

新能源补贴渐行渐远，部分发电企业恐难自立

2019 年 08 月 29 日

要点

- 新能源发电行业即将告别国家补贴，只有过渡期及之前核准的项目才有机会获得补贴，但前提是两三年内实现所有机组并网。
- 把大量原计划有序开展的项目集中在有限的时间内开发，不仅考验企业运营能力，更是对它们的财务实力提出了很高的要求。
- 入行较晚的企业杠杆较高，无力通过加快建设锁定最后的补贴机会。它们很有可能成为被兼并或淘汰的对象。

中国的新能源电站投资和运营行业，正在迎来与传统电力行业同台竞技的新时代。2018 年 5 月份以来，政府加快补贴退坡的节奏，到今年 5 月份更是明确补贴彻底退出的具体安排。一段过渡期结束后，所有陆上风电将执行与燃煤发电相当的无补贴上网价格，光伏项目也将在事实上逐步结束补贴历史。

延续十多年的政府补贴骤然离场，给行业格局带来了迅速而深远的影响。自从 2018 年 5 月 31 日国家多部门联合推出“531 新政”（《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》），突然加快退坡以来，部分风电、光伏企业变卖电站资产，谋求退出。

据普华永道对公开报道的统计，从“531 新政”到同年 9 月末的四个月里，光伏电站交易金额达 89 亿元，超过了之前三年的总和。时至近日，变卖资产的步伐仍未停止。远景能源（江苏）有限公司（远景能源）剥离 9.9 万千瓦风电电站，协鑫（集团）控股有限公司（协鑫集团）出售旗下光伏电站开发企业协鑫新能源控股有限公司（协鑫新能源）的控股权。我们认为，看淡盈利前景、减轻财务压力是这些公司出售电站资产的重要动机。

但是，新能源补贴仍未完全断绝。除已并网项目将继续享受为期 20 年的国家补贴之外，已核准未并网项目若能在规定期限内建成并网，那么也可以锁定获得 20 年补贴的权利。过渡期内获得核准的项目，若能按期建成并网，也能享受一定的补贴，但补贴金额会因为竞争性报价而大幅下降。

所以，2018 年底以前获得核准的项目，将是未离场企业在彻底告别补贴之前，还能够享用的最后盛宴。我们认为，这正是“531 新政”之后整个行业迅速加快工程建设进度，掀起一股“抢装潮”的原因。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

may.zhong

@spgchinaratings.cn

然而并不是所有企业都有能力消化这些存量项目，将其转化为获取补贴的载体。标普信评认为，部分企业因为资金实力和已并网装机容量带来的现金流有限，或因为已核准未并网存量项目规模过于庞大，将无法在规定期限之内让所有存量项目并入电网发电，从而获得享受补贴的权利。

我们认为，以发展新能源为战略方向的大企业仍会继续建设无缘补贴的项目，在建成之后平价上网。如能凭借企业融资能力拉长项目贷款期限，平价上网电站的现金流仍然足以还本付息，为业主带来正的自由现金流。

而当初只为补贴而来的企业将会主动或被动退场。变卖已并网电站资产，从而收缩规模甚至是退出行业，是它们顺理成章的选择，除非自己能够成为大型企业集团进军这一行业的平台。

最后的补贴盛宴

由于存在新能源补贴退坡的长期预期，新能源业主为了抢占资源储备和锁定更高的电价，积极争取项目核准，待核准之后根据行业发展和自身现金流情况逐步开发。某些项目在核准之后，多年都没有开工建设。

通过这种操作，整个行业积累了大量已核准未并网项目。据我们的不完全统计，有三十多家新能源企业披露了截至 2018 年末已核准未开工项目的数量，共计 3879 万千瓦，相当于这些企业多年来积累的已并网装机容量的 24%。这还不包括已经开工、尚未并网的部分。

但“531 新政”及后续政策打乱了企业有序投资的节奏。根据政策，截至 2018 年末已核准、未开工的光伏项目必须在 2020 年底之前建成并网，已开工、未建成的光伏项目必须在 2019 年底之前全部并网，才能执行原核准文件中包含较高补贴的价格，否则将被取消补贴，转为平价项目。新核准的光伏项目将会实行竞价上网，且不得高于越来越低的政府指导价，因此会向火电价格靠拢。陆上风电方面要求相似，只是 2021 年 1 月 1 日起核准的项目已经明确为平价上网。

