安全管理标准、各级岗位人员安全生产责任制、重大安全事故应急预案、劳动安全事故管理等。上述各项标准责任落实到部门、个人，同时结合奖惩制度，强化了员工安全生产意识，保证了电力生产的正常运行。

对外担保方面，该公司明确规定了对外担保的基本原则、审批程序、信息披露、责任追究机制等。近三年及一期内，公司除对子公司的担保外，无其它对外担保事项。公司对子公司的担保，严格履行相应的审批和授权程序，所有重大担保均经过公司董事会在审批权限内审议通过后，报请公司股东大会批准。

该公司建立了较为完善的人事管理制度，并进行了相应的人才储备。公司通过实行员工持股计划提升员工的积极性和稳定性。根据公司《2015 年至 2024 年员工持股计划》及其配套文件，公司员工持股计划分十期实施，参加对象为公司董事、监事、高级管理人员和上一年度末登记在册的正式员工（具体名单由董事会确定）。2015-2024 年公司每年从上一经审计净利润中提取的“员工持股计划奖励金”（净利润的 10%）用于实施员工持股计划。通过二级市场购买标的股票实施员工持股计划的，锁定期为 12 个月。2015 年 6 月 5 日公司通过二级市场买入的方式完成首期员工持股计划股票的购买，购买平均价为 13.652 元/股，购买数量 4197420 股。2016 年 6 月 1 日公司通过二级市场买入的方式完成第二期员工持股计划股票的购买，购买平均价为 7.09 元/股，购买数量 5216900 股。

（四）公司经营状况

随着房地产、服装等核心主业的陆续剥离，该公司现已形成新能源发电业务和金融投资两大业务板块，业务结构明晰。公司在洁净煤燃烧技术发电和风力发电业务具有一定的经营优势。受宏观经济增速放缓以及西电东送等因素影响，公司发电机组利用效率持续下滑，经营压力有所上升，但受益于区域经济发展势头良好、煤矸石发电机组“优先上网”、“较高电价”等优惠政策以及煤炭价格持续走低因素影响，公司整体经营情况仍较稳定。近年来，公司金融投资规模不断扩大，可为公司带来新

的利润增长点，但也使公司面临来自管理、人才以及证券市场波动等方面的压力。

该公司设立之初主业为服装、建筑、房地产业务，2003 年开始转型煤矸石发电等新能源发电业务，随着服装、房地产、建筑施工等非核心业务的陆续剥离，公司目前形成了新能源发电和金融投资两大业务板块。受广东省用电需求增速放缓以及“西电东送”外来电的挤压等因素影响，公司电力生产主营业务呈下降趋势，加之房地产、建筑业务的剥离，近年来收入规模持续下滑。2013-2015 年公司实现主营业务收入分别为 56.53 亿元、46.81 亿元和 35.74 亿元。电力业务是公司目前收入和利润的主要来源。此外，公司自 2007 年以来开始涉足金融投资业务，近年来每年获得一定的投资收益。2016 年上半年，公司实现营业收入 16.22 亿元，同比下降 18.65%。

图表 10. 公司近年来主营业务收入构成及毛利率变化分析

业务类别/金额 (万元)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年
电力生产	476085.36	419089.49	357411.44	162157.45
房地产开发	89082.00	49005.00	---	---
建筑施工	124.51	---	---	---
合计	565291.87	468094.49	357411.14	162157.45
毛利率 (%)				
电力生产	34.78	32.67	35.23	41.38
房地产开发	34.30	47.08	---	---
建筑施工	13.78	---	---	---
合计	34.70	34.18	35.23	41.38

资料来源：宝新能源

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）和风力发电两大板块，分别由宝丽华电力和陆丰电力两家全资子公司负责经营。

（1）洁净煤燃烧技术发电（煤矸石发电）

宝丽华电力主要经营梅县荷树园电厂，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，是公司目前电力收入的主要贡献来源。截至 2016 年 6 月末，梅县荷树园电厂总装机容量 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。其中一期工程已于 2005 年 5 月、9 月投产

发电，二期工程已于 2008 年 6 月、9 月投产发电，三期工程已于 2012 年 8 月、10 月投产发电。梅县荷树园电厂项目是广东省第一家采用先进的循环流化床洁净煤燃煤技术、综合利用煤矸石发电、单机容量最大的资源综合利用项目。

图表 11. 梅县荷树园电厂生产指标一览表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
可控装机容量（万千瓦）	147	147	147	147
权益装机容量（万千瓦）	147	147	147	147
发电机组类型及功率（万千瓦）	循环流化床机组 2×13.5+4×30			
发电量（万千瓦时）	857295.84	780838.74	700642.34	332654.74
上网电量（万千瓦时）	807473.56	738359.16	658784.60	314353.20
机组利用小时（小时）	5822	5312	4766	2262.96
供电标煤耗（克/千瓦时）	357.24	354.76	354.56	347.75
批复上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.657	0.647	0.6185	0.5955
电力销售区域	广东电网			

资料来源：宝新能源

该公司供电区域为广东省，上网电量均由广东省发改委根据电力供需状况安排进行调度，电网公司每日下达发电指标。近年来，受宏观经济增速放缓、广东省接收西电东送比例不断加大以及区域内大规模新建机组的投产等因素影响，公司火电发电量及机组利用效率持续下滑。2013-2015 年，公司火电发电量分别为 85.73 亿千瓦时、78.08 亿千瓦时和 70.06 亿千瓦时，机组利用小时分别为 5822 小时、5312 小时和 4766 小时。2014 年以来受向家坝、溪洛渡等电站投产以及来水偏丰影响，“西电东送”电量大幅增加，挤压了公司的发电空间。2016 年上半年，公司火电发电量为 33.27 亿千瓦时，同比下降 13.79%。不过受益于煤矸石发电优先上网等相关政策，公司梅县荷树园电厂的机组利用小时数仍高于全国以及广东省火电机组的平均利用水平。

