

中国可再生能源：退市助力降杠杆

2020 年 8 月 10 日

要点速览

- 国有发电集团将其港股可再生能源上市子公司私有化，其债务或将短暂增加。
- 我们预测可再生能源企业最终可能在国内重新上市，国内股价通常更高。
- 国有发电集团退市可扩大其权益资本，并减少对债务的依赖。

陆续有中国国有发电集团的港股可再生能源上市公司退市或已申请退市，我们预计这些集团可能考虑在内地重新上市，因港股估值偏低。标普全球评级认为退市能扩大权益资本，并降低其对母公司（大型发电集团）的债务依赖性。若得以在内地重新上市，这对该高杠杆行业具有正面信用影响。

2020 年 7 月 6 日，北京京能清洁能源电力股份有限公司宣布私有化，为最近港股申请退市的中国可再生能源企业，其控股股东—北京市属国企-北京能源集团有限责任公司发布了收购要约。由于股价长期低于报表账面价值且交易量较低，自去年 8 月已有两家可再生能源企业退市，且其他三家已公布控股股东的收购意向（见表 2）。目前仅剩两家企业：龙源电力集团股份有限公司和中国大唐集团新能源股份有限公司。

短期而言私有化将增加债务，但这可能最终使得中国发电集团实现更好的股权和债务的融资组合。国有发电集团的可再生能源子公司的资本支出需求巨大，通过举债融资来支持资金需求增加了企业现金流的波动性。此外，改善股权结构有助于这些集团应对未来的变化，如中国即将取消可再生能源电价补贴等。可再生能源子公司在港股上市的国有发电集团共有七家，标普全球评级对其中四家进行了评级（见表 1）。

表 1

七家大型国有发电集团拥有港股上市可再生能源子公司

标普已对其中四家国企进行评级

国企集团	2018 年风电/ 光伏权益装机 容量（吉瓦）	港股上市子公 司占比(%)	港股上市子公司
国家能源投资集团有限责任公司	39.7	48.3	龙源电力集团股份有限公司
中国华能集团有限公司 (A-/稳定/--)	21.8	54.6	华能新能源股份有限公司（已退市）
中国华电集团公司 (A-/稳定/--)	16.3	56.5	华电福新能源股份有限公司

主分析师

吴玥昊, CFA

新加坡
(65) 6239-6373
yuehao.wu
@spglobal.com

其他联系人

李靖, CPA

香港
(852) 2533-3512
apple.li
@spglobal.com

吕岚, CFA, FRM

香港
(852) 2533-3596
gloria.lu
@spglobal.com

Richard M Langberg

香港
(852) 2533-3516
Richard.Langberg
@spglobal.com

研究助理

尹浚铨

香港

中国大唐集团有限公司	17.1	52.3	中国大唐集团新能源股份有限公司
国家电力投资集团公司 (A-/稳定/--)	31.9	6.1	中国电力清洁能源发展有限公司 (已退市)
中国广核集团有限公司 (A-/稳定/--)	16.6	10.2	中国广核新能源控股有限公司
北京能源集团有限责任公司	4.0	85.4	北京京能清洁能源电力股份有限公司
总计	147.4	38.2	

资料来源：公司披露，标普全球评级。

为何退市？

近年来，可再生能源企业的业务基本面已发生巨大变化。通过子公司的退市和重新上市，国有母公司能够重组其子公司股权结构，并注入在不断演变环境下将表现更佳的资产。

表 2

五家可再生能源子公司已公告或已完成退市私有化

子公司	母公司	退市公告	退市完成时间	退市对价 (十亿港元)
北京京能清洁能源电力股份有限公司	北京能源集团有限责任公司 (未评级)	2020 年 7 月 6 日	进行中	5-6
中国广核新能源控股有限公司	中国广核集团有限公司 (A-/稳定/--)	2020 年 3 月 2 日	进行中	2-4
华电福新能源股份有限公司	中国华电集团公司 (A-/稳定/--)	2020 年 6 月 1 日	进行中	6-7
华能新能源股份有限公司 (已退市)	中国华能集团有限公司 (A-/稳定/--)	2019 年 9 月 2 日	2020 年 3 月 18 日	16
中国电力清洁能源发展有限公司 (已退市)	国家电力投资集团公司 (A-/稳定/--)	2019 年 3 月 28 日	2019 年 8 月 19 日	5
总计				33.8-37.8

