

国家能源集团新能源有限责任公司 2025 年主体信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【748】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，但不为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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

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。

国家能源集团新能源有限责任公司2025年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
评级日期	2025-6-20

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到“双碳”目标背景下，作为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）主要的新能源业务平台之一，国家能源集团新能源有限责任公司（以下简称“国能新能源”或“公司”）近年发电机组装机规模持续增长、区域分布多元，居全国风电企业的上游水平，具有很强的竞争优势；公司盈利和经营性现金流表现良好，融资渠道畅通，财务风险极其小，在项目资源获取等方面获得股东的有力支持。同时中证鹏元也关注到，电费补贴款对公司资金形成一定占用，受电力消纳等因素影响，2024年公司风电机组利用小时数有所下降且低于全国平均水平，公司新增的并网装机容量并未带来发电量及上网电量的同步增加，随着电力体制改革，新能源上网电价下降，需关注公司新增装机的电力消纳情况及价格波动风险。另外，需关注国电联合动力技术有限公司（以下简称“联合动力”）股权划转进展及对公司利润、债务规模的影响。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	930.43	888.11	851.56	895.23
归母所有者权益	421.22	412.59	386.96	375.68
总债务	372.55	350.40	350.95	411.03
营业收入	34.10	120.75	100.50	124.05
净利润	9.65	31.43	14.17	43.60
经营活动现金流净额	0.01	49.16	46.05	111.64
净债务/EBITDA	--	3.73	4.56	3.16
EBITDA 利息保障倍数	--	10.12	7.06	8.24
总债务/总资本	43.04%	42.35%	43.98%	48.38%
FFO/净债务	--	19.07%	14.29%	23.53%
EBITDA 利润率	--	77.16%	75.69%	82.36%
总资产回报率	--	5.43%	3.57%	7.23%
速动比率	1.52	1.34	0.99	1.42
现金短期债务比	0.04	0.03	0.04	0.63
销售毛利率	43.44%	41.57%	33.02%	49.84%
资产负债率	47.01%	46.30%	47.50%	51.01%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司装机规模持续增长，在全国风电市场具有很强的竞争优势。**“双碳”目标背景下，政策加快推动电力结构向新能源发展转型，清洁能源发电量及装机容量持续上升，近年公司不断推进风电及光伏发电项目开发建设，装机规模持续增长，居全国风电企业的上游水平，具有很强的竞争优势；公司发电机组广泛分布在全国多个省份，同时公司电源项目储备充足，预计项目建成投产后装机容量将大幅增加。
- **公司盈利和经营性现金流表现良好，融资渠道畅通。**近年公司财务杠杆低于行业平均水平，发电业务现金获取能力强，经营活动现金流持续净流入且规模较大，对债务的保障程度高，同时银行授信额度充足，融资渠道畅通，现金调配能力很强。
- **公司作为国家能源集团主要的新能源业务平台之一，获得股东有力支持。**国家能源集团为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直属的全国性能源集团企业，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，在全国电力生产和煤炭生产市场具有很强的竞争优势，综合实力极强；公司作为国家能源集团主要的新能源业务平台之一，自成立以来在资本金注入方面获得了股东的有力支持。

关注

- **电费补贴款回款进度存在一定不确定性，对公司资金形成占用。**公司电力收入包括电力销售收入以及国家给予的新能源电价补贴款，而电费补贴款受财政支出安排影响，回款周期较长，公司应收账款规模较大，回款进度存在不确定性。
- **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。**自2021年起，全国新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，公司平均上网电价呈下降趋势，总体盈利能力波动下降；2024年公司新增的并网装机容量并未带来发电量及上网电量的同步增加，且随着后续电力市场化交易程度不断加深，需关注公司新增装机的电力消纳情况及价格波动风险。
- **联合动力纳入公司合并报表范围后，将对公司利润和杠杆水平产生较大影响。**根据国家能源集团安排，联合动力40%股权将无偿划至公司，目前尚未完成股权变更工商登记手续，股权划转完成后，公司将其纳入合并报表范围；联合动力目前资不抵债，亏损严重，将对公司利润和杠杆水平产生较大影响。

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，公司在全国风电市场具有很强的竞争优势，电源项目储备充足；同时股东国家能源集团综合实力极强，作为国家能源集团主要的新能源业务平台之一，预计未来仍会继续获得股东的有力支持。

