

晶科电力科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4030号

联合资信评估股份有限公司通过对晶科电力科技股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持晶科电力科技股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“晶科转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受晶科电力科技股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

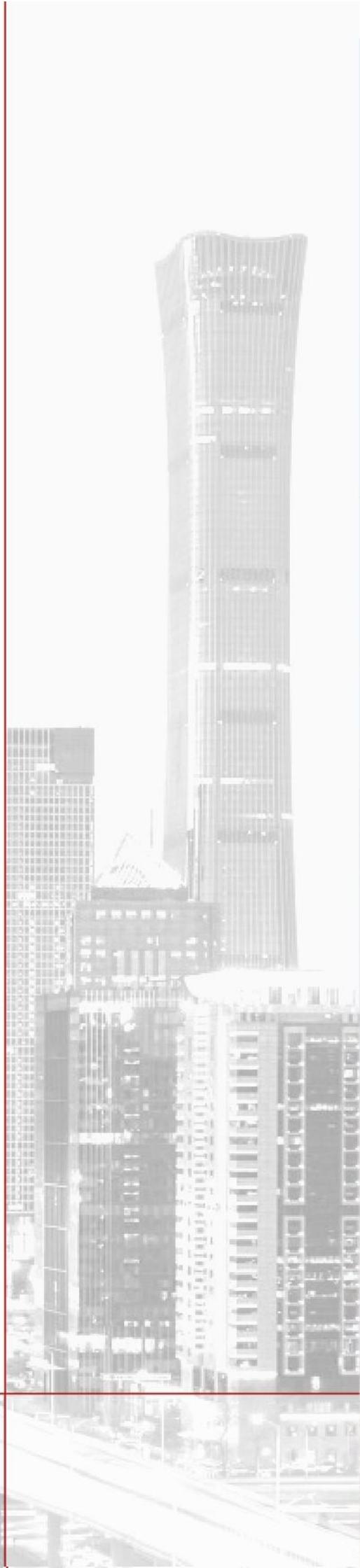
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



晶科电力科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
晶科电力科技股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/17
晶科转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，晶科电力科技股份有限公司（以下简称“公司”）在业务运营经验、光伏电站装机容量及分布区域等方面保持较强的综合竞争优势。经营方面，2024 年，公司仍采取滚动开发、持有、出售的轻重资产相结合的经营模式，受行业政策及市场环境变化影响，公司控制户用电站投建节奏，同时加大存货电站转让力度以回笼资金。2024 年，公司装机规模及发电量稳步增长，开发指标储备进一步增加。但受全国光伏装机规模大幅上升且电网消纳能力提升有限影响，公司机组等效发电利用小时数下降，弃光限电率提高，平均上网电价有所下降。财务方面，公司整体资产流动性弱，应收电费补贴款规模仍很大，公司债务负担仍属适中，债务结构较为合理，但公司资产受限程度高，未使用授信额度较小，间接融资渠道有待拓宽。偿债指标方面，2024 年公司主要偿债指标保持相对稳定，经营性净现金流转正使其对现有债务的保障能力有所提高。综合公司经营和财务表现，公司整体偿债能力仍属很强。公司对本报告所跟踪债券余额的偿债保障程度很高，且“晶科转债”设置有转股条款，未来若持有人转股，公司实际偿债压力将有所减轻，“晶科转债”违约概率很低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着在建及拟建光伏电站项目的持续推进，公司经营规模将进一步扩大。公司债务负担适中，期限分布相对合理，存货电站的滚动开发及转让有利于增强流动性，信用风险有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司盈利大幅增长、现金流状况持续向好且具有可持续性；公司资本实力显著增强；公司偿债能力显著提升；其他使得公司信用水平显著提升的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司盈利能力大幅下滑或现金流表现持续恶化；公司财务杠杆大幅攀升，偿债压力显著加大；公司应收账款或存货等资产发生大额减值，资产质量显著恶化；公司内部治理存在严重问题或实控人发生重大负面事件，对公司日常经营产生重大不利影响；其他导致公司信用水平显著下降的因素。

优势

- **2024 年，公司装机容量、发电量及开发指标储备进一步增加。**公司新能源电站建设、运营及管理经验丰富，具备多类型电站产品化和一体化解决方案的能力。2024 年新增并网装机容量合计 1879MW，当年实现发电 67.14 亿度，同比增长 28%。2024 年，公司获取国内地面电站开发指标 3349MW，期末自持电站总装机容量 6.45GW，较上年底增长 20.32%。
- **2024 年，公司营业收入同比增长，经营性净现金流转正。**2024 年，公司营业总收入同比增长 9.25%至 47.75 亿元；同期，经营性净现金流由上年的-5.98 亿元增长至 10.45 亿元。

关注

- **2024 年，公司机组等效发电利用小时数同比下降，弃光限电率提高，需关注新能源发电消纳和市场化交易带来的电价波动风险。**2024 年，受全国光伏装机规模大幅上升且电网消纳能力提升有限影响，公司机组等效发电利用小时数较上年减少 39.55 小时至 1085.43 小时，弃光限电率同比上升 3.82 个百分点至 11.72%。2024 年，公司平均上网电价（不含税）同比下降 0.09 元/千瓦时至 0.49 元/千瓦时。随着电力行业政策变动以及市场化改革的持续深入，行业发展面临较多不确定性，未来公司结算电价及电站转让收益波动风险加大。
- **应收占款规模大，存货存在一定的减值风险。**截至 2024 年底，公司应收账款占资产总额的比重为 15.18%，其中应收电费补贴款 59.74 亿元，对公司运营资金形成明显占用。同期末，公司受限资产占资产总额的比重为 48.74%，受限比例高，资产流动性

弱：公司未使用授信额度一般。截至 2024 年底，公司存货累计计提跌价准备 0.99 亿元，计提比例为 2.08%，仍存在一定的减值风险。

- **面临一定资本支出压力。**截至 2024 年底，公司主要在建及拟建项目待投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 电力企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 电力企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

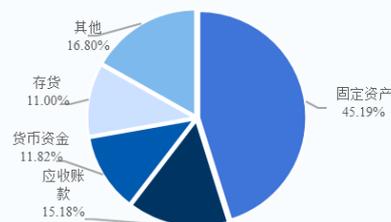
合并口径			
项目	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	54.26	51.10	65.92
资产总额（亿元）	410.45	425.93	434.26
所有者权益（亿元）	156.89	159.94	159.48
短期债务（亿元）	51.80	54.35	55.48
长期债务（亿元）	154.09	161.51	169.71
全部债务（亿元）	205.89	215.86	225.19
营业总收入（亿元）	43.70	47.75	11.12
利润总额（亿元）	4.69	4.11	-0.09
EBITDA（亿元）	23.27	24.95	--
经营性净现金流（亿元）	-5.98	10.45	11.99
营业利润率（%）	39.05	38.16	28.50
净资产收益率（%）	2.50	2.08	--
资产负债率（%）	61.78	62.45	63.28
全部债务资本化比率（%）	56.75	57.44	58.54
流动比率（%）	179.23	184.84	190.17
经营现金流流动负债比（%）	-6.21	10.40	--
现金短期债务比（倍）	1.05	0.94	1.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.77	2.62	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.85	8.65	--

