

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(2019)100280】

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+/2019 年 6 月 19 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 19 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 26 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 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	10.50	5.41	12.04	12.16
刚性债务	39.59	39.64	39.69	40.15
所有者权益	70.05	75.96	79.16	80.94
经营性现金净流入量	-5.18	16.31	5.02	-0.46
合并口径数据及指标：				
总资产	157.45	173.89	215.93	214.23
总负债	75.07	89.03	127.33	123.28
刚性债务	70.11	80.67	110.12	110.01
所有者权益	82.39	84.86	88.60	90.96
营业收入	35.40	25.15	38.34	8.75
净利润	6.75	1.03	4.62	2.39
经营性现金净流入量	11.24	7.68	9.83	1.49
EBITDA	15.28	8.35	14.38	—
资产负债率[%]	47.68	51.20	58.97	57.54
权益资本与刚性债务 比率[%]	117.52	105.20	80.46	82.68
流动比率[%]	612.89	326.26	115.85	146.28
现金比率[%]	435.49	185.19	64.09	128.22
利息保障倍数[倍]	4.77	1.08	1.96	—
净资产收益率[%]	10.15	1.23	5.33	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	18.50	9.36	9.08	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-39.10	-30.60	-10.60	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.67	2.45	2.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.11	0.15	—

注：根据宝新能源经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 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 2018 年以来宝新能源在区域环境、新建项目全面建成、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、金融投资及债券集中回售等方面继续面临压力与风险。

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。跟踪期内受益于区域电力市场需求的增长以及煤矸石优先上网政策落实力度的加大，公司发电量增加，发电业务收入大幅回升。
- **陆丰甲湖湾项目全面建成。**跟踪期内，宝新能源投资的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，投产后公司装机规模大幅提高，公司未来收入和利润有望提升。
- **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。此外，公司持有一定变现能力较强的上市公司股票和理财产品，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 2019 年 3 月末公司未使用授信额度为 32.44 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。**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 2018 年广东省电力市场化改革进一步推进，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。
- **陆丰甲湖湾电厂项目投产运营风险。**宝新能源投资的陆丰甲湖湾电厂项目总投资达 88.31 亿元，投资规模较大，目前陆丰甲湖湾电厂项目投产运营时间不长，达产后的运营效率面临一定不确定性，项目实际运营情况需持续关注。
- **原材料价格维持高位。**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。2018 年以来煤炭价格持续处于高位，公司面临较大成本控制压力。
- **金融投资和市值波动风险。**宝新能源对金融企业股权投资及二级市场证券投资规模大，公司面临较大的金融投资及金融资产价值变动风险。跟踪期内，公司投资的东方富海业绩仍不及预期，二级市场证券投资损益受市场行情影响较大。
- **资产受限比例较高。**截至 2018 年末，宝新能源受限资产账面价值合计 103.75 亿元，占总资产的 48.05%。较大规模的受限资产规模对公司资产质量及流动性产生一定影响。
- **债券集中回售风险。**宝新能源发行的“16 宝新 01”及“16 宝新 02”均在 2019 年底进入投资者回售行权期，若债券回售规模大，则公司将面临较大债券集中回售风险。

➤ 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强，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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年 1-3 月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。若投资者行使回售选择权，则公司将面临较大的集中偿付压力。

截至 2019 年 3 月末，该公司已发行尚未到期债券本金余额为 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

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工

业品价格的回落有所放缓,存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导,促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进,中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力,“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快,我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下,我国宏观政策向稳增长倾斜,财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效,赤字率上调,减税降费力度进一步加大,在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用;地方政府专项债券额度提升支持基建补短板,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。稳健货币政策松紧适度,不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕,疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平,一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善,金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度,影子银行、非标融资等得以有效控制,长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升,汇率形成机制市场化改革有序推进,我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放,关税总水平下降明显,促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进,金融业对外开放稳步落实,对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进,人民币跨境结算量仍保持较快增长,国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年,“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力,但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时,在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(2) 行业因素

2018年以来,全社会用电增速同比提高,超预期的用电需求增长明显推动发电量增速,全国用电结构继续优化,新增装机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,有利于电力市场化交易机制,促进电能替代。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，当前全国仍有较多火电企业处于亏损状态。

A. 行业概况

2018 年，我国全社会用电量实现较快增长、电力消费结构继续优化。同期，我国全社会用电量达到了 68449 亿千瓦时，同比增长 8.5%，同比上升 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速。2019 年 1-3 月，我国全社会用电量为 16795 亿千瓦时，同比增长 5.5%，增速比上年同期回落 4.3 个百分点。

从行业下游情况来看，2018 年产业用电结构受宏观经济稳定支撑，第二产业用电保持平稳增长，仍是全社会用电增长的主要动力；国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头，第三产业用电量继续高速增长；受年初的寒潮和今夏高温的气候特征影响，城乡居民生活用电量快速增长，城乡居民生活用电量增速较快。2018 年，第一产业用电量 728 亿千瓦时，同比增长 9.8%；第二产业用电量 47235 亿千瓦时，同比增长 7.2%；第三产业用电量 10801 亿千瓦时，同比增长 12.7%；城乡居民生活用电量 9685 亿千瓦时，同比增长 10.4%。

2018 年，我国全口径发电量 6.99 万亿千瓦时，同比增长 8.4%。其中，火电、水电、核电和风电分别完成发电量 4.92、1.23、0.37 和 0.29 万亿千瓦时，同比分别增长 7.3%、3.2%、20.2%和 18.6%。

从发电机组利用小时数方面来看，2018 年各类型发电设备利用小时均同比提高。2018 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3862 小时，同比增加 73 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3613 小时，同比增加 16 小时；火电设备平均利用小时为 4361 小时，同比增加 143 小时。

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，发电结构绿色化转型持续推进，煤电装机比重继续下降。2018 年，全国电源新增生产能力（正式投产）12439 万千瓦，其中，水电 854 万千瓦，火电 4119 万千瓦。

截至 2018 年末，我国全口径发电装机容量 19.0 亿千瓦、同比增长 6.5%。其中，非化石能源发电装机容量 7.7 亿千瓦，占总装机容量的比重为 40.8%、比上年提高 2.0 个百分点。分类型看，水电装机 3.5 亿千瓦、火电 11.4 亿千瓦、核电 4466 万千瓦、并网风电 1.8 亿千瓦、并网太阳能发电 1.7 亿千瓦。火电装机中，煤电 10.1 亿千瓦、占总装机容量的比重为 53.0%，比上年降低 2.2 个百分点；气电 8330 万千瓦，同比增长 10.0%。全国发电装机及其水电、火电、风电、太阳能发电装机规模均居世界首位。

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。2018 年，电力消费中火电占比仍相对稳定。2017 年 6 月，国家发改委发布取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的

通知，打破 2013 年以来上网电价下调的主基调，将缓解燃煤发电企业经营困难；水电、风电以及核电等其他清洁能源企业将获得一定的发展机遇。现阶段，随着中央政府推进综合试点与售电侧改革试点工作的进一步开展，电力市场将逐渐放开，发电行业竞争将加剧。

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。2018 年我国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计为 20654 亿千瓦时，同比增长 26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为 30.2%，同比上升 4.3 个百分点，占电网企业销售电量的比重为 37.5%，同比上升 4.5 个百分点。