该公司生产的电力除电厂自用外全部销售给广东电网公司。2013-2015 年，公司火电上网电量分别 80.75 亿千瓦时、73.84 亿千瓦时和 65.88 亿千瓦时。公司与广东电网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。上网电价方面，作为煤矸石劣质煤发电企业，公司享受优惠电价政策，其上网电价明显高于广东地区燃煤机组标杆上网电价。但近年来由于煤价的持续下跌，公司上网电价也随之调降（具体详见图表 12）。电价的下调对公司火电机组的盈利产生了一定的负面影响。自 2016 年 1 月 1 日起，公司梅县荷树园电厂执行的上网电价为 0.5955 元/千瓦时，高于广东地区燃煤机组标杆上网电价

(含脱硫、脱硝和除尘电价) 0.145 元/千瓦时。

图表 12. 近年来公司火电上网电价调整情况

时间	电价调整情况
2013.3	广东省物价局《关于核定梅县荷树园电厂三期工程 5、6 号机组脱硫电价的批复》(粤价〔2013〕30 号文)、《关于核定梅县荷树园电厂一期、二期、三期工程 1-6 号机组脱硝电价的批复》(粤价〔2013〕31 号文)。根据粤价〔2013〕30 号文, 公司下属梅县荷树园电厂三期工程发电机组的上网电价在原基础上增加 0.015 元/千瓦时(含税)的脱硫电价。根据粤价〔2013〕31 号文, 公司下属梅县荷树园电厂一、二、三期工程发电机组上网电价在原基础上上调 0.008 元/千瓦时(含税)的脱硝电价, 调整后公司梅县荷树园电厂上网电价为 0.674 元/千瓦时
2013.10	广东省物价局《省物价局关于调整发电企业上网电价有关问题的通知》(粤价〔2013〕231 号), 燃煤机组上网电价降低 0.019 元/千瓦时(含税); 脱硝电价补偿标准由 0.008 元/千瓦时提高至 0.01 元/千瓦时, 调整后公司梅县荷树园电厂上网电价为 0.657 元/千瓦时
2014.10	《关于降低我省有关发电企业上网电价的通知》(粤发改价格〔2014〕587 号), 燃煤机组上网电价在原基础上下调 0.012 元/千瓦时(含税); 《关于华润热电有限公司 1、2 号机组等燃煤发电机组执行环保电价的函》(粤发改价格函〔2014〕2483 号), 增加 0.002 元/千瓦时的除尘电价, 调整后公司梅县荷树园电厂上网电价为 0.647 元/千瓦时
2015.4	广东省发展和改革委员会《关于降低我省燃煤发电企业上网电价有关问题的通知》(粤发改价格〔2015〕180 号), 燃煤上网电价每千瓦时降低 0.0285 元(含税), 调整后公司梅县荷树园电厂上网电价为 0.6185 元/千瓦时
2016.1	广东省发展和改革委员会《关于降低我省燃煤发电企业上网电价有关问题的通知》(粤发改价格〔2015〕820 号), 公司下属梅县荷树园电厂一、二、三期工程发电机组的上网电价每千瓦时降低 0.023 元(含税), 自 2016 年 1 月 1 日起执行。调整后公司梅县荷树园电厂上网电价为 0.5955 元/千瓦时

注: 新世纪评级根据公开资料整理

该公司煤矸石发电机组原材料主要为煤炭及煤矸石, 原材料成本占总生产成本的 70%左右。根据煤炭及煤矸石热值不同, 二者入炉比例略有差异, 一般煤矸石与煤炭按重量计的入炉比例为 4: 6。公司掺烧煤矸石来源为梅州市范围内废弃的煤矸石, 主要采用公路运输方式; 劣质煤供应来源主要为越南、印尼无烟煤和福建、江西无烟煤。福建、江西无烟煤从产地直接运输到电厂, 越南、印尼无烟煤则通过海运运至汕头港。梅县荷树园电厂所在的梅州市地处粤东北, 与广东汕头、福建、江西相毗邻, 煤炭公路平均运输距离在 200 公里以内; 此外宝丽华电力投资建设的梅县荷树园电厂铁路专用线连接梅坎铁路, 可在一定程度上降低运输成本。

目前该公司原材料采购由宝丽华电力与供应商直接签订购销合同, 实行到场验收方式采购。公司主要合作的供应商为陆海资源有限公司(占公司 2015 年度采购总额的 59.20%)、潮州市亚太能源有限公司、汕头市冠泉经贸有限公司等, 2015 年公司向前 5 大供应商采购占比为 95.40%。公司与上游供应商签订框架协议确保原材料的持续供应, 实际

采购价格随行就市。受近年来煤炭市场供过于求影响，公司近年来采购的煤炭成本也逐年下降，2013-2015 年以及 2016 年上半年，煤炭采购均价（含运费，含税）分别为 686.40 元/吨、678.61 元/吨、581.25 元/吨和 503.06 元/吨。同期煤矸石平均采购均价分别为 176 元/吨、165 元/吨、145 元/吨和 118 元/吨。煤炭等原材料的持续下滑使得公司在电价下调背景下仍能保持较稳定的经营效益。

图表 13. 公司主要原材料的平均采购价格变化情况（单位：元/吨）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
煤炭平均采购单价（含税，含运费）	686.40	678.61	581.25	503.06
煤矸石平均采购单价（含税，含运费）	176.00	165.00	145.00	118.00
原材料平均采购单价（含税，含运费）	373.73	379.89	317.31	270.96

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，风电项目包括陆上风电一期工程（2.4×2 万千瓦时）和风电二期工程（4.95 万千瓦时），目前已投运的风电项目为陆上风电一期工程（2.4×2 万千瓦时），于 2009 年 12 月正式并网发电。公司已投产的风电机组装机容量很小，对收入的贡献较小。