公司本部口径			
项目	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	201.09	207.82	/
所有者权益（亿元）	122.28	126.08	/
全部债务（亿元）	48.18	45.71	/
营业总收入（亿元）	27.94	25.57	/
利润总额（亿元）	1.14	4.43	/
资产负债率（%）	39.19	39.33	/
全部债务资本化比率（%）	28.26	26.61	/
流动比率（%）	241.69	236.18	/
经营现金流流动负债比（%）	13.18	38.39	/

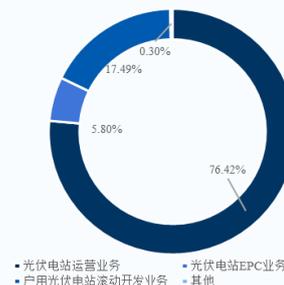
注：1. 公司合并口径 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款中的有息部分已调整计入短期债务，长期应付款中的有息部分已调整计入长期债务，本部债务数据未调整；4. 公司本部 2025 年一季度财务报表未披露，相关数据未获得故以“/”表示，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

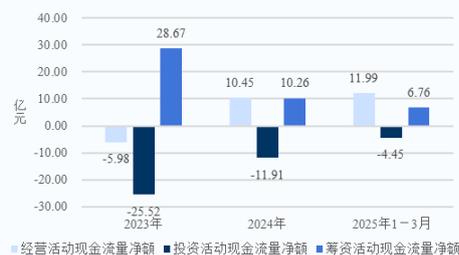
2024 年底公司资产构成



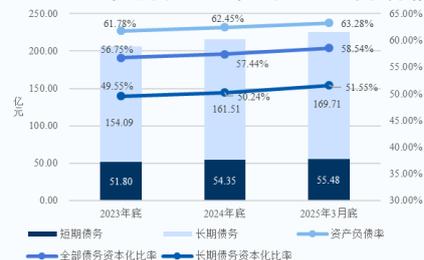
2024 年公司主营业务收入构成



2023—2024 年及 2025 年一季度公司现金流情况



2023—2024 年底及 2025 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
晶科转债	30.00 亿元	22.96 亿元	2027/04/23	转股修正条款、有条件赎回条款等

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；债券余额截至 2025 年 3 月底
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
晶科转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/05/28	毛文娟 于长花	电力企业信用评级方法（V4.0.202208）电力企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
晶科转债	AA/稳定	AA/稳定	2020/10/29	于彤昆 华艾嘉	原联合信用评级有限公司电力行业企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张琳 zhanglin@lhratings.com

项目组成员：蒋旭 jiangxu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于晶科电力科技股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人无变化。截至 2024 年底，公司注册资本为 357095.46 万元。截至 2025 年 3 月底，晶科新能源集团有限公司（以下简称“晶科新能源集团”）对公司持股 23.90%，为公司第一大股东；李仙德、陈康平及李仙华为一致行动人，为公司实际控制人；同期末，控股股东晶科新能源集团累计质押公司股份 511255347 股，占其所持有公司股份总额的 59.91%。

公司主营业务为光伏电站开发运营转让业务和光伏电站 EPC 业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力行业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部根据经营管理需要设置多个职能部门（详见附件 1-2）；2024 年末公司在职员工共 1643 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 425.93 亿元，所有者权益 159.94 亿元（含少数股东权益 1.20 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 47.75 亿元，利润总额 4.11 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 434.26 亿元，所有者权益 159.48 亿元（含少数股东权益 1.22 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 11.12 亿元，利润总额-0.09 亿元。

公司注册地址：江西省上饶市横峰县岑阳镇国道西路 63 号；法定代表人：李仙德。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。

图表 1 • 公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
晶科转债	30.00	22.96	2021/04/23	6 年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

“晶科转债”募集资金账户实际收到募集资金 29.77 亿元，包括募集资金净额 29.72 亿元及未支付的发行费用 0.05 亿元。截至 2024 年底，公司累计使用募集资金 233096.38 万元，其中募集资金项目使用 233062.46 万元，支付发行费用 33.92 万元。募集资金专户累计利息收入扣除银行手续费等的净额 5279.07 万元，募集资金专户 2024 年 12 月 31 日余额合计为 69850.69 万元。

根据有关规定和《晶科电力科技股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》的约定，公司发行的“晶科转债”自 2021 年 10 月 29 日起可转换为公司股份，初始转股价格为人民币 6.75 元/股，截至 2025 年 3 月 31 日，公司最新转股价格为人民币 5.24 元/股。自 2021 年 10 月 29 日至 2025 年 3 月 31 日期间，累计共有 7.04 亿元“晶科转债”已转换成公司 A 股普通股，累计转股数为 1.29 亿股，占可转债转股前公司已发行股份总额的比例为 4.66%，公司尚未转股的可转债金额为 22.96 亿元，占发行总量的 76.53%。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析

（1）电力行业

2024年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，局部地区存在电力供应不足的问题。近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，2024年，中国清洁能源投资金额及占比均快速提高，清洁能源装机规模首次超过火电装机规模。但为保障电力供应稳定性，目前火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业仍面临一定的成本压力。预计2025年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见[《2025年电力行业分析》](#)。

（2）光伏行业

2024年，中国仍为全球最大的光伏市场，新增和累计光伏装机容量仍位居全球首位，但增速明显放缓；制造端产能依旧保持全球领先地位，占据全球90%以上的市场份额。但土地资源限制、区域市场饱和以及并网消纳等因素对全球新增装机的影响进一步凸显；制造端供需失衡加剧，光伏主产业链产品和辅材价格均大幅下跌，光伏制造企业经营亏损严重。展望2025年，预计光伏产业竞争将愈加激烈，全球光伏新增装机增速将继续放缓，但随着制造端落后产能和低效产能“出清”节奏加快，光伏产业有望进入良性发展阶段。完整版行业分析详见[《2025年光伏行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 竞争实力