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（2018 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	933.90	15.67	2697.04	1482.21	2879.16	75.63	27.90	193.14
华能国际电力股份有限公司	1698.61	10.52	4304.57	10599.10	4034.41	74.77	24.07	288.92
国电电力发展股份有限公司	654.90	18.61	2132.21	5530.59	2725.11	73.84	18.09	231.62
华电国际电力股份有限公司	883.65	12.35	2098.54	4995.24	2250.26	70.40	22.72	178.06
上海电力股份有限公司	225.79	21.44	484.76	1500.25	986.70	73.32	34.13	63.51
北京京能电力股份有限公司	126.95	10.71	492.64	1146	684.90	59.98	8.08	24.55
广东电力发展股份有限公司	274.09	11.54	751.23	2095	733.30	57.02	9.10	60.00
大唐国际发电股份有限公司	933.90	15.67	2697.04	1482.21	2879.16	75.63	27.90	193.14
广东宝丽华新能源股份有限公司	38.34	31.58	79.59	251.80 ¹	215.93	58.97	4.62	9.83

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，2018 年以来，在煤炭先进产能释放以及“保供稳价”政策加码等多重因素影响下，煤炭价格略有回落，但仍呈现高位震荡态势。分煤种来看，秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价年初受天气寒冷、火电需求旺盛及下游企业冬储需求增加影响，价格连续小幅上涨。3 月份后，受需求减弱及煤炭价格调控影响，价格开始回落，6 月份受需求回升、供应略紧影响，价格又有所回升，并在 580 元/吨左右小幅波动。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，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金融融资成本来看，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，广东省全社会用电量多年来一直位居全国首位。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

¹ 含风电装机容量。

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。2018 年全省实现地区生产总值 97277.77 亿元，比上年增长 6.8%，增速高于全国平均水平 0.2 个百分点。其中，第一产业增加值 3831.44 亿元，同比增长 4.2%，对地区生产总值增长的贡献率为 2.5%；第二产业增加值 40695.15 亿元，同比增长 5.9%，对地区生产总值增长的贡献率为 38.6%；第三产业增加值 52751.18 亿元，同比增长 7.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 58.9%。三次产业结构比重为 4.0:41.8:54.2，第三产业所占比重比上年提高 0.6 个百分点。

广东省经济发展一直处于全国领先水平，电力需求较大。2018 年，广东省全社会用电量 6323 亿千瓦时，同比增长 6.11%，居全国首位，增速与上年基本持平；全省同期发电量为 4369.62 亿千瓦时，同比增长 4.1%，增速同比有所放缓。截至 2018 年末，广东省 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量为 1.18 亿千瓦，其中火电设备装机容量 0.81 亿千瓦，占比为 68.31%，是广东省的主力电源。从省内发电机组利用效率来看，2018 年广东省发电设备利用小时数为 3978 小时，较上年下降 95 小时，但仍高于全国平均水平（3862 小时）。同期火电机组利用小时为 4096 小时，较上年增加 27 小时。受益于省内电力市场化交易持续发展与用电需求回暖，2018 年广东省内火电机组利用小时数有所回升，但仍低于全国火电平均水平（4361 小时）。外送电方面，广东省 2002 年起接受西南水电外送，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。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，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

文件编号	公布时间	主要文件内容
		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

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。根据广东电力交易中心发布数据，截至 2018 年末，广东省共有 9647 家市场主体获得市场准入资格，比上年末增长 58.7%。其中售电公司 412 家，同比增长 10.2%；发电企业 87 家，同比增长 20.8%，总装机容量 8893.5 万千瓦，占省内装机容量的 76.3%；大用户 773 家，同比增长 1.1%；一般用户 8375 家，同比增长 72.0%。截至 2018 年末，获准进入市场的主体中，参与市场交易的 7140 家，占总数的 74.0%。2018 年，广东省市场化交易总成交量 1705.8 亿千瓦时，其中一级市场（年度双边协商、年度集中竞争、月度集中竞争）总成交量 1572.1 亿千瓦时，同比增长 35.9%；二级市场（发电合同转让）总成交量 133.7 亿千瓦时。根据广东省经济和信息化委下发的《关于 2019 年广东电力市场年度交易安排的通知》：2019 年广东电力市场交易规模约为 2000 亿千瓦时，其中安排年度双边协商交易规模为 1200 亿千瓦时，发电侧年度双边协商交易电量上限为 1320 亿千瓦时。2019 年广东省电力市场规模将进一步扩大。未来随着市场电的扩容，电量之间竞争将更为激烈。

该公司目前运营的梅县荷树园电厂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。2018 年受益于广东省用电需求增加和煤矸石优先上网政策落实力度的加大，公司发电量增加，发电业务收入大幅回升。随着陆丰甲湖湾电厂的全面建成，公司装机容量大幅提升，为公司未来电力业务规模扩大奠定坚实基础。与此同时，2018 年煤炭价格仍处于高位，挤压了公司电力业务盈利空间。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。

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，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%。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。2018 年受益于广东省用电需求增长和政府对于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大幅回升，2018 年公司营业收入同比增长 52.46%至 38.34 亿元。其中，电力业务收入为 38.29 亿元，同比增长 55.01%。2019 年 1-3 月公司实现营业收入 8.75 亿元，同比下降 4.29%，主要系发电量同比下降所致。

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

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，但目前公司的融资租赁业务尚处于起步阶段，收入规模很小。2018 年宝新租赁实现营业收入 0.05 亿元，较上年下降 32.93%，主要是公司出于金融投资业务结构调整的考虑，在维持原有业务的基础上，未开拓新的融资租赁业务。2017 年公司产生小规模的建筑施工业务，主要系承揽了参股公司梅州客商银行办公楼的装修工程所致。由于 2018 年末对外承接建筑施工业务，公司当年未获取建筑施工业务收入，后续亦无对外承接建筑施工项目计划。

（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（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
营业收入合计	35.40	25.15	38.34	8.75

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
其中：电力生产	35.34	24.70	38.29	-
占比 (%)	99.82	98.23	99.87	-
融资租赁	0.06	0.07	0.05	-
占比 (%)	0.18	0.28	0.13	-
建筑施工	-	0.33	-	-
占比 (%)	-	1.48	-	-
毛利率 (%)	36.34	25.28	31.58	23.40
其中：电力生产 (%)	36.37	25.48	31.50	-
融资租赁 (%)	24.24	53.94	97.85	-
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）

营业毛利率方面，2018 年该公司综合毛利率为 31.58%，较上年提升 6.30 个百分点。同期，电力生产毛利率为 31.50%，较上年提升 6.02 个百分点，主要系当年发电量大幅增加、机组运营效率提高所致；融资租赁毛利率为 97.85%，由于融资租赁业务趋缓，公司精简部分人员以降低成本，人工费用大幅降低，当年毛利率较上年大幅提升 43.91 个百分点，但融资租赁业务收入规模很小，对利润贡献有限。2019 年 1-3 月，公司综合毛利率为 23.40%，与上年同期基本持平。

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，现已全面建成投产。

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）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 2019 年 3 月末，公司累计实际投入金额为 85.36 亿元，后续预计还需投入 2.95 亿元（主要为待支付的工程款）。陆丰甲湖湾电厂项目的建成有望提升公司的收入和利润水平，但广东省电力供需持续宽松以及“西电东送”的增加，也将使得陆丰甲湖湾电厂的机组运行效率存在一定不确定性。

