

# 中核汇能有限公司相关债券2026 年跟踪评级报告（24中核汇能 MTN002、24中核汇能 MTN004）

中鹏信评【2026】跟踪第【107】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。

# 中核汇能有限公司相关债券2026年跟踪评级报告（24中核汇能MTN002、24中核汇能MTN004）

## 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 中核汇能 MTN002	AAA	AAA
24 中核汇能 MTN004	AAA	AAA

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：中核汇能有限公司（以下简称“中核汇能”或“公司”）是中国核能电力股份有限公司（以下简称“中国核电”）旗下新能源业务的主要专业化运营平台，跟踪期内公司控股的新能源装机规模继续扩张，发电量及上网电量逐年增长，电力业务仍保持很强的获现能力，且获得股东增资等各项支持。但中证鹏元也关注到，随着新能源全面入市交易，电力市场竞争加剧，公司上网电价大幅下行，2025 年业绩持续承压，且 2026 年一季度出现亏损，同时新能源补贴回款仍滞后；公司新能源机组主要集中在甘肃、新疆及内蒙古等区域，仍面临弃风、弃光损失风险；此外，公司业务扩张对再融资资金依赖较大，面临一定资本支出及债务偿付压力。

## 评级日期

2026 年 6 月 4 日

## 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	2,110.73	2,083.75	1,870.67	1,360.29
归母所有者权益	408.62	401.31	321.41	270.47
总债务	1,387.01	1,358.12	1,222.47	981.37
营业收入	32.91	149.69	127.61	99.35
净利润	-1.64	14.47	25.35	29.41
经营活动现金流净额	16.96	118.84	76.66	59.64
净债务/EBITDA	--	10.66	11.37	11.27
EBITDA 利息保障倍数	--	3.87	3.30	3.57
总债务/总资本	70.82%	70.71%	72.10%	79.85%
FFO/净债务	--	5.65%	4.87%	5.20%
EBITDA 利润率	--	83.00%	83.44%	84.24%
总资产回报率	--	2.37%	3.39%	4.59%
速动比率	1.09	0.87	0.62	0.67
现金短期债务比	--	0.24	0.06	0.16
销售毛利率	23.60%	39.19%	51.28%	59.68%
资产负债率	68.90%	68.92%	71.50%	78.12%

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

## 联系方式

项目负责人：马琳丽  
 mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳  
 songchy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **跟踪期内公司新能源业务体量继续扩张。**作为中国核电体系内主要的新能源专业化运营平台，公司近年来通过自建及外延式并购新能源项目壮大业务实力，截至 2025 年末，公司可控装机容量达到 3,360.84 万千瓦，同比增长 13.63%；2025 年公司发电量达到 435.72 亿千瓦时，同比增长 31.28%。
- **公司电力业务仍保持很强的获现能力。**随着并网装机规模、发电量及上网电量逐年增长，2025 年公司实现营业收入 149.69 亿元，同比增长 17.30%；同时，随着新能源发电项目补贴回款的增加，2025 年公司 FFO 达到 74.77 亿元，经营活动现金净流入 118.84 亿元，电力业务获现保持较高水平。
- **控股股东综合实力雄厚，公司持续获得股东增资等各项支持。**公司间接控股股东中国核工业集团有限公司（以下简称“中核集团”）是我国三家具有核电运营资质的企业之一，控股股东中国核电是中核集团唯一进行核电开发与经营的主体，近年来公司控股装机容量及发电量所占比重持续提升，不断服务于控股股东打造世界一流清洁能源服务企业战略；2025 年公司收到股东实缴增资款 54.48 亿元；此外，公司股东及其体系内金融机构在融资方面亦给予公司授信、委托贷款等支持。

## 关注

- **公司上网电价大幅下行，业绩持续承压，且新能源补贴回款滞后。**2025 年电力市场化交易程度持续加深，随着新能源全面入市，电力市场竞争加剧，公司市场化交易电量大幅增加，上网电价出现明显下行，2025 年在公司营业收入增长的情况下，销售毛利率、净利润同比均大幅下降；2026 年 1-3 月，公司净利润已出现亏损。同时，公司应收账款规模稳中有升，主要为应收的新能源补贴款，但部分款项账龄仍然较长，回款仍有一定滞后。
- **新能源装机的主要覆盖区域面临弃风、弃光损失风险。**光伏发电方面，新疆等限电区域弃光率明显高于其他区域，2025 年公司位于新疆区域的光伏场站弃光率继续上升；公司风电项目也主要分布在新疆、甘肃及内蒙古等“三北”地区，风电场分布集中，也存在“弃风限电”情况，弃风率相对较高。
- **公司债务规模攀升较快，面临一定资本支出及债务压力。**截至 2026 年 3 月末，公司在建及拟建项目较多，预算总投资规模较大，面临较大资本开支压力，而电场项目投资回收周期较长，公司业务扩张对再融资资金依赖较大，跟踪期内公司总债务规模继续攀升，自由现金流/净债务指标继续为负，预计未来随着在建项目的陆续推进，公司仍将面临一定资本支出及债务压力。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司主要从事光伏发电及风力发电等业务，近年装机规模、发电量及上网电量均保持增长，在建及拟建项目尚有一定规模，预计未来随着上述项目建成投产，公司装机规模将继续保持增长趋势。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	三峡能源	大唐新能源	中广核风电	中核汇能
总资产	3,871.56	1,151.85	3,564.33	2,083.75
营业收入	283.99	125.77	318.08	149.69
净利润	41.23	18.14	72.18	14.47
销售毛利率（%）	41.81	32.06	42.42	39.19
资产负债率（%）	71.91	67.37	68.07	68.92
装机容量（万千瓦）	5,237.41	1,975.17	5,086.75	3,360.84

