

国家电投集团东北电力有限公司 主体长期信用评级报告

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〔2026〕606号

联合资信评估股份有限公司通过对国家电投集团东北电力有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定国家电投集团东北电力有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年一月二十三日

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国家电投集团东北电力有限公司（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、该评级结果自 2026 年 1 月 23 日至 2027 年 1 月 22 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。

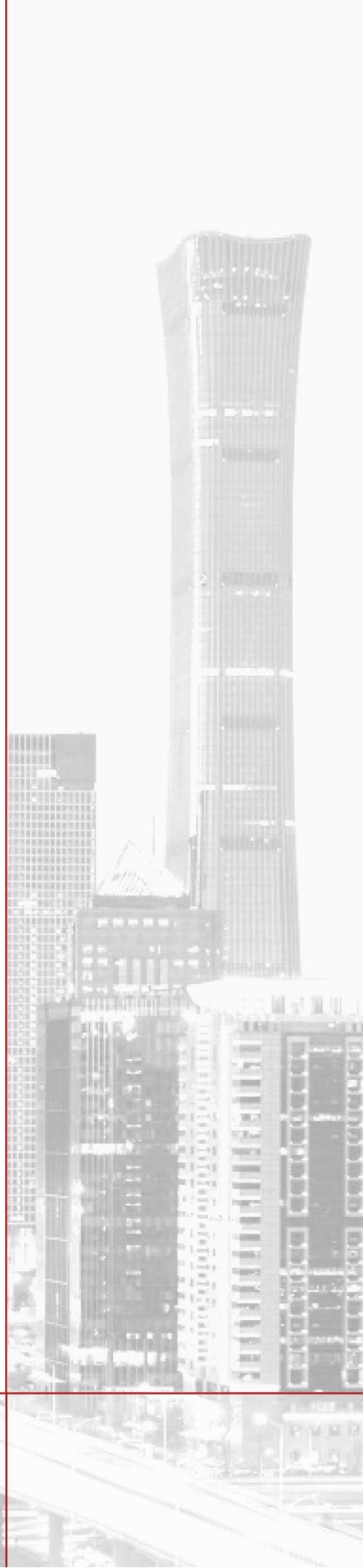
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论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。



国家电投集团东北电力有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2026/01/23

主体概况 国家电投集团东北电力有限公司（以下简称“公司”）前身成立于 2003 年。截至 2025 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 88.84 亿元，系国家电力投资集团有限公司（以下简称“国电投集团”）全资子公司，实际控制人为国务院国资委；公司为国电投集团辽宁地区重要的电力投资与运营主体，主要从事电力生产与供热业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力生产及供应行业。

评级观点 公司作为央企全资子公司，法人治理结构完善，内部管理制度健全，整体治理运行情况良好。经营方面，公司作为辽宁省电网重要的电力与热力供应商，承担着超过 1.87 亿平方米的民生供暖保障责任，其能源供应的安全与稳定对区域经济社会运行具有系统重要性。公司积极落实“双碳”战略，新能源装机近三年复合增长，2025 年 9 月末装机占比已达 40%，高毛利的清洁能源板块成为盈利增长主要动力，但受省内新能源装机增速快且发电优先上网以及省外电量挤压影响，各电源机组运行效率承压，火电发电量有所减少，新能源弃电率有所提升，但通过机组灵活性改造获取的调峰收入及已落地的容量电价机制，部分对冲了电量下降的影响，且持续的机组改造使供电煤耗优于行业平均水平。公司作为国电投集团全资子公司，与股东在燃料供应协同性很高，拥有稳定的煤炭采购渠道，且长协煤供应占比高，燃料成本控制较好。公司与国电投集团在燃料供应、融资信用及管理协同上深度绑定，为公司应对行业波动提供了强大的外部缓冲与风险隔离，整体看，公司经营风险较低。财务方面，伴随新能源发电项目持续建设转固，公司资产规模持续扩大，应收账款对资金占用较为明显，但资产受限比例非常低，整体资产质量佳；受益于国电投集团增资以及权益类融资，公司权益规模有所扩大，但公司持续推进新能源项目建设，资金需求大带动公司有息债务持续增长，债务负担仍重，然而其融资渠道极为通畅，债务接续风险可控；2022—2024 年，公司电力业务整体量价齐跌导致营业总收入持续下降，经营获现规模有所缩减，公司偿债指标表现有所弱化，但公司区域地位重要，融资渠道通畅，股东支持力度大，为其债务的接续提供了重要的额外缓冲，整体偿债风险极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望 作为央企全资子公司，公司有望持续获得股东在资金及项目建设等方面的支持，并将持续强化辽宁省内能源安全保供核心地位，推动区域能源电力清洁低碳高质量发展。公司持续推进新能源项目建设，待相关项目投运，公司规模优势及综合竞争力有望进一步提升。