同业比较（单位：亿元）

指标	国能新能源	大唐新能源	龙源电力	京能清洁能源
总资产	888.11	1,155.74	2,571.06	1007.54
营业收入	120.75	125.76	370.7	209.75
净利润	31.43	26.18	82.81	31.97
销售毛利率	41.57%	43.19%	37.55%	28.94%
资产负债率	46.30%	67.49%	66.51%	62.81%
可控装机容量（万千瓦）	1,429.87	1,884.63	4,110.71	1,743.70

注：（1）“大唐新能源”为“中国大唐集团新能源股份有限公司”的简称、“京能清洁能源”为“北京京能清洁能源电力股份有限公司”的简称、“龙源电力”为“龙源电力集团股份有限公司”的简称；（2）以上数据为2024年末/度数据

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	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。

一、 主体概况

公司原名神华新能源有限责任公司，是由原神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）于2015年10月出资设立的有限责任公司，初始注册资本为0.50亿元。2017年4月，神华集团全资子公司国华能源投资有限公司（以下简称“国华投资”）对公司增资50.51万元，持有公司1.01%股权。2017年8月，经国务院国资委批准，神华集团和中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）实施联合重组，神华集团作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。2017年11月，神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司。2020年11月18日，公司名称由神华新能源有限责任公司变更为现名。历经数次增资，截至2025年3月末，公司注册资本和实收资本均为41.98亿元，国家能源集团持有公司99%股权，国华投资持有公司1%股权，国务院国资委为公司实际控制人。

根据2025年4月29日《关于集团公司无偿划转所持联合动力股权至国能新能源的通知》，国家能源集团以2024年12月31日为基准日，将所持联合动力40%股权无偿划转至公司，股权划转后，国家能源集团对联合动力现有统借资金到期后按一年期接续，后续将由公司适时置换；联合动力内外部金融机构债务接续及必要经营开支等资金需求将由公司通过统借资金等方式予以解决。联合动力主要从事发电机组制造、风力发电机运维服务、销售等业务，截至2024年末联合动力资产总额91.72亿元，实收资本38.70亿元，受未分配利润亏损影响，所有者权益合计-65.67亿元，资产负债率达171.60%；2024年度实现营业收入27.37亿元，净利润-30.77亿元。联合动力目前资不抵债，亏损严重，股权变更后，将纳入公司合并报表范围，将对公司利润、债务规模、杠杆水平产生较大影响。截至2025年5月末，联合动力股权尚未完成变更，需关注联合动力股权变更情况及对公司合并口径报表影响情况。

公司作为国家能源集团主要的新能源业务平台之一，主要从事风电、光伏发电等业务。截至2024年末，公司总装机容量1,429.87万千瓦，其中风电机组容量1,343.09万千瓦，光伏机组装机容量86.79万千瓦。截至2024年末，公司纳入合并报表范围的子公司共64家，子公司主要为在各地设立的项目公司。

二、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生

产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

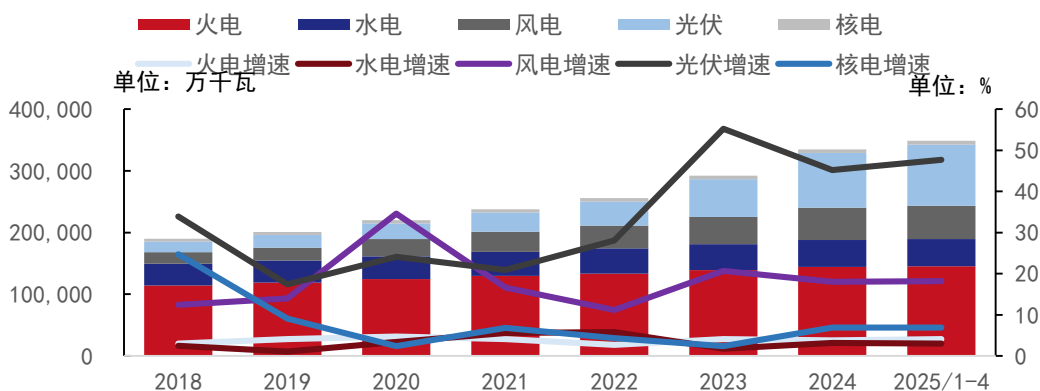
行业环境

电力行业

2025年，预计电力供需形势总体紧平衡，在电力市场化改革深入推进以及“双碳”战略目标背景下，风电及太阳能发电仍为新能源电力快速发展的主要推动力，“风光”比例将持续提高

