



广东省风力发电有限公司

2023 年面向专业投资者公开发行人绿色公司债券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20223133D-04

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 2 月 28 日

发行人	广东省风力发电有限公司	
担保主体及评级结果	广东电力发展股份有限公司	AAA/稳定
本期债项评级结果	品种一：AAA 品种二：AAA	
发行要素	拟发行金额为不超过 10 亿元（含 10 亿元），引入品种间双向回拨选择权，品种一期限为 4 年，附第 2 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权；品种二期限为 5 年，附第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权，每年付息一次、到期一次还本。募集资金拟用于绿色产业领域的建设、收购等。	
评级观点	中诚信国际肯定了广东省风力发电有限公司（以下简称“广东风电”或“公司”）区域环境良好、股东支持较强、装机规模及资本实力持续增加、在建及拟建项目装机规模较大及融资渠道畅通等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到电源结构单一、财务杠杆水平较高且未来将面临一定的资本支出压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本期债项信用等级充分考虑了广东电力发展股份有限公司（以下简称“粤电力”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债项还本付息的保障作用。	
正 面		
■ 良好的区域环境及较强的股东支持对公司发展形成有力支撑 ■ 装机规模及资本实力持续增加，并推升收入规模及经营获现能力 ■ 在建及拟建项目装机规模较大，未来随着项目的陆续投产运营，经营实力将进一步提升 ■ 银行可使用授信充足，融资渠道畅通有效的偿债担保措施		
关 注		
■ 电源结构单一，自然资源及政策变化影响盈利状况，且电费补贴款到位仍滞后 ■ 财务杠杆水平较高，且未来项目建设所需投资规模较大，资本支出压力较大		

项目负责人：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘音乐 yyliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

广东风电（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
资产总计（亿元）	78.97	161.58	282.90	311.30
所有者权益合计（亿元）	31.47	44.86	68.08	73.97
负债合计（亿元）	47.49	116.72	214.82	237.33
总债务（亿元）	37.43	92.55	174.66	192.24
营业总收入（亿元）	3.87	7.56	10.80	13.94
净利润（亿元）	0.61	2.40	2.24	3.60
EBIT（亿元）	1.26	3.43	4.08	--
EBITDA（亿元）	2.55	5.77	8.26	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.97	3.24	4.04	13.99
营业毛利率（%）	51.16	56.83	47.48	58.51
总资产收益率（%）	1.59	2.85	1.84	--
EBIT 利润率（%）	32.44	45.40	37.79	--
资产负债率（%）	60.14	72.24	75.93	76.24
总资本化比率（%）	54.32	67.36	71.95	72.21
总债务/EBITDA（X）	14.68	16.04	21.14	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.28	2.23	1.56	--
FFO/总债务（X）	0.04	0.03	0.02	--

注：1、中诚信国际根据广东风电提供的其经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度三年连审审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、为计算有息债务，中诚信国际分析时将“长期应付款”中的融资租赁款调整至长期债务。

担保主体财务概况

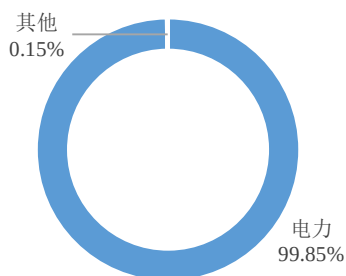
粤电力（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
资产总计（亿元）	754.72	994.80	1,142.71	1,174.73
所有者权益合计（亿元）	341.90	436.29	327.46	308.67
总债务（亿元）	327.59	422.64	613.29	690.85
营业总收入（亿元）	293.60	336.03	441.67	226.11
净利润（亿元）	18.07	32.00	-44.73	-21.23
EBITDA（亿元）	75.38	85.71	12.20	--
经营活动净现金流（亿元）	82.73	77.55	-0.40	-2.08

注：1、数据来源为粤电力披露的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年财务报告及未经审计的 2022 年半年报财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、为计算有息债务，中诚信国际分析时将“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务，将“其他流动负债”中（超）短期融资券调整至短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

发行人概况

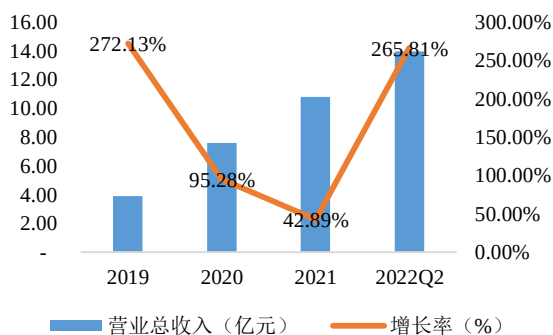
公司由广东省电力实业发展总公司（以下简称“广东电力实业公司”）、广东京投节能有限公司及广东省粤华能源原材料开发公司共同出资于 1997 年 5 月 23 日注册成立，初始注册资本为 0.20 亿元，上述公司分别持有公司 55%、25%和 20%的股权，后公司历经多次股权变更。2013 年 6 月 28 日，广东电力发展股份有限公司（以下简称“粤电力”）与广东粤电能实业发展有限公司及广东省电力开发公司签署协议，收购其持有的公司 55%和 45%的股权，粤电力成为公司的控股股东。此后，粤电力多次以现金及所持股权向公司增资，公司资本实力不断增强。公司主营业务为风电等新能源项目的开发、投资、建设和运营，截至 2022 年 6 月末，控股装机容量为 195.96 亿千瓦时，全部为风电机组，2021 年营业总收入为 10.80 亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：截至 2022 年 6 月末，公司注册资本为 28.01 亿元，实收资本为 36.23 亿元¹。同期末，粤电力持有公司 100%的股份，为公司的直接控股股东，广东省能源集团有限公司（以下简称“广东能源集团”）持有粤电力 67.39%的股份，为公司的间接控股股东，公司的实际控制人为广东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广东省国资委”）。