公司电站项目类型丰富，涵盖地区广泛，区域布局较好；公司电站开发指标储备增加，储能、售电等综合能源服务业务进一步发展。

公司在全国二十多个省份拥有包括大型地面式、屋顶分布式、渔光互补型、农光互补型等多类型光伏电站，采用滚动开发、持有、出售的轻重资产相结合的经营模式，维持一定新能源电站权益装机量、获得稳定现金流的同时，加大电站转让力度以加速周转回笼资金，获得相应的开发服务收益。公司积累了丰富的新能源电站建设、运营及管理经验，具备多类型电站产品化和一体化解决方案的能力。截至2024年底，公司自持电站装机容量6448MW，其中III类地区装机占比61.90%，较好的区位条件和电站布局，有效地提升了电站就地消纳的能力，为公司稳健运营提供良好支撑。指标获取方面，2024年，公司获取国内地面电站开发指标3349MW，其中光伏2789MW，风电560MW，完成工商业分布式实现新增签约307MW，户用光伏业务完成建档548MW，相关项目的逐步推进可对公司未来经营业绩形成支持。此外，公司在全国多点布局储能业务，覆盖网侧和用户侧等多种应用场景。截至2024年末，公司自持独立储能电站规模298MWh，全年新增网侧储能55MWh、用户侧储能18MWh，新增获取备案储能项目容量超1970MWh。售电业务方面，公司拥有面向第三方电站提供服务的售电业务子公司，在江西、四川、山东、安徽、浙江、广东、上海、江苏8个省份开展售电业务，2024年签约客户4380户，签约电量187亿度，交易电量139亿度。绿电交易方面，2024年，公司绿电业务发展提速，全年绿电交易电量8.29亿度，同比增长超3倍，绿证交易11.85万张，碳普惠7028吨，绿色权益交易规模进一步扩大。此外，公司还开展电站代运维、虚拟电厂等综合能源服务业务。

2 信用记录

公司过往债务履约情况较好。

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：913611005787856680），截至2025年5月15日，公司本部已结清和未结清信贷中无不良/违约类贷款；根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司

无逾期或违约记录。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上存在重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在主要管理制度等方面无重大变化，公司部分董事及高管发生变动，对公司经营管理无重大不利影响。

2024 年以来，公司主要管理制度、治理结构和管理体系未发生重大变化。公司董事及高管存在部分人员变动，未对公司经营管理产生重大不利影响。

（三）经营方面

1 经营概况

2024 年，公司光伏电站装机容量及发电量稳步增长，带动主营业务收入同比增长；受光伏电站运营及户用光伏电站滚动开发业务毛利率下降影响，公司主营业务综合毛利率同比下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。收入方面，2024 年，公司新增并网规模增加带动光伏电站运营收入提升，同时电站转让力度加大使得户用光伏电站滚动开发业务收入规模增长，公司主营业务收入同比增长 12.85%。受市场环境的影响，公司战略性收缩 EPC 业务规模，收入同比小幅下降。

毛利率方面，受平均上网电价下降影响，2024 年公司光伏电站运营业务毛利率同比小幅下降；EPC 业务毛利率大幅增长主要系当年承接的新疆集中式光伏项目利润率较高所致，公司 EPC 业务毛利率受单个项目收益情况影响大；2024 年公司户用光伏电站滚动开发业务毛利率同比下降，主要系受行业政策及市场环境变动影响，当期项目出售收益率下降所致。综上，公司主营业务毛利率同比下降 2.60 个百分点。

2025 年一季度，公司主营业务收入 10.99 亿元，主营业务综合毛利率 30.30%。

图表 2 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
光伏电站运营业务	32.53	77.43%	52.79%	36.23	76.42%	50.15%
光伏电站 EPC 业务	2.90	6.90%	3.66%	2.75	5.80%	11.22%
户用光伏电站滚动开发业务	6.48	15.43%	5.09%	8.29	17.49%	1.86%
其他	0.10	0.24%	27.79%	0.14	0.30%	26.59%
合计	42.01	100.00%	41.98%	47.41	100.00%	39.38%

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）光伏电站运营业务

跟踪期内，受电力行业政策及市场环境变化影响，公司控制电站投建及并网节奏，光伏电站总装机容量及发电量稳步增长，但弃光限电率上升、平均上网电价下降导致公司利润空间压缩。随着新能源上网电价市场化改革全面推进，未来电价变动存在较大不确定性，将对公司盈利水平产生影响，且对公司电力交易能力提出更高要求。

跟踪期内，光伏电站运营业务仍为公司核心业务，公司开发运营的光伏电站项目包括地面集中式电站、工商业分布式光伏电站及户用分布式电站等多种类型；公司在采购流程、施工、并网验收和制度等方面无重大变化。

电站建设方面，2024 年，受电力行业政策及市场环境变化影响，公司控制电站建设（尤其以出售为目的建设的户用光伏电站项目）及并网节奏，减少对经营资金的占用，2024 年新增并网 1879MW（2023 年为 2356MW），期末自持电站总装机容量 6.45GW，较上年底增长 20.32%，其中地面式、屋顶分布式和户用分布式电站装机容量分别较上年底增加 658.91MW、131.19MW 和 298.85MW。

近年来公司电站从华东、华中、华南、西北等区域均衡分布，到逐渐往经济发展较好、消纳和电价更有保障地区进一步侧重。2024年，公司实现并网的国内地面集中式光伏项目主要集中在广东、青海、安徽、福建等省份以及境外的中东地区，新增户用光伏高比例分布在江苏等南方地区，工商业分布式光伏仍以经济发达地区为主。入补装机容量方面，截至2024年底，公司已入补装机容量较上年底略有下降，主要系部分入补分布式项目在报告期内出售所致。国家取消对光伏电站补贴后，公司新投产光伏电站均未获取补贴，截至2024年底，公司入补装机占比较上年底下降8.01个百分点。

发电量及上网电量方面，随着装机规模提升，2024年公司发电量及上网电量同比分别增长27.67%和29.19%；上网电价方面，随着新能源平价上网政策全面推行及公司新增装机均为平价项目，市场化交易电量及平价电站占比提高，2024年公司平均上网电价（不含税）同比下降15.52%。电站运营效率方面，2024年，全国新增光伏并网规模大幅增加且电网消纳能力提升有限的背景下，公司机组等效发电利用小时数较上年减少39.55小时，弃光限电率同比增长3.82个百分点，主要系西北地区消纳能力较弱所致。随着136号文的发布，新能源上网电价市场化改革全面推进，由“保量保价”向“量价双风险”模式转变。考虑到目前大部分省份政策细则尚未落地，未来新能源电价变动不确定性较大，将影响公司电站转让收益，且对公司电力交易能力提出更高要求。

图表3·2023—2024年公司光伏电站概况

项目	2023年（末）	2024年（末）
装机容量（MW）	5359.47	6448.42
其中：地面式	3324.53	3983.44
屋顶分布式	1256.45	1387.64
户用分布式	778.49	1077.34
入补装机容量（MW）	2307.50	2259.55
其中：集中式	1653.04	1653.04
分布式	654.46	606.52
入补装机占比（%）	43.05	35.04
发电量（亿千瓦时）	52.59	67.14
上网电量（亿千瓦时）	46.55	60.14
平均上网电价（不含税）（元/千瓦时）	0.58	0.49
弃光限电率（%）	7.90	11.72
等效发电利用小时数（小时）	1124.98	1085.43