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：公司发展定位明显改变，股东支持力度显著下降；公司燃煤发电业务持续大规模亏损或经营现金流明显恶化，债务负担加重导致其偿债表现严重弱化或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- 公司为国电投集团在辽宁地区重要的电力投资与运营主体，处于辽宁省内能源安全保供的核心地位，近年来持续建设新能源项目，装机规模持续扩大。截至 2025 年 9 月底，公司装机容量合计 1070.34 万千瓦，其中火电、风电与光伏装机分别占 60.07%、30.78% 和 9.14%，新能源合计装机容量较 2022 年底增长 119.37%。
- 公司为辽宁省内最大的热电联产企业及第一大热力供应商，近年来供热面积持续增长，供热量逐年提升。公司全部燃煤机组均具备供热能力，截至 2024 年底，公司供暖面积达 1.87 亿平方米，当年实现供热量 4814.86 万吉焦。其运营稳定直接关乎区域民生与能源安全，这一不可替代的重要公共职能，构成了其经营韧性与获得政策支持的基础。
- 公司为国电投集团全资子公司，国电投集团作为全国性大型央企发电集团，综合实力极强，于全国电力市场具有重要地位，可予以公司有力的股东支持。公司于 2022 年和 2024 年获得股东货币资金增资以夯实公司资本；公司主营电力及供热业务，国电投集团自有煤炭资源区位及煤种与公司火电资产匹配程度很高，可为公司提供稳定的燃料供给，为其在燃料成本剧烈波动周期

中提供了成本锚定优势和盈利缓冲；此外，作为区域性电源项目重要投资运营平台，公司可在项目资源获取、人才技术培养以及日常管理等方面获得国电投集团全方面有力支持。

关注

- **火电机组利用效率承压，新能源弃电率有所提升。**近年来，受省内新能源发电优先上网以及外来电量输入影响，公司火电利用小时数持续下降，2024 年仅 2602.82 小时，虽有电网调峰收入以及容量电价补偿，现阶段火电经营效率仍明显承压。此外，由于新能源装机增速快，发电量存在省内消纳不足和省外送电通道受限的问题，2025 年前三季度弃电率增幅明显，经营效率的持续改善存在不确定性。
- **公司持续推进新能源项目建设，在建工程尚需投资规模大，存在持续资本支出需求。**截至 2025 年 9 月底，公司主要在建项目预计总投资 100.97 亿元，剩余投资 77.36 亿元。为支撑转型战略，同时，受应收可再生能源补贴款累积等因素影响，公司偿债对外部融资接续的依赖性较强，债务规模持续扩张，若将权益类融资调整至债务测算，截至 2024 年底，公司调整后资产负债率已超过 73%，债务负担重。

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	C	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	3
		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：股东支持				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：因火电机组经营承压，利用小时下降导致公司指示评级和个体信用等级由 aa 下降至 aa⁻。