表 1：截至 2022 年 6 月末公司主要子公司（亿元、%）

全称	持股比例	2022 年 6 月末		2021 年	
		总资产	净资产	营业总收入	净利润
广东粤电曲界风力发电有限公司	100	110.35	21.08	4.67	1.29
广东粤电阳江海上风电有限公司	89.04	69.19	12.93	0.13	0.01
广东粤电珠海海上风电有限公司	76.59	53.12	10.82	2.72	1.03
广东能源青洲海上风电有限公司	100	19.88	2.49	--	-0.04
广东粤电平远风电有限公司	100	7.07	1.57	0.22	0.03
广东粤电湛江风力发电有限公司	70	6.96	4.98	1.40	0.16
湖南溆浦粤风新能源有限公司	100	4.94	1.08	--	0.01
广西武宣粤风新能源有限公司	100	4.90	1.09	--	0.03
通道粤新风力发电有限公司	100	4.75	1.07	--	0.01
韶关市南雄粤风新能源有限公司	100	3.95	0.91	--	-0.02
广东广业南华新能源有限公司	51	3.90	1.23	0.43	0.10
广东粤能大唐新能源有限公司	51	3.59	2.05	0.57	0.16
广东粤电雷州风力发电有限公司	81	3.59	1.22	0.43	0.11
广东粤电电白风电有限公司	100	3.51	2.27	0.42	0.09

¹ 截至 2022 年末，公司实收资本已增至 43.45 亿元，工商变更尚未完成。

广东粤电石碑山风能开发有限公司	70	2.61	2.42	0.44	0.06
惠来风力发电有限公司	70	1.51	0.79	0.15	0.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

公司本次债券的注册总规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元），本期债券拟发行金额为不超过 10 亿元（含 10 亿元），本期债券分品种发行，其中品种一期限为 4 年，附第 2 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权；品种二期限为 5 年，附第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权。本期债券引入品种间双向回拨选择权，品种间回拨比例不受限制，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。每年付息一次，到期一次性还本付息。

投资者回售选择权方面，债券持有人有权在本期债券品种一存续期间的第 2 年末将其持有的全部或部分本期债券品种一回售给公司；债券持有人有权在本期债券品种二存续期间的第 3 年末将其持有的全部或部分本期债券品种二回售给公司。

票面利率选择权方面，公司有权在本期债券品种一存续期的第 2 年末调整本期债券品种一后续计息期间的票面利率；公司有权在本期债券品种二存续期的第 3 年末调整本期债券品种二后续计息期间的票面利率。公司决定不行使票面利率调整选择权的，则本期债券的票面利率在公司行使下次票面利率调整选择权前继续保持不变。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟将剩余部分用于绿色产业领域的建设、收购等。

本期债券由粤电力提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

本期债券发行将有助于公司推动项目建设及收购进展，以进一步提升规模及盈利能力。同时，公司良好的流动性及融资能力将为本期债券的偿付提供一定保障。

发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，随着“碳达峰、碳中和”目标的推进，十四五期间我国风电及光伏装机规模将保持较快增速；集中投运的新能源项目短期内或将在外送受限及省间壁垒等问题仍得不到有效解决等因素下面临一定消纳压力；平价上网和市场化交易的持续推进亦将使得上网电价呈持续下降态势。

2022 年以来，受节能减排以及“双碳”政策影响，国内风电和光伏发电装机增速均保持高速增长态势，考虑到未来技术的进一步成熟推动整体造价下降、在建项目陆续投运以及我国 2030 年 12 亿千瓦以上的光伏装机发展目标，预计“十四五”期间我国风电及光伏装机规模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。未来随着促消纳政策的不断落实以及外送通道的持续建设，预期风电及光伏机组整体仍将处于一个良好的消纳环境中。**但值得关注的是**，以水电、风电及光伏为主的清洁能源机组利用效率短期内或将受限于装机规模快速提升、用电需求受抑制、外送通道建设及省间壁垒等问题仍得不到有效解决等因素而面临一定下行压力。上网电价方面，2022 年起新能源机组已进入全面平价上网时代，随着平价上网项目装机容量快速增长，未来风电及光伏平均上网电价将继续呈下降趋势。

详见《中国电力生产行业展望, 2023 年 2 月》, 报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9723?type=1>

中诚信国际认为, 广东风电装机规模快速增长, 发电量持续提升, 区域内用电需求旺盛, 对公司信用实力形成良好支撑。同时, 较大规模的在建及拟建装机将不断提升公司运营实力, 但需持续关注自然环境和政策变化对公司机组运营及盈利能力的影响。

公司近年来装机规模快速增长, 已投运机组全部为风电机组, 主要位于广东省内, 具备较强的区域竞争优势。

公司为广东能源集团下属的以风电为主的新能源开发、投资、建设和运营平台。近年来, 随着收并购的完成、在建项目的投运以及粤电力以所持股权向公司增资的完成², 公司装机容量快速增长。截至 2022 年 6 月末, 公司控股装机容量为 195.96 万千瓦, 全部为风电机组, 其中海上风电和陆上风电的占比分别为 61.31%和 38.69%。