受来风量波动影响，该公司风电机组发电量存在波动，2013-2015 年及 2016 年上半年风力发电量分别为 0.66 亿千瓦时、0.73 亿千瓦时、0.71 亿千瓦时和 0.33 亿千瓦时，同期风电机组利用小时为 1385 小时、1512 小时、1477 小时和 682.84 小时。风力发电属于可再生能源发电项目，国家规定电网企业需全额收购。公司风电销售给广东电网，2013-2015 年及 2016 年 1-6 月上网电量分别为 0.65 亿千瓦时、0.70 亿千瓦时、0.66 亿千瓦时和 0.29 亿千瓦时。近年来公司风电上网电价未调整，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。由于公司一期风电项目的设备均为德国进口，建设成本较高，加之承担了风电二期部分公共配套设施成本，因此目前处于略亏状态。

图表 14. 陆丰电力风电生产指标一览表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
可控装机容量 (万千瓦)	4.8	4.8	4.8	4.8
权益装机容量 (万千瓦)	4.8	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 (万千瓦时)	6646.07	7255.26	7090.32	3277.62
上网电量 (万千瓦时)	6518.16	6953.76	6614.85	2921.49
机组利用小时 (小时)	1385	1512	1477	682.84
批复上网电价 (含税) (元/千瓦时)	0.689	0.689	0.689	0.689
电力销售区域	广东电网			

注：根据宝新能源提供的数据整理

2. 金融投资业务

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，公司自 2007 年开始进入金融投资领域。2007 年至今，公司先后投资了长城证券、南粤银行、国金基金、华泰保险等金融企业，进行金融产业的资源布局。目前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。公司于 2008 年 1 月设立宝新投资（后更名为“广东宝新资产管理有限公司”，简称“宝新资产”），注册资本为 3 亿元，主要负责公司金融业务板块投资。2013-2015 年及 2016 年上半年公司实现投资收益分别为 0.96 亿元、2.05 亿元、1.86 亿元和 0.92 亿元。

金融企业股权投资方面，截至 2016 年 6 月末，该公司持有长城证券、南粤银行、国金基金、国金证券等金融企业股权投资账面价值合计 16.99 亿元。此外，公司通过向南粤银行、国金基金等公司派驻董事、监事，参与董事会、股东大会等多种形式，了解并熟悉了相关金融企业的行业规律和运作机制，为公司进行金融产业布局积累了经验。

证券投资方面，该公司证券投资主要由全资子公司宝新投资负责运营。2015 年初，公司明确了“全力打造‘宝新能源+宝新金控’双核心主业，开始构建涵盖银行、证券、基金、投资、保险的金融平台。在优先确保电力核心主业重大项目投资的前提下，公司董事会决议赋予宝新投资不超过 13 亿元的证券投资额度。在投资资金额度范围内，宝新投资可根据证券市场交易情况自主交易，其他重大投资需根据权限上报董事长或董事会审批。公司证券投资品种主要为上市公司股票、基金、债券、券商理财产品（未包括证券衍生品）。

图表 15. 公司对外金融投资情况 (单位: 万元)

公司名称/证券简称	2015 年末 持股比例	2015 年 末账面价 值	2016 年 6 月末持股比 例	2016 年 6 月 末账面价值	2015 年投 资收益	2016 年上 半年投资 收益
长城证券股份有限公司	1.79%	30707.25	1.79%	30707.25	---	1248.36
广东南粤银行股份有限公司	11.25%	95404.52	11.25%	95404.52	5044.43	4198.68
国金基金管理有限公司	19.50%	3460.00	19.50%	3460.00	---	---
国金证券股份有限公司	0.63%	30514.37	0.63%	25516.98	---	142.86
华泰保险集团股份有限公司	---	---	0.49%	14850.00	---	99.00
合计	—	160086.14	—	169938.75	5044.43	5688.90

资料来源: 宝新能源

图表 16. 截至 2016 年 6 月末公司证券投资情况 (单位: 万元, 股, %)

项目	序 号	证券 品种	证券 代码	证券 简称	初始投资 金额	持有数量	期末账面 价值	2016 年上半 年投资收益	占期末证 券总投资 比
期 末 按 市 值 排 列 前 十 证 券	1	基金	160609	鹏华基金	50000.00	500000000	50003.51	3.51	44.06
	2	股票	600109	国金证券	45430.82	18929508	25516.98	142.86	22.48
	3	股票	300425	环能科技	10000.00	4557885	14430.26	---	12.72
	4	基金	511880	银华日利	7844.06	780000	7906.08	62.02	6.97
	5	股票	600886	国投电力	4031.07	5800000	3828.00	-203.07	3.37
	6	股票	600406	国电南瑞	2668.05	2000000	2674.00	5.95	2.36
	7	股票	000902	新洋丰	2970.95	2400000	3002.40	31.45	2.65
	8	股票	000651	格力电器	1710.04	900021	1729.84	19.80	1.52
	9	股票	600900	长江电力	1129.60	900000	1124.10	-5.50	0.99
	10	股票	300498	温氏股份	1030.10	240000	869.20	-151.39	0.77
小计					126814.69	—	111084.45	-94.35	97.89
期末持有的其他证券投资					2412.38	---	2400.20	-12.18	2.11
当期已出售证券投资损益					---	---	---	701.31	---
合计					129227.06	—	113484.65	594.77	100.00

资料来源: 宝新能源

此外, 该公司目前正在重点推进民营银行的筹建。公司筹建客商银行工作已获梅州市人民政府推荐, 并由广东省人民政府于 2013 年 11 月以《关于我省民营企业发起设立民营银行的请示》(粤府〔2013〕109 号)上报国务院, 于 2014 年 12 月以《关于商请支持筹建广东客商银行的函》(粤府函〔2014〕272 号)致函中国银监会; 于 2016 年 1 月以《关于商请批准筹建广东客商银行的函》(粤府函〔2016〕17 号)上报中国银监会, 将客商银行作为广东省重点支持筹建的首选意向。作为未来公司金融板块的核心组成部分, 公司拟出资 6 亿元, 占客商银行总股本的 30%, 为主发起人和控股股东。本评级机构将持续关注该事项的进展情况。