注：1. 弃光限电率=弃光限电电量/（发电量+弃光限电电量）；2. 公司上网电量不包含工商业分布式电站自发自用部分；3. 公司采用月度利用小时数累加方法剔除2023年新增的并网电站对等效发电利用小时数的影响
 资料来源：公司提供

公司自持光伏电站主要分布在III类区域。III类区域弃光限电程度较低且上网电价较高，该区域仍是未来公司电站投资的重点区域。截至2024年底，公司自持电站总装机容量中，III类地区的装机占61.90%，电站布局整体较好，但西北等区域消纳问题仍突出，影响公司经营效益。海外项目方面，公司自2017年从事海外光伏发电市场开发，以地面集中式光伏项目为主。2024年，公司2022年中标的沙特集中式光伏项目实现并网发电，带动海外光伏装机规模大幅提升，公司已获得海外发电项目开发权储备总量超2.4GW。

图表4·公司光伏电站各区域装机规模（单位：MW）

类型	2023年底		2024年底	
	规模	占比	规模	占比
I类	299.00	5.58%	549.14	8.52%
II类	1417.48	26.45%	1463.43	22.69%
III类	3547.80	66.20%	3991.86	61.90%
海外	95.19	1.78%	443.99	6.89%
合计	5359.47	100.00%	6448.42	100.00%

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2024年，公司对前五大供应商采购额为19.63亿元（2023年为21.10亿元），占年度采购总额的37.83%。其中前五名供应商采购额中关联方采购额4.10亿元，占年度采购总额的7.90%。客户集中度方面，2024年，公司前五大客户销售额为17.61亿元（2023年为16.67亿元），占年度销售总额的37.14%，当期公司前五大客户中无关联方。

（2）光伏电站滚动开发业务

2024年，公司加大存货电站转让力度以加快资金回笼，轻资产运营策略进一步推进。

公司户用光伏电站项目以流转为主，主要分布在江苏等南方经济发达省份。为减少光伏电站的资金占用规模，跟踪期内公司加大存货电站转让力度。2024年，公司转让的光伏电站规模合计790MW，同比增长33%，其中，转让地面项目301MW、工商业分布式项目55MW、户用光伏电站项目434MW；电站转让产生股权处置价款合计4.67亿元，实现处置收益合计2.86亿元。此外，公司西班牙175MW集中式光伏项目在开工建设，报告期内已通过预售模式提前与中国华电香港有限公司锁定出售协议。公司未来重点推进轻资产运营策略，同时通过出售部分国补拖欠金额大或发电效益一般的电站，进行现金回流，降低资金占用规模，减轻债务负担。

3 在建工程

截至2024年底，公司在建拟建光伏电站规模较大，未来装机规模有望进一步扩大，但同时面临一定的资本支出压力。

截至2024年底，公司主要在建光伏项目装机规模合计550.00MW，主要拟建项目备案容量157.00MW；公司主要在建及拟建光伏项目预算总投资合计31.51亿元，待投资规模较大；此外，公司尚有一定规模意图出售而暂时持有的电站持续建设，整体看存在一定的资本支出压力。

图表5·截至2024年底公司主要在建、拟建光伏电站情况（单位：MW、亿元）

项目名称	装机容量	预算数	工程累计投入占比	工程进度	资金来源
在建项目					
沙特第四轮 TBJ 项目	450.00	23.00	7.96%	7.96%	其他来源
安徽肥东县响导乡 100MW 渔光互补光伏发电项目	100.00	3.62	45.32%	61.38%	其他来源
小计	550.00	26.62	--	--	--
拟建项目					
浙江杭州建德三都镇 70MW 光伏发电项目	70.00	2.88	--	--	募集资金、其他来源
肥东县八斗镇二期 50MW 渔光互补光伏发电项目	60.00	1.48	--	--	其他来源
玉环晶科高效太阳能电池组件生产基地一期项目 27MWp（二期）屋顶分布式光伏发电项目	27.00	0.53	--	--	其他来源
小计	157.00	4.89	--	--	--
合计	707.00	31.51	--	--	--

注：上表仅包含以自持运营为目的建设的光伏电站，不含意图出售而暂时持有的在建拟建电站

资料来源：公司提供

4 关联交易

2024年，公司关联方采购和销售规模同比略增，占当期采购、销售总额的比重均很低。

关联方采购方面，公司在性能和价格基本一致的情况下，优先向非关联单位采购。在特定时点市场供需较为紧张，以及综合考虑产品技术、质量水平等因素，为保障光伏电站业务、光伏电站 EPC 业务的持续稳定发展，需向晶科能源控股有限公司（以下简称“晶科能源控股”）等关联方采购少量光伏组件。此外除公司客户指定公司向晶科能源控股采购的情形外，公司承诺每年向晶科能源控股采购组件金额占公司同类采购总额的比例不超过 10%。2024年，公司关联采购所涉及的交易内容主要为向晶科能源（上饶）有限公司等关联方采购组件、支架和储能设备等，关联采购额为 4.10 亿元，较上年增加 0.26 亿元，占当期采购总额的比重为 7.90%。

关联方销售方面，2024年，公司关联销售主要涉及光伏电站运营业务产生的电费、光伏电站 EPC 施工费、以及电站代理维护运营费和咨询费等，关联销售收入 1.50 亿元，较上年增加 0.09 亿元，占当期销售总额的比重为 3.16%。

5 未来发展

公司计划继续利用项目开发上的优势，同步发展集中式与分布式业务，维持一定新能源电站权益装机量、获得稳定现金流的同时，加大电站的周转，获得相应的开发服务收益。通过滚动开发、持有、出售的轻重资产相结合经营模式，将电站运营与资产处置相结合，提升业务的可持续性和盈利能力。同时，公司将探索储能、风电等投资机会，利用开发经验和项目资源储备，以开发带动EPC、开发带动对外合作等多种模式，满足新能源投资市场的多样化需求。公司将继续推进海外业务发展，分散经营风险的同时，寻找更多利润来源。在综合能源服务方面，公司将探索储能、代运维、售电业务、碳交易、虚拟电厂、微电网等发展机会，通过业务模式创新和技术服务创新，逐步推动公司从清洁能源投资商向清洁能源服务商的转型。

（四）财务方面

公司提供了2024年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2025年一季度财务报表未经审计。

截至2024年底，公司纳入合并范围子公司共819家。2024年，公司以新设方式投资设立各级子公司142家，以不构成业务的收购方式增加各级子公司7家，本期公司注销各级子公司157家。公司合并范围内变化多为光伏电站项目公司，对整体生产经营和业绩无重大影响，对财务数据可比性影响较小。

1 资产质量

跟踪期内，随着公司光伏电站建设投入持续增加，公司资产规模进一步增长，应收电费补贴款保持很大规模，需关注后续相关款项的回收情况；公司存货仍存在减值风险；公司资产受限比例高，资产整体流动性弱。