图表 6. 公司火电机组生产指标一览表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
可控装机容量（万千瓦）	147	147	147	247	247
权益装机容量（万千瓦）	147	147	147	247	247
发电量（亿千瓦时）	70.06	72.86	53.85	79.00	26.51
上网电量（亿千瓦时）	65.88	68.77	51.36	74.76	25.19
机组利用小时（小时）	4766	4956	3663	3174	1132
供电标煤耗（克/千瓦时）	354.56	349.90	348.96	338.03	320.95
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.6185	0.5955	0.598	0.64	0.54
电力销售区域	广东电网				

资料来源：宝新能源

2018 年以来受益于省内用电需求大幅增加及政府对煤矸石优先上网政策落实力度加大以及陆丰甲湖湾项目 1 号机组投产，该公司火电发电量大幅提升。2018 年公司火电发电量 79.00 亿千瓦时，同比增长 46.70%；上网电量为 74.76 亿千瓦时，同比增长 45.56%；机组利用小时数为 3174 小时，较上年下降，主要系陆丰甲湖湾电厂 1 号机组于 2018 年 11 月建成，但当年发电量较小所致。公司未对荷树园电厂和陆丰甲湖湾项目 1 号机组发电量进行具体拆分。

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。2018 年及 2019 年 1-3 月，公司市场化交易电量占比分别为 15%和 35%。从上网电价来看，2018 年及 2019 年第一季度公司火电机组平均上网电价分别为 0.64 元/千瓦时和 0.54 元/千瓦时，2019 年第一季度由于公司市场化交易电量提高，导致平均上网电价较 2018 年下降。

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。2018 年煤炭供需平衡偏紧，煤炭及煤矸石采购均价维持高位但较上年略有回落，当年公司煤炭采购均价同比下降 2.74%至 771.93 元/吨，煤矸石采购均价同比下降 1.60%至 185 元/吨。但

由于煤炭和煤矸石的采购比例有所调整，陆丰甲湖湾项目投产后公司采购煤炭的比重增加，使得 2018 年公司整体的原材料平均采购单价较上年上升 10.41% 至 468.91 元/吨。原材料价格高企使得公司面临较大的成本控制压力，挤压了火电盈利空间；但因发电量大幅增长，2018 年公司电力业务毛利率较上年提升 6.02 个百分点至 31.50%。2019 年以来煤炭价格略有回落，2019 年 1-3 月公司煤炭采购均价降至 659.28 元/吨。

跟踪期内，该公司的主要供应商仍为陆海物料（深圳）有限公司，占公司年度采购总额的 48.47%，与上年基本持平；2018 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 83.93%，同比下降 4.4 个百分点。从供电耗煤来看，近年来，公司供电标煤耗水平逐年下降，2018 年及 2019 年 1-3 月煤矸石发电机组供电标煤耗分别为 338.03 克/千瓦时和 320.95 克/千瓦时，同比分别下降 3.13% 和 7.77%。

图表 7. 2018 年公司前五大供应商明细²

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
2018 年	陆海物料（深圳）有限公司	8	煤炭	12.88	48.47%	否
	广州珠江电力燃料有限公司	1	煤炭	5.36	20.15%	否
	河北嘉智予供应链管理有限公司	1	煤炭	1.56	5.88%	否
	云南昆交供应链管理有限公司	1	煤炭	1.54	5.81%	否
	广东省电力工业燃料有限公司	1	煤炭	0.96	3.62%	否
	合计	--	--	22.31	83.93%	--

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³（单位：元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
煤炭平均采购单价	586.23	793.66	771.93	659.28
煤矸石平均采购单价	145.00	188.00	185.00	168.00
原材料平均采购单价	323.06	424.71	468.91	457.20

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。2018 年陆丰电力实现营业收入 3.90 亿元，占公司营业收入的比例为 10.17%。

由于区域来风情况不佳，该公司 2018 年风电机组运行效率及上网电量同比均下滑。2018 年，公司风力发电量为 0.59 亿千瓦时，同比下降 34.56%，上网电量为 0.58 亿千瓦时，同比下降 34.95%；同期风电机组利用小时为 1234 小

² 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。

³ 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。

时，同比减少 651 个小时。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，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2018 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（亿千瓦时）	0.66	0.91	0.59	0.19	0.13
上网电量（亿千瓦时）	0.58	0.88	0.58	0.19	0.13
机组利用小时（小时）	1384	1885	1234	400	275
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

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，目前项目投资预算暂未确定。合资项目公司注册资本 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，占项目公司注册资本的 20%。目前公司已完成注册资本实缴，项目公司也已完成工商备案登记。

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。2018 年公司实现投资收益 2.32 亿元，同比下降 39.28%，主要是由于 2017 年公司出售南粤银行股权推高了当年投资收益。2018 年公司实现的投资收益中 0.58 亿元来源于出售参股公司——百合佳缘网络集团股份有限公司（简称“百合网”）股权。2019 年 1-3 月公司实现投资收益 0.48 亿元，同比增长 321.12%，主要系投资的企业公允价值变动所致。

（1）金融企业股权投资

该公司对金融企业的投资包括银行、证券、基金、保险以及私募投资公司等领域，截至 2018 年末，公司对主要金融企业的投资初始成本为 28.86 亿元，账面价值为 29.60 亿元。其中投资金额较大的企业有深圳市东方富海投资管理股份有限公司（简称“东方富海”）、梅州客商银行股份有限公司（简称“梅州客商银行”）、百合网及长城证券股份有限公司（简称“长城证券”）。

图表 10. 截至 2018 年末公司主要股权投资情况（单位：亿元）

公司名称/证券简称	初始投资成本	2018 年末账面价值	会计计量方式	2018 年末持股比例	2018 年投资收益
长城证券股份有限公司 ⁴	3.07	3.42	按公允价值计量的可供出售金融资产	1.61%	-
华泰保险集团股份有限公司	1.49	1.49	按成本计量的可供出售金融资产	0.49%	0.01
国金基金管理有限公司	0.70	0.50	按成本计量的可供出售金融资产	19.50%	-
梅州客商银行股份有限公司	6.00	6.28	权益法-长期股权投资	30.00%	0.15
深圳市东方富海投资管理股份有限公司	14.40	12.98	权益法-长期股权投资	30.00%	0.27
宝合金服投资管理股份有限公司	0.40	0.33	权益法-长期股权投资	40.00%	-0.07
百合佳缘网络集团股份有限公司	3.50	4.60	2018 年由权益法-长期股权投资改为成本法计量的可供出售金融资产	7.96%	0.58 ⁵
合计	28.86	29.60	-	-	0.94

资料来源：宝新能源

2017 年该公司通过受让暨增资的方式——实际出资 14.41 亿元，取得东方富海 30% 的股份，但并不参与其实际经营管理。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 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 2018 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 2018 年末，东方富海合并口径资产总额为 26.20 亿元，所有者权益为 16.67 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 16.51 亿元）。2016-2018 年实现营业收入分别为 3.37 亿元、3.00 亿元和 3.05 亿元，净利润分别为 2.16 亿元、1.18 亿元