注：（1）中广核风电为中广核风电有限公司的简称，大唐新能源为中国大唐集团新能源股份有限公司的简称，三峡能源为中国三峡新能源（集团）股份有限公司的简称；（2）以上各财务指标均为 2025 年数据；中广核风电装机容量为 2025 年 9 月末数据。

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_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	5/9
	行业&经营风险状况	7/7		杠杆状况	3/9
	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		6/9
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					<b>aa+</b>
外部特殊支持					<b>1</b>
主体信用等级					<b>AAA</b>

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	债券到期日期
24 中核汇能 MTN002	20.00	20.00	2025-6-6	2034-5-9
24 中核汇能 MTN004	10.00	10.00	2025-6-6	2034-9-26

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2024年5月、9月分别发行“24中核汇能MTN002”、“24中核汇能MTN004”，募集资金计划用途均为偿还公司及子公司有息债务，截至2025年12月31日，募集资金专户<sup>1</sup>余额为16,501.80元。

## 二、 发行主体概况

2024年11月，公司股东会决议通过引入战略投资者以现金的方式对公司进行增资，公司注册资本由22.12亿元增加至28.65亿元，2025年公司收到股东实缴的增资款54.48亿元，其中4.50亿元计入实收资本，49.98亿元计入资本公积，截至2026年3月末，公司注册资本及实收资本均为28.65亿元，中国核电持有公司62.71%股权，为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。2025年，公司新增11家子公司，减少10家子公司，截至2025年末纳入合并范围的子公司共计501家。

跟踪期内，公司撤销监事会及监事，由董事会审计与风险委员会、内部审计等机构行使相关职权。公司董事长、法定代表人由张焰变更为李雄飞，董事、总理由王志刚变更为张国斌，以上变更事项属于公司正常人事变动。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。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。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，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，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”

<sup>1</sup> 公司发行的“24中核汇能MTN002”、“24中核汇能MTN003”、“24中核汇能MTN004”三期中期票据共用1个募集资金账户。

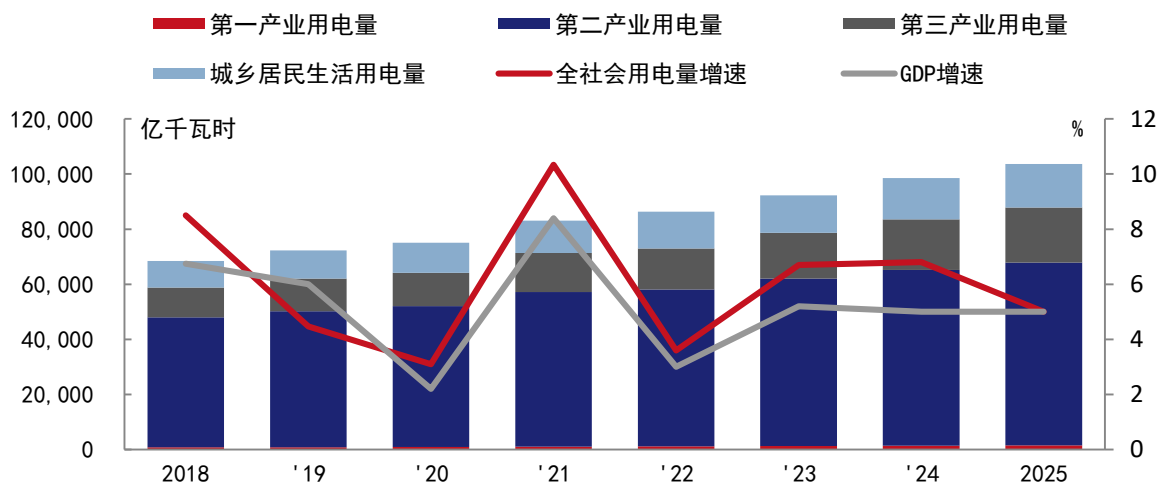
的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

## 行业环境

**2025年我国全社会用电量保持增长，新能源装机维持高速增长；基于国内稳增长政策持续发力、制造业转型升级提速、AI算力等数字经济和新兴产业加速扩张带来的用电需求激增、极端天气频发等因素，预计2026年我国电力供需基本平衡，电源清洁化趋势延续，风电和太阳能发电仍是新增装机的主力，火电承担保障系统安全、支撑新能源发展的“压舱石”和“调节器”**

