

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(2020)100208】

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

	16 宝新 01	16 宝新 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 12 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 12 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 19 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 19 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	5.41	12.04	11.77	11.37
刚性债务	39.64	39.69	13.28	13.49
所有者权益	75.96	79.16	86.28	91.26
经营性现金净流入量	16.31	5.02	8.15	-1.82
合并口径数据及指标:				
总资产	173.89	215.93	189.86	190.94
总负债	89.03	127.33	94.85	94.70
刚性债务	80.67	110.12	78.06	81.40
所有者权益	84.86	88.60	95.02	96.24
营业收入	25.15	38.34	56.27	11.50
净利润	1.03	4.62	8.83	1.23
经营性现金净流入量	7.68	9.83	19.03	5.99
EBITDA	8.35	14.38	23.20	—
资产负债率[%]	51.20	58.97	49.96	49.60
权益资本与刚性债务 比率[%]	105.20	80.46	121.72	118.24
流动比率[%]	326.26	115.85	137.65	138.78
现金比率[%]	185.19	64.09	105.04	117.59
利息保障倍数[倍]	1.08	1.96	3.01	—
净资产收益率[%]	1.23	5.33	9.62	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	73.81	30.40	43.53	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-30.60	-10.60	30.44	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.45	2.98	4.51	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.15	0.25	—

注:根据宝新能源经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com
王树玲 wangsl@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 2019 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、原材料价格波动和金融投资等方面继续面临压力与风险。

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。
- **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,公司总装机容量由 151.8 万千瓦提升至 351.8 万千瓦。随着电力业务规模扩大,公司收入及主业盈利明显增长。
- **主业获现能力较强。**宝新能源主业收现情况良好,营业收入现金率持续处于较高水平,稳定的现金流入可为公司偿债提供一定保障。此外,公司持有有一定规模变现能力较强的上市公司股票和基金等金融资产,必要时可出售变现为公司提供偿债资金。
- **融资渠道畅通。**宝新能源与银行等金融机构保持了良好的合作关系,截至 2020 年 3 月末公司未使用授信额度为 19.14 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。

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 2019 年以来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，叠加新冠肺炎疫情冲击下，短期内电力需求有所弱化，宝新能源经营压力上升。
- **原材料价格波动风险。**宝新能源电力主业的盈利能力受原材料价格波动及国家电价政策影响较大。2019 年以来煤炭价格有所回落但仍相对较高，公司持续面临一定的成本控制压力。
- **金融投资和市值波动风险。**跟踪期内，宝新能源投资的东方富海业绩不及预期触发现金补偿，持有的部分股票出现大额账面浮亏，目前持有的 ST 奥吉特、ST 中海为新三板股票，二级市场交易量较低，该部分金融资产变现能力较弱。公司对金融企业股权投资及二级市场证券投资规模大，财务质量易受金融资产市值波动影响，面临较大的金融投资及金融资产价值变动风险。
- **资产受限比例较高。**截至 2020 年 3 月末，宝新能源受限资产账面价值合计 97.56 亿元，占总资产的 51.09%。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。

➤ 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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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。2019 年，“16 宝新 01”和“16 宝新 02”回售金额分别为 17.40 亿元（不含利息）和 9.09 亿元（不含利息），回售后上述两支债券待偿还本金余额分别为 2.60 亿元和 0.91 亿元。同时，公司分别上调“16 宝新 01”和“16 宝新 02”后续存续期限的票面利率 227 个基点和 186 个基点，即在上述两支债券存续期后 2 年票面利率均为 6.00% 并固定不变。

截至 2020 年 3 月末，该公司已发行尚未到期债券本金余额为 13.01 亿元。公司 2015 年以来注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2015 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	债券余额 (亿元)	发行时间	注册额度/注册时间	发行目的	本息兑付情况
15 宝新 MTN001	6.00	5	6.50	6.00	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	3.50	2015-09-10			未到期，正常付息
16 宝新 01	20.00	5 (3+2)	3.73	2.60	2016-11-28	30 亿元/2016-11-18	偿还公司债务 /补充流动资金	未到期，正常付息
16 宝新 02	10.00	5 (3+2)	4.14	0.91	2016-12-12			未到期，正常付息
合计	39.50	-	-	13.01	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

2019 年以来，全国电力生产运行平稳，电力供需总体平衡。全社会用电量同比增长，增速同比回落；发电装机容量平稳增长，新增装机量中非化石能源类型占比明显提高，全国用电结构继续优化，但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。从煤炭价格走势来看，2019 年以来由于下游需求增速放缓、供给端新增产能的持续释放以及煤炭进口量增幅明显，煤炭行业供需趋于宽松，煤炭价格整体小幅下降，大部分煤电企业盈利情况稍有好转。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

2019 年，我国全社会用电量继续保持增长、电力消费结构继续优化。同期，我国全社会用电量达到了 7.23 万亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速回落 4.0 个百分点。2020 年第一季度，受疫情影响，我国全社会用电量大幅下降至 1.57 万亿千瓦时，同比下降 6.5%。从行业下游情况来看，2019 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，增速随有所回落仍是全社会

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 2019 年夏季均温较低、暖冬气候带来夏季、冬季居民用电的减少，2019 年城乡居民生活用电量增速有所放缓。2019 年，第一产业用电量 780 亿千瓦时，同比增长 4.5%；第二产业用电量 49362 亿千瓦时，同比增长 3.1%；第三产业用电量 11863 亿千瓦时，同比增长 9.5%；城乡居民生活用电量 10250 亿千瓦时，同比增长 5.7%。

2019 年，我国全口径发电量 7.33 万亿千瓦时，同比增长 4.7%。其中，火电、水电、核电和风电分别完成发电量 5.17 万亿千瓦时、1.15 万亿千瓦时、0.35 万亿千瓦时和 0.36 万亿千瓦时，同比分别增长 1.9%、4.8%、18.3% 和 7.0%。从发电机组利用小时数方面来看，2019 年全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为 3825 小时，同比减少 54 小时。其中，水电设备平均利用小时为 3726 小时，同比增加 119 小时；火电设备平均利用小时为 4293 小时，同比减少 85 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。2019 年，全国电源新增生产能力（正式投产）10173 万千瓦，其中，水电 417 万千瓦，火电 4092 万千瓦。截至 2019 年末，我国全口径发电装机容量 20.1 亿千瓦，同比增长 5.8%。其中，非化石能源发电装机容量 8.2 亿千瓦，占总装机容量的比重为 40.8%，与上年持平。分类型看，水电装机 3.6 亿千瓦、火电 11.9 亿千瓦、核电 4874 万千瓦、并网风电 2.1 亿千瓦、并网太阳能发电 2.0 亿千瓦。火电装机中，煤电 10.4 亿千瓦，占总装机容量的比重为 51.7%，比上年降低 1.3 个百分点；气电 9022 万千瓦，同比增长 8.31%。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，2019 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市场格局，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。截至 2018 年 8 月，全国在电力交易机构注册的售电公司已达 3600 家，启动了 320 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。2019 年，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为 21771 亿千瓦时，占全社会用电量比重为 30.1%（2018 年占比为 30.2%）。其中，省内电力直接交易电量合计为 20286 亿千瓦时，省间电力直接交易（外受）电量合计为 1485 亿千瓦时，分别占全国电力市场中长期电力直接交易电量的 93.2% 和 6.8%。

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. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）

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

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

煤炭价格波动风险。燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。从煤炭价格走势来看，2019年以来由于下游需求增速放缓、供给端新增产能的持续释放以及煤炭进口量增幅明显，行业供需趋于宽松，煤炭价格整体小幅下降。从动力煤来看，秦皇岛港 5500 大卡动力煤市场价年初受矿难限产引起煤炭供给收缩影响，2019 年一季度动力煤价格总体呈上涨趋势，之后在火电耗煤需求增速下滑和动力煤产能进一步释放的带动下，二季度以来价格小幅下降。截至 2019 年 12 月 27 日，国内主要港口动力煤平均价为 565 元/吨，较上年同期下降 14 元/吨。2020 年以来，因春节前各煤矿陆续停产放假，加之雨雪天气影响煤炭运输，煤炭整体供需形势偏紧，节前煤炭价格小幅上涨。春节后受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游需求持续低迷，加之原油及化工产品价格低位，煤炭价格承压下行。截至 2020 年 4 月 28 日，国内主要港口动力煤平均价降至 520 元/吨，较上年同期下降 11.71%。