区域布局方面, 公司机组主要分布于广东省, 并以此为依托逐渐向湖南省和广西壮族自治区等其他区域拓展。截至 2021 年末, 公司广东省内控股风电及海上风电装机容量分别占广东省并网统调风电及海上风电装机容量的 18.48%和 16.02%, 具备一定的区域竞争优势。2021 年, 广东省 GDP 同比增长 8.0%至 124,369.67 亿元; 全社会用电量同比增长 13.6%至 7,866.63 亿千瓦时; 全省发电量同比增长 21.2%至 6,115.2 亿千瓦时。根据广东省人民政府办公厅印发的《广东省能源发展“十四五”规划》, 未来广东省将规模化开发海上风电, 并将适度开发风能资源较为丰富地区的陆上风电项目, 计划“十四五”时期新增海上风电装机容量约 1,700 万千瓦, 新增陆上风电装机容量约 300 万千瓦。整体来看, 广东省区域经济实力强劲, 用电需求旺盛, 且未来规划建设风电项目容量较大, 为公司机组运营及业务发展提供有力支撑。

表 2: 截至 2022 年 6 月末公司电力机组分布情况

项目类型	所在省份	序号	项目名称	装机容量 (万千瓦)
自有项目	广东省	1	广东粤电湛江外罗海上风电项目	19.80
		2	珠海金湾海上风电项目	30.00
		3	广东粤电外罗二期海上风电项目	20.00
		4	广东粤电新寮海上风电项目	20.35
		5	广东粤电阳江沙扒海上风电项目	30.00
		海上风电合计		120.15
		6	粤电徐闻曲界风电项目	4.95
		7	广东粤电徐闻石板岭风电项目	4.95
		8	广东粤电雷州红心楼风电项目	4.95
		9	广东粤电徐闻勇士风电项目	4.95
		10	广东粤电湛江徐闻洋前风电项目	4.95
		11	广东粤电电白热水风电项目	4.95
		12	广东惠来石碑山风电项目	10.02
		13	惠来海湾石风电项目“拆旧建新”技术改造项目	1.40
		14	广东粤电平远茅坪风电项目	4.80
		15	广东粤电南雄朱安村风电项目	4.99
		16	湛江徐闻五兔山风电项目	4.95
		17	湛江徐闻脚尾灯楼角风电项目	4.95
	湖南省	18	湖南溆浦太阳山风电项目	5.00

² 2021 年 12 月, 粤电力以所持广东粤电湛江风力发电有限公司 (以下简称“湛江风电公司”) 70%股权、广东粤电雷州风力发电有限公司 (以下简称“雷州风电公司”) 81.79%股权、广东粤电曲界风力发电有限公司 (以下简称“曲界风电公司”) 100%股权、通道粤新风力发电有限公司 (以下简称“通道粤新公司”) 100%股权、南方海上风电联合开发有限公司 (以下简称“南方海上风电公司”) 10%股权向广东风电增资, 增资金额合计为 32.18 亿元, 上述公司机组装机容量分别为 4.95 万千瓦、4.95 万千瓦、70.40 万千瓦、5 万千瓦和 19.80 万千瓦。

	19	湖南溆浦大高山风电场项目	5.00
广西省	20	广西武宣风电场项目	5.00
	陆上风电合计		75.81
托管项目	内蒙古自治区	21 白云鄂博熙和风电场*	10.00
	合计		205.96

注：白云鄂博熙和风电场系广东能源集团下属项目，由公司托管，尚未纳入公司的合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，装机容量增长推动公司发电量及上网电量持续增加，上网电价亦有所提升，但需持续关注来风和政策变化及未来区域内机组快速增长对公司经营和盈利能力的影响。

机组运营方面，近年来受来风情况影响，公司机组平均利用效率先升后降，但装机容量的增长推动发电量及上网电量均持续增加。受区域风资源情况影响，公司机组利用效率持续低于全国平均水平，但公司机组所在区域消纳情况良好，弃风率较低。上网电价方面，近年来受益于电价较高的海上风电机组投产，公司平均上网电价有所上升。值得注意的是，公司装机结构及机组分布较为单一，营业收入及利润受区域自然条件及政策变化影响较大。另外，随着平价上网政策的持续推进，公司未来新投运机组平均上网电价或将呈下降态势，且需持续关注未来区域内风电机组集中投运对公司机组消纳的影响。截至 2022 年 6 月末，公司共有 64.39 万千瓦装机进入《可再生能源电价附加资金补助目录》，尚未收到的新能源补贴款为 16.76 亿元。2019~2021 年，公司收到的新能源补贴款分别为 0.11 亿元、0.30 亿元及 0.47 亿元，中诚信国际将对公司新能源补贴到位情况保持关注。

表 3：近年来公司电力业务运营情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~6
控股装机容量（万千瓦）	41.12	60.92	195.96	195.96
发电量（亿千瓦时）	7.56	12.79	18.30	22.15
上网电量（亿千瓦时）	7.22	12.27	17.39	21.18
平均机组利用小时数（小时）	1,743.12	2,186.07	1,936.25	1,130.56
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.61	0.67	0.70	0.73
市场化交易电量（亿千瓦时）	--	--	0.15	0.27
弃风率（%）	0.69	1.73	2.44	--

注：2019~2020 年度数据已追溯调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来随着项目建设的推进，公司运营实力将大幅提升，但较大的投资规模将导致公司面临一定的资本支出压力。

截至 2022 年 6 月末，公司在建及拟建项目均为风电和光伏发电项目，装机容量共计 358.50 万千瓦，其中风电 153.50 万千瓦，光伏 205.00 万千瓦。未来随着项目建设的推进，公司运营实力将大幅提升。截至 2022 年 6 月末，公司在建及拟建项目尚需投资 280.69 亿元，将使公司面临一定的资本支出压力。

