

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(2018)100448】

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	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 26 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 20 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 20 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.97	10.50	5.41	10.24
刚性债务	13.99	39.59	39.64	40.20
所有者权益	37.42	70.05	75.96	75.71
经营性现金净流入量	-2.40	-5.18	16.31	5.75
合并口径数据及指标:				
总资产	97.02	157.45	173.89	184.90
总负债	46.43	75.07	89.03	99.68
刚性债务	43.12	70.11	80.67	90.88
所有者权益	50.58	82.39	84.86	85.22
营业收入	35.74	35.40	25.15	9.14
净利润	6.44	6.75	1.03	0.64
经营性现金净流入量	11.45	11.24	7.68	1.69
EBITDA	15.26	15.28	8.35	—
资产负债率[%]	47.86	47.68	51.20	53.91
权益资本与刚性债务 比率[%]	117.30	117.52	105.20	93.77
流动比率[%]	101.63	612.89	326.26	357.84
现金比率[%]	78.40	435.49	185.19	201.03
利息保障倍数[倍]	4.30	4.77	1.08	—
净资产收益率[%]	12.79	10.15	1.23	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	24.94	18.50	9.36	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-5.01	-39.10	-30.60	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.96	6.67	2.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.27	0.11	—

注: 根据宝新能源经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

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

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 2017 年以来宝新能源在区域环境、细分领域竞争、融资渠道、主业现金回笼等方面所保持的优势,同时也反映了公司在市场竞争加剧、原材料价格持续上升、金融投资、资本性支出压力、受限资产及股权质押较高等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域环境较好。**宝新能源主业所处的广东省经济总量在跟踪期继续保持全国第一,全省用地需求规模较大,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。
- **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目前全国规模最大的单一循环流化床电厂,在细分领域具有较强的竞争优势。公司陆丰甲湖湾项目预计将于年内建成,届时公司装机规模将大幅提升,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。
- **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 2018 年 3 月末公司未使用授信额度为 62.38 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。
- **经营活动现金回笼能力较强。**宝新能源主业收现情况良好,营业收入现金率表现持续良好,稳定的现金流入可为公司偿债提供一定保障。

主要风险:

- **电力市场竞争加剧。**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 2017 年以来广东省电力市场改革进程较快,省内市场电规模的扩容使得电量竞争加剧,宝新能源经营压力上升。

- **原材料价格持续上升。**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。2017 年以来煤炭价格持续处于高位,公司原材料成本大幅上升,盈利能力下滑。
- **金融投资和市值波动风险。**跟踪期内宝新能源并购的东方富海 2017 年业绩不达预期且持有的国金证券股票市值大幅下跌,公司面临较大的金融投资和金融资产价值变动的风险。
- **资本性支出压力及产能释放风险。**宝新能源在建陆丰甲湖湾项目资金需求仍较大,项目建设进展需持续关注。此外,在省内电力供应富余、电力行业竞争加剧情况下,该项目达产后的运营效率面临一定不确定性。
- **资产受限比例较高。**截至 2017 年末,宝新能源所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 81.82 亿元,占总资产的 47.05%,主要为项目贷款进行抵押的固定资产、在建工程和土地使用权以及履约保证金等。较大规模的受限资产对公司资产质量产生一定影响。
- **股权质押比例高。**宝新能源前三大股东对公司的股权质押比例均较高,需关注质押后具体资金的流向及对公司股权稳定性的影响。

➤ 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,本评级机构维持公司 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高,并维持上述公司债券 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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度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。截至 2018 年 3 月末，公司已发行尚未到期债券余额为 39.50 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 (%)	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	未到期，正常付息
15 宝新 MTN002	3.50	5	6.00	2015-09-10			未到期，正常付息
16 宝新 01	20.00	5 (3+2)	3.73	2016-11-28	30 亿元 /2016-11-18	偿还公司债务/补充流动资金	未到期，正常付息
16 宝新 02	10.00	5 (3+2)	4.14	2016-12-12			未到期，正常付息
合计	39.50	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、

雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我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国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

2017 年以来，全社会用电增速同比提高，全国用电结构继续优化，新增装机容量中非化石能源类型占比明显提高，局部地区电力供应过剩问题进一步加剧。此外，全国电力体制改革加快，电力市场化加快。全国煤炭供需偏紧，煤炭价格仍然趋高，大部分煤电企业经营利润持续下降。总体来看，全年我国电力供需宽松、部分地区过剩，非化石能源装机量有所上升，大部分煤电企业持续亏损。

A. 行业概况

2017 年度我国全社会用电量 6.31 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速较 2016 年提升 1.6 个百分点。用电需求结构进一步完善，第三产业和城乡居民用电占

比提升，第二产业用电占比下降。其中，第一、二、三产业及城乡居民生活用电量分别为 1155 亿千瓦时、44413 亿千瓦时、8814 亿千瓦时和 8695 亿千瓦时，同比分别增长 7.3%、5.5%、10.7%和 7.8%。

2017 年，我国装机容量增速受火电供给侧改革的影响持续趋缓。2017 年末，我国规模以上电厂装机容量达到 17.71 亿千瓦，同比增长 7.6%，增速较上年末下降 0.6 个百分点。其中，火电装机增速仅为 4.3%，较 2016 年末下降 1 个百分点。

2017 年，全国全口径发电量达到 6.42 万亿千瓦时，同比增长 6.5%。其中，火力发电量累计 4.55 万亿千瓦时，同比增长 5.2%；水力发电量累计 1.19 万亿千瓦时，同比增长 1.7%；核能发电量累计 2483 亿千瓦时，同比增长 16.5%；风力发电量累计 3057 亿千瓦时，同比增长 26.3%；太阳能发电量累计 1182 亿千瓦时，同比增长 75.4%。我国各电源发电结构改善，近年来随着风电与太阳能发电装机的快速增长，我国非水可再生能源发电占比逐年提高，火电发电占比下降。水电由于开发渐入后期，新增装机容量不高，水电占比保持在相对稳定的水平。

2017 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3786 小时，同比减少 11 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3579 小时，同比减少 40 小时；火电设备平均利用小时为 4209 小时，同比增加 23 小时。受火电供给侧改革影响，2017 年火电新增装机容量减少，全年火电新增装机容量较 2016 年同比减少 5.34%。火电发电量增速提升而新增装机增长受限，2017 年火电利用小时较 2016 年增加 23 小时。

2018 年 1-4 月，我国全社会用电量 2.11 万亿千瓦时，同比增长 9.3%，2018 年以来全社会用电量增幅明显，主要是受宏观经济稳中向好、电能替代持续推进以及一季度气温偏低等因素影响。

B. 政策环境

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，目前为止我国电力行业属于半垄断行业。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竞争格局，电力市场将进一步放开，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。

目前，电力体制改革试点已覆盖除西藏以外的所有省份，以综合试点为主、多模式探索的改革格局已初步形成，全国在电力交易机构注册的售电公司已达 1859 家，启动了 106 个试点项目。另一方面，电力体制改革也面临一些突出问题，如市场化交易面临区域壁垒外，行政干预市场化定价等。根据中电联 2018 年 2 月 7 日披露的电力市场交易数据来看，2017 年，市场化交易电量合计为 16324 亿千瓦时，其中，各省内市场交易电量 13400 亿千瓦时（含发电权交易电量），省间（含跨区）市场交易电量合计 2924 亿千瓦时，交易电量占电

网销售电量比重（即销售电量市场化率）达到 33.5%。分区域来看，南方、西北、华北三个区域销售电量市场化率较高，均超过了 35%，华中区域、东北区域低于全国水平。未来预计我国市场化交易电量会有进一步增长空间。