随着国民经济回稳向好，预计2025年全国电力需求将保持平稳增长。从电力供应来看，截至2025年4月末，我国并网火电、光伏、风电、水电、核电发电装机容量分别为1,455.00GW、992.05GW、541.19GW、437.72GW、60.83GW，占比分别为41.7%，28.5%，15.5%，12.6%，1.7%，其中新能源装机容量占比为44.0%，电力行业绿色低碳转型成效显著。

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

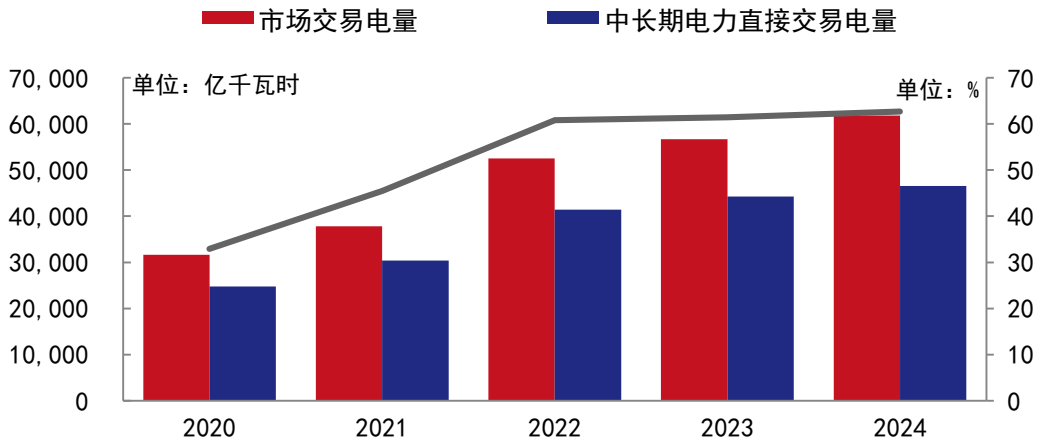
在“双碳”等政策目标推动下，我国风光装机规模保持快速增长，装机规模目标超前完成，已成为装机增量的主体。2024年，风电和太阳能发电合计新增装机3.6亿千瓦，占新增发电装机总容量的比重达到82.6%。其中新增太阳能装机2.78亿千瓦；新增风电装机7,982万千瓦。截至2024年年末，我国以风电、太阳能发电为主的新能源发电装机规模达到14.5亿千瓦，首次超过火电装机规模。近年来，政府部门持续出台各类政策鼓励风电等新能源行业持续健康发展，目前我国风电和光伏的装机规模已超额完成国内《2030年前碳达峰行动方案》提出的“2030年12亿千瓦”目标。另一方面，我国风电产业链的快速发展、风电技术持续进步以及风电度电成本的不断降低等诸多因素为整个风电市场扩容打下坚实基础。整体来看，风电和太阳能发电是我国能源转型的主要推力，未来装机规模将持续增长。

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，部分地区新能源消纳压力凸显。设备利用小时方面，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用3,442小时，比上年同期减少157小时。分类型看，火电4,400小时，同比降低76小时；并网风电2,127小时，同比降低107小时；并网太阳能发电1,211小时，同比降低81小时。风电和太阳能发电设备利用小时数同比下降，一方面是由于2024年全国平均风速、全国水平面辐照量均同比下降，另一方面是部分地区风电和太阳能发电利用率同比下降所致。