截至2024年底，公司合并资产总额较上年底增长3.77%，资产结构变动不大。截至2024年底，随着光伏电站建设资金的投入，公司货币资金较上年底下降5.85%。公司货币资金中有5.09亿元受限资金，受限比例为10.11%，主要为公司开具用于支付电站工程款的银行承兑汇票保证金。

截至2024年底，公司应收账款主要由应收电费补贴款及应收EPC工程款构成，应收电费补贴款保持较大规模。随着应收电费补贴款的累积，2024年末应收电网公司电费款规模进一步提高至59.74亿元，应收账款账面价值较上年底增长16.61%。应收账款账龄1年以内、1~2年、2~3年、3~4年、4~5年及5年以上的占比分别为27.64%、19.15%、10.57%、15.18%、12.25%和15.21%；坏账准备余额4.39亿元，较上年底增长14.78%；应收账款前五大欠款方合计金额为33.30亿元，占比为45.41%，集中度较高。

图表6·公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023年底		2024年底		2025年3月底	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
流动资产	172.57	42.04	185.66	43.59	191.90	44.19
货币资金	53.47	13.03	50.34	11.82	65.15	15.00
应收账款	55.46	13.51	64.67	15.18	66.58	15.33
存货	36.99	9.01	46.87	11.00	37.55	8.65
非流动资产	237.88	57.96	240.27	56.41	242.37	55.81
固定资产	186.41	45.42	192.50	45.19	190.20	43.80
在建工程	14.37	3.50	9.59	2.25	13.89	3.20
资产总额	410.45	100.00	425.93	100.00	434.26	100.00

注：占比指占资产总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司存货较上年底增长 26.72%，主要系公司以出售为目的持有的电站资产增加所致。公司存货主要由开发成本（占 90.23%）构成，开发成本系公司意图出售而暂时持有的项目公司在建或并网的电站资产；公司存货累计计提跌价准备 0.99 亿元，计提比例为 2.08%。考虑到电力行业市场化改革全面推进，未来电价波动风险较大，公司未来出售电站收益存在较大不确定性，存货仍存在减值风险。截至 2024 年底，公司固定资产较上年底增长 3.27%，在建工程下降主要系部分在建电站完工转固所致。公司固定资产主要由电站资产构成，累计计提折旧 68.14 亿元，固定资产成新率 74.83%，成新率较高。截至 2024 年底，公司受限资产占资产总额的比重为 48.74%，受限比例高，主要系光伏电站项目抵押融资以及应收账款/合同资产质押融资所致。公司整体资产流动性弱。

图表 7 • 截至 2024 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	受限金额	受限金额占资产总额的比例	受限原因
货币资金	5.09	1.20%	因冻结、托管等原因使用受限及银行承兑汇票、贷款及保函等保证金
存货	2.27	0.53%	贷款及融资租赁抵押担保
固定资产	138.10	32.42%	贷款及融资租赁抵押担保
长期股权投资	2.44	0.57%	贷款质押担保
其他权益工具	5 万元	0.00%	融资租赁质押担保
其他流动资产	0.08	0.02%	保函质押担保
其他非流动资产	0.34	0.08%	贷款质押担保
在建工程	2.36	0.55%	贷款、融资租赁抵押担保
无形资产	0.08	0.02%	贷款、融资租赁抵押担保
应收账款/合同资产	56.85	13.35%	贷款、融资租赁质押担保
合计	207.61	48.74%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模和构成变动不大，权益结构稳定性较强。

截至 2024 年底，公司所有者权益 159.94 亿元，较上年底增长 1.94%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.25%，少数股东权益占比为 0.75%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 22.33%、53.21%、0.48%和 22.13%。所有者权益结构稳定性较强。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，随着项目建设融资需求的加大，公司负债和债务规模小幅增长，债务结构仍属适中，期限分布相对合理。

截至 2024 年底，公司负债总额 265.99 亿元，较上年底增长 4.91%。其中，流动负债占 37.76%，非流动负债占 62.24%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2024 年底，公司短期借款 18.41 亿元，较上年底下降 0.90%。截至 2024 年底，公司应付账款 34.15 亿元，较上年底下降 1.06%。截至 2024 年底，公司长期借款 86.70 亿元，较上年底增长 27.61%，主要系项目建设融资需求增加以及融资置换所致。截至 2024 年底，公司长期应付款（合计）40.00 亿元，较上年底下降 9.19%，其中 37.02 亿元为资产抵押借款，均为项目公司的融资租赁借款，下降主要系随着部分项目出售相关借款清偿以及融资置换所致。

有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 215.86 亿元，较上年底增长 4.84%，主要系随着电站项目建设持续推进，融资需求增加所致。债务结构方面，短期债务占 25.18%，长期债务占 74.82%，仍以长期债务为主，债务结构变动不大。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.45%、57.44%和 50.24%，较上年底分别提高 0.67 个百分点、提高 0.69 个百分点和提高 0.70 个百分点。公司债务负担仍属适中，债务期限结构分布相对合理。

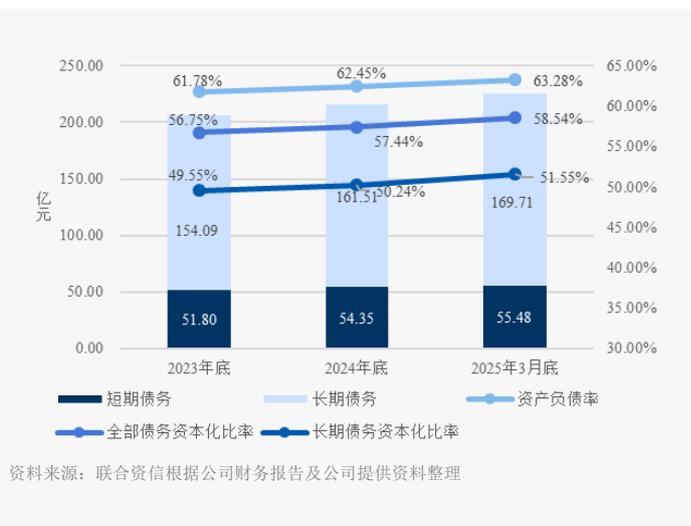
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额和全部债务分别较上年底增长 3.30%和 4.33%，负债和债务结构变动不大。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	96.29	37.97	100.44	37.76	100.91	36.72
短期借款	18.58	7.33	18.41	6.92	21.72	7.90
应付账款	34.51	13.61	34.15	12.84	31.95	11.63
一年内到期的非流动负债	16.59	6.54	27.79	10.45	27.42	9.98
非流动负债	157.27	62.03	165.55	62.24	173.88	63.28
长期借款	67.94	26.79	86.70	32.59	94.91	34.54
应付债券	27.56	10.87	21.51	8.09	21.75	7.92
长期应付款（合计）	44.04	17.37	40.00	15.04	40.21	14.63
租赁负债	14.83	5.85	16.22	6.10	15.75	5.73
负债总额	253.55	100.00	265.99	100.00	274.78	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司有息债务情况