⁴ 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。

⁵ 出售部分股权获得的投资收益。

和 0.92 亿元。2017 年及 2018 年净利润水平均低于承诺数额，但尚未触发补偿义务人需要对公司进行业绩补偿的情形。近两年东方富海业绩没有达到承诺水平主要是受到 2017 年 5 月 27 日证监会出台的减持新规及二级市场持续低迷的影响。2018 年东方富海持有的大部分股票未能顺利减持，无法获取相应业绩奖励；此外，东方富海持有的永乐股份当年股价大跌，因此未能按原计划在二级市场顺利减持该股票，使资本运作收益不及预期。

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与我国证券市场运行情况密切相关。其收入组成部分业绩奖励收入、投资收益等与其主观时机判断、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多因素影响且波动较大。2017 年以来减持新规的出台及二级市场持续低迷或将使得东方富海项目退出节奏放缓，资本运作收益面临的不确定加大，连续两年业绩不达预期，或将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。2018 年，公司对持有的东方富海长期股权投资计提 1.30 亿元减值准备。

梅州客商银行是该公司作为主发起人出资设立的广东银监局辖内首家民营银行，于 2017 年 6 月获批开业运营，主要面向“三农”（农村、农业、农民）和“两小”（小微企业、小区居民）开展扶贫金融业务。公司主要依托梅州客商银行办理存款和日常结算业务。截至 2018 年末，梅州客商银行合并口径资产总额为 126.77 亿元，所有者权益为 20.95 亿元（均为归属于母公司股东权益），2018 年实现营业收入为 1.98 亿元，拨备前利润 1.15 亿元，净利润 0.50 亿元。截至 2018 年末，全行各项存款余额为 74.05 亿元，同比增长 61.38%；各项贷款余额为 20.19 亿元，同比增长 1058.65%，其中不良贷款余额为 0；拨贷比为 2.53%，资本充足率为 35.76%。未来随着其业务规模的持续增长，有望给公司带来新的盈利增长点。

2018 年 7 月，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”）受让上海绘峰资产管理中心（有限合伙）（简称“上海绘峰”）99.99%的合伙份额，公司实际支付 1.21 亿元，并由宝新资产担任上海绘峰的有限合伙人。截至 2018 年末，上海绘峰总资产和净资产均为 1.21 亿元。

另外，该公司于 2017 年投资的深圳微金所金融信息服务有限公司（简称“深圳微金所”）目前账面已基本无营运资金，且后续对债务人的债务追偿难度极大，深圳微金所已基本丧失业务经营能力和持续发展能力，预计公司投资无法收回。基于谨慎性原则，2018 年公司对持有的深圳微金所股权投资全额计提减值 0.50 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对紫金银行股票的投资，同时追加了对双汇发展、兴业银行、浙江龙盛等股票的投资，但新增及追加的投

资规模较小。截至 2018 年末，公司持有的国金证券、环能科技、双汇发展等证券投资成本共计 5.66 亿元，期末账面价值共计 2.13 亿元。由于 2018 年证券二级市场整体行情不佳，公司持有上述证券产生的计入权益的累计公允价值变动为-0.26 亿元、影响损益的金额为 0.02 亿元。此外，公司以股票交易收盘价作为公允价值计量依据对持有的国金证券进行核算，并将其公允价值变动损益列入“其他综合收益”科目。2018 年 12 月 31 日，国金证券收盘价为 7.16 元/股，较初始每股投资成本下跌 70.16%，且下跌时间超过 12 个月，应计提减值准备 3.19 亿元，其中 2017 年已计提减值准备 2.74 亿元，2018 年补提减值准备 0.45 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 2018 年末公司主要证券投资情况（单位：万元，股，%）

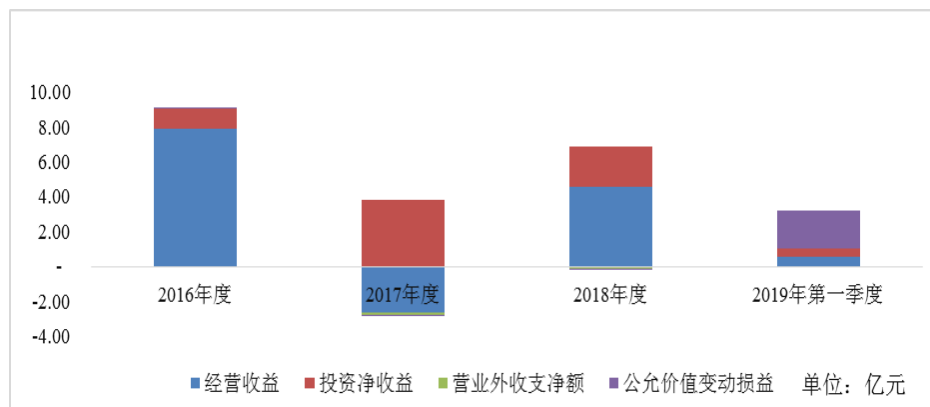
序号	证券品种	证券代码	证券简称	投资成本	期末账面价值	计入 2018 年损益	计入权益的累计公允价值变动	会计计量方式
1	股票	600109	国金证券	45430.82	13553.53	94.65	-	按公允价值计量的可供出售金融资产
2	股票	300425	环能科技	10000.00	7193.89	206.55	-2572.75	按公允价值计量的可供出售金融资产
3	股票	000895	双汇发展	171.00	165.13	-0.67	-	交易性金融资产
4	股票	601166	兴业银行	171.21	149.40	-12.26	-	交易性金融资产
5	股票	600352	浙江龙盛	155.36	135.10	-21.86	-	交易性金融资产
6	股票	430065	中海阳	646.92	88.18	-88.18	-	交易性金融资产
合计				56575.31	21285.23	178.23	-2572.75	-

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，部分投资标的业绩不及预期，加之持有的部分股票市值受二级市场行情影响大幅下降，面临较大的金融资产价值变动风险和投资风险。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据宝新能源年报和季报数据整理绘制。

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，2018 年由于用电需求的增加以及政府对煤矸石优先上网政策落实力度加大，公司发电量增加，带动公司营业收入及盈利水平提升。2018 年公司实现毛利 12.11 亿元，同比增长 90.41%，综合毛利率为 31.58%，同比提升 6.3 个百分点。同期公司实现经营收益 4.55 亿元，由负转正。2019 年 1-3 月，公司实现经营收益 0.56 亿元，综合毛利率为 23.40%，同比下降 0.30 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。

2018 年，该公司期间费用同比下降 12.95%至 5.01 亿元，加上当年公司收入大幅上升，当年期间费用率较上年降低 9.82 个百分点至 13.07%。2018 年公司加强成本控制力度，销售、管理、财务费用均同比下降，当年期间费用仍以管理费用和财务费用为主。管理费用主要为职工薪酬和办公费用，财务费用主要为债务利息支出。2019 年 1-3 月，公司期间费用为 1.41 亿元，期间费用率为 16.07%。此外，2018 年公司计提资产减值损失 2.12 亿元，主要系对东方财富计提长期股权投资减值准备 1.30 亿元和对可供出售金融资产中国金证券和深圳微金所计提减值 0.95 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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	35.40	25.15	38.34	8.75	9.14
毛利（亿元）	12.87	6.36	12.11	2.05	2.17
其中：新能源发电（亿元）	12.85	6.30	12.06	-	-
期间费用率（%）	12.33	22.89	13.07	16.07	13.99
其中：财务费用率（%）	4.48	9.30	5.47	9.16	7.29
全年利息支出总额（亿元）	2.29	3.41	4.82	-	-