外部支持变动说明：公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

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

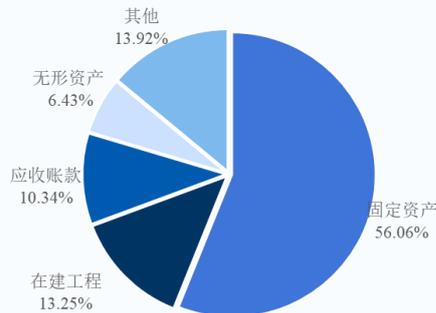
合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年9月
现金类资产（亿元）	8.28	12.91	8.70	9.47
资产总额（亿元）	342.48	383.93	439.99	449.62
所有者权益（亿元）	117.18	134.50	150.65	155.35
短期债务（亿元）	89.43	89.87	89.63	88.78
长期债务（亿元）	81.79	100.91	142.38	/
全部债务（亿元）	171.21	190.78	232.01	/
营业总收入（亿元）	141.21	130.68	121.52	98.67
利润总额（亿元）	0.28	5.04	6.27	8.21
EBITDA（亿元）	26.20	31.07	33.31	--
经营性净现金流（亿元）	32.58	18.65	11.57	19.75
营业利润率（%）	6.18	7.75	7.58	11.37
净资产收益率（%）	-0.57	3.16	3.52	--
资产负债率（%）	65.79	64.97	65.76	65.45
全部债务资本化比率（%）	59.37	58.65	60.63	/
流动比率（%）	39.95	46.88	61.36	67.74
经营现金流流动负债比（%）	23.46	12.94	8.28	--
现金短期债务比（倍）	0.09	0.14	0.10	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	4.01	5.70	5.95	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.53	6.14	6.97	--

公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年9月
资产总额（亿元）	239.59	247.31	259.39	258.47
所有者权益（亿元）	122.83	128.25	136.99	143.54
全部债务（亿元）	93.17	90.99	99.20	99.24
营业总收入（亿元）	37.60	35.76	33.83	24.39
利润总额（亿元）	5.62	1.44	4.27	6.91
资产负债率（%）	48.73	48.14	47.19	44.46
全部债务资本化比率（%）	43.13	41.50	42.00	40.88
流动比率（%）	56.81	56.48	74.18	84.92
经营现金流流动负债比（%）	19.51	8.46	1.67	--

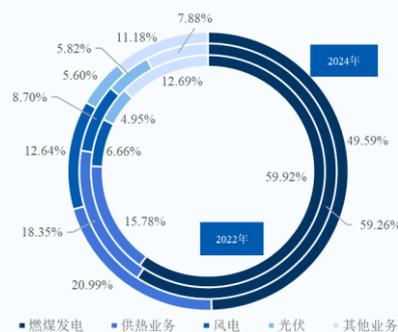
注：1. 公司 2025 年前三季度财务数据未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径下已将公司其他应付款和长期应付款中有息债务调整至债务测算；4. 本报告中“/”表示相关数据未获取，“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年底公司资产构成



2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



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	2024/12/24	李晨、刘莉婕	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	阅读报告

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：黄 露 huanglu@lhratings.com

项目组成员：刘莉婕 liulij@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、主体概况

国家电投集团东北电力有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 2003 年 6 月的中电投东北分公司，为原中国电力投资集团公司（以下简称“中电投”）于东北区域从事能源投资业务的重点单位之一；2008 年 5 月，中电投东北分公司整体改制为有限责任公司，注册资本为 32.48 亿元；经中电投持续增资，公司 2011 年底实收资本增至 53.95 亿元。2012 年 12 月，中电投和百瑞信托有限责任公司（以下简称“百瑞信托”）签署了对公司的增资协议，分别增资 2.03 亿元和 30.00 亿元，分别增加公司实收资本和资本溢价 12.03 亿元和 20.00 亿元。2015 年 5 月，中电投与原国家核电技术有限公司合并成立国家电力投资集团公司（现国家电力投资集团有限公司，以下简称“国电投集团”）。2016 年 5 月，公司更至现名；后经多次增资及股权转让，公司成为国电投集团全资子公司。截至 2025 年 9 月底，公司注册资本与实收资本均为 88.84 亿元，国电投集团持有公司 100.00% 股权，公司实际控制人为国务院国资委（详见附件 1-1）。

