

中国绿发投资集团有限公司

2026 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〔2026〕4999号

联合资信评估股份有限公司通过对中国绿发投资集团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，确定维持中国绿发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 中国绿发 MTN001”“24 中国绿发 MTN001”和“25 中国绿发 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年六月二十六日

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中国绿发投资集团有限公司（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。

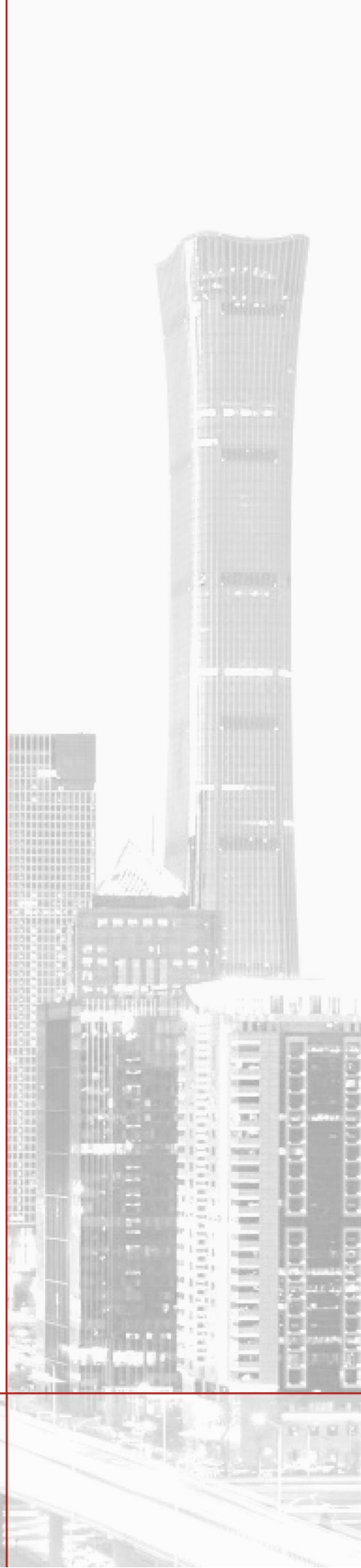
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



中国绿发投资集团有限公司

2026 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
中国绿发投资集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/26
23 中国绿发 MTN001/24 中国绿发 MTN001/25	AAA/稳定	AAA/稳定	
中国绿发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点 中国绿发投资集团有限公司（以下简称“公司”）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”）直管央企，其股东背景雄厚，且对公司支持力度大，有利于公司业务的协同发展。公司以房地产和新能源为主业，同时，商业物业运营和酒店业务规模也较大，具备一定的多元化综合竞争实力。地产开发业务方面，受房地产行业景气度影响，2025 年公司销售金额继续下降，同时，在售项目存在部分大盘和商业项目，后续项目去化及盈利仍承压，考虑到公司所有者权益规模很大，对于市场下行导致利润空间收窄的承受能力强，且商业租金收入和酒店运营收入可为公司贡献较稳定的现金流入。公司新能源业务处于快速发展期，2025 年，公司新能源自主运营装机规模同比增长，但公司新能源装机高度集中于西北区域，需持续关注区域电网配套建设、电力外送通道扩容及现货市场交易价格走势对公司新能源项目收益的影响。此外，公司房地产和新能源业务在建及拟建项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本支出压力。财务方面，公司所有者权益规模大，抗风险能力强，债务规模较为稳定，债务负担处于合理范围。偿债指标方面，公司长短期偿债指标均表现很好，综合考虑股东背景雄厚和融资渠道畅通，公司偿债能力非常强。

公司 2025 年经营活动现金流流入量和 EBITDA 对本报告跟踪债券余额的保障程度高，截至 2026 年 3 月底，公司货币资金 197.27 亿元，可全额覆盖存续债券余额。本期债券违约概率仍属极低。

个体调整：新能源装机规模持续增长，在建项目规模大，建成投产后将带动公司新能源业务规模扩大，多元化经营有助于提升公司综合竞争实力。

外部支持调整：无。

评级展望 短期内地产行业仍处于调整阶段，公司地产项目销售仍将承压；随着在建新能源项目的逐渐投产，新能源业务收入有望保持增长，公司经营情况有望保持稳定。公司仍有较大新能源项目投资支出计划，债务规模或将继续增加，考虑公司货币资金充裕、融资渠道畅通，财务状况预计不会发生重大变化。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司房地产业务土地储备和销售规模大幅下降，销售回款持续不及预期；公司债务水平持续大幅度增长且新能源项目运营效益不及预期，货币资金快速消耗导致偿债能力大幅下降；公司资本市场融资、银行信贷等融资渠道受阻，融资环境恶化。

优势

- **公司股东背景雄厚，在项目获取和资本注入方面对其提供支持。**公司实际控制人为国务院国资委，主要股东中国中化控股有限责任公司、中国诚通控股集团有限公司、中国国新控股有限责任公司和国家电网有限公司均为综合实力极强的直属央企。公司股东在项目获取和资本注入方面对其提供支持。截至 2026 年 3 月底，公司实收资本和资本公积分别为 449.96 亿元和 420.79 亿元。
- **公司业务多元化，新能源发电装机规模持续增长，收入规模稳步提升；文旅物业板块对现金流有一定补充。**2025 年，公司新能源发电装机规模大幅增长，相应业务收入稳步提升；文旅物业板块业务主要为自持物业和酒店，收入稳定，对现金流有一定补充。公司业务多元化，具备一定的综合竞争实力。
- **公司融资渠道畅通，融资成本较低。**公司未使用授信规模很大，间接控股的天津绿发电力集团股份有限公司（以下简称“绿发电力”）为上市公司，具备直接融资渠道。2025 年末，公司整体融资成本为 2.70%。

关注

- **公司地产项目去化和利润空间承压。**跟踪期内，房地产行业持续低迷，行业整体销售下滑，未来房地产市场运行存在一定不确定性。截至 2026 年 3 月底，公司剩余可售面积（已完工项目未销售面积+在建项目已取证未销售项目）较大，土地储备中大盘项目较多，业态复杂，未来销售去化和项目利润空间均承压。
- **公司新能源业务运营情况需持续关注。**2025 年，公司发电设备平均利用小时数同比回落。随着公司在建新能源项目陆续完工，新能源装机规模大幅增长，后续区域电力外送通道建设及能源消纳条件的改善是影响新能源业务运营效率的关键因素。
- **公司地产和新能源业务尚需投资规模较大，杠杆水平上升压力较大。**截至 2026 年 3 月底，公司房地产板块和新能源板块在建及拟建项目尚需投资规模较大。新能源业务资产回报期较长，短期内公司项目建设对债务融资将较为依赖，未来杠杆水平存在进一步上升的可能。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.2022.07

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：其他有利因素				+1
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
模型级别				AAA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《房地产开发经营企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