资料来源：公司披露，标普 Capital IQ，标普全球评级。

中国可再生能源企业的自由经营性现金流 (FOCF) 持续为负，部分归因于其依赖国家补贴，而补贴总是延迟且不足额发放。过去五年内，7 家国有可再生能源上市企业的经营性现金流 (扣除财务成本后) 年均下滑 5%，尽管净利润每年增长 10%。这主要缘于延迟发放的补贴在资产负债表被计入应收款项，占用了营运资金并导致应收账款天数激增。同时，扩大装机容量的支出超出内部现金流生成能力。

低估值限制了可再生能源上市企业在港股募资以扩大装机容量 (见图 1)。自 2015 年，7 家国有可再生能源上市子公司公开发行募资 (不含混合发行或控股股东的注资) 总额为 22 亿港元 (约合 2.8 亿美元)，仅占同期上市子公司资本支出的 1%。至 2019 年上述上市子公司在母公司合并可再生能源装机容量中的占比仅超 1/3，低于 2015 年的 47%。我们认为，低估值可能迫使集团母公司无法向港股上市子公司进行资产注入。

表 3

国有可再生能源子公司的港股市值持续下降

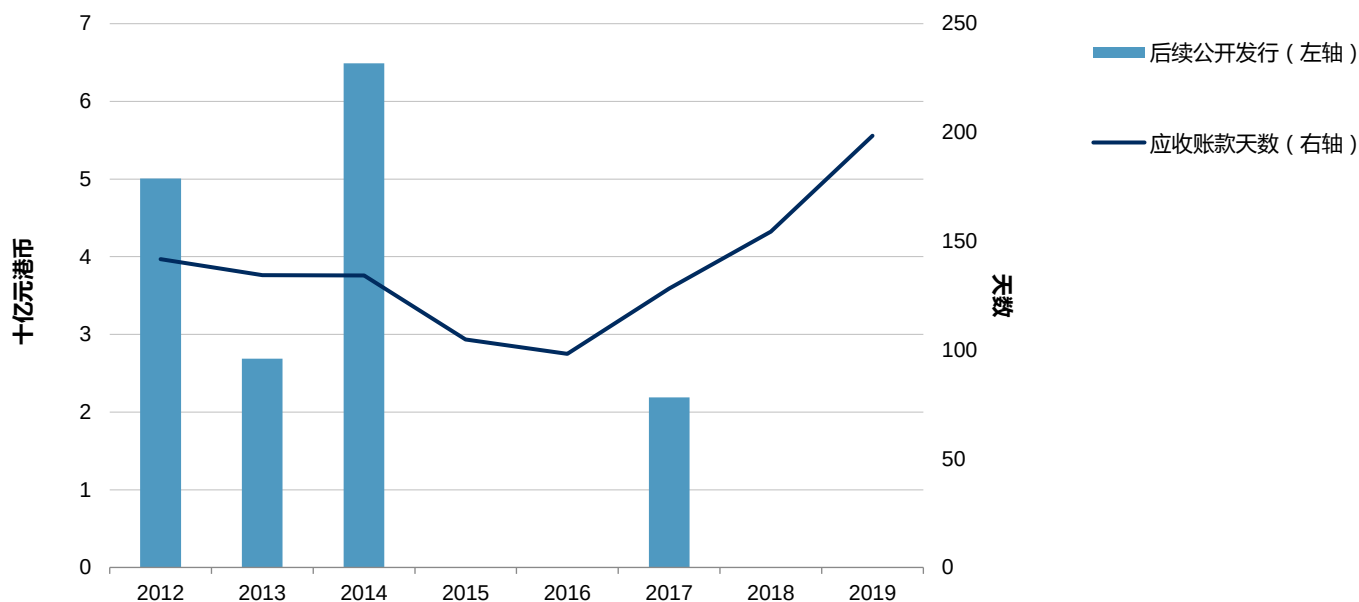
国有可再生能源子公司	上市/后续公开发行人加权股价（港元）	退市公告前股价*（港元）	变化(%)	退市公告时间	最近公开发行
北京京能清洁能源电力股份有限公司	2.63	1.58	(40)	2020 年 7 月 6 日	2014 年 10 月 7 日
中国广核新能源控股有限公司	1.71	1.18	(31)	2020 年 3 月 2 日	2014 年 9 月 30 日
华电福新能源股份有限公司	2.70	1.36	(49)	2020 年 6 月 1 日	2014 年 12 月 3 日
华能新能源股份有限公司（已退市）	2.55	2.10	(18)	2019 年 9 月 2 日	2017 年 5 月 18 日
中国电力清洁能源发展有限公司（已退市）	0.65	3.39	418	2019 年 3 月 28 日	2012 年 5 月 30 日

