



# 龙源电力集团股份有限公司2024年中期票 据（第三期）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 龙源电力集团股份有限公司2024年中期票据（第三期）信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	品种一：AAA 品种二：AAA
评级日期	2024-08-20

## 债券概况

**发行规模：**本期基础发行金额 0 亿元，发行金额上限 40.00 亿元；其中品种一初始发行规模为 20.00 亿元，品种二初始发行规模为 20.00 亿元；公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制；两个品种的最终发行金额合计不超过 40.00 亿元

**发行期限：**品种一为 10 年，品种二为 15 年

**偿还方式：**单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金兑付一起支付

**发行目的：**拟用于补充营运资金或偿还公司及其子公司有息债务

## 联系方式

**项目负责人：**王硕  
wangsh@cspengyuan.com

**项目组成员：**安晓敏  
anxm@cspengyuan.com

**项目组成员：**宁昕  
ningx@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到龙源电力集团股份有限公司（股票代码：001289.SZ、00916.HK）（以下简称“龙源电力”或“公司”）是国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国能集团”）的子公司，股东综合实力极强，公司作为国能集团主要的风力发电整合运营主体，在资金和资源获取方面能够得到股东大力支持；公司较早布局风力发电项目，拥有显著的装机规模优势，行业地位突出；近年装机规模持续增长，机组区域分布多元，消纳情况较好，总体运行效率处于全国较高水平；业务发展持续性较好，盈利能力很强；公司可使用银行授信充足，且为 A+H 股上市公司，融资渠道畅通。同时中证鹏元也关注到公司应收补贴款项规模较大，回款进度存在一定不确定性，主要在建项目尚存在较大的融资需求，上网电价波动将对公司收入和利润水平造成一定影响，同时优势发电项目的获取也存在较大竞争。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	2,370.81	2,292.56	2,228.95	1,893.06
归母所有者权益	735.07	709.18	688.07	633.44
总债务	1,342.97	1,324.25	1,276.08	1,056.66
营业收入	98.77	376.42	398.63	372.08
净利润	26.60	67.38	60.96	72.63
经营活动现金流净额	34.18	138.84	296.06	167.55
净债务/EBITDA	-	3.94	3.42	3.78
EBITDA 利息保障倍数	-	6.42	6.19	5.12
总债务/总资本	61.73%	62.25%	62.98%	61.32%
FFO/净债务	-	16.71%	19.06%	16.06%
EBITDA 利润率	-	62.34%	58.87%	53.27%
总资产回报率	-	5.15%	5.41%	6.50%
速动比率	0.65	0.62	0.70	0.59
现金短期债务比	0.77	0.72	0.87	0.72
销售毛利率	39.89%	36.36%	34.43%	34.87%
资产负债率	64.03%	64.09%	64.07%	61.59%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **国能集团综合实力极强，公司作为国能集团主要的风力发电整合运营主体，获得股东的有力支持。**公司是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直接管理的大型综合性发电集团国能集团的子公司，实际控制人为国务院国资委；股东国能集团是全球最大的煤炭生产公司、火力发电公司、风力发电公司和煤制油煤化工公司，综合实力极强，公司作为国能集团主要的风力发电整合运营主体，在资金和资源获取方面能够得到股东大力支持。
- **公司较早布局风力发电项目，拥有显著的装机规模优势，风电行业地位突出。**公司较早布局风力发电项目，近年随着在建项目的建成投产以及收购的完成，公司装机规模持续提升，已发展成为一家以新能源业务为主的大型综合性发电集团；截至 2024 年 3 月末，公司各类控股装机容量达 3,615.58 万千瓦，其中风电控股装机容量 2,778.06 万千瓦，公司风电装机规模优势显著，是全球最大的上市风电运营商。
- **机组区域分布多元，消纳情况较好，总体运行效率处于全国较高水平。**公司在全国拥有 300 多个风电场，业务分布于中国 32 个省市区和加拿大、南非等国家。其中，内蒙古、新疆、甘肃等风资源富集区以及江苏（含海上风电）等电力需求旺盛区风电装机容量占比较高，一定程度降低单一区域来风情况不佳以及区域性消纳不足等问题的影响，随着当地外送条件改善、促进消纳政策的实施以及公司对现有风电机组设备整治效果的显现，公司风电利用小时数保持行业较高水平；此外，受益于火电机组较好的资源禀赋，公司火电设备平均利用小时数明显高于全国平均水平。
- **公司发电量和收入规模不断增加，业务发展持续性较好，盈利能力很强。**随着装机规模的增长及风能资源条件的改善，公司发电量及上网电量保持很高水平且持续提升，带动电力销售收入持续增加，且公司电源项目储备充足，预计项目建成投产后装机容量将继续大幅增加，公司发电能力将进一步提升；新投运机组运营效率显现，公司盈利能力保持很高水平。
- **公司融资渠道畅通。**公司银行授信额度充足，截至 2023 年末，公司拥有多家商业银行的授信总额为 3,100.00 亿元，其中已使用银行授信额度 971.86 亿元，未使用银行授信余额 2,128.14 亿元；此外，公司作为 A+H 股上市公司，在资本市场的融资渠道畅通，很大程度地提升了公司的财务弹性。

## 关注

- **公司应收可再生能源补贴款保持较大规模，且部分资产计提了减值准备，需对未来减值风险保持关注。**公司应收可再生能源补贴款保持较大规模，同时新能源补贴到账时间主要受财政部下达可再生能源电价附加补助地方资金预算安排的影响，款项的到位时间存在一定不确定性；此外，因实施电厂“以大代小”改造升级计划对部分资产计提了减值准备，需对未来减值风险保持关注。
- **公司主要在建项目尚需投资规模较大，叠加新能源补贴款滞后，使得公司面临一定资本支出压力。**截至 2023 年末，公司主要在建的光伏和风力发电项目尚需投资规模较大，资金来源较为依赖外部融资，且可再生能源补贴款的滞后影响了现金流入，使得公司面临一定资本支出压力。
- **上网电价波动将对公司收入和利润水平造成一定影响，同时优势发电项目的获取也存在较大竞争。**公司业务以风力发电为主，装机扩张及电站运行受国家政策波动影响大。随着新能源平价上网机组占比增长、市场交易规模扩大，风电机组及公司整体上网电价呈逐年下降趋势，将对公司收入和利润水平造成一定影响；同时风力发电项目机组利用效率与所在区域的风能情况、电力消纳情况息息相关，各发电公司在获取优势区域的发电项目竞争较大，公司也面临较大的竞争压力。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在全国风电行业地位突出，风电及火电机组利用小时数保持行业较高水平，发电量及上网电量持续提升，盈利能力好，电源项目储备充足，业务发展持续性较好；同时股东国能集团综合实力极强，预计未来仍会继续获得股东的有力支持。

## 同业比较

指标	华电福瑞	大唐新能源 (01798.HK)	龙源电力 (001289.SZ、 00916.HK)	京能能源 (00579.HK)
总资产（亿元）	3,804.49	1,016.03	2,292.56	939.62
营业收入（亿元）	505.51	128.02	376.42	209.12
净利润（亿元）	103.48	30.89	67.38	32.88
销售毛利率（%）	33.36	47.60	36.36	27.35
资产负债率（%）	73.41	64.61	64.09	63.08
可控装机容量（万千瓦）	6,012.79	1,541.87	3,559.37	470.20

注：（1）“华电福瑞”为“福建华电福瑞能源发展有限公司”简称、“大唐新能源”为“中国大唐集团新能源股份有限公司”的简称、“京能能源”为“北京京能清洁能源电力股份有限公司”的简称；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
电力生产企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	7/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	7/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		7/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>aaa</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AAA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aaa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 一、发行主体概况

