

龙源电力集团股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【1129】号 01

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，但不对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相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
24 龙源电力 MTN003	AAA	AAA
24 龙源电力 MTN004B	AAA	AAA
24 龙源电力 MTN004A	AAA	AAA
24 龙源电力 GN001	AAA	AAA

评级日期

2026 年 8 月 18 日

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@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”）专业化新能源开发运营子公司，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，机组区域分布广泛，行业地位突出；跟踪期内风电、光伏装机规模持续增长，消纳情况整体较好，总体运行效率处于全国较高水平，主业盈利能力强；公司新能源项目储备充裕，业务发展具备明确支撑；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，上网电价波动叠加部分区域电力消纳承压，对公司收入和利润造成一定影响，同时优质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	2026.3	2025	2024	2023
总资产	2,666.51	2,652.61	2,571.06	2,292.56
归母所有者权益	766.97	750.03	732.05	709.18
总债务	1,570.52	1,562.72	1,497.87	1,324.25
营业收入	78.68	302.53	370.70	376.42
净利润	19.51	54.88	82.81	67.38
经营活动现金流净额	28.51	218.33	170.62	138.84
净债务/EBITDA	-	4.89	4.06	3.94
EBITDA 利息保障倍数	-	6.54	6.67	6.42
总债务/总资本	63.36%	63.78%	63.50%	62.25%
FFO/净债务	-	13.46%	16.81%	16.71%
EBITDA 利润率	-	75.01%	68.96%	62.34%
总资产回报率	-	3.98%	5.64%	5.15%
速动比率	0.67	0.62	0.71	0.62
现金短期债务比	0.80	0.75	0.89	0.72
销售毛利率	42.79%	34.79%	37.55%	36.36%
资产负债率	65.94%	66.55%	66.51%	64.09%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **股东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。**跟踪期内，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，其中光伏为核心增量来源，风电同步扩容；截至 2025 年末，公司控股装机容量达到 4,599.43 万千瓦，其中风电 3,214.74 万千瓦，太阳能 1,384.08 万千瓦，装机规模优势显著。
- **公司新能源项目储备充裕，业务发展持续性较好。**2025 年公司累计取得开发指标 863 万千瓦，其中风电 427 万千瓦，太阳能 436 万千瓦；2026 年公司计划开工新能源项目 450 万千瓦，投产 450 万千瓦；充足的项目储备为公司业务发展提供了有力支撑。
- **公司获取流动性资源的能力很强。**公司银行授信额度充足，2025 年末共获得授信额度 3,627.85 亿元，已使用授信 1,535.55 亿元（占比 42.33%），备用流动性充足，现金调配能力很强；同时，公司作为股东国能集团主要的风力发电整合运营主体及 A+H 股上市公司，融资渠道畅通，且可获得来自国能集团在融资方面的支持等。

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，款项到位时间存在一定不确定性；此外，公司根据国家有关电场改造升级文件指导，推动“以大代小”风电改造升级计划，以及新能源补贴电价减少导致未来盈利预期下降，对部分资产计提了减值准备，需对未来减值风险保持关注。
- **上网电价波动叠加部分区域电力消纳承压，对公司收入和利润造成一定影响，同时优质发电项目的获取也存在较大竞争。**公司业务以风力、光伏发电为主，装机扩张及电站运行受国家政策调整波动影响大；跟踪期内，随着新能源平价上网机组占比增长、市场交易规模扩大，公司整体上网电价有所波动；同时部分区域限电率上升，发电机组利用效率下降，对公司收入及利润造成一定影响；此外，各发电企业在获取优势区域的发电项目竞争较大，且随着电力市场化交易程度不断加深，需关注项目建设完成后的电价波动和电力消纳风险。
- **公司在建项目外部融资需求较大，需关注公司后续债务扩张情况及其带来的债务压力。**随着项目建设的开展，公司债务融资规模扩大，主要在建项目形成较大规模资本开支缺口，叠加新能源补贴回款滞后影响现金流入，项目外部融资需求较大，需关注公司后续债务扩张情况及其带来的债务压力。

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，公司在全中国风电行业地位仍突出，随着并网装机容量增长，发电量及上网电量持续提升，主营业务盈利能力强；同时，公司新能源项目储备充裕，业务发展持续性较好，雄厚的股东背景仍可为公司发展提供有力支撑。