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 2. 行业内核心上市公司基本数据概览（2017 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	646.08	16.79	1987.00	4803.10	181.42	74.57	24.49	181.42
安徽省皖能股份有限公司	122.07	3.44	267.45	725.00	9.89	48.08	0.79	9.89
国电电力发展股份有限公司	598.33	17.03	2022.02	5222.49	197.78	73.49	27.64	197.78
华电国际电力股份有限公司	790.07	10.54	1917.19	4918.01	127.89	74.38	7.76	127.89
华能国际电力股份有限公司	1524.59	11.31	3944.81	10432.10	291.97	75.65	21.47	291.97
上海电力股份有限公司	188.44	19.63	408.09	1289.78	41.52	76.24	14.29	41.52
北京京能电力股份有限公司	122.21	6.52	477.76	1045.00	17.29	56.60	2.60	17.29
浙江浙能电力股份有限公司	511.91	11.74	1153.30	32137.58	99.86	39.05	47.45	99.86
广东宝丽华新能源股份有限公司	25.15	23.70	53.85	147.00	173.89	51.20	1.03	7.68

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

电力行业产能过剩。我国的电力产能相对过剩。截至 2017 年末，全国全口径发电装机容量 17.8 亿千瓦、同比增长 7.6%；其中非化石能源发电装机容量 6.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 38.7%，同比提高 2.1 个百分点。预计 2018 年我国电力行业仍将以优化电源结构为主要基调，行业运行仍将持续承压。

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，由于供给侧调控的成效显现、煤炭下游行业需求增加以及煤炭社会库存仍处于低位，2017 年以来煤炭价格仍维持高位震荡态势。从动力煤价格来看，秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价 2017 年以来整体上涨，5 月以后延续消费淡季行情，价格小幅回落，至 6 月中旬又开始回升，9 月中旬后出现小幅回落，截至 2017 年末为 630 元/吨，较年初上涨了 5.88%，较 2016 年全年均价上涨 37.14%。2017 年以来随着国家稳定煤价相关政策的出台和煤炭中长期合同的签订，煤炭价格波动区间有所收窄。2017 年 12 月 7 日，国家发改委、能源局印发《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》和《煤炭最低库存和最高库存制度考核办法（试行）》，旨在通过库存标准将煤炭价格维持在 500~570 元/吨的绿色区间。随着供给侧改革的推进及“稳煤价”措施的出台，后续煤价的弹性将减弱，短期由于季节性因素和周期性传导机制的影响会超越区间，但波动幅度会通过调控手段趋于稳定，预计未来煤炭价格将维持在合理区间范围内。

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，2017 年全年交易电量累计 1.63 万亿千瓦时，同比增长 45%，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。2017 年广东省用电量增速较小，同期发电量大幅增长，省内装机规模增长较快，电力供应富余，加之西送水电的挤压，省内火电企业发电效率受到一定限制。此外，2017 年以来广东省电力市场化改革步伐加快，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。2017 年全省实现地区生产总值（GDP）89879.23 亿元，比上年增长 7.5%，增速高于全国平均水平。其中，第一产业增加值 3792.40 亿元，同比增长 3.5%，对 GDP 增长的贡献率为 2.0%；第二产业增加值 38598.55 亿元，同比增长 6.7%，对 GDP 增长的贡献率为 39.8%；第三产业增加值 47488.28 亿元，同比增长 8.6%，对 GDP 增长的贡献率为 58.2%。

三次产业结构为 4.2:43.0:52.8。

广东省经济发展一直处于全国领先水平，电力需求较大，但受电力需求增速趋缓、外送电持续挤压省内电厂等因素，广东省电力供需环境持续宽松。2017 年，广东省内用电量为 5958.97 亿千瓦时，同比增长 6.22%，增速同比上升 0.58 个百分点；全省同期发电量为 4515.90 亿千瓦时，同比增长 10.60%，增速同比上升 6.30 个百分点，其中火电发电量为 3327.30 亿千瓦时，同比增长 11.90%，增速同比上升 11.00 个百分点。截至 2017 年末，广东省总装机容量为 10903 亿千瓦，伴随煤电限制新增产能投产政策的延续，全年火电装机几乎无增长，火电装机占比下降至 71%，同比减少了 4 个百分点，但其主力电源地位仍将保持。2015-2017 年，广东省内综合机组利用小时数分别为 4049 小时、3836 小时和 4073 小时，同期火电机组利用小时分别为 4028 小时、3698 小时和 4069 小时。2017 年，受益于省内电力市场化交易持续发展与用电需求增速回暖，火电利用小时数明显回升，但仍略低于全国火电平均水平。广东省未来三年内将有多台核电机组计划投运，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，火电运营面临的竞争压力加大。

外送电方面，广东省自 2002 年以来接受西南水电外送，2014 年以来保持在 1500-1600 亿千瓦时，为全国输入电量规模最大省份。2017 年，西电东送协议电量约为 1555 亿千瓦时，但由于云南水电丰水期弃水严重，当年实际赠送 213.20 亿千瓦时。

上网电价方面，2014 年 9 月、2015 年 4 月及 2016 年 1 月，广东省燃煤机组的上网电价（含税）分别下调 1.20 分/千瓦时、2.85 分/千瓦时和 2.30 分/千瓦时。由于电力改革力度加大，售电降价让利竞争日趋激烈，上网电价优势正逐步缩小。2017 年 7 月，广东省燃煤机组的上网电价（含税）小幅上调 0.25 分/千瓦时。

图表 3. 近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
发改价格【2014】1908 号	2014 年 8 月	国家发改委通知降低有关发电企业上网电价，相关电价调整自 2014 年 9 月 1 日起执行。上网电价调整后，广东省燃煤机组的标杆上网电价将下调人民币 1.2 分/千瓦时（含税）。
发改价格【2015】748 号	2015 年 4 月	国家发改委通知决定全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱（含税），相关电价调整自 2015 年 4 月 20 日执行。此次上网电价调整后，广东省燃煤机组的标杆上网电价将下调人民币 2.85 分/千瓦时（含税）。
粤发改价格【2015】820 号	2015 年 12 月	广东省发改委通知决定从 2016 年 1 月 1 日起，广东省燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2.3 分（含税）。
粤发改价格【2017】507 号	2017 年 7 月	广东省发改委通知决定从 2017 年 7 月 1 日起，广东省燃煤发电上网电价平均每千瓦时提高约 0.25 分（含税）。

注：根据广东省发改委发布的政策文件整理

2017 年以来广东省积极推进电力市场化改革，市场交易规模稳步扩大。截至 2017 年末，经广东省经信委及各地市经信局准入发文，共有 6080 家市场主

体获得市场准入资格，其中售电公司 374 家，发电企业 72 家，大用户 765 家，一般用户 4869 家。2017 年，市场组织双边协商交易成交电量 837 亿千瓦时，同比增长 199%；组织集中竞争交易成交电量 319.6 亿千瓦时，同比增长 100%；组织发电合同转让交易成交电量 82.6 亿千瓦时。2017 年广东省共有 62 家电厂，11 家大用户，136 家售电公司参与市场化交易结算，全年市场交易成交电量 1157 亿千瓦时，剔除长协调减电量后实际成交电量 1141 亿千瓦时，全年实际用电量 1131 亿千瓦时，市场电量完成率 99%。2017 年广东省市场化交易电量占同期火电发电量的 34.75%。未来随着市场电的扩容，电量之间竞争将更为激烈。

该公司目前运营的电力机组主要采用综合利用洁净煤燃烧技术发电（煤矸石发电）。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扶持煤矸石发电的发展。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%。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，煤矸石发电具有良好的前景。

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。此外，根据《关于 2017 年广东省有序放开发用电计划及电力批发交易有关工作安排的通知》，对地处国家和省确定的革命老区的煤机，予以 300 小时基数电量倾斜，属资源综合利用的煤机，予以 700 小时基数电量倾斜。

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。2017 年以来受广东省售电侧竞争日趋激烈及外送电挤压等不利因素的影响，公司发电量和机组平均利用小时下滑，发电业务收入下降。同时煤炭采购成本高企，公司电力业务盈利空间明显收窄。此外，公司金融投资规模较大，面临较大的金