公司前身为龙源电力技术开发公司，成立于1993年1月，由原能源部直接管理；1994年5月，更名为龙源电力集团公司，改由原电力工业部管理。2002年12月国家电力体制改革之后，公司划归中国国电集团公司（以下简称“国电集团”），成为其全资企业，并接收了原国家电力公司系统的全部风电资产。

2009年7月，经国务院国资委批准，国电集团及其全资子公司国电东北电力有限公司（以下简称“国电东北”）作为共同发起人，国电集团以所持公司全部净资产作为出资，国电东北以现金出资，重组改制设立龙源电力集团股份有限公司。2009年12月，公司于香港联交所主板首次公开发售24.64亿股H股（行使超额配售权后），证券代码为“HK00916”。2019年7月，国电集团与神华集团有限责任公司合并后将所持有公司股份过户至国能集团名下。2022年1月，公司通过深圳证券交易所主板发行股票3.46亿股，换股吸收合并内蒙古平庄能源股份有限公司（以下简称“平庄能源”）。完成A股发行上市后，公司已发行股份总数为83.82亿股，包括A股股份50.42亿股及H股股份33.40亿股。2023年11月，公司根据该一般性授权开始实施H股回购。2024年3月11日，回购股份已全部完成注销。注销后，公司已发行股份数减至83.60亿股，其中A股50.42亿股，H股33.18亿股。截至2024年3月末，公司股本为83.60亿元，国能集团对公司持股比例55.05%，为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

公司作为国能集团主要的风力发电整合运营主体及上市平台，主要从事风电场的设计、开发、管理及运营，同时从事火电及燃料销售等业务。截至2024年3月末，公司控股装机容量为3,615.58万千瓦，其中风电控股装机容量为2,778.06万千瓦。截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司共215家，子公司主要为在各地设立的项目公司。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**龙源电力集团股份有限公司2024年度第三期中期票据，其中品种一为“龙源电力集团股份有限公司2024年度第三期中期票据（品种一）”；品种二为“龙源电力集团股份有限公司2024年度第三期中期票据（品种二）”；

**发行规模：**本期基础发行金额0亿元，发行金额上限40.00亿元；其中品种一初始发行规模为20.00亿元，品种二初始发行规模为20.00亿元；公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制；两个品种的最终发行金额合计不超过40.00亿元；

**债券期限和利率：**品种一为10年期，品种二为15年期；固定利率，单利按年计息，不计复利；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金兑付一起支付。

## 三、本期债券募集资金用途

本期发行采取发行金额动态调整机制，基础发行规模为0元，发行金额上限为40.00亿元，所募集资金拟用于补充营运资金或偿还公司及其子公司有息债务。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措**

2024 年上半年，国内经济运行整体平稳，转型升级稳中有进。上半年实际 GDP 同比增长 5.0%，结构有所分化，出口和制造业投资成为主要拉动力，消费和基建投资平稳，房地产投资维持低位；城镇调查失业率平均值为 5.1%，稳中有降；CPI 同比上涨 0.1%，物价水平小幅回升；货物进出口总额达 21.2 万亿元，创历史同期新高。

展望下半年，稳增长诉求提升，以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险。宏观政策预计加大逆周期调节力度，大力扩内需尤其是提振消费，因地制宜发展新质生产力，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策保持支持性，维持流动性合理充裕，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币政策继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步疏通利率传导机制，加强预期引导，保持汇率的均衡稳定，将二级市场买卖国债纳入新的政策工具箱，完善货币政策新框架。财政政策把握节奏，加快专项债发行使用进度，合理扩大地方政府专项债券支持范围，持续用好超长期特别国债，推进财税体制改革。完善和落实一揽子化债方案，创造条件加快化解基础设施投资类企业债务风险，市场化转型提速。房地产领域聚焦因城施策、各地自主决策，消化存量和优化增量，继续去库存，进一步防范风险，加大保交房力度；完善“市场+保障”的住房双轨制目标，深入推进房地产改革，促进房地产市场高质量发展。

当前中国正处在新旧动能转换的关键期，进一步全面深化改革，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，海外主要发达经济体增速有所放缓，美国降息有望开启，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性上升。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足，需要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动能。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，短期波动不会改变长期向好大势，不断培育壮大新质生产力，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

### 行业环境

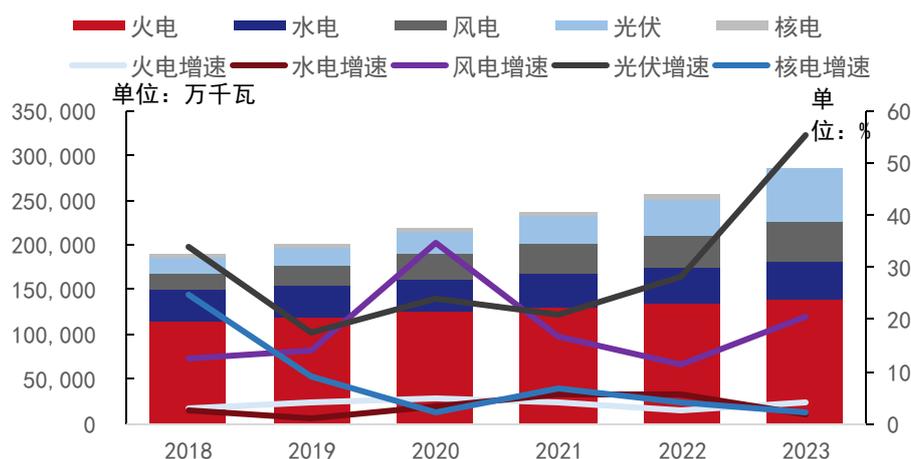
**2023 年全国装机规模及发电量平稳增长，“双碳”目标背景下，装机结构延续清洁化趋势，非化石能源发电装机首次超过火电装机规模，但受制于资源和技术制约以及运行的稳定性，目前火电仍是我**

## 国电力安全稳定供应的基础性电源及灵活调节的支撑型电源

从电源投资规模及结构来看，我国电力投资快速增长，重心逐步向新能源和调节型电源转移。2023年电源工程完成投资同比增长30.1%，保持较高增速，其中非化石能源发电投资同比增长31.5%，占电源投资的比重达到89.2%。2022年下半年以来受来水偏枯、发用结构错位、极端天气增多等因素影响，我国多地出现“有序用电”现象，火电的支撑性、调节性基础电源地位进一步凸显，火电投资重新加速，2022-2023年火电投资增速分别为26.38%和15.0%。

2023年我国非化石能源发电装机首次超过火电装机规模，电力生产行业绿色低碳转型趋势持续推进。2023年全国新增发电装机容量3.7亿千瓦，其中新增并网太阳能发电装机容量2.2亿千瓦，占新增发电装机总容量的比重达到58.5%。截至2023年底，全国全口径发电装机容量29.2亿千瓦，同比增长13.9%，其中非化石能源发电装机容量15.7亿千瓦，非化石能源发电装机在2023年首次超过火电装机规模，占总装机容量的比重在2023年首次超过50%，煤电装机占比首次降至40%以下，装机结构延续清洁化趋势。分装机类型来看，2023年末全国火电装机规模为13.9亿千瓦，同比增长4.1%，增速较上年提升1.4个百分点，在电力供需总体偏紧的形势下，火电装机规模有所加速，仍是我国电力安全稳定供应的基础性电源及灵活调节的支撑型电源；2023年末全国水电装机规模为4.2亿千瓦，同比增长1.8%，上年装机增长规模基数高，2023年水电装机增速有所放缓；全国并网风电和太阳能发电合计装机规模从2022年底的7.6亿千瓦达到2023年底的10.5亿千瓦，同比增长38.6%，占总装机容量的比重为36.0%，同比提高6.4个百分点，在“双碳”等政策目标推动下，我国风电和太阳能发电装机规模保持快速增长。