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

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

(3) 区域市场因素

广东省作为我国经济大省，总体用电需求较大，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。2019 年全省实现地区生产总值（初步核算数）107671.07 亿元，比上年增长 6.2%，增速高于全国 0.1 个百分点。第一产业增加值 4351.26 亿元，同比增长 4.1%，对地区生产总值增长的贡献率为 2.6%；第二产业增加值 43546.43 亿元，同比增长 4.7%，对地区生产总值增长的贡献率为 33.6%；第三产业增加值 59773.38 亿元，同比增长 7.5%，对地区生产总值增长的贡献率 63.8%。三次产业结构比重为 4.0:40.5:55.5，第三产业所占比重比上年提高 0.7 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。2019年，广东省全社会用电量 6695.85 亿千瓦时，同比增长 5.89%，增速同比有所回落，但广东省累计用电量仍位居全国第一，增速高于全国平均水平；2019 年全省发电量为 4726.3 亿千瓦时，同比增长 3.6%，增速较上年回落 0.5 个百分点。截至 2019 年末，广东省 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量为 1.28 亿千瓦，其中火电设备装机容量 0.86 亿千瓦，占比为 72.65%，是广东省的主力电源。外送电方面，广东省 2002 年起接受西南水电外送，为全国输入电量规模最大省份。2019 年，广东接受西电外送量为 2021 亿千瓦时，同比增长 5.1%，超计划增送 316 亿千瓦时。从省内发电机组利用效率来看，2019 年广东省发电设备利用小时数为 3897 小时，较上年下降 81 小时，但仍高于全国平均水平。同期火电机组利用小时为 3764 小时，较上年下降 332 小时。受西电超计划增送、核电装机同比增长、省内水电等可再生能源电量增长等因素影响，2019 年广东省内火电机组利用小时数下降较明显。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。2020 年以来受疫情影响，广东省用电需求及发电量同比均出现下滑。2020 年 1-3 月，广东省全社会用电量 1156 亿千瓦时，同比下降 10.39%；同期全省发电量为 935.4 亿千瓦时，同比下降 2.6%；发电设备利用小时数为 743 小时，较上年同期下降 74 小时，其中火电机组利用小时为 669 小时，较上年同期下降 109 小时。

上网电价方面，2020 年 1 月，广东省发展改革委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的实施方案》，提出 2020 年 1 月 1 日起，广东省燃煤发电电量分为基数电量、已参与市场交易电量（简称“已交易电量”）、新增参与市场交易电量（简称“新增交易电量”）三部分¹。燃煤发电的基数电量执行基准价，已交易电量按照现行电力市场交易规则继续参与电力市场交易，新增交易电量执行“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。“上下浮动”中的上浮幅度不超过 10%，广东省统一为上浮不超过每千瓦时 4.53 分，2020 年暂不上浮；下浮幅度不超过 15%，广东省统一为下浮不超过每千瓦时 6.8 分。

图表 3. 2019 年来广东省电价调整政策

文件编号	公布时间	主要文件内容
粤发改价格【2019】191 号	2019 年 6 月	全省除深圳市外一般工商业电度电价每千瓦时统一降低 5.39 分（含税，下同）。深圳市“普通工商业及其他用电”的平段电价每千瓦时降低 7.18 分，
粤发改价格【2019】336 号	2019 年 11 月	新投产的自备电厂上网电价统一为每千瓦时 0.416 元
粤发改价格【2019】400 号	2020 年 1 月	要求燃煤发电新增交易电量执行“基准价+上下浮动”的市场化价格机制

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

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

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 2019 年末，广东省共有 18100 家市场主体获得市场准入资格，比上年末增长 87.6%。获准进入市场的主体中，参与市场交易的 10752 家。2019 年，广东省市场化交易规模继续扩大，累计交易 2149.4 亿千瓦时，市场电量 1958.6 亿千瓦时，同比增长 26%。其中年度双边协商、年度集中竞争、月度集中竞争总成交电量 1950.3 亿千瓦时，同比增长 24.1%，平均成交价差-40.2 厘/千瓦时；发电合同转让总成交电量 199.1 亿千瓦时，平均成交价格 325.5 厘/千瓦时。根据广东省发改委发布的《关于 2020 年电力市场交易规模和市场准入有关事宜的通知》，通知中称：初步确定 2020 年广东电力市场交易规模约 2600 亿千瓦时，同比增长 30%，约占广东省全社会用电量的 37%，约占省内发电量的 56%。未来随着市场电的继续扩容，电量之间竞争将更为激烈。

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

2. 业务运营

跟踪期内，该公司核心业务仍为新能源发电业务和金融投资业务。2019 年受益于陆丰甲湖湾电厂新建工程项目两台机组全部建成投产，公司电力业务规模扩大，发电量及发电业务收入大幅增长，毛利率基本保持稳定；公司投资的东方富海业绩不及预期触发现金补偿，持有的部分股票出现大额账面浮亏。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，短期内电力需求有所弱化，公司发电量亦相应下滑；同时疫情冲击下股票市场波动加大，公司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，电力业务仍是目前收入最主要的来源，近年来占比均超过 98.00%；新金融业务主要通过投资收益获取盈利。公司主业电力业务的经营状况受当地电力需求、原材料价格及上网电价等因素影响较大。2019 年受益于陆丰甲湖湾电厂新建工程项目两台机组全部建成投产，公司发电量及发电业务收入大幅增长，当年营业收入同比增长 46.75%至 56.27 亿元，其中电力业务收入为 56.25 亿元，同比增长 46.89%。2020 年第一季度公司实现营业收入 11.50 亿元，同比增长 31.38%，主要系陆丰甲湖湾电厂新建工程项目 2 号机组于 2019 年 4 月投产发电，2020 年第一季度发电量同比大幅增加所致。

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，但目前融资租赁业务仍处于起步阶段，收入规模很小。2018 年起，出于金融投资业务结构调整的考虑，公司主动收缩了融资租赁的业务规模。2019 年宝新租赁实现营业收入 0.02 亿元，同比下降 66.86%。

（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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-3 月
营业收入合计	25.15	38.34	56.27	11.50
其中：电力生产	24.70	38.29	56.25	11.50
占比（%）	98.23	99.87	99.97	99.99
融资租赁	0.07	0.05	0.02	0.002
占比（%）	0.28	0.13	0.03	0.00
建筑施工	0.33	-	-	-
占比（%）	1.48	-	-	-
毛利率（%）	25.28	31.58	30.69	31.98
其中：电力生产（%）	25.48	31.50	30.67	31.97
融资租赁（%）	53.94	97.85	96.79	94.77
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，受陆丰甲湖湾电厂新机组投产后折旧及制造费用增加影响，2019 年该公司电力生产毛利率同比略下降 0.83 个百分点至 30.67%，综合毛利率相应同比下降 0.89 个百分点至 30.69%。同期，融资租赁毛利率为 96.79%，仍维持在较高水平，主要系 2018 年以来公司融资租赁业务趋缓，为降低成本公司精简部分人员，人工费用大幅降低所致，但融资租赁业务收入规模很小，对利润贡献有限。2020 年 1-3 月，公司综合毛利率为 31.98%，同比提升 8.58 个百分点，主要系当期煤炭价格较上年同期下降所致。

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）、风力发电及新建的超超临界燃烧技术发电（超超临界燃煤发电）三大板块。其中，利用煤矸石发电的梅县荷树园电厂由全资子公司广东宝丽华电力有限公司（简称“宝丽华电力”）负责经营，利用超超临界燃煤发电的陆丰甲湖

湾电厂和陆上风电一期工程由全资子公司陆丰宝丽华新能源电力有限公司（简称“陆丰电力”）负责经营。

(1) 火电

a. 规模及资产

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

该公司 2016 年 4 月定向增发募投项目—陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW 超超临界机组）1 号机组已于 2018 年 11 月顺利通过 168 小时满负荷试运行，2 号机组已于 2019 年 4 月顺利通过 168 小时满负荷试运行。至此，公司广东陆丰甲湖湾电厂新建工程项目（2×1000MW 超超临界机组）已全部建成。陆丰甲湖湾电厂位于陆丰甲湖湾清洁能源基地，规划建设 8 台 1000MW 超超临界燃煤机组，是公司又一重要的火电电力资产，由陆丰电力负责投资运营。目前已建成的陆丰甲湖湾电厂新建工程（2×1000MW 超超临界机组）通过定向增发募集资金净额 30.65 亿元，剩余建设资金通过银团项目贷款筹集（期限 15 年）。截至 2020 年 3 月末，该项目已全部完工，公司累计实际投入金额为 88.87 亿元。陆丰甲湖湾电厂项目的建成大幅提升公司的装机规模和电力业务收入水平。