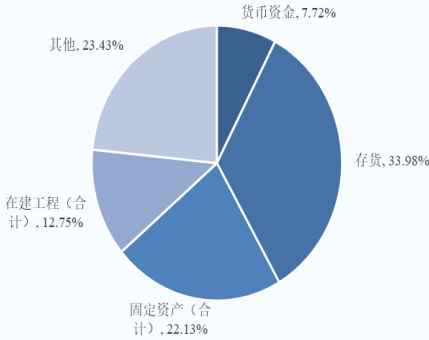
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	312.07	275.13	245.24	239.82
资产总额（亿元）	2447.23	2637.14	2648.52	2626.26
所有者权益（亿元）	992.77	1019.90	1022.07	1020.97
短期债务（亿元）	181.71	152.86	268.73	227.55
长期债务（亿元）	843.21	1065.96	936.82	990.77
全部债务（亿元）	1024.92	1218.82	1205.55	1218.31
营业总收入（亿元）	364.62	279.37	236.39	43.65
利润总额（亿元）	20.28	21.01	17.18	0.26
EBITDA（亿元）	74.01	75.35	79.87	--
经营性净现金流（亿元）	57.24	0.03	111.90	-15.17
营业利润率（%）	27.83	31.87	26.44	29.01
总资产报酬率（%）	1.76	1.65	1.51	--
资产负债率（%）	59.43	61.33	61.41	61.12
调整后的资产负债率（%）	57.27	59.78	59.41	59.13
全部债务资本化比率（%）	50.80	54.44	54.12	54.41
流动比率（%）	227.22	250.14	199.76	220.45
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.74	0.63	0.74	--
现金短期债务比（倍）	1.72	1.80	0.91	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	1.68	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.85	16.18	15.09	--

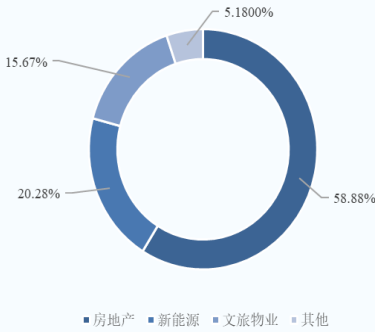
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1151.25	1148.27	1243.60	1219.93
所有者权益（亿元）	887.77	885.69	885.93	886.12
全部债务（亿元）	106.23	145.57	161.34	153.90
营业总收入（亿元）	-0.10	*	*	*
利润总额（亿元）	3.20	2.14	1.39	0.19
资产负债率（%）	22.89	22.87	28.76	27.36
全部债务资本化比率（%）	10.69	14.12	15.41	14.80
流动比率（%）	207.95	259.96	146.33	155.58
经营现金流动负债比（%）	-107.63	-39.60	23.28	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；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. 本报告已将公司长期应付款中有息部分调整计入长期债务核算；4. “--”表示不适用或计算无意义；“*”表示数据过大或过小
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

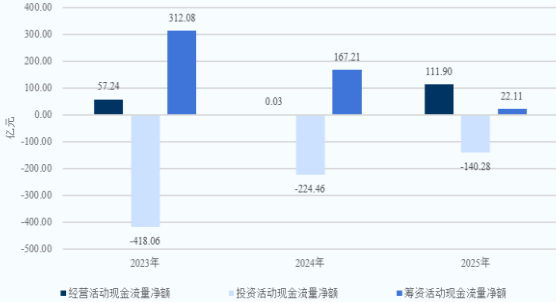
2025 年底公司资产构成



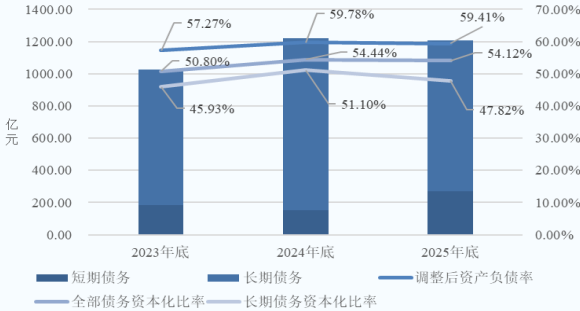
2025 年公司营业总收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年末公司债务情况



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
25 中国绿发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/07/07	--
24 中国绿发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2027/04/19	--
23 中国绿发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/11/27	--

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
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
24 中国绿发 MTN001/23 中国绿发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/27	曹梦茹 刘珺轩	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
25 中国绿发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/25	曹梦茹 刘珺轩	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
24 中国绿发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/07	蒋旭 罗星驰	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
23 中国绿发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/10/20	蒋旭 罗星驰	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	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：苏柏文 subw@lhratings.com

项目组成员：王皓 wanghao@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”）关于中国绿发投资集团有限公司（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

公司成立于 1988 年 5 月 21 日，经多次股权转让、增资、更名等，截至 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 449.96 亿元，中国中化控股有限责任公司（以下简称“中化控股”）、中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通控股”）、中国国新控股有限责任公司（以下简称“国新控股”）、国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）和济南文旅发展集团有限公司的持股比例分别为 28.80%、26.71%、26.67%、13.38%和 4.44%。公司无控股股东，实际控制人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”），公司由国务院国资委直接监管，公司股权结构图详见附件 1-1。

公司主营业务包括房地产开发、新能源、物业与商业旅游等，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至 2026 年 3 月底，公司本部内设规划发展部、财务资产部、法律合规部、采购管理部等部门（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 2648.52 亿元，所有者权益 1022.07 亿元（含少数股东权益 79.98 亿元）；2025 年，公司实现营业收入总收入 236.39 亿元，利润总额 17.18 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 2626.26 亿元，所有者权益 1020.97 亿元（含少数股东权益 79.65 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业收入总收入 43.65 亿元，利润总额 0.26 亿元。

公司注册地址：北京市东城区礼士胡同 18 号 2 幢；法定代表人：孙瑜。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，债券募集资金已全部使用完毕，“23 中国绿发 MTN001”和“24 中国绿发 MTN001”在付息日已正常付息，“25 中国绿发 MTN001”尚未到第一个付息日。

图表 1 • 截至报告出具日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	到期日
25 中国绿发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/07/07	3 年	2028/07/07
24 中国绿发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/04/19	3 年	2027/04/19
23 中国绿发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/11/27	3 年	2026/11/27

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传

导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业分析

1 房地产行业分析

2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望 2026 年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见[《2026 年房地产开发经营行业分析》](#)。

2 电力行业分析

2025 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，全社会用电需求稳步增长。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，中国电网、电源工程保持较大投资规模，新能源装机增量明显，非化石能源发电量保持不断增长态势，对火电替代作用日益突显。预计 2026 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[《2026 年电力行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司由国务院国资委直接监管，以绿色能源、绿色科技等绿色低碳产业投资为主线，同时依托公司自身在地产开发及商业运营等方面的经验，与城乡开发、文化旅游及康养等产业协同发展。具体来看，公司重要子公司鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”）主营业务以住宅地产开发及新能源发电业务为主，并从事商业物业和酒店的开发运营业务，公司重要子公司都城伟业集团有限公司（以下简称“都城伟业”）定位于住宅地产开发及商业、酒店和旅游地产开发运营。鲁能集团控股子公司天津绿发电力集团股份有限公司（以下简称“绿发电力”，股票代码：000537.SZ）聚焦新能源发电投资、运营。

（1）房地产

公司开发经验丰富，项目主要位于一二线城市；在售项目获取时间较早、成本较低，整体土地储备质量较好；但公司存在大盘和商业项目且部分位于三四线城市项目仍面临去化和盈利压力。