**图1 我国火电和水电装机低速增长，风电、光伏装机保持相对较高增速**

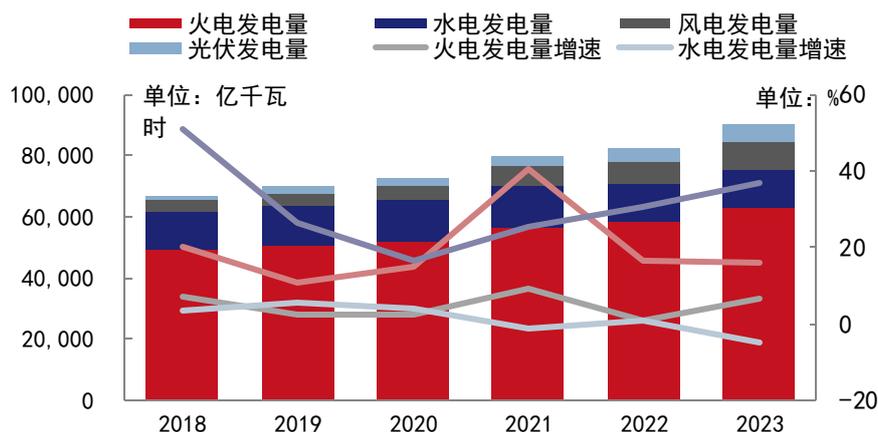


资料来源：中电联，中证鹏元整理

目前我国电力来源仍以火电为主，2023年水电发电量同比下降，新能源发电量快速增长，煤电充分发挥兜底保供作用。2023年全国规模以上电厂发电量8.91万亿千瓦时，同比增长5.2%，其中水电发电量同比下降5.6%，分时段来看，年初主要水库蓄水不足以及上半年降水持续偏少，导致上半年规模以上电

厂水电发电量同比下降22.9%；下半年降水形势好转以及上年同期基数低，8-12月水电发电量转为同比增长。2023年全国规模以上电厂中的火电、核电发电量同比分别增长6.1%和3.7%，煤电发电量占总发电量比重接近六成，煤电仍是当前我国电力供应的主力电源，有效弥补了水电出力的下降；当年全国风电、太阳能发电量保持快速增长，分别同比增长16.2%和36.7%。

**图2 我国发电量仍以火电为主，风电和光伏发电量占比持续提升**

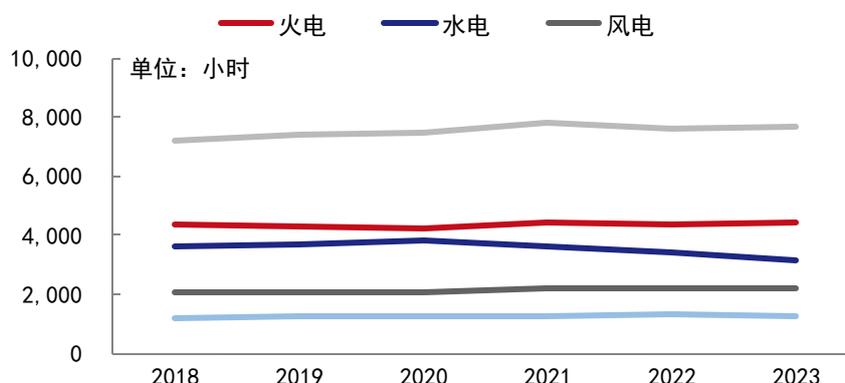


资料来源：中电联、国家统计局，中证鹏元整理

**2023 年全国发电设备平均利用小时数继续走低，各类电源运行效率有所分化，其中火电、风电和核电设备利用小时提高，水电、太阳能发电设备利用小时下降**

从发电效率来看，随着电力装机增长，全国发电设备利用效率总体呈下降趋势，2023年全国6,000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3,592小时，同比降低101小时。从各类电源来看，2023年全国水电设备利用小时数较上年下降285小时，主要系受年初主要水库蓄水不足以及上半年降水持续偏少等因素影响；在水电出力不足、动力煤供需格局进一步宽松等因素影响下，火电作为基荷电源，电力保供及调峰支撑作用凸显，2023年火电机组利用小时数实现同比76小时的正增长；2023年全国风电设备平均利用小时数较上年提高7小时，弃风率同比有所降低，主要得益于来风情况好转、促消纳政策的不断落实以及外送通道的持续建设等；受装机增速较快、配套送出设施及消纳需求无法及时跟进等因素影响，2023年全国平均弃光率略有上升，太阳能发电平均利用小时数较上年减少54小时；核电机组的利用效率大幅领先于其他电源品种，2023年核电机组大规模检修减少，机组平均利用小时数同比增加54小时。考虑到未来复杂多变的国际形势、经济发展增速放缓、“双碳目标”之下电力供给侧格局变化等因素，未来全国发电设备利用水平将面临较多不确定性，各电源的运营效率或将延续分化态势。

图3 我国不同电源类型机组发电利用小时数有所分化

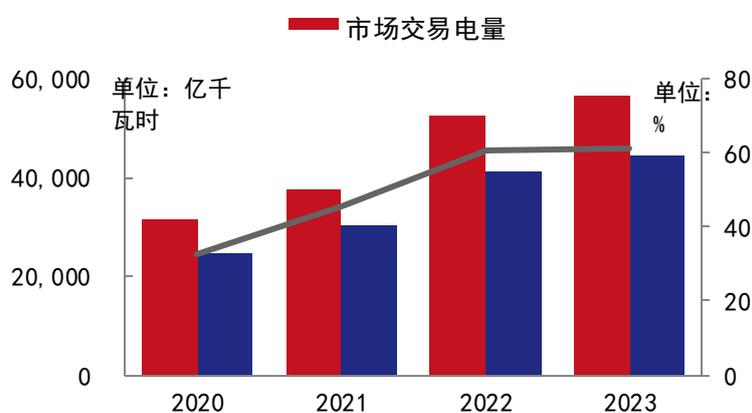


资料来源：中电联，中证鹏元整理

近年来我国电力体制改革不断深化，新型电力系统建设持续推进，随着燃煤发电量及工商业用户全面进入电力市场，以及国家稳妥推进新能源参与电力市场交易的相关政策推动，近年来电力市场交易规模及占比增速较快

近年来我国电力体制改革不断深化，新型电力系统建设持续推进。根据2023年6月2日国家能源局发布的《新型电力系统发展蓝皮书》以及7月11日中央深改委会议审议通过的《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》，新型电力系统主要着眼于解决在高比例新能源供给消纳体系发展趋势下，满足电力保供与系统稳定运行，增加系统调节与支撑能力，以保障国家能源安全。电力市场是新型电力系统建设的重要支撑，随着燃煤发电量及工商业用户全面进入电力市场，以及国家稳妥推进新能源参与电力市场交易的相关政策推动，近年来电力市场交易规模及占比增速较快。根据中电联统计，2023年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量5.67万亿千瓦时，同比增长7.9%，占全社会用电量的比重为61.4%，同比提高0.6个百分点。

图4 近年我国市场交易电量规模及占比快速增长



资料来源：中电联，中证鹏元整理

风光电等清洁能源在“碳达峰”、“碳中和”的背景下，面临良好的政策环境；“十四五”期间，新能源发电行业迎来快速增长期，同时，受益于成本下行、绿电交易溢价等，平价上网项目仍可继续保持一定盈利水平

随着“碳达峰”、“碳中和”推进，我国电力系统将朝着清洁能源方向快速发展，可再生能源为能源建设重点，相关政策的陆续出台，为其发展提供良好外部环境。2022年3月，国家发展改革委、国家能源局印发的《“十四五”现代能源体系规划》提到，到2025年非化石能源发电量比重达到39%左右，“十四五”期间提高5.8个百分点。预计未来一段时间我国风电及太阳能发电装机规模仍将维持快速增长态势，同时区域消纳的好转和外送通道的陆续投运也将使得新增风光装机逐步回归风光资源丰富的三北地区。受益于促消纳政策的不断落实以及外送通道的持续建设，新疆、宁夏等地区风电利用率同比显著提升。