2025年我国电力消费延续增长势头，全社会用电量首次突破10万亿千瓦时，达到10.37万亿千瓦时，同比增长5.0%；2026年一季度我国全社会用电量2.51万亿千瓦时，同比增长5.2%。从未来用电形势来看，2026年及未来一段时期，我国用电形势预计呈现“需求平稳增长、结构加速转型、供需总体平衡但局部偏紧”的鲜明特征。随着宏观经济的平稳运行、新质生产力（尤其是高端制造业）加速培育、AI算力等数字经济加速发展、算电协同与电力出海持续，以及以6G、数据中心、充换电服务为代表的新型基础设施建设的持续拉动，叠加近年极端天气频发，预计2026年及中长期，我国全社会用电需求将保持稳定增长。据中国电力企业联合会发布报告，预计2026年全社会用电量将达到10.9万亿至11万亿千瓦时，同比增长5%至6%。

图1 我国全社会用电量

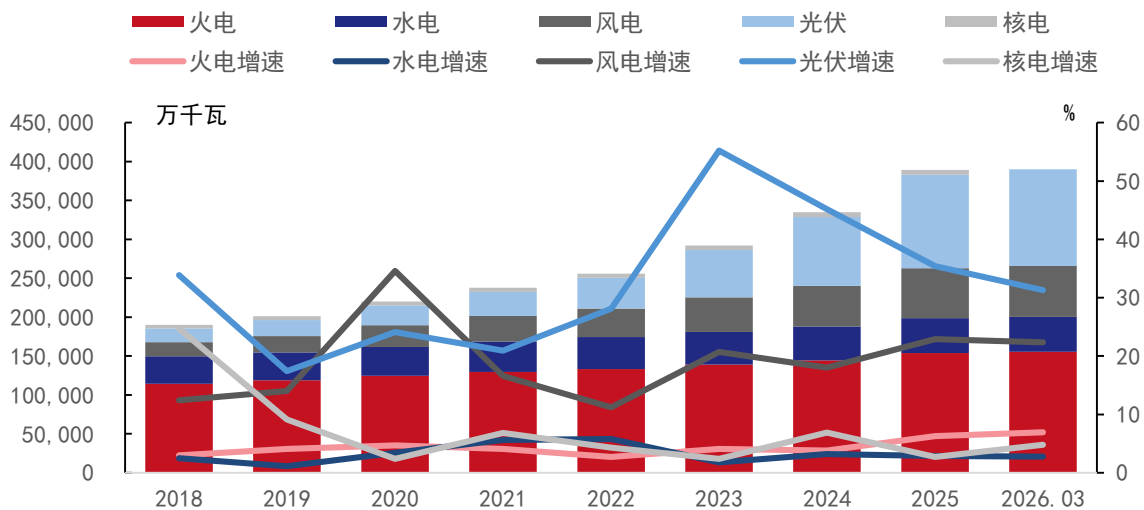


资料来源：Wind，中证鹏元整理

截至2026年3月末，我国全口径发电装机容量39.6亿千瓦，同比增长15.5%，其中并网火电、光伏、风电、水电、核电发电装机容量占比分别为39.18%、31.34%、16.53%、11.34%、1.61%。新能源装机容量占比提升至47.87%，电力行业绿色低碳转型成效显著。在“双碳”等政策目标推动下，我国风光装机规模保持快速增长，已成为装机增量的主力军，装机占比将持续提升。但受新能源全面入市导致

的电价市场化竞争、消纳压力增大等因素影响，增速或将有所放缓。2025年我国风电和太阳能发电合计新增装机容量 4.3 亿千瓦，同比增长 22.0%，占新增发电装机总容量的比重达 80%以上。其中，新增太阳能装机 3.18 亿千瓦，新增风电装机 1.2 亿千瓦。截至 2025 年末，我国以风电、太阳能发电为主的新能源发电装机规模达到 18.4 亿千瓦，已超过火电装机规模，并超额完成国内《2030 年前碳达峰行动方案》提出的“2030 年 12 亿千瓦”目标。此外，我国风电和光伏产业链的快速发展、技术持续进步以及度电成本的不断降低等，为整个风电和光伏市场进一步扩容奠定了坚实基础。结合国家新核准的火电项目情况，未来我国火电投资仍将主要集中于大型煤电一体化、风光火储一体化、特高压外送及淘汰落后产能后的同规模置换等项目，未来火电仍作为我国电力安全稳定供应的基础电源及灵活调节及容量支撑型电源。

图2 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 年全国发电设备利用效率总体呈下滑趋势，新能源消纳压力依然突出。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。

**为构建全国统一电力市场体系，2025年以来我国发布一系列深化电力市场化改革的核心政策，随着电力体制改革的不断深化以及电力市场化交易程度持续加深，短期电价竞争压力或将进一步加大**

近年来我国电力体制改革持续深化，逐步建立了适应新型电力系统的统一电力市场体系，有效促进了资源的优化配置和能源清洁低碳转型。电力136号文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。随着国家电力体制改革的深入推进，以及稳妥推进新能源参与电力市场的相关政策推动，近年来电力市场交易规模及占比持续增长。2025年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量66,394亿千瓦时，同比增长7.4%，占全社会用电量比重为64.0%，同比增长1.3个百分点。其中，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为63,522亿千瓦时，同比增长36.50%。随着国家发展改革委、国家能源局出台的《中共中央办公厅、国务院办公厅关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的意见》全面落地实施，我国电力市场化进程将显著加快。新能源参与市场交易规模的不断扩大，将成为拉动全国市场化交易电量总量和占比持续上升的核心动力，但随着新能源全面入市，电力市场竞争加剧，各电源上网电价面临下行压力。