随着电力体制改革的不断深化以及电力市场化交易程度不断加深，未来发电企业面临的电价和消纳风险也将有所增加

2024年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量61,795.7亿千瓦时，同比增长9.0%，占全社会用电量比重为62.7%，占电网售电量比重为76%，同比增长1个百分点。2024年全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为46,535.9亿千瓦时，同比增长5.1%。2025年2月9日，国家发改委与国家能源局联合发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，主要包含三方面内容：一是推动新能源上网电价全面由市场形成，新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成；二是建立支持新能源可持续发展的价格结算机制；三是区分存量和增量项目分类施策，2025年6月1日以前投产的存量项目，通过开展差价结算，实现电价等与现行政策妥善衔接；2025年6月1日及以后投产的增量项目，纳入机制的电量规模根据国家明确的各地新能源发展目标完成情况等动态调整，机制电价由各地通过市场化竞价方式确定。未来全面市场化定价将使得发电企业面临的电价和消纳风险有所增加。

图 2 近年全国市场交易电量及占比



资料来源：中电联，中证鹏元整理

三、经营与竞争

公司主要从事风力和光伏发电业务，电力业务为营业收入和毛利润的主要来源。受电力市场改革以及 2023 年补贴款谨慎判断¹等因素的影响，近年公司电力业务收入和毛利率有所波动，但占营业收入的比重均在 99% 以上。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			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
电力业务	119.66	99.10%	41.28%	99.58	99.09%	32.42%	123.71	99.73%	49.69%
其他业务	1.08	0.90%	73.92%	0.92	0.91%	98.34%	0.33	0.27%	-
合计	120.75	100.00%	41.57%	100.50	100.00%	33.02%	124.05	100.00%	49.84%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

作为国家能源集团主要的新能源业务平台之一，公司装机规模持续增长，区域分布多元，在全国风电市场具有很强的竞争优势，但新增的装机规模并未带来发电量及上网电量的同步增加，且上网电价波动下降，需关注公司新增装机的电力消纳情况

“十四五”规划以来，我国格外重视新能源产业发展，公司新能源装机规模也呈现快速增长态势。截至 2024 年末，公司总装机容量为 1,429.87 万千瓦，同比增长 9.69%，其中风电并网装机 1,343.09 万千瓦，居全国风电企业的上游水平，具有很强的竞争优势。从区域分布来看，公司机组广泛分布在全国多个省

¹ 2023 年受公司对补贴款谨慎判断等因素影响，营业收入同比下降，剔除补贴款因素影响，2024 年公司营业收入较 2023 年变化不大。

份，主要包括内蒙古和新疆等风资源富集区及山东、河北和江苏等电力需求旺盛区，以上5个地区机组装机容量均超过100万千瓦。2023年公司新增的风电机组主要位于河北，2024年新增的风机机组主要位于内蒙、陕西和新疆，受电力消纳等因素影响，2024年公司风电机组利用小时数有所下降，且低于全国风电机组利用小时数，近年公司新增的并网装机容量并未带来发电量及上网电力的同步增加。光伏机组方面，2024年光伏机组利用小时数也有所下降，但仍高于全国光伏机组平均利用小时数。

自2021年起，全国新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，公司平均上网电价整体有所下降，毛利率波动下降。公司电力收入包括电力销售收入以及国家给予的新能源电价补贴款，2023年公司对补贴款谨慎判断导致当年发电业务收入有所下滑，毛利率大幅下降。另外，电费补贴款现金回款受财政支出安排影响，周期较长，对公司资金形成占用。

表2 公司并网机组运营情况

指标	2024年	2023年	2022年
期末并网装机容量（万千瓦）	1,429.87	1,303.58	1,253.54
其中：风电机组（万千瓦）	1,343.09	1,224.85	1,205.57
光伏机组（万千瓦）	86.79	78.73	47.97
发电量（亿千瓦时）	282.89	280.87	268.04
其中：风电（亿千瓦时）	270.85	-	260.7
光伏（亿千瓦时）	12.04	-	7.33
上网电量（亿千瓦时）	274.20	273.27	260.39
机组平均利用小时数（小时）	2,038.01	2,193.88	2,187.11
其中：风电机组平均利用小时数（小时）	2,081.13	2,234.04	2,186.82
光伏机组平均利用小时数（小时）	1,450.34	1,570.38	1,544.08
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.43	0.47	0.46
弃风率（%）	-	-	4.37

注：“-”表示数据未获得；2022-2024年全国风电机组平均利用小时数分别为2,221小时、2,225小时和2,127小时；光伏机组平均利用小时数分别为1,337小时、1,286小时和1,211小时。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司电源项目储备充足，预计项目建成投产后装机容量将大幅增加，但在建、拟建规模较大，公司存在一定的融资需求；同时，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