我国风光上网电价陆续进入竞争电价与平价电价上网阶段。2022年4月，国家发改委印发《关于2022年新建风电、光伏发电项目延续平价上网政策的函》，通知提出：2021年，我国新建风电、光伏发电项目全面实现平价上网，行业保持较快发展态势。为促进风电、光伏发电产业持续健康发展，2022年，对新核准陆上风电项目、新备案集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目，延续平价上网政策，上网电价按当地燃煤发电基准价执行；新建项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价，以充分体现新能源的绿色电力价值。鼓励各地出台针对性扶持政策，支持风电、光伏发电产业高质量发展。总体来看，随着交易市场化定价竞争，风电及光伏发电企业利润空间或将承压，但受技术进步、规模化经济等因素推动，全球可再生能源发电成本急剧下降，已逐步成为实现“双碳目标”最经济的可再生能源。

电价方面，补贴退坡后，除存量项目仍可在全生命周期合理利用小时数和补贴年限内继续获得补贴外，新增风电和光伏发电项目上网电价需按当地的煤电基准电价（部分分布式光伏还存在0.1元/千瓦时补贴）执行。与常规能源相比，新能源电量除具有相同使用价值外，还拥有绿色属性，即“同质不同性”。2022年，全国各电力市场完成绿电交易227.8亿千瓦时，且交易成交电价普遍高于当地中长期市场均价，一定程度上可弥补平价上网项目的电价降幅。

绿电市场方面，国家能源局、国家发改委等政府部门发布了一系列政策文件，政策旨在推动非化石能源的消费，促进绿色低碳发展，同时也为绿电交易市场提供了广阔的市场空间和稳定的政策环境。2023年8月，国家发展改革委、财政部、国家能源局印发了《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费的通知》（发改能源【2023】1044号），其对可再生能源绿色电力证书（以下简称“绿证”）权威性、唯一性和通用性的确立使得绿证消费公信力有所增强，并有助于体现可再生能源电力的环境溢价。2024年1月，国家发展改革委、国家统计局、国家能源局印发了《关于加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接大力促进非化石能源消费的通知》（发改环资【2024】113号），进一步完善能源消耗总量和强度调控，重点控制化石能源消费，加强绿证交易与能耗双控、碳排放管理等政策有效衔接，激发绿证需求潜力，夯实绿证核发交易基础，拓展绿证应用场景，加强国内国际绿证互

认，为积极稳妥推进碳达峰碳中和提供有力支撑。自2022年起，在一揽子推动绿色转型政策的发力下其成交量增长迅猛。

## 五、经营与竞争

公司作为国务院国资委直属大型综合性发电集团国能集团主要的风力发电整合运营主体，装机规模优势显著且容量逐年增长，在役机组新能源装机占比较大，公司收入来源以电力销售及煤炭销售为主，毛利率水平较高

公司是国能集团主要的风力发电整合运营主体及上市平台，业务收入主要来源于电力销售及煤炭销售；2021-2023年电力销售收入占公司营业收入的比重均在75%以上，电力销售收入主要来自风电和火电，其中以风电业务为主。受益于风电发电量和上网电量持续增长，近年公司电力销售收入持续增加，但煤炭销售业务受下游煤炭需求减少及煤价下降等因素影响，2023年收入规模同比下降49.53%，进而使得当期公司营业收入较上年有所下降。盈利能力方面，近年公司销售毛利率保持稳定，毛利润主要由电力业务贡献。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电力业务	327.33	86.96%	39.88%	318.75	79.96%	38.75%	279.32	75.07%	44.16%
煤炭销售	32.42	8.61%	0.69%	64.23	16.11%	2.36%	76.95	20.68%	-
热力业务	8.29	2.20%	-	8.49	2.13%	-	7.94	2.13%	-
其他业务	8.39	2.23%	-	7.16	1.80%	-	7.88	2.12%	-
<b>合计</b>	<b>376.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.36%</b>	<b>398.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.43%</b>	<b>372.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.87%</b>

资料来源：公司提供

作为国能集团主要的风力发电整合运营主体，近年公司装机规模持续增长，区域分布多元，消纳情况较好，在全国风电市场具有很强的竞争优势

公司是国能集团主要的风力发电整合运营主体，近年来，随着在建项目的建成投产以及收购的完成，公司装机规模持续提升，已发展成为一家以新能源业务为主的大型综合性发电集团。截至2024年3月末，公司各类控股装机容量达3,615.58万千瓦，其中风电控股装机容量2,778.06万千瓦，火电控股装机容量187.50万千瓦；公司风电装机规模优势显著，是全球最大的上市风电运营商。

区域分布方面，公司在全国拥有300多个风电场，业务分布于中国32个省市区和加拿大、南非等国家，多元化的区域布局可在一定程度上分散经营风险。其中，内蒙古、新疆、甘肃等风资源富集区以及江苏（含海上风电）等电力需求旺盛区风电装机容量占比较高，一定程度降低单一区域来风情况不佳

以及区域性消纳不足等问题的影响，且随着当地外送条件改善及促进消纳政策的实施，2023年公司新能源机组“弃风弃光”现象整体有所缓解。

**表2 近年公司控股装机结构情况（单位：万千瓦）**

指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
<b>控股装机容量</b>	<b>3,615.58</b>	<b>3,559.37</b>	<b>3,110.78</b>	<b>2,669.86</b>
其中：风电	2,778.06	2,775.44	2,619.18	2,366.78
火电	187.50	187.50	187.50	187.50
其他	650.02	596.43	304.10	115.60

注：公司其他装机主要包括光伏、生物质、潮汐及地热等；2021年分项加总与合计数不一致，主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

**表3 截至2023年末公司控股风电装机区域分布及运营情况**

地区	装机容量（万千瓦）	发电量（亿千瓦时）	风电机组平均利用小时数（小时）
内蒙古	303.43	73.27	2,435
江苏海上	219.16	54.49	2,484
甘肃	184.08	35.92	2,122
新疆	179.03	38.96	2,434
河北	177.01	41.13	2,320
黑龙江	149.57	33.22	2,475
辽宁	148.97	34.47	2,388
云南	142.91	29.92	2,786
山西	133.98	26.98	2,129
江苏陆上	133.85	23.50	1,743
福建	104.91	31.93	2,939
贵州	101.78	16.60	2,043
其他地区（含境外）	796.76	173.14	-
<b>合计</b>	<b>2,775.44</b>	<b>613.53</b>	-

资料来源：公司提供

随着装机规模的增长及风能资源条件的改善，公司发电量及上网电量保持很高水平且持续提升；平价上网机组占比的提升和市场化交易的深化使得公司上网电价整体下降，电力销售毛利率有所波动但仍维持高位；需关注补贴款到位情况及容量电价等政策对公司机组盈利性的影响

从机组运营情况来看，2021-2023年，随着并网装机容量保持增长，公司发电量及上网电量快速增加，电力业务收入保持增长；同期，公司的风电机组平均利用小时数有所波动，2022年风电机组利用小时数虽有所下降，但仍高于全国风电平均利用小时数<sup>1</sup>；得益于风速同比上升及公司机组主动管理等措施，2023年风电机组利用小时数同比提升。公司火电业务运营主体为子公司江阴苏龙热电有限公司及南

<sup>1</sup> 2021-2023年中国风电发电设备平均利用小时分别为2,232小时、2,221小时及2,225小时。

通天生港发电有限公司，装机均位于江苏省，该地区有着巨大的用电需求和与其它地区相比较高的电价；此外，公司火电机组均属于热电联产机组，在清洁能源调度机制下公司火电优先于区域电网内的火电机组，因此公司火电机组运行效率较高，火电设备平均利用小时数明显高于全国火电机组的平均水平<sup>2</sup>。火电机组受江苏省新能源发电量增加挤压出力空间影响，2023年机组平均利用小时数呈下降态势，上网电量同比减少。