同业比较（单位：亿元）

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）	5,566.23	1,151.85	2,652.61	1,040.48

营业收入（亿元）	616.49	125.77	302.53	212.13
净利润（亿元）	101.08	18.14	54.88	30.67
销售毛利率（%）	29.74	32.06	34.79	27.92
资产负债率（%）	70.21	67.37	66.55	62.19
可控装机容量（万千瓦）	11,017.38	1,975.17	4,599.43	1,836.50

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 2025 年/末数据。

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_2025V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	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
个体信用状况					aaa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日
24 龙源电力 MTN003	20.00	20.00	2025-8-19	2034-8-27
24 龙源电力 MTN004B	10.00	10.00	2025-8-19	2034-9-23
24 龙源电力 MTN004A	20.00	20.00	2025-8-19	2027-9-23
24 龙源电力 GN001	25.00	25.00	2025-8-19	2027-11-28

一、 债券募集资金使用情况

“24龙源电力MTN003”、“24龙源电力MTN004A”及“24龙源电力MTN004B”募集资金计划用于补充营运资金或偿还公司及其子公司有息债务。截至2026年6月末，“24龙源电力MTN003”、“24龙源电力MTN004A”及“24龙源电力MTN004B”募集资金专项账户余额为0.38万元。

“24龙源电力GN001”募集资金计划用于偿还公司即将到期的“龙源电力集团股份有限公司2021年度第二期绿色中期票据”。截至2026年6月末，“24龙源电力GN001”募集资金专项账户余额为3.01万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、股本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2026年3月末，公司注册资本为83.60亿元，股本为83.60亿元，国能集团对公司持股55.05%，为公司控股股东，实际控制人为国务院国资委，股权结构详见附录二。截至2025年末，纳入公司合并范围的二级子公司共计234家。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年上半年经济平稳增长，但内需仍待强化；宏观政策发力提效，用好存量政策，及时谋划增量政策，推动新旧动能转换

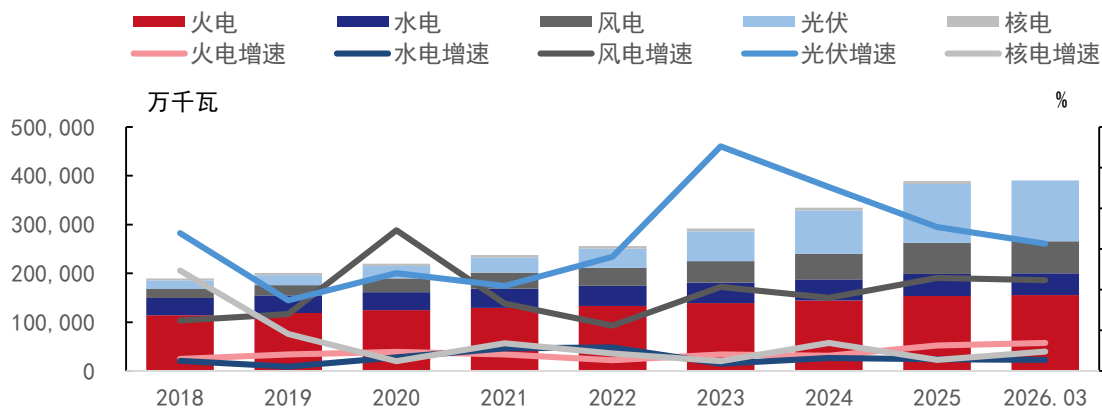
2026年上半年经济顶压前行、前高后低，实际GDP同比增长4.7%，低于2025年同期0.6个百分点。宏观政策靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，投资和消费增速回落，出口保持高景气，价格水平持续改善。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望下半年，外部形势严峻复杂，地缘扰动仍存，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策发力提效，用好用足存量政策，及时谋划出台增量政策，加大逆周期调节力度，推动经济持续向新向优向好发展。财政政策将加快资金拨付进度，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构。货币政策适度宽松，适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策，降准降息仍有空间。加快建设全国统一大市场，优化产能与供给结构。探索多渠道盘活存量商品房，加快公积金政策优化调整，推动房地产市场稳定发展。我国经济转型将继续推进，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，坚持投资于物和投资于人的紧密结合，加大对提振消费、保障民生等方面的支持，为“十五五”开局夯实内循环基础。