公司为国电投集团辽宁区域重要的电力投资与运营及供热主体，主要从事电力生产与供热业务。按照联合资信行业分类标准划分为电力生产和供应行业。

截至 2025 年 9 月底，根据运营管理需求，公司本部内设多个职能部门（详见附件 1-2）；纳入合并财务报表范围内子公司合计 20 家（详见附件 1-3）；公司本部及子公司合计拥有在职员工 7630 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 439.99 亿元，所有者权益 150.65 亿元（含少数股东权益 61.67 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 121.52 亿元，利润总额 6.27 亿元。截至 2025 年 9 月底，公司合并资产总额 449.62 亿元，所有者权益 155.35 亿元（含少数股东权益 61.69 亿元）；2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 98.67 亿元，利润总额 8.21 亿元。

公司注册地址：辽宁省沈阳市浑南区浑南二路 8-1 号；法定代表人：王明策。

二、宏观经济和政策环境分析

2025 年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI 或保持低位震荡，PPI 降幅有望继续收窄。

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 年前三季度）》](#)。

三、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。

完整版电力行业分析详见[《2025 年电力行业分析》](#)。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为国电投集团于辽宁区域内重要的电力投资与运营主体，处于辽宁省内能源安全保供的核心地位，具有一定装机规模优势，并且拥有稳定的煤炭供应渠道，区域竞争力强。同时，作为辽宁省内最大的热电联产企业及第一大热力供应商，公司近年来供热面积持续增长，供热量逐年提升。另外，公司持续发展新能源业务，新能源装机容量持续增长，带动公司装机规模稳步扩大。

作为国电投集团在辽宁区域内重要的电力投资与运营主体，公司主营火电和新能源发电业务。其中，燃煤发电资产主要分布于铁岭市、朝阳市、阜新市、本溪市、抚顺市和大连市等，截至 2025 年 9 月底，公司煤电机组装机容量合计 643.00 万千瓦，约占省内火电装机的 16%。公司发电用煤主要采购自国电投集团自有煤炭，近年来长协煤供给所占比重持续上升，稳定的煤炭供给以及高比例的长协有助于公司成本控制。公司持续进行节能、环保、供热、调峰方面技术改造，2022—2024 年，公司供电标准煤耗持续下降，2024 年为 280.13 克/千瓦时。公司风电资产主要分布在辽宁和蒙东等地区，光伏资产分布于辽宁、河北、甘肃、蒙东及山东等地区。近年来，公司新能源装机容量持续增长，2022—2024 年均复合增长 40.71%；截至 2025 年 9 月底，公司新能源装机进一步增至 427.34 万千瓦，其中风电与光伏装机分别为 329.47 万千瓦和 97.87 万千瓦。受益于新能源装机的持续增长，公司装机规模稳步扩大，截至 2025 年 9 月底合计 1070.34 万千瓦，其中火电、风电与光伏装机分别占 60.07%、30.78%和 9.14%。

公司为辽宁省内最大的热电联产企业及第一大热力供应商，全部燃煤机组均具备供热能力，近年来供热面积持续增长，供热量逐年提升。截至 2024 年底，公司供暖面积达 1.87 亿平方米，当年实现供热量 4814.86 万吉焦。

2 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业经验和管理经验，综合素质高；公司员工结构合理，能够满足公司经营发展需求。

截至 2025 年 9 月底，公司拥有董事 7 人（含外部董事 4 人），非董事高级管理人员 6 人；公司董事及高级管理人员设置符合《公司法》等相关法律法规及公司章程要求。

公司党委书记、董事长王明策先生¹，1968 年生，大学本科，正高级工程师；王明策先生曾任中电投蒙东能源集团有限责任公司总经理助理兼霍林河循环经济示范项目筹建处主任，原中电投蒙西能源有限责任公司党组成员、副总经理，国家电投集团内蒙古能源有限公司党委委员、副总经理等职务。

公司党委副书记、董事、总经理薛景岩先生，1972 年生，硕士研究生，正高级工程师；薛景岩先生曾任国家电投集团江西电力有限公司董事、党委副书记、工会主席等职务。

截至 2025 年 9 月底，公司合并范围在职员工 7630 人。其中，按学历结构划分，本科及以上学历人员约占 51.86%；按岗位构成划分，生产人员约占 69.31%；按年龄划分，30~50 岁人员约占 43.56%。