融投资和价值波动风险。

该公司现已形成新能源发电和新金融投资两大核心业务，公司金融业务主要通过投资收益获取盈利，电力业务仍是公司目前收入最主要的来源，近年来占比均超过 90.00%。2016 年公司出资 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，但目前公司的融资租赁业务处于起步阶段，收入规模很较小。此外，2017 年公司产生小规模的建筑施工业务，主要系公司承揽了梅州客商银行办公楼的装修工程所致。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。2017 年受广东省售电侧改革竞争日趋激烈及外送电挤压等不利因素的影响，公司发电业务收入大幅下降，导致当年营业收入同比下降 28.96%至 25.15 亿元。2018 年以来由于省内用电需求有所增加，加之政府对煤矸石优先上网政策落实力度加大，公司发电量及发电业务收入开始回升，带动 2018 年第一季度公司营业收入同比增长 41.52%至 9.14 亿元。

图表 4. 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

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（万元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	357411.44	353985.12	251487.21
其中：电力生产	357411.44	353362.48	247043.10
占比（%）	100.00	99.82	98.23
融资租赁	-	622.64	716.47
占比（%）	-	0.18	0.28
建筑施工	-	-	3272.64
占比（%）	-	-	1.48
毛利率（%）	35.23	36.34	25.28
其中：电力生产（%）	35.23	36.37	25.48
融资租赁（%）	-	24.24	53.94
建筑施工（%）	-	-	6.55

资料来源：宝新能源（合计数与明细数不一致系四舍五入所致）

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，分别由广东宝丽华电力有限公司（简称“宝丽华电力”）和陆丰宝丽华新能源电力有限公司（简称“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）

a. 规模及资产

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，是该公司目前电力收入的主要贡献来源，自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。

图表 6. 梅县荷树园电厂生产指标一览表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2017 年 1-3 月
可控装机容量（万千瓦）	147	147	147	147	147
权益装机容量（万千瓦）	147	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）	700642.34	728576.06	538514.51	169848.08	129631.57
上网电量（万千瓦时）	658784.60	687659.93	513597.20	161301.88	122862.20
机组利用小时（小时）	4766	4956	3663	1155	881
供电标煤耗（克/千瓦时）	354.56	349.90	348.96	348.00	348.00
批复上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.6185	0.5955	0.598	0.598	0.5955
电力销售区域	广东电网				

资料来源：宝新能源

2017 年以来广东省电力市场改革加快，加之新投产的电源项目较多，市场竞争更趋激烈，公司火电运营指标同比均有所下降。2017 年，公司火电发电量为 53.85 亿千瓦时，同比下降 26.09%；机组利用小时为 3663 小时，较上年减少 1293 个小时。公司生产的电力除电厂自用外全部销售给广东电网公司。2017 年公司火电上网量为 51.36 亿千瓦时，同比下降 25.31%。2018 年来受省内用电需求大幅增加及政府对公司煤矸石优先上网政策落实力度加大的影响，公司火电机组运营指标大幅提升。2018 年 1-3 月，公司火电发电量 16.98 亿千瓦时，同比增长 31.01%；上网电量为 16.13 亿千瓦时，同比增长 31.29%；机组利用小时数为 1155 小时（该数据未折算成年化数据），较上年同期增加了 274 个小时。

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。上网电价方面，受煤炭价格持续高位的影响，2017 年 7 月 1 日起，公司梅县荷树园电厂上网电价每千瓦时提高 0.0025 元（含税），目前执行的上网电价为 0.598 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。

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。2017 年以来公司煤炭及煤矸石采购均价均有所上涨，当年公司煤炭采购均价同比增长 35.38%至 793.66 元/吨，煤矸石采购均价同比增长 29.66%至 188 元/吨，2018 年第一季度公司煤炭采购均价继续上涨至 806.31 元/吨，原材料价格上涨使得公司火电盈利空间大幅收窄。2017 年公司电力业务毛利率为 25.48%，较上年下降 10.89 个百分点。跟踪期内，公司主要合作的供应商仍为陆海物料（深圳）有限公司、潮州市亚太能源有限公司等，2017 年公司向前 5 大供应商采购占比为 88.33%，同比增加了 2.53 个百分点，上游供应商集中度进一步提高。从供电耗煤来看，近年来，公司供电标煤耗水平逐年下降，2017 年及 2018 年 1-3 月煤矸石发电机组供电标煤耗分别为 348.96 克/千瓦时和 348.00 克/千瓦时。

图表 7. 2017 年公司前五大供应商明细

年度	供应商名称	合作年限	采购商品	采购金额（万元）	占比	是否为关联方
2017 年	陆海物料（深圳）有限公司	7	煤炭	104447.12	76.58%	否
	潮州市亚太能源有限公司	9	煤炭	10191.35	7.47%	否
	绥中富燃能源有限公司	2	煤炭	2627.26	1.93%	否
	梅州市汾水碳酸钙粉有限公司	9	石灰石	2302.14	1.69%	否
	大埔县梅盛贸易有限公司	1	煤炭	898.52	0.66%	否
	合计	--	--	120466.39	88.33%	--

资料来源：宝新能源

图表 8. 公司主要原材料的平均采购价格变化情况¹（单位：元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
煤炭平均采购单价	581.25	586.23	793.66	806.31
煤矸石平均采购单价	145.00	145.00	188.00	188.00
原材料平均采购单价	317.31	323.06	424.71	428.30

资料来源：宝新能源

2018 年 1 月，该公司以自有资金出资 2.00 亿元设立全资子公司广东宝新能源电力销售有限公司（简称“宝新售电”）并完成工商设立登记，公司开始正式进入售电业务领域，目前宝新售电已经正式列入售电公司目录。不过，宝新售电主要为公司自身市场化电量交易服务。2017 年公司市场化交易电量约为 31%左右。

（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 万千瓦时）。公司已投产的风电机组装机容量很小，对收入的贡献较小。

从风电运营指标来看，由于 2017 年该公司风电机组所在区域来风情况良好，公司风力发电机组运营指标及发电量均明显提升。2017 年公司风力发电

¹ 该价格包含税费及运费，煤炭价格为不折标的价格。

量为 0.91 亿千瓦时，同比增长 36.24%；上网电量为 0.88 亿千瓦时，同比增长 52.91%；同期风电机组利用小时为 1885 小时，同比增加了 501 个小时。2017 年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。2017 年公司风力发电形成收入 0.52 亿元，毛利率为 32.69%，得益于公司风电机组利用小时及上网电量的大幅提升，公司风电发电业务开始盈利。

2018 年以来，由于区域来风情况不佳，该公司风电机组运行效率及上网电量同比均大幅下滑。2018 年 1-3 月，公司风力发电量为 0.13 亿千瓦时，同比下降 50.86%，上网电量为 0.13 亿千瓦时，同比下降 51.64%；同期风电机组利用小时为 275 小时，同比减少了 285 个小时。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，公司风电设备运营指标持续波动。

图表 9. 陆丰电力风电生产指标一览表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2017 年 1-3 月
可控装机容量（万千瓦）	4.8	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	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）	7090.32	6643.20	9050.67	1324.68	2695.58
上网电量（万千瓦时）	6614.85	5784.57	8845.32	1271.49	2629.44
机组利用小时（小时）	1477	1384	1885	275	560
批复上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.689	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

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。由于证券市场波动较大及投资的企业经营状况变化，公司投资收益波动较大。2017 年公司实现投资收益 3.81 亿元，同比增长 241.04%，主要是出售南粤银行股权所致。2018 年 1-3 月公司实现投资收益 0.11 亿元，同比下降 60.18%。

（1）金融企业股权投资

2017 年上半年，该公司新增对梅州客商银行股份有限公司（简称“梅州客商银行”）、深圳市东方富海投资管理股份有限公司（简称“东方富海”）、深圳微金所金融信息服务有限公司（简称“深圳微金所”）、宝合金服投资管理股份有限公司（简称“宝合金服”）等企业的投资，截至 2017 年末公司持有金融企业股权投资账面价值合计 36.84 亿元，同比增长 48.97%。