行业环境

近年我国电力供需形势总体平衡，在电力市场化改革深入推进及“双碳”战略目标背景下，新能源电力快速发展，其中风电及太阳能发电成为主要推动力；但新能源消纳压力仍较大，随着新型电力系统、电网和储能设施建设的不断推进，新能源消纳问题或有望逐步缓解，但需关注新能源电力全面市场化后带来的电价竞争压力

近年我国电力装机规模平稳增长，装机结构延续清洁化趋势，风电和太阳能发电是装机增量的主力，2026年电力供需形势预计总体平衡。电力需求方面，2025年全国全社会用电量累计10.37万亿千瓦时，同比增长5.0%；中电联预测，我国2026年宏观经济继续保持平稳增长，全社会用电量预计同比增长5%-6%至10.9万亿-11万亿千瓦时，统调最高用电负荷达15.7亿-16.3亿千瓦。电力供应方面，截至2025年末，全国发电总装机容量为38.9亿千瓦，同比增长16.1%，其中非化石能源发电装机容量24.0亿千瓦，同比增长23.0%，占总装机容量比重为61.7%，增量主要源自太阳能及风电。中电联预计，2026年全国新增发电装机有望超过4亿千瓦，其中新增新能源发电装机规模超过3亿千瓦；预计2026年底，全国发电装机容量达到43亿千瓦左右，其中非化石能源发电装机容量27亿千瓦，占总装机容量的比重在63%左右；煤电装机容量占总装机容量比重降至31%左右。

图1 近年我国各品类电源装机情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2025年全国发电设备平均利用小时数继续走低，风光利用小时数整体承压，预计2026年新能源消纳压力仍较大；随着新型电力系统、电网和储能设施建设的不断推进，新能源消纳问题有望逐步缓解。2025年全国发电设备累计平均利用小时数为3,119小时，比上年同期减少323小时。分电源类型看，风电与太阳能发电装机保持高速增长，但由于用电需求增量有限，电网及调节设施建设滞后，以及新能源发电和用电区域错配等因素，两者利用率均显著下降（风电利用小时数同比减少148小时，太阳能发电减少113小时），且“三北”等新能源富集区域弃风弃光现象加剧。为缓解消纳矛盾，近年风光大基地建设推动特高压直流输电通道工程投资快速增长，跨区、跨省输送电量较快增长。2025年全国完成跨区输送电量9,984亿千瓦时，同比增长7.9%；跨省输送电量21,237亿千瓦时，同比增长6.3%。展望未来，随

着特高压电网、储能设施建设推进，以及源网荷储一体化、产业布局调整和政策强化，新能源消纳问题有望逐步缓解。“十五五”期间，为实现新型电力系统建设目标，国家电网预计完成固定资产投资4万亿元，较“十四五”期间增长40%左右；南方电网计划于2026年完成固定资产投资1,800亿元。电网建设的不断推进，为“十五五”期间电力供应和消纳提供有力支撑。

近年来我国电力体制改革持续深化，电力市场交易规模及占比持续增长。2025年国家发展改革委发布的136号文明确要求新能源上网电量全面参与电力市场交易，推动新能源上网电价全面市场化，以“全面入市+差价结算”为核心，结束“保量保价”政策，促进行业从规模驱动转向价值驱动的高质量发展，但随着新能源装机的快速增长，仍需关注新能源电力全面市场化后带来的电价竞争压力。

四、经营与竞争

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，因原从事火电业务及煤炭销售业务的公司江阴苏龙热电有限公司、南通天生港发电有限公司不再纳入合并范围，公司仅从事新能源发电业务，2025年公司电力销售收入及毛利率均有所下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电力业务	296.89	98.14%	34.88%	338.12	91.21%	40.43%
煤炭销售	0.00	0.00%	-	19.41	5.24%	-
热力业务	0.00	0.00%	-	5.21	1.41%	-
其他业务	5.64	1.86%	-	7.96	2.15%	-
合计	302.53	100.00%	34.79%	370.70	100.00%	37.55%