企业规模方面，2025 年，公司全口径销售金额 143.67 亿元，同比下降 35.94%，当期公司全口径销售回款 199.44 亿元，同比增加 21%。

土地储备质量，公司剩余可售面积（已完工项目未销售面积+在建项目已取证未

销售项目）486.64 万平方米，公司项目主要位于一二线城市（占比约为 81.74%），其中前五大面积的城市为重庆、宜宾、济南、成都和苏州。公司存量项目中，仍有部分位于三线及以下城市，若未来房地产行业持续下行，该类项目面临去化和盈利压力；同时结合公司在售项目获取时间较早、成本较低等情况来看，公司整体土地储备质量很好。

拿地稳健性和项目盈利能力，2023 年以来，公司获取项目时在区位选择方面较为谨慎，主要获取方式为招拍挂、收并购或产业勾地等方式，土地获取成本较为合理，新获取销售型物业主要位于北京、上海或三亚等核心城市或区域，但随着房地产市场持续不景气，项目利润空间预计有所收窄。

品牌及产品力方面，公司开发经验丰富，开发的绿色地产项目覆盖全国多个城市，先后打造了济南领秀城、重庆星城、北京顺义新城、海南三亚湾新城、文昌山海天等区域标志性项目。

（2）新能源业务

近年来，公司新能源技术有所突破，同时，受益于公司业务协同、资源整合等，新能源业务装机规模不断扩大。

公司新能源发电业务主要绿发电力负责。技术方面，公司的自同步电压源友好并网技术突破传统新能源机组并网难题，提升电网稳定性，入选国家能源局首台（套）重大技术装备目录，在甘肃干河口南北风电场完成示范应用；公司联合开发的青海液态空气储能示范项目填补了国内大规模长时储能相关技术空白，锂离子电容器储能项目也入选了“十四五”能源领域科技创新规划。

公司从事的新能源发电业务以风力、光伏发电为主，近年来通过新建、收购风电机组、获取新能源指标等形式进行扩张。截至 2025 年底，受益于光伏装机规模大幅增长，公司新能源自主运营装机规模达 2142.55 万千瓦，较上年底增长 16.12%。

（3）文旅物业

公司商业物业和酒店业务可为公司提供稳定的现金流。其中，商业业态丰富，出租率较高；酒店布局旅游热点城市。

公司持有可租商业，业态包括高档百货、购物中心、5A 甲级写字楼以及度假小镇等，主要位于济南、重庆、北京、天津等一二线城市以及文昌等旅游度假城市。截至 2026 年 3 月底，公司商业可租面积合计 38.18 万平方米，除了度假城市以外，其他项目出租率均较高。公司自持酒店主要布局旅游热点城市，经营酒店整体规格较高，且多位于一二线及旅游度假城市。截至 2025 年底，公司共经营酒店 38 家。

（二）信用记录

公司过往信用记录良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 6 月 1 日，公司未结清和已结清信贷信息中无关注类和不良/违约类贷款，履约情况良好。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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至查询日，联合资信未发现公司本部在国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台、中国证券监督管理委员会证券期货市场失信信息公开查询平台和信用中国网站中存在不良记录。

（三）管理水平

跟踪期内，公司管理水平未发生变化，治理结构和内控体系健全。

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度未发生变化。董事会和管理层人员方面，原公司副总经理尹衍利因年龄正常退休，其他董事会和管理层人员未发生变动。整体上，公司各项管理制度完善，治理结构和内控体系健全。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司营业收入随房地产结转规模减少而下降，综合毛利率保持较高水平。随着地产开发规模的减少和新能源装机规模的扩大，预计未来新能源板块收入和占比将稳步提升。

公司以房地产、新能源及文旅物业等为主业，其中房地产和文旅物业收入占营业总收入的比重超过 70%，为最主要的收入来源。2025 年，受结转节奏影响，公司房地产收入同比下降 29.00%；随着装机容量及上网电量的增长，公司新能源收入同比增长 26.19%。公司文旅物业板块收入主要为酒店经营和商业物业经营收入，2025 年该板块收入同比变化不大。其他业务板块收入占比较小。综合影响下，2025 年，公司营业总收入同比下降 15.39%。

毛利率方面，2025 年，公司综合毛利率同比有所下降。其中，受结转地产项目毛利率较低影响，房地产板块毛利率下降明显；受公司项目限电电量增长、推动整体弃电率上升，电价下行以及同比折旧增加等综合影响，新能源板块毛利率同比下降 7.90 个百分点；文旅物业板块毛利率同比提升 4.41 个百分点。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 43.65 亿元，同比继续下降 18.67%，主要系地产项目结转规模下降所致；综合毛利率 29.01%，受结转项目毛利率差异、新能源限电电量增长推动整体弃电率上升、电价下行以及同比折旧增加等综合影响，较上年底下降 4.70 个百分点。

图表 2 • 2024—2025 年和 2026 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务小计	273.80	98.01%	41.09%	226.63	95.87%	34.39%	42.16	96.57%	29.83%
其中：房地产	196.03	70.17%	40.14%	139.18	58.88%	29.89%	21.23	48.62%	26.18%
新能源	37.98	13.60%	54.21%	47.93	20.28%	46.31%	11.57	26.49%	35.94%
文旅物业	37.88	13.56%	31.95%	37.05	15.67%	36.35%	7.60	17.40%	21.37%
其他	1.91	0.68%	59.64%	2.47	1.05%	27.15%	1.77	4.05%	70.06%
其他业务小计	5.57	1.99%	-7.19%	9.76	4.13%	34.41%	1.50	3.43%	5.94%
合计	279.37	100.00	40.13%	236.39	100.00%	34.39%	43.65	100.00%	29.01%

注：尾差系四舍五入所致；
资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

（2）房地产开发业务

公司以独立开发模式为主，在获取土地后，自主进行房地产开发、建筑设计和房产销售。项目业态方面，公司房地产开发项目仍以住宅产品为主，同时注重社区销售型配套，开发了社区配套商业、公寓等业态项目。此外，公司还涉足养老、酒店、度假区等多条产品线，产品业态较为丰富。

公司土地储备充裕，但大盘和商业类项目较多，存在一定的去化和盈利压力。

2025 年，公司通过央地合作、城市更新等方式获取 3 个项目，全部位于三亚的三亚湾新城，区位较好，楼面均价同比大幅增长。2026 年一季度，公司未获取土地储备。

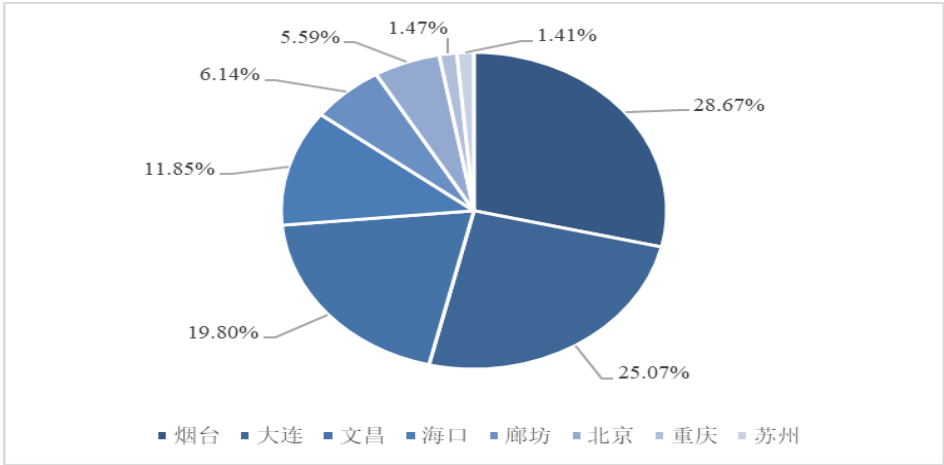
图表 3 • 公司土地储备获取情况

	2023 年	2024 年	2025 年
新增项目（个）	6	19	3
规划建筑面积（万平方米）	56.47	110.30	58.46
总地价（亿元）	137.88	51.94	63.31
楼面均价（元/平方米）	24417	4709	13619