公司为国家能源集团布局新能源业务的重要载体之一，受益于股东的支持，公司较早布局风电发电项目，同时依托股东的市场地位，公司在项目资源获取方面得到了股东的有力支持。截至2024年末，公司主要在建、拟建项目装机规模合计95.00万千瓦，项目建成投产后，公司装机容量将继续增加，但随着电力市场化交易程度不断加深，需关注公司项目建成投产后的电力消纳情况及电价波动风险。此外，公司主要在建、拟建项目投资规模较大，其中2025年需投资23.74亿元，存在一定的融资需求。

表3 截至 2024 年末公司主要在建、拟建项目情况（万千瓦、亿元）

项目名称	建设规模	项目总投资	2025 年投资计划
鄂尔多斯“氢洲”先导项目	100.00	40.00	0.16
国投广西钦州市钦北区爱国风电场 180MW 工程项目	18.00	14.40	5.42
忻城宿邓低风速试验风电场三期工程	15.00	9.60	0.11
国投广西钦州市钦北区五宁风电场二期 140MW 工程项目	14.00	11.20	4.22
务川县老鹰关风电场	10.08	7.06	1.95
国投陕西志丹顺宁 100MW 风电项目（二期）	10.00	5.50	2.51
国投河南虞城二期 10 万千瓦风电项目	10.00	8.38	6.50
国投天津太平镇风电项目	10.00	3.97	2.56
务川县老鹰关二期风电场项目	10.00	7.00	1.53
国投广西钦州市钦北大贵农光互补光伏项目	10.00	5.55	1.76
国能灵武“乡村沐光”8 万千瓦光伏复合示范项目	8.00	3.03	2.27
钦南那东风电场二期工程	5.00	3.20	0.18
岑溪安平风电场	5.00	3.20	0.17
国能榆阳区方家畔 50MW 农光互补生态示范项目	5.00	2.37	1.36
国华小王庄零碳小镇 50 兆瓦风电项目	5.00	3.20	2.00
国投神华小王庄风光氢风电项目	5.00	3.49	0.55
国投天津小王庄四期风电项目	5.00	3.24	0.64
国投天津小王庄三期风电项目	5.00	4.43	0.61
国华宜君 2 万千瓦风电项目	2.00	1.13	1.11
合计	95.00	57.70	23.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

国家能源集团综合实力极强，公司作为国家能源集团主要的新能源业务平台之一，获得股东及相关各方的有力支持

国家能源集团为国务院国资委直属的全国性能源集团企业，拥有煤炭、火电、新能源、水电、运输、化工、科技环保、金融等8个产业板块，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。截至2024年末，国家能源集团电力总装机容量为3.55亿千瓦，遍布全国31个省区市，在全国发电市场具有很强的市场竞争地位；机组构成以大容量的火电机组为主，同时拥有大规模水电、风电等清洁能源机组，电源结构丰富。

此外，国家能源集团作为我国最大的煤炭生产销售企业，参与了我国规划的十四个大型煤炭基地中神东、宁东、陕北、蒙东等基地的开发建设，在上述地区拥有十分丰富的煤炭资源。2024年末国家能源集团资产总额为22,414.20亿元，构成以发电机组、设备等固定资产为主；经营活动现金流持续净流入，总体现金流表现较好。

公司是国家能源集团的子公司，主营业务与国家能源集团契合度较高，为国家能源集团布局新能源业务的重要载体之一，自成立以来在资本金注入、项目资源获取等方面获得了股东的有力支持。资本金

注入方面，2018-2019年，国家能源集团及全资子公司国华投资合计对公司分别增资10.52亿元和2.36亿元，公司资本实力显著增强。资源获取方面，原神华集团将其大部分风电、光伏发电资产注入公司，同时依托其自身市场地位，在后续项目资源获取方面也给予了公司有力支持。