*前五个工作日的平均股价。资料来源：公司披露，标普 Capital IQ，标普全球评级。

图 1

国企停止通过其港股可再生能源上市子公司进行募资

由于补贴延迟发放，营运资金受影响



注：后续公开发行为七家国有发电集团的港股可再生能源子公司的二级市场发行，企业完整名称见表1。

资料来源：标普全球评级。

版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

然而，为了收购香港股东所持股份，母公司或将不得不再次发债筹资。

私有化将使债务负担增加 1%-3%

大型国有发电集团拥有深厚资源，以及国有银行和境内资本市场的融资渠道。我们认为，他们能轻松筹得其港股上市子公司私有化所需资金。

我们对四家受评国有发电集团子公司私有化的总成本进行了估算（见表 1-表 2）。据估算，完全成本将介于 300-320 亿元港币，或约为其平均年资本支出的 10%（其中两宗交易已完成）。母公司债务负担可能因此增加 1%-3%。鉴于具竞争力的融资成本及中国宽松的货币环境，偿债压力将极小。我们预计上述子公司的利息覆盖倍数将保持在 2 倍以上的舒适区间。

由于受新冠疫情影响，电力需求弱化，在困难时期私有化的成本更高。然而，在中国经济放缓背景下煤价下跌，电力集团（主要依赖煤电）的运营成本将下降，因此尽管其收入下滑 10%，却不会对现金流产生显著影响。今年上半年，风电和光伏限电率低于去年，远低于政府 5% 的目标。核电装机容量增加亦是现金流来源之一。中国广核集团有限公司的核电上网电量同比增长 13%（若不包含新核电厂，增长率为 1.2%）。

