

# 中国绿发投资集团有限公司

## 2025 年度第一期中期票据

### 信用评级报告

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〕5326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及其拟发行的 2025 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国绿发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国绿发投资集团有限公司 2025 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年六月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

# 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。

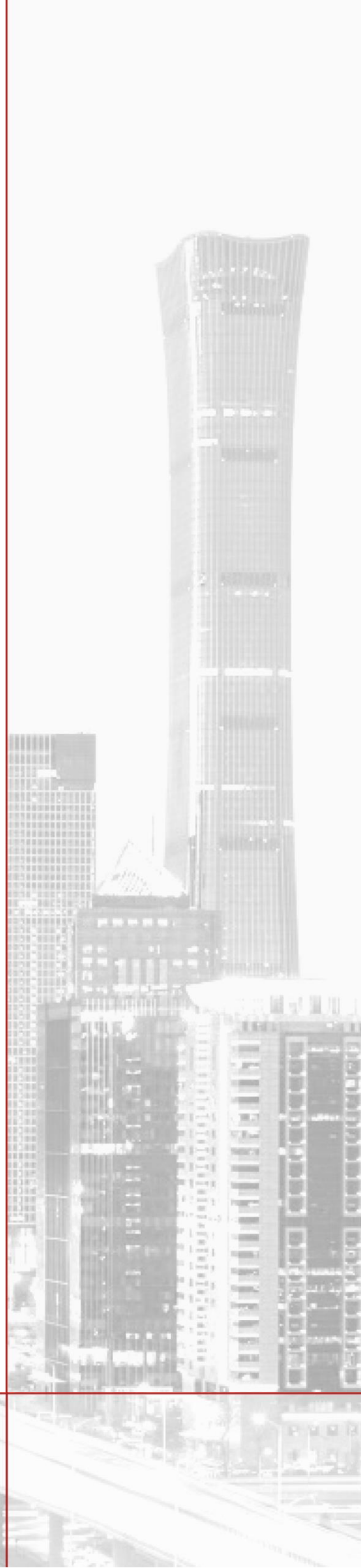
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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

## 2025 年度第一期中期票据信用评级报告

| 主体评级结果 | 债项评级结果 | 评级时间      |
|--------|--------|-----------|
| AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2025/6/25 |

### 债项概况

本期债项名称为“中国绿发投资集团有限公司 2025 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”），发行规模 10.00 亿元，发行期限 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。本期债项利率为固定利率，在存续期限内固定不变，不计算复利，逾期不另计利息。本期债项募集资金拟用于偿还“22 鲁能集 MTN001”债券。本期债项无担保。

### 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，公司可售物业主要位于一二线城市，区位优势较好，且公司利润积累较厚，对于市场下行导致利润空间收窄的承受能力强；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。受近年来房地产行业景气度影响，公司销售金额逐年下降，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。公司新能源业务处于快速发展期，2024 年，受益于光伏装机规模增长，公司新能源自主运营装机规模大幅增长，但需关注新增项目产能释放及后续运营效率情况。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，新能源项目大规模投入推动公司债务快速增长，但整体债务负担尚处合理范围。偿债指标方面，公司长短期偿债指标均表现较好，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。

**个体调整：**无。

**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（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”）和国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）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 2025 年 3 月底，公司实收资本和资本公积分别为 449.96 亿元和 420.83 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；商旅板块对现金流有一定补充。**2024 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；商旅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，间接控股的天津中绿电投资股份有限公司为上市公司，具备直接融资渠道。2024 年末，公司整体融资成本为 2.99%。

## 关注

- **公司地产项目去化和利润空间承压。**2021年下半年以来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2024年底，公司完工未售项目面积较大，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2025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、打分表及结果

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 房地产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    | 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        | F1   | 现金流   | 资产质量    | 2    |
|             |      |       | 盈利能力    | 2    |
|             |      |       | 现金流量    | 1    |
|             |      | 资本结构  |         | 1    |
|             |      | 偿债能力  |         | 2    |
| 指示评级        |      |       |         | aaa  |
| 个体调整因素：--   |      |       |         | --   |
| 个体信用等级      |      |       |         | aaa  |
| 外部支持调整因素：-- |      |       |         | --   |
| 评级结果        |      |       |         | AAA  |

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：公司指示评级和外部支持情况较上次评级均未发生变动。

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

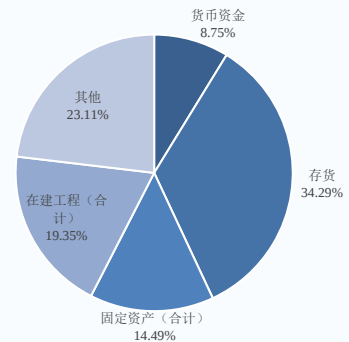
| 合并口径           |         |         |         |            |
|----------------|---------|---------|---------|------------|
| 项 目            | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元）      | 373.16  | 311.85  | 274.48  | 265.39     |
| 资产总额（亿元）       | 2183.06 | 2447.23 | 2637.14 | 2606.15    |
| 所有者权益（亿元）      | 993.72  | 992.77  | 1019.90 | 1021.66    |
| 短期债务（亿元）       | 76.52   | 181.71  | 152.86  | 143.63     |
| 长期债务（亿元）       | 594.81  | 843.21  | 1065.96 | 1055.76    |
| 全部债务（亿元）       | 671.34  | 1024.92 | 1218.82 | 1199.39    |
| 营业总收入（亿元）      | 290.54  | 364.62  | 279.37  | 53.67      |
| 利润总额（亿元）       | 50.23   | 20.28   | 21.01   | 2.03       |
| EBITDA（亿元）     | 104.51  | 74.01   | 75.35   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 43.32   | 57.24   | 0.03    | 47.39      |
| 营业利润率（%）       | 23.83   | 27.83   | 31.87   | 26.95      |
| 净资产收益率（%）      | 3.22    | 0.60    | 0.60    | --         |
| 资产负债率（%）       | 54.48   | 59.43   | 61.33   | 60.80      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 40.32   | 50.80   | 54.44   | 54.00      |
| 流动比率（%）        | 237.85  | 227.22  | 250.14  | 257.56     |
| 经营现金流动负债比（%）   | 7.44    | 9.56    | 0.00    | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 4.88    | 1.72    | 1.80    | 1.85       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.36    | 2.33    | 1.68    | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 6.42    | 13.85   | 16.18   | --         |

| 公司本部口径       |         |         |         |            |
|--------------|---------|---------|---------|------------|
| 项 目          | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
| 资产总额（亿元）     | 1232.95 | 1151.25 | 1148.27 | 1146.04    |
| 所有者权益（亿元）    | 893.44  | 887.77  | 885.69  | 885.97     |
| 全部债务（亿元）     | 20.22   | 106.23  | 145.57  | 145.27     |
| 营业总收入（亿元）    | 0.10    | -0.10   | 0.00    | 0.00       |
| 利润总额（亿元）     | 15.45   | 3.20    | 2.14    | 0.32       |
| 资产负债率（%）     | 27.55   | 22.89   | 22.87   | 22.69      |
| 全部债务资本化比率（%） | 2.21    | 10.69   | 14.12   | 14.09      |
| 流动比率（%）      | 110.87  | 207.95  | 259.96  | 261.01     |
| 经营现金流动负债比（%） | 32.18   | -107.63 | -39.60  | --         |