## 四、经营与竞争

公司仍主要从事光伏发电及风力发电等业务，随着并网装机规模、发电量及上网电量逐年增长，2025年公司实现营业收入149.69亿元，同比增长17.30%；因售电价格大幅下降，公司销售毛利率明显回落。

**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
光伏发电	87.16	58.23%	38.20%	71.54	56.06%	54.73%
风力发电	54.32	36.29%	42.08%	49.93	39.13%	50.13%
其他	8.21	5.49%	30.52%	6.14	4.81%	20.49%
<b>合计</b>	<b>149.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.19%</b>	<b>127.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.28%</b>

资料来源：公司2024-2025年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司可控装机容量规模继续扩张，发电量、上网电量亦随之明显增长，但公司新能源装机的主要覆盖区域内“弃风弃光”水平仍较高，2025年随着新能源电力全面入市，电力市场化竞争加剧，公司光伏及风力发电业务利润空间承压

装机容量方面，一方面自建项目陆续投产，此外通过收购新能源资产壮大实力，并与其他企业通过组建产业联盟等合作方式，构建“风光储氢”一体化产业链，截至2025年末，公司可控装机容量达到3,360.84万千瓦，同比增长13.63%。机组仍主要分布在甘肃、新疆、内蒙古及青海等西北及西南地区。

发电量方面，受益于并网的装机容量逐年增长，2025年公司发电量为435.72亿千瓦时，同比增长31.28%。因输变电通道建设速度及规模不及风电等绿色能源的建设速度及规模，公司新能源装机的主要覆盖区域内存在“限电”情况，2025年加权平均设备利用小时数1,350.57小时，同比有所下降。

电价方面，公司市场化交易电量及其占上网电量比重均持续上升，2025年公司市场化交易电量占比已提升至77.67%，同比提升约12个百分点。随着新能源“全电量入市”，电价水平较低的市场化交易电量大幅增加，2025年公司上网电价大幅下降至271.23元/兆瓦时。

**表2 公司可控电力装机区域分布情况（单位：万千瓦）**

业务板块及区域	2025年		2024年	
	装机容量	占比	装机容量	占比
风电	1,061.93	31.60%	957.14	32.36%
光伏发电	2,298.90	68.40%	2,000.55	67.64%
<b>合计</b>	<b>3,360.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,957.69</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表3 公司电力主要经营指标情况**

指标名称	2025年	2024年	同比变化
期末控股并网装机容量（万千瓦）	3,360.84	2,957.69	13.63%
发电量（亿千瓦时）	435.72	331.91	31.28%
外购电量（亿千瓦时）	2.59	2.12	22.17%
上网电量（亿千瓦时）	428.52	326.36	31.30%
其中：市场化交易电量（亿千瓦时）	332.84	214.57	55.12%
平均上网电价（元/兆瓦时，含税）	271.23	415.22	-34.68%
其中：市场化交易电价（元/兆瓦时，含税）	275.64	295.02	-6.57%
加权平均设备利用小时数（小时）	1,350.57	1,455.10	-7.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）光伏发电

跟踪期内，公司通过自建、收购方式继续进行光伏场站扩张，截至2025年末，公司光伏发电并网装机容量达2,298.90万千瓦，同比增长约15%，主要分布在西北及西南地区。2025年光伏发电量同比增幅超过30%。随着新能源上网电价全面市场化，公司光伏发电市场化交易电量占比明显上升，光伏发电平均上网电价继续显著下降。

此外，由于近年来公司“三北”区域光伏机组装机规模增长较快，而区域内电力需求偏弱且跨区域输送建设尚需时间，弃光率明显高于其他区域，其中2025年新疆区域场站的弃光率已上升至43.91%。

**表4 公司光伏发电主要经营指标情况**

指标名称	2025年	2024年
期末控股并网装机容量（万千瓦）	2,298.90	2,000.55
发电量（万千瓦时）	2,427,549	1,805,433

上网电量（万千瓦时）	2,399,298	1,786,371
其中：市场化交易电量（万千瓦时）	1,833,073	1,107,602
平均上网电价(元/兆瓦时，含税)	274.47	441.27
其中：市场化交易电价（元/兆瓦时，含税）	272.98	286.16
平均设备利用小时（小时）	1,102.30	1,244.60
弃光率（%）	20.90	-
其中：新疆	43.91	28.13
浙江	2.51	0.59
广西	6.22	1.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2026年3月末，公司主要在建光伏项目包括贞丰县鲁容20万千瓦农业光伏电站、永德三岔沟光伏项目等，计划总投资21.12亿元，已投资11.20亿元；拟建项目计划总投资31.80亿元。