电价方面，随着新能源平价上网机组占比增长、市场交易规模扩大，风电机组及公司整体上网电价呈逐年下降趋势；受益于市场交易电价的上升，2023年公司火电上网电价有所提升；综合看，近年公司电力销售毛利率整体有所下降，但仍保持很高水平。截至2024年3月末，公司应收可再生能源补贴款余额仍保持较大规模，对公司资金形成一定占用；此外，未来随着煤电容量电价机制<sup>3</sup>的施行，公司煤电机组盈利稳定性将得到部分保障，需关注补贴款到位情况及电力市场化改革等因素对公司机组盈利能力的影响。

**表4 公司风电和火电机组指标情况**

业务类型	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年	2021年
风电	发电量（亿千瓦时）	170.31	613.53	583.08	513.00
	上网电量（亿千瓦时）	-	598.98	562.96	489.73
	平均上网电价（不含税，元/千瓦时）	-	0.457	0.481	0.494
	机组平均利用小时数（小时）	640	2,346	2,296	2,366
火电	发电量（亿千瓦时）	25.81	103.20	105.73	107.76
	上网电量（亿千瓦时）	-	95.14	101.64	100.03
	平均上网电价（不含税，元/千瓦时）	-	0.417	0.400	0.352
	机组平均利用小时数（小时）	1,377	5,504	5,639	5,747

资料来源：公司提供

公司电源项目储备充足，预计项目建成投产后装机容量将继续大幅增加，运营实力将进一步提升，但需关注公司项目建设进度及后续机组运营情况；此外，公司主要在建项目存在较大资金缺口，叠加可再生能源补贴款的滞后，使得公司面临一定资本支出压力

公司较早布局风力发电项目，同时依托股东国能集团的市场地位，在新能源电力项目拓展方面得到了股东的有力支持；2023年公司新增开发指标2,275万千瓦，包括风电507万千瓦及光伏1,477万千瓦，充

<sup>2</sup> 2023年全国6,000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用3,592小时。

<sup>3</sup> 国家发展改革委及国家能源局为加快推进电能量市场、容量市场、辅助服务市场等高效协同的电力市场体系建设，逐步构建有效反映各类电源电量价值和容量价值的两部制电价机制，其中电量电价通过市场化方式形成，灵敏反映电力市场供需、燃料成本变化等情况；煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。其中，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦330元；容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要和煤电功能转型情况等因素确定，2024-2025年多数地方为30%左右，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为50%左右。2026年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于50%，该政策已于2024年1月1日起执行。

足的资源储备为公司业务发展提供了有力支撑。2024年，公司计划大力推进项目落实，加之持续开展“以大代小”<sup>4</sup>对老旧风电场的技改、扩容，预计全年新开工新能源项目1,000万千瓦，投产750万千瓦。

截至2023年末，公司主要在建的光伏和风力发电项目计划总投资202.06亿元，已投资62.45亿元，投资规模维持在较高水平，且受益于风电技术的进步以及海域内良好的风资源情况，公司积极布局海上风电项目。同时，值得关注的是，风力发电项目机组利用效率与所在区域的风能情况、电力消纳情况息息相关，目前国内电力项目增速较快，或对新投产项目消纳情况及盈利稳定性产生影响；此外，各发电公司在获取优势区域的发电项目竞争较大，公司也面临较大的竞争压力。整体来看，公司电源项目储备充足，预计项目建成投产后装机容量将继续大幅增加，公司发电能力将进一步提升；但在建项目尚需投资规模较大，资金来源较为依赖外部融资，且可再生能源补贴款的滞后影响了现金流入，使得公司面临一定资本支出压力。

**表5 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资	资金来源
海南东方 CZ8 场址 50 万千瓦海上风电项目	55.70	8.83	自有资金及借款
龙源甘肃临泽板桥北滩 50 万千瓦光伏治沙项目	28.34	19.14	自有资金及借款
龙源云南曲靖竹子山风电项目	12.78	5.95	自有资金及借款
龙源柳州三江独峒风电项目	5.47	4.61	自有资金及借款
龙源乌恰 5 万千瓦/20 万千瓦时储能-配套 20 万千瓦风电市场化并网项目	12.70	4.50	自有资金及借款
龙源新能源招远市 780MW 复合农业光伏发电项目	41.16	4.14	自有资金及借款
达坂城风电三场技改增容扩建（增容部分）项目	9.68	3.97	自有资金
三都县周覃风电场项目	6.32	3.96	自有资金及借款
龙源广西横州市天堂岭 640MW 农光储一体化发电项目（一期）	21.31	3.75	自有资金及借款
达坂城风电二场技改增容扩建（增容部分）项目	8.60	3.60	自有资金及借款
<b>合计</b>	<b>202.06</b>	<b>62.45</b>	-

注：各项目总投资均根据实际情况有所调整。

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司公开发布的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见 2021-2022 年审计报告、中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年

<sup>4</sup> 公司“以大代小”技改进度在行业内较为领先，通过对小容量老旧风机进行升级改造，可释放潜在的内生装机容量增量。公司将优先安排现阶段运营期达到 15 年的老旧机组的“以大代小”改造，并根据政策的正式出台进一步调整完善改造方案。

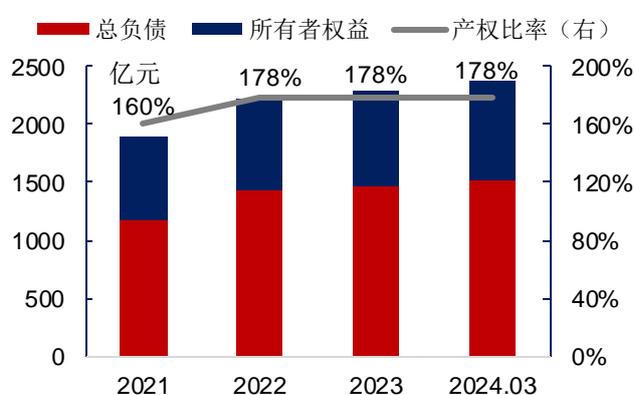
审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新设15家子公司、因非同一控制下企业合并增加3家子公司、丧失控制权减少1家子公司；2022年新设16家子公司、因非同一控制下企业合并增加1家子公司、同一控制下企业合并增加9家子公司、注销2家子公司；2023年新设43家子公司、因同一控制下企业合并增加1家子公司、注销6家子公司、因破产清算移交破产管理人1家子公司。

## 资本实力与资产质量

随着自建项目的投运、同一控制下收购及经营利润的积累，公司资产规模呈增长趋势；公司属于重资产行业，资产构成以发电机组、设备等固定资产为主，资产质量较高；同时应收补贴电费的回款进度存在一定不确定性，对公司资金形成一定占用，因实施电厂“以大代小”改造升级计划对部分资产计提了减值准备，需对未来减值风险保持关注

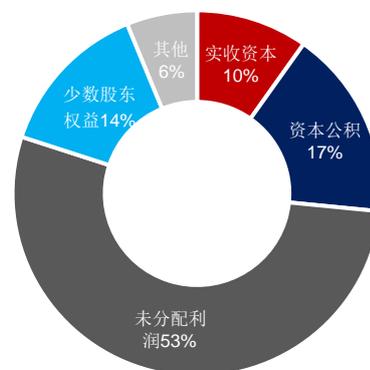
公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积和少数股东权益等构成，近年公司永续债规模有所下降，但受益于经营利润的积累及少数股东权益的增加，公司所有者权益逐年增长，资本实力增强。因负债总额呈增长趋势，公司产权比率整体有所提升，2024年3月末产权比率约为178%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

图5 公司资本结构



资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图6 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司所处电力行业为重资产行业，资产以固定资产和在建工程等非流动资产为主，近年公司资产规模持续增长。