表 4：截至 2022 年 6 月末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万千瓦、亿元）

在建项目名称	装机规模	计划总投资	已投资	2022.7~12 计划投资	2023 年计划投资	预计投运时间	持股比例
广东能源青洲一海上风电项目	40.00	68.27	6.15	16.62	26.64	2023.12.30	100%
广东能源青洲二海上风电项目	60.00	102.80	6.79	16.65	48.99	2024.12.30	100%
广东梅州平远泗水风电项目	4.00	3.37	2.20	1.00	0.10	2022.9.30	100%

山西临汾市洪洞光伏发电项目	10.00	5.63	0.63	3.28	0.93	2022.12.30	100%
广东梅州市五华县黄泥寨光伏项目	7.00	3.37	0.02	2.80	0.40	2022.12.30	100%
广东湛江廉江黎明农场农业光伏项目	2.00	1.20	0.15	0.57	0.30	2022.12.30	100%
广东湛江廉江东升农场农业光伏一期项目	5.00	3.00	0.33	1.57	0.84	2022.12.30	100%
广东湛江廉江长山农场农业光伏项目	5.00	3.00	0.35	1.58	0.83	2022.12.30	100%
内蒙古呼和浩特市清水河县 300MW 光伏项目	30.00	15.73	0.05	13.50	1.50	2022.12.30	100%
广东湛江市坡头塘尾 100MW 渔光互补项目	10.00	5.00	0.99	2.76	1.20	2022.11.30	100%
河北保定涞水 80MW 平价上网光伏项目	8.00	4.00	0.01	3.70	0.60	2022.12.30	100%
在建项目合计	181.00	215.37	17.67	64.03	82.33	--	--
拟建项目名称	装机规模	计划总投资	已投资	2022.7~12 计划投资	2023 年计划投资	预计投运时间	持股比例
广东韶关南雄整县屋顶光伏项目	40.00	2.50	--	0.50	2.00	2023.12.30	100%
海南椰海粤风 100MW 农光互补项目	10.00	6.00	--	0.53	4.60	2023.12.30	100%
广东南雄百顺分散式风电项目	1.50	1.36	--	0.20	1.20	2023.12.30	100%
山西万荣王显乡 100MW 风电项目	10.00	6.14	--	0.62	6.80	2023.12.30	50%
广东能源化州和平农场光伏项目	20.00	9.00	--	0.50	9.00	2023.12.30	50%
广东雷州火炬 300MW 农光互补光伏发电项目	30.00	15.00	--	0.50	13.00	2023.12.30	81.79%
广东南雄朱安村二期风电项目	12.00	9.00	--	0.90	8.00	2023.12.30	100%
广东梅州平远大华山风电项目	6.00	4.50	--	0.41	4.00	2023.12.30	100%
广东珠海三灶鱼林村光伏复合项目一期	20.00	10.49	--	6.40	4.09	2022.12.30	100%
广东珠海三灶鱼林村光伏复合项目二期	8.00	4.00	--	2.40	1.30	2022.12.30	100%
广东惠来石碑山“上大压小”风电项目	20.00	15.00	--	0.10	10.00	2024.6.30	70%
拟建项目合计	177.50	82.99	--	13.06	63.99	--	--
合计	358.50	298.36	17.67	77.09	146.32	--	--

注：部分数据合计与加总不一致系四舍五入所致；计划投资金额为按照资金实际支出时点为口径统计；由于项目在并网后仍会产生维保费用、质量保证金、工程尾款等支出，因此项目存在预计实现投运后仍有投资支出的情况；项目计划投资系项目通过公司投资决策时进行的详细概算金额，因此与项目备案时的计划总投资存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，广东风电收入规模快速增长，毛利率保持较高水平，且通过并购及投资，资产总额保持较高增速，但杠杆亦处于较高水平。公司偿债指标随债务快速增长而有所弱化，但通过其良好的盈利获现能力为债务付息提供保障，同时短期偿债压力很小，且随着项目投产兑现收益，偿债指标或将得到提升。

近年来，随着项目建设、收并购以及股东注资的完成，公司资产及债务规模均快速增长，资本实力提升的同时财务杠杆水平亦较快上升；收入规模及获现能力均持续增强，但盈利能力和整体偿债能力有待进一步提升。

近年来，随着项目建设的推进以及收并购和股东注入风电资产的完成，公司总资产规模逐年大幅增长。同时，货币资金和以应收电费及新能源补贴款为主的应收账款亦呈快速增长态势。

公司负债主要为银行贷款及融资租赁等长期有息债务，债务结构合理，但近年来随着资产规模增加呈持续大幅增长态势。受益于近年来粤电力以所持现金及风电股权对公司增资，公司资本实力持续快速提升，但财务杠杆上升仍较快，处于行业内较高水平。未来随着项目建设的推进，或将进一步推升公司财务杠杆水平，中诚信国际将对此保持关注。

上网电量及上网电价上升推动近年来公司营业总收入持续快速增长，以风电为主的电源结构使得公司营业毛利率保持行业内较高水平。但管理费用和财务费用增速相对较快，对利润形成一定侵蚀，公司期间费用控制能力有待提升。2022 年上半年，收入规模增加推动利润大幅增加。