注：“-”表示数据未获得或不适用。

资料来源：公司 2024-2025 年报，中证鹏元整理

2025年公司装机规模持续增长，其中光伏为核心增量来源，风电同步扩容；风电场区域分布多元，消纳情况整体较好，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，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。2025年，公司净新增新能源控股装机容量 485.11 万千瓦，其中新增风电控股装机容量 173.86 万千瓦、太阳能发电控股装机容量 314.25 万千瓦，减少生物质发电控股装机容量 3.00 万千瓦。截至 2025 年末，公司控股装机容量为 4,599.43 万千瓦，其中风电 3,214.74 万千瓦，太阳能 1,384.08 万千瓦，其他可再生能源 0.61 万千瓦。

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。

跟踪期内公司新增装机主要集中在青海、新疆及河南等区域，但受区域消纳受限、市场化竞价降价等影响，发电利用小时数及上网电价同步走弱，但仍保持行业较高水平

随着并网装机容量增长，2025年公司发电量及上网电量同比增长，但装机主要集中在青海、新疆及河南等区域，受部分区域电网消纳配套建设相对滞后、区域供需比例失衡等因素影响，弃风弃光限电情况加剧，2025年公司发电利用小时数走低，但得益于公司近年促进消纳政策的实施以及对现有风电机组整治提质，2025年公司风电利用小时数为2,052小时，仍保持行业¹较高水平。同时，新能源全面进入市场化交易，行业竞争加剧引发电价竞价降价，平均上网电价进一步承压下行，伴随火电资产的剥离，2025年公司电力销售收入及毛利率均同比下降。

公司整体呈现装机容量增长但发电效率、电价双降的行业共性特征。中长期看，随着电网大额投资、特高压通道与储能设施持续落地，新能源消纳条件将逐步改善，市场化运营体系成熟后行业竞争格局有望优化，新能源发电利用率及电价存在修复空间。

表2 公司发电机组指标情况

项目	2025 年	2024 年
总装机容量（万千瓦）	4,599.43	4,114.32
发电量（亿千瓦时）	764.69	683.83
上网电量（亿千瓦时）	751.22	697.07
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.4466	0.5036
发电厂利用小时数（小时）	1,835	2,012

注 1：2024 年下半年公司处置了火电业务，表格均为新能源业务相关数据；

注 2：2024 年上网电量大于发电量，主要系上网电量为财务口径数据，已按照会计准则要求对同一控制下企业合并进行了重述调整，而发电量为实际业务数据，未进行重述调整所致。

资料来源：公司 2025 年报，中证鹏元整理

公司项目储备充足，在建项目投产后装机将持续扩容，但项目融资需求高，叠加新能源补贴滞后，公司面临一定资金压力；随着电力市场化持续深化，需关注项目建完后的电价波动和电力消纳风险

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。公司全力推进“沙戈荒”风光大基地建设，强化海上风电规模化开发，并聚焦国内中东南部消纳能力强劲、电价优势显著区域，优先获取竞配指标，但考虑到各发电企业在获取优势区域的发电项目竞争仍较大，公司也面临较大的竞争压力。2025年公司累计取得开发指标863万千瓦，其中风电427万千瓦，太阳能436万千瓦；2026年公司计划开工新能源项目450万千瓦，投产450万千瓦；充足的资源储备为公司业务发展提供了有力支撑。

截至2025年末，公司主要在建项目计划总投资216.60亿元，已投资68.46亿元，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。未来随着

¹ 2025 年全国风电平均利用小时数 1,979 小时，同比减少 148 小时。

在建项目的完工投产，公司装机容量将持续提升，但项目尚需投资规模较大，资金来源较依赖外部融资，且新能源补贴回款滞后影响现金流入，公司面临一定资金压力。另外，随着电力市场化交易程度不断加深，需关注项目建设完成后的电价波动和电力消纳风险。

表3 截至 2025 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元、万千瓦）

项目名称	计划总投资	已投资	装机容量
桂阳县雷坪镇青兰乡光伏发电项目	14.15	3.68	30
桂阳县流峰镇回龙光伏发电项目	5.51	6.62	25
桂阳和平社门光伏项目	5.56	3.04	10
龙源贵州三都县中和塘州风电场项目	5.44	2.47	10
贵州三都县扬拱风电场项目	4.94	0.29	10
龙源内蒙古赤峰敖汉旗 10 万千瓦光伏防沙治沙一体化项目	4.13	1.45	10
“宁湘直流”配套新能源基地沙坡头 100 万千瓦风电项目	42.72	6.36	100
龙源宁夏“宁湘直流”配套新能源基地中卫 50 万千瓦风电项目	21.31	3.29	50
云南支锅山、双龙箐、大莫古风电场扩建	5.90	0.47	10.8
射阳 100 万海上风电项目	106.94	40.79	100.3
合计	216.60	68.46	356.10