图表 10. 截至 2017 年末公司主要股权投资情况（单位：万元）

公司名称/证券简称	2017 年末账面价值	2017 年末持股比例	2016 年投资收益	2017 年投资收益
长城证券股份有限公司 ²	30707.25	1.79%	1248.36	499.34
华泰保险集团股份有限公司	14850.00	0.49%	99.00	118.80
百合佳缘网络集团股份有限公司 ³	102234.05	21.33%	-707.67	1386.28
梅州客商银行股份有限公司	60367.75	30.00%	-	367.75
深圳市东方富海投资管理股份有限公司	145876.87	30.00%	-	1799.38
合计	354035.92	--	-	4171.55

资料来源：宝新能源

2017 年 1 月，该公司作为主发起人出资 6.00 亿元（持有 30.00%股份）设立梅州客商银行，该银行于 6 月获批开业运营。梅州客商银行是广东银监局辖内首家民营银行，主要面向“三农”（农村、农业、农民）和“两小”（小微企业、小区居民）开展普惠金融、绿色金融业务。另一方面，同年 6 月，公司将原所持有的南粤银行全部股权转让给深圳市金立通信设备有限公司（简称“金立通信”）。本次交易转让股份总数为 699,780,030 股，占南粤银行总股份的 9.30%，转让价格为人民币 1.74 元/股，转让总价款为人民币 12.18 亿元（公司初始投资额为 9.54 亿元），获得转让收益 2.64 亿元。公司已收到全部股权转让款，本次转让完成后，公司不再持有南粤银行股权。

此外，为了贯彻“产融结合、双轮驱动”的发展战略，进一步拓展金融投资的广度、深度，提升盈利能力，2017 年 2 月 23 日，该公司与芜湖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、深圳市东方富海投资管理股份有限公司（简称“东方富海”）等人员/单位签订了《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》，并分别与谭文清、刘青、浙江浙银资本管理有限公司、深圳市安林珊资产管理有限公司、深圳市创新投资集团有限公司等人员/单位签订了《关于深圳市东方富海投资管理股份有限公司之股份转让协议》。公司拟出资人民币 25.20 亿元，受让暨增资东方富海 2.10 亿股股份，占其股份比例为 42.86%。截至 2017 年末，公司已完成协议受让东方富海 30%的股份，实际出资 14.41 亿元。公司不直接参与其经营决策。

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。截至 2017 年末，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 70%，陈玮、程厚博仍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。目前东方富海管理 42 支基金，基金规模超过 200 亿，主要投

² 2018 年 4 月 10 日长城证券股份有限公司 IPO 获中国证监会发审委审核通过。

³ 原名“百合网股份有限公司”2017 年 12 月变更为现名。

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 2017 年末，东方富海合并口径资产总额为 22.77 亿元，所有者权益为 17.98 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 17.54 亿元）。2015-2017 年实现营业收入分别为 1.27 亿元、3.37 亿元和 3.00 亿元，净利润分别为 2.06 亿元、2.16 亿元和 1.18 亿元。

转让方富海久泰、富海聚利、陈玮、程厚博、刁隼桓、刘世生、梅健及东方富海共同向该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 6 个月内就差额进行现金补偿或者相应价值的股份补偿。东方富海 2017 年度实现净利润 1.18 亿元，未达到 2017 年度业绩承诺数额 3.00 亿元，但本次业绩情况尚未触发补偿义务人需要对公司进行业绩补偿的情形。2017 年东方富海未完成业绩承诺主要系 2017 年 5 月 27 日证监会出台的减持新规，极大的影响了东方富海旗下管理基金持有的已上市未减持股票的顺利退出，且 2017 年中小板和创业板股票大部分大幅下跌，而东方富海基金持有的股票大部分是中小板和创业板的股票。从而使得东方富海基金持有的大部分股票未能在 2017 年顺利减持，未能收到相应的业绩奖励。

目前东方富海管理的股权基金所投资项目当前主要退出渠道为在国内证券市场上市、挂牌或者被并购，因此东方富海所管理的股权基金投资收益高低及项目退出节奏与我国证券市场运行情况密切相关，未来盈利将受我国资本市场环境变化、所投资项目经营状况等影响。该公司投资东方富海有利于进一步拓展公司金融投资的广度，但同时也将对公司资金的流动性造成一定影响。

2017 年 8 月，该公司通过受让及增资合计支付 0.40 亿元，持有宝合金服 40.00%的股份。公司参股公司百合网股份有限公司（简称“百合网”，截至 2017 年末公司合计持有百合网 2.68 亿股，占百合网股份比例为 21.33%，为百合网第一大股东）通过受让及增资合计支付 0.195 亿元，持有宝合金服 19.50%的股份。宝合金服为 2017 年 1 月新设企业，主要从事创业投资服务、投资项目管理、金融服务等，截至 2017 年末，宝合金服资产总计 1.20 亿元，所有者权益合计 0.98 亿元；当年实现营业收入 262.81 万元，净利润-165.79 万元，宝合金服尚处于初创期，业务尚未全面开展，未开始盈利。

2018 年 5 月，处于对百合网发展引进新的战略投资者及该公司盘活部分资产的原因，公司将持有的部分百合网股份（167,999,371 股）转让给宁波梅山保税港区缘宏投资有限公司（简称“缘宏投资”，实际控制人为自然人郭广昌），占百合网总股份的 13.37%，转让价格为人民币 4.60 元/股，转让总价款为人民币 7.74 亿元（账面价值 6.65 亿元），本次交易事项扣除必要成本（含原始成本、财务顾问费用和交易税费等）后，对公司净利润的贡献约为 0.43 亿元。

本次转让完成后，公司及公司全资子公司宝新资产仍持有百合网 100,000,000 股股份，对百合网的持股比例由 21.33% 下降至 7.96%。本次转让交割尚需向全国中小企业股份转让系统有限公司提交确认申请。截至 2017 年末，百合网资产总额为 33.39 亿元，所有者权益为 25.87 亿元；2017 年实现营业收入 6.71 亿元，净利润 0.65 亿元。

（2）证券市场二级投资

证券市场二级投资方面，跟踪期内该公司新增了对瑞康医药、兴业银行等股票的投资，但新增投资规模及产生的损益均较小，由于跟踪期内证券市场波动较大，公司放缓了对证券市场的投资力度。截至 2017 末，公司持有环能科技、中海阳、国金证券等证券初始投资共计 5.86 亿元，由于 2017 年来证券二级市场整体行情不佳，2017 年计入权益的公允价值变动为-0.22 亿元。此外，由于公司持有的国金证券股票市值大幅下跌，公司计提减值准备 2.74 亿元。截至 2018 年 3 月末公司持有国金证券 18,929,508.00 股，初始投资成本 4.54 亿元，至 2018 年 6 月 15 日国金证券股票收盘价格为 7.70 元/股，公司持有的国金证券股票市值为 1.46 亿元。需持续关注公司所持金融资产价值变动及证券二级市场价格波动对公司投资收益的影响。

图表 11. 截至 2017 年末公司主要证券投资情况（单位：万元，股，%）

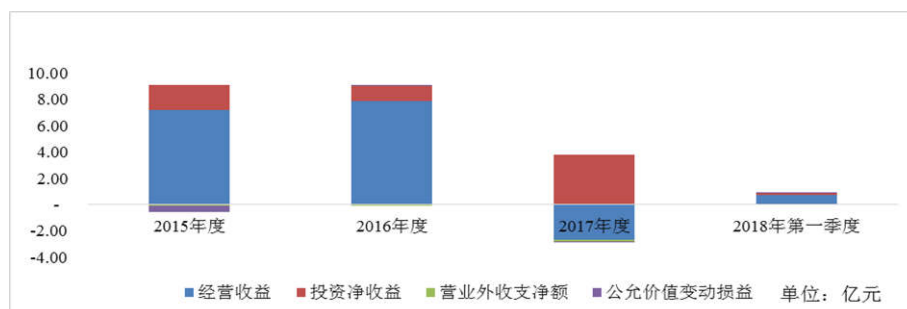
序号	证券品种	证券代码	证券简称	初始投资金额	期末账面价值	计入 2017 年损益	计入权益的累计公允价值变动	占期末证券总投资比
1	股票	300425	环能科技	10000.00	9766.64	57.98	-1623.52	32.75
2	股票	600109	国金证券	45430.82	18058.75	94.65	-	60.56
3	股票	300366	创意信息	2000.00	1299.46	5.41	-543.78	4.36
4	股票	430065	中海阳	646.92	176.36	-610.88	-	0.59
5	股票	002589	瑞康医药	150.61	134.50	-16.11	-	0.45