棘手的任务：扩张规模的同时降低财务杠杆

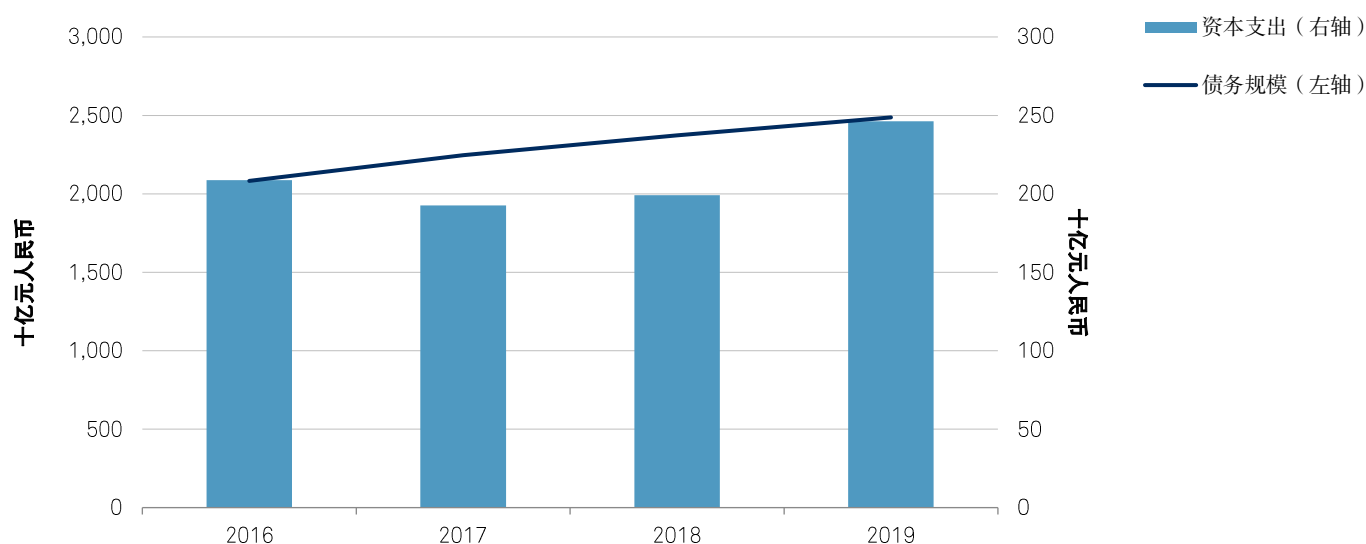
国有发电集团需要提升权益资本比例以满足复杂的且近乎矛盾的政策要求。首先，企业需要增加可再生能源发电装机容量来达到清洁能源占比要求和环保标准。我们授予评级的四家国有独立发电企业 2019 年资本支出共计 2,460 亿元人民币，较 2018 年增长 24%。资本支出规模未因补贴退坡而减少。大部分资本支出用于增加风力和光伏发电装机。过去五年，四家企业的风力和光伏发电装机容量年度复合增长率逾 15%。虽然中国政府计划在今年年底前全面取消可再生能源发电补贴（海上风电项目补贴取消截止时间为 2021 年底），但可再生能源发电装机容量可能将继续显著增长。

政府补贴退坡的背景下，若企业自身的现金流增长无法满足其资本支出需求，则通常通过举借债务来应对大额资本支出。

图 2

债务规模不断增加

四大国有电力集团债务规模总和



数据来自中国华能集团有限公司，中国华电集团公司，国家电力投资集团公司，中国广核集团有限公司。

资料来源：公司披露，标普全球评级。

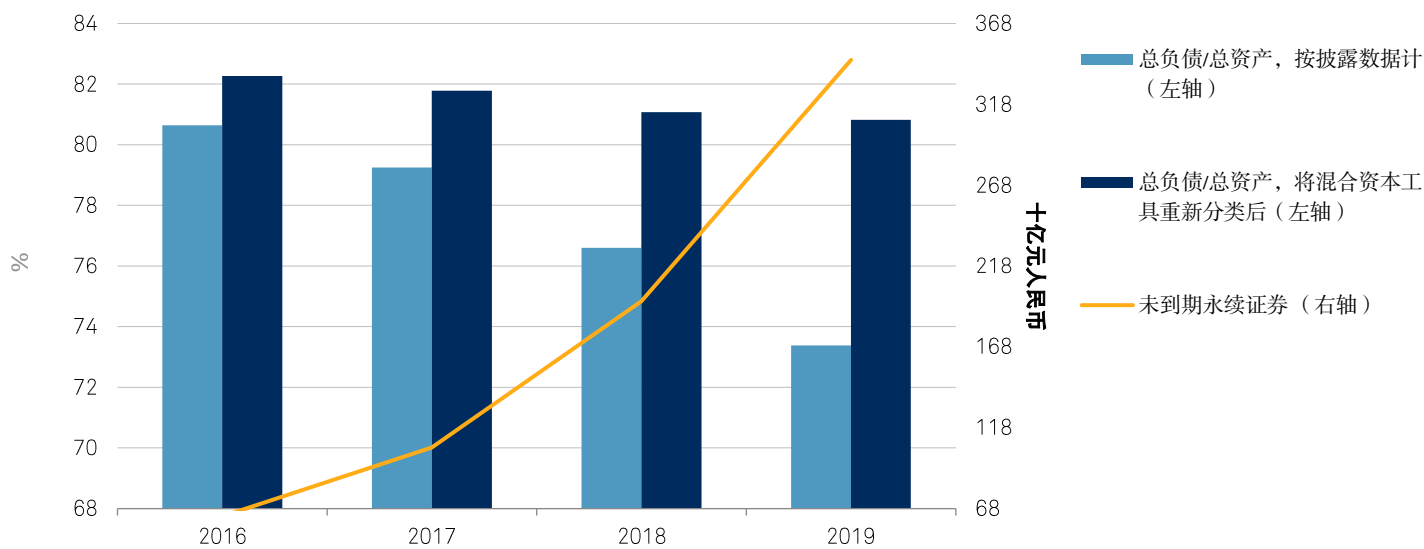
版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