公司固定资产系其持有的发电机组、机械设备等，为其核心资产，近年随并购和自建项目的投运而持续增长，2024年3月末占比达59.10%；2021-2023年公司对固定资产分别计提减值准备1.82亿元、13.75亿元和11.94亿元，主要系推动“以大代小”风电改造升级计划导致，需对未来减值风险保持关注；2023年末因相关手续正在办理中而未办妥产权证书的房屋建筑物账面价值6.41亿元、机器设备2.00亿元。截至2023年末，公司在建工程为在建电力项目的建设投入169.74亿元和工程物资40.22亿元，近年

随项目开展持续投入和完工转固而整体账面价值有所波动，未来随着在建电力项目的逐步投运，装机容量将继续大幅增加，有利于公司运营实力提升；此外，因部分项目存在停缓建情况，公司 2021-2023 年分别计提减值准备 0.74 亿元、5.14 亿元和 1.79 亿元。

公司无形资产系特许经营权、海域使用权和土地资产等，账面价值随逐年摊销而降低，2023 年末因相关手续正在办理中而未办理产权证书的土地使用权账面价值 0.18 亿元。2023 年公司根据国家有关电厂改造升级文件指导及对电厂“以大代小”改造升级，对部分风电项目特许经营权提取了 6.39 亿元减值准备，需对未来减值风险保持关注。

公司应收款项融资主要为可再生能源补贴款及应收电费，近年随补贴款结算滞后和新增上网电量的增加而持续增长，对资金形成一定占用，回款进度存在一定不确定性，需持续关注资金回笼情况。

公司货币资金主要系银行存款和存放财务公司的款项，整体较为充裕且受限比例较低（2023 年末受限货币资金为 3.47 亿元）；2023 年同比大幅减少主要系 2022 年可再生能源补贴款集中发放而 2023 年无此情况所致。公司其他非流动资产主要系留抵增值税、预付投资款等。

截至 2023 年末，公司受限资产账面价值为 39.63 亿元，占总资产的比重为 1.73%，主要为用于贷款抵押、融资租赁的设备类固定资产及融资履约保证金。

**表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36.83	1.55%	48.79	2.13%	204.93	9.19%	38.66	2.04%
应收款项融资	383.16	16.16%	353.30	15.41%	271.00	12.16%	269.42	14.23%
<b>流动资产合计</b>	<b>479.61</b>	<b>20.23%</b>	<b>457.13</b>	<b>19.94%</b>	<b>532.86</b>	<b>23.91%</b>	<b>362.78</b>	<b>19.16%</b>
固定资产	1,401.08	59.10%	1,413.61	61.66%	1,346.43	60.41%	1,146.95	60.59%
在建工程	273.92	11.55%	209.97	9.16%	177.27	7.95%	202.39	10.69%
无形资产	68.24	2.88%	67.79	2.96%	77.08	3.46%	82.50	4.36%
其他非流动资产	48.46	2.04%	46.65	2.04%	37.96	1.70%	38.31	2.02%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,891.20</b>	<b>79.77%</b>	<b>1,835.43</b>	<b>80.06%</b>	<b>1,696.09</b>	<b>76.09%</b>	<b>1,530.28</b>	<b>80.84%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,370.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,292.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,228.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,893.06</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司营业总收入主要来源于电力销售及煤炭销售，近年营业收入和净利润有所波动，总体盈利能力仍很强；受益于公司较强的费用管控和融资成本的下降，期间费用对利润的侵蚀有所减弱，但计提的资产减值损失对利润造成一定影响

公司营业总收入主要来源于电力生产销售及煤炭销售，2021-2023 年有所波动，其中因风电等新能源机组上网电量的提升使得电力业务收入保持增长，但煤炭销售业务受下游煤炭需求减少及煤价下降等

因素影响较大呈逐年下降，其中2023年收入同比下降49.53%，使得当年营业总收入同比下降5.57%。盈利能力方面，近年公司销售毛利率保持稳定，毛利润主要由电力业务贡献，随着新能源平价上网机组占比增长、市场交易规模扩大，风电机组及公司整体上网电价呈逐年下降趋势，近年电力销售毛利率整体有所下降，但仍保持很高水平。2024年1-3月，公司营业总收入同比基本持平，销售毛利率较上年同期略降0.13个百分点至39.89%。

净利润方面，2022年公司净利润同比下滑16.07%，主要系计提的资产减值增加导致，2023年净利润增长10.54%，主要系财务费用降低和投资净收益改善所致。公司期间费用以财务费用为主，虽债务规模不断增长，但受益于公司较强的费用管控和整体降低的融资成本，2021-2024年1-3月财务费用占营业总收入的比重分别为9.80%、9.55%、9.04%和8.63%，期间费用率分别为11.25%、10.55%、10.62%和9.87%，整体降低，期间费用对利润的侵蚀有所减弱。此外，2021-2023年，公司分别取得其他收益8.81亿元、9.80亿元和10.28亿元，一定程度提升了利润水平；取得投资净收益-4.71亿元、-4.07亿元和0.19亿元，其中2023年公司参股的江苏南通发电有限公司、国电联合动力技术有限公司因燃料成本回落而经营改善，推动公司投资收益同比提升；计提资产减值损失2.56亿元、20.03亿元和20.86亿元，主要系公司根据国家有关电改升级文件指导及对电厂“以大代小”改造升级，对固定资产和无形资产计提减值导致，需对未来减值风险和投资收益波动保持关注。

2022-2023年，公司EBITDA利润率较高且逐年提升，盈利表现很强，受电力项目持续投入带动总资产增长较快影响，总资产回报率有所降低，2023年为5.15%。

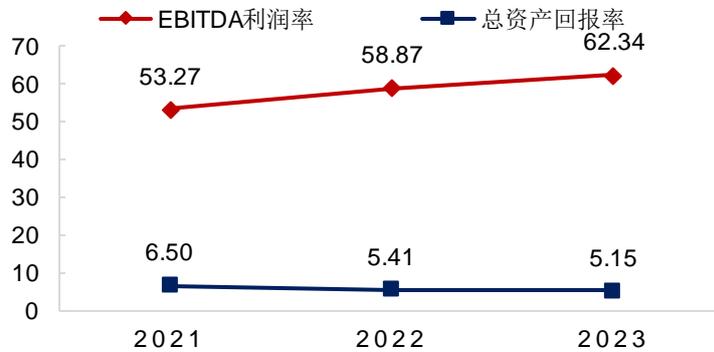
**表7 近三年及一期公司盈利情况（单位：亿元）**

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年	2021年
营业收入	98.77	376.42	398.63	372.08
营业成本	59.37	239.56	261.39	242.36
期间费用	9.75	39.99	42.04	-
其中：销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.99	4.51	3.01	3.98
研发费用	0.23	1.45	0.97	1.40
财务费用	8.53	34.03	38.06	36.46
期间费用率	9.87%	10.62%	10.55%	11.25%
销售毛利率	39.89%	36.36%	34.43%	34.87%
投资收益	0.69	0.19	-4.07	-4.71
其他收益	2.36	10.28	9.80	8.81
资产减值损失	0.00	-20.86	-20.03	-2.56
营业利润	31.60	81.58	76.86	87.08
利润总额	31.82	82.39	76.38	87.51
净利润	26.60	67.38	60.96	72.63

注：期间费用率=（期间费用/营业收入）\*100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

为满足电力项目建设的资金需求，公司进行了大规模外部融资，近年总债务规模持续增加；公司经营获现能力较强，外部融资顺畅，偿债能力强，但总债务中短期债务占比相对较高，债务结构有待进一步优化