图表 10 • 截至 2024 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3~5 年	5 年以上	合计
短期借款	18.41	--	--	--	--	18.41
应付票据	3.79	--	--	--	--	3.79
其他应付款中有息债务	4.45	--	--	--	--	4.45
一年内到期的非流动负债	27.79	--	--	--	--	27.79
长期借款	--	14.42	13.18	16.68	42.42	86.70
应付债券	--	0.41	21.10	--	--	21.51
长期应付款中的有息债务	--	5.76	5.01	9.50	16.81	37.08
租赁负债	--	0.69	0.58	0.98	13.97	16.22
合计	54.44	21.28	39.87	27.16	73.20	215.95
占比	25.21%	9.85%	18.46%	12.58%	33.90%	100.00%

资料来源：公司提供

3 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比增长，利润总额同比下降；公司费用规模支出大，对整体利润侵蚀较严重；受电价下降、电站转让收益率降低等因素影响，公司盈利水平有所下降。

2024 年，公司实现营业总收入同比增长 9.25%，主要系发电量增加以及电站转让产生收入所致；营业利润率为 38.16%，同比下降 0.90 个百分点。

期间费用方面，2024 年，公司费用总额为 14.40 亿元，同比增长 9.99%，其中销售费用和管理费用分别同比增长 26.68% 和 7.80%，主要系职工薪酬增长所致；财务费用同比增长 9.27%，主要系随着债务规模的增加利息支出增加，以及利息收入和汇兑收益减少所致。从构成看，2024 年公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 9.16%、34.32%、0.26% 和 56.25%。2024 年，公司期间费用率为 30.15%，同比提高 0.20 个百分点，期间费用率仍较高，费用控制能力有待提高。

非经常性损益方面，2024 年，公司投资收益 2.66 亿元，同比下降 31.40%，主要系受电力行业政策及市场环境变化影响，电站项目转让收益率有所下降所致；投资收益占利润总额的比重为 64.79%，占比仍很高，公司利润表现易受当期电站转让收益影响。考虑到各省电力政策细则尚在陆续发布中，未来交易电价变动存在较大不确定性，将对公司盈利水平产生影响。2024 年，公司信用减值损失 1.34 亿元，主要系对应收电费补贴款计提减值所致。综上，2024 年，公司利润总额同比下降 12.36%。2024 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.13%、2.08%，同比分别下降 0.01 个百分点、下降 0.42 个百分点。公司盈利指标表现有所下降。

2025年一季度，公司营业总收入同比增长43.00%，利润总额-0.09亿元（上年同期为-0.74亿元），主要系户用滚动开发业务规模及利润增加所致。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1-3月
营业总收入	43.70	47.75	11.12
营业成本	26.06	29.01	7.80
期间费用	13.09	14.40	3.57
其中：销售费用	1.04	1.32	0.28
管理费用	4.58	4.94	1.08
财务费用	7.41	8.10	2.20
投资收益	3.88	2.66	0.21
信用减值损失	-2.05	-1.34	-0.06
利润总额	4.69	4.11	-0.09
营业利润率	39.05%	38.16%	28.50%
总资本收益率	3.14%	3.13%	--
净资产收益率	2.50%	2.08%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2024年，公司控制电站投建节奏，同时加大存货电站转让力度，经营活动现金由净流出转为净流入；因公司持续投入建设光伏电站，投资活动现金流保持净流出，筹资活动现金流仍为净流入。

从经营活动来看，2024年，公司经营活动净现金流由负转正，主要系公司控制以出售为目的的电站（主要为户用）投建节奏，同时加快存货电站转让以回笼资金所致，现金收入比同比小幅提高。

从投资活动来看，2024年，公司投资活动现金流入变动不大，投资活动现金流出同比下降36.53%，主要系自持运营电站建设节奏有所放缓所致。公司投资活动现金净流出规模有所下降。

从筹资活动来看，2024年，公司筹资活动现金流入同比下降16.57%，主要系2023年公司非公开发行A股股票获取较大规模筹款使得基数较高所致。公司筹资活动现金净流入规模同比有所下降。

2025年一季度，公司经营性现金流实现较大规模净流入，主要系电站转让规模较大所致；随着项目投资建设的继续推进，投资活动现金流继续净流出，筹资活动现金流仍为净流入。

图表 12 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1-3月
经营活动现金流入小计	47.41	51.07	19.23
经营活动现金流出小计	53.38	40.63	7.24
经营活动现金流量净额	-5.98	10.45	11.99
投资活动现金流入小计	12.25	12.06	1.63
投资活动现金流出小计	37.77	23.97	6.08
投资活动现金流量净额	-25.52	-11.91	-4.45
筹资活动前现金流量净额	-31.50	-1.46	7.55
筹资活动现金流入小计	95.54	79.71	19.97
筹资活动现金流出小计	66.87	69.45	13.20
筹资活动现金流量净额	28.67	10.26	6.76
现金收入比（%）	95.18	96.29	160.33

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标变化

2024年，公司主要偿债指标表现总体相对稳定，但未使用授信额度仍一般，间接融资渠道有待拓宽，同时关注诉讼及较大规模对外担保可能对公司偿债能力产生的不利影响。

截至2024年底，公司流动资产和速动资产对流动负债的保障程度仍高；2024年公司经营性净现金流由负转正使其对流动负债和短期债务实现一定程度覆盖；受现金类资产下降以及短期债务增加影响，公司现金短期债务比较上年底小幅下降，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力仍属较好。

2024年，公司EBITDA同比增长7.22%，EBITDA对利息支出的覆盖程度仍属较高，但EBITDA对全部债务的覆盖程度仍偏低。公司长期偿债指标表现尚可。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2023年	2024年
短期偿债指标	流动比率（%）	179.23	184.84
	速动比率（%）	140.81	138.18
	经营现金/流动负债（倍）	-6.21	10.40
	经营现金/短期债务（倍）	-0.12	0.19
	现金类资产/短期债务（倍）	1.05	0.94
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	23.27	24.95
	全部债务/EBITDA（倍）	8.85	8.65
	经营现金/全部债务（倍）	-0.03	0.05
	EBITDA/利息支出（倍）	2.77	2.62
	经营现金/利息支出（倍）	-0.71	1.10

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

截至2024年底，公司对外担保余额为20.17亿元，占2024年底公司净资产的12.61%。公司对外担保对象共涉及7家企业，多为民营企业。公司对外担保业务主要是基于经营业务而发生，但规模较大，仍存在一定的或有负债风险。

银行授信方面，截至2024年底，公司共计获得银行授信额度156.56亿元（2023年底为132.73亿元），剩余可使用授信额度32.47亿元，可使用授信额度一般。公司为上市企业，具备直接融资渠道，但间接融资渠道有待拓宽。