图表 6. 公司火电机组生产指标一览表

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
可控装机容量（万千瓦）	147	247	347	347
权益装机容量（万千瓦）	147	247	347	347
发电量（亿千瓦时）	53.85	78.41	127.47	20.10
其中：荷树园电厂	53.85	60.17	53.30	8.63
陆丰甲湖湾项目 1、2 机组	-	18.24	74.17	11.47
上网电量（亿千瓦时）	51.36	74.76	120.83	19.08
机组利用小时（小时）	3663	3174	3673	579
供电标煤耗（克/千瓦时）	348.96	338.03	323.41	322.06
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.598	0.64	0.56	0.67

资料来源：宝新能源

2019 年以来受益于陆丰甲湖湾电厂机组全面投产，该公司火电发电量大幅提升。2019 年公司火电发电量 127.47 亿千瓦时，同比增长 61.35%；其中荷树园电厂发电量为 53.30 亿千瓦时，同比下降 11.42%，主要系广东省外购西电及

省内核电发电增加挤压火电机组发电量所致。2019 年上网电量为 120.83 亿千瓦时，同比增长 61.62%；机组利用小时数为 3673 小时，随着发电量的提升较上年增加。2020 年第一季度，公司火电发电量同比下降 24.18%至 20.10 亿千瓦时，其中荷树园电厂发电量同比下降 28.56%至 8.63 亿千瓦时，主要系受新冠肺炎疫情冲击，省内用电需求减少所致，同期机组利用小时亦降至 579 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。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，交易规模不断扩大。2019 年及 2020 年第一季度，公司市场化交易电量占比分别为 44.14%和 53.71%，占比同比分别上升 29.14 和 18.71 个百分点。从上网电价来看，2019 年公司火电机组平均上网电价为 0.56 元/千瓦时，同比下降 0.08 元/千瓦时，主要系市场化交易电量规模扩大所致。2020 年第一季度，火电机组平均上网电价为 0.67 元/千瓦时，较上年有所提高主要系实际执行的发改委调剂电价提高所致。

b. 成本

该公司煤矸石发电机组原材料主要为煤炭及煤矸石（根据煤炭及煤矸石热值不同，二者入炉比例略有差异），原材料成本占总生产成本的 70%左右，因此原材料价格波动对公司经营业绩影响较大。2019 年煤炭市场供需偏宽松，煤价中枢整体小幅下移，煤炭及煤矸石采购均价均有所下降，当年公司煤炭采购均价同比下降 19.19%至 623.80 元/吨，煤矸石采购均价同比下降 2.70%至 180.00 元/吨。原材料价格回落使得公司发电成本有所下降，但因新机组投产导致折旧和制造费用增加，2019 年公司电力业务毛利率略有下滑。2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，下游复产进度弱于煤炭复产，煤炭需求受到一定冲击，短期内供需错配导致煤炭价格继续回落，2020 年第一季度公司煤炭采购均价降至 620.04 元/吨，带动电力业务毛利率回升至 31.97%。

跟踪期内，因陆丰电力煤炭采购量较大，该公司主要供应商变更为浙江物产环保能源股份有限公司，占年度采购总额的 31.62%。2019 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 79.52%，同比下降 4.41 个百分点。从供电耗煤来看，跟踪期内，公司供电标煤耗水平持续下降，2019 年及 2020 年 1-3 月发电机组供电标煤耗分别为 323.41 克/千瓦时和 322.06 克/千瓦时。

图表 7. 2019 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
2019 年	浙江物产环保能源股份有限公司	2	煤炭	10.45	31.62%	否
	陆海物料（深圳）有限公司	9	煤炭	4.58	13.84%	否
	上海申能燃料有限公司	1	煤炭	4.25	12.86%	否
	浙江杭实善成实业有限公司	1	煤炭	4.25	12.85%	否
	广东省电力工业燃料有限公司	2	煤炭	2.76	8.35%	否
	合计	--	--	26.29	79.52%	--

资料来源：宝新能源

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。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
煤炭平均采购单价	793.66	771.93	623.80	620.04
煤矸石平均采购单价	188.00	185.00	180.00	180.00

资料来源：宝新能源

(2) 风力发电

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

由于来风量增加，该公司 2019 年风电机组运行效率及上网电量同比均有所提升。2019 年，公司风力发电量为 0.71 亿千瓦时，同比增长 20.34%，上网电量为 0.69 亿千瓦时，同比增长 18.97%；同期风电机组利用小时为 1481 小时，同比增加 247.00 个小时。2020 年第一季度，公司风力发电及上网电量均同比小幅下降 5.26%至 0.18 亿千瓦时。跟踪期内，公司风力发电上网电价未变化，仍执行广东省物价局 2007 年 12 月 1 日（粤价【2007】294 号文）的标杆上网电价——0.689 元/千瓦时。目前公司风力发电业务收入很小，且受不同年份来风量及电力需求等因素的影响，发电量、机组利用小时等风电设备运营指标持续波动。

图表 9. 陆丰电力风电生产指标一览表

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
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）	0.91	0.59	0.71	0.18	0.19
上网电量（亿千瓦时）	0.88	0.58	0.69	0.18	0.19
机组利用小时（小时）	1885	1234	1481	390	400
批复上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.689	0.689	0.689	0.689	0.689

注：根据宝新能源提供的数据整理

2018 年，该公司与中广核风电有限公司达成协议，与其共同出资设立项目公司——中广核新能源海上风电（汕尾）有限公司（简称“汕尾公司”）作为合作开发汕尾甲子海上风电场（900MW）和汕尾后湖海上风电场（500MW）的主体，目前项目投资预算暂未确定。汕尾公司注册资本 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，占汕尾公司注册资本的 20%。目前公司已完成注册资本实缴，陆丰风能已完成股东变更、董监高变更及工商备案登记，变更为汕尾公司的子公司，不再列入公司合并财务报表范围。汕尾公司已完成注册资本实缴，

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。

项目陆上部分已正式开工，公司后续对该项目投资额暂未确定。

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。2019年公司实现投资收益2.10亿元，同比下降9.32%，当年实现的投资收益主要来源于出售长城证券股份有限公司（简称“长城证券”）股票产生的投资收益以及银行理财产品到期赎回取得的投资收益。2020年第一季度公司实现投资收益0.24亿元，同比下降49.58%，主要系本期取得的股息红利减少所致。

(1) 金融企业股权投资

该公司对金融企业的投资包括银行、基金、保险以及私募投资公司等领域，截至2019年末，公司对主要金融企业的投资初始成本为33.93亿元，账面价值为31.99亿元，主要系国金证券市值下跌所致。具体如下表所示：

图表 10. 截至 2019 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	2019 年末账面价值	会计计量方式	2019 年末持股比例	2019 年投资收益
深圳市东方富海投资管理股份有限公司	14.40	13.25	权益法-长期股权投资	30.00%	0.46
梅州客商银行股份有限公司	6.00	6.31	权益法-长期股权投资	30.00%	0.17
长城证券股份有限公司	2.27	5.10	交易性金融资产	1.19%	0.89
百合佳缘网络集团股份有限公司	3.50	2.70	其他非流动金融资产	7.96%	-
国金证券股份有限公司	4.54	1.76	交易性金融资产	0.63%	0.01
华泰保险集团股份有限公司	1.49	1.49	其他权益工具投资	0.49%	0.01
新余市华邦投资管理中心（有限合伙）	0.63	0.63	其他非流动金融资产	80.39%	-
国金基金管理有限公司	0.70	0.50	其他权益工具投资	19.50%	-
宝合金服投资管理股份有限公司	0.40	0.25	权益法-长期股权投资	40.00%	-0.07
合计	33.93	31.99	-	-	1.47

资料来源：宝新能源

a. 东方富海

2017年该公司通过受让暨增资的方式——实际出资14.41亿元，取得深圳市东方富海投资管理股份有限公司（简称“东方富海”）30%的股份，但并不参与其实际经营管理。协议约定公司将在受让30%股份后，以每股12.00元的价格，认购东方富海增发的0.9亿股股份，总认购价款为10.8亿元（目前未实

际参与增资)。转让方萍乡市富海久泰投资咨询合伙企业(有限合伙)(简称“富海久泰”)、萍乡市富海聚利投资咨询合伙企业(有限合伙)(简称“富海聚利”)、陈玮、程厚博、刁隽桓、刘世生、梅健及东方富海共同向公司做出了业绩承诺:承诺东方富海 2017 年、2018 年和 2019 年的税后净利润分别不低于人民币 3 亿元、4 亿元和 5 亿元。如果东方富海上述三年实际税后净利润少于上述年度目标净利润之和的 90%，上述转让方在东方富海 2019 年审计报告出具之日起 6 个月内就差额进行现金补偿或者相应价值的股份补偿。