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，但涉足金融投资公司也面临来自管理、人才以及证券市场波动等方面的压力。

3. 其他业务

房地产业务曾为该公司主营业务之一，由公司全资子公司梅县宝丽华房地产开发有限公司（简称“宝丽华房地产”）负责运营。公司主业转变为新能源发电后，公司逐渐退出房地产市场，并于2013年4月注销了宝丽华房地产。2013年6月公司将原计划开发的“梅县新城”、“梅县山水城”的项目土地分别以8.95亿元（账面价值4.77亿元）和4.86亿元（账面价值3.71亿元）的价格转让给广州富力地产股份有限公司、广东喜之郎集团有限公司，并于2013-2014年公司确认土地出让收入分别为8.91亿元和4.90亿元。目前公司房地产业务已全部退出，无储备房地产项目土地。

该公司建筑工程业务由全资子公司宝丽华建设负责运营。宝丽华建设拥有国家房屋建筑工程总承包一级和公路路面工程专业承包一级资质，建筑施工业务全部集中在梅州当地。随着公司发展战略的调整，近年来公司逐渐减少了建筑施工的业务承接量，因此建筑施工收入相应减少。2013年，公司仅实现建设工程收入0.01亿元。自2014年起，宝丽华建设的工程建设业务仅面向公司内部，承担公司内部装修改造等工程，合并报表层面已不再确认收入。

4. 发展战略

该公司发展战略为做大做强新能源电力，做精做优金融投资，实行产融结合、双轮驱动。公司计划（1）以做大做强新能源电力核心主业为重点，实施“221”业务发展规划（两大电力业务板块、两大能源基地、1000万千瓦装机容量）；（2）以做精做优金融投资新核心主业增长极为目标，全力推进民营银行的申报筹建工作，全力构建涵盖银行、证券、基金、投资、保险的大金融平台，实现电力、金融两大主业的联动发展。

在资源综合利用洁净煤燃烧技术发电方面，该公司计划梅县荷树园电厂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，完成广东陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW超超临界机组）的建设，加快推进广东陆丰甲湖湾电厂二期扩建工程（2×1000MW）的立项申报工作。

可再生能源发电方面，该公司计划在陆丰甲湖湾（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 49.50MW 风电机组，规划分期完成陆丰甲湖湾（海上）风电场 1450MW 风电机组的立项及建设。

截至 2016 年 6 月末，该公司在建项目主要为陆丰甲湖湾电厂一期和陆丰甲湖湾（陆上）风电（二期）及总部大楼建设等项目，其中陆丰甲湖湾电厂一期项目将建设高效节能清洁燃煤发电机组，系为公司 2016 年 4 月定向增发募投项目，预计总投资 88.31 亿元，其中通过定向增发募集资金 31 亿元，取得银团项目贷款授信总额 70 亿元，期限 15 年。该项目预计将于 2017 年底投产。

风甲湖湾（陆上）风电（二期）总投资 4.15 亿元，其中项目资本金 1.25 亿元，由该公司自筹资金解决，剩余资金采用银行借款方式筹集资金。

图表 17. 截至 2016 年 6 月末公司在建项目情况表（单位：亿元）

项目名称	类型	装机容量 (万千瓦)	预计总投资	截至 2016 年 6 月末累 计已投资	预计 完工 时间	2016 年计 划投资额	2017 年计 划投资额
陆丰甲湖湾电厂一期	火电	2*100	88.31	16.52	2017	30.00	40.00
陆丰甲湖湾（陆上） 风电（二期）	风电	4.95	4.15	0.03	---	---	---
公司总部大楼	---	---	6.00	1.07	2017	2.29	3.00
电厂脱硝系统	---	---	0.60	0.30	2016	0.60	---
合计	—	—	99.06	17.92	—	32.89	43.00

注：根据宝新能源提供的资料整理

广东陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW 超超临界机组）项目投产后，该公司总装机容量有望大幅增长，提升公司经营业绩。但另一方面，我们也关注到上述项目投资体量较大，公司面临较大的资本性支出压力。同时广东省电力需求增速放缓以及“西电东送”的增加也将使得电厂项目的机组运行效率存在一定不确定性。

（五）公司财务质量

北京兴华会计师事务所有限公司对该公司的 2013-2015 年及 2016 年上半年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 97.02 亿元，所有者权益为 50.58 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 50.58 亿元）；2015 年实现营业收入 35.74 亿元，净利润 6.44 亿元（其中归属于母公司所有者净利润为 6.44 亿元）；经营活动现金流量净额 11.45 亿元。

截至 2016 年 6 月末，该公司经审计的合并口径资产总额为 128.31 亿元，所有者权益为 79.88 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 79.88 亿元）；2016 年上半年实现营业收入 16.22 亿元，净利润 3.94 亿元（其中归属于母公司所有者净利润为 3.94 亿元）；经营活动现金流量净额 6.97 亿元。

近年来受区域电力需求增速放缓、外来电挤压以及房地产等业务的剥离等因素影响，该公司收入和利润规模持续下降，但公司煤矸石发电机组享受“优先上网”、“较高电价”等优惠政策，整体盈利状况仍较好。受益于定向增发募集了大量资金，公司负债经营程度仍较低。公司债务以刚性债务为主，但公司主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定规模的上市公司股票，可为债务的偿付提供良好保证。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

近年来受区域电力需求增速放缓、外来电挤压以及房地产等业务的剥离等因素影响，该公司收入和利润规模持续下降，但公司煤矸石发电机组享受“优先上网”、“较高电价”等优惠政策，整体盈利状况仍较好。近年来公司每年可获得一定的投资收益，成为盈利的重要补充。