未决诉讼方面，截至2024年底，公司及控股子公司重大未决诉讼2件¹，均为工程款纠纷引发的诉讼事项，涉案金额合计约0.72亿元。截至2025年4月18日，上述两件诉讼案件尚在审理中，存在一定的或有负债风险。

6 公司本部主要变化情况

公司本部为合并范围内部分子公司提供光伏电站EPC工程服务及承担了大量组件采购职能。2024年末，公司本部资产和负债规模及构成较上年底变动不大，本部债务负担轻。

公司本部为合并范围内部分子公司提供光伏电站EPC工程服务及承担了大量组件采购职能。截至2024年底，公司本部资产总额207.82亿元，较上年底增长3.35%，规模和构成情况无重大变化；本部资产主要包括应收账款、其他应收款和长期股权投资，其中，应收账款主要为合并范围内关联方款项，其他应收款主要为公司本部与子公司往来款，长期股权投资主要由公司本部对晶科电力有限公司及上海晶科光伏电力有限公司的投资构成；本部货币资金23.54亿元。同期末，公司本部负债总额81.75亿元，较年底增长3.73%，本部负债主要为长短期借款、应付债券、应付票据及应付账款；全部债务45.71亿元，其中短期债务占比37.92%，全部债务资本化比率26.61%，债务负担轻；所有者权益126.08亿元，较上年底增长3.10%，所有者权益构成较上年末变动不大。公司本部营业收入主要来自为部分子公司提供EPC项目建设及组件等销售，2024年，公司本部营业总收入为25.57亿元，利润总额为4.43亿元（其中投资收益4.10亿元）。现金流方面，2024年，公司本部经营活动现金流净额为20.49亿元，投资活动现金流净额-0.01亿元，筹资活动现金流净额-14.26亿元。截至2024年底，公司本部资产占合并口径的48.79%；公司本部负债占合并口径的

¹ 此两项未决诉讼案件公司在2024年年报中或有事项段予以披露。

30.73%；公司本部全部债务占合并口径的 21.17%；公司本部所有者权益占合并口径的 78.83%。2024 年，公司本部营业总收入占合并口径的 53.56%；公司本部利润总额占合并口径的 107.73%。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，治理结构和内控制度较为完善。整体看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无显著不利影响。

环境方面，公司作为光伏电力行业企业，属清洁能源产业，不是环保部门公布的重点排污单位，产生的污染较少，但光伏电站需占用大量土地，且运营过程中也会产生光污染。为降低对环境的影响，契合国家环保政策导向，公司设立了相关环保制度，下设质量与安全管理部，负责环保管理体系的建设及管理工作，治理结构和内控制度较为完善。2024 年，公司运营光伏电站发电量 67.14 亿千瓦时，相当于减排二氧化碳 553.23 万吨；旗下晶科慧能技术服务有限公司完成绿电交易 8.29 亿千瓦时、绿证交易 11.85 万张，并促成全国首单分布式光伏碳普惠交易（减排 7028 吨）。此外，沙特 Tabarjal 光伏项目等海外清洁能源布局进一步推动全球低碳转型，形成“零碳电力供应+碳资产开发”双轮驱动的减排模式。2024 年，联合资信未发现公司受到污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，2024 年，公司解决就业 1643 人。公司积极践行公益事业，2024 年对外捐赠、公益项目总投入合计 6.15 万元，扶贫及乡村振兴项目总投入 32 万元。2024 年公司为 B 级纳税人。

公司建立了自上而下的 ESG 治理架构，董事会下设战略与可持续发展委员会，统筹战略规划与气候风险应对；管理层通过 ESG 工作领导小组制定方针并监督执行；执行层由各职能部门及下属公司落实具体措施。公司设立监察部、内审部及环境管理委员会，专职负责反腐败、供应链合规、环境风险管理，并将 ESG 标准嵌入供应商准入、员工培训及日常运营，通过制定《采购手册》《安全管理制度》等文件，构建全周期管理体系。跟踪期内，公司首次发布年度可持续发展报告，ESG 信息披露水平有所提高。

七、债券偿还能力分析

公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“晶科转债”余额保障程度较高。

截至 2025 年 3 月 31 日，“晶科转债”余额 22.96 亿元。2024 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对债券余额保障程度较高。未来若“晶科转债”持有人转股，公司实际偿债压力将有所减轻。

图表 14 • “晶科转债”偿付指标

项目	2024 年
本报告所跟踪债券余额（亿元）	22.96
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	2.22
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	0.45
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.92

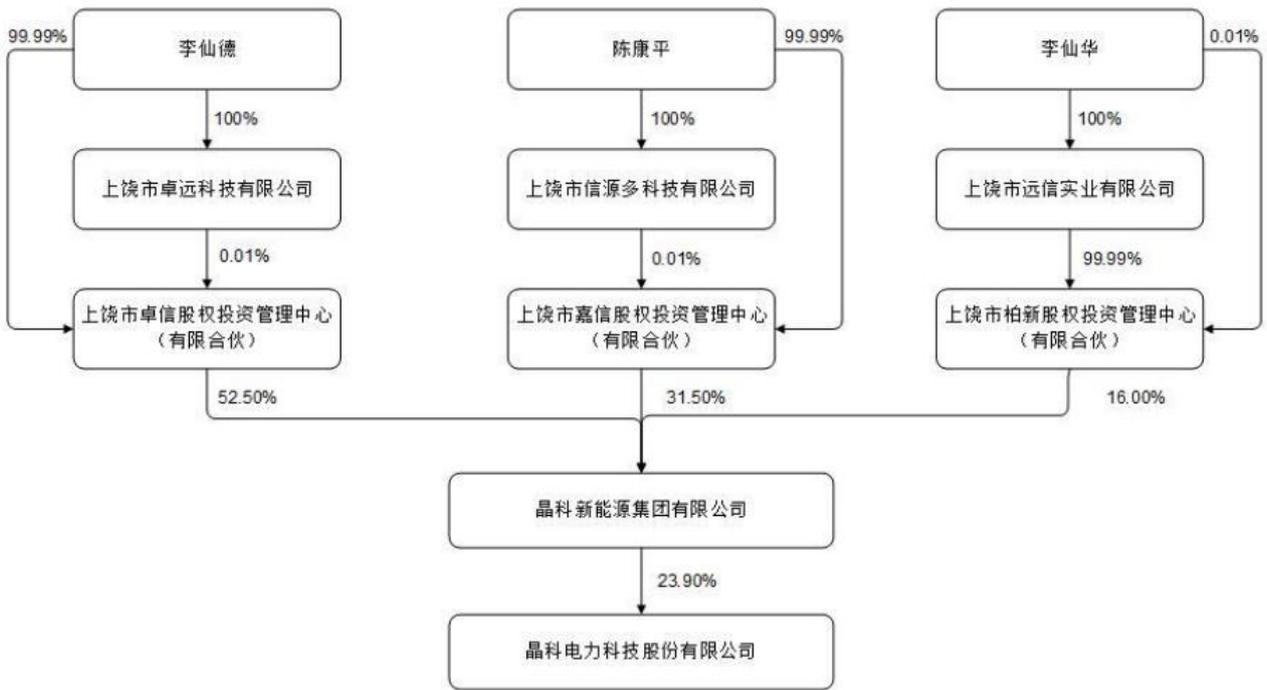
注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