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2026 年 3 月底，公司未开发土地储备地块面积 378.86 万平方米，公司土地储备充裕，能满足公司未来 2-3 年的开发需求，主要位于一二线城市（占比 74.07%）。土地储备业态中，存在一定规模大盘项目，业态包括酒店、商业、公寓等，且部分项目位于经济相对较弱的三线城市，在房地产行业景气度仍较弱的背景下，来存在一定去化和盈利压力。

图表 4 截至 2026 年 3 月底公司未开发土地储备地块面积（单位：万平方米）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，公司整体开发规模有所下降。公司拟建项目计划投资额和在建项目尚需投资规模较大，未来存在资本支出压力。

公司项目以自主开发为主，随着在建项目的持续推进，竣工面积仍保持较大规模。2025 年，公司整体开发规模有所下降，期末在建面积较 2024 年末下降 31.39%。

图表 5 • 公司商品房业务项目开发情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
开工面积（万平方米）	3.76	134.69	116.36	9.07
竣工面积（万平方米）	200.04	158.67	130.68	17.34
期末在建面积（万平方米）	567.48	548.35	376.24	327.01

注：1. 数据按全口径统计；2. 存在部分并购项目和项目转让，因此期末在建面积不符合上期末在建面积+当期开工面积-当期竣工面积的勾稽关系
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2026 年 3 月底，公司主要在建项目 19 个，主要分布在北京、雄安新区、上海、重庆等城市，产品业态涉及住宅、商业、公寓、办公楼和酒店等。截至 2026 年 3 月底，公司主要在建项目总投资金额 426.92 亿元，尚需投资 163.54 亿元，拟建项目预计总投资额为 177.25 亿元，公司在建项目规模较大、业态复杂，存在资本支出压力。

2025 年，公司合同销售规模继续下降；公司在售项目中三四线城市项目，受业态和地理位置等因素影响，仍存在去化压力。

2025 年，受房地产行业景气度继续下行影响，公司全口径合同销售面积和销售额同比继续下降，销售均价同比下降 21.63%；同期，公司全口径销售回款 199.44 亿元，同比增加 21.00%。2025 年，公司签约销售的前五大城市分别为杭州、海口、北京、上海和济南。当前房地产行业景气度仍较弱，2026 年一季度，公司全口径合同销售额 27.46 亿元。

图表 6 公司房地产销售情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
全口径合同销售面积（万平方米）	132.55	91.67	74.70	18.47
全口径合同销售额（亿元）	240.66	224.27	143.67	27.46
全口径合同销售均价（万元/平方米）	1.82	2.45	1.92	1.49

注：销售均价=全口径销售金额/全口径销售面积
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2026 年 3 月底，公司剩余可售面积（已完工项目未销售面积+在建项目已取证未销售项目）486.64 万平方米，其中包括宜宾、三亚、张家口、文昌及汕头等三四线城市，受产品业态（包含商业、车位、住宅、别墅、公寓等）、地理位置等因素影响，部分项目去化周期较长。

（2）新能源业务

跟踪期内，公司装机容量随着光伏装机规模增加而继续增长，需持续关注电网配套建设和电力消纳情况。公司在建项目规模很大，存在一定的资本支出压力；随着在建项目完工并网，公司新能源业务规模将有所扩大，但核心布局区域当前消纳形势严峻、电价持续下行，或将大幅削弱项目投产后的盈利预期，对公司整体收益形成制约。

跟踪期内，公司运营装机容量增加 297.40 万千瓦，新增装机主要分布在青海、新疆、甘肃等区域。截至 2025 年底，公司装机规模较上年底增长 16.12%。2025 年，公司装机所在的新疆、青海、甘肃、内蒙古等核心经营区为新能源资源富集区域，随着新能源装机规模持续扩容，区域内新能源发电量大幅增长，市场供给呈现阶段性宽松态势，但本地用电负荷有限、外送通道存在扩容滞后及调峰资源紧缺等情况，导致供给增速远超消纳能力提升速度，弃风弃光问题在西北区域凸显，以上因素加剧了区域内电力交易竞争强度。2025 年，公司经营涉及的西北区域部分时段出现低价甚至负电价现象，且公司均按国家要求启动电力现货市场连续结算试运行，现货市场价格发现功能持续增强，电价逐步向成本线靠拢，直接导致公司整体结算电价下行，收益空间进一步压缩。目前行业内电价下行已成为共性趋势。

截至 2025 年底，西北三省现货市场价格信号倒逼限电、供热季节窗口挤压风光上网空间、新场站并入拥堵断面叠加等多重因素共同交织，导致公司机组平均利用小时数同比下降。此外，新疆规定了新能源发电机组转商业运营模式的要求，在未转商之前，公司发电机组运行存在负荷限制。

图表 7 • 公司机组运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
装机总容量（万千瓦）	561.65	1845.15	2142.55	2197.55
发电量（亿千瓦时）	90.66	108.73	197.62	49.11
其中：风电	75.18	68.42	77.40	18.08
光伏	11.70	36.06	116.51	29.31
上网电量（亿千瓦时）	87.96	105.64	192.30	47.78
平均上网电价（元/千瓦时）	0.4666	0.4125	0.2783	0.2560
发电设备平均利用小时数（小时）	2139	1771	1301	248
其中：风电	2322	2068	1916	410
光伏	1393	1392	1072	198

注：尾数差异系四舍五入所
资料来源：天津绿发电力集团股份有限公司年报及公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司主要在建项目装机容量大，剩余投资规模较大，其中在建项目中新疆和青海区域占比高，考虑到上述区域弃风弃光率较高，需关注后续消纳问题。公司债务规模快速增长，综合考虑其在建项目，公司存在投资压力。未来，随着在建项目陆续投产以及业务布局的持续优化，公司整体竞争力有望逐步增强。

图表 8 • 截至 2025 年底公司重要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	工程累计投入占预算比例	工程累计投入
尼勒克 320 万千瓦光伏项目	116.99	91.06%	106.53
乌鲁木齐市米东区 350 万千瓦光伏项目	153.17	94.39%	144.58
乌海 20 万千瓦/80 万千瓦时储能项目	7.61	67.64%	5.15
山东牟平 5 万千瓦农光互补项目	2.83	62.70%	1.77
中绿电若羌 400 万千瓦光伏项目	155.88	90.35%	140.84
青海综合能源贵南 100 万千瓦光储一体化项目	34.53	65.36%	22.57
青海乌图美仁多能互补配套储能	2.01	85.79%	1.73
青海中绿电储能有限公司液态压缩空气储能示范项目	15.35	78.27%	12.01
木垒 100 万千瓦风电项目	50.14	32.78%	16.44
青海茫崖鲁能新能源公司茫崖二期 50 万千瓦风电项目	32.82	50.52%	16.58
鲁能集团甘肃分公司金塔 70 万千瓦多能互补基地项目	42.36	70.45%	29.84
阜康鲁能 100 万千瓦多能互补项目	55.55	79.48%	44.15
合计	669.24	--	542.19