**表5 截至2026年3月末公司主要在建、拟建光伏项目情况（单位：万元）**

项目名称	预算数	已投资额	自有资金比例	资金来源
<b>在建项目</b>				
贞丰县鲁容20万千瓦农业光伏电站	96,569.55	54,897.10	20%	自有资金及贷款
永德三岔沟光伏项目	73,875.38	48,597.74	20%	自有资金及贷款
中核汇能海南昌江县海尾镇90MW渔光互补光伏项目	40,790.57	8,500.44	20%	自有资金及贷款
<b>合计</b>	<b>211,235.50</b>	<b>111,995.28</b>	-	-
<b>拟建项目</b>				
中核昌邑570MW光伏发电项目	298,714.00	-	20%	自有资金及贷款
三门横渡53.26MW山地光伏项目	19,260.15	-	20%	自有资金及贷款
<b>合计</b>	<b>317,974.15</b>	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）风力发电

跟踪期内，随着新建及并购的风电场项目投入运营，公司风力发电装机容量、发电量仍然保持增长。2025年公司风力发电的设备利用小时数下降至1,884.55小时；同时，风力发电的市场化交易电量亦显著抬高，2025年占比已接近80%。从上网电价来看，受市场化交易电量占比上升、补贴退坡影响，2025年公司平均上网电价下降至266.79元/兆瓦时。

从区域分布来看，公司风电项目主要布局在甘肃、新疆及内蒙古等“三北”地区，但以上区域存在“弃风限电”情况，弃风率相对较高。考虑到主要区域内电力消纳情况及跨区域输送通道建设等因素，公司风电业务未来仍面临一定“弃风限电”损失风险。

**表6 公司风力发电主要经营指标情况**

指标名称	2025年	2024年
------	-------	-------

期末控股并网装机容量（万千瓦）	1,061.93	957.14
发电量（万千瓦时）	1,929,656	1,513,762
其中：甘肃	352,501	247,927
新疆	189,579	165,346
内蒙古	360,231	242,528
上网电量（万千瓦时）	1,885,952	1,477,246
其中：市场化交易电量	1,495,298	1,038,072
平均上网电价(元/兆瓦时，含税)	266.79	383.24
其中：市场化交易电价	279.03	303.90
平均设备利用小时（小时）	1,884.55	2,118.66
其中：甘肃	1,765.60	1,975.26
新疆	1,293.07	1,778.35
内蒙古	2,809.02	2,854.38
弃风率（%）	16.51	-
其中：甘肃	20.91	20.50
新疆	30.67	24.60
山东	8.58	3.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从风电行业市场竞争来看，我国风电企业多为大型央企和国企，市场参与者数量不多，市场集中度较高，竞争格局相对稳定，第一梯队包括国家能源集团、中国华电、国家电投、中国华能、中国大唐等电力集团，累计装机容量均超过 30,000MW；2025 年公司风电装机规模突破 10,000MW，在风电领域的竞争实力不断增强。另需关注的是，风力发电需要面对太阳能发电、水力发电的竞争，虽然建造风电场的成本在逐渐下降，但与其他发电方式相比仍较高，仍面临一定的替代者威胁。

未来规划方面，截至2026年3月末，公司拟建风电项目主要有安阳市龙安区100MW风电项目、贵州册亨县岩祥山100MW风电场和古交200MW风电项目（一期）等，预计在2027年建成投产。

**表7 截至 2026 年 3 月末公司在建及拟建风电项目情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	已投资	自有资金比例	资金来源
<b>在建项目</b>				
中核威县 300 兆瓦风力发电项目（50 兆瓦）	39,228.45	11,595.13	20%	自有资金及贷款
石柱石家风电项目	62,855.95	7,553.45	20%	自有资金及贷款
<b>合计</b>	<b>102,084.40</b>	<b>19,148.58</b>	-	-
<b>拟建项目</b>				
安阳市龙安区 100MW 风电项目	62,706.81	-	20%	自有资金及贷款
贵州册亨县岩祥山 100MW 风电场	74,231.88	-	20%	自有资金及贷款
古交 200MW 风电项目（一期）	71,032.01	-	20%	自有资金及贷款
<b>合计</b>	<b>207,970.70</b>	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

中核集团及中国核电行业地位突出，综合实力雄厚，公司在中国核电体系内的业务重要性凸显，继续获得股东的大力支持

公司控股股东中国核电是中核集团唯一进行核电开发与经营的主体，此外还负责光伏、风电等新能源发电业务。业务开展方面，截至2025年末，中国核电控股新能源在运装机容量达到3,364.10万千瓦，其中基本由公司运营，近年来公司控股装机容量及发电量所占比重不断提升，在中国核电体系内的业务重要性凸显。2025年公司收到股东实缴增资款54.48亿元，此外公司股东及其体系内金融机构在融资方面给予公司支持，如获得中核融资租赁有限公司授信、获得股东中核集团及其旗下中核财务有限责任公司的委托贷款等。