2013-2015 年，该公司实现营业总收入分别为 56.56 亿元、46.97 亿元和 35.74 亿元，呈现持续下滑趋势。从收入构成来看，发电业务收入是公司的主要收入来源，同期分别为 47.61 亿元、41.91 亿元和 35.74 亿元。近年来受区域用电需求增速放缓、外购电量增长等因素影响，公司电力收入持续下滑。另一方面，随着房地产及建筑施工业务的陆续剥离，公司房地产及建筑施工业务收入也大幅下降，至 2015 年公司营业收入全部来自发电业务收入。2016 年上半年，公司实现营业收入为 16.22 亿元，同比下降 18.65%。

2013-2015 年该公司综合毛利率分别为 34.72%、34.19%和 35.23%，综合毛利率波动较小。其中同期发电业务毛利率分别为 34.78%、32.67%

和 35.23%，2015 年公司发电业务毛利率提升主要系煤炭、煤矸石等原材料采购价格下降所致。2016 年上半年，公司综合毛利率为 41.38%，较上年同期提升 5.21 个百分点，主要系原材料采购价格进一步下降所致。

期间费用方面，2013-2015 年该公司期间费用合计分别为 3.90 亿元、3.59 亿元和 5.26 亿元，期间费用率分别为 6.89%、7.64%和 14.72%。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2013-2015 年管理费用分别为 1.14 亿元、1.33 亿元和 3.05 亿元，呈逐年上升态势。2015 年因公司实施员工持股计划，管理费用上升较快；同期财务费用分别为 2.75 亿元、2.26 亿元和 2.19 亿元，整体波动较小。2016 年上半年，公司期间费用合计 2.31 亿元，同比下降 23%，期间费用率为 14.22%。

该公司盈利主要来自于主业经营利润，投资收益是公司的重要补充。2013-2015 年及 2016 年上半年公司投资收益分别为 0.96 亿元、2.05 亿元、1.86 亿元和 0.92 亿元，主要来自持有的广东南粤银行股份有限公司等金融企业的分红以及买卖股票形成的投资收益，存在一定波动。同期公司实现净利润分别为 11.07 亿元、10.21 亿元、6.44 亿元和 3.94 亿元，随收入规模的下滑而相应下滑。

图表 18. 近三年一期公司投资收益来源（单位：万元）

类别	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年
权益法核算的长期股权投资收益	---	---	---	---
处置长期股权投资产生的投资收益	1147.20	---	---	---
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	3048.99	7532.48	690.06	2325.72
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	-3112.81	-4364.01	6904.43	-1620.05
可供出售金融资产等取得的投资收益	3492.71	4930.47	5681.83	5688.90
处置可供出售金融资产取得的投资收益	5032.02	12260.67	5331.35	2800.00
其他	---	91.75	6.02	7.11
合计	9608.12	20451.37	18613.69	9201.68

资料来源：宝新能源

总体来看，该公司主营业务突出，发电机组盈利能力较强。尽管受宏观经济增速下滑、电力需求增速下降影响，公司发电收入有所下滑，但随着陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW）的投产以及金融板块业务的开拓，公司整体盈利水平有望提升。

图表 19. 2013-2015 年公司主要盈利指标情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年
营业利润率 (%)	26.09	28.75	24.05
总资产报酬率 (%)	17.92	16.60	11.43
净资产收益率 (%)	26.31	21.28	12.79

注：根据宝新能源 2013-2015 年审计报告整理计算

(二) 公司偿债能力

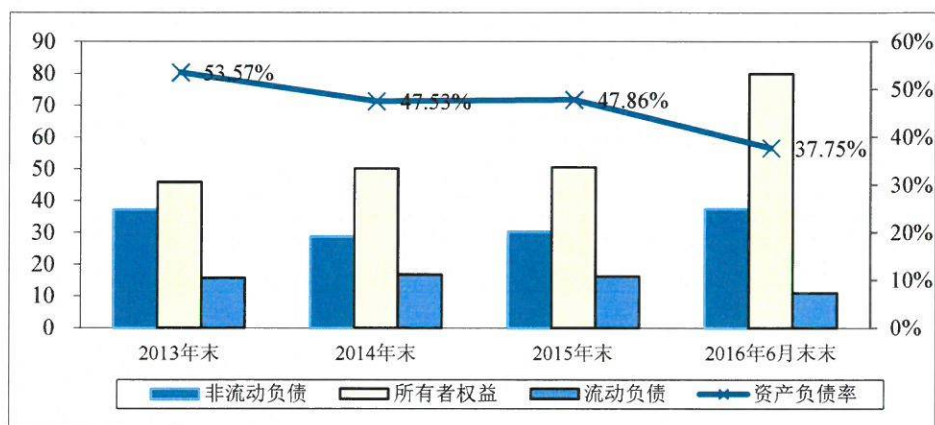
受益于定向增发募集了大量资金，该公司负债经营程度处于较低水平。公司债务以刚性债务为主，但公司主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定规模的上市公司股票，可为债务的偿付提供良好保证。

1. 债务分析

(1) 债务结构

自 2012 年该公司下属的荷树园电厂三期工程投产进入投资回收期，公司债务规模波动较小。2013-2015 年末及 2016 年 6 月末，公司债务总额分别为 52.91 亿元、45.42 亿元、46.43 亿元和 48.43 亿元，资产负债率分别为 53.57%、47.53%、47.86%和 37.75%。2016 年上半年，公司成功发行股票募集资金 31 亿元，使得 2016 年 6 月末资产负债率下降。公司在建项目资金需求量很大，随着项目建设的推进，预计其债务规模将持续上升。

图表 20. 2013-2016 年 6 月末公司资金来源结构及变化趋势 (单位：亿元)



注：根据宝新能源提供资料整理绘制

从债务期限结构来看，该公司债务以长期债务为主。2013-2015 年末及 2016 年 6 月末，公司长短期债务比分别为 237.59%、171.73%、186.88%和 341.14%。2016 年以来公司偿还了到期的银行借款和债券，并新增了