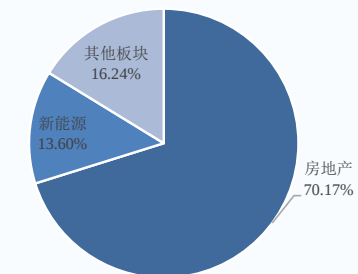
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；2. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将公司长期应付款中有息部分调整计入长期债务核算；4. “--”表示不适用或计算无意义；5. 本报告 2022—2024 年数据均为当年审计报告期末数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理注

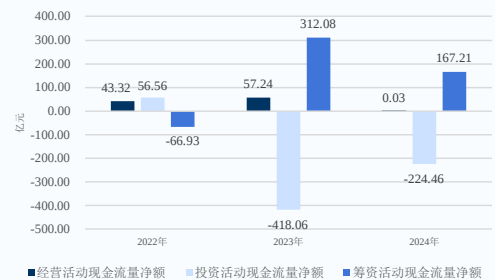
2024 年底公司资产构成



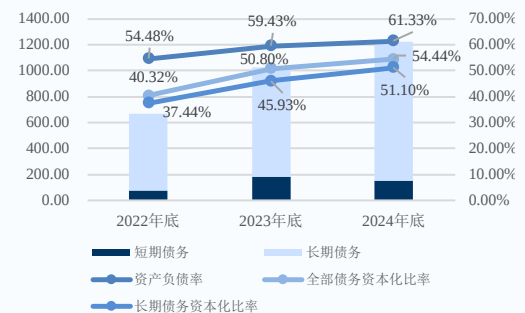
2024 年公司营业总收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年末公司债务情况



## 主体评级历史

| 评级结果   | 评级时间       | 项目小组      | 评级方法/模型                                                                                  | 评级报告                 |
|--------|------------|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AAA/稳定 | 2024/06/28 | 蒋旭 罗星驰 张琳 | <a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.20220</a><br><a href="#">房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AAA/稳定 | 2023/10/20 | 蒋旭 罗星驰    | <a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.20220</a><br><a href="#">房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：曹梦茹 [caomr@lhratings.com](mailto:caomr@lhratings.com)

项目组成员：刘珺轩 [liujx@lhratings.com](mailto:liujx@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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、主体概况

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 2025 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（以下简称“济南文旅”）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 2025 年 3 月底，公司内部设规划发展部、财务资产部、法律合规部、战略采购部、低碳城市开发管理部等部门（详见附件 1-2）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 2637.14 亿元，所有者权益 1019.90 亿元（含少数股东权益 78.25 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 279.37 亿元，利润总额 21.01 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 2606.15 亿元，所有者权益 1021.66 亿元（含少数股东权益 78.81 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 53.67 亿元，利润总额 2.03 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。

## 二、本期债项概况

公司拟注册 20.00 亿元的中期票据，本期债项名称为“中国绿发投资集团有限公司 2025 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项拟发行规模 10.00 亿元，发行期限 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。本期债项利率为固定利率，在存续期限内固定不变，不计算复利，逾期不另计利息。本期债项募集资金拟用于偿还“22 鲁能集 MTN001”债券。本期债项无担保。

## 三、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）》](#)。

## 四、行业及区域环境分析

### 1 房地产行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在

销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见《2025 年房地产行业分析》。

## 2 电力行业分析

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》。

## 五、基础素质分析

### 1 竞争实力

公司由国务院国资委直接监管，以绿色发展为主线，以绿色能源、绿色科技等绿色低碳产业投资，城乡开发运营管理，文化、旅游、康养产业及相关贸易与服务为发展方向。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中绿电投资股份有限公司（以下简称“天津中绿电”，股票代码：000537.SZ）聚焦新能源发电投资、运营。

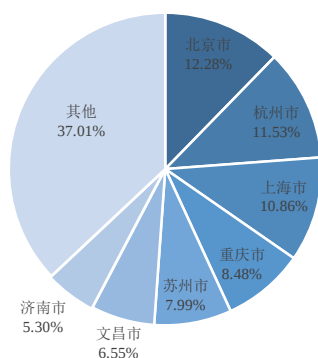
#### （1）房地产

公司开发经验丰富，项目主要位于一二线城市，同时，公司利润积累较厚，对于市场下行导致利润空间收窄的承受能力强；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**，2024 年，公司全口径销售金额 224.27 亿元，同比下降 6.81%，但降幅低于行业平均水平<sup>1</sup>。

**区域分布方面**，截至 2025 年 3 月底，公司主要在建和完工在售项目剩余可租售面积合计 365.82 万平方米。从公司存货账面净值来看（包括开发产品中已完工未售项目、开发成本中未售在建项目和开发成本中拟建项目），公司项目主要位于一二线城市（占比约为 80.95%），其中前五大城市为北京、杭州、上海、重庆和苏州。公司存量项目中，仍有部分位于三四线城市，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。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司项目存货净值分布情况



注：项目为并表数据，其他区域包括雄安新区、烟台市、文安市、三亚市、天津市、成都市、汕头市、福州市、大连市、海口市、广州市、沈阳市、宜宾市、东莞市、南京市、青岛市、张家口市

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

<sup>1</sup> 以 TOP100 房企为样本，2024 年销售额平均降幅为 30.6%。

**项目盈利方面**，公司自 2022 年以来拿地较为谨慎，新获取销售型物业主要位于北京、上海等核心城市，其他在售项目获取时间较早，成本较低，但随着房地产市场持续不景气，项目利润空间大幅收窄。考虑到公司所有者权益规模很大、利润积累较厚，公司对于市场下行导致利润空间收窄的承受能力强。

**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 27 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。但公司土地储备中存在一定以前年度获取的大盘在售项目，若房地产行业持续不景气，存量项目面临一定的去化和盈利压力。

**再融资能力方面**，公司作为国资委直管企业，股东实力雄厚，且公司与银行整体保持非常好的银企关系，间接融资渠道畅通，同时，间接控股上市公司，再融资能力强。

## （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由天津中绿电公司负责。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 2024 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 1845.15 万千瓦，较上年底大幅增长 228.52%。

## （3）多元化业务

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，且与新能源业务形成协同，预计未来收入贡献将进一步增加。

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 2025 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 3 月底，公司共经营酒店 33 家。2022—2024 年，公司为协同新能源指标在新疆获取大量土地储备，楼面均价低，后续公司将结合自身开发经验和文旅项目运营优势，开发文旅项目（以酒店为主），预计公司酒店收入规模将进一步增加。

## 2 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《企业信用报告》（统一社会信用代码：911100001000079554），截至 2025 年 5 月 7 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。截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

### 1 法人治理

公司治理结构规范，能够满足公司日常经营需要，整体运行情况良好。

公司根据《公司法》，及现代企业制度要求制定《公司章程》，设立了股东会、董事会的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成较为有效的职责分工和制衡机制。

公司设股东会，股东会是公司的权力机构，由全体股东组成。

公司设董事会，对股东会负责。董事会由 9 名董事组成，其中外部董事 5 名（诚通控股、国家电网和国新控股 3 家股东各推荐 1 名，独立董事 2 名）、内部董事 4 名。

公司无监事。

根据《公司章程》，公司经理层成员一般为4至6人，设总经理1名，总会计师1名。经理层是公司的执行机构，谋经营、抓落实、强管理。总经理对董事会负责，向董事会报告工作。