近年来，随着上网电量持续增加，公司经营活动现金净流入规模保持增长。2022 年上半年，受益于装机容量增长及机组运行效率提升，以及曲界风电收到退还增值税增量留抵税额 6.76 亿元，公司经营活动净现金流大幅提升。同时，随着项目建设和收并购持续推进，公司保持了较大的对外投融资需求，且规模逐年快速增加。未来公司仍有较大规模的在建及拟建项目，仍将保持一定的对外投融资规模。

表 5：近年来公司主要财务指标（亿元、%）

指标	2019	2020	2021	2022.6/2022.1~6
营业总收入	3.87	7.56	10.80	13.94
营业毛利率	51.16	56.83	47.48	58.51
经营性业务利润	1.02	2.48	1.62	3.54
净利润	0.61	2.40	2.24	3.60
货币资金	4.80	10.29	9.22	17.06
应收账款	2.06	5.33	12.45	18.62
长期股权投资	0.63	0.62	2.38	2.61
固定资产	20.67	47.49	128.48	180.47
在建工程	34.13	73.72	61.52	23.78
使用权资产	--	--	34.87	34.58
其他非流动资产	14.67	20.90	28.27	27.31
资产总额	78.97	161.58	282.90	311.30
负债总额	47.49	116.72	214.82	237.33
实收资本	15.41	23.34	35.13	36.23
资本公积	12.61	16.71	24.09	23.99
未分配利润	1.11	2.44	2.33	5.55
所有者权益合计	31.47	44.86	68.08	73.97
资产负债率	60.14	72.24	75.93	76.24
总资本化比率	54.32	67.36	71.95	72.21
经营活动净现金流	1.97	3.24	4.04	13.99
投资活动净现金流	-24.36	-50.92	-70.43	-20.24
筹资活动净现金流	21.03	52.99	65.32	14.08

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务规模增速较快，整体偿债能力有待提升，但短期偿债压力很小，授信余额充足，且随着项目投产兑现收益，偿债指标或将得到提升。

近年来，公司总债务主要为银行间接融资及融资租赁，其中以长期债务为主，期限分布较为合理。相对较快的债务规模增速导致经营活动净现金流及 EBITDA 相关偿债指标均有所弱化，且经营活动净现金流对利息的覆盖能力不强。但随着短期债务的偿付及货币资金增加，公司货币资金能够完全覆盖短期债务，短期偿债压力很小。整体来看，公司近年来资本支出规模较大，导致债务规模增速较快，且经营效益及现金流释放仍需时间，整体偿债能力有待提升。2022 年以来经营活动净现金流快速增长，未来随着项目的逐渐投产，经营性获现能力的提升将可为债务本息偿付提供流动性支持。

表 6：近年来公司偿债指标情况（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.6/2022.1~6
总债务	37.43	92.55	174.66	192.24
短期债务/总债务（%）	22.54	7.51	3.19	2.81
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.76	1.26	0.76	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.01	0.004	0.00004	0.12*
总债务/EBITDA(X)	14.68	16.04	21.14	--
EBITDA/利息支出(X)	2.28	2.23	1.56	--
FFO/总债务(X)	0.04	0.03	0.02	--
EBIT 利息倍数(X)	1.12	1.33	0.77	--
货币资金/短期债务(X)	0.57	1.48	1.65	3.16

注：带*指标已经年化。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 267.47 亿人民币及 2,500.00 万欧元，其中尚未使用额度为 100.78 亿人民币，间接融资渠道较为畅通。同期末，公司货币资金余额 17.06 亿元。截至 2022 年 6 月末，公司受限资产合计为 34.87 亿元，占当期末总资产的 11.20%，其中受限的货币资金、使用权资产和预付账款分别为 0.17 亿元、34.46 亿元和 0.24 亿元。同期末，公司电费收益权质押担保共计 9.45 亿元。

本期债券品种一附第 2 年末投资者回售选择权，品种二附第 3 年末投资者回售选择权。若在第 2 或第 3 年末，投资者全部行使回售选择权，公司将面临一定债务偿还压力。

其他事项

截至 2022 年 6 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。同期末，公司下属广东粤电阳江海上风电有限公司对粤电力提供的反担保，担保余额为 16.73 亿元，担保风险总体可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019 年~2022 年 12 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

预测与假设³

发行人未来预测情况较最新主体报告无变化。

调整项

发行人其他调整因素较最新主体报告无变化。

外部支持

公司外部支持情况较最新主体报告无变化。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

偿债保障措施

粤电力为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

粤电力的控股股东广东能源集团是广东省实力最强、规模最大的发电企业，是支撑广东电网、保障广东电力供应的骨干企业，粤电力为其境内发电资产整合的唯一上市平台（证券代码：000539），电力业务为其主营业务。截至 2022 年 6 月末，粤电力股本为 52.50 亿元，广东能源集团持有粤电力 67.39% 的股份，广东省国资委为粤电力的实际控制人。

粤电力的发电资产主要位于广东省内，电源结构多元。近年来，受益于项目投产及收购完成，其装机容量持续增长。截至 2022 年 6 月 30 日，粤电力可控装机容量增至 3,043.30 万千瓦，其中控股装机 2,868.52 万千瓦，以火电机组为主，风电、水电、生物质等可再生能源发电占总控股装机容量的 7.68%。此外，粤电力受托管理装机容量 885.4 万千瓦。同期末，粤电力可控与受托管理装机容量合计约占广东省统调装机的 24%，是广东省装机规模最大的电力上市公司，区域优势显著。2021 年，粤电力机组利用效率及发电量在区域用电需求高速增长、燃料成本大幅上涨和承担保障电力供应责任等多重因素影响下大幅提升。2022 年上半年，受新冠疫情及天气等因素影响，广东省社会用电需求下滑，粤电力发电量较上年同期有所减少。另外，持续高位运行的燃料价格以及履行保供电的社会责任导致粤电力盈利能力承压。但整体来看，受益于良好的区域市场环境、较显著的规模优势及畅通的融资渠道，粤电力仍保持了很强的综合经营实力。