受在建项目对资金需求较高影响，近年公司扩大融资规模，总债务呈逐年增长趋势，截至2024年3月末为1,342.97亿元，占总负债的比重为88.47%，占比较高，债务规模较大。从债务结构看，银行借款为公司最重要的融资方式，期限以长期债务为主但短期债务占比相对较高，2024年3月末短期债务占比为40.89%，债务结构有待优化。具体来看，公司短期借款以信用借款为主，近年增长较快；应付票据主要为银行承兑汇票，近年波动增长；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券等，近年波动较大；其他流动负债主要为公司发行的短期应付债券，票面利率多为1.52%-2.50%；长期借款多为信用借款和部分抵质押借款，近年增长较快，系公司最主要的融资方式；应付债券主要为中期票据和部分企业债、公司债，票面利率多为1.50%-4.83%之间，近年随到期偿还而降低。

其他债务方面，公司聚焦主业，经营性负债主要为计入应付账款的应付工程款和设备款等、计入其他应付款的应付押金和保证金、待支付费用、应付股利等。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	267.47	17.62%	266.91	18.17%	185.24	12.97%	177.74	15.25%
应付票据	46.80	3.08%	61.75	4.20%	16.69	1.17%	30.08	2.58%
应付账款	114.39	7.54%	111.49	7.59%	111.00	7.77%	107.58	9.23%
其他应付款	41.18	2.71%	30.56	2.08%	68.60	4.80%	40.37	3.46%

一年内到期的非流动负债	135.01	8.89%	166.47	11.33%	202.96	14.21%	158.34	13.58%
其他流动负债	99.80	6.57%	71.82	4.89%	150.23	10.52%	71.66	6.15%
<b>流动负债合计</b>	<b>722.67</b>	<b>47.61%</b>	<b>721.65</b>	<b>49.12%</b>	<b>747.11</b>	<b>52.31%</b>	<b>597.23</b>	<b>51.23%</b>
长期借款	724.72	47.74%	686.88	46.75%	555.48	38.89%	402.73	34.54%
应付债券	40.79	2.69%	40.92	2.79%	110.91	7.77%	148.08	12.70%
<b>非流动负债合计</b>	<b>795.29</b>	<b>52.39%</b>	<b>747.64</b>	<b>50.88%</b>	<b>681.05</b>	<b>47.69%</b>	<b>568.64</b>	<b>48.77%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,517.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,469.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,428.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,165.87</b>	<b>100.00%</b>
总债务	1,342.97	88.47%	1,324.25	90.13%	1,276.08	89.35%	1,056.66	90.63%
其中：短期债务	549.08	36.17%	566.95	38.59%	555.12	38.87%	437.82	37.55%
长期债务	793.89	52.30%	757.30	51.54%	720.97	50.48%	618.83	53.08%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司经营活动现金流主要是来自现金获取能力较强的发电业务，2022 年受可再生能源补贴款集中发放使得当年经营活动净现金流增幅较大，2023 年因无上述情况而有所回落，但获现能力仍较强。从杠杆状况来看，截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率为 64.03%，处于相对较高水平，符合行业特点；近年公司 EBITDA 利息保障倍数有所提升，经营获利对债务利息支出的保障能力较强；由于公司总债务规模较大，导致净债务规模较大，利润和现金流对净债务的覆盖程度偏弱；此外，公司所处电力行业为重资产行业，资本支出规模相对较大，自由现金流对净债务的覆盖程度较弱。综合看，公司财务杠杆保持行业内较好水平，债务偿付能力强。

**表 9 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
经营活动净现金流（亿元）	34.18	138.84	296.06	167.55
FFO（亿元）	-	154.50	152.81	120.21
资产负债率	64.03%	64.09%	64.07%	61.59%
净债务/EBITDA	-	3.94	3.42	3.78
EBITDA 利息保障倍数	-	6.42	6.19	5.12
总债务/总资本	61.73%	62.25%	62.98%	61.32%
FFO/净债务	-	16.71%	19.06%	16.06%
经营活动净现金流/净债务	3.72%	15.02%	36.93%	22.38%
自由现金流/净债务	-3.34%	-5.46%	9.17%	-1.28%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，近年公司速动比率波动上升但并不高；因短期债务增长和货币资金波动，现金短期债务比整体小幅提升，2024 年 3 月末为 0.77，水平不高，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。授信方面，截至 2023 年末，公司拥有多家银行的授信总额为 3,100.00 亿元，其中已使用授信额度 971.86 亿元，未使用授信余额 2,128.14 亿元，银行授信额度充足，现金调配能力很强；同时，公司作为国能集团主要的风力发电整合运营主体及上市平台，融资渠道畅通，且可获得来自国能集团在融资方面的支持，整体获取流动性资源的能力很强。

**图8 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 公司本部财务情况

公司本部履行管理职能，资产以长期股权投资、其他应收款及其他流动资产为主，负债水平合理

公司作为国能集团主要的风力发电整合运营主体及上市平台，截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司共215家，子公司主要为在各地设立的项目公司，公司本部主要履行管理职能，资产以长期股权投资、其他应收款及其他流动资产为主，母公司营业收入占合并口径营业收入比重较小，利润主要来源于投资收益，近年经营活动净现金流波动较大。截至2024年3月末，公司本部资产负债率61.32%，负债水平合理。

**表10 母公司主要财务指标（单位：亿元）**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	8.72	17.17	149.57	12.30
其他应收款	431.43	438.35	602.31	526.87
其他流动资产	233.93	244.55	138.00	225.59
长期股权投资	667.14	654.77	582.16	469.10
资产合计	1,357.10	1,370.75	1,484.86	1,247.02
负债合计	832.13	845.97	973.24	754.95
营业收入	0.06	0.51	0.34	0.38
投资收益	3.15	61.71	38.19	26.97
净利润	0.74	55.51	18.54	27.53
销售毛利率	51.81%	67.27%	50.32%	56.59%
经营活动现金流净额	-20.00	-73.42	158.66	-24.17
投资活动现金流净额	12.28	92.24	-4.45	7.34
资产负债率	61.32%	61.72%	65.54%	60.54%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

## （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

### 环境因素

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。此外，根据公司披露的公开信息，2023 年公司可再生能源发电等效二氧化碳减排达 5,480.09 万吨，当期公司完成绿证交易 425 万张、CCER 交易 21 万吨。同时，公司下属燃煤电厂均已完成脱硫脱硝改造且属于热电联产机组，供电煤耗处于行业中等水平。此外，公司近年来保持了一定的环保费用支出规模，且未发生环境污染事故。

### 社会因素

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。此外，公司着重推动乡村振兴、参与社区公益志愿活动并践行海外社会责任。

### 公司治理

治理方面，公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和相关法律法规制定了公司章程。公司建立了股东大会、董事会及董事会各专门委员会、监事会和总经理负责的管理团队，本部共设 16 个部门，包括：综合管理部（党委办公室）、组织人事部（人力资源部）、党建工作部（党委宣传部、团委）、纪委办公室（党委巡察办公室）、规划发展部（基地项目办公室）、安全环保监督部、生产技术部、工程建设部、财务产权部、计划经营部、企业管理与法律事务部、证券事务与投资者关系部（董事会办公室）、科技信息部、审计部、采购与物资管理部、工会工作部，各职能部门分工明确，基本能满足公司日常的经营管理需求。同时，公司还建立了财务管理、投资管理、融资管理、人力资源管理、担保管理、对下属公司管理及安全生产制度等较为完整的内部控制制度，且在资金管理方面，公司与控股股东下属子公司国家能源集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）签订《金融服务协议》，财务公司向龙源电力提供循环委贷业务，以委托贷款的形式管理公司及所属各成员单位之间的资金归集和划拨。中证鹏元关注到，公司合并范围内的子公司数量较多，整体债务规模较大，需关注可能带来的子公司管控和债务管理压力。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年8月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至查询日2024年8月14日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被

执行人名单。

### （三）或有事项分析

截至2023年末，公司担保金额合计2.62亿元，其中对外担保金额0.07亿元，系对关联企业湖北省九宫山风力发电有限责任公司的贷款担保，担保金额很小；对内担保金额合计2.55亿元。