## 2 管理水平

**公司相关管理制度完善，为公司的稳定运营提供了一定保证。**

截至2025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、战略采购部、低碳城市开发管理部等部门。

财务管理和会计核算制度方面，公司在会计机构和会计人员、内部会计控制、核算与报告、会计监督与评级、会计档案管理等制度方面完善。在内部会计控制方面，公司以机构分离、职务分离、钱账分离、账物分离为原则，内控制度合理。

资金管理制度方面，公司深化资金集中管理，提高资金集团化运作和集约化管理水平，公司总部财务部制定公司资金管理政策及相关制度。资金归集方面，公司以银行为归集平台，构建全面集中、统一管控的集团账户关系，保障资金回笼与融资计划的稳定运行。对外担保制度方面，公司制定担保管理办法，有严格的审批程序，加强担保业务台账管理，防范或有债务风险。

子公司管理方面，全资子公司内部经营管理机构设置、一般经营管理事项由子公司自主决策，但须报公司备案。控股子公司根据发展规划，自主决定经营范围，制定生产经营计划，报公司备案。公司根据出资比例向控股子公司派驻高管人员，代表公司行使出资者的权利。

## 七、经营分析

### 1 经营概况

**2022—2024年，公司营业收入随房地产结转规模波动下降，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、物业、商业旅游等为主业，其中房地产业务收入占营业总收入的比重超过70%，为最主要的收入来源。2022—2024年，受结转节奏波动影响，公司房地产收入波动下降；受电力装机规模和上网电量增加影响，新能源收入持续增长。公司其他收入为酒店经营业务收入、施工、设计、监理、招标、能源费等收入和商业物业经营收入，2023年，旅游业务回暖，公司其他业务收入同比增长6.71%，2024年其他收入同比变化不大。2022—2024年，公司综合毛利率随结转地产项目结构变化逐年增长，整体维持在较高水平。2025年1—3月，公司实现营业总收入53.67亿元，同比增长12.98%，综合毛利率33.71%，受结转项目毛利率差异影响，较上年底下降6.42个百分点。

图表2 • 2022—2024年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块 | 2022年  |         |        | 2023年  |         |        | 2024年  |        |        | 2025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    | 收入        | 占比     | 毛利率    |
| 房地产  | 213.57 | 73.51%  | 28.90% | 282.31 | 77.43%  | 36.36% | 196.03 | 70.17  | 40.14% | 30.45     | 56.73  | 29.44% |
| 新能源  | 33.78  | 11.63%  | 53.04% | 36.22  | 9.93%   | 52.87% | 37.98  | 13.60  | 54.21% | 10.18     | 18.96  | 52.51% |
| 其他   | 43.19  | 14.86%  | 9.78%  | 46.08  | 12.64%  | 23.77% | 45.36  | 16.24  | 28.30% | 13.05     | 24.31  | 28.99% |
| 合计   | 290.54 | 100.00% | 28.86% | 364.62 | 100.00% | 36.41% | 279.37 | 100.00 | 40.13% | 53.67     | 100.00 | 33.71% |

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 业务经营分析

#### （1）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。

## ① 土地储备

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。

2022—2024 年，公司谨慎开展土地投资，新获取销售型物业主要位于北京、上海等核心城市。同时，公司通过与新能源业务协同，获取新能源指标的同时获取部分新疆区域项目，该类项目楼面均价较低，主要为文旅项目（以酒店为主）。具体来看，公司拿地区域主要包括上海、北京、成都、雄安、沈阳、海南、新疆等，低能级区域地块以及与股东诚通控股合作的沈阳项目拿地成本较低。2023 年，公司主要通过收购和产业勾地的方式获取土地储备，新增 6 块土地储备，其中 2 块位于上海，其余均位于新疆（乌鲁木齐、库尔勒、伊宁、那拉提）。上海土地储备分别为世博滨江浦江园和老城厢乔家路新梓园项目，地理位置较优越，楼面均价较高从而拉高了全年的楼面均价；2024 年，公司主要通过邀请竞谈和产业勾地的方式获取项目，主要位于北京和新疆（喀什、赛里木湖、昌吉、吐鲁番、阿克苏、哈密）、海南（文昌、三亚）。2025 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

|              | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 新增项目（宗）      | 3      | 6      | 19     |
| 规划建筑面积（万平方米） | 82.91  | 56.47  | 110.30 |
| 总地价（亿元）      | 48.49  | 137.88 | 51.94  |
| 楼面均价（元/平方米）  | 5849   | 24417  | 4709   |

资料来源：公司提供

截至 2025 年 3 月底，公司未开发土地储备规划建筑面积合计超 500 万平方米，公司土地储备充裕。从存货中拟开发土地净额数据来看，主要位于一二线城市（账面净额占比 84.61%）。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、别墅、写字楼等，且部分项目位于经济相对较弱的三四线，在房地产行业景气度仍较弱的背景下，未来存在一定去化和盈利压力。

图表 4 截至 2025 年 3 月底公司拟建项目存货净额情况

| 区域/城市 | 占比     |
|-------|--------|
| 北京市   | 22.70% |
| 大连市   | 3.82%  |
| 海口市   | 4.39%  |
| 杭州市   | 0.70%  |
| 三亚市   | 1.05%  |
| 汕头市   | 4.59%  |
| 上海市   | 43.53% |
| 文安市   | 1.62%  |
| 文昌市   | 3.75%  |
| 雄安市   | 2.30%  |
| 烟台市   | 7.62%  |
| 重庆市   | 3.94%  |

资料来源：公司提供

## ② 项目开发

2022—2024 年，公司新开工面积波动增长，竣工面积持续下降，期末在建项目规模较大，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。公司把控开发节奏，2022—2024 年公司新开工面积波动增长，受 2023 年新获取项目部分于 2024 年开始建设影响，2024 年开工规模大幅增长；但随着在建项目的持续推进，2022 年以来公司竣工面积仍保持较大规模。截至 2025 年 3 月底，公司期末在建面积较 2024 年末变化不大。

图表 5 • 公司商品房业务项目开发情况

| 项目           | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|--------------|--------|--------|--------|--------------|
| 开工面积（万平方米）   | 85.67  | 3.76   | 134.69 | 32.09        |
| 竣工面积（万平方米）   | 207.91 | 200.04 | 158.67 | 10.26        |
| 期末在建面积（万平方米） | 869.68 | 567.48 | 548.35 | 544.66       |

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 2025 年 3 月底，公司主要在建项目 23 个，主要分布在重庆、雄安、济南和杭州等城市，产品业态涉及住宅、商业、酒店、写字楼等。截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目总投资金额 566.32 亿元，尚需投资 247.67 亿元，拟建项目预计总投资额为 326.57 亿元，公司在建项目规模较大、业态复杂，存在资本支出压力。此外，公司 2024 年新增新疆文旅项目规模较大，后续尚需一定投资规模，进一步加大公司资本支出压力。

### ③ 商品房销售

2022—2024 年，公司合同销售规模小幅下降，业绩表现优于行业平均水平；公司已完工项目整体去化较慢，未来仍存在去化压力。

2022—2024 年，公司全口径合同销售面积和销售额持续下降，主要系房地产行业景气度下行所致，降幅低于行业平均水平；受新拓展项目能级较高影响，签约销售均价逐年增长。2024 年公司签约销售的前五大城市分别为上海、济南、北京、海口和重庆。2025 年一季度，公司全口径合同销售额 28.36 亿元，考虑到公司新开盘项目主要集中在下半年，预计 2025 年公司全年合同销售额可能呈现下降态势。