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
其中：资本化利息数额（亿元）	0.40	0.71	2.11	-	-

资料来源：根据宝新能源年报和季报数据整理。

2018 年该公司盈利主要来自于经营收益，投资收益对公司盈利形成一定补充，但波动较大。2018 年公司获得投资收益 2.32 亿元，同比下降 39.28%，主要系上年公司转让南粤银行股权获得了 2.64 亿元转让收益。2018 年投资收益 0.58 亿元来源于当年转让百合网股权获得的收益，该收益不具有可持续性，其余投资收益主要是购买理财产品收益及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公允价值变动收益，稳定性不佳。2019 年 1-3 月，公司获得投资收益 0.48 亿元，同比上升 321.12%。2018 年及 2019 年 1-3 月，公司实现的净利润分别为 4.62 亿元和 2.39 亿元。2018 年受益于广东省用电需求增长及公司电厂运行效率提高，公司净利润同比增长 348.28%；2019 年 1 月 1 日起因执行新金融工具准则，公司交易性金融资产的公允价值变动计入公允价值变动收益，为公司盈利的主要构成部分，导致 2019 年 1-3 月公司净利润也大幅增长 272.41%。

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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.12	3.81	2.32	0.48	0.11
营业外收入（亿元）	0.08	0.00	-0.17	-0.02	0.00
公允价值变动损益（亿元）	0.01	-0.06	-0.01	2.18	0.00

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、融资租赁于一体的大金融平台，培育新的利润增长极，实现电力、金融两大主业的联动发展。

目前该公司陆丰甲湖湾电厂一期项目已全部建成，截至 2019 年 3 月末实际已投入资金 85.36 亿元，2019 年 4-12 月还需支付 2.95 亿元，主要为工程款。

此外，公司在建的自用总部大楼项目预计总投资 6.00 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 3.00 亿元，随着陆丰甲湖湾电厂一期项目的建成，公司后续资本性支出压力将得到缓解。

图表 15. 截至 2019 年 3 月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 2019 年 3 月末累计已投资	2019 年 4-12 月计划投资	2020 年计划投资
陆丰甲湖湾电厂一期	88.31	85.36	2.95	-
公司总部大楼	6.00	3.00	1.00	2.00
合计	94.31	88.36	3.95	2.00

资料来源：宝新能源

管理

跟踪期内，该公司完成董事会换届选举，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，该公司的控股股东及实际控制人未发生变化。截至 2019 年 3 月末，公司控股股东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%。宝丽华集团分别由叶华能先生、叶耀荣先生出资 90%和 10% 设立，公司实际控制人仍为叶华能先生。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 5.47%和 5.35%。公司控股股东宝丽华集团质押的公司股份数已于 2018 年全部解除质押。截至 2019 年 3 月末，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 5.47%和 5.11%，占其持有公司股权的 100%和 95.55%。需对质押资金流向及用途保持持续关注。

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，其中田轩、屈文洲、刘大成为独立董事。除独立董事外，其余董事会成员在此前均长期担任公司或宝丽华集团高管职务。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，辞去公司副总经理及公司其他一切职务。

2018 年该公司由于采购商品、接受劳务与关联方产生交易金额 0.27 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。2018 年度，公司在梅州客商银行累计存入 17.45 亿元人民币，累计取得存款利息收入 0.56 亿元。2018 年末公司在梅州客商银行存款余额为 19.84 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 2019 年 5 月 7 日，公司无违约情况发生。截至 2019 年 3 月末，公司累计发行债券本金余额为 39.50

亿元。经国家企业信用信息公示系统、天眼查等渠道查询，截至 2019 年 5 月末公司不存在重大异常行为记录。

图表 16. 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	2019.05	未提供	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.05	未提供	无	无	不涉及
诉讼	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2019.05	未提供	无	无	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2019.05	未提供	无	无	不涉及
质量	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2019.05	未提供	无	无	不涉及
安全	国家企业信用信息公示系统、天眼查	2019.05	未提供	无	无	不涉及

资料来源：公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

随着陆丰甲湖湾项目的投入，该公司资金需求量上升，跟踪期内外部融资规模快速增长。但公司主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定变现能力较强的上市公司股票和理财产品，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 2018 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 年颁布了修订后的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号——套期会计》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》，公司于 2019 年首次执行新金融工具准则，因此对首次执行当年年初财务报表相关科目进行了以下调整：1) 将以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产全部转入交易性金融资产，因此调减该科目 2019 年期初数 0.05 亿元；2) 将可供出售金融资产部分调入交易性金融资产、部分调入其他权益工具投资，因此调减该科目 2019 年期初数 1.99 亿元；3) 将部分其他流动资产调入交易性金融资产，因此调减该科目 2019 年期初数 17.13 亿元；4) 将部分长期应收款调入债权投资，因此调减该科目 2019 年期初数 0.28 亿元。根据衔接规定，对可比期间信息不予调整，首日执行新准则与原准则的差异追溯调整本

报告期期初未分配利润或其他综合收益。对所涉及的资产负债表科目 2019 年年初调整影响如下表所示。

图表 17. 合并资产负债表调整情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年初	调整数
流动资产			
交易性金融资产	不适用	28.47	28.47
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.05	不适用	-0.05
其他流动资产	17.13	0.02	-17.12
流动资产合计	61.44	72.75	11.30
非流动资产			
债权投资	不适用	0.28	0.28
可供出售金融资产	13.29	不适用	-13.29
长期应收款	0.38	0.10	-0.28
其他权益投资工具	不适用	1.99	1.99
非流动资产合计	154.49	143.18	-11.30
资产总计	215.93	215.93	0.00

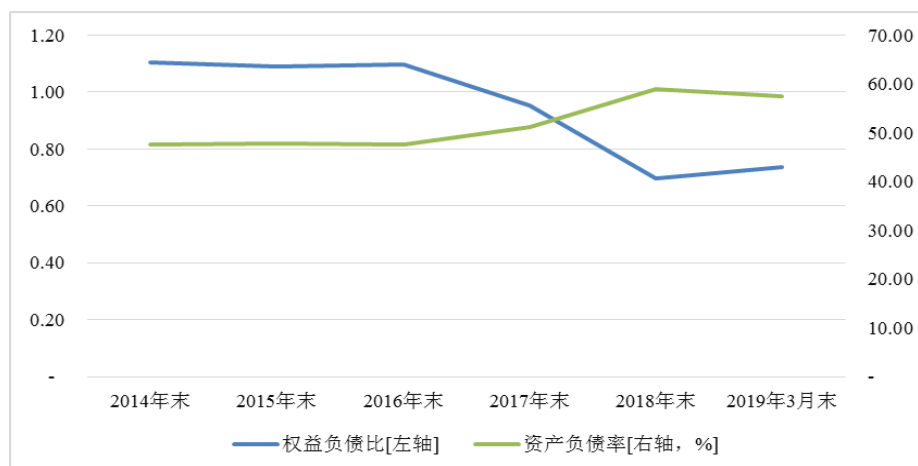
资料来源：宝新能源

宝新资产于 2017 年 3 月发起设立宝新 3 号私募投资基金，持有基金 10% 的份额，同时担任基金管理人。该公司作为投资人持有基金 90% 的份额，继续将其纳入合并报表范围。公司可获取基金投资产生的收益，截至 2018 年末，宝新 3 号私募投资基金总资产为 877.31 万元，净资产为 877.09 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。