四、 财务分析

财务分析基础说明

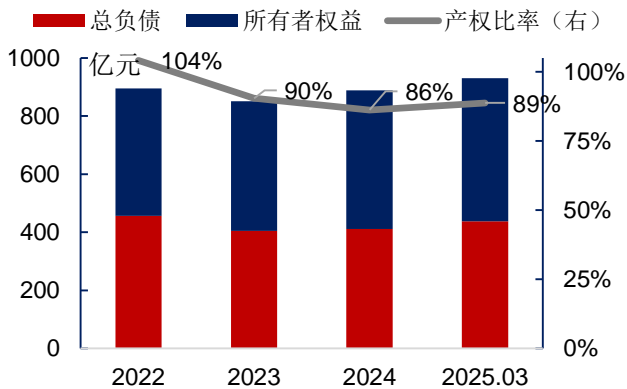
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见2022年审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年、2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

资本实力与资产质量

随着经营利润的积累，公司所有者权益整体呈增长态势，对负债的保障程度较好；公司资产构成以发电机组、设备等固定资产为主，资产质量较高；但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

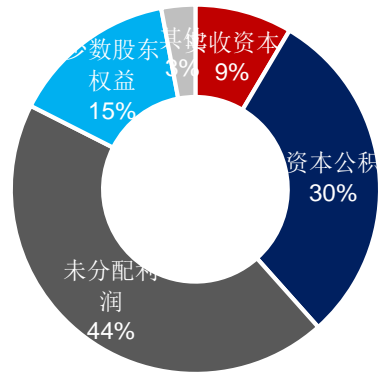
受益于经营利润的积累，公司所有者权益逐年增长，资本实力增强，2023年产权比率下降后维持稳定，所有者权益对负债的保障程度相对较好。近年公司实收资本未发生变化，随着经营利润的累积，未分配利润大幅增长。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以发电机组、机械设备等固定资产为主，近年受在建工程转固及折旧计提影响，固定资产账面价值波动增长，占总资产的比重超 60%。2023 年末公司货币资金同比大幅下降，主要系年内债务偿还力度增加所致。公司应收账款主要为应收电网公司标杆电费和可再生能源补贴款，近年逐年增长，其中 2024 年末应收账款同比大幅增加主要系确认的补贴款未及时收回所致。公司其他应收款主要为往来款

和保证金，2024年末应收国华投资的资金池往来款规模达27.15亿元。公司其他非流动资产主要为对国华投资的委托贷款20.13亿元。

截至2024年末，公司受限资产为5.58亿元，其中质押的应收账款收费权5.22亿元，以履约保证金为主的受限货币资金0.36亿元。

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.74	0.51%	5.15	0.58%	6.82	0.80%	92.77	10.36%
应收账款	205.43	22.08%	189.77	21.37%	157.58	18.50%	143.81	16.06%
其他应收款	44.41	4.77%	36.29	4.09%	22.23	2.61%	12.75	1.42%
流动资产合计	273.06	29.35%	249.29	28.07%	203.91	23.95%	267.15	29.84%
固定资产	571.33	61.40%	562.99	63.39%	556.14	65.31%	569.03	63.56%
在建工程	24.58	2.64%	16.48	1.86%	50.89	5.98%	24.84	2.77%
其他非流动资产	38.22	4.11%	37.06	4.17%	17.66	2.07%	13.26	1.48%
非流动资产合计	657.38	70.65%	638.83	71.93%	647.65	76.05%	628.07	70.16%
资产总计	930.43	100.00%	888.11	100.00%	851.56	100.00%	895.23	100.00%

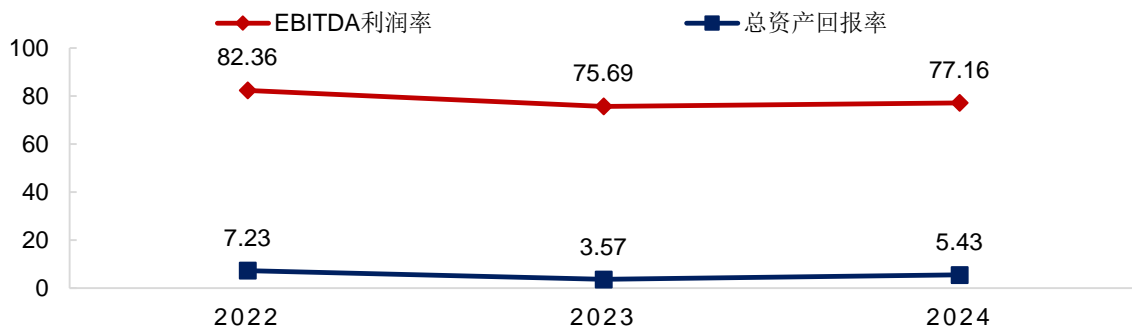
资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受电力体制改革及公司对补贴款谨慎判断等因素的影响，公司总体盈利能力波动下降，但仍保持较高水平，随着电力市场化交易程度的不断加深，需关注公司新增装机的电力消纳情况及价格波动风险