其次，国企还肩负着降杠杆的任务。国务院国有资产监督管理委员会要求央企在 2020 年底前将总负债对总资产比率降至 70%（2017 年时逾 80%）。

大部分国有发电集团通过发行永续证券达到降杠杆的目的。企业在会计处理上将此类证券记为权益。我们认为，这种混合资本工具并不是最理想的降杠杆工具。标普全球评级出于多种原因将永续证券视为债务，比如此类工具每三年或五年需进行再融资，否则会导致票息上浮（通常为 300 个基点或更多）。剔除混合资本工具的影响后，央企总负债对总资产的比率仅小幅下降，较 70% 的目标仍有一定距离。

图 3

混合资本工具助力五大国有电力集团降杠杆



注：总负债/总资产比率按各公司资产规模加权。五大国有电力集团分别是中国华能集团有限公司，中国华电集团公司，国家电力投资集团公司，中国大唐集团有限公司，中国广核集团有限公司。资料来源：公司披露，标普全球评级。
版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

中国政府已表示发行混合资本工具不是降低资产负债表扩张带来的风险的有效办法。财政部在 2019 年 1 月生效的有关永续债会计处理规定中表示，此类负债的偿还顺序是否与其他债务并列需给予进一步考量。目前，永续证券并不强制归为债务，发行人仍可将其归为权益，且利息支出可享受税前扣除的优惠政策。

权益基础扩大

我们认为，可再生能源子公司从港股退市表明中国电力集团更加注重巩固长期权益基础。相比 H 股，内地 A 股市场的市场估值往往更高，即便对两地同时上市的企业也是如此。此外，我们认为，将子公司从港股退市后，国有独立发电集团可能将重组旗下可再生能源资产，从而更好地适应政策和市场环境的变化。