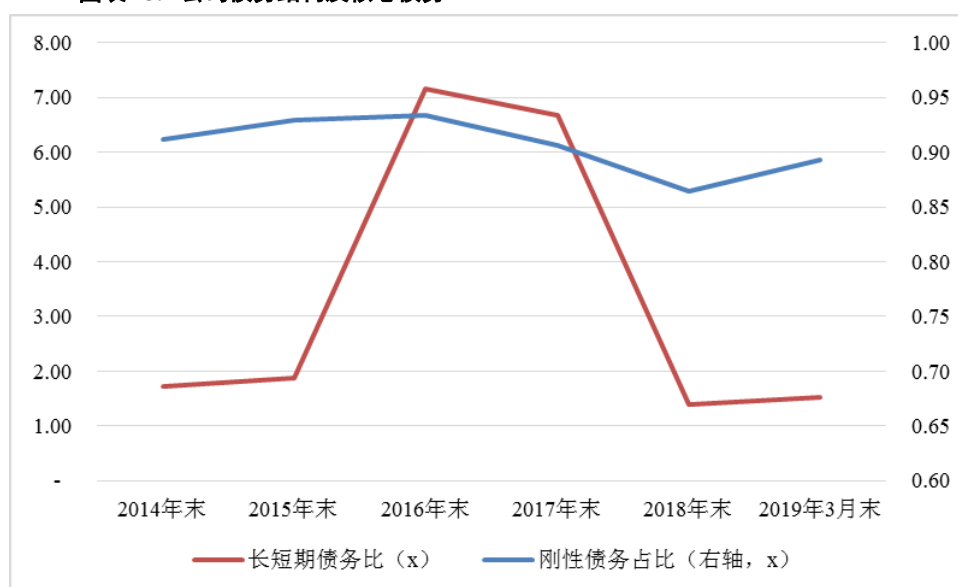
随着陆丰甲湖湾项目的投入，该公司资金需求量上升，外部融资规模快速增长。2018 年末公司负债总额为 127.33 亿元，较上年末增长 43.02%，同

期末资产负债率为 58.97%，较上年末上升 7.77 个百分点。2018 年以来，由于陆丰甲湖湾工程项目建设处于集中投入期，需要大量资金，公司新增大额项目贷款，当年末负债规模与资产负债率随之上升。2019 年 3 月末，由于公司已对大部分原材料采购款进行支付，应付账款大幅下降，公司负债总额降至 123.28 亿元，资产负债率略降至 57.54%。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 88.60 亿元和 90.96 亿元。同期末，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分别为 67.53%和 65.82%，公司资本结构稳定性较强。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司的权益负债比分别为 0.70 倍和 0.74 倍。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	41.40	43.12	70.11	80.67	110.12	110.01
其他应付款 (亿元) ⁶	0.72	0.44	0.29	5.11	11.36	11.18
刚性债务占比 (%)	91.16	92.87	93.39	90.60	86.48	89.24
其他应付款占比 (%)	1.59	0.94	0.38	5.74	8.92	9.07

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，2018 年末及 2019 年 3 月末公司长短期债务比分别为 140.07%和 151.94%。2018 年末长短期债务比较上年末大幅下降，主要原因是公司发行的 16 宝新 01 及 16 宝新 02 两期公司债将于 2019 年进入行权期，将两期债券的期末余额全部转入一年内到期的非流动负债科目所致。从债务构成来看，2018 年末公司债务集中于刚性债务和其他应付款，期末刚性

⁶ 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 2019 年 3 月末的其他应付款余额包括应付利息及原其他应付款

债务 110.12 亿元，同比增长 36.51%，占负债总额的 86.48%，刚性债务的增加主要来自长期借款；期末公司其他应付款为 11.36 亿元，同比增长 104.72%。其中，应付利息 0.48 亿元，同比增长 10.47%；剩余部分其他应付款 10.88 亿元，同比增长 112.76%，主要是陆丰甲湖湾电厂工程项目产生的工程及设备款 10.22 亿元。2019 年 3 月末，公司核心债务构成较上年末变动不大。

(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	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	12.87	13.15	4.41	3.40	36.25	36.70
其中：短期借款	3.30	6.79	2.55	1.00	0.40	0.40
一年内到期非流动负债	9.25	5.77	1.44	1.96	35.37	35.39
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他短期刚性债务	0.32	0.58	0.42	0.44	0.48	0.91
中长期刚性债务合计	28.53	29.98	65.70	77.27	73.86	73.31
其中：长期借款	24.53	20.51	26.47	37.99	64.38	63.82
应付债券	4.00	9.47	39.23	39.28	9.48	9.49
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	4.65	4.65

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。2018 年末，公司中长期刚性债务占比为 67.08%，由长期借款及应付债券构成。年末长期借款（不含一年内到期的长期借款）为 64.38 亿元，均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%。年末应付债券为 9.48 亿元，为公司 2015 年发行的两期中期票据。因 16 宝新 01 及 16 宝新 02 两期公司债券的回售日分别为 2019 年 11 月 28 日及 2019 年 12 月 12 日，公司将两期附投资者回售权的公司债券转入一年内到期的非流动负债，导致 2018 年末短期刚性债务规模迅速上升至 36.25 亿元。短期刚性债务主要为应付利息及将于一年内到期的应付债券和长期借款。截至 2019 年 3 月末，公司刚性负债略降至 110.01 亿元，刚性负债结构无较大变化。跟踪期内，公司刚性债务增加，且发行的两期公司债券在 2019 年下半年面临回售压力，公司短期偿付压力加大。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
营业周期（天）	69.10	49.47	59.33	75.88	73.41	-
营业收入现金率（%）	112.37	119.24	112.23	124.68	109.20	139.21
业务现金收支净额（亿元）	16.97	12.26	11.99	8.70	10.01	1.77
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.73	-0.80	-0.75	-1.01	-0.19	-0.28
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	16.25	11.45	11.24	7.68	9.83	1.49
EBITDA（亿元）	20.45	15.26	15.28	8.35	14.38	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.47	0.36	0.27	0.11	0.15	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.60	5.96	6.67	2.45	2.98	-

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。2018 年公司营业收入现金率为 109.20%，同比下降 15.49 个百分点；2019 年 1-3 月，公司营业收入现金率为 139.21%，同比提升 32.92 个百分点，主要是公司收回上年末未进行结算的应收账款，导致当期销售商品、提供劳务收到的现金增加。总体来看，公司营业收入现金率保持良好水平。同期公司经营活动产生的现金净流量分别为 9.83 亿元和 1.49 亿元。2018 年以来，由于公司发电量大幅增长，电厂运营效率有所提高，加上政府对煤矸石优先上网政策落实力度加大，公司电力业务回笼资金规模增长较快，2018 年公司经营活动产生的现金净流入规模同比增长 27.91%。2019 年 1-3 月经营活动现金流入较上年提升明显，但因本期支付职工薪酬及税金大幅增加，导致经营活动产生的现金净流入规模较上年同期下降 11.87%。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）⁷

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
回收投资与投资支付净流入额	-8.05	-7.11	-19.92	-7.41	3.04	0.49
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	-4.57	-7.94	-15.07	-25.38	-23.13	-1.53
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.39	0.66	-0.00	-	-1.21	-0.73
投资环节产生的现金流量净额	-11.22	-13.76	-35.00	-32.79	-21.30	-1.77