图表 6 公司房地产销售情况

| 项目                | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 全口径合同销售面积（万平方米）   | 150.42 | 132.55 | 91.67  | 14.54        |
| 全口径合同销售额（亿元）      | 255.17 | 240.66 | 224.27 | 28.36        |
| 全口径合同销售均价（万元/平方米） | 1.70   | 1.82   | 2.45   | 1.95         |

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 2025 年 3 月底，公司已完工未售项目合计 51 个，全口径总可售 565.12 万平方米，剩余可售面积 209.43 万平方米，其中包括宜宾、三亚和汕头等三四线城市，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，部分大盘项目去化周期较长。

### （2）新能源业务

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大幅增长，收入同比增长规模较小，短期产能释放滞后。公司在建及拟建电力机组投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

公司新能源发电业务主要由天津中绿电公司负责。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，机组规模稳步增长。截至 2024 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 1845.15 万千瓦，较上年底大幅增长 228.52%，但受项目 2024 年四季度集中并网等因素影响，公司新能源收入增速（2024 年收入同比增长 4.86%）不及装机增速，新增装机电量贡献延迟，短期产能释放滞后，需关注新增项目产能释放及项目后续运营效率情况。

从区域分布来看，公司新能源已投资开发的风电项目主要位于内蒙古、新疆、甘肃、河北和青海等省份，光伏项目主要位于青海、山东、甘肃、陕西和新疆，区域布局多元，一定程度上可减轻单一区域来风变化对整体机组运营效率的影响。公司电力购买方主要国家电网和蒙西电网，未来在建、拟建项目主要集中于青海、甘肃、新疆等地。2024 年末，公司发电量较上年增长 19.93%。2022—2024 年，公司平均上网电价波动下降。

图表 7•公司发电业务运营情况

| 项目          | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
|-------------|--------|--------|---------|------------|
| 控股装机规模（万千瓦） | 429.65 | 561.65 | 1845.15 | 1934.55    |
| 其中：风电       | 333.70 | 383.70 | 393.60  | 393.60     |
| 光伏          | 85.95  | 167.95 | 1441.55 | 1530.95    |
| 权益装机容量（万千瓦） | 452.54 | 529.10 | 1812.60 | /          |
| 发电量（亿千瓦时）   | 81.71  | 90.66  | 108.73  | 40.54      |
| 上网电量（亿千瓦时）  | 78.81  | 87.96  | 105.64  | 39.45      |
| 其中：风电       | 66.82  | 75.18  | 68.42   | 18.39      |
| 光伏          | 11.25  | 11.70  | 36.07   | 20.58      |

|                        |         |         |         |        |
|------------------------|---------|---------|---------|--------|
| 平均上网电价或售电价（万元/亿千瓦时，含税） | 4638.38 | 4666.03 | 4125.02 | --     |
| 平均利用小时数（小时）            | 2085.00 | 2139.00 | 1771.50 | 387.25 |
| 其中：风电                  | 2278.00 | 2322.00 | 2068.08 | 480.71 |
| 光伏                     | 1451.00 | 1393.00 | 1391.84 | 333.24 |

资料来源：公司提供

截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内主要在建拟建项目 11 个，计划总投资 683.82 亿元，主要新增新疆多个光伏项目，预计投产后，公司装机规模将得到大幅提升。公司拟建项目 5 个，合计拟投资 205.89 亿元，规模最大的为鄯善 400 万千瓦光伏项目，拟建计划总投资 143.05 亿元。公司在建及拟建电力机组投资规模较大，采用分期开发，逐步投运，投资资金来源主要为项目资本金（占 20%~30%），其余通过项目运营资金及债务融资补充，未来仍存在较大的资本支出压力。

图表 8 • 公司主要在建电力项目情况

| 项目名称                      | 装机容量<br>（万千瓦） | 总投资金额<br>（亿元） | 截至 2024<br>年底已投资<br>金额（亿<br>元） | 投资计划（亿元）      |               |              | 资金来源（亿元）      |               |
|---------------------------|---------------|---------------|--------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
|                           |               |               |                                | 2025 年        | 2026 年        | 2027 年       | 自筹            | 借款            |
| 新疆托克逊 100 万千瓦风电项目         | 100           | 52.72         | 0.00                           | 15.66         | 37.06         | --           | 10.54         | 42.17         |
| 新疆十三间房 300 万千瓦风电项目        | 300           | 140.76        | 0.00                           | 47.87         | 62.93         | 29.96        | 28.15         | 112.61        |
| 中绿电三塘湖 300 万千瓦风电项目        | 300           | 129.37        | 0.00                           | 68.61         | 51.72         | 9.04         | 25.87         | 103.49        |
| 新疆木垒 100 万千瓦风电项目          | 100           | 50.14         | 0.00                           | 24.68         | 25.46         | --           | 10.03         | 40.11         |
| 鲁能阜康市多能互补项目               | 100           | 50.87         | 33.57                          | 8.70          | 8.60          | --           | 10.17         | 40.7          |
| 阜康 130 万千瓦光伏项目            | 130           | 47.45         | 0.00                           | 4.70          | 42.75         | --           | 9.49          | 37.96         |
| 尼勒克 400 万千瓦风电光伏一体化项目      | 400           | 149.44        | 90.40                          | 20.58         | 38.46         | --           | 29.89         | 119.55        |
| 广东高州市石鼓镇 20 万千瓦渔光互补光伏电站项目 | 20            | 11.43         | 0.79                           | 2.39          | 8.25          | --           | 2.28          | 9.14          |
| 山东牟平 5 万千瓦农光互补项目          | 5             | 2.83          | 0.00                           | 2.83          | --            | --           | 0.57          | 2.26          |
| 甘肃金塔 70 万千瓦多能互补基地项目       | 70            | 42.36         | 30.00                          | 12.36         | --            | --           | 8.47          | 33.89         |
| 青海液态空气储能项目                | 6             | 6.45          | 1.55                           | 4.90          | --            | --           | 1.29          | 5.16          |
| <b>合计</b>                 | <b>1531</b>   | <b>683.82</b> | <b>156.31</b>                  | <b>213.28</b> | <b>275.23</b> | <b>39.00</b> | <b>136.75</b> | <b>547.04</b> |

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

### （3）其他业务

2022—2024 年，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。

#### ① 商业物业

商业物业方面，截至 2025 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为百货销售收入，天津硬石餐厅为餐厅经营收入外，其他物业为租赁经营形式，租赁合同期限以 1—3 年为主。2022—2024 年，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。2022—2024 年及 2025 年 1—3 月，公司商业物业收入分别为 13.87 亿元、7.04 亿元、7.18 亿元和 1.94 亿元。2023 年起贵和购物中心收入确认法由总额法改成净额法核算<sup>2</sup>，导致销售租金收入下滑，2024 年同比有所增长。

#### ② 酒店业务

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。入住率方面，公司酒店整体入住率有所回升，但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。2024 年，公司酒店收入 22.07 亿元，较 2023 年变化不大。

<sup>2</sup> 未对前期财务报表进行追溯调整。

### 3 经营效率

公司经营效率指标波动下降。

公司经营效率受房地产和新能源业务综合影响。从经营效率指标看，2022—2024 年，受大盘开发模式及新能源业务综合影响，公司存货周转次数波动下降；受新能源投资较大影响，2024 年总资产周转次数有所下降；公司应收账款周转次数受应收补贴款账期拉长和一级开发项目应收款综合影响，波动下降。