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，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

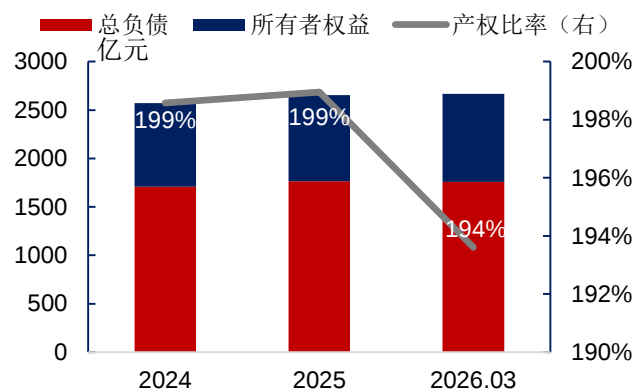
以下分析基于公司公开发布的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表。

跟踪期内公司风电、光伏项目持续推进，资产规模保持增长，受补贴款项资金到位滞后的影响，应收款项融资规模仍较大，对资金形成一定占用；受部分区域弃风弃光限电情况加剧、电价下行等因素影响，公司主营业务盈利能力下降；公司外部融资规模扩大，未来项目建设仍需持续投入资金，或将继续推升债务规模，但考虑到公司业务获现能力较强、备用流动性充足、融资渠道通畅，偿债风险整体可控

资本实力与资产质量

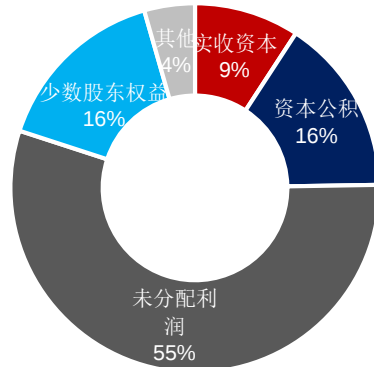
公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积及少数股东权益等构成，受益于经营利润的积累及少数股东权益的增加，2026年3月末公司所有者权益增长至908.18亿元，资本实力增强。跟踪期内负债规模有所波动，2026年3月末产权比率小幅下降至194%，但所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 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，跟踪期内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，随并购和自建项目的投运而增长，2025 年末占比达 64.20%，其中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 3.48 亿元。2024-2025 年，公司对固定资产分别计提减值准备 6.02 亿元及 0.33 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。

随着新能源项目持续投建且部分项目转固，近年在建工程账面价值有所波动，未来随着在建项目的逐步投运，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 2024-2025 年分别计提减值准备 0.49 亿元及 0.56 亿元。

公司无形资产主要系特许经营权、海域使用权和土地资产等，2025 年其账面价值随摊销而降低，其中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为 0.52 亿元。公司长期股权投资主要投向国能融资租赁有限公司、南通天生港发电有限公司及烟台龙源电力技术股份有限公司，2025 年确认投资收益 1.61 亿元。其他非流动资产主要系预付土地出让金。

由于购建项目及土地资产，2025 年公司货币资金规模有所下降，主要系银行存款和存放财务公司的款项，整体受限比例较低（2025 年末受限货币资金 1.46 亿元，系保证金受限）；应收款项融资主要为可再生能源补贴款及应收电费，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，且回款进度存在一定不确定性，需持续关注资金回笼情况。

截至 2025 年末，公司受限资产账面价值合计 83.25 亿元，占总资产的比重为 3.14%，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等。