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

⁷ 仅提供 2016-2018 年现金流细分。

2018 年及 2019 年 1-3 月，该公司投资活动现金净流出分别为 21.30 亿元和 1.77 亿元，同比分别减少 35.05 %和 74.53 %，但仍保持较大的净流出规模。2018 年公司投资性现金净流出较上年有所减少，主要系公司理财及股票投资规模下降，对外投资减少，回收投资与投资支付净流入额增加所致。

(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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
权益类净融资额	-	-5.17	26.33	-0.71	-0.65	-
债务类净融资额	-	-0.81	24.68	7.17	24.65	-1.40
其中：现金利息支出	-	2.31	2.42	3.32	4.65	0.84
筹资环节产生的现金流量净额	-11.28	-6.04	51.11	6.49	23.99	-1.40

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过银行借款来弥补资金缺口，2018 年及 2019 年 1-3 月，公司筹资活动现金净流入分别为 23.99 亿元和-1.40 亿元。2018 年公司债务类融资净额同比增加 17.48 亿元，主要系公司 2018 年因陆丰甲湖湾项目新增了大额贷款，产生了较大的债务性融资所致。

综合而言，2018 年受发电量上升影响，该公司经营性现金流表现良好，但是因公司在建电厂投资规模较大，公司投资性活动所需的现金支出仍维持较高水平，公司主要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	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	28.10	16.45	56.46	37.87	61.44	71.58
	29.41	16.96	35.86	21.78	28.46	33.41
其中：货币资金（亿元）	21.03	12.69	40.04	21.42	33.94	32.26
应收款项（亿元）	3.49	2.70	4.36	2.60	6.28	5.16
存货（亿元）	1.28	0.99	1.85	0.77	3.71	3.33
其他流动资产（亿元）	-	0.00	10.06	9.88	17.13	0.00
交易性金融资产	1.97	0.00	0.08	0.07	0.05	30.48
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	67.46	80.57	100.99	136.03	154.49	142.66
	70.59	83.04	64.14	78.22	71.54	66.59
其中：固定资产（亿元）	44.06	40.41	40.74	38.30	72.71	71.17
在建工程（亿元）	5.58	9.00	11.18	29.05	34.59	35.11
可供出售金融资产（亿元）	13.15	20.54	18.23	8.31	13.29	-
长期股权投资（亿元）	-	-	10.09	31.24	19.59	19.68
其他非流动资产（亿元）	0.47	4.58	11.17	20.94	6.39	5.85
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	15.78	55.85	81.82	103.75	102.72

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
期末抵质押融资余额（亿元）	-	26.28	27.91	39.95	70.31	69.74
受限资产账面余额/总资产（%）	-	16.27	35.47	47.05	48.05	47.95

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，2018 年末该公司资产总额较上年末增长 24.18%至 215.93 亿元。公司资产结构仍以非流动资产为主，2018 年末非流动资产为 154.49 亿元，较上年末增长 13.57%，占总资产的比重为 71.54%。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。2018 年末固定资产为 72.71 亿元，较上年末增长 89.86%，主要是广东陆丰甲湖湾电厂新建工程项目（2×1000MW 超超临界机组）1 号机组转固所致。同期末公司在建工程 29.05 亿元，较上年末增长 19.09%，占比为 21.35%，主要是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新建工程项目逐步转固，公司在建工程规模增长放缓。由于 2018 年 6 月公司转让大部分百合网股份后，丧失了对其产生的重大影响，处置后的剩余股权从长期股权投资转入可供出售金融资产进行核算，致使 2018 年末可供出售金额资产较上年末增长 59.86%至 13.29 亿元，而长期股权投资则相应下降，加上东方富海当年业绩不及承诺，公司对其计提了 1.30 亿元减值准备，致使 2018 年末长期股权投资较上年末下降 37.31%至 19.59 亿元。2018 年末，公司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 21.28%，其中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，但存在较大的公允价值波动风险。同期末公司其他非流动资产为 6.39 亿元，较上年末大幅下降 69.49%，主要系预付的陆丰甲湖湾电厂设备款转入在建工程所致。2019 年公司开始执行新金融工具准则，原来在“可供出售金融资产”科目进行核算的证券投资调出至“交易性金融资产”及“其他权益工具投资”科目进行核算，故可供出售金融资产在 2019 年 3 月末余额变为 0。同期末其余非流动资产项目较 2018 年末未发生重大变动。

2018 年末，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，分别占流动资产的 55.24%、10.22%、6.04%和 27.88%。同期末货币资金为 33.94 亿元，较上年末增长 58.42%，主要系发电量增加使收到的电费增加以及陆丰甲湖湾项目借款增加所致，期末无受限货币资金。同期末应收账款为 6.28 亿元，较上年末增长 141.77%，主要系公司发电量增加所致。应收账款主要为应收电费，账龄基本为一年以内，回收风险较小。2018 年末存货为 3.71 亿元，较上年末增长 383.19%，主要系原材料增加所致。此外，公司将部分闲置资金购买银行理财产品及国债，同期末其他流动资产为 17.13 亿元，较上年末增长 73.42%，包括 15.00 亿元的银行理财产品及 2.12 亿元的国债逆回购。在确保正常经营资金需求的情况下，公司可利用不超过 15 亿元的暂时闲置自有资金投资安全性高、流动性好、中等风险级别以下的

银行理财产品，单个理财产品期限不得超过 1 年；在 15 亿元额度内，资金可以滚动使用。截至 2019 年 3 月末，公司仍持有 12.90 亿元活期银行理财产品，已重分类至交易性金融资产。公司所投资理财产品风险相对较低，2018 年因投资理财产品获得投资收益 0.43 亿元。2019 年公司执行新金融工具准则后，原计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”、“其他流动资产”、“可供出售金融资产”调整至“交易性金融资产”科目核算，导致 2019 年 3 月末公司交易性金融资产余额增至 30.48 亿元，其他流动资产降至 11.30 万元。其余流动资产项目较 2018 年末未发生重大变动。

截至 2018 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 103.75 亿元，占总资产的 48.05%，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	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	168.12	101.63	612.89	326.26	115.85	146.28
速动比率 (%)	160.46	95.52	592.84	319.65	108.85	139.48
现金比率 (%)	137.62	78.40	435.49	185.19	64.09	128.22

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

跟踪期内，受 16 宝新 01 及 16 宝新 02 两期债券重分类至一年内到期的非流动负债的影响，2018 年末及 2019 年 3 月末该公司流动比率分别降至 115.85%和 146.28%，现金比率分别降至 64.09%和 128.22%，但公司主业现金回笼能力较强，货币资金较为充裕，且持有一定变现能力较强的理财产品和上市公司股票，均可为即期债务的偿付提供一定保障。

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 2018 年的业绩情况未达对赌条款预期，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。本评级机构将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

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 131.88 亿元和 133.95 亿元，公司本部的资产集中于非流动资产，主要由长期股权投资、可供出售金融资产和在建工程构成。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司本部长期股权投资分别为 87.19 亿元和 86.29 亿元，主要是对子公司投资。公司本部