近年公司并网装机容量持续增长，但并未带来公司发电量及上网电量的同步增加，同时2023年公司对补贴款谨慎判断导致收入同比下降；随着电力体制改革，公司平价上网项目占比逐年增加，上网电价呈下降趋势，盈利能力波动下降。后续电力市场化交易程度将不断加深，需关注公司新增装机的电力消纳情况及价格波动风险，公司盈利能力或将有所波动。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2022-2024年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营性现金流表现良好，对到期债务和利息支付的保障程度很高，外部融资顺畅，偿债能力极强

近年公司总债务规模有所波动，从期限结构来看，以长期债务为主。近年公司不断降低融资成本，短期债务占比有所上升。公司债务以银行借款为主、债券融资为辅，其余为非银机构借款及融资租赁等债务。2024年以来，随着债券市场利率下行，公司债券融资规模增加，占比上升。

表5 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	84.69	19.36%	78.76	19.15%	58.91	14.57%	109.68	24.02%
应付账款	31.11	7.11%	34.56	8.41%	44.81	11.08%	38.01	8.32%
一年内到期的非流动负债	47.72	10.91%	60.80	14.79%	94.76	23.43%	33.45	7.33%
流动负债合计	179.01	40.92%	185.00	44.99%	205.16	50.73%	186.50	40.84%
长期借款	184.14	42.09%	165.09	40.15%	170.02	42.04%	208.31	45.61%
应付债券	55.65	12.72%	45.38	11.04%	20.31	5.02%	55.77	12.21%
长期应付款	17.59	4.02%	14.58	3.55%	0.83	0.20%	0.83	0.18%
非流动负债合计	258.43	59.08%	226.17	55.01%	199.29	49.27%	270.18	59.16%
负债合计	437.44	100.00%	411.17	100.00%	404.45	100.00%	456.68	100.00%
总债务	372.55	85.17%	350.40	85.22%	350.95	86.77%	411.03	90.00%
其中：短期债务	132.40	35.54%	139.56	39.83%	153.66	43.79%	143.13	34.82%
长期债务	240.15	64.46%	210.85	60.17%	197.29	56.21%	267.89	65.18%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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来自现金获取能力较强的发电业务，整体净流入规模较大，对债务的保障程度较高，同时近年公司建设投资项目规模较大，部分年度自由现金流为负，对债务的保障程度一般。公司杠杆水平远低于行业平均值，且 EBITDA 对利息支出的保障能力较好，长期偿债指标表现较好，财务风险极其小。

表6 公司偿债能力指标

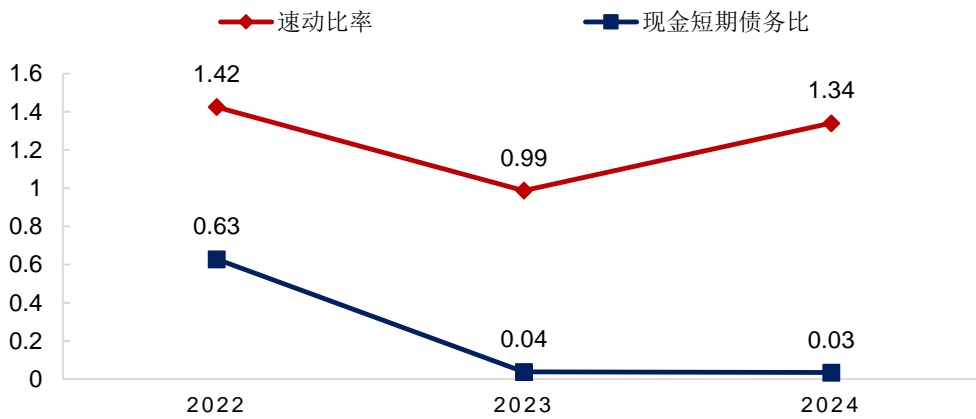
指标名称	2025年3月	2024年	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.01	49.16	46.05	111.64
FFO（亿元）	--	66.32	49.63	76.04
资产负债率	47.01%	46.30%	47.50%	51.01%
净债务/EBITDA	--	3.73	4.56	3.16
EBITDA 利息保障倍数	--	10.12	7.06	8.24
总债务/总资本	43.04%	42.35%	43.98%	48.38%
FFO/净债务	--	19.07%	14.29%	23.53%