八、跟踪评级结论

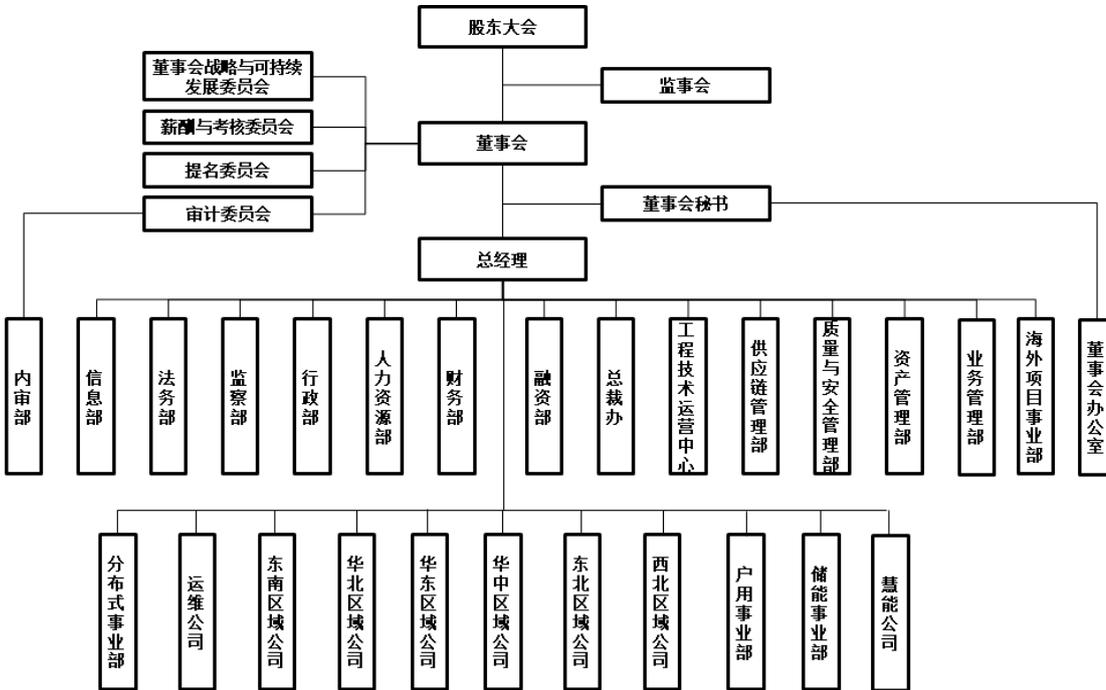
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“晶科转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
晶科电力有限公司	594000.00	电力发电行业	100.00%	--	设立
上海晶科光伏电力有限公司	100000.00	电力发电行业	100.00%	--	设立
上海晶坪电力有限公司	50000.00	电力发电行业	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	54.26	51.10	65.92
应收账款（亿元）	55.46	64.67	66.58
其他应收款（合计）（亿元）	8.01	4.50	3.50
存货（亿元）	36.99	46.87	37.55
长期股权投资（亿元）	9.14	11.54	11.45
固定资产（合计）（亿元）	186.41	192.50	190.20
在建工程（合计）（亿元）	14.37	9.59	13.89
资产总额（亿元）	410.45	425.93	434.26
实收资本（亿元）	35.71	35.71	35.71
少数股东权益（亿元）	1.11	1.20	1.22
所有者权益（亿元）	156.89	159.94	159.48
短期债务（亿元）	51.80	54.35	55.48
长期债务（亿元）	154.09	161.51	169.71
全部债务（亿元）	205.89	215.86	225.19
营业总收入（亿元）	43.70	47.75	11.12
营业成本（亿元）	26.06	29.01	7.80
其他收益（亿元）	0.15	0.46	0.06
利润总额（亿元）	4.69	4.11	-0.09
EBITDA（亿元）	23.27	24.95	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	41.60	45.97	17.83
经营活动现金流入小计（亿元）	47.41	51.07	19.23
经营活动现金流量净额（亿元）	-5.98	10.45	11.99
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.52	-11.91	-4.45
筹资活动现金流量净额（亿元）	28.67	10.26	6.76
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.82	0.79	--
存货周转次数（次）	1.02	0.69	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.11	--
现金收入比（%）	95.18	96.29	160.33
营业利润率（%）	39.05	38.16	28.50
总资本收益率（%）	3.14	3.13	--
净资产收益率（%）	2.50	2.08	--
长期债务资本化比率（%）	49.55	50.24	51.55
全部债务资本化比率（%）	56.75	57.44	58.54
资产负债率（%）	61.78	62.45	63.28
流动比率（%）	179.23	184.84	190.17
速动比率（%）	140.81	138.18	152.96
经营现金流动负债比（%）	-6.21	10.40	--
现金短期债务比（倍）	1.05	0.94	1.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.77	2.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.85	8.65	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他应付款中的有息部分已调整计入短期债务，长期应付款中的有息部分已调整计入长期债务；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	21.64	23.69
应收账款（亿元）	34.22	25.65
其他应收款（亿元）	60.33	71.32
存货（亿元）	0.42	3.65
长期股权投资（亿元）	79.54	80.22
固定资产（合计）（亿元）	0.40	0.37
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00
资产总额（亿元）	201.09	207.82
实收资本（亿元）	35.71	35.71
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	122.28	126.08
短期债务（亿元）	18.95	17.33
长期债务（亿元）	29.23	28.37
全部债务（亿元）	48.18	45.71
营业总收入（亿元）	27.94	25.57
营业成本（亿元）	22.25	18.79
其他收益（亿元）	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.14	4.43
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	43.71	32.68
经营活动现金流入小计（亿元）	46.73	34.73
经营活动现金流量净额（亿元）	6.53	20.49
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.83	-0.01
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.64	-14.26
财务指标		
销售债权周转次数（次）	0.65	0.85
存货周转次数（次）	32.41	9.23
总资产周转次数（次）	0.13	0.13
现金收入比（%）	156.43	127.77
营业利润率（%）	20.25	26.47
总资本收益率（%）	--	--
净资产收益率（%）	1.16	3.54
长期债务资本化比率（%）	19.29	18.37
全部债务资本化比率（%）	28.26	26.61
资产负债率（%）	39.19	39.33
流动比率（%）	241.69	236.18
速动比率（%）	240.85	229.34
经营现金流动负债比（%）	13.18	38.39
现金短期债务比（倍）	1.14	1.37
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未披露；2. 公司本部有息债务未经调整；3. “--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持