注：工程累计投入金额为总投资金额*工程累计投入占预算比例
资料来源：天津绿发电力集团股份有限公司年报及公司提供资料整理

（3）文旅物业

公司商业物业及酒店业务可为公司提供稳定的收入和现金流。

商业物业方面，截至 2026 年 3 月底，公司商业物业可租赁或运营面积合计为 38.18 万平方米，其中，济南泉城路贵和购物中心位于济南市核心商业地段，属于公司自营项目（收入为销售收入），其入驻品牌较为优质，是对公司收入贡献最高的自持物业。除泉城路贵和购物中心包含百货销售收入，天津硬石餐厅为餐厅经营收入外，其他为租赁经营形式，租赁合同期限以 1-3 年为主。近年来公司商业物业出租率均保持在 90%以上，合同续签率保持在 70%以上，商业物业主要客户为年营业收入在 1 亿元以下的中小企业及个体工商户，租金收取模式为按月或按季收取。2025 年及 2026 年 1—3 月，公司商业物业收入分别为 5.59 亿元和 1.23 亿元。

酒店业务方面，公司经营酒店基本为五星级酒店，整体经营酒店规格较高。公司大部分酒店位于旅游城市，竞争激烈且受淡旺季影响较为明显所致，部分酒店全年入住率较低。2025 年，公司新增 7 家酒店，分别位于新疆和重庆，上述酒店目前处于培育期，入住率较低。综合影响下，2025 年，公司酒店收入 21.70 亿元，较 2024 年变化不大。

2 未来发展

公司发展方向清晰，预计仍会保持新能源领域较大规模投资，有利于其整体竞争力的提升。

“十五五”期间，公司持续优化布局新能源、新兴产业、房地产、文旅、商业和物业等业务，积极推动业务向绿色、低碳方向转型升级。具体来看，新能源产业方面，公司将聚焦大容量储能、智能运维等关键领域，推动电源结构由光伏向风电储能、区域布局由西北向中东部转移。业务模式将从单一投资运营转向“绿色能源集成”，深化上市公司资本运作，提升产业效益。房地产业务方面，公司遵循“存量去化、增量优化、质量提升”原则，灵活盘活存量资产，聚焦核心城市圈优质地块，关注城市更新等重点项目，全面提升产品竞争力。文旅产业方面，公司以“提效益、优资产、育新业”为主线，强化酒店细分市场拓展与多元创收，优化资产结构，降低重资产比例。重点打造轻资产管理输出平台，延伸旅行服务、文化体育等产业链业务，并全力推动酒店公募 REITs 发行上市。现代商业板块，公司致力于构建“轻资产+资本”循环发展模式，做强商业 REITs 平台，优化资本结构。通过 REITs 平台与运营平台双轮驱动，拓展轻资产管理项目，逐步推进轻资产业务独立上市。

(五) 财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留的审计意见。合并范围方面，2025 年，公司处置、清算或注销共 8 家子公司，投资设立 17 家子公司，非同一控制下合并 2 家子公司，公司主营业务未发生变更，财务数据可比性较强。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

截至 2025 年底，公司资产规模随新能源项目投资增加而增长，资产结构相对均衡；公司货币资金较充裕，存货计提跌价准备规模较大，若房地产市场持续下行，地产项目仍面临去化压力。公司资产受限比例一般。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模较上年底继续小幅下降。

截至 2025 年末，公司资产规模有所增长，较上年底变动不大，资产结构相对均衡。受新能源项目大规模建设投入影响，公司货币资金较上年底下降 11.46%，货币资金受限规模为 15.12 亿元，受限规模较小，主要为按揭保证金及商品房预售监管资金和涉诉冻结资金。受新增存货规模与结转规模基本平衡影响，公司期末存货规模较上年底变化不大，主要由开发成本（占 23.40%）、开发产品（占 45.67%）和尚未开发的土地储备（占 29.87%）构成，存货累计计提跌价准备 60.84 亿元，计提比例 6.33%，当前房地产市场景气度持续下行，地产项目仍面临去化压力。2025 年末公司固定资产规模随新增投产新能源电站较上年底增加 53.42%，折旧采用年限平均法分类计提，机器设备的折旧年限在 7—30 年，期末固定资产累计折旧 172.83 亿元，固定资产成新率为 77.10%，成新率较高。公司在建工程主要为新能源项目，截至 2025 年底，随着公司在建工程建成投产转固，公司在建工程规模较上年底下降 33.85%。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额较 2025 年底小幅下降，资产构成变化不大。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1347.15	51.08%	1351.58	51.03%	1325.09	50.46%
货币资金	230.87	8.75%	204.40	7.72%	197.27	7.51%
存货	904.36	34.29%	900.00	33.98%	888.38	33.83%
非流动资产	1289.99	48.92%	1296.94	48.97%	1301.17	49.54%
固定资产（合计）	382.00	14.49%	586.05	22.13%	578.05	22.01%
在建工程（合计）	510.35	19.35%	337.61	12.75%	354.36	13.49%
资产总额	2637.14	100.00%	2648.52	100.00%	2626.26	100.00%

注：1. 占比指占资产总额的比例；2. 固定资产（合计）包含固定资产和固定资产清理，在建工程（合计）包括在建工程和工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司受限资产情况如下表所示，受限资产占总资产比例为 14.87%，受限比例一般。

图表 10 • 截至 2025 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	15.12	0.57%	按揭保证金、讼冻结资金及商品房预售资金监管等
应收账款	34.42	1.30%	借款质押
存货	60.01	2.27%	借款抵押
固定资产	218.21	8.24%	借款抵押
无形资产	14.22	0.54%	借款抵押
在建工程	51.81	1.96%	借款抵押
合计	393.80	14.87%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（2）资本结构

2025 年，公司所有者权益规模较为稳定。公司所有者权益中，实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性强。

截至 2025 年末，公司所有者权益规模较上年底变动不大，实收资本 449.96 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 92.17%，少数股东权益占比为 7.83%。截至 2025 年底，公司未分配利润较上年底变化不大；公司所有者权益中，实收资本和资本公积合计占比 85.19%，所有者权益稳定性强。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模及构成较上年底变化不大。

跟踪期内，公司负债和债务规模相对稳定，有息债务构成以长期债务为主，债务负担仍处于合理范围，整体融资成本较低。

截至 2025 年末，公司负债规模较上年底变动不大。公司负债主要由应付账款、合同负债和有息债务构成。2025 年，公司当期销售规模大于交付规模，期末合同负债较上年底增长 29.99%。有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务较上年底小幅下降 1.09%，债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.41%、54.12%和 47.82%，较上年底分别下降 0.37 个百分点、下降 0.32 个百分点和下降 3.28 个百分点。公司债务负担尚可。