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

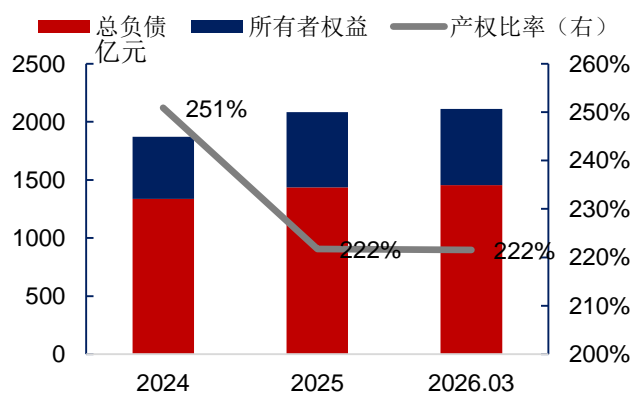
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

公司资本实力继续大幅增强，主营业务保持很强的获现能力，但电力市场竞争加剧下公司业绩承压，且财务杠杆水平仍较高，自由现金流/净债务指标继续为负，预计仍将面临一定资本支出及债务偿付压力

### 资本实力与资产质量

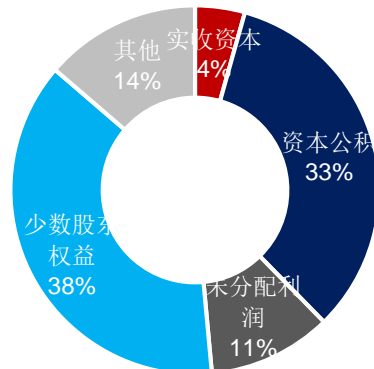
跟踪期内，公司发行永续债且股东持续实缴增资，同时公司并购非全资项目公司形成的少数股东权益规模持续扩大，净资产规模大幅提升，近年来虽然债务规模保持增长，但公司产权比率有所下降，资本结构持续优化。

图3 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4 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

公司资产仍以发电机组、机械设备等固定资产为主，随着公司新能源项目投资增加，在建工程完工

转固，固定资产规模继续增长，同时在建工程规模大幅下降；近年来业务量增长带动公司应收账款小幅增加，其中主要为应收的新能源补贴款，部分款项账龄较长；由于公司每年对其股权收购或并购重组的100多家项目公司进行评估，部分偏远项目在电价下行背景下预测未来无法收回其账面价值，2025年经商誉减值测试，公司对阿克塞哈萨克族自治县天润新能风电有限公司、通榆强风电力有限公司等公司合计计提商誉减值准备3.24亿元，需关注未来收购的相关资产经营业绩受到经济形势、产业政策、市场竞争等因素的影响，如果无法实现预期的经营业绩，则公司可能持续面临商誉减值的风险。

截至2025年末，公司受限资产合计318.49亿元，占总资产比重为15.28%，其中固定资产及应收类款项受限比例较高，对资产流动性产生一定影响。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

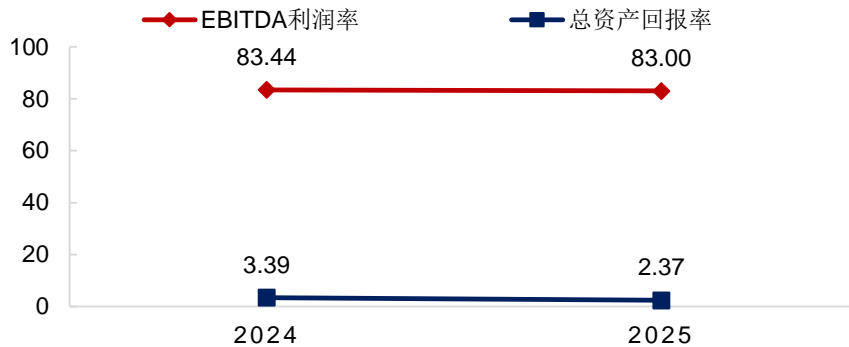
项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36.25	1.72%	37.99	1.82%	13.81	0.74%
应收账款	205.41	9.73%	196.64	9.44%	195.08	10.43%
<b>流动资产合计</b>	<b>289.59</b>	<b>13.72%</b>	<b>274.22</b>	<b>13.16%</b>	<b>247.78</b>	<b>13.25%</b>
固定资产	1,313.12	62.21%	1,321.96	63.44%	930.86	49.76%
在建工程	194.40	9.21%	170.60	8.19%	368.86	19.72%
商誉	54.19	2.57%	54.19	2.60%	57.71	3.08%
其他非流动资产	137.73	6.53%	140.77	6.76%	132.95	7.11%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,821.13</b>	<b>86.28%</b>	<b>1,809.53</b>	<b>86.84%</b>	<b>1,622.90</b>	<b>86.75%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,110.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,083.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,870.67</b>	<b>100.00%</b>

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

跟踪期内，公司盈利有所承压，近年来国内新能源装机维持高速增长，同时电力市场化交易程度持续加深，公司上网电价亦具有下行压力，2025年公司净利润同比有所下降；因公司风电、光伏场站资产规模较大，总资产回报率不高，符合行业内企业的经营特性。非经常性损益方面，2025年因相关资产组发生减值，公司计提资产减值损失3.88亿元，对利润形成一定侵蚀，未来随着市场化交易规模扩大及电力市场化竞争加剧，公司光伏及风力发电业务利润空间存在承压可能。2026年1-3月，公司实现营业收入32.91亿元，同比下降7.07%，公司净利润为-1.64亿元，已出现亏损。