我们注意到中国的除水力以外的可再生能源企业的市盈率远高于港股，而且股价亦高于报表账面价值（见表 4）。

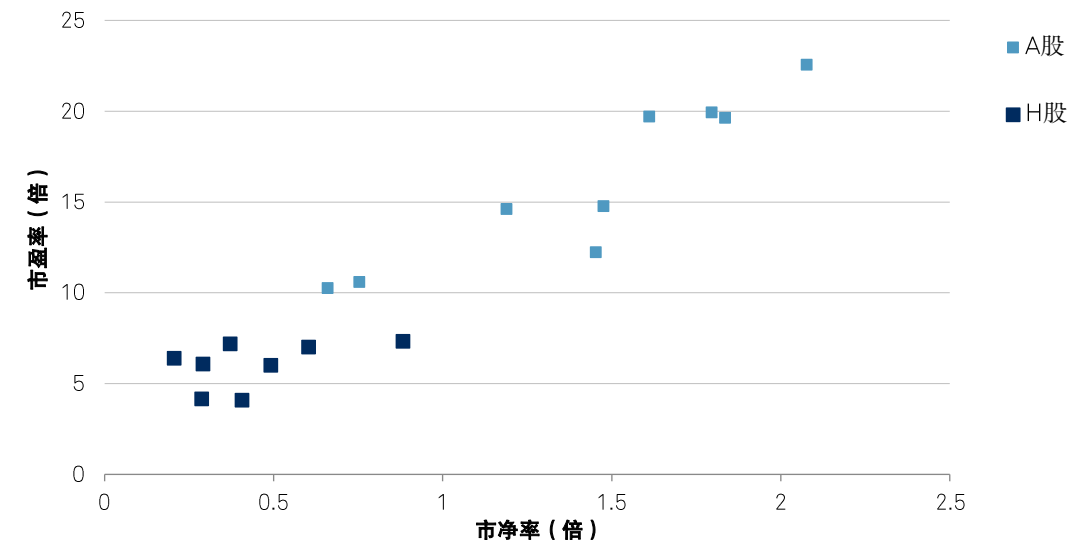
表 4

可再生能源企业在内地股市行情更佳				
A 股与 H 股上市的非水电可再生能源企业行情对比				
	企业数量	P/E 中位数	P/B 中位数	市场估值中位数（百万元人民币）
A 股	9	14.8	1.5	7,700
H 股	8	6.2	0.4	4,100

P/E--市盈率。P/B--市净率。数据来自 17 家 A 股和 H 股上市企业，分别是：A 股：中节能太阳能股份有限公司，中节能风力发电股份有限公司，中闽能源股份有限公司，协鑫能源科技股份有限公司，四川川投能源股份有限公司，宁夏嘉泽新能源股份有限公司，晶科电力科技股份有限公司，江苏省新能源开发股份有限公司，甘肃电投能源发展股份有限公司。H 股：中国再生能源投资有限公司，中国大唐集团新能源股份有限公司，中国广核新能源控股有限公司，北京京能清洁能源电力股份有限公司，北控清洁能源集团有限公司，协合新能源集团有限公司，协鑫新能源控股有限公司，龙源电力集团股份有限公司。资料来源：标普 Capital IQ，标普全球评级。
版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 4

非水力可再生能源公司A股市场估值更高
2020年6月市盈率与市净率月度平均值



版权 © 2020 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

此外，我们预计独立发电企业将仿效其他大型国有企业，通过发行可转换股的债券进行股权关联融资，即由未上市的母公司发行债券，该债券可在一定条件下转换为其业绩优良的上市子公司的部分股权。我们未将可转债视为权益，但此种融资方式单笔融资规模大，可高达人民币两百亿元（见表 5），且成本较低，票息仅有 0.5%-1.5%。

表 5

可转债日益成为中国国有企业青睐的融资工具

部分国企发行的可转债及其可转股的 A 股上市子公司

发行人	规模（十亿元人民币）	票息（%）	期限（年）	发行日	相关子公司	转换率（倍）
中国石油天然气集团公司	20	1.4	5	2018 年 2 月 1 日	中国石油天然气股份有限公司	11.3
中国长江三峡集团公司	20	0.5	5	2019 年 4 月 9 日	中国长江电力股份有限公司	5.7
中国交通建设集团有限公司	16	1.0	3	2017 年 11 月 10 日	中国交通建设股份有限公司	8.3
中国宝武钢铁集团有限公司	15	1.0	3	2017 年 11 月 24 日	宝山钢铁股份有限公司	11.4
中国石油天然气集团公司	10	1.0	5	2017 年 7 月 13 日	中国石油天然气股份有限公司	11.9
浙江省能源集团有限公司	8	1.0	3	2018 年 1 月 25 日	浙江浙能电力股份有限公司	18.0