的流动资产主要由交易性金融资产及货币资金构成。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司本部货币资金分别为 12.04 亿元和 12.16 亿元。公司本部持有的交易性金融资产主要由股票、基金、活期银行理财产品等构成，变现能力较强。2019 年因执行新金融工具准则，原计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”、“其他流动资产”、“可供出售金融资产”调整至“交易性金融资产”科目核算，2019 年 3 月末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产全部转入交易性金融资产，导致本部交易性金融资产增至 23.88 亿元。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司本部资产负债率分别为 39.97%和 39.58%，负债经营程度尚可。2018 年及 2019 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，但公司本部可获得一定的投资收益及公允价值变动收益，为本部带来一定的利润，2018 年及 2019 年 1-3 月公司本部的净利润分别为 3.82 亿元和 1.78 亿元。同期本部经营性现金流量净额分别为 5.02 亿元和-0.46 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 2019 年 3 月末，该公司共获得银行综合授信 111.69 亿元，利率区间介于 4.35%-5.39%，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 32.44 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）	111.69	-	32.44	4.35%-5.39%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.84	-	-	
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	100.47	-	25.84	4.35%-5.39%
其中：大型国有金融机构占比（%）	89.95	-	79.65	-

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理（截至 2019 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”：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。

该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

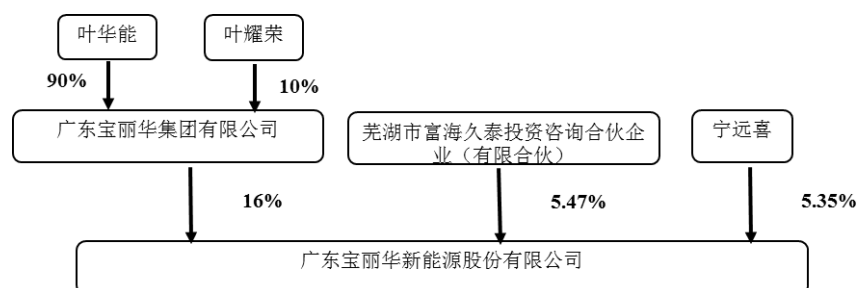
跟踪期内，该公司核心业务仍为新能源发电业务和金融投资业务，业务结构明晰。2018 年广东省内用电需求显著扩大，公司发电量增加，营业收入增长明显；随着陆丰甲湖湾新建工程项目的全面建成，公司装机规模大幅提升，电力业务规模有望进一步扩大。但同时煤炭价格高位波动，挤压了公司火电业务盈利空间。此外，公司对外金融投资规模较大，面临较大的金融资产价值波动以及金融投资风险。

随着陆丰甲湖湾项目的投入，该公司资金需求量上升，跟踪期内外部融资规模快速增长。但公司主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定变现能力较强的上市公司股票和理财产品，加之融资渠道畅通，可为债务的偿付提供良好保证。公司发行的两期公司债将于下半年进入回售行权期，若投资者选择回售的金额较大，则公司面临一定的集中偿付压力。

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）陆丰甲湖湾电厂建成后的运营情况；（4）公司对外投资企业的经营状况、金融投资对公司盈利的贡献效果、金融投资风险以及金融资产价值变动情况；（5）“16 宝新 01”及“16 宝新 02”两期债券在 2019 年的回售情况及公司对债券回售资金的安排。

附录一：

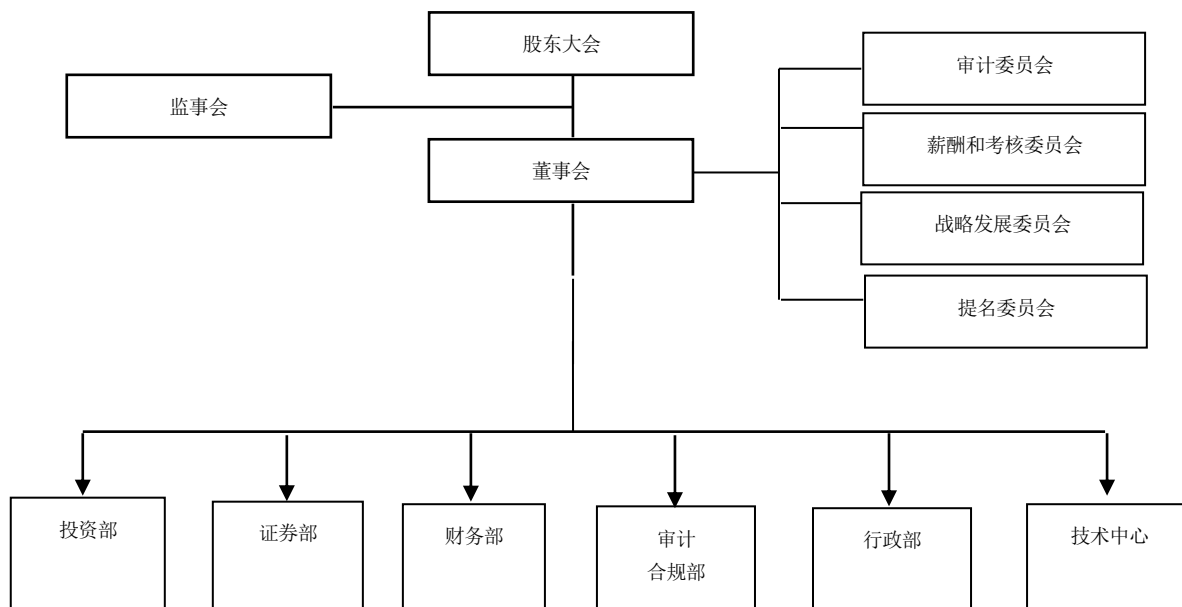
公司与实际控制人关系图



注：根据宝新能源提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 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	2018 年（末）主要财务数据（亿元）					
					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）	备注
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	39.69	79.16	0.00	3.82	5.02	
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	13.81	31.75	34.40	5.46	10.50	
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	57.45	29.55	3.82	-0.44	-0.59	

注：根据宝新能源 2018 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]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
资产总额 [亿元]	157.45	173.89	215.93	214.23
货币资金 [亿元]	40.04	21.42	33.94	32.26
刚性债务[亿元]	70.11	80.67	110.12	110.01
所有者权益 [亿元]	82.39	84.86	88.60	90.96
营业收入[亿元]	35.40	25.15	38.34	8.75
净利润 [亿元]	6.75	1.03	4.62	2.39
EBITDA[亿元]	15.28	8.35	14.38	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.24	7.68	9.83	1.49
投资性现金净流入量[亿元]	-35.00	-32.79	-21.30	-1.77
资产负债率[%]	47.68	51.20	58.97	57.54
权益资本与刚性债务比率[%]	117.52	105.20	80.46	82.68
流动比率[%]	612.89	326.26	115.85	146.28
现金比率[%]	435.49	185.19	64.09	128.22
利息保障倍数[倍]	4.77	1.08	1.96	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	59.33	75.88	73.41	—
毛利率[%]	36.34	25.28	31.58	23.40
营业利润率[%]	25.54	4.46	17.98	36.93
总资产报酬率[%]	8.58	2.22	4.84	—
净资产收益率[%]	10.15	1.23	5.33	—
净资产收益率*[%]	10.15	1.23	5.34	—
营业收入现金率[%]	112.23	124.68	109.20	139.21
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	88.50	73.81	30.40	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-39.10	-30.60	-10.60	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.67	2.45	2.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.11	0.15	—

注：表中数据依据宝新能源经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 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。