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，但也使公司面临一定金融投资风险，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，面临较大的金融资产价值变动风险。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据宝新能源所提供数据绘制。

经营收益=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-资产减值损失。

跟踪期内，发电业务收入仍是该公司最重要的收入来源，2017 年受广东省电力市场化改革及外送电挤压的影响，公司发电量有所下降，加之当年煤炭价格大幅上涨、当年公司对部分证券投资计提资产减值损失等因素的影响，导致 2017 年公司经营出现亏损，2017 年公司实现经营收益-2.68 亿元，同比下降 133.91%，同期公司综合毛利率为 25.28%，同比减少了 11.06 个百分点。2018 年 1-3 月，得益于广东省内用电需求量增加及政府给予公司煤矸石优先上网政策的落实，公司发电量同比大幅提升，公司实现经营收益 0.77 亿元，毛利率为 23.70%，同比上升了 2.56 个百分点。公司盈利状况受当地用电需求、市场电交易及煤炭价格变化持续波动。

2017 年，该公司期间费用同比增长 31.93%至 5.76 亿元，加上当年公司收入规模下降，当年期间费用率较上年增加了 10.56 个百分点至 22.89%，期间费用对公司盈利的侵蚀较大。2017 年公司期间费用仍主要以管理费用和财务费用为主，占比为 98.81%。管理费用主要为职工薪酬和办公费用，财务费用主要系债务利息支出。2017 年公司财务费用同比增长 47.57%，主要系公司 2016 年底发行了两期公司债，公司债利息支出增加所致。2018 年 1-3 月，公司期间费用为 1.28 亿元，期间费用率为 13.99%。此外，2017 年公司计提资产减值损失 2.88 亿元，主要系计提国金证券股票减值损失 2.74 亿元和坏账损失 0.14 亿元。金融资产价值波动易对公司经营业绩和财务质量产生影响。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	35.74	35.40	25.15	9.14	6.46
毛利（亿元）	12.59	12.87	6.36	2.17	1.37
期间费用率（%）	14.71	12.33	22.89	13.99	18.21
其中：财务费用率（%）	6.12	4.48	9.30	7.29	8.44
全年利息支出总额（亿元）	2.56	2.29	3.41	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.07	0.40	0.71	-	-

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

2017 年由于该公司经营收益出现亏损，公司盈利主要来自于投资收益，2018 年第一季度随着公司主业盈利状况的好转，投资收益作为公司盈利的补充。2017 年及 2018 年 1-3 月，公司投资收益分别为 3.81 亿元和 0.11 亿元，2017 年公司投资收益主要系当年公司转让南粤银行股权获得的收益所致，该收益不具有可持续性。公司其余投资收益主要来自于投资金融企业的分红及买卖股票形成的投资收益，稳定性不佳。同期公司实现净利润分别为 1.03 亿元和 0.64 亿元，2017 年由于煤炭价格持续位于高位，公司盈利空间大幅压缩，净利润同比下降 84.71%。2018 年以来年得益于公司电厂运行效率较高，2018 年 1-3 月公司净利润同比增长 144.38%。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.86	1.12	3.81	0.11	0.29
营业外收入（亿元）	0.02	0.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益（亿元）	-0.49	0.01	-0.06	0.00	0.00

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

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：公司将在资源综合利用技术项目——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，完成广东陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW）的建设，并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，公司将在在陆丰甲湖湾（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，并规划分期完成陆丰甲湖湾（海上）风电场 1400MW 风电机组的立项及建设。公司后续仍需较大规模的资本性支出，公司拟以外部债务融资来解决资金需求。

在金融投资业务方面，该公司未来将促进梅州客商银行稳健合规运营，全

力构建涵盖银行、证券、基金、投资、保险、征信、融资租赁于一体的大金融平台，实现电力、金融两大主业的联动发展。

图表 15. 公司 2018 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度
资本性支出计划（亿元）	26.37	8.80
营运资金需求（净额，亿元）	1.00	--
融资安排（净额，亿元）	27.37	8.80
其中：债务类融资（亿元）	27.37	8.80

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

目前该公司在建的项目有陆丰甲湖湾电厂一期及总部大楼建设项目，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，装机容量为 2×100 万千瓦，系公司 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净额 30.65 亿元，取得银团项目贷款授信总额 70 亿元，期限 15 年。截至 2018 年 3 月末，该项目已累计投资 59.41 亿元，该项目预计将于 2018 年完工。该项目投产后，公司总装机容量有望大幅增长，大幅提升公司经营业绩。但广东省电力供需持续宽松以及“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。

图表 16. 截至 2018 年 3 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 2018 年 3 月 末累计已投资	预计完工 时间
陆丰甲湖湾电厂一期	火电	2*100	88.31	59.41	2018
公司总部大楼	--	--	6.00	2.61	--
合计	--	--	94.31	62.02	--

资料来源：宝新能源

管理

跟踪期内，该公司控股股东宝丽华集团转让公司部分股权，持股比例有所下降，控制权有所稀释，但公司控股股东及实际控制人未发生变化。公司董事会、监事会届满完成选举换届，部分高管人员发生变动。

2017 年 2 月，该公司控股股东广东宝丽华集团有限公司（简称“宝丽华集团”）由于自身需要及战略发展的原因，将其持有的 111,188,325 股无限售条件流通股（约占公司总股本的 5.11%）协议转让给宁远喜先生（公司现任董事长）；将持有公司 108,794,395 股无限售条件流通股（约占公司总股本的 5.00%）协议转让给富海久泰。本次股份转让前，宝丽华集团持有公司股份 568,124,778 股，占公司总股本的 26.11%。上述转让事宜完成后，公司控股股东、实际控制人未发生变更。宝丽华集团仍为公司的第一大股东，叶华能先生仍为公司实际控制人。本次股权转让后宝丽华集团持股比例大幅下降，对

公司的控制权将被稀释。截至 2018 年 3 月末，宝丽华集团持有公司股份降至 348,142,058 股（其中质押或冻结的股份 232,037,574 股，质押比例为 66.65%），占公司总股本的比例降至 16.00%；宁远喜先生持有公司 5.35% 的股权，持股总数为 116,363,325 股（其中质押或冻结股份 111,188,325 股，质押比例为 95.55%）；富海久泰持有公司 5.47% 的股权，持股总数为 118,995,755 股（其中质押或冻结股份 118,995,755 股，质押比例为 100.00%）。

因该公司第七届董事会董事任期届满，2018 年 3 月 26 日，公司 2018 年第一次临时股东大会选举产生了公司第八届董事会和监事会任职人选：宁远喜、刘沅、温惠、叶耀荣、丁珍珍、邹孟红、田轩、屈文洲、刘大成为公司第八届董事会董事，田轩、屈文洲、刘大成为独立董事，其中第七届董事会董事王波先生、吴一帆女士因工作原因不再连任，独立董事王再文先生因在本公司任职连续达到 6 年不再连任。此外公司原副总经理张明静先生、刘锐先生因梅州客商银行筹建工作安排需要调任，辞去公司副总经理及公司其他一切职务。

2017 年该公司由于采购商品、接受劳务与关联方产生交易金额 0.38 亿元，由于销售商品、提供劳务与关联方产生的交易金额为 0.37 亿元，公司关联交易均为市场定价，且规模较小。