资料来源：标普全球评级。

现金流可预测性提升也有助于资本结构改善

中国的可再生能源企业在急剧变化的环境中负重前行。我们认为，企业的盈利能力也许无法恢复至之前的巅峰水平，但在政府取消补贴后，现金流的可预测性可能会提升。此外，企业正在适应更加市场化的定价模式。中标电价在项目的整个生命周期将固定不变。我们认为，即便小部分市场交易电量需按优惠价格销售，价格风险仍属可控。此外，可再生能源电力还享受优先输配；即便在经济下行时期，可再生能源利用率仍将保持在 95%以上。

我们认为现金流可预测性提升有助于企业融资。权益规模扩大也有利于企业的信用状况。

虽然港股上市可再生能源的民营企业的市场估值和国有企业一样偏低，但这些企业并没有选择退市。它们没有大型国企母公司作为依靠且融资成本更高，因此在股票市场选择上的灵活度较低。部分民企选择将资产出售给同行业国企，我们认为这一趋势可能会持续。

表 6

资产出售活动表明民营可再生能源发电企业融资路径较少
部分民营企业向国有企业出售资产情况

卖方	卖方主营能源类别	评级	买方	出售资产	金额（百万元人民币）
协鑫新能源控股有限公司	光伏	CCC/负面/--	粤港澳大湾区产融资产管理有限公司	太阳能发电厂子公司（80MW）	420
			中国电力国际发展有限公司 (国家电力投资集团有限公司子公司)	三个太阳能发电厂子公司 55%的股份（280MW）	246
			云南省能源投资集团有限公司	现有 19 家运营太阳能发电厂 70%的股份（977MW）	1,741
			中广核太阳能开发有限公司	两家太阳能发电项目 80%的股份（160MW）	306
			中国华能集团	294MW 太阳能发电厂资产*	1,100
			国开新能源科技有限公司	子公司金湖正辉太阳能电力有限公司 75%股份*	137
熊猫绿色能源集团有限公司	光伏	CCC-/撤销前为正面	华青光伏有限公司, 招商新能源集团有限公司和其他三家国有企业	增发股份引入战略投资方以降低财务杠杆	1,766
			北京能源集团有限责任公司	32%股份	1,611
顺风国际清洁能源有限公司	光伏	未评级	中国核工业集团	11 家太阳能发电厂	641
协合新能源集团有限公司	风力	撤销前为 B+/负面	中国核工业集团	两家风力发电场子公司 100%的股份（2X48MW）	244
			申能(集团)有限公司	子公司灵宝协和 100%股权（48MW）	132
浙能锦江环境控股有限公司	垃圾发电	BB-/稳定/--	浙江省能源集团	该公司 29.8%股份	1,634

*已宣布但交易尚未完成。资料来源：公司披露，标普全球评级。

相关研究

- 中国华电集团有限公司，2020 年月 29 日
- 持续盈利支持中广核信用状况，2020 年 3 月 27 日
- 因清洁能源贡献强劲，国家电投“A-”评级获确认；展望稳定, 2019 年 10 月 30 日
- 授予中国华能“A-”评级；展望稳定，2019 年 9 月 27 日
- 国企去杠杆恐难继续依赖永续债，2019 年 4 月 15 日

本报告不构成评级行动。

（注：中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。）

阅读英文版请点击：

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?articleId=&ArtObjectId=11595357&ArtRevId=1&sid=&sind=A&>

版权©2020, Standard & Poor's Financial Services LLC (以下统称“标普”)。版权所有。

未经标普事先书面许可, 严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容(包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品)或其任何部分(以下统称“内容”), 或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理(以下统称“标普各方”)并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏(无论成因), 使用内容得到的结果, 或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证, 包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证, 或对内容将可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下, 标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失(包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本)负责, 即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析(包括评级)以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述, 并非事实的陈述, 或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息, 但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的, 监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级, 标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予、撤销或暂停上述认可而产生的任何责任, 也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开, 从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此, 标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程, 以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬(通常从发债人、承销商或债务人处收取)。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析: www.standardandpoors.com (免费网站), 及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com (收费网站), 及 www.spcapitaliq.com (收费网站), 及并可能通过其他渠道进行发布, 包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息, 请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。