图表 9 • 公司经营效率情况

| 对比指标        | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 存货周转次数（次）   | 0.23   | 0.26   | 0.18   |
| 总资产周转次数（次）  | 0.13   | 0.16   | 0.11   |
| 应收账款周转次数（次） | 5.55   | 6.49   | 3.68   |

资料来源：联合资信根据资料整理

### 4 未来发展

公司发展方向清晰，预计未来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。

“十四五”期间，公司重点发展新能源、房地产、现代服务业等业务，推动业务向绿色、低碳方向转型升级；同时围绕碳资产管理，围绕绿色低碳技术创新研发，培育、孵化低碳新兴产业，并且以碳管理思维践行“双碳”行动目标，计划通过产业融合实现协同发展、相互赋能。具体来看，新能源方面，公司将重点发展“两个一体化”大基地项目、大规模海上风电项目、智慧能源服务等业务。新兴产业方面，公司计划探索先进储能、节能环保、医疗服务、建筑新材料、碳资产管理等新兴业务。房地产方面，公司推动房地产业务向“绿色、低碳、健康”转型，创新利用低碳技术，从建筑、交通、能源等城市功能多方面推动碳减排，通过绿色低碳小镇、低碳科学城、低碳生态文旅等类型项目，建设低碳城市。现代服务业方面，公司将重点发展绿色酒店、绿色商场、绿色办公、综合物业、健康养老、教育文体等。

## 八、财务分析

公司提供了 2022—2024 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，均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

### 1 资产质量

公司资产规模随新能源项目投资增加逐年增长，流动资产占比持续下降；公司货币资金规模较高，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；已投产新能源资产质量较好，但在建工程规模较大，转固后对折旧影响有待观察。

2022—2024 年末，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 9.91%；公司流动资产占比持续下降，截至 2024 年底降至 51.08%。受地产项目投资减少、股权转让和新能源项目大规模建设投入综合影响，公司货币资金逐年下降。2024 年，受新增存货规模与结转规模基本平衡影响，公司存货规模较上年底变化不大；截至 2024 年底，公司存货累计计提跌价准备 61.93 亿元，计提比例 6.41%，公司产品业态较为复杂。若房地产市场持续下行，地产项目仍面临去化压力。公司固定资产规模随新增投产新能源电站增加逐年增长，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，截至 2024 年底，固定资产累计折旧 156.00 亿元，固定资产成新率为 71.05%，成新率一般。公司在建工程主要为新能源项目，截至 2024 年底，随着公司获取的新疆新能源大基地项目的开工建设，公司在建工程规模较上年底大幅增长 58.86%，预计 2025 年转入固定资产规模将较大，后续对折旧或产生一定影响。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较 2024 年底增长 1.18%，资产构成变化不大。

图表 10 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

| 项目   | 2022 年底 |        | 2023 年底 |        | 2024 年底 |        | 2025 年 3 月底 |        |
|------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|-------------|--------|
|      | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额          | 占比     |
| 流动资产 | 1384.31 | 63.41% | 1360.30 | 55.59% | 1347.15 | 51.08% | 1325.64     | 50.87% |

|              |                |                |                |                |                |                |                |                |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金         | 316.77         | 14.51%         | 268.23         | 10.96%         | 230.87         | 8.75%          | 223.15         | 8.56%          |
| 存货           | 878.43         | 40.24%         | 919.37         | 37.57%         | 904.36         | 34.29%         | 889.64         | 34.14%         |
| <b>非流动资产</b> | <b>798.75</b>  | <b>36.59%</b>  | <b>1086.93</b> | <b>44.41%</b>  | <b>1289.99</b> | <b>48.92%</b>  | <b>1280.51</b> | <b>49.13%</b>  |
| 固定资产（合计）     | 348.10         | 15.95%         | 367.35         | 15.01%         | 382.00         | 14.49%         | 361.11         | 13.86%         |
| 在建工程（合计）     | 123.62         | 5.66%          | 321.26         | 13.13%         | 510.35         | 19.35%         | 518.37         | 19.89%         |
| <b>资产总额</b>  | <b>2183.06</b> | <b>100.00%</b> | <b>2447.23</b> | <b>100.00%</b> | <b>2637.14</b> | <b>100.00%</b> | <b>2606.15</b> | <b>100.00%</b> |

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，公司受限资产情况如下表所示，受限资产占总资产比例为 13.77%，受限比例一般。

图表 11 • 截至 2024 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      | 35.32         | 1.34%         | 按揭保证金及商品房预售资金监管等 |
| 应收账款      | 47.28         | 1.79%         | 借款质押             |
| 存货        | 78.08         | 2.96%         | 借款抵押             |
| 固定资产      | 154.02        | 5.84%         | 借款抵押             |
| 无形资产      | 10.59         | 0.40%         | 借款抵押             |
| 在建工程      | 37.92         | 1.44%         | 借款抵押             |
| <b>合计</b> | <b>363.22</b> | <b>13.77%</b> | --               |

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

2022—2024 年末，公司所有者权益规模较为稳定；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。

2022—2024 年末，公司所有者权益规模较为稳定。公司实收资本 449.96 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 92.33%，少数股东权益占比为 7.67%。截至 2024 年底，公司未分配利润较上年底变化不大。截至 2024 年底，公司所有者权益中，实收资本和资本公积合计占比 85.38%，所有者权益稳定性强。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及构成较上年底变化不大。

### （2）负债

随着新能源业务规模的扩张，公司债务规模逐年增长，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。

2022—2024 年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 16.61%。公司负债主要由应付账款、合同负债和有息债务构成。2022—2024 年末，受房地产行业下行影响，公司地产销售减少，同时，部分项目交付结转收入，公司合同负债持续下降；公司全部债务逐年增长。截至 2024 年底，受新能源产业投入导致资金需求增加影响，公司全部债务较 2023 年底增长 18.92%，债务结构以长期债务为主，全部债务资本化比率 54.44%，财务杠杆水平快速提高。

截至 2025 年 3 月底，公司负债规模及负债结构较 2024 年底变化不大。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务较 2024 年底小幅下降 1.59%，长期债务占比上升至 88.02%，全部债务资本化比率小幅下降 0.44 个百分点。

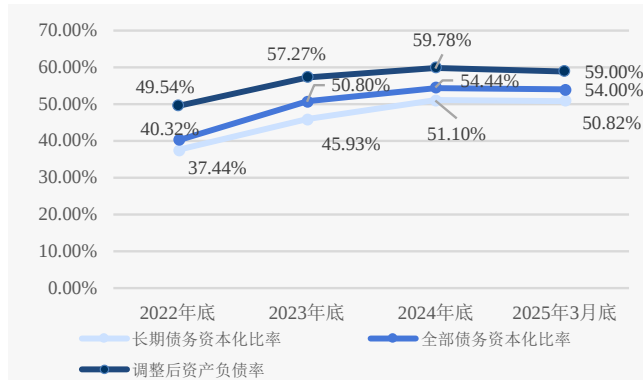
图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

| 项目          | 2022 年底       |               | 2023 年底       |               | 2024 年底       |               | 2025 年 3 月底   |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|             | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            | 金额            | 占比            |
| <b>流动负债</b> | <b>582.00</b> | <b>48.93%</b> | <b>598.68</b> | <b>41.16%</b> | <b>538.55</b> | <b>33.30%</b> | <b>514.70</b> | <b>32.48%</b> |
| 短期借款        | 2.31          | 0.19%         | 112.92        | 7.76%         | 2.87          | 0.18%         | 9.36          | 0.59%         |
| 应付账款        | 157.43        | 13.24%        | 174.59        | 12.00%        | 156.01        | 9.65%         | 138.11        | 8.72%         |