根据该公司提供的《企业信用报告》所载，截至 2018 年 5 月 17 日，公司无违约情况发生。截至 2018 年 3 月末，公司累计发行债券本金余额为 39.50 亿元。

图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2018.05	未提供	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.05	未提供	无	无	不涉及
诉讼	公开信息	2018.05	未提供	无	无	不涉及
工商	企业提供	2018.05	未提供	无	无	不涉及
质量	企业提供	2018.05	未提供	无	无	不涉及
安全	企业提供	2018.05	未提供	无	无	不涉及

资料来源：根据宝新能源所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

由于该公司在建项目及金融投资的所需资金量较大，跟踪期内公司债务规模持续扩张，但得益于自身的经营积累，资产负债率保持稳定。公司刚性债务以长期刚性债务为主，即期偿付压力不大。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强的上市公司股票，加之融资渠道畅通，

可为债务的偿付提供良好保证。

1. 数据与调整

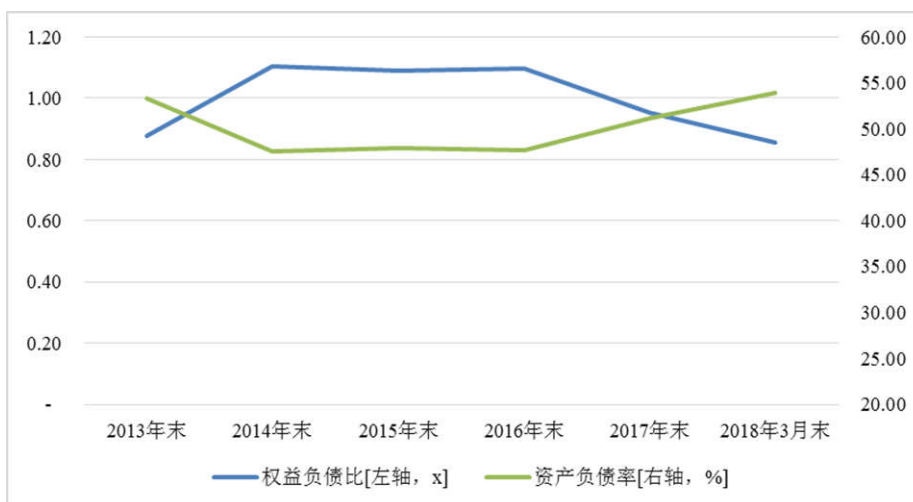
北京兴华会计师事务所有限公司对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

财政部于 2017 年度发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，该公司对 2017 年 1 月 1 日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益，与日常活动无关的政府补助，计入营业外收支，上述调整采用未来适用法，因此公司 2017 年新增其他收益科目，2017 年及 2018 年 1-3 月，公司其他收益分别为 360.84 万元和 36.50 万元。此外财政部于 2017 年 12 月 25 日发布了《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财【2017】30 号），将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失变更为列报于“资产处置收益”，此项政策变更采用追溯调整法，因此公司 2017 年新增资产处置收益 170.76 万元。上述会计政策变更对公司财务数据整体可比性影响较小。

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。

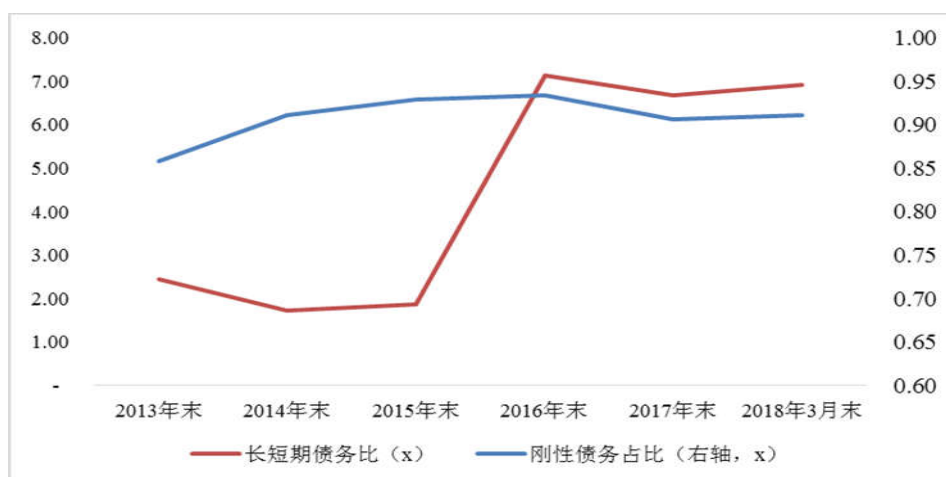
由于在建的陆丰甲湖湾项目投资规模大，加之金融投资力度的加大，该公司资金需求量大幅上升，外部融资规模快速增长。2015-2017 年末，公司负债总额分别为 46.43 亿元、75.07 亿元和 89.03 亿元；同期末资产负债率分别为 47.86%、47.68%和 51.20%。2018 年以来，由于公司新增了部分银行借款，截至 2018 年 3 月末，公司负债规模继续上升至 99.68 亿元，资产负债率继续上升至 53.91%。随着在建项目的推进，预计公司债务规模可能进一步扩

大。

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 50.58 亿元、82.39 亿元、84.86 亿元和 85.22 亿元，2015 年公司所有者权益大幅增长主要系当年公司定向增发后使得公司股本和资本公积大幅上升所致。2017 年末，公司所有者权益中实收资本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益的比重为 70.17%，公司资本结构稳定性较强。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司的权益负债比分别为 1.09 倍、1.10 倍、0.95 倍和 0.85 倍，跟踪期内，随着公司负债规模的上升，公司权益资本对负债的覆盖程度有所降低。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	44.98	41.40	43.12	70.11	80.67	90.88
其他应付款 (亿元)	1.95	0.72	0.44	0.29	5.11	5.44
刚性债务占比 (%)	85.87	91.16	92.87	93.39	90.60	91.17
其他应付款占比 (%)	3.72	1.59	0.94	0.38	5.74	5.46

资料来源：根据宝新能源所提供数据绘制。

该公司负债偏向于长期，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末公司长短期债务比分别为 186.88%、714.84%、667.14%和 691.37%，2016 年由于公司公开发行 30.00 亿元公司债券，使得当年公司负债结构开始偏向于非流动负债。从债务构成来看，2017 年末公司债务集中于刚性债务和其他应付款，期末刚性债务 80.67 亿元，同比增长 15.06%，占负债总额的 90.60%。年末公司其他应付款为 5.11 亿元，同比增幅很大，主要系 2017 年以来公司由于工程建设及设备采购等原因产生的其他应付款金额较大所致。

(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	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	8.05	12.87	13.15	4.41	3.40	3.95
其中：短期借款	4.36	3.30	6.79	2.55	1.00	1.00
一年内到期非流动负债	3.17	9.25	5.77	1.44	1.96	1.96
应付票据	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他短期刚性债务	0.32	0.32	0.58	0.42	0.44	0.99
中长期刚性债务合计	36.93	28.53	29.98	65.70	77.27	86.93
其中：长期借款	26.93	24.53	20.51	26.47	37.99	47.63
应付债券	10.00	4.00	9.47	39.23	39.28	39.29
其他中长期刚性债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
综合融资成本（年化，%）	--	--	5.13	4.49	4.53	4.55