经各方协商，2019 年 12 月，该公司与富海久泰、陈玮等自然人/机构签署《关于深圳市东方富海投资管理股份有限公司之股份转让及认购协议之补充协议》(简称“补充协议”)，拟放弃原股份转让及认购协议约定的增资事项，即各方同意终止执行原协议约定的 10.8 亿元股份认购事宜。同时考虑到公司未向东方富海支付 10.80 亿元的股份认购款，对其实现业绩承诺亦有影响，因此变更原有的业绩承诺与补偿方案，调整业绩承诺补偿计算公式。补充协议约定，如果东方富海 2017 年、2018 年和 2019 年实际税后净利润之和少于上述年度目标净利润之和(即 12 亿元)扣减调整因子(各方确认调整因子金额为 4.60 亿元)⁴后总金额的 90%，业绩承诺方应对公司就差额进行现金补偿。

东方富海成立于 2006 年 9 月，注册资本 4 亿元，实际控制人为陈玮、程厚博。目前，陈玮、程厚博及其控制的富海久泰、富海聚利合共持有东方富海的股份比例为 90.11%，陈玮、程厚博为东方富海的实际控制人。东方富海主营业务为私募股权投资基金管理、股权投资及咨询服务，其中私募股权投资基金管理业务为其核心业务，占其主营业务收入及盈利的 90% 以上。其经营模式主要为以作普通合伙人的形式成立普通合伙人企业(基金)，其主要收入为收取各基金(合伙企业)管理费，并根据运营基金的收益提取奖励作为投资收益核算。目前东方富海主要投资于信息技术(TMT)、新材料与先进制造、健康医疗、节能环保、影视文化五个领域，但由于涉及商业秘密，本评级机构未获取到东方富海所管理基金(合伙企业)的具体股权投资项目明细。截至 2019 年末，东方富海合并口径资产总额为 27.92 亿元，所有者权益为 17.69 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 17.43 亿元)。2017-2019 年实现营业收入分别为 3.00 亿元、3.05 亿元和 3.67 亿元，净利润分别为 1.18 亿元、0.92 亿元和 1.69 亿元，均未完成业绩承诺。同期该公司对东方富海分别确认投资收益 0.18 亿元、0.27 亿元和 0.46 亿元。

根据 2019 年 12 月签订的《补充协议》业绩承诺方应对公司现金补偿 1.08 亿元，并应当在 2020 年 10 月 31 日前，向公司支付上述现金补偿金额的三分之一，在 2021 年 10 月 31 日前，再向公司支付上述现金补偿金额的三分之一，在 2022 年 10 月 31 日前，履行完毕现金补偿义务。目前公司暂未收到现金补

⁴ 调整因子(X) = 原协议约定乙方应向目标公司支付的股份认购款 10.80 亿元 × 目标公司最近 5 年(2014 年度-2018 年度)加权平均净资产收益率算术平均值 15.6748% × (原协议约定支付股份认购款之日至 2019 年 12 月 31 日的天数/365)。各方确认根据上述公式计算的调整因子(X)金额为 46,009.15 万元。

偿，后续公司将持续关注东方富海的业绩情况，加强对东方富海的投后管理工作，督促东方富海及时履行业绩补偿承诺。

根据东方富海出具的《经营情况说明》，其盈利未达预期主要原因有：1、在市场环境方面，经济下行、税收征管及资管新规等多方面因素对社会化 LP 产生巨大的挤出效应，市场环境发生很大变化；2、在行业政策方面，2017 年 5 月 27 日出台的减持新规，拉长了基金持有上市公司股票的减持周期，极大地阻抑了东方富海旗下所管理基金持有的已上市未减持股票的顺利退出；3、该公司放弃向东方富海增资亦对东方富海业绩实现造成影响。

由于东方富海管理的股权基金投资项目主要通过证券市场上市、挂牌或被并购退出，从而实现投资收益，其管理的股权基金投资收益高低及项目退出节奏受其资本运作水平、证券市场行情、IPO 发行政策、二级市场交易政策等诸多因素影响，盈利水平波动较大。东方富海连续三年业绩不达预期，导致该公司投资东方富海的投资回报周期拉长，未来投资收益面临较大不确定性。截至 2019 年末，公司已对持有的东方富海长期股权投资计提 1.30 亿元减值准备。

b. 梅州客商银行

梅州客商银行股份有限公司（简称“梅州客商银行”）是该公司作为主发起人出资设立的广东银保监局辖内首家民营银行，于 2017 年 6 月获批开业运营。梅州客商银行坚持“科技赋能，金融向善，做‘特、专、精、美’的新型价值银行”的战略定位，扎根苏区、融入湾区，聚焦消费金融和产业金融，双轮驱动，科技赋能，为客户提供特色化、差异化、便捷化的普惠金融服务，全力打造稳健发展的数字银行、苏区银行、湾区银行、全球客商银行。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 2019 年末，梅州客商银行合并口径资产总额为 166.64 亿元，所有者权益为 21.02 亿元（均为归属于母公司股东权益），2019 年实现营业收入为 2.28 亿元，同比增长 14.79%；净利润 0.58 亿元，同比增长 16.27%。同期末，梅州客商银行各项存款余额为 106.63 亿元，较上年末增长 44.00%；各项贷款余额为 31.40 亿元，较上年末增长 55.47%，其中不良贷款余额为 0；拨贷比为 2.53%，资本充足率为 33.70%。2019 年公司对其确认投资收益 0.17 亿元，同比增长 16.27%。未来随着其业务规模和经营效益的持续提升，有望给公司带来新的盈利增长点。

c. 长城证券

2007 年该公司通过参与长城证券增资扩股，出资 2.10 亿元，认购长城证券 3500 万股；2015 年 5 月，公司参与长城证券增资扩股，出资 0.97 亿元，认购长城证券 1493.42 万股。2018 年 10 月，长城证券 IPO 上市。2019 年长城证券股价有所上涨，当年公司持有的长城证券股票公允价值变动损益为 2.49 亿元。同时，2019 年公司择机出售 1313.42 万股该股票，通过二级市场交易获得投资收益 0.79 亿元，获得长城证券分红 0.10 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司持有的 3617.00 万股长城证券股票初始投资成本为 2.23 亿元，期末账面价值为 4.38 亿元。按 2020 年 6 月 2 日长城证券股票收盘价 12.19 元/股的价格计算，

公司持有的 3617.00 万股长城证券股票市值为 4.41 亿元。

d. 国金证券

2015 年 5 月，该公司认购国金证券股份有限公司非公开发行人民币普通股 A 股 1892.95 万股，初始投资成本 4.54 亿元。随后因国金证券股价下跌，致使该笔投资账面浮亏金额较大。截至 2020 年 3 月末，公司仍持有 1892.95 万股国金证券股票，期末账面价值为 1.73 亿元。按 2020 年 6 月 2 日国金证券股票收盘价 11.03 元/股的价格计算，公司持有的 1892.95 万股国金证券股票市值为 2.09 亿元，相较初始投资成本仍有较大浮亏。

e. 2019 年新增投资

2019 年 12 月 11 日，该公司所属子公司——广东宝新资产管理有限公司（简称“宝新资产”）与东方富海、深圳市东方富海创业投资管理有限公司（简称“富海创投”）、新余市华邦投资管理中心（有限合伙）（简称“新余华邦”）签署《新余市华邦投资管理中心（有限合伙）财产份额转让协议》，由宝新资产出资 0.63 亿元，受让富海创投所持有的新余华邦 80.39% 财产份额，系公司在 PE 领域的又一布局。新余华邦系专项出资中小企业发展基金（深圳南山有限合伙）（简称“南山基金”）的投资平台。南山基金系一家根据《国务院关于国家中小企业发展基金设立方案的批复》（国函[2015]142 号）文件精神依法设立的国家级私募股权投资基金，整体规模 45 亿，基金管理人和普通合伙人为东方富海控股的深圳市富海中小企业发展基金股权投资管理有限公司，有限合伙人包括中华人民共和国财政部、深圳市引导基金投资有限公司深圳市引导基金等，主要投向全国范围内种子期、初创期成长型中小企业。截至 2019 年末，宝新资产已支付全部转让款，新余华邦已完成工商变更登记。需持续关注新余华邦后续投资开展情况及投资收益实现情况。