图5 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

跟踪期内，随着项目建设持续投入，公司负债总额持续增长，以刚性债务为主要构成；2025年末长期债务占比超过80%，债务期限结构较为合理。公司融资渠道主要为银行借款，辅以少量债券融资和融资租赁等非标借款，近年来公司融资租赁规模大幅增长，但融资利率整体较低，融资成本控制较好。

表9 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	55.35	3.81%	44.83	3.12%	116.60	8.72%
应付账款	116.80	8.03%	124.67	8.68%	127.56	9.54%
一年内到期的非流动负债	61.64	4.24%	102.24	7.12%	96.88	7.24%
<b>流动负债合计</b>	<b>266.09</b>	<b>18.30%</b>	<b>316.36</b>	<b>22.03%</b>	<b>399.69</b>	<b>29.88%</b>
长期借款	982.40	67.56%	928.07	64.63%	805.54	60.23%
应付债券	40.72	2.80%	39.63	2.76%	39.61	2.96%
长期应付款	117.28	8.07%	104.49	7.28%	49.00	3.66%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,188.12</b>	<b>81.70%</b>	<b>1,119.68</b>	<b>77.97%</b>	<b>937.85</b>	<b>70.12%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,454.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,436.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,337.54</b>	<b>100.00%</b>
总债务	1,387.01	95.38%	1,358.12	94.57%	1,222.47	91.40%
其中：短期债务	117.86	8.50%	157.17	11.57%	228.05	18.65%
长期债务	1,269.15	91.50%	1,200.96	88.43%	994.42	81.35%

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

跟踪期内，公司仍保持了很强的获现能力，经营活动现金流持续净流入，EBITDA利息保障倍数整体较为稳定，但考虑到公司资本性开支规模较大，在衡量其杠杆状况时，自由现金流指标更具代表性，需关注近年公司自由现金流表现不佳，自由现金流/净债务指标持续为负。杠杆方面，2025年公司虽然继续保持较大的固定资产投资规模，但资产负债率呈下降态势，2026年3月末为68.90%，较2024年末有所降低。

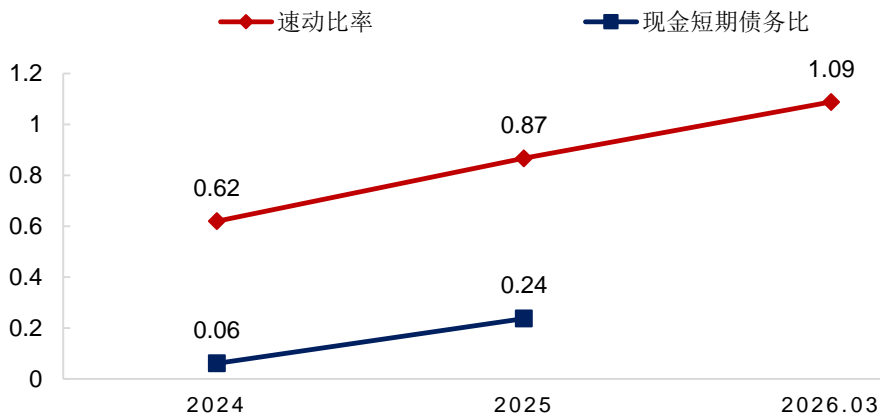
表10公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	16.96	118.84	76.66
FFO（亿元）	--	74.77	58.89
资产负债率	68.90%	68.92%	71.50%
净债务/EBITDA	--	10.66	11.37
EBITDA 利息保障倍数	--	3.87	3.30
总债务/总资本	70.82%	70.71%	72.10%
FFO/净债务	--	5.65%	4.87%
经营活动现金流净额/净债务	--	8.98%	6.33%
自由现金流/净债务	--	-7.63%	-19.47%

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

跟踪期内，公司流动性比率表现仍较弱，现金类资产对短期债务的覆盖水平较低。考虑到公司是中国核电旗下光伏及风力等新能源发电业务主要专业化运营平台，公司经营稳健，且控股股东综合实力很强，融资渠道通畅。公司与国家开发银行、中国农业银行等国内主要银行保持着长期合作关系，截至 2026 年 3 月末，公司未使用金融机构授信额度 1,921.64 亿元，备用流动性充足，可对债务偿付和项目建设的流动性需求形成有力保障。

图6 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 5 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5月29日），中证鹏元未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

## 七、外部特殊支持分析

公司是中国核电的重要子公司，中国核电直接持有公司 62.71% 股权。中国核电是中核集团唯一进行核电开发与经营的主体，此外还负责光伏、风电等新能源发电业务，运行的核电及清洁能源机组规模较大，装机规模优势突出，综合实力极强。中证鹏元认为公司对中国核电的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，中国核能电力股份有限公司提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司所从事的光伏和风力发电业务，是中国核电战略规划的核心业务之一。公司作为中国核电旗下光伏及风力等新能源发电业务主要专业化运营平台，在中核集团及中国核电新能源发电领域具有重要地位。