截至 2026 年 3 月底，公司负债、全部债务规模和结构较 2025 年底变化不大。

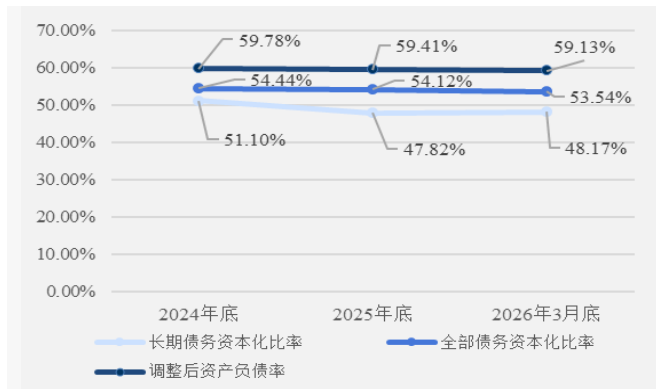
图表 11 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	538.55	33.30%	676.59	41.60%	601.07	37.44%
短期借款	2.87	0.18%	36.18	2.22%	32.97	2.05%
应付账款	156.01	9.65%	165.92	10.20%	149.14	9.29%
一年内到期的非流动负债	149.98	9.27%	232.55	14.30%	194.57	12.12%
合同负债	97.62	6.04%	126.90	7.80%	124.74	7.77%
非流动负债	1078.69	66.70%	949.86	58.40%	1004.21	62.56%
长期借款	809.29	50.04%	745.44	45.83%	789.35	49.17%
应付债券	202.14	12.50%	131.02	8.06%	139.71	8.70%
负债总额	1617.24	100.00%	1626.45	100.00%	1605.29	100.00%

注：占比系在负债总额中所占比例

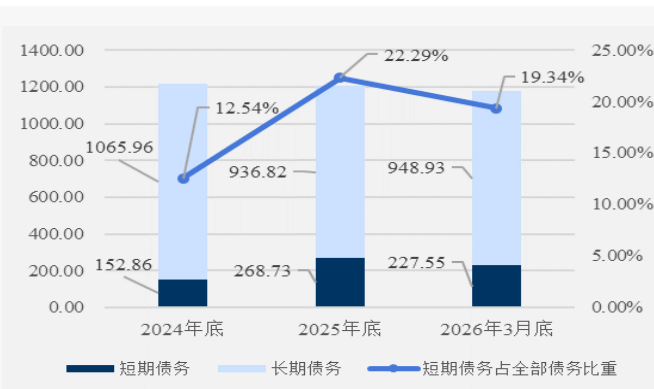
资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 12 • 公司杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 13 • 2024—2026 年 3 月底公司有息债务情况（亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

融资结构方面，截至 2026 年 3 月底，公司有息债务以银行贷款为主，信用类债券约占 13.93%，融资租赁、股东借款等融资约占 7.56%。从债务期限结构来看，公司债务期限较为分散，集中偿付压力可控。

图表 14 • 截至 2026 年 3 月底公司债务结构及期限情况（单位：亿元）

项目	1 年以内（含 1 年）		1-2 年（含 2 年）		2-3 年（含 3 年）		3 年以上		合计	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行贷款	127.67	56%	74.64	43.11%	100.04	74.95%	654.14	95.61%	956.49	78.51%
信用债券融资	73.08	32%	59.90	34.60%	10.00	7.49%	26.72	3.91%	169.70	13.93%
其他融资	26.80	12%	38.60	22.29%	23.43	17.55%	3.29	0.48%	92.12	7.56%
合计	227.55	100%	173.14	100.00%	133.47	100.00%	684.15	100.00%	1218.31	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）盈利能力

2025 年，公司收入和利润有所下降，非经常性损益对公司利润影响较大。受宏观经济及地产行业下行影响，公司盈利指标有所下降。公司盈利能力受新能源和地产业务双重影响，综合考虑房地产市场景气度下行、公司在售项目成本及新获取项目区位、新能源板块装机规模和尚处于投入期等情况，公司整体持续获利能力仍较好。

公司营业总收入及毛利率具体分析详见经营概况。2025 年，公司营业利润率同比下降 5.43 个百分点。同期，期间费用整体规模变化不大，以管理费用和财务费用为主。2025 年，公司公允价值变动损失同比大幅增加，主要系公司持有的中国三峡新能源（集团）股份有限公司的股票波动所致；投资收益同比大幅增加，主要系处置长期股权投资产生的投资收益大幅增加所致，对当期利润影响大。综合影响下，2025 年，公司利润总额同比下降 18.25%。从盈利指标来看，公司总资产报酬率和净资产收益率均有所下降。2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 18.67%，受主营业务利润下降、财务费用和信用减值损失增加、投资收益下降等因素影响，利润总额同比下降 86.83%。

公司盈利能力受新能源和地产业务双重影响。其中，随着地产行业景气度下行，公司在售项目中部分项目受区位和业态影响，去化和盈利空间承压，但公司在售项目的土地成本低，新获取的项目区位较好，预计公司未来房地产收入有望保持；同时，随着公司新能源业务规模扩大，预计新能源板块的收入贡献将有所提升，但该板块尚在大规模投入期，且存在核心布局区域当前消纳形势严峻、电价持续下行等不利因素。整体看，公司持续获利能力仍较好。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	364.62	279.37	236.39	43.65
营业成本	231.86	167.26	155.10	30.99
期间费用	69.22	70.01	69.94	14.68
资产减值损失	-1.47	-2.38	-3.24	-0.004
公允价值变动收益	-12.55	-0.07	-2.77	1.70
投资收益	1.44	3.06	24.84	0.60
利润总额	20.28	21.01	17.18	0.26

营业利润率（%）	27.83	31.87	26.44	29.01
总资产报酬率（%）	1.76	1.65	1.51	--
净资产收益率（%）	0.60	0.60	0.21	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（4）现金流

2025 年，受按揭贷款达到投放节点影响，公司经营活动现金净流入同比大幅增加，但公司大规模的新能源建设资金需求较为依赖对外融资，投资活动现金流仍保持净流出，筹资活动现金流保持净流入。

2025 年，受上海等项目工程建设进度达到按揭贷款投放节点影响，公司经营活动现金净流入同比大幅增加；考虑到公司地产在建项目规模下降、新能源业务销售现金贡献增加，预计公司未来一年经营活动现金流仍可保持净流入。同期，随着新能源项目建设投入放缓，公司投资活动现金净流出同比大幅下降；筹资活动前现金流量仍保持净流出，考虑公司新能源项目尚需较大规模的资本支出，预计未来一年经营活动现金流仍无法满足其投资需求，公司仍存在一定外部融资需求。2025 年，公司筹资活动现金流仍保持净流入，受当期公司经营获现规模扩大、融资需求下降影响，筹资活动净流入规模同比大幅下降。