(2) 证券二级市场投资

证券市场二级投资方面，截至 2019 年末，该公司持有的中建环能、ST 奥吉特、ST 中海投资成本共计 2.28 亿元，期末账面价值共计 0.87 亿元。2019 年公司持有的上述证券公允价值变动损益为-1.07 亿元，账面浮亏主要来源于上海绘峰资产管理中心（有限合伙）（简称“上海绘峰”）持有的新三板上市股票 ST 奥吉特股价大幅下跌所致。2018 年 7 月，宝新资产支付 1.21 亿元取得上海绘峰 99.99% 的合伙份额并担任其有限合伙人（LP）。上海绘峰持有的奥吉特生物科技股份有限公司（简称“奥吉特生物”）股票⁵（证券简称：ST 奥吉特，股票代码：836758）初始投资成本为 1.21 亿元。奥吉特生物实际控制人之一常利霞因借款 1500 万元未按时还本付息涉诉，截至 2019 年 12 月 25 日，奥吉特生物共同实际控制人李政伟、常利霞持有奥吉特生物的全部股份已被司法冻

⁵ 截至 2019 年 6 月末，上海绘峰持有奥吉特生物 1241.00 万股股票，持股比例为 9.96%。奥吉特生物因 2018 年度财务会计报告被出具无法表示意见的审计报告，其股票转让已被实行风险警示。截至本评级报告出具日，奥吉特生物未披露 2019 年年度报告。

结，若被司法拍卖，可能导致奥吉特生物实际控制人发生变更。此外，奥吉特生物还因拒不回复《关于对奥吉特生物科技股份有限公司的半年报问询函》被全国中小企业股份转让系统出具警示函。截至 2020 年 3 月末，受 ST 奥吉特股价下跌影响，公司持有的 ST 奥吉特期末账面价值为 0.16 亿元。考虑到奥吉特生物目前经营及财务状况，未来或存在退市可能，公司对 ST 奥吉特投资亏损风险很大。

图表 11. 截至 2019 年末公司主要证券二级市场投资情况（单位：万元，股，%）

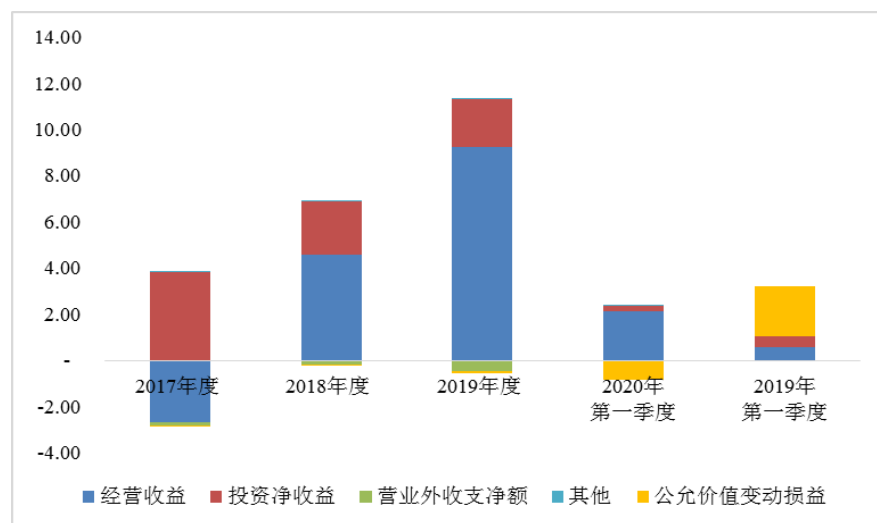
序号	证券品种	证券代码	证券简称	初始投资成本	本期公允价值变动损益	2019 年损益	期末账面价值	会计核算科目	资金来源
1	股票	300425	中建环能	10000.00	-97.21	-16.13	7096.68	交易性金融资产	自有资金
2		836758	ST 奥吉特	12134.38	-10521.08	-10521.08	1613.30		
3		430065	ST 中海	664.92	-88.18	-88.18	-		
合计				22799.30	-10706.47	-10625.39	8709.98	-	-

资料来源：宝新能源

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

(2) 盈利能力

图表 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，2019年由于陆丰甲湖湾电厂新建工程项目两台机组投产，公司发电量增加，带动公司营业收入及盈利水平提升。2019年公司实现毛利17.27亿元，同比增长42.61%。同期公司实现经营收益9.22亿元，受益于发电量的增加及煤炭价格回落同比增长102.41%。2020年第一季度，公司实现经营收益2.11亿元，同比增长276.47%，主要系上年同期陆丰甲湖湾电厂新建工程项目2号机组尚未投产发电所致。公司主业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。

2019年，该公司期间费用同比增长50.65%至7.55亿元，期间费用率亦同比上升0.35个百分点至13.42%。2019年期间费用仍以管理费用和财务费用为主，其中管理费用为3.60亿元，同比增长25.53%，主要系甲湖湾电厂投产运营，固定资产折旧费用增加所致；财务费用为3.84亿元，同比大幅增长82.98%，主要系陆丰甲湖湾电厂新建工程项目转固，利息支出费用化所致。此外，受电力市场化交易规模扩大影响，2019年销售费用随着电力交易系统手续费增加同比增长154.39%至0.10亿元。2020年第一季度，公司期间费用为1.41亿元，与上年基本持平，期间费用率随着营业收入的增长同比下降3.77个百分点至12.30%。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入合计（亿元）	25.15	38.34	56.27	11.50	8.75
毛利（亿元）	6.36	12.11	17.27	3.68	2.05
其中：新能源发电（亿元）	6.30	12.06	17.25	3.68	2.04
期间费用率（%）	22.89	13.07	13.42	12.30	16.07
其中：财务费用率（%）	9.30	5.47	6.83	7.41	9.16
全年利息支出总额（亿元）	3.41	4.82	5.15	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.71	2.11	0.47	-	-

资料来源：根据宝新能源年报和季报数据整理。

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。2019年公司实现投资收益2.10亿元，同比下降9.32%。2020年第一季度，投资收益随公司分得股息红利的减少而同比下降49.58%。由于公司持有较大规模的证券，市值易受二级市场行情波动影响，2019年及2020年第一季度，公允价值变动损益分别为-0.07亿元和-0.85亿元，对盈利造成一定负面影响。金融资产价值波动易对公司财务质量产生影响。

2019年及2020年第一季度，该公司实现净利润分别为8.83亿元和1.23亿元，其中2019年净利润同比大幅增长91.04%，主要系公司装机容量提升，电力业务规模扩张所致；2020年第一季度净利润同比下降48.61%，主要系上年同期公司所持证券公允价值变动收益较高，而当期证券公允价值变动产生较大规模账面浮亏所致。

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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	3.81	2.32	2.10	0.24	0.48
营业外收支净额（亿元）	-0.14	-0.17	-0.48	-0.00	-0.02
公允价值变动损益（亿元）	-0.06	-0.01	-0.07	-0.85	2.18

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。

该公司目前正在建的自用总部大楼项目预计总投资 6.00 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 3.89 亿元，工程进度 65%。2020 年 4-12 月及 2021 年均计划投资 1.00 亿元。

图表 15. 截至 2020 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 2020 年 3 月末累 计已投资	2020 年 4-12 月计划投资	2021 年计划 投资
公司总部大楼	6.00	3.89	1.00	1.00

资料来源：宝新能源

管理

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

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 2020 年 3 月末，公司控股股东仍为广东宝丽华集团有限公司（简称“宝丽华集团”），持股比例为 16%。宝丽华集团实际控制人为叶华能先生，持有宝丽华集团 90% 的股份。公司的第二大股东、第三大股东分别为富海久泰和宁远喜，持股比例

分别为 5.47% 和 5.35%。截至 2020 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。

跟踪期内，该公司独立董事田轩先生因个人原因申请辞去公司独立董事及董事会下属薪酬考核委员会主任委员、审计委员会委员等公司职务。为保证董事会的正常运作，经公司第八届董事会第六次会议、2018 年度股东大会审议通过，选举 Jonathan Jun Yan 先生为公司第八届董事会独立董事。除此之外，公司其余高管人员未发生变动。

2019 年该公司由于采购商品、接受劳务与关联方产生交易金额 0.32 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。2019 年度，公司在梅州客商银行累计存入 13.14 亿元人民币，累计取得存款利息收入 0.69 亿元。2019 年末公司在梅州客商银行存款余额为 18.90 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 2020 年 5 月 8 日，公司无违约情况发生。经国家企业信用信息公示系统、天眼查等渠道查询，截至 2020 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	2020.05.08	未提供	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.06.01	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	2020.06.01	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	2020.06.01	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	2020.06.01	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	2020.06.01	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

跟踪期内，随着陆丰甲湖湾电厂新建工程项目完工，该公司投资支出需求相应减少，加之回售了大额公司债券本金，债务规模下降。公司主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定变现能力较强的上市公司股票和理财产品，融资渠道畅通，可为债务的偿付提供良好保证。

1. 数据与调整

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 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全部调入交易性金融资产和其他权益工具投资，因此调减该科目 2019 年期初数 13.29 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 8.00 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，公司追溯应用新金融工具准则，但对可比期间信息不予调整。金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日的新账面价值之间的差额，计入 2019 年 1 月 1 日的留存收益或其他综合收益。

图表 17. 2019 年执行新金融工具准则财务报表相关科目调整情况（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	19.36	19.36
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
其他应收款	0.15	0.17	0.03
其他流动资产	17.13	9.13	-8.00
流动资产合计	61.44	72.77	11.33
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
递延所得税资产	1.11	1.10	-0.002
非流动资产合计	154.49	143.18	-11.31
资产总计	215.93	215.95	0.02
其他综合收益	0.02	-0.04	-0.06
盈余公积	8.70	8.74	0.04
未分配利润	28.73	28.79	0.05
所有者权益合计	88.60	88.62	0.02

资料来源：宝新能源

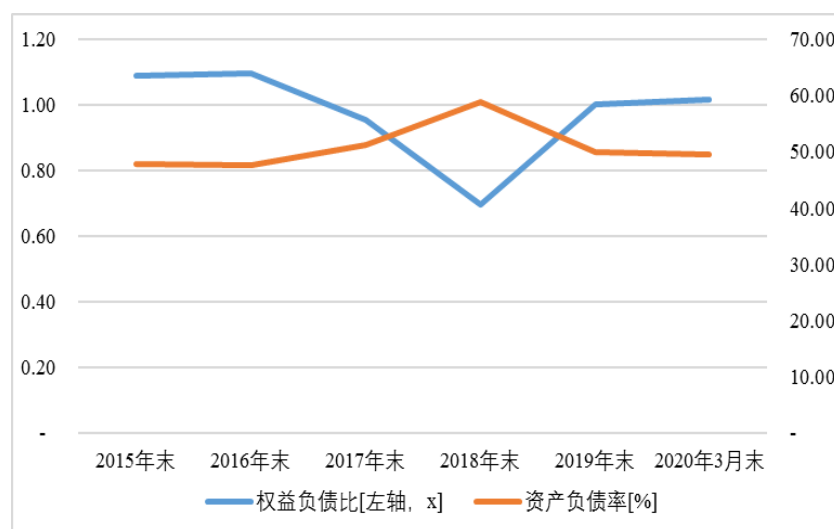
截至 2019 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 7 家，结构化主体 1 家，

因处置陆丰风能较上年末减少 1 家子公司。结构化主体系宝新资产于 2017 年 3 月发起设立的宝新 3 号私募投资基金。宝新资产持有该基金 10% 的份额，同时担任基金管理人，公司作为投资人持有基金 90% 的份额。截至 2019 年末，宝新 3 号私募投资基金总资产为 1172.56 万元，净资产为 1172.26 万元，2019 年公司从中获取的投资收益为 295.16 万元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



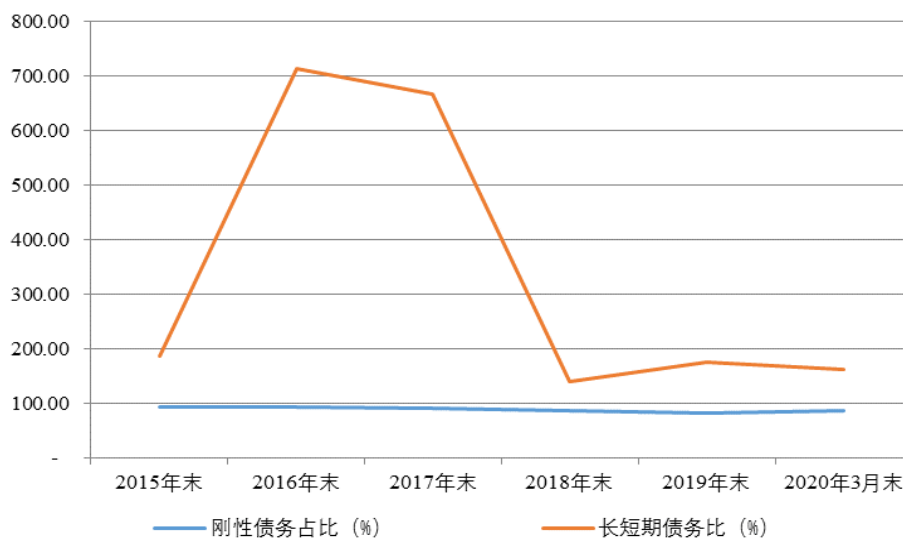
资料来源：根据宝新能源所提供数据绘制。

跟踪期内，随着陆丰甲湖湾电厂新建工程项目完工，该公司投资支出需求相应减少，外部融资规模有所收缩。2019 年公司回售了“16 宝新 01”及“16 宝新 02”债券本金合计 26.49 亿元，导致当年末公司负债总额较上年末下降 25.51% 至 94.85 亿元，同期末资产负债率为 49.96%，较上年末下降 9.01 个百分点。2020 年 3 月末，公司负债总额较上年末微幅下降 0.15% 至 94.70 亿元，资产负债率继续小幅下降 0.36 个百分点至 49.60%。

跟踪期内，受益于陆丰甲湖湾电厂全面投产及煤炭采购成本下降，经营积累增加带动该公司所有者权益持续增长。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司所有者权益分别为 95.02 亿元和 96.24 亿元，较上年末分别增长 7.24% 和 1.29%。同期末，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 64.01% 和 63.20%，公司资本结构稳定性尚可。同期末，权益负债比分别为 1.00 倍和 1.02 倍，公司权益对负债的保障程度有所提升。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	43.12	70.11	80.67	110.12	78.06	81.40
应付账款 (亿元)	0.25	2.13	1.52	2.97	4.83	1.98
其他应付款 (亿元) ⁶	0.44	0.29	5.11	11.36	10.03	10.13
刚性债务占比 (%)	92.87	93.39	90.60	86.48	82.30	85.95
应付账款 (%)	0.54	2.84	1.71	2.33	5.10	2.09
其他应付款占比 (%)	0.94	0.38	5.74	8.92	10.57	10.69

资料来源：根据宝新能源所提供数据绘制。

受“16 宝新 01”及“16 宝新 02”两期公司债大部分回售完毕及一年内到期长期借款偿付影响，2019 年末该公司长短期债务比升至 175.62%，较上年末上升 35.55 个百分点。2020 年 3 月末公司长短期债务比为 162.60%，较上年末下降 13.02 个百分点，主要系公司为增加煤炭采购，适当补充流动资金，新增 4.90 亿元短期借款所致。

从债务构成来看，2019 年末该公司债务主要由刚性债务、应付账款及其他应付款构成，当年末刚性债务为 78.06 亿元，较上年末下降 29.11%，主要系 16 宝新 01 及 16 宝新 02 合计回售 26.49 亿元（不含利息）所致，期末刚性债务占负债总额的比重为 82.30%。2019 年末应付账款为 4.83 亿元，主要为煤炭及煤矸石采购款，随着电力业务规模的扩大较上年末增长 62.96%；同期末其他应付款为 10.03 亿元，较上年末下降 11.74%，其中应付利息 0.40 亿元；剩余部分其他应付款主要是应付工程及设备款。2020 年 3 月末，应付账

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 年末及以后的其他应付款余额包括应付利息及原其他应付款。

款较上年末下降 59.03%至 1.98 亿元，主要系款项结算所致。除此之外，公司其余负债项目较上年末未发生较大变化。

(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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	13.15	4.41	3.40	36.25	17.86	22.98
其中: 短期借款	6.79	2.55	1.00	0.40	0.50	5.40
一年内到期非流动负债	5.77	1.44	1.96	35.37	16.96	16.97
其他短期刚性债务	0.58	0.42	0.44	0.48	0.40	0.61
中长期刚性债务合计	29.98	65.70	77.27	73.86	60.20	58.42
其中: 长期借款	20.51	26.47	37.99	64.38	56.70	54.92
应付债券	9.47	39.23	39.28	9.48	3.50	3.50
综合融资成本 (年化, %)	5.13	4.49	4.53	4.65	4.96	4.93

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。2019 年末, 公司中长期刚性债务占比为 77.12%, 由长期借款及应付债券构成。同期末长期借款 (不含一年内到期的长期借款) 为 56.70 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, 年利率为 4.41-4.90%。同期末应付债券为 3.50 亿元, 为 16 宝新 01 及 16 宝新 02 剩余本金余额。此外, 公司于 2015 年先后发行的 15 宝新 MTN001 及 15 宝新 MTN002 将于 2020 年内到期, 因此将上述两期债券本息余额合计 9.48 亿元调入一年内到期的非流动负债。公司短期刚性债务由短期借款、一年内到期的非流动负债和应付利息构成。2020 年 3 月末, 公司刚性负债较上年末小幅增长 4.27%至 81.40 亿元, 增幅主要来源于短期借款, 期末刚性负债结构无较大变化。总体来看, 短期内公司仍面临一定偿付压力。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期 (天)	49.47	59.33	75.88	73.41	79.77	-
营业收入现金率 (%)	119.24	112.23	124.68	109.20	113.00	129.08
业务现金收支净额 (亿元)	12.26	11.99	8.70	10.01	19.66	6.20
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.80	-0.75	-1.01	-0.19	-0.63	-0.20
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	11.45	11.24	7.68	9.83	19.03	5.99

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
EBITDA (亿元)	15.26	15.28	8.35	14.38	23.20	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.36	0.27	0.11	0.15	0.25	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	5.96	6.67	2.45	2.98	4.51	-

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，资金回笼情况较好，2019年及2020年第一季度营业收入现金率分别为113.00%和129.08%，保持良好水平。2019年以来，由于装机规模提升，公司发电量大幅增长，电力业务回笼资金规模扩大，2019年及2020年第一季度，经营活动产生的现金净流量分别为19.03亿元和5.99亿元，同比分别增长93.69%和301.49%。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-6.48	-19.92	-7.41	1.82	19.08	-9.22
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	-7.94	-15.07	-25.38	-23.13	-3.56	-1.02
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.66	-0.00	-	0.01	-0.74	-
投资环节产生的现金流量净额	-13.76	-35.00	-32.79	-21.30	14.79	-10.23

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

跟踪期内，该公司固定资产投资支出主要为甲湖湾电厂新建工程项目工程尾款，随着该项目完工投产明显缩减，投资环节现金流量净额主要随买卖股票、基金及理财产品，投资及收回理财产品等规模的变动呈现较大波动。2019年及2020年第一季度，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金流量净额分别为-3.56亿元和-1.02亿元，净流出额同比分别减少19.57亿元和0.51亿元。同期回收投资与投资支付净流入额分别为19.08亿元和-9.22亿元，其中2019年因公司购买的15.00亿元理财产品到期收回导致净流入额规模较大；2020年第一季度主要因公司购买7.00亿元富荣价值精选混合A基金及追加投资石英股份、正邦科技等股票导致投资支付的现金大幅增加。综上影响，2019年及2020年第一季度，公司投资活动现金净流量分别为14.79亿元和-10.23亿元。

(3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	-5.17	26.33	-0.71	-0.65	-37.14	2.33
债务类净融资额	-0.81	24.68	7.17	24.65	-2.18	-
其中：现金利息支出	2.31	2.42	3.32	4.65	5.02	0.78
筹资环节产生的现金流量净额	-6.04	51.11	6.49	23.99	-39.34	2.33

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

2019 年该公司筹资活动现金流量净额为-39.34 亿元，净流出规模较大主要系当年公司银行借款较少，同时“16 宝新 01”及“16 宝新 02”回售规模较大所致。2020 年第一季度，因公司新增 4.90 亿元短期借款，当期筹资性现金流量净额为 2.33 亿元。综合而言，2019 年受新建机组完工投产，电力业务规模扩大影响，公司经营性现金流表现良好，资本支出规模下降，对外融资需求有所下降。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年 末	2016 年 末	2017 年 末	2018 年 末	2019 年 末	2020 年 3 月 末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	16.45	56.46	37.87	61.44	47.37	50.05
	16.96	35.86	21.78	28.46	24.95	26.21
其中：货币资金（亿元）	12.69	40.04	21.42	33.94	28.42	26.50
应收款项（亿元）	2.70	4.36	2.60	6.28	6.59	4.79
存货（亿元）	0.99	1.85	0.77	3.71	4.42	2.35
其他流动资产（亿元）	0.00	10.06	9.88	17.13	0.06	0.37
交易性金融资产	0.00	0.08	0.07	0.05	7.73	15.90
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	80.57	100.99	136.03	154.49	142.50	140.90
	83.04	64.14	78.22	71.54	75.05	73.79
其中：固定资产（亿元）	40.41	40.74	38.30	72.71	98.74	96.96
在建工程（亿元）	9.00	11.18	29.05	34.59	4.08	4.31
可供出售金融资产（亿元）	20.54	18.23	8.31	13.29	-	-
长期股权投资（亿元）	-	10.09	31.24	19.59	20.85	20.98
其他非流动资产（亿元）	4.58	11.17	20.94	6.39	6.39	6.10
期末全部受限资产账面金额（亿元）	15.78	55.85	81.82	103.75	99.09	97.56
期末抵质押融资余额（亿元）	26.28	27.91	39.95	70.31	64.18	67.79
受限资产账面余额/总资产（%）	16.27	35.47	47.05	48.05	52.19	51.09

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

跟踪期内，受该公司以自有资金偿付到期债务影响，资产规模有所下降。2019 年末资产总额为 189.86 亿元，较上年末下降 12.07%；2020 年 3 月末资

产总额较上年末略增长 0.57% 至 190.94 亿元。公司资产结构仍以非流动资产为主，2019 年末非流动资产为 142.50 亿元，较上年末下降 7.76%，占总资产的比重为 75.05%。由于公司业务以电力和金融投资为主，因此固定资产、在建工程和长期股权投资占非流动资产的比例较高。2019 年末固定资产为 98.74 亿元，较上年末增长 35.80%，主要系陆丰甲湖湾电厂新建工程项目 2 号机组转固所致；同期末在建工程相应较上年末下降 88.21% 至 4.08 亿元，期末在建工程主要为公司总部大楼；长期股权投资为 20.85 亿元，较上年末增长 6.48%，增幅部分系公司以陆丰风能 100% 股权对汕尾公司的投资。同期末其他非流动资产为 6.39 亿元，较上年末变动不大，仍主要为增值税留抵税额。因公司自 2019 年起执行新金融工具准则，可供出售金融资产全部调入交易性金融资产及其他权益工具投资，致使当年末可供出售金融资产余额为 0。2020 年 3 月末，公司主要非流动资产较上年末未发生较大变动。

2019 年末，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和交易性金融资产构成。同期末货币资金为 28.42 亿元，较上年末下降 16.28%，主要系偿付到期债务所致，期末无受限货币资金。同期末应收账款为 6.59 亿元，较上年末增长 4.89%，仍主要为应收电费，账龄基本为一年以内，回收风险较小。同期末存货为 4.42 亿元，较上年末增长 19.11%，主要为煤炭、煤矸石等原材料。受执行新金融工具准则影响，其他流动资产中 7.00 亿元理财产品调入交易性金融资产，其他流动资产 2019 年期初余额为 9.13 亿元，2019 年末降至 0.06 亿元，主要系剩余的 8.00 亿元理财产品及 2.12 亿元国债逆回购回收所致；交易性金融资产 2019 年期初余额为 19.36 亿元，2019 年末降至 7.73 亿元，主要系理财产品到期收回及出售部分股票所致，期末交易性金融资产均为股票，除 ST 奥吉特、ST 中海外，公司所持股票变现能力较强，但存在较大的公允价值波动风险。2020 年 3 月末，交易性金融资产较上年末增加 8.17 亿元至 15.90 亿元，主要系公司购入 7.00 亿元富荣价值精选混合 A 基金所致，该基金属混合型基金，公司面临一定基金投资风险；存货较上年末下降 46.72% 至 2.35 亿元，主要系发电量下滑，耗用原材料减少所致。同期末其余流动资产较上年末未发生较大变化。

截至 2020 年 3 月末，该公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 97.56 亿元，占总资产的 51.09%，主要为项目贷款进行抵押的固定资产和土地使用权等。较大规模的受限资产对公司资产质量及流动性产生一定影响。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	101.63	612.89	326.26	115.85	137.65	138.78
速动比率 (%)	95.52	592.84	319.65	108.85	124.81	132.26
现金比率 (%)	78.40	435.49	185.19	64.09	105.04	117.59

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理。

因“16 宝新 01”及“16 宝新 02”两期债券部分回售偿还，2019 年末及 2020 年 3 月末该公司流动比率分别回升至 137.65%和 138.78%，现金比率分别回升至 105.04%和 117.59%。同时公司主业现金回笼能力较强，货币资金较为充裕，且持有有一定规模变现能力较强的上市公司股票和基金，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》与补充协议，东方富海 2017 年、2018 年和 2019 年的业绩情况未达预期，东方富海转让方作为业绩承诺主体应对公司现金补偿 1.08 亿元，且应当在 2020 年 10 月 31 日前，向公司支付上述现金补偿金额的三分之一。目前公司暂未收到现金补偿。本评级机构将持续关注东方富海后续经营情况、对公司投资收益带来的影响与业绩承诺方现金补偿兑现情况。

7. 母公司/集团本部财务质量

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 115.62 亿元和 119.39 亿元，公司本部资产集中于非流动资产，主要由长期股权投资、可供出售金融资产和在建工程构成。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司本部长股权投资分别为 87.46 亿元和 87.58 亿元，主要是对子公司的投资。公司本部流动资产主要由货币资金及交易性金融资产构成。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司本部货币资金分别为 11.77 亿元和 11.37 亿元。公司本部持有的交易性金融资产主要为 A 股上市公司股票和基金等金融资产，变现能力较强。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司本部资产负债率分别为 25.38%和 23.56%，负债经营程度较低。2019 年及 2020 年第一季度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，为本部带来一定的利润，2019 年及 2020 年第一季度公司本部投资收益分别为 8.07 亿元和 5.71 亿元，净利润分别为 9.54 亿元和 4.98 亿元。同期本部经营性现金流量净额分别为 8.15 亿元和-1.82 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。此外公司下属荷树园电厂发电业务集中于清洁能源及可再生能源发电，可获得优先上网的政策支持。

2. 国有大型金融机构支持

授信方面，截至 2020 年 3 月末，该公司共获得银行综合授信 86.93 亿元，利率区间介于 4.41%-4.90%，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 19.14 亿元，仍有一定融资空间。同时，公司作为上市公司，具有一定的资本市场融资能力。

图表 26. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模/余额	利率区间
全部（亿元）	86.93	67.79	4.41%-4.90%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.64	0.64	
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	80.88	64.54	4.41%-4.90%
其中：大型国有金融机构占比（%）	93.04	95.21	-

资料来源：根据宝新能源所提供数据整理（截至 2020 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”分别于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%。2019年，“16宝新01”和“16宝新02”回售金额分别为17.40亿元（不含利息）和9.09亿元（不含利息），回售后上述两支债券待偿还本金余额分别为2.60亿元和0.91亿元。同时，公司分别上调“16宝新01”和“16宝新02”后续存续期限的票面利率227个基点和186个基点，即在上述两支债券存续期后2年票面利率均为6.00%并固定不变。

跟踪评级结论

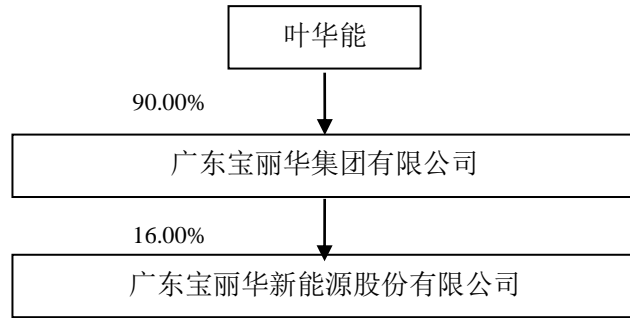
跟踪期内，该公司核心业务仍为新能源发电业务和金融投资业务。2019年受益于陆丰甲湖湾电厂新建工程项目两台机组全部建成投产，公司电力业务规模扩大，发电量及发电业务收入大幅增长，毛利率基本保持稳定；公司投资的东方富海业绩不及预期触发现金补偿，持有的部分股票出现大额账面浮亏。2020年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，短期内电力需求有所弱化，公司发电量亦相应下滑；同时疫情冲击下股票市场波动加大，公司面临较大的金融投资和价值波动风险。

跟踪期内，随着陆丰甲湖湾电厂新建工程项目完工，该公司投资支出需求相应减少，加之回售了大额公司债券本金，债务规模下降。公司主业资金回笼情况较好，货币资金存量较充裕，且持有一定变现能力较强的上市公司股票和理财产品，融资渠道畅通，可为债务的偿付提供良好保证。

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

附录一：

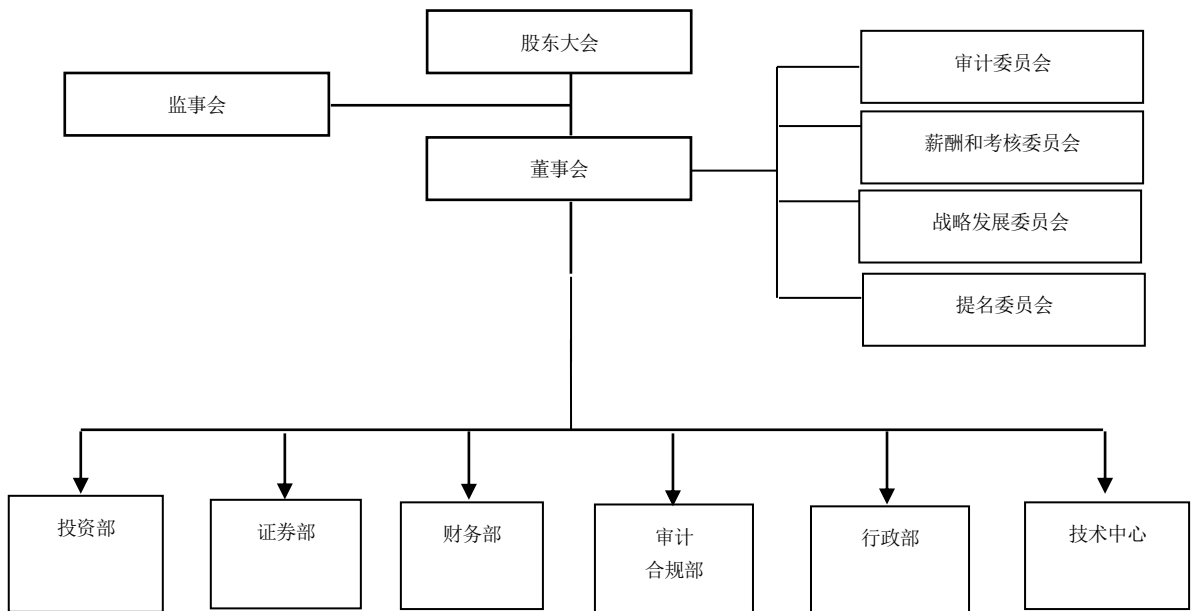
公司与实际控制人关系图



注：根据宝新能源提供的资料绘制（截至 2020 年 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 2020 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	2019 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	13.28	86.28	-	9.54	8.15	
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	11.83	31.19	32.17	5.44	8.10	
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	53.97	31.11	24.09	1.56	3.88	

注：根据宝新能源 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	173.89	215.93	189.86	190.94
货币资金 [亿元]	21.42	33.94	28.42	26.50
刚性债务[亿元]	80.67	110.12	78.06	81.40
所有者权益 [亿元]	84.86	88.60	95.02	96.24
营业收入[亿元]	25.15	38.34	56.27	11.50
净利润 [亿元]	1.03	4.62	8.83	1.23
EBITDA[亿元]	8.35	14.38	23.20	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.68	9.83	19.03	5.99
投资性现金净流入量[亿元]	-32.79	-21.30	14.79	-10.23
资产负债率[%]	51.20	58.97	49.96	49.60
权益资本与刚性债务比率[%]	105.20	80.46	121.72	118.24
流动比率[%]	326.26	115.85	137.65	138.78
现金比率[%]	185.19	64.09	105.04	117.59
利息保障倍数[倍]	1.08	1.96	3.01	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	75.88	73.41	79.77	—
毛利率[%]	25.28	31.58	30.69	31.98
营业利润率[%]	4.46	17.98	20.06	13.29
总资产报酬率[%]	2.22	4.84	7.63	—
净资产收益率[%]	1.23	5.33	9.62	—
净资产收益率*[%]	1.23	5.34	9.62	—
营业收入现金率[%]	124.68	109.20	113.00	129.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	73.81	30.40	43.53	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-30.60	-10.60	30.44	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.45	2.98	4.51	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.15	0.25	—

注：表中数据依据宝新能源经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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。