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

从该公司刚性债务情况来看，公司刚性债务一直以中长期刚性债务为主，2017 年末中长期刚性债务占比为 95.79%。2017 年末，公司长期刚性债务主要由长期借款及应付债券构成，占刚性债务的比重分别为 47.10%和 48.69%。年末长期借款（不含一年内到期的长期借款）37.99 亿元，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 4.41-4.90%。2017 年末，公司应付债券为 39.28 亿元，主要为公司 2016 年新发行的两期公司债券及 2015 年发行的两期中期票据。公司的短期刚性债务规模很小，2017 年末短期刚性债务为 3.40 亿元，主要为公司的短期借款及将于一年内到期的长期借款，公司短期借款均为公司本部对下属子公司的保证借款。截至 2018 年 3 月末，公司刚性负债升至 90.88 亿元，刚性负债结构无较大变化。跟踪期内，公司刚性债务有所增加，但公司刚性债务多集中于长期债务，即期偿还压力不大。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
营业周期（天）	80.08	69.10	49.47	59.33	75.88	--
营业收入现金率（%）	121.33	112.37	119.24	112.23	124.68	106.29
业务现金收支净额（亿元）	28.28	16.97	12.26	11.99	8.70	1.88
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.92	-0.73	-0.80	-0.75	-1.01	-0.18

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	27.35	16.25	11.45	11.24	7.68	1.69
EBITDA（亿元）	21.76	20.45	15.26	15.28	8.35	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.48	0.47	0.36	0.27	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.31	7.60	5.96	6.67	2.45	-

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。

该公司主业为电力生产，主业资金回笼情况较好。2017 年及 2018 年 1-3 月，公司营业收入现金率分别为 124.68%和 106.29%，保持良好的水平。同期公司经营活动产生的现金净流量分别为 7.68 亿元和 1.69 亿元。2017 年以来，由于公司发电量下降，电力业务回笼资金规模有所减少，加之原材料价格涨幅较大使得 2017 年公司经营活动产生的现金净流入规模同比下降 31.65%。

（2）投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）⁴

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-3.28	-8.05	-7.11	-19.92	-7.41	-1.05
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	-3.16	-4.57	-7.94	-15.07	-25.38	-5.91
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.16	1.39	0.66	-0.00	-	-
投资环节产生的现金流量净额	-6.60	-11.22	-13.76	-35.00	-32.79	-6.96

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

2017 年及 2018 年 1-3 月，该公司投资活动现金净流出分别为 32.79 亿元和 6.96 亿元，同比分别减少 6.29%和 45.80%，但仍保持较大的净流出规模。2017 年公司投资性现金净流出有所减少，主要系 2017 年公司转让南粤银行股权回笼了较多资金所致，且 2018 年以来公司股票投资规模下降，投资性现金净流出同比有所下降。

（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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
权益类净融资额	-	-	-5.17	26.33	-0.71	-
债务类净融资额	-	-	-0.81	24.68	7.17	-
其中：现金利息支出	-	-	2.31	2.42	3.32	-

⁴ 仅提供 2015-2017 年现金流细分。

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
其他	-	-	-0.06	0.08	0.03	-
筹资环节产生的现金流量净额	-10.94	-11.28	-6.04	51.11	6.49	9.08

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过外部债务融资来弥补资金缺口，2017 年及 2018 年 1-3 月，公司筹资活动现金净流入分别为 6.49 亿元和 9.08 亿元。2017 年公司权益类融资净额降幅很大，主要系公司 2016 年通过定向增发募集资金净额 30.65 亿元用于陆丰甲湖湾一期电厂的建设产生了较大的权益性融资。

综合而言，2017 年受发电量下降影响，该公司经营性现金流表现有所减弱，加上公司在建电厂及对外股权投资规模较大，公司投资性活动所需的现金支出仍维持较高水平。公司通过外部融资解决资金缺口。

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	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	30.84	28.10	16.45	56.46	37.87	45.07
	31.39	29.41	16.96	35.86	21.78	24.38
其中：现金类资产（亿元）	21.02	23.00	12.69	40.12	21.49	25.32
应收款项（亿元）	4.94	3.49	2.70	4.36	2.60	3.64
一年内到期的非流动资产（亿元）	-	0.32	-	-	3.06	3.13
其他流动资产（亿元）	-	-	0.00	10.06	9.88	11.28
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	67.40	67.46	80.57	100.99	136.03	139.83
	68.61	70.59	83.04	64.14	78.22	75.62
其中：固定资产（亿元）	48.20	44.06	40.41	40.74	38.30	37.18
在建工程（亿元）	2.26	5.58	9.00	11.18	29.05	32.21
可供出售金融资产（亿元）	2.86	13.15	20.54	18.23	8.31	8.00
长期股权投资（亿元）	9.48	-	-	10.09	31.24	31.23
其他非流动资产（亿元）	-	0.47	4.58	11.17	20.94	23.06
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	-	15.78	55.85	81.82	-
期末抵质押融资余额（亿元）	-	-	26.28	27.91	39.95	-
受限资产账面余额/总资产（%）	-	-	16.27	35.47	47.05	-

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

随着在建项目的推进及外部融资规模扩大，2017 年末该公司资产总额较上年末增长 10.44%至 173.89 亿元。公司资产结构仍以非流动资产为主，年末非流动资产为 136.03 亿元，同比增长 34.69%，占总资产的比重为 78.22%。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、可供出售金融资产和长期股权投资占非流动资产的比例较高。2017 年末固定资产为 38.30 亿元，较上年末无明显变化，占非流动资产的 28.15%，主要为电厂设备，可形成较稳定的现金流入；年末公司在建工程 29.05 亿

元，占比为 21.35%，主要系公司在建的陆丰甲湖湾电厂及公司总部大楼，跟踪期内随着公司在建的陆丰甲湖湾电厂建设进程接近尾声，公司在建工程规模增长较多。此外由于 2017 年公司完成对广东南粤银行的股权转让，使得 2017 年末可供出售金额资产同比减少 54.40%至 8.31 亿元。2017 年由于公司新增对梅州客商银行、东方富海和宝合金服的投资，期末长期股权投资增至 31.24 亿元，可供出售金融资产和长期股权投资合计占非流动资产的比例为 29.08%。公司的可供出售金融资产主要为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。此外，2017 年末，公司其他非流动资产为 20.94 亿元，较上年末增长 87.46%，主要系公司在建的陆丰甲湖湾电厂当年预付的设备款规模有所增加所致。

2017 年末，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成，分别占流动资产的 56.56%、6.86%、8.09%和 26.09%。其中货币资金年末为 21.42 亿元，同比下降 46.50%，主要系当年公司偿还部分银行借款及投入部分资金至在建工程所致，公司的受限资金很少（期末 107 万元，为保证金）；应收账款年末为 2.60 亿元，主要为应收电费，账龄均为一年以内，回收风险较小。年末公司新增一年内到期的非流动资产 3.06 亿元，主要系当年公司长期应收款中一年内到期的应收债权投资款⁵调入该科目所致；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 9.88 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额上升至 184.90 亿元，资产结构无较大变动。

截至 2017 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 81.82 亿元，占总资产的 47.05%，主要为项目贷款进行抵押的固定资产、在建工程和土地使用权以及履约保证金等。较大规模的受限资产对公司资产质量产生一定影响。

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	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	203.59	168.12	101.63	612.89	326.26	357.84
速动比率 (%)	171.40	160.46	95.52	592.84	319.65	344.79
现金比率 (%)	138.76	137.62	78.40	435.49	185.19	201.03

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

跟踪期内，由于该公司工程建设、对外投资及偿还债务支出的资金较多，公司货币资金及流动资产规模显著下降，造成 2017 年末及 2018 年 3 月末公司流动比率分别降至 326.26%和 357.84%，同期末公司现金比率分别降为 185.19%和 201.03%，公司货币资金仍较充裕，可为即期债务的偿付提供

⁵ 应收债权投资系公司以有限合伙人的身份对合伙企业的出资款，根据合同约定，合伙企业存续期两年，公司不参与合伙企业事务管理，按照固定收益率享有自身投资额的收益及到期超额回报。2017 年公司债权投资收益 0.26 亿元。

一定保障。

6. 表外事项

根据该公司与东方富海的转让方富海久泰、富海聚利、陈玮、程厚博、刁隽桓、刘世生、梅健及目标公司东方富海签署的《股份转让及认购协议》。东方富海 2017 年的业绩情况未达对赌条款预期，本次业绩情况尚未触发补偿义务人需要对公司进行业绩补偿的情形。但需关注东方富海后续经营情况及对公司存在潜在的影响。