2026 年 1—3 月，受地产建设投入、销售回款存在一定错配影响，公司经营活动现金流转为净流出，投资活动继续净流出，同期筹资活动现金流量持续净流入。

图表 16 • 公司现金流情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	353.60	278.04	406.24	56.17
经营活动现金流出小计	296.35	278.01	294.34	71.34
经营活动现金流量净额	57.24	0.03	111.90	-15.17
投资活动现金流入小计	23.56	14.37	32.07	18.15
投资活动现金流出小计	441.62	238.84	172.35	14.35
投资活动现金流量净额	-418.06	-224.46	-140.28	3.80
筹资活动前现金流量净额	-360.82	-224.44	-28.38	-11.36
筹资活动现金流入小计	575.67	502.98	254.23	88.37
筹资活动现金流出小计	263.59	335.77	232.12	84.15
筹资活动现金流量净额	312.08	167.21	22.11	4.22

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

公司或有负债风险小，间接融资渠道畅通且拥有直接融资渠道，偿债指标表现很强。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	经营活动现金流入/(流动负债-合同负债) (倍)	0.74	0.63	0.74	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.72	1.80	0.91	1.05
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	74.01	75.35	79.87	--
	全部债务/EBITDA (倍)	13.85	16.18	15.09	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.06	0.00	0.09	-0.01
	EBITDA/利息支出 (倍)	2.33	1.68	2.27	--
	经营现金/利息支出 (倍)	1.80	*	4.93	-2.67

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“—”代表不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债指标来看，截至 2025 年底，公司各项短期偿债指标表现均很好。其中，经营活动现金流入量对扣除合同负债的流动负债的保障倍数同比有所提升，表现较好，现金类资产对短期债务的覆盖程度有所下降，但仍属较高。从长期偿债指标看，公司

2025 年 EBITDA 同比变动不大，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度尚可，考虑电力项目固定资产投资规模较大、折旧期较长，公司长期偿债能力很强。在房地产行业下行背景下，公司可售项目面临一定的价格下跌风险，同时考虑到公司所有者权益规模很大、利润积累较厚，公司净资产对于未来的跌价亏损风险仍具有非常强的承受能力。

截至 2026 年 3 月底，公司合并口径已获得银行授信额度 2681.46 亿元，未使用额度 1754.35 亿元，间接融资渠道畅通，流动性充裕，且鲁能集团子公司绿电力为上市公司，公司具有直接融资渠道。2025 年末，公司整体平均融资成本为 2.70%（2024 年为 2.99%），处于较低水平。综合考虑公司实控人背景实力强，公司整体偿债能力极强且资本市场融资能力非常强。

对外担保方面，截至 2026 年 3 月底，除对客户提供的按揭贷款担保外，公司无对外担保、无重大未决诉讼。公司或有负债风险小。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产以长期股权投资为主，公司本部整体债务负担很轻。投资收益对利润影响大。

截至 2025 年底，公司本部资产总额、负债总额和所有者权益分别为 1243.60 亿元、357.68 亿元和 885.93 亿元，公司本部资产以一年内到期的非流动资产和长期股权投资为主。截至 2025 年底，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 46.95%、21.99 和 86.68%，本部债务占合并口径的 13.38%；2025 年，公司本部营业总收入为 37.74 万元，利润总额为 1.39 亿元，主要来自投资收益（13.32 亿元）。截至 2025 年底，公司本部货币资金 93.73 亿元，全部债务 161.34 亿元，全部债务资本化比率为 15.41%。

（六）ESG 分析

公司切实落实环境责任，助力实现低碳发展，积极履行社会责任，ESG 表现良好。

2025 年公司编制了 ESG 报告，设立了 ESG 相关部门。**环境保护方面**，公司坚持绿色发展理念，推动碳达峰、碳中和行动计划，打造以绿色低碳为主业的综合企业。**社会方面**，公司设置了合理的员工激励机制和培养体系，关注员工需求，保障职工各项基本权益，人员稳定性尚可；2025 年未发生一般事故以上的安全事故。**公司治理方面**，公司建立健全的内部管理结构，同时，公司作为国资委直管的央企，公司治理规范，履行社会责任表现较好。

七、外部支持

1 支持能力

公司股东背景雄厚，主要股东综合实力极强。

公司实际控制人为国务院国资委。公司股东中化控股主业分布在能源、农业、化工、地产、金融五大领域，是领先的化工产品综合服务商，并在高端地产酒店和非银行金融领域具有较强的影响力；国家电网是全球最大的公用事业企业以及中国国家级电网公司，战略地位重要；诚通控股和国新控股为国务院国资委直属两大国有资本运营公司之一，职能定位突出，具备极强的综合实力和显著的竞争优势。公司股东综合实力极强。

2 支持可能性

依托国务院国资委雄厚的股东背景，公司在项目获取、技术协同、资本注入等方面获得股东有利支持。

公司作为由国务院国资委直接监管的股权多元化中央企业，战略定位重要。2021 年公司获得诚通控股和国新控股各 50 亿元增资后，实收资本增加至 449.96 亿元。由于诚通控股和国新控股不具备房地产开发资质、国家电网退出房地产业务，公司可以通过盘活股东闲置土地获取土地储备，为公司后续发展提供有力支撑，如沈阳大东项目系公司与诚通控股合作获取。公司与国家电网在新能源产业发展方面合作广泛，在项目获取、技术发展方面展现协同优势，目前在青海、江苏等地有合作项目落位。

八、债券偿还风险分析

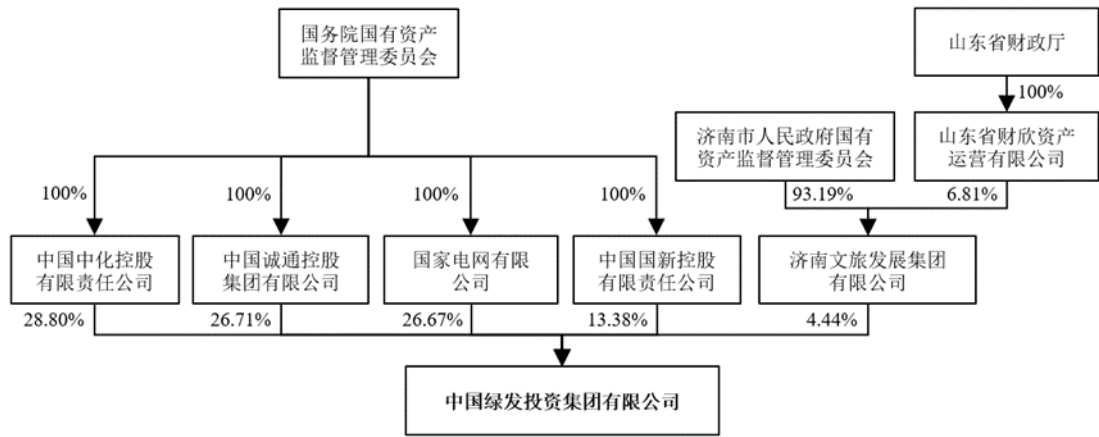
公司经营活动现金流流入量和 EBITDA 对本报告跟踪债券余额的保障程度高。

本报告跟踪债券余额合计 30 亿元。2025 年，公司经营活动现金流流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本报告跟踪债券余额的保障倍数分别为 13.54 倍、3.73 倍和 2.66 倍。