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026 年 3 月		2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	23.77	0.89%	21.58	0.81%	32.83	1.28%
应收款项融资	464.29	17.41%	436.73	16.46%	432.17	16.81%
流动资产合计	539.47	20.23%	509.44	19.21%	518.33	20.16%
长期股权投资	62.83	2.36%	62.53	2.36%	62.26	2.42%
固定资产	1,672.19	62.71%	1,703.04	64.20%	1,563.89	60.83%
在建工程	208.79	7.83%	189.76	7.15%	252.20	9.81%
无形资产	59.12	2.22%	58.88	2.22%	60.23	2.34%
其他非流动资产	63.60	2.39%	67.41	2.54%	58.38	2.27%
非流动资产合计	2,127.04	79.77%	2,143.17	80.79%	2,052.74	79.84%
资产总计	2,666.51	100.00%	2,652.61	100.00%	2,571.06	100.00%

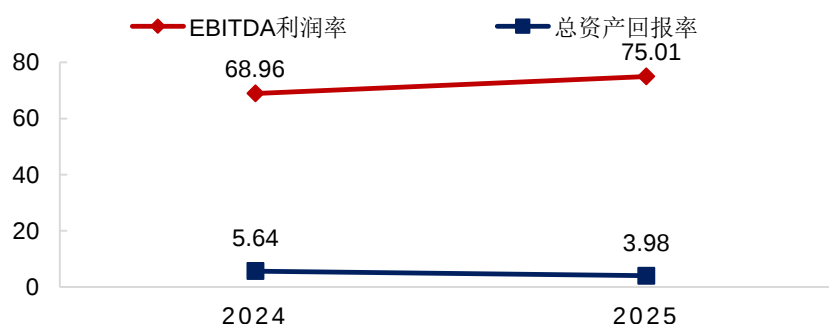
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司电力销售收入主要来自风电和太阳能发电，以风电为主，2025年受青海、新疆等区域弃风弃光限电情况加剧、电价下行及火电资产剥离等因素影响，公司营业收入及销售毛利率下滑，总资产回报率有所下降。公司发电机组全部为新能源领域，机组运营状况整体良好，且未来随着在建项目完工投产，装机容量扩充，业务持续性较好；但随着新能源平价上网机组占比增长、市场交易规模扩大，公司整体上网电价有所波动；同时发电机组利用效率与所在区域的电力消纳情况息息相关，部分区域风光限电率有所上升，或对公司收入和利润水平造成一定影响。

公司期间费用以财务费用为主，2025年财务费用占营业收入的比重有所上升，但受益于公司较强的费用管控和较低的融资成本，费用支出整体可控。考虑到公司主要在建项目尚需较大规模的外部融资，未来财务费用或将增加，或加大对公司利润的侵蚀。近年公司根据国家有关电场改造升级文件指导，推动“以大代小”风电改造升级计划，以及新能源补贴电价减少导致未来盈利预期下降、部分项目停缓建等，对固定资产、无形资产及在建工程计提减值，需对未来减值风险保持关注。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司所处电力行业为重资产行业，电力项目建设资金需求较大，且主要依赖外部融资，随着项目建

设的开展，公司债务融资规模扩大，2026年3月末公司总债务增长至1,570.52亿元，增量主要由债券融资贡献。因跟踪期内大规模发行超短期融资券，叠加长期借款一年内到期部分重分类，公司短期债务占比整体增长。

截至2025年末，公司融资渠道主要为银行借款及债券融资；银行借款仍为公司最重要的融资方式，主要包括信用借款、抵质押借款，融资成本相对较低且多为长期项目贷，受益于2025年新能源补贴回款改善，公司偿还部分短期借款，银行短期借款规模明显收缩；2025年公司发行大规模超短期融资券、中期票据，分别计入其他流动负债、应付债券科目，票面利率在1.47%-1.96%之间，债券成本整体压降。

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，以及计入其他应付款的应付保证金及押金等。

表5 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	202.95	11.54%	163.18	9.24%	281.77	16.48%
应付账款	130.14	7.40%	136.51	7.73%	148.90	8.71%
其他应付款	38.58	2.19%	45.26	2.56%	42.75	2.50%
一年内到期的非流动负债	160.27	9.11%	209.20	11.85%	91.53	5.35%
其他流动负债	241.57	13.74%	229.91	13.02%	115.89	6.78%
流动负债合计	793.21	45.11%	809.93	45.88%	727.95	42.57%
长期借款	641.48	36.48%	630.57	35.72%	791.74	46.30%
应付债券	291.22	16.56%	291.30	16.50%	159.98	9.36%
非流动负债合计	965.12	54.89%	955.36	54.12%	982.02	57.43%
负债合计	1,758.33	100.00%	1,765.30	100.00%	1,709.97	100.00%
总债务	1,570.52	89.32%	1,562.72	88.52%	1,497.87	87.60%
其中：短期债务	613.65	39.07%	615.81	39.41%	524.22	35.00%
长期债务	956.88	60.93%	946.91	60.59%	973.65	65.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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，2025年经营活动现金流净额有所增长，主要系可再生电费补贴回款增加、处置火电子公司剔除火电分部经营现金流、相关费用及代收代付款支付减少所致。