一定的长期借款,使得债务期限结构得以进一步优化。公司债务期限结构与电厂项目对资金的长期需求相匹配。

从债务构成来看,该公司 2015 年末债务总额集中于由银行借款和应付债券等构成的刚性债务,同期末刚性债务余额 43.12 亿元,占负债总额的 92.87%,其中长期刚性债务占比为 69.51%。截至 2016 年 6 月末,公司刚性债务进一步增至 44.37 亿元。公司债务以刚性债务为主,面临一定的刚性偿付压力。

(2) 公司银行借款及发行债务融资工具情况

截至 2015 年末,该公司银行借款余额为 29.08 亿元,包括短期借款为 6.79 亿元和长期借款(含一年内到期)22.29 亿元,全部为下属子公司银行借款。其中短期借款由公司本部提供保证担保,借款年利率为基准利率下浮 5-10%;长期借款均为下属子公司电厂项目贷款,由公司本部提供担保,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,年利率为 4.41-5.65%。至 2016 年 6 月末,公司银行借款增至 34.65 亿元,主要系新增陆丰甲湖湾电厂新建工程(2×1000MW)项目贷款。

发行债务融资工具是该公司另一重要融资手段,截至 2016 年 6 月末,公司待偿还债务融资工具本金余额合计 9.50 亿元,为公司发行的“15 宝新 MTN001”和“15 宝新 MTN002”,发行利率分别为 6.5%和 6%。

(3) 公司过往债务履约情况

根据该公司提供的人行征信系统信息、审计报告披露信息,截至 2016 年 7 月 14 日,公司信用记录正常,无债务违约记录。

2. 现金流分析

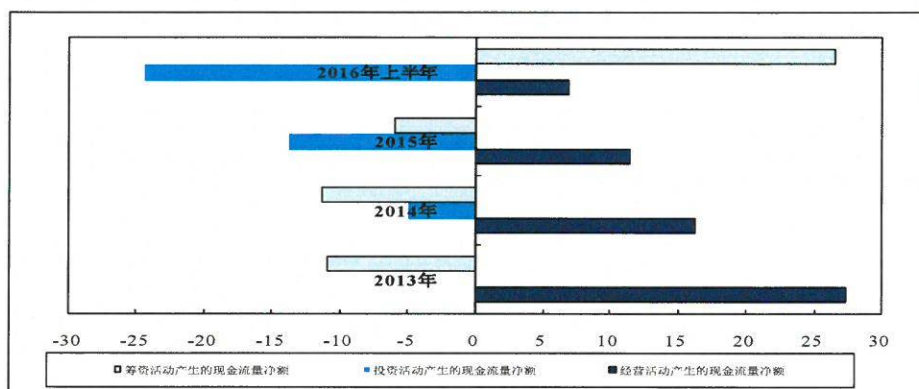
该公司主业为电力生产,主业资金回笼情况较好。2013-2015 年及 2016 年上半年公司营业收入现金率分别为 121.33%、112.37%、119.24%和 120.26%,经营活动现金流量净额分别为 27.35 亿元、16.25 亿元、11.45 亿元和 6.97 亿元,随收入规模的下滑而持续减少。其中 2014 年公司经营活动净现金流同比大幅减少一方面是由于公司发电业务收入下降,另一方面是由于当年收到的土地转让款同比减少所致。2015 年公司未有土地转让收入,加之电价下调以及发电量下降使得经营活动现金流入规模同比继续下降。

投资活动方面,2013-2015 年及 2016 年上半年该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.20 亿元、-4.89 亿元、-13.76 亿元和 -24.44 亿元。荷树园三期项目投产后,公司近年来主要固定资产投资为广东陆丰甲湖

湾电厂新建工程项目(2×1000MW 超超临界机组)以及设备更新等投资, 2014 年以来公司投资性现金流出金额较大主要系购买二级市场股票形成。2015 年公司扩大了证券投资的规模, 当年度投资活动现金净流出规模同比大幅增加。2016 年上半年公司投资活动现金流出较多主要系购买银行理财产品以及广东陆丰甲湖湾电厂新建工程项目(2×1000MW 超超临界机组)支出规模较大所致。

从筹资活动现金流状况来看, 随着荷树园电厂的全部投运, 该公司 2013-2015 年资本性支出压力明显减小。公司用于偿还债务及分配股利的现金支出规模较大, 筹资活动现金流呈现净流出状态, 2013-2015 年筹资活动现金净流出分别为 10.94 亿元、11.28 亿元和 6.04 亿元。2016 年 4 月公司成功定向增发募集资金净额 30.65 亿元, 2016 年上半年筹资活动现金净流量为 26.49 亿元。

图表 21. 近年来公司现金流状况 (单位: 亿元)



注: 根据宝新能源提供资料整理绘制

2013-2015 年, 该公司 EBITDA 分别为 21.76 亿元、20.45 亿元和 15.26 亿元, 主要来源于利润总额。总体来看, 公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度较好。

图表 22. 2013-2015 年公司现金流量对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出(倍)	7.31	7.60	5.96
EBITDA/刚性债务(倍)	0.46	0.47	0.36
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	168.20	100.32	69.63
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	49.77	33.04	24.94

注: 根据宝新能源提供资料整理、计算

3. 资产质量分析

该公司通过首发上市及再融资募集了大量资金, 加上自身的经营积

累，资本实力逐年增强。2013-2015 年末及 2016 年 6 月末，公司所有者权益分别为 45.86 亿元、50.14 亿元、50.58 亿元和 79.88 亿元。作为上市公司，公司每年均保持一定的现金分红。2013-2015 年现金分红金额分别为 5.18 亿元、5.18 亿元和 4.35 亿元。从资本结构来看，2016 年 6 月末公司实收资本、资本公积金和未分配利润分别为 21.76 亿元、29.45 亿元和 23.14 亿元，权益资本较稳定。