经营活动现金流净额/净债务	0.00%	14.13%	13.26%	34.55%
自由现金流/净债务	-1.78%	4.76%	-1.67%	21.27%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，公司闲置货币资金统一归集到国家能源集团财务公司，导致公司账面的现金短期债务比较低，2024年公司流动负债下降，流动资产增加，速动比率大幅提升；公司银行授信额度充足，融资渠道畅通，现金调配能力很强。截至2024年末，公司尚未使用的各类授信额度合计为600.50亿元。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

五、 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2022年1月1日至报告查询日（2025年3月11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（2025年6月6日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，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。

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，受评对象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。

如受评对象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。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

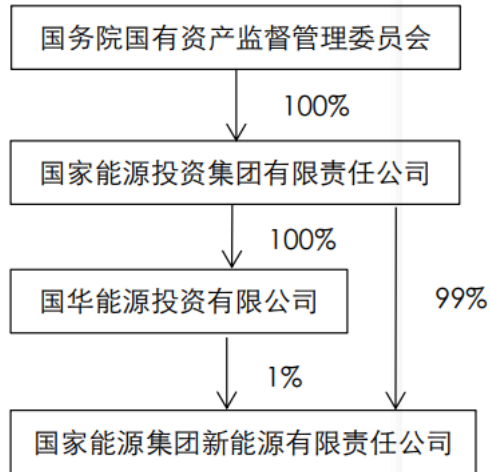
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	4.74	5.15	6.82	92.77
应收账款	205.43	189.77	157.58	143.81
流动资产合计	273.06	249.29	203.91	267.15
固定资产	571.33	562.99	556.14	569.03
非流动资产合计	657.38	638.83	647.65	628.07
资产总计	930.43	888.11	851.56	895.23
短期借款	84.69	78.76	58.91	109.68
一年内到期的非流动负债	47.72	60.80	94.76	33.45
流动负债合计	179.01	185.00	205.16	186.50
长期借款	184.14	165.09	170.02	208.31
应付债券	55.65	45.38	20.31	55.77
长期应付款	17.59	14.58	0.83	0.83
非流动负债合计	258.43	226.17	199.29	270.18
负债合计	437.44	411.17	404.45	456.68
总债务	372.55	350.40	350.95	411.03
其中：短期债务	132.40	139.56	153.66	143.13
长期债务	240.15	210.85	197.29	267.89
所有者权益	492.99	476.95	447.11	438.55
营业收入	34.10	120.75	100.50	124.05
营业利润	12.15	39.21	20.96	49.79
净利润	9.65	31.43	14.17	43.60
经营活动产生的现金流量净额	0.01	49.16	46.05	111.64
投资活动产生的现金流量净额	-4.37	-53.37	9.13	-112.88
筹资活动产生的现金流量净额	3.95	3.25	-79.18	17.09
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	93.17	76.07	102.16
FFO（亿元）	--	66.32	49.63	76.04
净债务（亿元）	368.43	347.82	347.20	323.09
销售毛利率	43.44%	41.57%	33.02%	49.84%
EBITDA 利润率	--	77.16%	75.69%	82.36%
总资产回报率	--	5.43%	3.57%	7.23%
资产负债率	47.01%	46.30%	47.50%	51.01%
净债务/EBITDA	--	3.73	4.56	3.16
EBITDA 利息保障倍数	--	10.12	7.06	8.24
总债务/总资本	43.04%	42.35%	43.98%	48.38%
FFO/净债务	--	19.07%	14.29%	23.53%

经营活动现金流净额/净债务	0.00%	14.13%	13.26%	34.55%
速动比率	1.52	1.34	0.99	1.42
现金短期债务比	0.04	0.03	0.04	0.63

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 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+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

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