从杠杆状况来看，截至2026年3月末，公司资产负债率为65.94%，财务杠杆仍保持行业内较好水平；由于公司总债务规模较大、现金类资产相对不足，利润和现金流对净债务的覆盖程度偏弱，但经营获利对债务利息支出的保障能力仍较强。公司在建项目形成较大规模资本开支缺口，未来在项目建设层面仍需持续的资金投放，需关注后续债务扩张情况及其带来的债务压力。

表6 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
------	---------	-------	-------

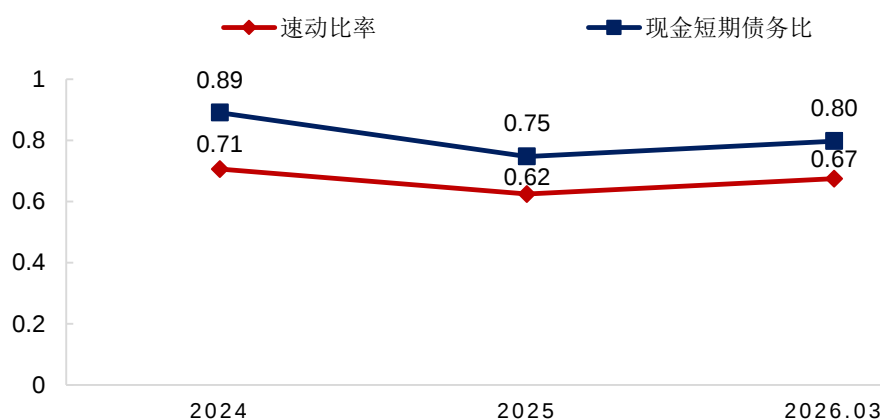
经营活动现金流净额（亿元）	28.51	218.33	170.62
FFO（亿元）	--	149.19	174.49
资产负债率	65.94%	66.55%	66.51%
净债务/EBITDA	--	4.89	4.06
EBITDA 利息保障倍数	--	6.54	6.67
总债务/总资本	63.36%	63.78%	63.50%
FFO/净债务	--	13.46%	16.81%
经营活动现金流净额/净债务	2.63%	19.69%	16.44%
自由现金流/净债务	-0.60%	-1.87%	-9.44%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，跟踪期内公司速动比率及现金短期债务比整体下降，公司现金类资产相对于短期债务规模较小，但考虑公司经营获现能力较强、备用流动性充足、融资渠道通畅，偿债风险整体可控。

授信方面，公司与国家开发银行、五大国有大行、兴业银行等建立了相对稳定的信贷业务关系，2025年末公司共获得授信额度3,627.85亿元，已使用授信1,535.55亿元（占比42.33%），备用流动性充足，现金调配能力很强；同时，公司作为股东国能集团主要的风力发电整合运营主体及A+H股上市公司，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5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年6月25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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2026年8月12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信