3 信用记录

公司过往债务履约情况佳。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：91210112671995651T），截至 2025 年 12 月 29 日，公司本部已结清与未结清信贷信息中无关注类或不良类信贷记录。

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本部存在逾期或违约记录。

截至查询日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、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和信用中国查询平台中存在不良记录。

¹ 尚未完成工商变更披露

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善。

公司根据《公司法》等国家法律法规要求，制定《公司章程》，建立和完善了符合现代企业管理要求的法人治理结构，逐步形成科学的决策机制、执行机制和监督机制。

根据《公司章程》，公司不设股东会，股东行使分取红利、决定公司发展战略和规划、推荐董事会成员、批准公司董事会的工作报告以及修改公司章程等职权；设党委会，成员 5~9 人，发挥引导作用，把方向、管大局、保落实，依照规定讨论和决定公司重大事项；设立董事会，成员为 7 人（含职工董事 1 人，外部董事 4 人），把控公司经营决策，并下设审计与风险管理委员会，行使监事会有关职权；设经理层，包括总经理、副总经理和财务负责人，组织公司安全生产、经营管理等工作。

2 管理水平

公司部门设置合理，内部管理制度健全，能够保障公司的日常运行。

公司作为国电投集团全资子公司，部门设置合理，制度体系健全，制定并持续完善其内部管理制度。

财务与资金管理方面，公司建立了与其经营管理制度相适应的管理体制，以保障公司治理结构科学、资本结构合理、持续经营能力稳健，确保其资金的安全性、流动性和效益性。公司通过财务、资金、会计等管理制度持续细化日常管理。投资方面，公司规范固定资产投资与股权投资的投资管理行为，以严格控制非主业投资，严格投资决策程序，提高投资回报水平，防止国有资产流失。同时，公司制定《基建投资管理办法》《境内股权投资管理办法》《境内参股投资管理办法》等制度深化投资管理。

电力生产方面，公司促进全员安全生产责任制的建立和落实，防止和杜绝生产安全事故，保证人身和财产安全，持续提升安全生产和应急管理的能力。环保方面，公司根据国家及地方政策、法律、法规和国电投集团生态环保管理工作规定，制定下相关管理和奖惩制度，以推动生态环保管理水平持续提升，促进公司绿色、清洁、低碳、可持续发展。

燃料管理方面，公司结合经营实际情况，制定了相关制度以规范燃料成本核算，压降燃料二次费用，杜绝燃料非正常损耗；不断优化供煤结构，降低采购成本。

六、经营分析

1 经营概况

公司为国电投集团于辽宁区域内电力投资与运营主体，为辽宁省内最大的热电联产企业及第一大热力供应商，火电与新能源发电业务支撑公司经营业绩，供热及其他业务为公司收入提供重要补充。近年来公司营业总收入有所下降，但受供热业务减亏以及高毛利率的新能源业务收入占比提升影响，公司综合毛利率有所提高。

公司电源构成中燃煤发电占比较高，但受区域内新能源快速发展以及外来电量影响，公司火电机组运行承压，利用小时数明显下降，且市场化交易导致电价有所下降，公司燃煤发电业务收入降幅较大；同时，由于公司长协煤比例高，煤炭成本波动不大，燃煤发电业务毛利率波动下降。作为辽宁省内最大的热电联产企业及第一大热力供应商，公司近年来供热量逐年提升，带动供热收入持续增长，但受燃煤成本较高以及供热煤耗分摊影响，公司供热业务持续亏损。近年来伴随新能源装机规模扩大，上网电量增加，公司新能源板块收入持续增长且保持高盈利水平。公司其他业务主要包括检修运行、组件贸易、科技研发、发电委托运行、固定资产出租、粉煤灰销售等，收入及毛利率波动较大。