**表11 截至 2023 年末公司担保情况明细（单位：万元）**

被担保方	担保金额	企业性质
<b>1、对合并范围内</b>		
福建省东山澳仔山风电开发有限公司	427.49	国有控股
福建省平潭长江澳风电开发有限公司	427.49	国有控股
龙源西藏新能源有限公司	18,121.00	国有控股
龙源西藏新能源有限公司	6,500.00	国有控股
<b>2、对合并范围外</b>		
湖北省九宫山风力发电有限责任公司	723.64	国有控股
<b>合计</b>	<b>26,199.62</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## 八、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司经营活动产生的收益是本期债券偿债资金的重要来源。近年公司发电量及上网电量保持很高水平且持续提升，带动电力销售收入持续增加，2021-2023年公司电力销售收入分别为279.32亿元、318.75亿元及327.33亿元，且发电业务现金获取能力较强，2023年公司经营活动现金流量净额为138.84亿元；考虑到公司电源项目储备充足，预计项目建成投产后装机容量将继续大幅增加，公司发电能力将进一步提升。同时，新投运机组运营效率显现，公司盈利能力保持很高水平。但需关注公司应收可再生能源补贴款保持较大规模，回款进度存在一定不确定性。

此外，公司资产构成以固定资产为主，截至2023年末，公司尚有1,377.75亿元的固定资产未进行抵押融资，未来可通过对外抵押或租赁等方式对外融资变现，亦可在一定程度上缓解公司的资金筹措压力。

## 九、结论

公司是国务院国资委直属大型综合性发电集团国能集团的子公司，股东综合实力极强，公司作为国能集团主要的风力发电整合运营主体，在资金和资源获取方面能够得到股东大力支持。公司较早布局风力发电项目，拥有显著的装机规模优势，风电行业地位突出；近年装机规模持续增长，机组区域分布多元，消纳情况较好，总体运行效率处于全国较高水平；公司发电量和收入规模不断增加，业务发展持续

性较好，盈利能力很强；同时，公司可使用银行授信充足，且为A+H股上市公司，融资渠道畅通。但公司应收款项规模较大，回款进度存在一定不确定性，对公司资金形成一定占用，主要在建项目尚存在较大的融资需求，上网电价波动将对公司收入和利润水平造成一定影响，同时优势发电项目的获取也存在较大竞争。整体来看，公司的抗风险能力极强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；品种一的信用等级为AAA，品种二的信用等级为AAA。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

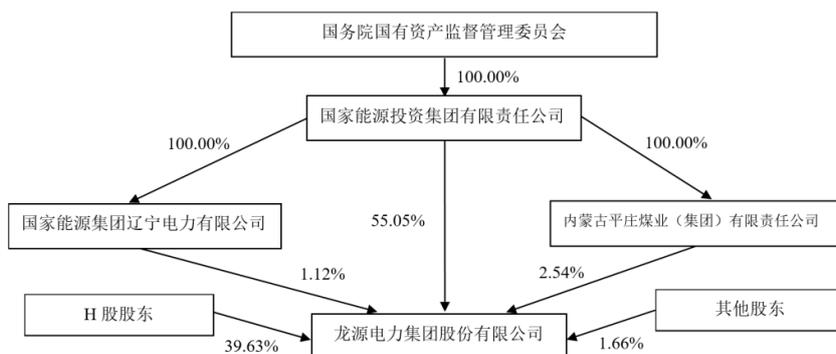
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	36.83	48.79	204.93	38.66
应收款项融资	383.16	353.30	271.00	269.42
流动资产合计	479.61	457.13	532.86	362.78
固定资产	1,401.08	1,413.61	1,346.43	1,146.95
在建工程	273.92	209.97	177.27	202.39
非流动资产合计	1,891.20	1,835.43	1,696.09	1,530.28
资产总计	2,370.81	2,292.56	2,228.95	1,893.06
短期借款	267.47	266.91	185.24	177.74
应付票据	46.80	61.75	16.69	30.08
应付账款	114.39	111.49	111.00	107.58
其他应付款	41.18	30.56	68.60	40.37
一年内到期的非流动负债	135.01	166.47	202.96	158.34
其他流动负债	99.80	71.82	150.23	71.66
流动负债合计	722.67	721.65	747.11	597.23
长期借款	724.72	686.88	555.48	402.73
应付债券	40.79	40.92	110.91	148.08
长期应付款	15.69	5.63	4.57	4.33
非流动负债合计	795.29	747.64	681.05	568.64
负债合计	1,517.96	1,469.29	1,428.16	1,165.87
其中：短期债务	549.08	566.95	555.12	437.82
所有者权益	852.85	823.27	800.79	727.19
营业收入	98.77	376.42	398.63	372.08
营业利润	31.60	81.58	76.86	87.08
净利润	26.60	67.38	60.96	72.63
经营活动产生的现金流量净额	34.18	138.84	296.06	167.55
投资活动产生的现金流量净额	-68.52	-214.34	-190.09	-184.67
筹资活动产生的现金流量净额	21.68	-62.65	38.39	0.95
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	37.96	234.67	234.68	198.21
FFO（亿元）	-	154.50	152.81	120.21
净债务（亿元）	919.68	924.52	801.58	748.54
销售毛利率	39.89%	36.36%	34.43%	34.87%
EBITDA 利润率	-	62.34%	58.87%	53.27%
总资产回报率	-	5.15%	5.41%	6.50%
资产负债率	64.03%	64.09%	64.07%	61.59%
净债务/EBITDA	-	3.94	3.42	3.78

EBITDA 利息保障倍数	-	6.42	6.19	5.12
总债务/总资本	61.73%	62.25%	62.98%	61.32%
FFO/净债务	-	16.71%	19.06%	16.06%
经营活动现金流净额/净债务	3.72%	15.02%	36.93%	22.38%
自由现金流/净债务	-3.34%	-5.46%	9.17%	-1.28%
速动比率	0.65	0.62	0.70	0.59
现金短期债务比	0.77	0.72	0.87	0.72

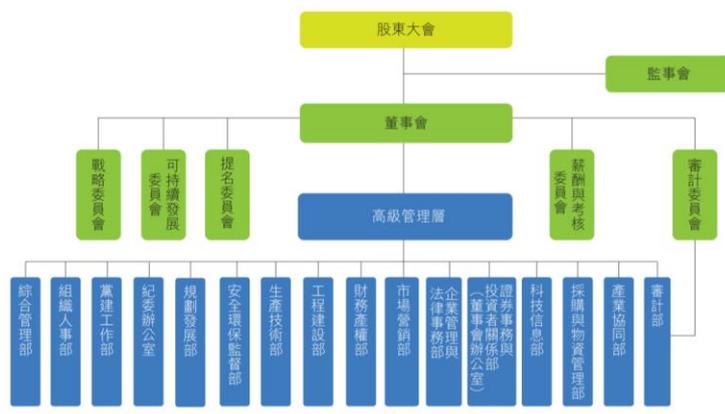
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

公司名称	持股比例	表决权比例	主要业务
江阴苏龙热电有限公司	27.00%	74.00%	火电
贵州龙源新能源有限公司	100.00%	100.00%	风电
河北龙源新能源有限公司	100.00%	100.00%	风电
雄亚（维尔京）有限公司	100.00%	100.00%	投资
广西国能能源发展有限公司	100.00%	100.00%	风电
龙源（酒泉）风力发电有限公司	100.00%	100.00%	风电
宁夏龙源新能源有限公司	100.00%	100.00%	风电
辽宁龙源新能源发展有限公司	100.00%	100.00%	风电
国能东北新能源发展有限公司	100.00%	100.00%	风电
云南龙源新能源有限公司	100.00%	100.00%	风电

资料来源：公司提供

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
销售毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。