九、跟踪评级结论

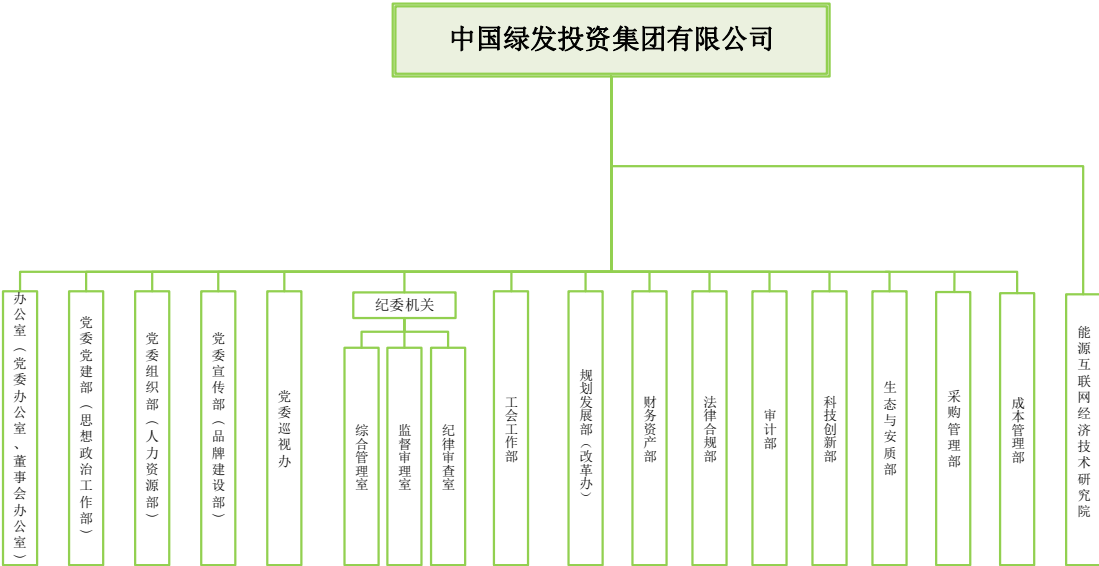
基于对公司经营风险、财务风险、个体调整及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 中国绿发 MTN001”“24 中国绿发 MTN001”和“25 中国绿发 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例	
		直接	间接
鲁能集团有限公司	房地产业	100.00%	--
都城伟业集团有限公司	房地产业	100.00%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	312.07	275.13	245.24	239.82
应收账款（亿元）	58.04	93.92	78.43	70.61
其他应收款（合计）（亿元）	19.94	15.99	35.48	20.50
存货（亿元）	919.37	904.36	900.00	888.38
长期股权投资（亿元）	45.82	42.61	48.05	52.38
固定资产（合计）（亿元）	367.35	382.00	586.05	578.05
在建工程（合计）（亿元）	321.26	510.35	337.61	354.36
资产总额（亿元）	2447.23	2637.14	2648.52	2626.26
实收资本（亿元）	449.96	449.96	449.96	449.96
少数股东权益（亿元）	50.43	78.25	79.98	79.65
所有者权益（亿元）	992.77	1019.90	1022.07	1020.97
短期债务（亿元）	181.71	152.86	268.73	227.55
长期债务（亿元）	843.21	1065.96	936.82	990.77
全部债务（亿元）	1024.92	1218.82	1205.55	1218.31
营业总收入（亿元）	364.62	279.37	236.39	43.65
营业成本（亿元）	231.86	167.26	155.10	30.99
其他收益（亿元）	0.95	1.86	2.30	0.09
利润总额（亿元）	20.28	21.01	17.18	0.26
EBITDA（亿元）	74.01	75.35	79.87	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	302.45	224.64	353.16	49.93
经营活动现金流入小计（亿元）	353.60	278.04	406.24	56.17
经营活动现金流量净额（亿元）	57.24	0.03	111.90	-15.17
投资活动现金流量净额（亿元）	-418.06	-224.46	-140.28	3.80
筹资活动现金流量净额（亿元）	312.08	167.21	22.11	4.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.41	3.66	2.73	--
存货周转次数（次）	0.26	0.18	0.17	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.11	0.09	--
现金收入比（%）	82.95	80.41	149.40	114.37
营业利润率（%）	27.83	31.87	26.44	29.01
总资产报酬率（%）	1.76	1.65	1.51	--
总资本收益率（%）	1.42	1.28	1.12	--
净资产收益率（%）	0.60	0.60	0.21	--
长期债务资本化比率（%）	45.93	51.10	47.82	49.25
全部债务资本化比率（%）	50.80	54.44	54.12	54.41
资产负债率（%）	59.43	61.33	61.41	61.12
调整后的资产负债率（%）	57.27	59.78	59.41	59.13
流动比率（%）	227.22	250.14	199.76	220.45
速动比率（%）	73.65	82.22	66.74	72.66
经营现金流动负债比（%）	9.56	*	16.54	--
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.74	0.63	0.74	--
现金短期债务比（倍）	1.72	1.80	0.91	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	1.68	2.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.85	16.18	15.09	--

注：1. 公司 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 公司合并口径其他非流动负债及长期应付款债务部分已调整至长期债务，其他应付款债务部分已计入短期债务，交易性金融负债为股东委托其托管资产计算有息债务中予以扣除；3. “--”代表数据无意义；“*”表示数据过大或过小
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	108.69	94.48	93.73	52.31
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	26.93	26.37	44.23	44.25
存货（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资（亿元）	795.32	808.44	835.95	839.90
固定资产（合计）（亿元）	0.15	0.14	0.51	0.48
在建工程（合计）（亿元）	0.07	0.32	0.17	0.48
资产总额（亿元）	1151.25	1148.27	1243.60	1219.93
实收资本（亿元）	449.96	449.96	449.96	449.96
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	887.77	885.69	885.93	886.12
短期债务（亿元）	1.92	2.66	62.88	45.86
长期债务（亿元）	104.31	142.91	98.46	108.03
全部债务（亿元）	106.23	145.57	161.34	153.90
营业总收入（亿元）	-0.10	*	*	*
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.10	*	*	*
利润总额（亿元）	3.20	2.14	1.39	0.19
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	*	*	*	*
经营活动现金流入小计（亿元）	42.30	11.10	81.38	0.10
经营活动现金流量净额（亿元）	-171.31	-47.38	60.35	-17.48
投资活动现金流量净额（亿元）	12.67	1.28	-71.00	-14.83
筹资活动现金流量净额（亿元）	70.72	31.35	10.16	-9.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	106.00	106.00	--
营业利润率（%）	187.04	-730.66	-905.14	*
总资本收益率（%）	0.45	0.57	0.55	--
净资产收益率（%）	0.24	0.19	0.12	--
长期债务资本化比率（%）	10.51	13.89	10.00	10.87
全部债务资本化比率（%）	10.69	14.12	15.41	14.80
资产负债率（%）	22.89	22.87	28.76	27.36
流动比率（%）	207.95	259.96	146.33	155.58
速动比率（%）	207.94	259.95	146.33	155.57
经营现金流动负债比（%）	-107.63	-39.60	23.28	--
现金短期债务比（倍）	56.48	35.59	1.49	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 公司本部口径有息债务未经调整；3. “--”代表数据无意义，“/”代表数据未获取，“*”代表数据过大或过小
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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 ¹	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ² ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×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
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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 ³	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/ (流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/ (流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

¹ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/ (平均存货净额+平均合同资产)
² 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率= (利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%
³ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率= (流动资产合计-存货-合同资产) / 流动负债合计×100%

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断