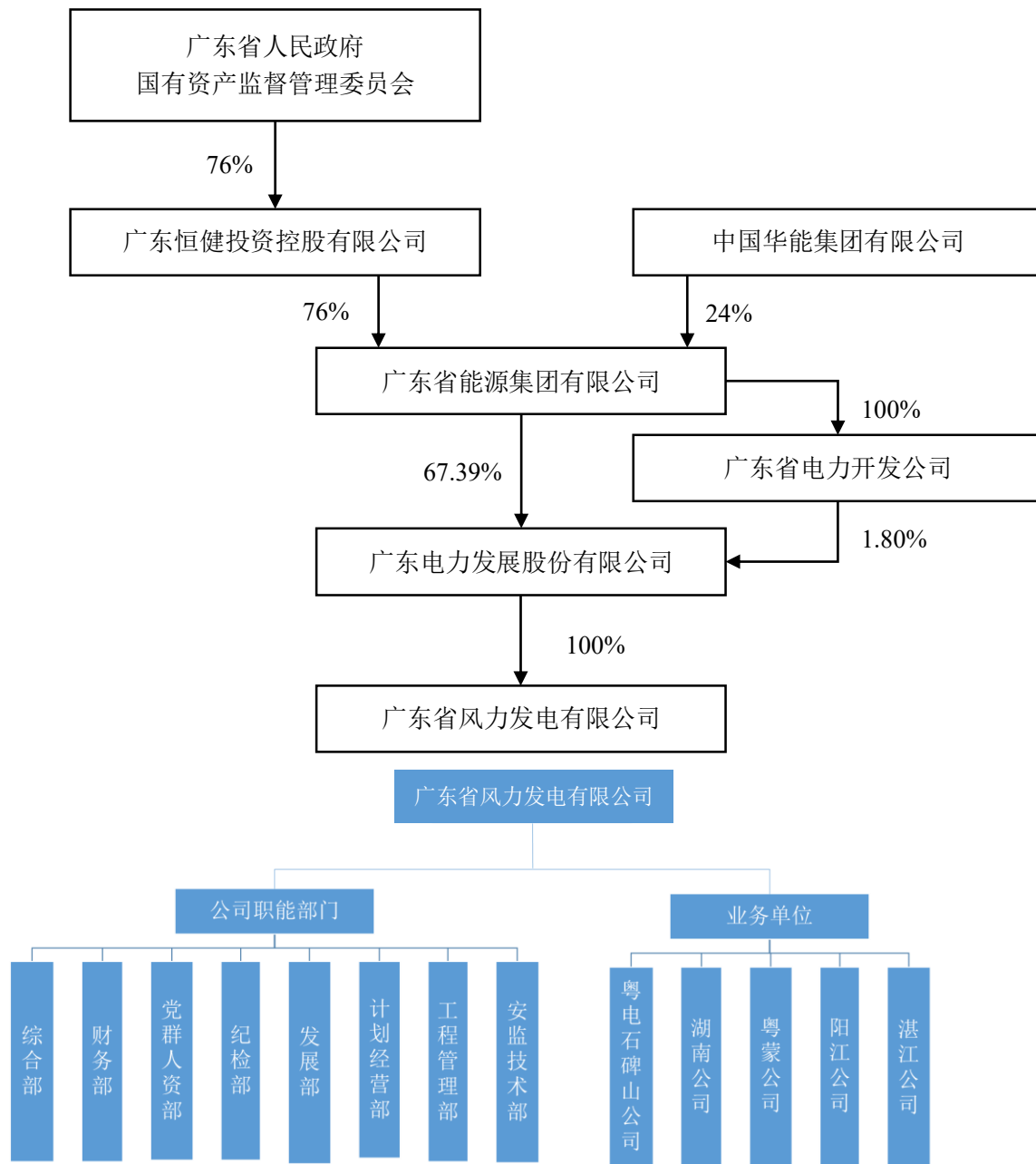
截至 2022 年 6 月末，粤电力总资产为 1,174.73 亿元，所有者权益合计为 308.67 亿元，资产负债率为 73.72%；2021 年，粤电力实现营业总收入 441.67 亿元，净利润为-44.73 亿元，经营活动净现金流为-0.40 亿元。

综合来看，中诚信国际评定广东电力发展股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债项还本付息起到有力保障作用。