|              |                |                |                |                |                |                |                |                |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 应交税费         | 80.91          | 6.80%          | 66.39          | 4.56%          | 77.95          | 4.82%          | 66.01          | 4.17%          |
| 一年内到期的非流动负债  | 73.30          | 6.16%          | 68.80          | 4.73%          | 149.98         | 9.27%          | 134.27         | 8.47%          |
| 合同负债         | 210.78         | 17.72%         | 121.12         | 8.33%          | 97.62          | 6.04%          | 110.92         | 7.00%          |
| <b>非流动负债</b> | <b>607.34</b>  | <b>51.07%</b>  | <b>855.79</b>  | <b>58.84%</b>  | <b>1078.69</b> | <b>66.70%</b>  | <b>1069.79</b> | <b>67.52%</b>  |
| 长期借款         | 391.44         | 32.91%         | 591.84         | 40.69%         | 809.29         | 50.04%         | 798.41         | 50.39%         |
| 应付债券         | 183.23         | 15.41%         | 217.72         | 14.97%         | 202.14         | 12.50%         | 202.17         | 12.76%         |
| <b>负债总额</b>  | <b>1189.34</b> | <b>100.00%</b> | <b>1454.46</b> | <b>100.00%</b> | <b>1617.24</b> | <b>100.00%</b> | <b>1584.48</b> | <b>100.00%</b> |

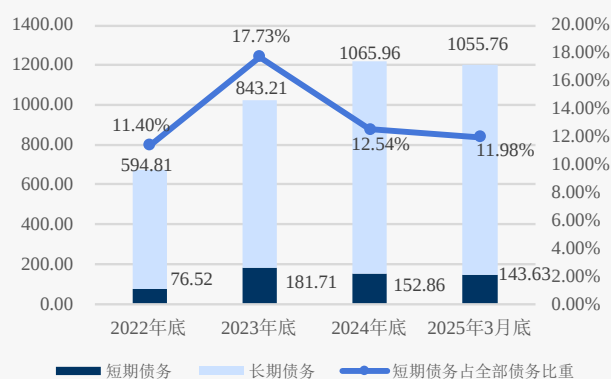
注：占比系在负债总额中所占比例  
资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 13 • 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 14 • 2022—2025 年 3 月底公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年末，公司整体平均融资成本为 2.99%，处于较低水平。融资结构方面，截至 2025 年 3 月底，公司有息债务以银行贷款为主，信用类债券约占 17.72%，CMBS、保险基础设施债权投资计划等约占 10.01%。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 15 • 截至 2025 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      | 84.23         | 58.64%         | 159.79        | 58.93%         | 41.34         | 38.27%         | 581.46        | 85.94%         | 866.82         | 72.27%         |
| 信用债券融资    | 37.46         | 26.08%         | 96.03         | 35.42%         | 59.10         | 54.72%         | 20.00         | 2.96%          | 212.58         | 17.72%         |
| 其他融资      | 21.94         | 15.28%         | 15.33         | 5.65%          | 7.57          | 7.01%          | 75.15         | 11.11%         | 120.00         | 10.01%         |
| <b>合计</b> | <b>143.63</b> | <b>100.00%</b> | <b>271.15</b> | <b>100.00%</b> | <b>108.01</b> | <b>100.00%</b> | <b>676.61</b> | <b>100.00%</b> | <b>1199.40</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 3 盈利能力

2022—2024 年，公司收入规模和利润总额均波动下降，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，考虑到房地产行业销售流速下降以及公司新能源业务尚在大规模投入期等因素，预计公司未来一年主要盈利指标或保持稳定。

2022—2024 年，公司营业总收入和利润总额均波动下降。公司期间费用整体规模变化不大，以管理费用和财务费用为主。2022 年，公司资产减值损失规模较大，对公司利润形成侵蚀，主要为存货跌价准备。2022—2024 年，公司公允价值变动损益波动较大，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。2022—2024 年，公司投资收益占营业利润比例分别为 179.22%、7.18%和 14.87%，2022 年投资收益规模较大主要系子公司都城伟业转让其持有的国能锦界能源有限责任公司 30%股权所致。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目    | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|-------|--------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入 | 290.54 | 364.62 | 279.37 | 53.67        |
| 营业成本  | 206.68 | 231.86 | 167.26 | 35.58        |

|           |        |        |       |       |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 期间费用      | 67.96  | 69.22  | 70.01 | 13.58 |
| 资产减值损失    | -22.34 | -1.47  | -2.38 | --    |
| 公允价值变动收益  | -18.76 | -12.55 | -0.07 | -1.40 |
| 投资收益      | 88.38  | 1.44   | 3.06  | 2.33  |
| 利润总额      | 50.23  | 20.28  | 21.01 | 2.03  |
| 营业利润率(%)  | 23.83  | 27.83  | 31.87 | 26.95 |
| 总资产收益率(%) | 3.29   | 1.42   | 1.28  | --    |
| 净资产收益率(%) | 3.22   | 0.60   | 0.60  | --    |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 12.98%，公允价值变动收益、投资收益等非经常损益对当期利润影响较大，利润总额同比下降 59.88%，主要受结转项目毛利率差异所致。

从盈利指标来看，公司总资产报酬率和净资产收益率均逐年下降。公司盈利能力受新能源和地产业务双重影响，考虑到房地产行业销售流速下降以及公司新能源业务尚在大规模投入期等因素综合影响，预计公司未来一年主要盈利指标或将保持稳定。

图表 17 • 公司盈利指标情况

| 对比指标   | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 销售毛利率  | 28.86% | 36.41% | 40.13% |
| 总资产报酬率 | 3.41%  | 1.76%  | 1.65%  |
| 净资产收益率 | 3.22%  | 0.60%  | 0.60%  |

资料来源：联合资信根据审计报告整理

## 4 现金流

2022—2024 年，公司地产销售回款有所下降，在地产项目开发支出减少和新能源业务收入增长背景下，公司经营活动现金保持净流入。但公司大规模的新能源建设资金需求较为依赖对外融资。

2022—2024 年，公司经营活动净现金流持续净流入，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。公司投资活动现金流波动较大，受新疆新能源项目和商业板块的投资增加以及公司收购上海土地储备各项目影响，公司投资活动现金净额自 2023 年起由正转负且净流出规模较大。公司筹资活动现金流波动较大，主要受融资规模影响，2023 年，随着新能源项目的获取和投入，公司加大融资力度，筹资活动现金净额转为净流入。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为 47.39 亿元，投资活动仍保持大规模净流出，同期筹资活动现金流量净额持续净流入。公司大规模的新能源项目建设支出较为依赖对外融资。

图表 18 • 公司现金流情况

| 项目                 | 2022 年 | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 1—3 月 |
|--------------------|--------|---------|---------|--------------|
| 经营活动现金流入小计         | 335.35 | 353.60  | 278.04  | 114.51       |
| 经营活动现金流出小计         | 292.03 | 296.35  | 278.01  | 67.12        |
| <b>经营活动现金流量净额</b>  | 43.32  | 57.24   | 0.03    | 47.39        |
| 投资活动现金流入小计         | 127.74 | 23.56   | 14.37   | -16.29       |
| 投资活动现金流出小计         | 71.17  | 441.62  | 238.84  | 33.11        |
| <b>投资活动现金流量净额</b>  | 56.56  | -418.06 | -224.46 | -49.40       |
| <b>筹资活动前现金流量净额</b> | 99.88  | -360.82 | -224.44 | -2.01        |
| 筹资活动现金流入小计         | 201.25 | 575.67  | 502.98  | 58.25        |
| 筹资活动现金流出小计         | 268.19 | 263.59  | 335.77  | 34.69        |
| <b>筹资活动现金流量净额</b>  | -66.93 | 312.08  | 167.21  | 23.57        |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 5 偿债指标