2013-2015 年末及 2016 年 6 月末，该公司总资产分别为 98.76 亿元、95.56 亿元、97.02 亿元和 128.31 亿元。2015 年末公司流动资产和非流动资产分别为 16.45 亿元和 80.57 亿元，非流动资产占比较高的资产结构符合电力行业的基本特征。由于公司业务以电力和金融投资为主，因此固定资产和可供出售金融资产占总资产的比例较高。2015 年末固定资产为 40.41 亿元，占总资产的 41.65%，主要为电厂设备，可形成较稳定的现金流入；同期末可供出售金额资产为 20.54 亿元，系公司对外投资的金融企业及持有的二级市场股票，变现能力较强，但存在一定的价值波动风险。

2015 年末，该公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成，分别占流动资产的 77.14%和 16.38%。其中货币资金年末余额 12.69 亿元，受限资金很少（43 万元），公司货币资金储备量较大，可为即期债务的偿付提供一定保障；应收账款主要为应收电费，回收风险较小。2015 年末公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 101.63%、95.52 和 78.40%，资产流动性较好。2016 年 4 月公司成功募集了大量资金，至 2016 年 6 月末货币资金增至 21.71 亿元。此外，公司将部分闲置资金购买银行理财产品，同期末其他流动资产为 14 亿元。

截至 2015 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 15.78 亿元，占总资产的 16.27%，主要为项目贷款进行抵押的固定资产以及履约保证金。截至 2016 年 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 21.56 亿元，增量部分主要系陆丰甲湖湾能源基地项目贷款而抵押的在建工程、土地使用权和海域使用权等。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司地处经济发达的广东省，区域环境良好。公司在洁净煤燃烧技术发电方面具有较强的竞争优势，可为其盈利的稳定性提供一定保障。作为上市公司，公司融资渠道畅通，近期通过定向增发进一步增强了其

资本实力。

(1)较好的区域环境

该公司所处广东省经济总量连续多年全国第一，全省用电需求规模较大且持续增长。此外，公司位于革命老区，具有一定的政策扶持，区域环境较好。

(2) 细分领域竞争优势

该公司投建的梅县荷树园电厂项目是广东省第一家采用先进的循环流化床洁净煤燃煤技术、综合利用煤矸石发电、单机容量最大的资源综合利用项目，在细分领域具有较强的竞争优势。定向增发募投项目陆丰甲湖湾项目建成后，公司装机容量将大幅提升，将进一步巩固公司在高效节能清洁燃煤发电领域的竞争优势。

(3)政策扶持

该公司从事洁净煤燃烧技术发电和风力发电业务，符合国家节能减排的要求，可享受优先上网、较高的上网电价等政策扶持，为公司盈利的稳定性提供了保障。

(4)融资渠道畅通

该公司与多家银行等金融机构保持了良好的合作关系，截至 2016 年 6 月末未使用授信额度为 81.48 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。2016 年 4 月，公司成功完成定向增发募集资金净额 30.65 亿元，进一步增强了资本实力。

(二) 外部支持

该公司与多家银行等金融机构保持了良好的合作关系。截至 2016 年 6 月末，公司获得总计 125.63 亿元的金融机构授信额度，未使用授信额度为 81.48 亿元，可为公司正常运营和项目建设提供保障。

八、本次债券偿付保障分析

(一) 盈利保障分析

近年来，因区域电力需求增速下滑以及外来电的挤压以及房地产等业务的剥离，该公司营业收入和净利润持续下滑，但总体经营状况良好，

营业收入和净利润仍保持了较大规模。2013-2015 年公司实现营业收入分别为 56.56 亿元、46.97 亿元和 35.74 亿元，实现净利润分别为 11.07 亿元、10.21 亿元和 6.44 亿元。公司较好的盈利状况可为本次债券本息的偿付提供一定保障。随着公司陆丰甲湖湾清洁能源基地项目的建成，预计公司未来盈利水平将进一步提升。

（二）偿债资金来源保障分析

该公司本次债券偿债资金主要来源于日常经营所产生的现金流入。公司为电力生产企业，主业资金回笼情况良好，2013-2015 年经营性现金流入分别为 68.80 亿元、53.22 亿元和 42.91 亿元，经营性现金净流量分别为 27.35 亿元、16.25 亿元和 11.45 亿元。陆丰甲湖湾清洁能源基地项目建成后公司经营性现金净流量有望增加。同时，公司货币资金存量充裕，持有大量易变现的可供出售金融资产，可为债务的偿还提供一定保障。此外，公司融资能力较强，直接和间接融资渠道畅通，可为公司业务的开展和债务的偿付提供资金周转。

（三）偿债专户保障分析

该公司将设置专项账户，用于募集资金的接收、存储、划转和兑息、兑付资金归集，并委托监管人、债券受托管理人进行监督。公司将在每年的财务预算中落实安排本次债券本息的兑付资金，保证本息的如期偿付，保证债券持有人的利益。

九、结论

该公司为民营控股上市公司，股权结构较为稳定，法人治理结构相对完善，运营管理及财务具有较强的独立性。公司内控体系较为完善，经营管理较为规范，组织架构设置可以满足其现阶段经营管理的需要。

随着房地产、服装等核心主业的陆续剥离，该公司现已形成新能源发电业务和金融投资两大业务板块，业务结构明晰。公司在洁净煤燃烧技术发电和风力发电业务具有一定的经营优势。受宏观经济增速放缓以及西电东送等因素影响，公司发电机组利用效率持续下滑，经营压力有所上升，但受益于区域经济发展势头良好及煤矸石发电机组“优先上网”、“较高电价等优惠政策以及煤炭价格的下跌，公司整体经营情况仍较稳定。近年来，公司金融投资规模不断扩大，可带来新的利润增长点，但涉足金融板块也使公司面临来自管理、人才以及证券市场波动等方面的压力。公司