评级结论

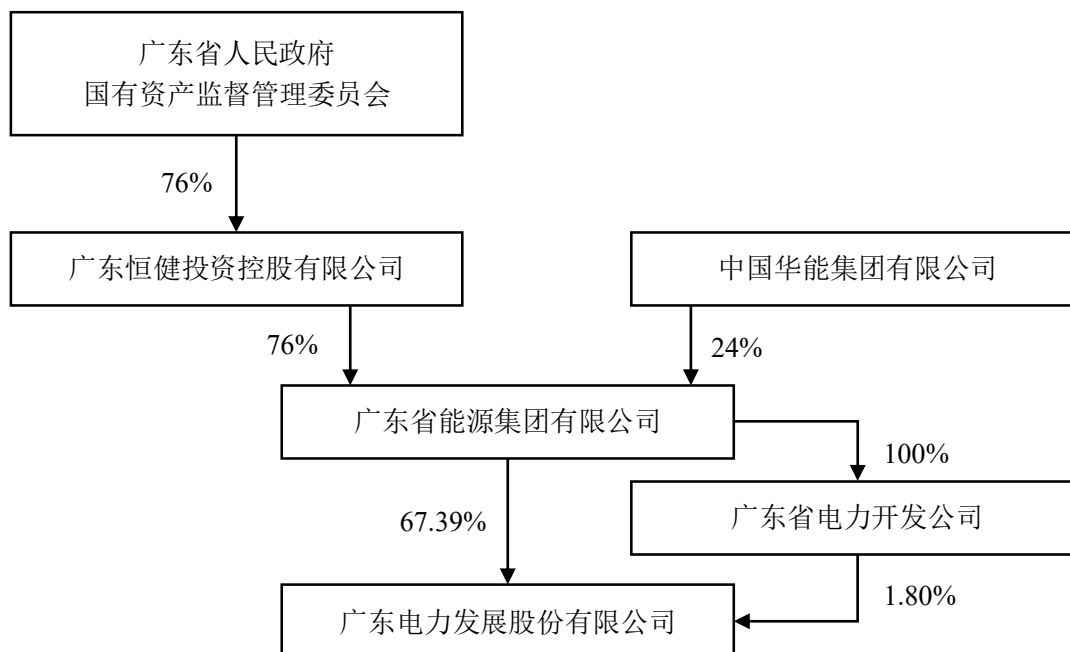
综上所述，中诚信国际评定“广东省风力发电有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行绿色公司债券（第一期）”品种一的信用等级为 **AAA**；品种二的信用等级为 **AAA**。

附一：广东省风力发电有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



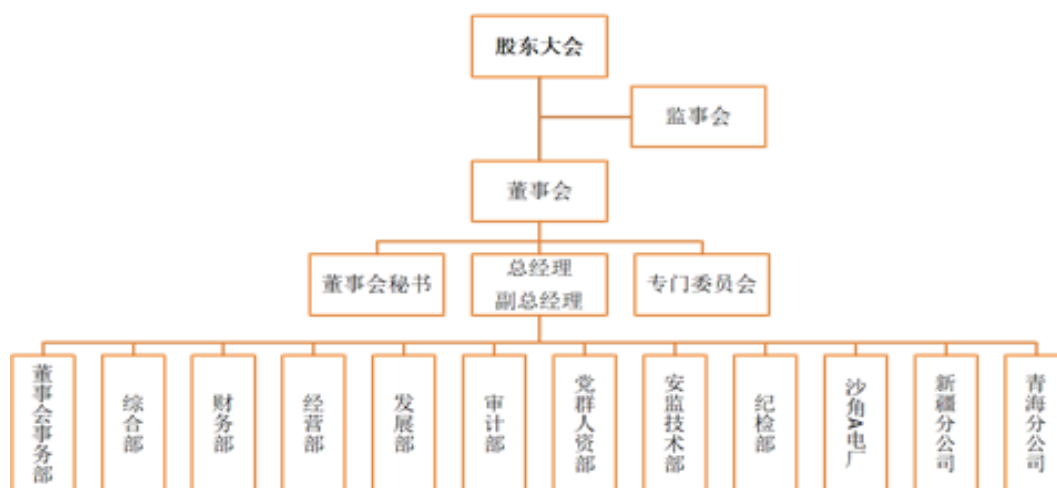
资料来源：公司提供

附二：广东电力发展股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



全称	简称	持股比例
湛江电力有限公司	湛江电力	76%
广东省沙角（C 厂）发电有限公司	沙角 C 公司	51%
广东省韶关粤江发电有限责任公司	韶关粤江公司	90%
广东惠州天然气发电有限公司	惠州天然气公司	67%
广东惠州平海发电厂有限公司	平海发电公司	45%
广东红海湾发电有限公司	红海湾发电公司	65%
广东能源茂名热电厂有限公司	茂名热电厂	46.54%
广东粤电靖海发电有限公司	靖海发电公司	65%
广东粤电博贺能源有限公司	博贺能源公司	67%
湛江中粤能源有限公司	中粤能源公司	90%
广东粤电大埔发电有限公司	大埔发电公司	100%
广东省风力发电有限公司	省风力发电公司	100%