7. 母公司/集团本部财务质量

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 126.02 亿元和 131.62 亿元，公司本部的资产以流动资产为主，流动资产主要由长期股权投资及可供出售金融资产构成。同期末公司本部可供出售金融资产和长期股权投资合计分别为 103.27 亿元和 105.06 亿元，占本部资产总额的比重分别为 81.95%和 79.82%。公司的可供出售金融资产主要为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。同期末，公司本部资产负债率分别为 39.72%和 42.49%，负债程度尚可。2017 年及 2018 年 1-3 月公司本部未形成营业收入，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，但公司本部可收到一定的投资收益及股权转让带来的额收益，为本部带来一定的利润，同期公司本部的净利润分别为 4.35 亿元和-0.05 亿元。

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。此外公司的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 2018 年 3 月末，该公司共获得银行综合授信 121.81 亿元，均为贷款授信，利率区间为 4.41-4.9%；均为工农中建交五大商业银行综合授信，尚未使用的银行授信额度为 62.38 亿元，间接融资渠道较通畅。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	其中： 贷款授信	放贷规模/ 余额	利率区间
全部（亿元）	121.81	121.81	62.38	4.41-4.9%
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	121.81	121.81	62.38	4.41-4.9%
其中：大型国有金融机构占比（%）	100.00	100.00	100.00	-

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. “16 宝新 01”及“16 宝新 02”：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。公司上调票面利率选择权：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。

“16 宝新 01”及“16 宝新 02”分别为 2016 年 11 月 28 日及 2016 年 12 月 12 日发行，发行利率分别为 3.73%和 4.14%，发行利率较低。上述两期公司债将于 2019 年面临一定的投资者回售风险。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司控股股东宝丽华集团转让公司部分股权，持股比例有所下降，控制权有所稀释，但公司控股股东及实际控制人未发生变化。跟踪期内，公司完成董事会换届，部分高管人员发生变动，但对公司经营无较大影响。

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，业务结构明晰。2017 年受广东省电力市场交易及外送电量挤压，公司发电量有所下降，营业收入有所下滑。同时煤炭价格持续高位运行，公司盈利空间明显收窄，经营压力有所上升。此外，公司金融面临较大的金融投资和价值波动风险，但自 2017 年下半年以来，公司收缩金融投资规模，积极处置资产和回

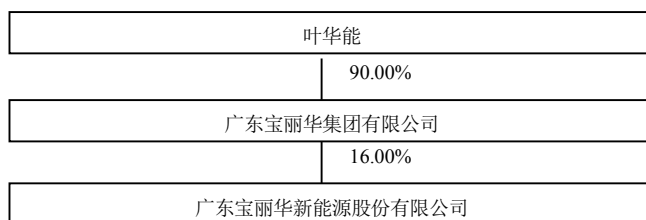
收现金，严控风险，未进行新的股权投资，现金流呈现良好状态。

由于该公司在建项目及金融投资的所需资金量较大，跟踪期内公司债务规模持续扩张，但得益于自身的经营积累，资产负债率保持稳定。公司刚性债务以长期刚性债务为主，即期偿付压力不大。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强的上市公司股票，加之融资渠道畅通，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、电力市场改革进度及对公司电厂运营的影响；（3）陆丰甲湖湾电厂一期项目建设进展、投融资情况及项目投产后的运营情况；（4）公司金融投资对公司盈利的贡献效果以及金融投资风险和金融资产价值变动情况；（5）东方富海及梅州客商银行等企业后续运营状况；（6）公司资产受限比例较高对资产质量的影响；（7）公司股权被质押比例较高风险及具体的资金流向。

附录一：

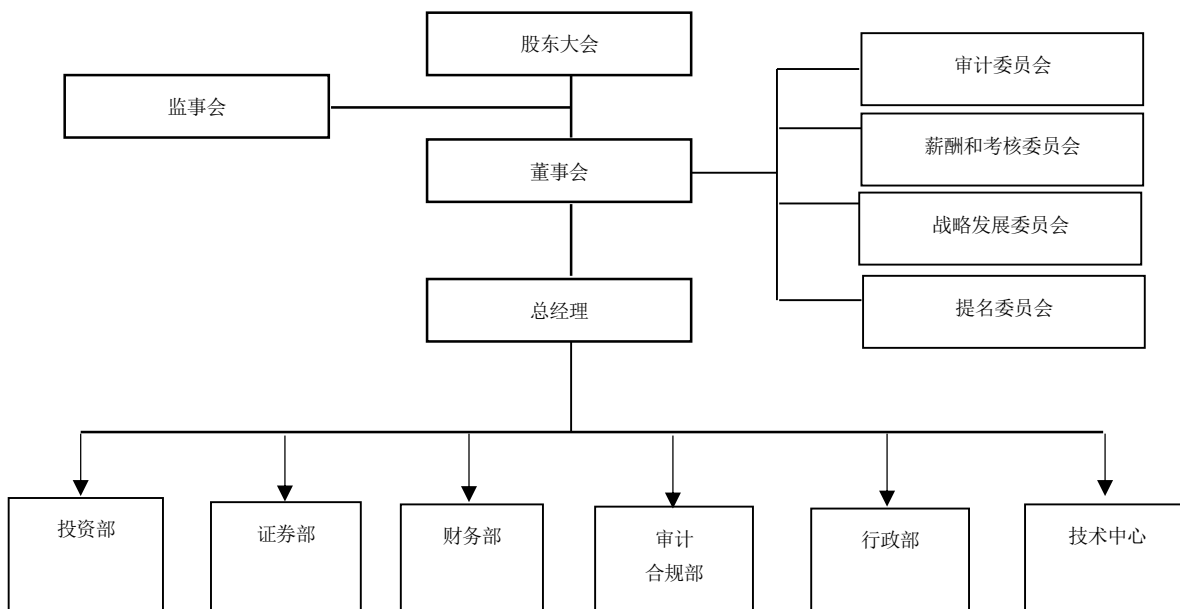
公司与实际控制人关系图



注：根据宝新能源提供的资料绘制（截至2018年3月末）。

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2018年3月末）。

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	2017 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	39.64	75.96	0.00	4.35	16.31	
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	15.90	31.29	24.19	2.22	-0.81	
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	25.06	29.99	0.52	-0.74	-0.82	

注：根据宝新能源 2017 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]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	97.02	157.45	173.89	184.90
货币资金 [亿元]	12.69	40.04	21.42	25.24
刚性债务[亿元]	43.12	70.11	80.67	90.88
所有者权益 [亿元]	50.58	82.39	84.86	85.22
营业收入[亿元]	35.74	35.40	25.15	9.14
净利润 [亿元]	6.44	6.75	1.03	0.64
EBITDA[亿元]	15.26	15.28	8.35	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.45	11.24	7.68	1.69
投资性现金净流入量[亿元]	-13.05	-35.00	-32.79	-6.96
资产负债率[%]	47.86	47.68	51.20	53.91
权益资本与刚性债务比率[%]	117.30	117.52	105.20	93.77
流动比率[%]	101.63	612.89	326.26	357.84
现金比率[%]	78.40	435.49	185.19	201.03
利息保障倍数[倍]	4.30	4.77	1.08	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	49.47	59.33	75.88	—
毛利率[%]	35.23	36.34	25.28	23.70
营业利润率[%]	24.05	25.54	4.46	9.67
总资产报酬率[%]	11.43	8.58	2.22	—
净资产收益率[%]	12.79	10.15	1.23	—
净资产收益率*[%]	12.79	10.15	1.23	—
营业收入现金率[%]	119.24	112.23	124.68	106.29
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	69.63	88.50	73.81	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.69	-187.07	-241.23	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.96	6.67	2.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.27	0.11	—

注：表中数据依据宝新能源经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、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。

评级声明

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、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《电力行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。