公司或有负债风险可控，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 19 • 公司偿债指标

| 项目     | 指标                     | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
|--------|------------------------|--------|--------|--------|------------|
| 短期偿债指标 | 流动比率（%）                | 237.85 | 227.22 | 250.14 | 257.56     |
|        | 销售商品、提供劳务收到的现金/流动负债（倍） | 0.49   | 0.51   | 0.42   | 0.21       |
|        | 现金短期债务比（倍）             | 4.88   | 1.72   | 1.80   | 1.85       |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元）             | 104.51 | 74.01  | 75.35  | --         |
|        | 全部债务/EBITDA（倍）         | 6.42   | 13.85  | 16.18  | --         |
|        | EBITDA 利息倍数（倍）         | 3.36   | 2.33   | 1.68   | --         |

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

从短期偿债指标来看，公司流动比率波动上升，销售商品、提供劳务收到的现金/流动负债波动下降，公司流动资产对流动负债的保障程度较高，销售商品、提供劳务收到的现金对流动负债的覆盖程度一般。2022—2024 年末，公司现金短期债务比维持在较高水平，公司短期偿债指标表现较好。截至 2025 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务覆盖倍数较高。截至 2025 年 3 月底，公司获得金融机构授信额度合计 2669.58 亿元，尚未使用授信余额 1802.77 亿元，间接融资渠道畅通，流动性充裕，且鲁能集团子公司天津中绿电公司为上市公司，公司具有直接融资渠道。综合考虑偿债指标和融资渠道情况，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债指标来看，2022—2024 年，公司 EBITDA 波动下降；公司 EBITDA 对利息覆盖倍数较好；2023 年，受债务大幅增长影响，全部债务/EBITDA 大幅上升，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。

对外担保方面，截至 2025 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。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司存在 1 起重大未决诉讼，涉案金额合计 0.91 亿元，主要为天津中绿电历史遗留案件。

## 6 公司本部财务分析

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 2024 年底，公司本部资产总额、负债总额和所有者权益分别为 1148.27 亿元、262.58 亿元和 885.69 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 2024 年底，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 43.54%、16.24%和 86.84%，本部债务占合并口径的 11.94%；2024 年，公司本部营业总收入为 37.74 万元，利润总额为 2.14 亿元，主要来自投资收益（12.37 亿元）。截至 2024 年底，公司本部货币资金 94.48 亿元，全部债务 145.57 亿元，全部债务资本化比率为 14.12%。

## 九、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。

2024 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。公司内部成立的低碳城市开发管理部，负责统筹推进绿色城市的开发推进。**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；2024 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。

## 十、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，实收资本和资本公积分别增加至 449.96 亿元和 421.69 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。

# 十一、债券偿还风险分析

本期债项的发行对公司现有债务规模及结构影响小；本期债项发行后，2024 年，公司经营现金流入量和经营现金流量净额对长期债务的保障指标表现较弱，EBITDA 对长期债务的保障指标表现一般。综合考虑公司竞争实力强、股东背景雄厚和融资畅通，公司偿债能力非常强。

## 1 本期债项对公司现有债务的影响

公司本期债项发行规模 10.00 亿元，分别相当于 2024 年底公司长期债务和全部债务的 0.94%和 0.82%，对公司现有债务规模及结构影响小。

以 2024 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 61.33%、54.44%和 51.10%上升至 61.47%、54.65%和 51.34%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟用于偿还“22 鲁能集 MTN001”债券，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

## 2 本期债项偿还能力

从指标上看，本期债项发行后，2024 年，公司经营现金流入量和经营现金流量净额对长期债务的保障指标表现较弱，EBITDA 对长期债务的保障指标表现一般。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

| 项目                | 2024 年  |
|-------------------|---------|
| 发行后长期债务*（亿元）      | 1075.96 |
| 经营现金流入/发行后长期债务（倍） | 0.26    |
| 经营现金/发行后长期债务（倍）   | 0.00    |
| 发行后长期债务/EBITDA（倍） | 14.28   |

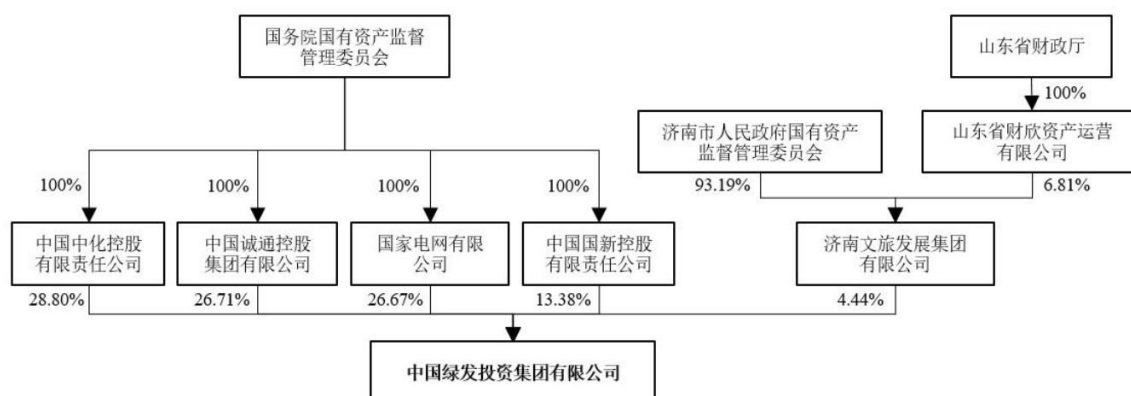
注：发行后长期债务为将本期债项发行额度上限计入后测算的长期债务总额，经营现金指经营活动现金流量净额  
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公开资料整理