被执行人名单。

或有事项分析

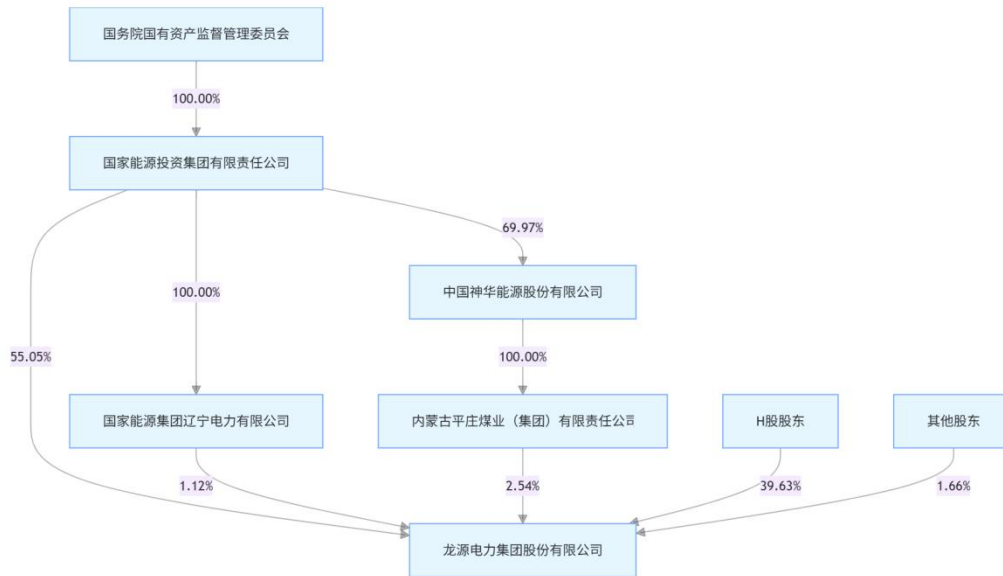
截至2025年末，公司存在对关联企业湖北省九宫山风力发电有限责任公司的贷款担保，担保余额678.47万元。

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）	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
货币资金	23.77	21.58	32.83	48.79
应收款项融资	464.29	436.73	432.17	353.30
流动资产合计	539.47	509.44	518.33	457.13
固定资产	1,672.19	1,703.04	1,563.89	1,413.61
非流动资产合计	2,127.04	2,143.17	2,052.74	1,835.43
资产总计	2,666.51	2,652.61	2,571.06	2,292.56
短期借款	202.95	163.18	281.77	266.91
一年内到期的非流动负债	160.27	209.20	91.53	166.47
其他流动负债	241.57	229.91	115.89	71.82
流动负债合计	793.21	809.93	727.95	721.65
长期借款	641.48	630.57	791.74	686.88
应付债券	291.22	291.30	159.98	40.92
长期应付款	4.04	4.20	4.37	5.63
非流动负债合计	965.12	955.36	982.02	747.64
负债合计	1,758.33	1,765.30	1,709.97	1,469.29
总债务	1,570.52	1,562.72	1,497.87	1,324.25
其中：短期债务	613.65	615.81	524.22	566.95
长期债务	956.88	946.91	973.65	757.30
所有者权益	908.18	887.31	861.09	823.27
营业收入	78.68	302.53	370.70	376.42
营业利润	24.16	69.82	101.36	81.58
净利润	19.51	54.88	82.81	67.38
经营活动产生的现金流量净额	28.51	218.33	170.62	138.84
投资活动产生的现金流量净额	-34.51	-235.81	-260.68	-214.34
筹资活动产生的现金流量净额	8.13	7.58	73.53	-62.65
财务指标	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
EBITDA（亿元）	-	226.91	255.64	234.67
FFO（亿元）	-	149.19	174.49	154.50
净债务（亿元）	1,082.45	1,108.61	1,037.95	924.52
销售毛利率	42.79%	34.79%	37.55%	36.36%
EBITDA 利润率	-	75.01%	68.96%	62.34%
总资产回报率	-	3.98%	5.64%	5.15%
资产负债率	65.94%	66.55%	66.51%	64.09%
净债务/EBITDA	-	4.89	4.06	3.94
EBITDA 利息保障倍数	-	6.54	6.67	6.42
总债务/总资本	63.36%	63.78%	63.50%	62.25%
FFO/净债务	-	13.46%	16.81%	16.71%
经营活动现金流净额/净债务	2.63%	19.69%	16.44%	15.02%
速动比率	0.67	0.62	0.71	0.62
现金短期债务比	0.80	0.75	0.89	0.72

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2025 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	主营业务
贵州龙源新能源有限公司	100.00%	风电
河北龙源新能源有限公司	100.00%	风电
广西国能能源发展有限公司	100.00%	风电
龙源（酒泉）风力发电有限公司	100.00%	风电
宁夏龙源新能源有限公司	100.00%	风电
辽宁龙源新能源发展有限公司	100.00%	风电
国能东北新能源发展有限公司	100.00%	风电
云南龙源新能源有限公司	100.00%	风电

资料来源：公司提供

附录四 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+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+经调整所有者权益
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
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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号