注：上表中为截至 2022 年 6 月末广东电力发展股份有限公司下属的重要二级子公司情况。



注：上图中为截至 2022 年 9 月末广东电力发展股份有限公司组织结构情况。

附三：广东省风力发电有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	47,965.71	102,852.88	92,215.82	170,623.40
应收账款	20,579.92	53,334.99	124,470.79	186,184.34
其他应收款	1,229.81	2,522.80	4,075.84	4,861.34
存货	465.24	597.75	618.26	652.60
长期投资	6,325.22	6,160.18	23,785.34	26,097.43
固定资产	206,700.33	474,877.37	1,284,836.47	1,804,670.61
在建工程	341,279.72	737,164.39	615,245.54	237,820.08
无形资产	6,006.85	6,796.79	15,299.88	14,046.81
资产总计	789,668.14	1,615,788.72	2,828,960.07	3,113,005.47
其他应付款	66,207.41	207,532.75	379,734.16	420,843.92
短期债务	84,346.65	69,461.11	55,743.36	53,996.88
长期债务	289,912.55	856,035.16	1,690,883.32	1,868,389.30
总债务	374,259.20	925,496.27	1,746,626.68	1,922,386.17
净债务	326,293.49	824,356.75	1,656,127.27	1,751,762.78
负债合计	474,921.54	1,167,237.29	2,148,170.11	2,373,323.35
所有者权益合计	314,746.60	448,551.43	680,789.97	739,682.11
利息支出	11,189.05	25,825.48	53,133.77	--
营业总收入	38,707.11	75,586.50	108,004.66	139,439.56
经营性业务利润	10,247.51	24,764.99	16,156.07	35,422.52
投资收益	617.81	538.53	1,098.22	2,312.09
净利润	6,066.44	24,026.62	22,422.56	35,968.66
EBIT	12,556.85	34,319.93	40,812.51	--
EBITDA	25,494.18	57,691.38	82,629.74	--
经营活动产生的现金流量净额	19,744.25	32,426.20	40,359.74	139,890.24
投资活动产生的现金流量净额	-243,648.33	-509,188.50	-704,269.35	-202,412.77
筹资活动产生的现金流量净额	210,297.59	529,936.11	653,173.01	140,779.62
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率（%）	51.16	56.83	47.48	58.51
期间费用率（%）	26.87	24.58	32.59	33.07
EBIT 利润率（%）	32.44	45.40	37.79	--
总资产收益率（%）	1.59	2.85	1.84	--
流动比率（X）	0.50	0.63	0.55	0.80
速动比率（X）	0.50	0.63	0.55	0.80
存货周转率（X）	40.63	61.39	93.30	182.08*
应收账款周转率（X）	1.88	2.05	1.21	1.80*
资产负债率（%）	60.14	72.24	75.93	76.24
总资本化比率（%）	54.32	67.36	71.95	72.21
短期债务/总债务（%）	22.54	7.51	3.19	2.81
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.01416	0.00365	0.00004	0.12*
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.06	0.05	0.001	4.13*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.76	1.26	0.76	--
总债务/EBITDA（X）	14.68	16.04	21.14	--
EBITDA/短期债务（X）	0.30	0.83	1.48	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.28	2.23	1.56	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.12	1.33	0.77	--
FFO/总债务（X）	0.04	0.03	0.02	--

注：1、2022 年半年报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，2022 年 1~6 月部分财务指标无法计算。

附四：广东电力发展股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	508,164.20	943,841.44	810,532.10	1,085,469.33
应收账款	319,769.05	528,714.96	703,068.54	706,828.37
其他应收款	27,280.16	51,864.18	242,947.56	95,505.30
存货	181,705.93	168,399.50	299,889.45	313,576.58
长期投资	959,815.59	1,084,662.11	1,130,423.70	1,153,546.10
固定资产	3,855,571.87	5,449,262.62	5,694,312.63	6,091,604.63
在建工程	1,088,200.38	925,462.04	863,472.71	574,478.62
无形资产	178,773.86	251,630.56	265,872.63	271,833.13
资产总计	7,547,202.71	9,947,977.32	11,427,145.15	11,747,316.20
其他应付款	404,211.71	781,457.29	1,056,976.38	995,374.09
短期债务	1,235,134.99	1,569,085.54	1,896,669.62	2,370,499.36
长期债务	2,040,799.19	2,657,339.48	4,236,182.84	4,537,995.40
总债务	3,275,934.18	4,226,425.01	6,132,852.46	6,908,494.76
净债务	2,767,969.98	3,285,916.75	5,326,587.40	5,827,903.25
负债合计	4,128,234.18	5,585,104.53	8,152,558.11	8,660,644.85
所有者权益合计	3,418,968.54	4,362,872.78	3,274,587.04	3,086,671.36
利息支出	141,045.77	157,113.17	183,515.78	--
营业总收入	2,936,015.52	3,360,289.59	4,416,722.39	2,261,123.97
经营性业务利润	251,335.21	406,397.81	-599,151.46	-288,156.59
投资收益	12,554.12	35,485.85	83,400.43	58,969.15
净利润	180,717.49	319,967.42	-447,269.53	-212,304.91
EBIT	375,414.86	463,806.88	-304,989.60	--
EBITDA	753,791.65	857,084.35	121,983.17	--
经营活动产生的现金流量净额	827,268.31	775,479.86	-4,030.40	-20,835.85
投资活动产生的现金流量净额	-478,596.75	-843,619.09	-913,116.14	-290,806.74
筹资活动产生的现金流量净额	-397,745.68	173,960.28	778,950.01	586,102.73
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率（%）	16.62	20.71	-5.99	-2.22
期间费用率（%）	7.35	7.87	7.07	10.36
EBIT 利润率（%）	12.79	13.80	-6.91	--
总资产收益率（%）	4.97	5.30	-2.85	--
流动比率（X）	0.57	0.66	0.61	0.61
速动比率（X）	0.48	0.60	0.53	0.53
存货周转率（X）	13.47	15.22	19.99	15.07*
应收账款周转率（X）	9.18	7.92	7.17	6.42*
资产负债率（%）	54.70	56.14	71.34	73.72
总资本化比率（%）	48.93	49.21	65.19	69.12
短期债务/总债务（%）	37.70	37.13	30.93	34.31
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.21	0.14	-0.03	-0.01*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.54	0.38	-0.08	-0.02*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	5.87	4.94	-0.02	--
总债务/EBITDA（X）	4.35	4.93	50.28	--
EBITDA/短期债务（X）	0.61	0.55	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.34	5.46	0.66	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.66	2.95	-1.66	--
FFO/总债务（X）	0.16	0.15	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据 2020~2021 年审计报告以及粤电力提供的未经审计的 2022 年半年报整理；2、为计算有息债务，中诚信国际分析时将“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务，将“其他流动负债”中（超）短期融资券调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，2022 年 1~6 月部分财务指标无法计算。

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn