

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司2023年 面向专业投资者公开发行可续期公司债券 (第一期)(品种一)、(品种二)2024年跟踪 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

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券(第一期)(品种一)、(品种二) 2024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
23 蒙电 Y1	AAA	AAA
23 蒙电 Y2	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到内蒙古蒙电华能热电股份有限公司（以下简称“内蒙华电”或“公司”，股票代码：600863.SH）为中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）下属上市子公司，股东综合实力雄厚。公司亦为内蒙古自治区内（以下简称“内蒙古”）大型独立发电公司之一。内蒙古及华北区域用电需求的持续增长为公司业务发展提供有力支撑，2023 年公司规模优势和煤电一体化优势进一步加强，销售毛利率有所提升且经营获现能力增强，经营活动现金流净额持续大额净流入，财务杠杆水平持续降低并拥有畅通的融资渠道。同时需持续关注电价下行压力和煤炭销售价格波动对公司经营的影响等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 27 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	396.68	394.79	401.87	415.51
归母所有者权益	193.15	183.22	174.26	161.97
总债务	142.35	151.36	177.37	202.24
营业收入	55.72	225.25	230.66	190.01
净利润	10.62	20.11	20.20	1.83
经营活动现金流净额	9.72	53.32	51.54	31.41
净债务/EBITDA	--	2.08	2.77	4.69
EBITDA 利息保障倍数	--	16.64	10.86	5.59
总债务/总资本	36.76%	39.37%	46.23%	51.27%
FFO/净债务	--	24.59%	17.60%	11.65%
EBITDA 利润率	--	30.47%	27.56%	22.56%
总资产回报率	--	7.34%	7.26%	3.06%
速动比率	1.31	1.08	0.70	0.50
现金短期债务比	0.98	0.56	0.17	0.12
销售毛利率	25.04%	20.99%	17.59%	10.30%
资产负债率	38.26%	40.97%	48.67%	53.73%

注：（1）2021 年、2022 年财务数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 年审计报告期末数。（2）债务统计口径包含公司“其他权益工具”中的可续期公司债。
资料来源：公司 2022-2023 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

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：任思博
rensb@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司为华能集团下属上市公司，是内蒙古自治区内大型独立发电公司之一，战略定位仍较高。**公司控股股东北方联合电力有限责任公司（以下简称“北方联合电力”）是华能集团北线发展战略的重要承接者，公司作为北方联合电力的核心上市子公司，在华能集团北线发展战略中承担着重要职能。内蒙古及华北区域用电需求持续增长，为公司电量消纳及业务发展提供有力支撑。
- **公司火电装机稳定，通过自建和权益投资积极推动新能源转型，规模优势和煤电一体化优势加强。**截至 2023 年末，公司已经投入运行的发电厂可控装机容量 1,322.62 万千瓦，较上年有所增长，其中燃煤发电机组装机容量 1,140 万千瓦，占比 86.19%；新能源装机容量 182.62 万千瓦，占比 13.81%，装机容量和占比均有所提升；公司参股电厂权益装机容量 277.82 万千瓦，公司在内蒙古电力市场保持了较高的份额，规模优势进一步凸显。公司仍主要面向蒙西、蒙东、华北地区供电，是内蒙古自治区重要的电源支撑点。同时下属全资子公司北方魏家峁煤电有限责任公司（以下简称“魏家峁煤电”）核增煤炭产能至 1,500 万吨/年，煤炭板块盈利水平夯实，煤电一体化优势加强。
- **2023 年公司盈利水平有所提升，经营获现能力增强，且融资渠道通畅。**2023 年公司煤炭板块盈利进一步夯实，煤炭一体化优势平抑了上网电价下降和售电量减少的影响，叠加当期财务费用的减少，公司销售毛利率和总资产回报率均有所提升。2023 年公司经营活动净现金流提升至 53.32 亿元，盈利和现金流对债务本息的覆盖能力均有所增强，资产负债率持续下降。截至 2023 年末，公司获得银行授信额度规模较大，备用流动性充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道通畅，受限资产规模较小，财务弹性较好。

关注

- **需持续关注电价下行压力和煤炭销售价格波动对公司盈利的影响。**公司发电量、供热量以及煤炭产销量受到国家整体经济形势、区域分布、市场竞争、政策导向等多重因素综合影响，2023 年售电单价同比有所下降，煤电价格改革导向为“建立能跌能涨的市场化电价机制”，且未来随着新能源市场化交易电量的不断提升，电价竞争程度预计或将加大；此外，电源结构和用电特性的转变或将使公司煤炭销售价格面临下降风险，需持续关注上述因素对公司盈利水平的影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为内蒙古仍为我国重要能源和战略资源基地，内蒙古及华北区域用电需求持续增加，为公司运营及业务发展提供有力支撑，公司煤电一体化优势仍将持续，经营风险和财务风险相对可控。

同业比较

指标	上海电力 (600021.SH)	申能股份 (600642.SH)	公司 (600863.SH)
控股装机容量（万千瓦）	2,244.52	1,694.7	1,322.62
上网电量（亿千瓦时）	721.92	528.5	562.71
总资产（亿元）	1,685.72	942.09	394.79
资产负债率（%）	70.01	56.16	40.97
营业收入（亿元）	424.02	291.42	225.25
销售毛利率（%）	21.93	18.46	20.99
净利润（亿元）	35.68	41.69	20.11

注：以上各指标均为 2023 年度数据。

资料来源：Wind，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	6/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	6/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		6/7	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					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

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 aa+，反映了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。

外部特殊支持

- 公司控股股东北方联合电力是华能集团北线发展战略的重要承接者，华能集团是中央级大型综合性发电企业集团之一，综合实力雄厚，北方联合电力作为华能集团内蒙古地区发电资产及煤炭业务的运营主体，综合实力强，公司作为北方联合电力煤电一体化业务的最终整合平台和重要的利润贡献点，得到了股东在资金及项目获取等方面的有力支持。

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	债券到期日期
23 蒙电 Y1	5	5	2023-09-14	2025-12-07
23 蒙电 Y2	10	10	2023-09-14	2026-12-07

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年12月发行2+N年期5亿元的“23蒙电Y1”和3+N年期10亿元的“23蒙电Y2”，募集资金均计划用于偿还公司有息债务。截至2024年6月15日，“23蒙电Y1”和“23蒙电Y2”的募集资金均已使用完毕。

三、发行主体概况

2023年公司名称、控股股东、注册资本及实际控制人均未发生变更。截至2023年末，公司总股本65.27亿股，其中控股股东北方联合电力持股比例为50.92%，华能集团通过持有北方联合电力70%的股权间接控制公司50.92%股权，国务院国有资产监督管理委员会持有华能集团90.01%的股份，为公司最终实际控制人。

公司是内蒙古自治区首家上市公司，是区域内大型的综合性能源公司之一，主营业务仍为火力发电、风力发电、其他新能源发电、煤炭资源开采及蒸汽、热水的供应经营等。2023年公司合并报表范围新增4家子公司，无减少子公司。截至2023年末，纳入合并报表范围的控股子公司共18家，合伙企业1家，如附录四所示。

表1 公司合并范围内子公司变化情况

变动时间	子公司名称	持股比例	所属行业	取得方式
2023年	内蒙古丰川新能源有限责任公司	89.00%	光伏发电	投资设立
	内蒙古聚穗能源合伙企业(有限合伙)	21.25%	火力发电	投资设立
	北方魏家峁（鄂尔多斯）新能源有限责任公司	66.00%	风力发电	投资设立
	内蒙古金和新能源有限责任公司	95.00%	风力发电	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为

全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，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，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。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，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

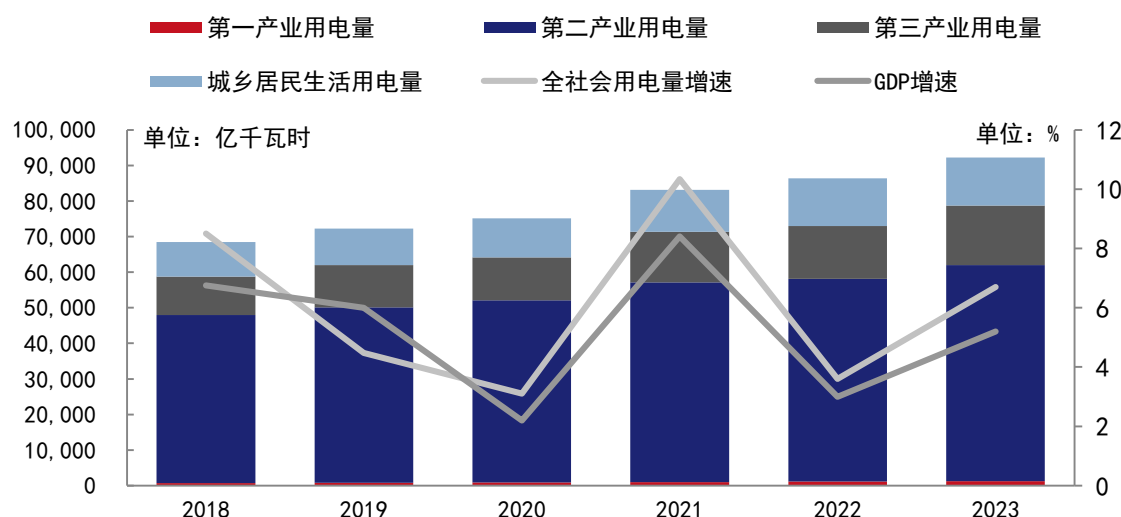
行业环境

随着国民经济回稳向好，2023年我国全社会用电量持续增长，且增速较2022年有所回升，其中第二、三产业用电增量贡献明显，预计2024年全国电力需求将保持平稳增长

2023年我国全社会用电量随着各行业用电需求回暖而恢复增长，其中第二、三产业是用电量需求修复的主力军，预计2024年全国电力需求将保持平稳增长。2023年全国全社会用电量9.22万亿千瓦时，同比增长6.7%，增速较上年提高3.1个百分点，2024年1-2月全社会用电量累计1.53万亿千瓦时，同比增长11.0%，国民经济回升向好拉动电力消费增速同比提高。分产业来看，2023年第一、二、三产业用电量同比增速分别为11.5%、6.5%、12.2%，对全社会用电量增长的贡献率分别为2.25%、63.79%、31.27%，随着复工复产的稳步推进，第二产业是用电量修复的重要支撑，同时出行等限制解除后在以旅游产业链

为主的服务和电动汽车的发展等带动下，第三产业用电量增速抢眼。2023年底中央经济工作会议提出“稳中求进、以进促稳、先立后破”政策，预计未来短期内我国全社会用电需求增速将随宏观经济保持稳定增长。根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）预测，综合考虑宏观经济、用能电气化等因素，预计2024年全社会用电量9.8万亿千瓦时，比2023年增长6%左右。

图1 2023年我国全社会用电量增速同比回升



资料来源：中电联，中证鹏元整理

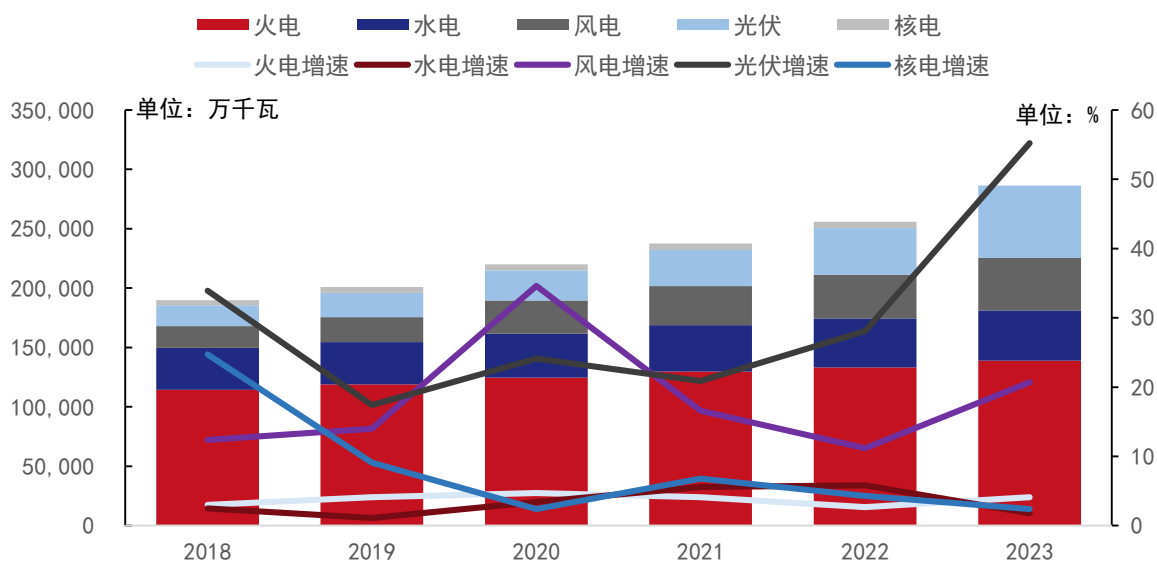
从用电结构来看，战略性新兴产业和现代服务业用电贡献度上升，城乡居民生活用电量快速增长。2022 年第二产业用电量 5.70 万亿千瓦时，在全社会用电量中仍占主导地位，但在“碳达峰、碳中和”的背景下，传统高耗能产业用电量增速趋缓，2022 年高技术及装备制造业、四大高载能行业用电量分别同比增长 2.8% 和 0.3%，工业用电量占比不断下降，2022 年第二产业用电量占比由 2017 年的 70.4% 降至 66.0%。2022 年第一、二、三产业用电量增速分别为 10.4%、1.2% 和 4.4%，战略性新兴产业和现代服务业成为用电增长的重要动力，电力消费结构日趋优化。受气候以及电气化水平提升等影响，2022 年我国城乡居民生活用电量 1.34 万亿千瓦时，同比增长 13.8%。

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。

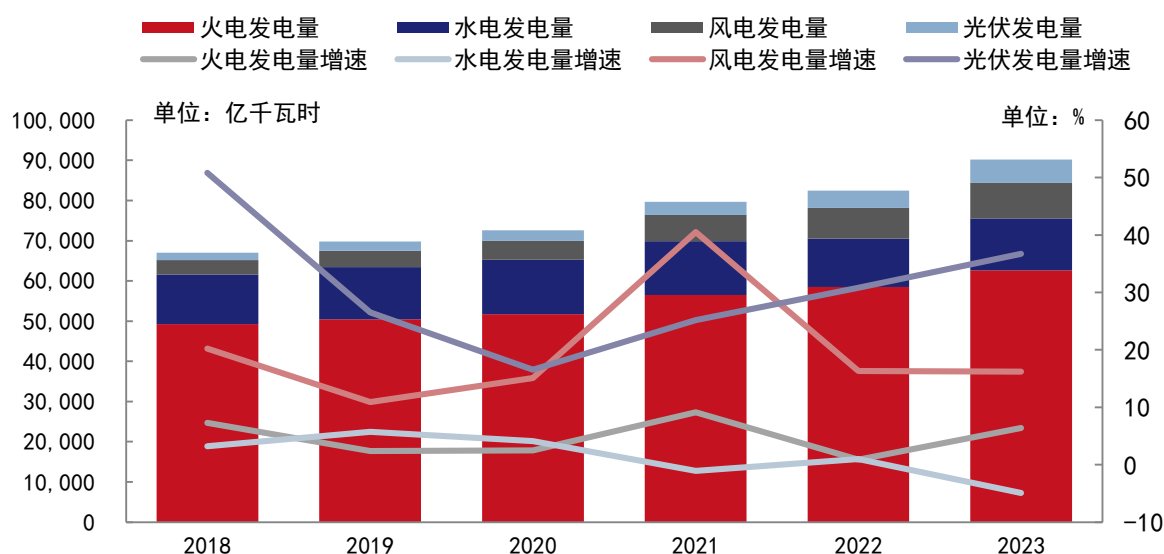
图2 我国火电和水电装机低速增长，风电、光伏装机保持相对较高增速



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正增长。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3 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

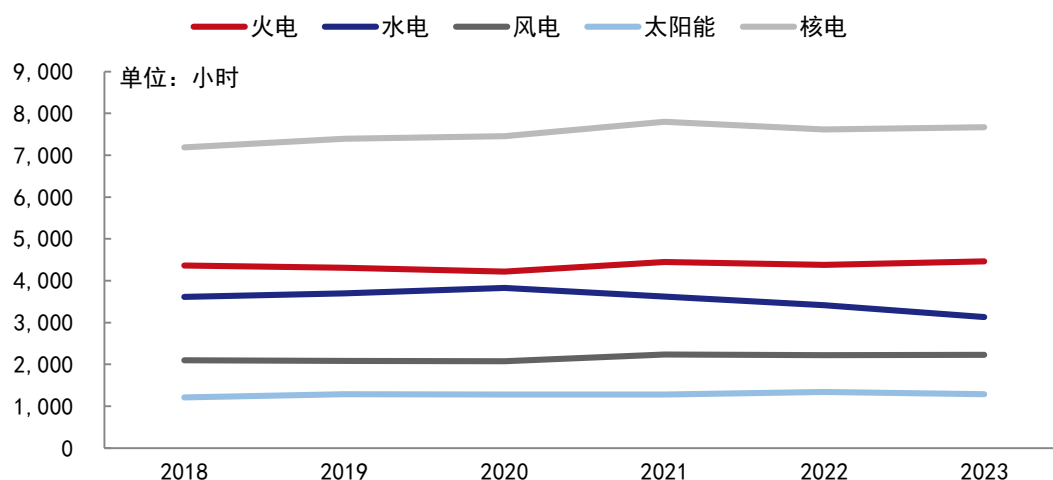


资料来源：中电联、国家统计局，中证鹏元整理

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4 我国不同电源类型机组发电利用小时数有所分化

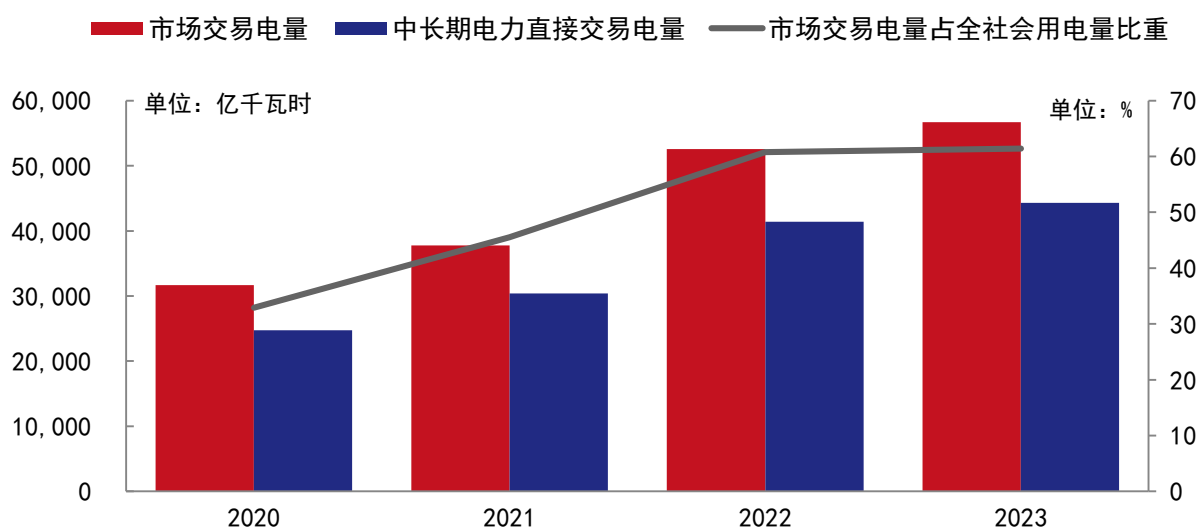


资料来源：中电联，中证鹏元整理

近年我国电力市场化改革深化推进，2023年出台煤电容量电价政策，按比例回收煤电机组固定成本，伴随煤炭价格中枢理性回归，火电企业综合电价以及盈利能力有望企稳

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5 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

电价机制方面，随着新型电力系统建设推进，新能源装机占比提升，火电继续发挥“压舱石”作用，而单一电量电价机制难以充分体现煤电的支撑调节价值，容量电价政策应运而生。2023年11月10日国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》（发改价格〔2023〕1501号），自2024年1月1日起实施煤电容量电价机制，将煤电单一制电价调整为“容量电价+电量电价”的两部制电价，容量电价主要回收机组固定成本，电量电价主要回收变动成本。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，全国大部分地区执行30%左右的容量电价回收政策，补偿标准确定为每年每千瓦100元；云南、四川、河南、重庆、青海、广西、湖南等煤电功能转型较快的7省执行50%的回收比例，补偿标准确定为每年每千瓦165元；自2026年起，云南、四川等煤电转型较快的地方回收比例原则上提升至不低于70%，其他地方提升至不低于50%。容量电价机制的施行，将部分保障煤电机组固定成本的收回、稳定煤电行业预期，在发挥煤电支撑调节价值的同时激励市场主体自主优化扩建技术方案。

2023年以来煤炭价格中枢回落，同时容量电价重塑煤电盈利模式，火电企业成本和盈利趋于稳定可控。自2021年《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439号）相关政策实施以来，火电电价增幅明显，且2023年以来煤炭市场价格中枢回落，在一定程度上缓解了火电企业的经营压力。目前煤价仍处于相对高位，但长协煤保障力度持续加强，港口及电厂库存仍维持高位，电厂成本端压力释放，煤价将逐渐回归合理水平，同时煤电容量电价机制将对固定成本得以部分补足，有利于火电企业综合电价和盈利水平保持稳定。

图6 2023年以来煤价中枢整体有所回落但仍处于偏高水平



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

区域经济环境

内蒙古聚焦建设国家重要能源和战略资源基地、向北开放重要桥头堡，战略地位重要，地方经济实力持续增强，用电需求较大，为公司业务发展提供有力支撑

内蒙古幅员辽阔，区位战略地位重要。内蒙古位于中国北部边疆，总面积 118.3 万平方公里，居全国省级行政区第三位，横跨东北、华北、西北地区，是我国向北开放“桥头堡”，区位战略地位重要。内蒙古自然资源丰富，有“东林西矿、南农北牧”之称，是我国发现新矿物最多的省区，截至 2018 年末，保有资源储量居全国之首的有 20 种、居全国前三位的有 45 种，区域内煤炭保有资源量占全国的 26.87%，居全国第一，稀土查明资源储量居世界首位，包头白云鄂博矿山是世界上最大的稀土矿山；东部大兴安岭林海有丰富的森林资源和野生动植物资源；旅游和农牧资源丰富，区域内有辽阔的呼伦贝尔、锡林郭勒草原，牛奶、羊肉、牛肉和羊绒、饲草产量稳居全国第一。截至 2023 年末，内蒙古常住人口 2396.0 万人，较 2022 年末减少 5.17 万人，常住人口城镇化率达 69.58%，高于全国平均水平（66.16%）。

近年内蒙古地方经济保持增长，且内蒙古是我国能源和战略资源基地，煤炭产能、外运量、发电量和外送电量均居全国首位。根据内蒙古电力行业协会统计，2023 年，内蒙古自治区全区全社会用电量 4823.2 亿千瓦时，同比增长 12.4%；其中工业用电量 4201.1 亿千瓦时，同比增长 11.7%。2023 年，全区 6,000 千瓦及以上电厂发电量 7,450.5 亿千瓦时，同比增长 14%。其中，火电 5935 亿千瓦时，同比增长 12.9%；风电 1271.2 亿千瓦时，同比增长 21.6%；太阳能 205.46 亿千瓦时，同比增长 16.2%。2023 年内蒙古用电需求持续增加，在保障外送电量的同时内蒙古自治区内电力供需形势较为紧张，同期华北区域电力供需总体紧平衡，部分地区用电高峰时段电力供需亦偏紧，为公司运营及业务发展提供有力支撑。

表2 近年内蒙古自治区电力运行情况（单位：亿元、亿千瓦时、万千瓦）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值（GDP）	24,627.0	7.3%	23,159.0	4.2%	20,514.2	6.3%
全社会用电量	4,823.2	12.4%	4,199.6	6.1%	3,957.5	1.5%
发电量	7,450.5	14%	6,619.2	8.2%	5,952.6	3.7%
电力装机容量	21,337.56	26.41%	16,811	9.1%	15,403	5.8%
其中：火电装机容量	11,820.55	11.21%	10,496	6.8%	9,828	5.0%

注：装机容量为 6,000 千瓦及以上电厂发电设备容量。

资料来源：2021-2023 年内蒙古统计公报，公开资料、Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2023 年公司电力板块经营平稳，同时不断通过自建和权益投资增加新能源项目储备，新能源装机占比持续提升；随着魏家峁煤炭产能逐步释放，公司充分发挥煤电一体化，电力业务煤价成本有效控制，同时公司强力推进煤炭增产保供扩销，进一步夯实煤炭板块盈利基础；但仍需关注上网电价下滑对公司经营状况的影响

作为北方联合电力的核心上市子公司，公司在蒙西电力市场的份额约为 10%，仍主要经营火力发电、供热业务以及风电和太阳能等为主的新能源发电业务，并经营煤炭生产及销售等业务。2023 年公司统筹协调推进转型发展和提质增效，全年累计完成发电量 607.13 亿千瓦时，同比减少 0.59%；完成供热量 1,868.74 万吉焦，同比增长 5.51%；完成煤炭产量 1,326.17 万吨，同比增长 52.09%。

分板块看，电力产品销售收入实现 193.54 亿元，同比减少 6.80%，主要系售电量同比下降 0.61% 和平均上网结算电价同比下降 6.23% 所致，导致营业收入略有下降；供热产品销售收入实现 4.89 亿元，同比减少 0.97%，主要系售热单价同比下滑 6.13% 所致；得益于魏家峁煤炭核增产能，协同效应加大，煤炭销售收入实现 25.01 亿元，同比增加 43.02%。综合影响下，2023 年公司毛利率同比增长 3.4 个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年 1-3 月			2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电力收入	46.82	84.02	22.63	193.54	85.92	16.34	207.67	90.03	15.37
煤炭收入	6.49	11.65	69.55	25.01	11.10	66.11	17.48	7.58	62.53
热力收入	2.35	4.22	-48.91	4.89	2.17	-51.45	4.94	2.14	-53.62
其他收入	0.06	0.11	-11.70	1.82	0.81	90.44	0.57	0.25	65.99
合计	55.72	100.00	25.04	225.25	100	20.99	230.66	100.00	17.59

资料来源：2022-2023 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）电力业务

2023 年公司电力板块经营业绩整体较稳定，火电装机规模稳定，且通过自建和权益投资不断争取新能源项目储备，推动电源结构转型，在建新能源项目尚需一定投资规模，存在一定的资本支出压力

2023 年公司大力推进能源结构转型，清洁能源比例不断提高。截至 2023 年末，公司火电、风电装机

规模维持稳定，光伏装机规模的提升拉动公司可控装机容量上涨，电源结构仍以火电为主。截至2023年末，公司已经投入运行的发电厂可控装机容量1,322.62万千瓦，其中燃煤发电机组装机容量1,140 万千瓦，占比86.19%；新能源装机容量182.62万千瓦，占比13.81%；公司参股电厂权益装机容量277.82万千瓦。从区域分布来看，公司发电资产均位于内蒙古自治区境内，所发电量输送区域包括蒙西、华北和蒙东地区，公司在内蒙古电力市场保持了较高的份额，规模优势进一步凸显。

2023年公司通过自建和权益投资不断提升新能源装机占比。2023年公司取得库布齐沙漠基地鄂尔多斯新能源项目120万千瓦风电项目（二期暖水60万千瓦风电项目）、丰镇市整市屋顶分布式108.903MW光伏试点项目的核准批复，同年内蒙古聚达发电有限责任公司灵活性改造促进市场化消纳38万千瓦新能源项目实现全容量并网发电。此外，公司也通过权益投资来提升新能源权益装机规模，2023年7月，公司决定向参股的大唐托克托发电公司按照15%的现有持股比例增资约45,751.88万元（最终以可研收口概算为准），用于投资建设蒙西托克托外送200万千瓦风光项目，该项目投产后公司新能源权益装机将增加30万千瓦。

表4 公司控股电力资产情况（单位：万千瓦）

指标	2023 年	2022 年
可控装机容量	1,322.62	1,284.62
其中：火电	1,140.00	1,140.00
其中：蒙西电网	636.00	636.00
华北电网	504.00	504.00
风电	137.62	137.62
其中：蒙西电网	80.22	80.22
华北电网	47.50	47.50
蒙东电网	9.90	9.90
光伏	45.00	7.00
清洁能源占比	13.81%	11.26%

注：公司所属上都发电（4*60 万千瓦）和内蒙古上都第二发电有限责任公司（2*66 万千瓦）为“点对网”东送华北电网的电厂，装机容量合计为 372 万千瓦；魏家峁煤电两台机组共计 132 万千瓦（2*66 万千瓦）接入蒙西-天津南特高压交流输变电网直送华北；内蒙古乌达莱新能源有限公司风电项目装机容量 47.5 万千瓦通过锡盟-泰州直流特高压工程向华北电网输电。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司完成上网电量562.71亿千瓦时，与去年基本持平，其中市场化交易电量546.44亿千瓦时，占上网电量比例为97.11%。机组运营效率方面，2023年公司发电机组利用小时数同比下降；燃煤机组质量方面，2023年以来公司不断通过节能改造降低火电煤耗，发电标准煤耗有所下降；煤价成本方面，2023年公司仍采用“长协+自产+市场”采购模式，公司标煤单价完成594.62元/吨，同比下降11.59%。

上网电价方面，受国家政策、市场竞争等因素影响，2023年售电单价同比下降22.87元/千千瓦时，但煤电价格改革导向为“建立能跌能涨的市场化电价机制”，且未来随着新能源市场化交易电量的不断提升，电价竞争程度或将加大，需持续关注电力市场化改革对公司上网电价的影响。

表5 公司电力业务主要运营指标

项目	2023 年	2022 年
发电量（亿千瓦时）	607.13	610.71
售电量（亿千瓦时）	562.71	566.14
上网电量（亿千瓦时）	562.71	566.14
发电机组利用小时数（小时）	4,691.00	4,754.00
平均上网电价（不含税）（元/千千瓦时）	343.94	366.81
火电发电标准煤耗（克/千瓦时）	308.45	309.79
煤炭采购总量（万吨）	3,440.85	3,551.92
标煤采购单价（不含税，元/吨）	594.62	672.54

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司风力发电业务分布于乌兰察布、包头、通辽、锡盟和兴安盟等地区，2023年公司风电板块发电量有所下滑，风电机组利用小时数有所下降。

表6 公司风电机组主要运营情况

项目	2023 年	2022 年
发电量（亿千瓦时）	32.31	33.29
售电量（亿千瓦时）	31.66	32.52
机组利用小时数（小时）	2,348.00	2,419.00
售电单价（不含税，元/千千瓦时）	383.16	394.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续聚焦电力主业，积极推动能源结构转型，根据公司规模，“十四五”末新能源装机比重达50%，即约1,000万千瓦；目前公司风光装机合计182.62万千瓦，占公司总装机13.81%，仍有较大的空间，公司自身以及控股股东北方联合电力将持续加大新能源发电项目的开发。截至2023年末，公司在运行风电装机容量137.62万千瓦，光伏发电装机容量45万千瓦，已获得备案或核准的新能源项目约118.8万千瓦，公司新能源装机占比有望不断提高，电源结构将持续优化。截至2023年末，公司在建项目均为新能源项目，尚需一定的投资规模，存在一定的资本支出压力。

表7 截至 2023 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	装机规模	计划总投资	已投资	预计投运时间
丰镇市整市屋顶分布式光伏试点项目	108.903MW	5.65	1.03	2024
库布齐沙漠基地 120 万千瓦风电项目（二期暖水 60 万千瓦风电项目）	600MW	34.98	0.03	2025
合计	708.903MW	40.63	1.06	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）煤炭业务

2023年随着煤炭产能逐步释放，公司充分发挥煤电一体化，煤价成本有效控制，同时公司强力推进煤炭增产保供扩销，进一步夯实煤炭板块盈利基础

公司煤炭销售收入全部来自于全资子公司魏家峁煤电的煤炭销售业务，魏家峁煤电属于煤电一体化项目。魏家峁露天煤矿所产的煤炭一部分供魏家峁煤电电厂发电机组使用，一部分用于合并范围内内销，剩余煤炭将用于对外销售。魏家峁露天煤矿位于准格尔矿区东南部，地质储量9.8亿吨，2023年6月生产能力核增至1,500万吨/年。2023年随着魏家峁露天煤矿产能核增，公司煤炭产销量亦同比大幅增加。煤炭价格受国家政策、市场竞争和供需关系影响较大，2023年以来受煤炭供求格局宽松影响，煤炭单价有所下滑。

2023年公司实现煤炭产量1,326.17万吨，同比增长52.09%，公司合并范围内电厂供应煤炭量415.19万吨，同比增长98.96%，外销量622.81万吨，同比增加64.09%。2023年，公司坚持“长协+自产+市场”采购模式，标煤单价完成同比下降11.59%。在售电单价同比下降22.87元/千千瓦时的情况下，度电边际贡献同比增加2.52%。整体来看，随着煤炭产能的扩大，预计公司煤电一体化协同优势将进一步增强。

表8 煤炭业务主要运营情况

项目	2023	2022
产能（万吨/年）	1,500.00	1,200.00
产量（万吨）	1,326.17	871.98
销量（万吨）	622.81	379.55
销售单价（不含税、元/吨）	401.50	460.66

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）热力业务

2023年公司供热量有所增加，但系民生保障业务，盈利能力仍较弱

公司供热业务通过部分所属火电厂开展，截至2023年末，公司所属魏家峁煤电、上都发电等七家电厂均已通过实施热电联产技术改造实现了供热。公司供热业务主要包括居民供热及工业供汽，其中居民供热直接销售给热力用户或通过协议以趸售方式销售给热力公司，工业供汽以协议方式直售给客户。2023年公司积极开拓供热市场，供热量完成1,868.74万吉焦，同比增长5.51%，但供热业务一直处于亏损状态。公司作为国有企业承担着重要的社会责任，而且供热价格由政府定价。

表9 热力板块主要运营指标

主要指标	2023 年	2022 年
供热量（万吉焦）	1,868.74	1,771.15
供热价格（不含税、元/吉焦）	26.18	27.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

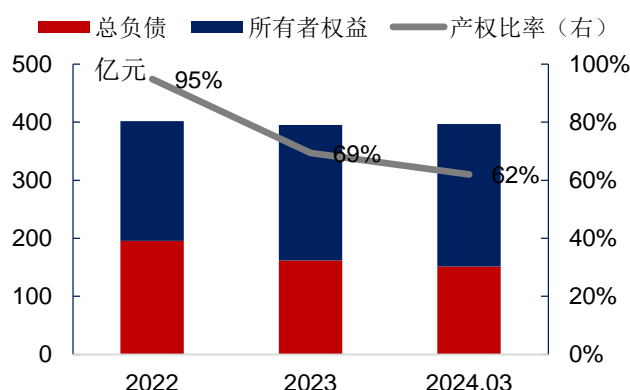
以下分析基于公司提供的经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。该部分分析2022年财务数据采用2023年审计报告期初数，2023年财务数据采用2023年审计报告期末数。2023年公司合并报表范围新增4家子公司，无减少子公司；截至2023年末，公司纳入合并范围的控股子公司共18家，合伙企业1家，见附录四。

资本实力与资产质量

随着折旧的计提，公司资产总额整体有所减少，资产仍以发电机组和生产设备等非流动资产为主，受限资产规模较小

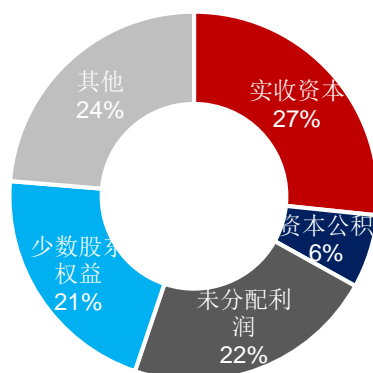
受益于公司利润积累，所有者权益保持增长，同时公司保持较大的债务偿还力度，公司负债规模持续下降，综合影响下，2023年公司产权比例进一步下降。截至2024年3月末，公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润、可续期公司债以及少数股东权益等构成，其中可续期公司债本金规模为30亿元。此外，公司现金分红规模较大，或将对公司的所有者权益积累有一定影响。

图7 公司资本结构



资料来源：公司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8 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

公司资产仍以发电机组、生产设备为主的固定资产等长期资产为主，随着固定资产折旧的计提，2023年末总资产规模有所下降。无形资产主要为采矿权和土地使用权，规模相对稳定。2023年末公司在建工程主要系聚达发电灵活性改造促进市场化消纳38万千瓦新能源项目（已完成并网）、魏家崙新能源公司（预计2025年内完工运营）和丰川新能源公司的新能源项目。2023年末公司货币资金规模大幅增加，期末因矿山治理和复垦保证金等而使用受限的货币资金为2.48亿元。2023年末公司应收账款同比上升，主要系应收电费增加所致，应收款方主要是电网公司，资质良好，回收风险不大，应收账款质押合计10.62亿元。

整体来看，公司资产仍以发电机组、生产设备等长期资产为主，随着折旧计提，或对公司资产规模有一定影响；流动资产占比不高，主要为应收上网电费以及货币资金。截至2023年末，公司使用权

受限资产账面价值合计为13.10亿元，主要系矿山治理和复垦保证金以及电费收费权，受限规模不大。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.56	3.92%	15.95	4.04%	9.74	2.42%
应收账款	43.64	11.00%	43.13	10.93%	41.78	10.40%
存货	4.30	1.08%	3.04	0.77%	5.23	1.30%
其他流动资产	2.74	0.69%	2.42	0.61%	6.26	1.56%
流动资产合计	76.42	19.27%	69.90	17.71%	66.81	16.62%
其他权益工具投资	12.59	3.17%	12.21	3.09%	9.73	2.42%
长期股权投资	19.72	4.97%	18.97	4.81%	18.82	4.68%
固定资产	226.86	57.19%	218.69	55.39%	244.31	60.79%
在建工程	6.00	1.51%	19.54	4.95%	5.78	1.44%
无形资产	42.69	10.76%	42.98	10.89%	43.84	10.91%
非流动资产合计	320.25	80.73%	324.89	82.29%	335.06	83.38%
资产总计	396.68	100.00%	394.79	100.00%	401.87	100.00%

资料来源：公司 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

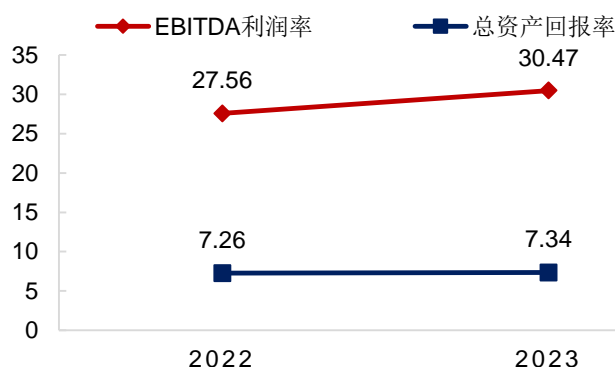
盈利能力

2023年公司煤炭板块盈利进一步夯实，煤炭一体化优势平抑了上网电价下降和售电量减少的影响，叠加当期财务费用的减少，使得公司盈利水平有所增强，但仍需持续关注电价下行压力和煤炭销售价格波动对公司盈利水平的影响

2023年，由于公司对部分老旧火电机组计提减值准备，计提金额为6.28亿元，影响当期利润。此外，2023年公司财务费用有所减少，同比下降33.61%。受益于煤炭业务盈利，公司利润规模和盈利相关指标同比均大幅提升，盈利能力有所增强。综合影响下，2023年公司EBITDA利润率和总资产回报率均同比有所增加，盈利能力有所增强。

公司发电量、供热量以及煤炭产销量受到国家整体经济形势、区域分布、市场竞争、政策导向等多重因素综合影响，目前看，电价竞争程度预计将持续加大，需持续关注上述因素对公司盈利水平的影响。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营获现能力表现优异，进一步加大债务偿还力度，财务杠杆水平有所下降，融资渠道通畅，偿债能力极强

2023年公司加大债务偿还力度，2023年末总负债规模同比下滑17.31%，主要由有息债务、应付账款和其他应付款构成。2023年末公司应付账款主要为应付供应商的购煤款，其他应付款主要为应付基建工程及设备款。公司总债务主要由银行借款以及可续期公司债构成，2023年末仍以长期债务为主。截至2024年3月末，公司可续期公司债本金规模为30亿元。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.15	2.74%	4.75	2.94%	16.73	8.55%
应付账款	17.38	11.45%	20.69	12.79%	26.81	13.70%
其他应付款	10.93	7.20%	12.17	7.52%	13.07	6.68%
一年内到期的非流动负债	15.69	10.34%	20.43	12.63%	25.69	13.13%
流动负债合计	54.97	36.22%	61.68	38.14%	88.29	45.14%
长期借款	91.86	60.52%	96.12	59.43%	104.78	53.57%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期应付款	1.77	1.17%	1.29	0.80%	0.00	0.00%
非流动负债合计	96.81	63.78%	100.06	61.86%	107.31	54.86%
负债合计	151.78	100.00%	161.74	100.00%	195.60	100.00%
总债务	142.35	93.78%	151.36	93.58%	177.37	90.68%
其中：短期债务	19.84	13.07%	25.18	15.57%	42.42	21.69%
长期债务	92.23	60.76%	96.14	59.44%	104.83	53.59%
可续期公司债	30.28	19.95%	30.04	18.57%	30.12	15.40%

资料来源：公司 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

2023年公司经营获现能力有所提升，加之资本支出可控，故公司保持了较大的债务偿还力度，资产负债率同比有所下降，2023年公司FFO、EBITDA对债务本息的覆盖能力均有所增强。

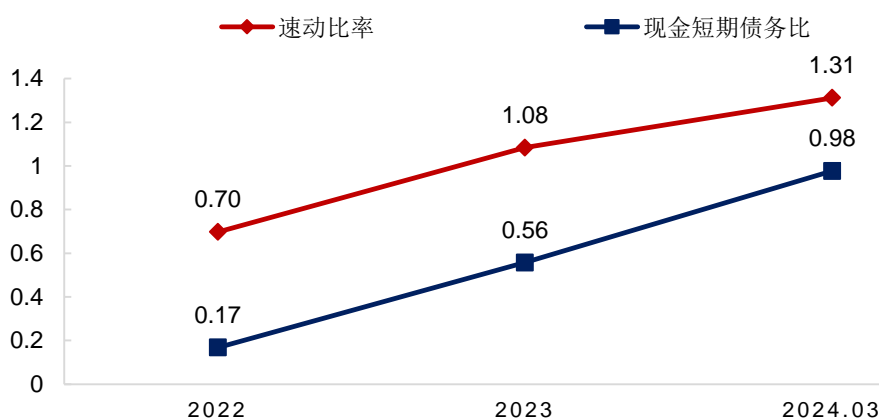
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	9.72	53.32	51.54
FFO（亿元）	--	35.08	30.98
资产负债率	38.26%	40.97%	48.67%
净债务/EBITDA	--	2.08	2.77
EBITDA 利息保障倍数	--	16.64	10.86
总债务/总资本	36.76%	39.37%	46.23%
FFO/净债务	--	24.59%	17.60%
经营活动现金流净额/净债务	7.82%	37.37%	29.29%
自由现金流/净债务	6.16%	20.62%	22.56%

资料来源：公司 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

从流动性指标来看，截至2023年末，公司速动比率和现金短期债务比均有所提升，但现金类资产对短期债务的覆盖水平较低。截至2024年3月末，公司获得银行授信总额为384.26亿元，尚未使用的银行授信额度为275.70亿元，备用流动性充足。同时，公司为A股上市公司，资本市场融资渠道通畅，受限资产规模较小，财务弹性较好。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 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

公司控股电厂均达到或严于国家排放标准，但以火电为主的电源结构仍将面临较大的环保压力；

公司注重员工权益和安全生产，积极履行社会责任；ESG对公司持续经营和信用风险负面影响较小

环境因素

环境方面，公司煤电机组占比较高，在煤炭利用、碳排放和环保等方面面临较大压力。2023年公司下属2家电厂分别受到各区域有关部门处罚（鄂尔多斯市生态环境局准格尔旗分局和乌海市生态环境局处罚），共计罚款11万元，公司均已完成整改。目前，公司控股火电企业全部建有除尘、脱硫、脱硝、废水处理等防治污染设施，运行状况良好，全部达到或严于国家排放标准。

社会因素

跟踪期内，公司注重员工发展以及员工权益保障，不断健全员工激励机制、培养体系，人员稳定性较高。同时，公司积极履行社会责任，在能源保供、公益慈善等方面做出贡献。截至2023年末，公司已实现连续安全生产3,498天。

公司治理

公司治理方面，公司治理体系、内部控制和合规管理制度较为完善。过去一年，公司定位的战略规划较为清晰，未曾出现董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况。

（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4月29日），公司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；公司本部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2024年6月15日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、外部特殊支持分析

公司实际控制人华能集团是中央级大型综合性发电企业集团之一，综合实力雄厚。公司控股股东北方联合电力作为华能集团内蒙古地区发电资产及煤炭业务的运营主体，综合实力较强。同时，公司为内蒙古大型独立发电公司之一，具有规模优势和煤电一体化优势，近年来业务发展稳健，在资源等方面可得到股东较大支持。

九、结论

公司为华能集团下属的重要上市公司，在华能集团北线发展战略中具有重要位置，且作为内蒙古区域内大型独立发电公司之一，内蒙古及华北区域用电需求的持续增长为公司业务发展提供有力支撑，公

司电力资产优质，规模优势和煤电一体化优势加强，且经营获现能力强、融资渠道畅通，财务杠杆水平持续降低，抗风险能力极强。同时需持续关注电价下行压力和煤炭销售价格波动对公司经营的影响。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AAA，维持评级展望为稳定，维持“23蒙电Y1”和“23蒙电Y2”信用等级均为AAA。

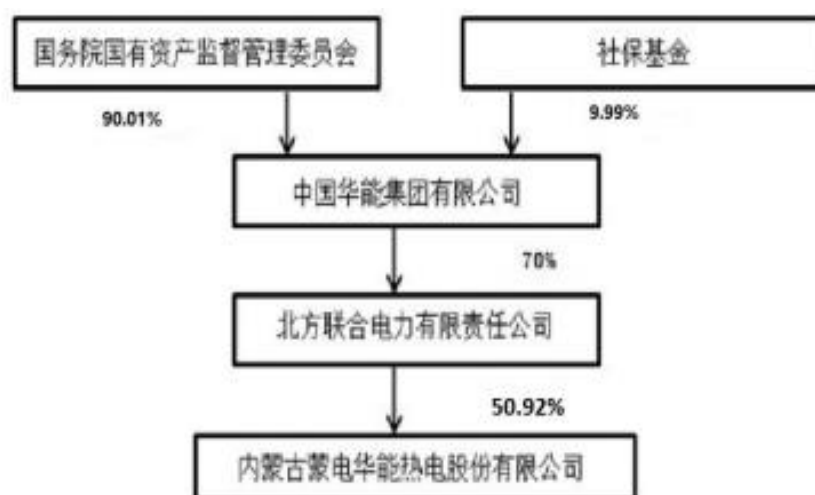
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	15.56	15.95	9.74	7.78
应收账款	43.64	43.13	41.78	37.60
存货	4.30	3.04	5.23	5.90
其他流动资产	2.74	2.42	6.26	3.44
流动资产合计	76.42	69.90	66.81	57.29
其他权益工具投资	12.59	12.21	9.73	8.33
长期股权投资	19.72	18.97	18.82	17.53
固定资产	226.86	218.69	244.31	270.01
在建工程	6.00	19.54	5.78	5.72
无形资产	42.69	42.98	43.84	42.08
非流动资产合计	320.25	324.89	335.06	358.22
资产总计	396.68	394.79	401.87	415.51
短期借款	4.15	4.75	16.73	21.97
应付账款	17.38	20.69	26.81	23.16
其他应付款	10.93	12.17	13.07	15.60
一年内到期的非流动负债	15.69	20.43	25.69	30.80
流动负债合计	54.97	61.68	88.29	102.16
长期借款	91.86	96.12	104.78	119.19
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	1.77	1.29	0.00	0.00
非流动负债合计	96.81	100.06	107.31	121.11
负债合计	151.78	161.74	195.60	223.27
总债务	142.35	151.36	177.37	202.24
其中：短期债务	19.84	25.18	42.42	52.80
所有者权益	244.90	233.05	206.26	192.24
营业收入	55.72	225.25	230.66	190.01
营业利润	12.25	30.16	23.74	5.16
净利润	10.62	20.11	20.20	1.83
经营活动产生的现金流量净额	9.72	53.32	51.54	31.41
投资活动产生的现金流量净额	-1.58	-23.55	-11.01	-8.90
筹资活动产生的现金流量净额	-10.47	-23.29	-39.77	-18.50
财务指标	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
EBITDA（亿元）	11.92	68.63	63.56	42.87
FFO（亿元）	--	35.08	30.98	23.42
净债务（亿元）	124.22	142.68	175.98	201.10
销售毛利率	25.04%	20.99%	17.59%	10.30%

EBITDA 利润率	--	30.47%	27.56%	22.56%
总资产回报率	--	7.34%	7.26%	3.06%
资产负债率	38.26%	40.97%	48.67%	53.73%
净债务/EBITDA	--	2.08	2.77	4.69
EBITDA 利息保障倍数	--	16.64	10.86	5.59
总债务/总资本	36.76%	39.37%	46.23%	51.27%
FFO/净债务	--	24.59%	17.60%	11.65%
经营活动现金流净额/净债务	7.82%	37.37%	29.29%	15.62%
自由现金流/净债务	6.16%	20.62%	22.56%	10.30%
速动比率	1.31	1.08	0.70	0.50
现金短期债务比	0.98	0.56	0.17	0.12

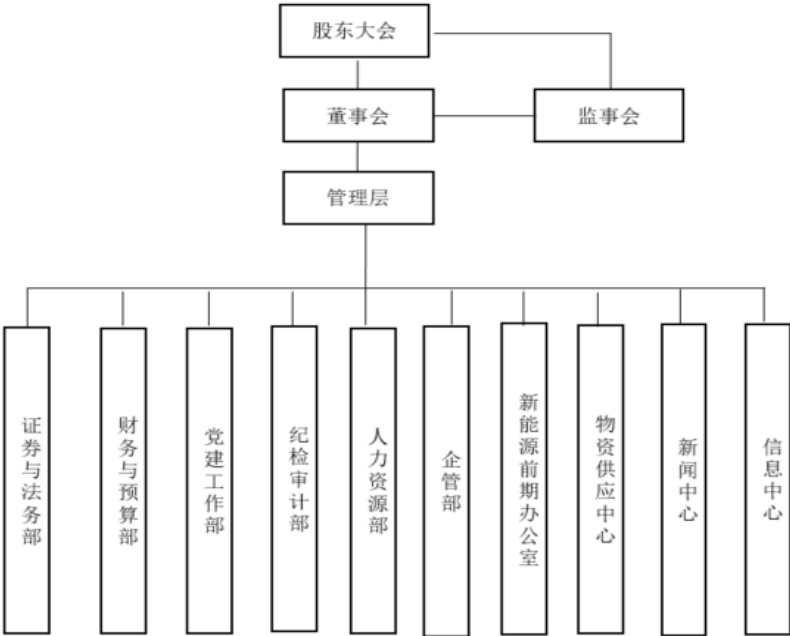
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



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子公司情况（单位：万元）

子公司名称	主要经营地	注册资本	业务性质	持股比例(%)	
				直接	间接
内蒙古丰泰发电有限公司	呼和浩特市	40,000.00	电力和热力的生产和销售	45.00	
内蒙古海勃湾电力股份有限公司	乌海市	39,899.68	电力的生产、供应和销售（已关停）	61.77	36.47
内蒙古京达发电有限责任公司	内蒙古达拉特旗树林召镇	47,176.20	电力的生产、供应和销售	40.00	
内蒙古上都发电有限责任公司	锡林郭勒盟正蓝旗	207,921.86	电力的生产、供应和销售	51.00	
内蒙古上都第二发电有限责任公司	锡林郭勒盟正蓝旗	101,735.00	电力和热力的生产、供应和销售	51.00	
北方魏家峁煤电有限责任公司	内蒙古准格尔旗龙口镇	567,825.00	煤矿机械设备销售；煤炭、电力和热力的生产、销售	100.00	
内蒙古聚达发电有限责任公司	内蒙古达拉特旗树林召镇	80,000.00	电力的生产、供应和销售	1.00	21.04
内蒙古蒙达发电有限责任公司	内蒙古达拉特旗树林召镇	82,000.00	电力和热力的生产、供应和销售	53.00	
内蒙古北方龙源风力发电有限责任公司	乌兰察布市察右中旗辉腾锡勒	207,821.83	风力发电；光伏发电及其他可再生清洁能源发电	100.00	
内蒙古丰电能源发电有限责任公司	内蒙古丰镇市	10,000.00	电力和热力的生产和销售	51.00	
内蒙古和林发电有限责任公司	呼和浩特市和林格尔县	115,400.00	电力和热力的生产和销售	57.00	
兴和县察尔湖海润生态光伏发电有限公司	乌兰察布市兴和县	18,000.00	光伏发电	100.00	
内蒙古聚达新能源有限责任公司	内蒙古达拉特旗	50,000.00	光伏发电	100.00	
内蒙古丰川新能源有限责任公司	内蒙古丰镇市	15,000.00	光伏发电	89.00	
北方魏家峁（鄂尔多斯）新能源有限责任公司	鄂尔多斯市	15,000.00	风力发电	66.00	
内蒙古聚穗能源合伙企业（有限合伙）	鄂尔多斯市	254,100.00	火力发电	21.21	0.04
内蒙古金和新能源有限责任公司	呼和浩特市和林格尔县	1,000.00	风力发电	95.00	
内蒙古布勒呼牧新能源有限责任公司	巴彦淖尔乌拉特前旗	7,997.20	风力发电		100.00
内蒙古乌达莱新能源有限公司	锡林浩特市	96,732.00	风力发电		60.00

资料来源：公司 2023 年度报告，中证鹏元整理

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
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。