“531 新政”及后续政策打乱了企业有序投资的节奏。

海上风电方面因为项目建设周期长、造价高，目前政策仍处于鼓励保护的补贴阶段，未明确彻底取消补贴的时点。但 2018 年底之前核准的项目要获得核准时的高补贴，也需要在 2021 年底前全容量并网（图 1）。

图 1

全容量并网时机决定有无补贴

光伏

截至 2018 年末项目进度	2019	2020	2021 及以后
已核准、已开工、未建成			
已核准、未开工、已确定业主			
已核准、未开工、未确定业主			

陆上风电

核准时间	2019	2020	2021	2022 及以后
2018 年 12 月 31 日之前				
2019 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日				
2021 年 1 月 1 日之后				

海上风电

核准时间	2019	2020	2021	2022 及以后
2018 年末之前				
2019 年及之后				

- 时段内并网，获得原补贴
- 时段内并网，执行并网时指导价，所含补贴退坡
- 时段内并网，获得以竞价方式申请的补贴
- 时段内并网，无补贴

资料来源：国家发展和改革委员会，国家能源局，标普信评整理。
版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

陆上风电和光伏项目能不能按期完工从而享受补贴，对项目及其业主关系重大。实行平价上网后的风电、光伏上网电价较补贴前存在巨大的差距，项目的经济效益将会锐减，还本周期也会大大延长。

因此新能源开发企业有动力赶在 2020 年末或 2021 年末之前的有限时间窗口内，大量开展资本性投入，让更多的项目享受到原有的补贴价格。抢装潮由此而来。

陆上风电和光伏项目能不能按期完工从而享受补贴，对项目及其业主关系重大。

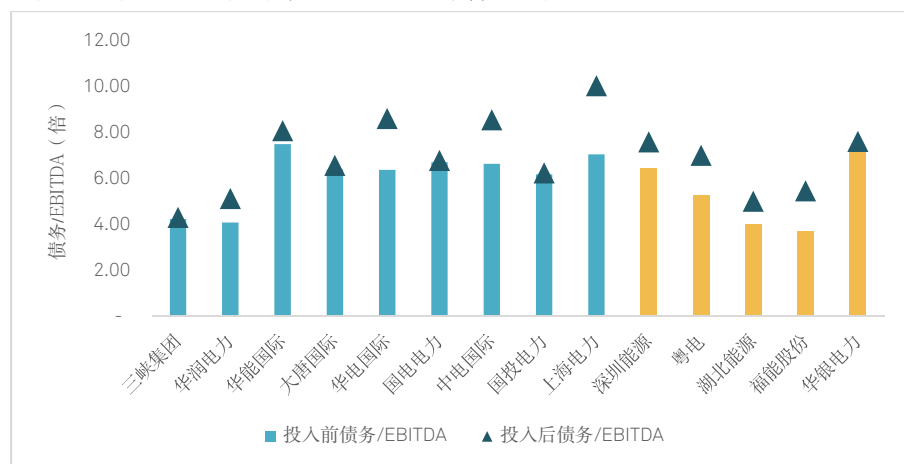
哪些公司消化能力最强

抢装增加杠杆压力。对于我们统计的 48 家样本企业来讲，如果为了满足政策要求将所有已核准未并网（无论是否已经开工）陆上风电和光伏项目在 2020 年末之前建成，并通过以 80%比例举债的方式筹集所需建设资金，那么这些企业的债务对 EBITDA 比率中位值将从 2018 年末的 6.2 倍上升到 7.6 倍，接近极高水平。当然，这只是基于企业拼尽全力抢装的极端假设（图 2-4），且未考虑管理层可能采取的控杠杆措施。

图2

不同公司抢装能力千差万别（1）

全力抢装假设下的杠杆率跳升情况：综合性电力公司



注：蓝色为全国综合性电力公司，黄色为地方综合性电力公司。

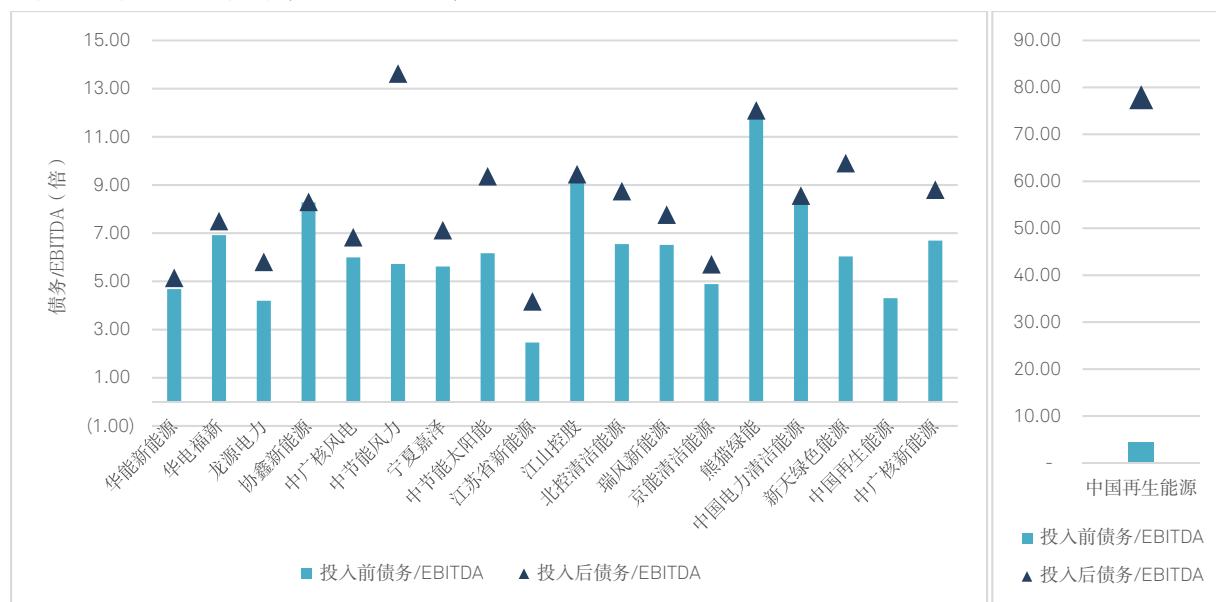
资料来源：企业公开资料，标普信评整理。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3

不同公司抢装能力千差万别（2）

全力抢装假设下的杠杆率跳升情况：专业化新能源开发企业



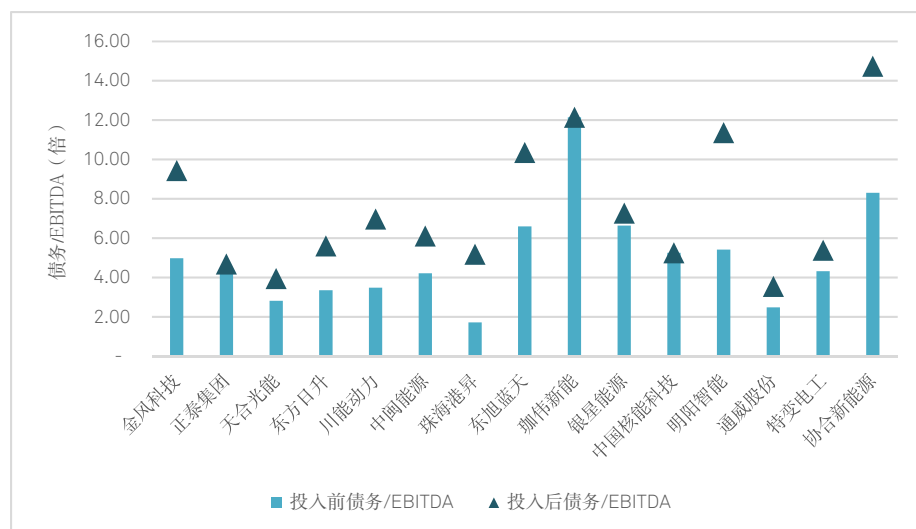
资料来源：企业公开资料，标普信评整理。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 4

不同公司抢装能力千差万别（3）

全力抢装假设下的杠杆率跳升情况：其他行业延伸进入者



资料来源：企业公开资料，标普信评整理。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

事实上，不同类型的公司拥有不同的消化能力。我们认为，像中国长江三峡集团有限公司、华润电力控股有限公司之类的全国综合性电力企业，将是最有能力将存量项目转化为补贴载体的一类公司。一方面，新能源只是业务板块之一，其他电力板块的庞大装机容量可以提供稳定而充裕的现金流，从而支持新能源领域大规模资本性支出的开展。另一方面，这类公司在资本市场的认可度较高，融资渠道通畅且成本相对较低。

已在新能源领域深耕多年的专业开发企业，也会有较强的存量项目消化能力。龙源电力集团股份有限公司（龙源电力）以 1800 多万千瓦的已并网装机容量一骑绝尘，中广核风电有限公司（中广核风电）、华能新能源股份有限公司（华能新能源）、大唐新能源股份有限公司（大唐新能源）的已并网装机容量也都在 1000 万千瓦左右，位列行业第一梯队。这些项目提供的现金流能为其当前资本支出提供有力支持。

已在新能源领域深耕多年的专业开发企业，也会有较强的存量项目消化能力。

由于入行较早，这些企业很多已并网项目的执行价格包含了前期更高的补贴。2008 年前后清洁能源发展机制（CDM）的活跃开展，也使它们能够通过向国际市场转让减排额而获得经济利益。因此，四家公司的债务对 EBITDA 比率处在相对可控的水平。同时，这些专业的新能源开发公司背靠大型集团，可以获得有效的资金支持和便利的融资条件。融资上的便利既包括集团的担保，也包括集团声誉带来的良好银企关系。

我们认为，以上两类企业有能力加大资本开支，加快已核准项目的建设，在过渡期结束之前尽可能多地实现并网，从而锁定补贴。但如果已核准未并网项目过多，业务、财务实力再强也可能难以全部消化。

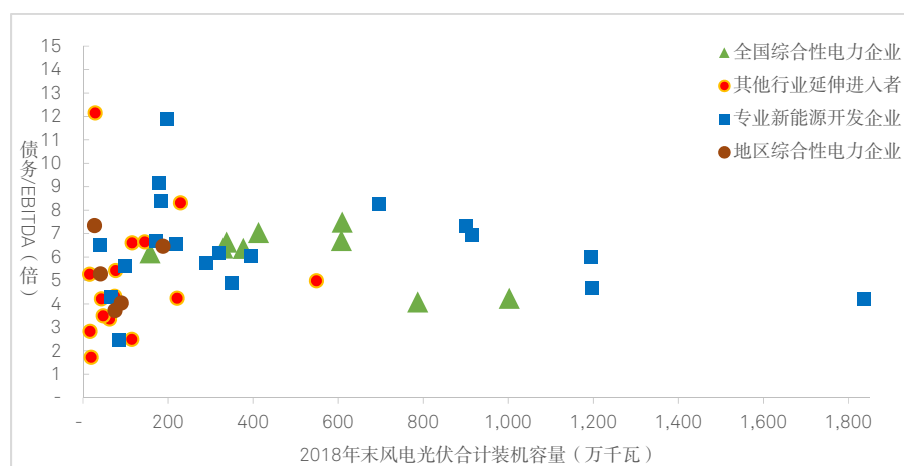
哪些公司无力吞咽

在装机容量偏小的企业里面，杠杆率分布甚为广泛。样本企业中，2018 年末债务对 EBITDA 比率低至 1.7 倍，高至 12.1 倍，而特别高或特别低的杠杆率都分布在装机规模较小的一侧。我们认为，杠杆率的广泛分布，不只是因为业务规模小导致杠杆率波动较大，更是因为相似装机规模企业背后有着不同的来历。

图 5

装机容量偏小的企业杠杆率分布广泛

样本企业杠杆率及装机容量分布



资料来源：企业公开资料，标普信评整理。

版权©2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分企业的新能源业务只是本企业或所属集团的业务板块之一，前者如正泰集团股份有限公司，后者如珠海港股份有限公司控股的珠海港昇新能源股份有限公司。得益于其他业务板块带来的分散效应或来自集团公司的股权注资，这些公司的杠杆处于较低水平，有能力加快存量项目的建设。

如果新能源是主业且入行较晚，那么企业的杠杆率往往较高。这类企业还处于投入阶段，尚未充分享受到项目并网之后包含补贴的经营性现金流。样本企业中杠杆率处于前三的珈伟新能源股份有限公司（珈伟新能）、熊猫绿色能源集团有限公司（熊猫绿能）和江山控股有限公司（江山控股）都是 2014 年前后才开始大举从事新能源电力业务。

标普信评认为，进入行业较晚但仅以新能源开发为副业的企业尚且有路可退，但近些年才转行新能源开发的企业，目前尚在大规模投入周期内，又没有其他业务提供稳定现金流的企业，则将因为杠杆的高企而进退两难。

对这些企业而言，如果是按原有节奏建设已核准项目，那么其中很大一部分只能在过渡期结束后平价并网。但如果是加快建设节奏，争取更多项目获得补贴，以便在过渡期结束后获得更丰厚的经营性现金流，那么当前的资本支出需求会让它们的杠杆水平进一步深入危险区域。

也就是说，入行较晚、体质尚弱的新能源开发企业很难赶上政府留给行业的补贴末班车。它们很有可能成为行业集中度进一步提升过程中被兼并或淘汰的对象。

对于通过出售资产纾困的企业而言，能否顺利出售资产降低负债水平，主要取决于已并网电站的价值。享受电价高、消纳较好的成熟电站，可以在出售时卖出更好的价格。

即使能够顺利渡过债务难关，出售大量资产也意味着企业市场份额急剧缩小，甚至是退出市场。相比之下，已投产运营机组较多、可以提供稳定现金流，或者有强大银企关系融资便利的企业，将有能力尽可能多地抢装存量项目，进一步提升将来的现金流水平。

所以我们预计，待过渡期结束，新能源电站投资运营行业的集中度将进一步提升，特别是进入门槛相对较低的光伏行业。

入行较晚、体质尚弱的新能源开发企业很难赶上政府留给行业的补贴末班车。

附录

样本公司 2018 年末风电光伏合计装机容量

公司名称	装机容量（万千瓦）	公司类型
中国长江三峡集团有限公司	1,003	全国综合性电力企业
华润电力控股有限公司	787	全国综合性电力企业
华能国际电力股份有限公司	610	全国综合性电力企业
大唐国际发电股份有限公司	329	全国综合性电力企业
华电国际电力股份有限公司	377	全国综合性电力企业
国电电力发展股份有限公司	608	全国综合性电力企业
中国电力国际发展有限公司	338	全国综合性电力企业
国投电力控股股份有限公司	157.8	全国综合性电力企业
上海电力股份有限公司	413	全国综合性电力企业
深圳能源集团股份有限公司	188	地区综合性电力企业
广东电力发展股份有限公司	41.49	地区综合性电力企业
湖北能源集团股份有限公司	90.24	地区综合性电力企业
福建福能股份有限公司	75.69	地区综合性电力企业
大唐华银电力股份有限公司	27.35	地区综合性电力企业
新疆金风科技股份有限公司	549	其他行业延伸进入者
正泰集团股份有限公司	222	其他行业延伸进入者
天合光能股份有限公司	17	其他行业延伸进入者
东方日升新能源股份有限公司	63	其他行业延伸进入者
四川省新能源动力股份有限公司	48	其他行业延伸进入者
中闽能源股份有限公司	44	其他行业延伸进入者
珠海港昇新能源股份有限公司	20	其他行业延伸进入者
东旭蓝天新能源股份有限公司	116	其他行业延伸进入者
珈伟新能源股份有限公司	29	其他行业延伸进入者
宁夏银星能源股份有限公司	146	其他行业延伸进入者
中国核能科技集团有限公司	16	其他行业延伸进入者
明阳智慧能源集团股份公司	77	其他行业延伸进入者
通威股份有限公司	115	其他行业延伸进入者
特变电工股份有限公司	75	其他行业延伸进入者
协合新能源集团有限公司	230	其他行业延伸进入者
华能新能源股份有限公司	1,196	专业新能源开发企业
华电福新能源股份有限公司	915	专业新能源开发企业

公司名称	装机容量（万千瓦）	公司类型
龙源电力集团股份有限公司	1,838	专业新能源开发企业
协鑫新能源控股有限公司	696	专业新能源开发企业
中广核风电有限公司	1,194	专业新能源开发企业
中节能风力发电股份有限公司	291	专业新能源开发企业
宁夏嘉泽新能源股份有限公司	100	专业新能源开发企业
中节能太阳能股份有限公司	321	专业新能源开发企业
江苏省新能源开发股份有限公司	84	专业新能源开发企业
江山控股有限公司	179	专业新能源开发企业
北控清洁能源集团有限公司	219	专业新能源开发企业
中国瑞风新能源控股有限公司	40	专业新能源开发企业
北京京能清洁能源电力股份有限公司	352	专业新能源开发企业
熊猫绿色能源集团有限公司	198	专业新能源开发企业
中国电力清洁能源发展有限公司	184	专业新能源开发企业
新天绿色能源股份有限公司	396	专业新能源开发企业
中国再生能源投资有限公司	66	专业新能源开发企业
中国大唐集团新能源股份有限公司	901	专业新能源开发企业
中国广核新能源控股有限公司	171	专业新能源开发企业

资料来源：企业公开资料，标普信评调整。

版权 © 2019 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注：标普信评未对本文提到的企业开展评级业务。本报告不构成评级行动。

©版权所有 2019 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。