## 十二、评级结论

---

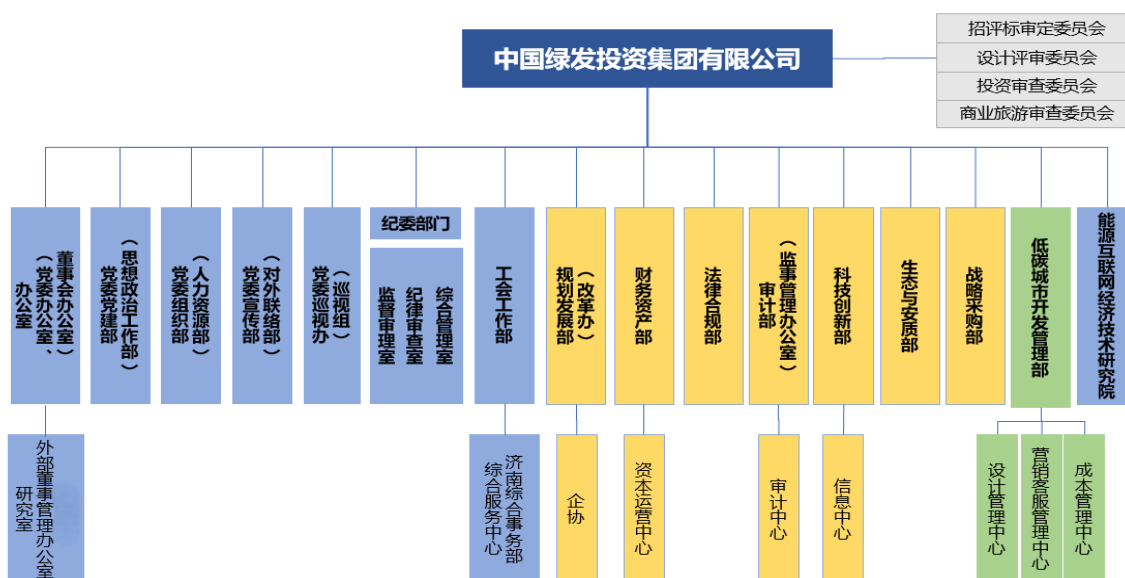
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 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                | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 373.16  | 311.85  | 274.48  | 265.39     |
| 应收账款（亿元）           | 54.29   | 58.04   | 93.92   | 95.11      |
| 其他应收款（亿元）          | 20.51   | 19.02   | 15.12   | 17.24      |
| 存货（亿元）             | 878.43  | 919.37  | 904.36  | 889.64     |
| 长期股权投资（亿元）         | 33.87   | 45.82   | 42.61   | 43.11      |
| 固定资产（亿元）           | 348.09  | 367.35  | 381.99  | 361.11     |
| 在建工程（亿元）           | 123.62  | 321.26  | 510.35  | 518.37     |
| 资产总额（亿元）           | 2183.06 | 2447.23 | 2637.14 | 2606.15    |
| 实收资本（亿元）           | 449.96  | 449.96  | 449.96  | 449.96     |
| 少数股东权益（亿元）         | 48.30   | 50.43   | 78.25   | 78.81      |
| 所有者权益（亿元）          | 993.72  | 992.77  | 1019.90 | 1021.66    |
| 短期债务（亿元）           | 76.52   | 181.71  | 152.86  | 143.63     |
| 长期债务（亿元）           | 594.81  | 843.21  | 1065.96 | 1055.76    |
| 全部债务（亿元）           | 671.34  | 1024.92 | 1218.82 | 1199.39    |
| 营业总收入（亿元）          | 290.54  | 364.62  | 279.37  | 53.67      |
| 营业成本（亿元）           | 206.68  | 231.86  | 167.26  | 35.58      |
| 其他收益（亿元）           | 0.80    | 0.95    | 1.86    | 0.19       |
| 利润总额（亿元）           | 50.23   | 20.28   | 21.01   | 2.03       |
| EBITDA（亿元）         | 104.51  | 74.01   | 75.35   | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 286.30  | 302.45  | 224.64  | 105.89     |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 335.35  | 353.60  | 278.04  | 114.51     |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 43.32   | 57.24   | 0.03    | 47.39      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | 56.56   | -418.06 | -224.46 | -49.40     |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | -66.93  | 312.08  | 167.21  | 23.57      |
| <b>财务指标</b>        |         |         |         |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 5.41    | 6.41    | 3.66    | --         |
| 存货周转次数（次）          | 0.23    | 0.26    | 0.18    | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.13    | 0.16    | 0.11    | --         |
| 现金收入比（%）           | 98.54   | 82.95   | 80.41   | 197.29     |
| 营业利润率（%）           | 23.83   | 27.83   | 31.87   | 26.95      |
| 总资本收益率（%）          | 3.29    | 1.42    | 1.28    | --         |
| 净资产收益率（%）          | 3.22    | 0.60    | 0.60    | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 37.44   | 45.93   | 51.10   | 50.82      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 40.32   | 50.80   | 54.44   | 54.00      |
| 资产负债率（%）           | 54.48   | 59.43   | 61.33   | 60.80      |
| 流动比率（%）            | 237.85  | 227.22  | 250.14  | 257.56     |
| 速动比率（%）            | 86.92   | 73.65   | 82.22   | 84.71      |
| 经营现金流动负债比（%）       | 7.44    | 9.56    | 0.00    | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 4.88    | 1.72    | 1.80    | 1.85       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 3.36    | 2.33    | 1.68    | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 6.42    | 13.85   | 16.18   | --         |

注：1. 公司 2025 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. 长期应付款已调整至长期债务；4. “--”表示不适用或计算无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

| 项 目                | 2022 年  | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 3 月 |
|--------------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>        |         |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）          | 196.60  | 108.69  | 94.48   | 88.76      |
| 应收账款（亿元）           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00       |
| 其他应收款（亿元）          | 35.45   | 26.93   | 26.37   | 0.00       |
| 存货（亿元）             | 0.00    | 0.01    | 0.01    | 0.01       |
| 长期股权投资（亿元）         | 781.58  | 795.32  | 808.44  | 810.76     |
| 固定资产（亿元）           | 0.14    | 0.15    | 0.14    | 0.13       |
| 在建工程（亿元）           | 0.00    | 0.07    | 0.32    | 0.35       |
| 资产总额（亿元）           | 1232.95 | 1151.25 | 1148.27 | 1146.04    |
| 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）          | 893.44  | 887.77  | 885.69  | 885.97     |
| 短期债务（亿元）           | 0.10    | 1.92    | 2.66    | 2.33       |
| 长期债务（亿元）           | 20.12   | 104.31  | 142.91  | 142.94     |
| 全部债务（亿元）           | 20.22   | 106.23  | 145.57  | 145.27     |
| 营业总收入（亿元）          | 0.10    | -0.10   | 0.00    | 0.00       |
| 营业成本（亿元）           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00       |
| 其他收益（亿元）           | 0.00    | 0.10    | 0.00    | 0.00       |
| 利润总额（亿元）           | 15.45   | 3.20    | 2.14    | 0.32       |
| EBITDA（亿元）         | /       | /       | /       | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00       |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 166.32  | 42.30   | 11.10   | 0.75       |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 102.82  | -171.31 | -47.38  | -2.31      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -1.81   | 12.67   | 1.28    | -1.44      |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | 14.17   | 70.72   | 31.35   | -1.42      |
| <b>财务指标</b>        |         |         |         |            |
| 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    | 0.00    | 106.00  | --         |
| 营业利润率（%）           | 42.05   | 187.04  | -730.66 | *          |
| 总资本收益率（%）          | 1.51    | 0.45    | 0.57    | --         |
| 净资产收益率（%）          | 1.54    | 0.24    | 0.19    | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 2.20    | 10.51   | 13.89   | 13.89      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 2.21    | 10.69   | 14.12   | 14.09      |
| 资产负债率（%）           | 27.55   | 22.89   | 22.87   | 22.69      |
| 流动比率（%）            | 110.87  | 207.95  | 259.96  | 261.01     |
| 速动比率（%）            | 110.87  | 207.94  | 259.95  | 261.01     |
| 经营现金流动负债比（%）       | 32.18   | -107.63 | -39.60  | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 1972.75 | 56.48   | 35.59   | 38.10      |
| 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经审计，相关指标未予年化；2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算；3. 表格中“/”表示未能获取的数据，“--”表示计算后无意义的数字，“\*”代表数据过大或过小

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                                                    |
|-----------------|---------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                         |
| 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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100% |
| 利润总额年复合增长率      |                                                         |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                         |
| 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%                               |
| <b>盈利指标</b>     |                                                         |
| 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%                         |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                         |
| 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%                                         |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                         |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                             |
| 全部债务 / EBITDA   | 全部债务 / EBITDA                                           |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                         |
| 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 |

## 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国绿发投资集团有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。