（2）近年随着在建项目不断建成投产以及收并购项目完成，公司装机容量逐年提升，整体增幅明显，推动营业收入快速增长，业务获现能力很强，在收入、利润、现金流方面对中国核电的贡献较大。

（3）公司是已发债企业，债务规模体量较大，公司股东及其体系内金融机构在融资方面给予公司支持，公司违约会对中国核电的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。

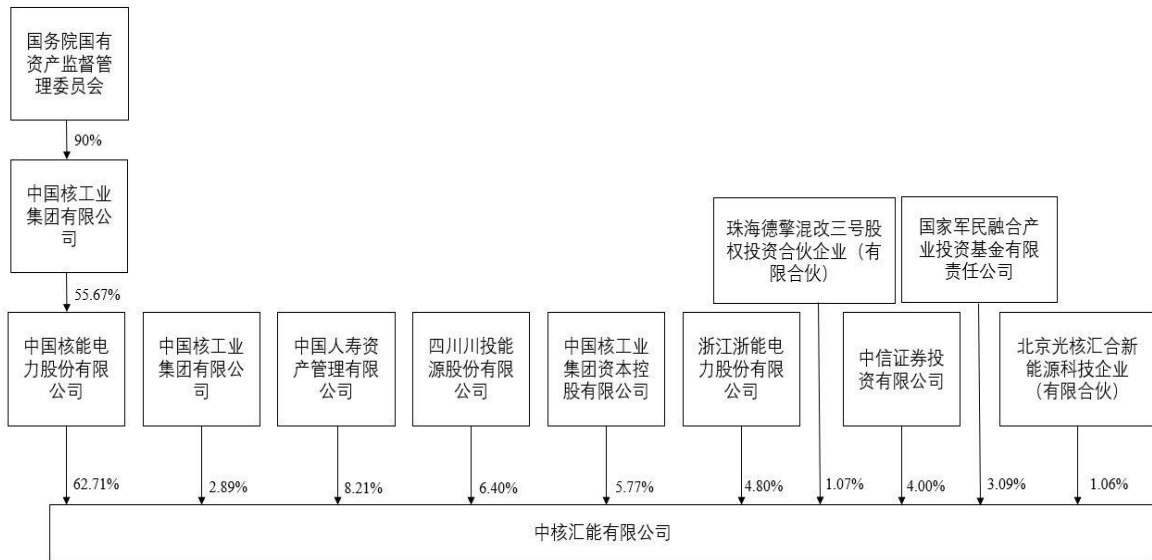
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	36.25	37.99	13.81	38.78
应收账款	205.41	196.64	195.08	154.78
流动资产合计	289.59	274.22	247.78	249.39
固定资产	1,313.12	1,321.96	930.86	607.81
在建工程	194.40	170.60	368.86	307.82
非流动资产合计	1,821.13	1,809.53	1,622.90	1,110.90
资产总计	2,110.73	2,083.75	1,870.67	1,360.29
短期借款	55.35	44.83	116.60	102.67
一年内到期的非流动负债	61.64	102.24	96.88	90.77
流动负债合计	266.09	316.36	399.69	371.50
长期借款	982.40	928.07	805.54	632.52
应付债券	40.72	39.63	39.61	0.00
长期应付款	117.28	104.49	49.00	22.15
非流动负债合计	1,188.12	1,119.68	937.85	691.21
负债合计	1,454.21	1,436.04	1,337.54	1,062.71
总债务	1,387.01	1,358.12	1,222.47	981.37
其中：短期债务	117.86	157.17	228.05	241.07
长期债务	1,269.15	1,200.96	994.42	740.30
所有者权益	656.52	647.70	533.13	297.58
营业收入	32.91	149.69	127.61	99.35
营业利润	-1.01	18.84	30.00	33.09
净利润	-1.64	14.47	25.35	29.41
经营活动产生的现金流量净额	16.96	118.84	76.66	59.64
投资活动产生的现金流量净额	-42.77	-221.80	-345.41	-271.38
筹资活动产生的现金流量净额	23.89	126.38	243.61	183.06
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	124.23	106.48	83.69
FFO（亿元）	--	74.77	58.89	49.02
净债务（亿元）	--	1,323.79	1,210.55	943.55
销售毛利率	23.60%	39.19%	51.28%	59.68%
EBITDA 利润率	--	83.00%	83.44%	84.24%
总资产回报率	--	2.37%	3.39%	4.59%
资产负债率	68.90%	68.92%	71.50%	78.12%
净债务/EBITDA	--	10.66	11.37	11.27
EBITDA 利息保障倍数	--	3.87	3.30	3.57
总债务/总资本	70.82%	70.71%	72.10%	79.85%
FFO/净债务	--	5.65%	4.87%	5.20%

经营活动现金流净额/净债务	--	8.98%	6.33%	6.32%
速动比率	1.09	0.87	0.62	0.67
现金短期债务比	--	0.24	0.06	0.16

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 3 月）



资料来源：公司提供

### 附录三 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

## 附录四 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