在建项目资金需求量较大，面临较大的资本性支出压力。

受益于定向增发募集了大量资金，该公司负债经营程度处于较低水平。公司债务以刚性债务为主，但主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定规模的上市公司股票，可为债务的偿付提供良好保证。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

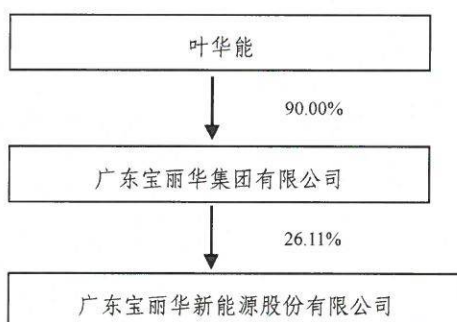
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

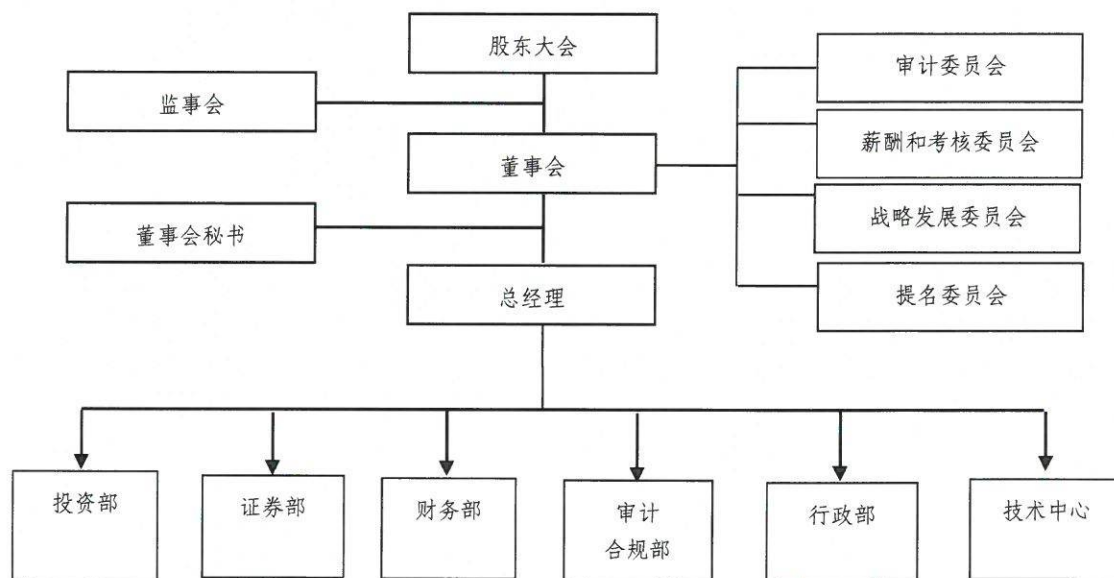
公司与实际控制人关系图



注：根据宝新能源提供资料绘制（截至2016年6月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据宝新能源提供资料绘制（截至2016年6月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例	主营业务	2015 年（末）主要财务数据（亿元）				备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
广东宝丽华电力有限公司	宝丽华电力	100%	火力发电	22.58	32.67	35.35	6.83	9.58
广东宝丽华建设工程股份有限公司	宝丽华建设	100%	工程施工	0	1.08	2.72	0	0.06
陆丰宝丽华新能源电力有限公司	陆丰电力	100%	风力发电	6.50	0.71	0.39	-0.58	3.53
广东宝新能源投资有限公司	宝新投资	100%	新能源产业投资	0	5.57	0	0.62	2.08

注：根据宝新能源 2015 年度审计报告附注整理，广东宝新能源投资有限公司已更名为“广东宝新资产管理有限公司”

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
资产总额 [亿元]	98.76	95.56	97.02	128.31
货币资金 [亿元]	20.96	21.03	12.69	21.71
刚性债务[亿元]	44.98	41.40	43.12	44.37
所有者权益 [亿元]	45.86	50.14	50.58	79.88
营业收入[亿元]	56.56	46.97	35.74	16.22
净利润 [亿元]	11.07	10.21	6.44	3.94
EBITDA[亿元]	21.76	20.45	15.26	—
经营性现金净流入量[亿元]	27.35	16.25	11.45	6.97
投资性现金净流入量[亿元]	0.20	-4.89	-13.76	-24.44
资产负债率[%]	53.57	47.53	47.86	37.75
长期资本固定化比率[%]	81.65	85.56	99.67	68.15
权益资本与刚性债务比率[%]	101.94	121.10	117.30	180.04
流动比率[%]	197.30	168.12	101.63	440.36
速动比率 [%]	166.18	160.46	95.52	426.40
现金比率[%]	134.13	137.62	78.40	264.75
利息保障倍数[倍]	5.85	5.99	4.30	—
有形净值债务率[%]	124.15	98.09	102.90	65.28
营运资金与非流动负债比率[%]	40.95	39.67	0.87	99.77
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	10.08	11.15	11.56	—
存货周转速度[次]	5.30	10.04	20.40	—
固定资产周转速度[次]	1.12	1.02	0.85	—
总资产周转速度[次]	0.58	0.48	0.37	—
毛利率[%]	34.72	34.19	35.23	41.38
营业利润率[%]	26.09	28.75	24.05	31.48
总资产报酬率[%]	17.95	16.60	11.43	—
净资产收益率[%]	26.31	21.28	12.79	—
净资产收益率*[%]	26.31	21.28	12.79	—
营业收入现金率[%]	121.33	112.37	119.24	120.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	168.20	100.32	69.63	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	49.77	33.04	24.94	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	169.43	70.12	-14.00	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	50.13	23.10	-5.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.31	7.60	5.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.47	0.36	—

注：表中数据依据宝新能源经审计的 2013-2015 年度及 2016 年上半年财务数据整理、计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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

附录六：

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、CCC 及以下等级外，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。