图表 1 • 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—9 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
燃煤发电	84.61	59.92	9.73	77.44	59.26	9.88	60.26	49.59	7.22	57.45	58.22	8.52
供热业务	22.28	15.78	-35.72	23.98	18.35	-29.62	25.51	20.99	-25.45	16.72	16.94	-25.89
风电	9.41	6.66	47.67	11.37	8.70	44.31	15.36	12.64	51.85	14.85	15.05	51.05

光伏	6.99	4.95	53.07	7.60	5.82	50.95	6.80	5.60	44.41	5.35	5.42	46.37
其他业务	17.92	12.69	11.80	10.30	7.88	22.68	13.58	11.18	15.55	4.30	4.36	52.62
合计	141.21	100.00	7.49	130.68	100.00	9.03	121.52	100.00	9.02	98.67	100.00	13.07

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

(1) 燃煤发电

受合并范围变化影响，公司火电装机容量有所增长，但受省内新能源发电量增加以及外来电量的挤压，公司火电机组利用小时数明显下降，发售电量持续减少；但公司机组能耗低，同时拥有稳定的煤炭采购渠道及高比例的长协煤供应，燃料成本控制较好。

公司现役火电机组全部为辽宁省内热电联产机组，以单体 30 万千瓦、35 万千瓦和 60 万千瓦容量机组为主。2024 年底，公司同一控制下企业合并辽宁东方发电有限公司和赤峰平庄热电有限责任公司，带动期末装机容量提升。截至 2025 年 9 月底，公司火电装机容量 643.00 万千瓦。

图表 2 • 截至 2025 年 9 月底公司火电资产构成概况

单位名称	持股比例	装机容量 (万千瓦)	装机构成 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	最后一台机组 投产时间
辽宁清河发电有限责任公司	100.00%	120.00	2×60	120.00	2011 年 11 月
朝阳燕山湖发电有限公司	26.89%	120.00	2×60	32.27	2012 年 3 月
阜新发电有限责任公司	100.00%	110.00	2×35+2×20	110.00	2007 年 12 月
国家电投集团东北电力有限公司本溪热电分公司	/	70.00	2×35	70.00	2018 年 10 月
国家电投集团东北电力有限公司抚顺热电分公司	/	60.00	2×30	60.00	2009 年 1 月
大连发电有限责任公司	100.00%	60.00	2×30	60.00	2010 年 12 月
大连泰山热电有限公司	80.00%	27.00	2×13.5	21.60	2005 年 12 月
北票发电有限责任公司	100.00%	3.60	3×1.2	3.60	2003 年 10 月
辽宁东方发电有限公司	63.46%	70.00	2×35	44.42	2005 年 6 月
赤峰平庄热电有限责任公司	44.79%	2.40	2×1.2	1.07	2004 年 4 月
合计	--	643.00	--	522.96	--

注：朝阳燕山湖发电有限公司系天津燕山湖电力科技投资合伙企业（有限合伙）子公司
资料来源：公司提供

公司火电机组全部为热电联产机组，供暖期内机组负荷相对较高，同时伴随热电比增长，公司供电标准煤耗明显优于行业平均水平。但近年来东北区域新能源装机容量持续攀升，辽宁省内新能源发电优先上网，同时受到外来电量挤压，公司火电机组运行效率承压，机组利用小时数逐年下降，发售电量持续减少。同时，受煤炭市场成本下行影响，公司火电市场化交易电价有所下降。但 2024 年 3 月起，公司部分机组执行辽宁省煤电容量电价（100 元/千瓦·年，含税），且火电机组持续进行灵活性改造，拥有较强调峰能力，每年通过参与调峰持续获得电网补偿（2022—2024 年及 2025 年前三季度，公司调峰获得的电网补偿收益金额分别为 6.86 亿元、9.86 亿元、8.78 亿元、4.62 亿元），有益于缓解因机组负荷较低以及电价下行带来的经营压力。

图表 3 • 公司燃煤机组主要经营指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
装机容量（万千瓦）	570.60	570.60	643.00	643.00
发电量（亿千瓦时）	199.53	179.92	149.19	128.73
上网电量（亿千瓦时）	182.86	164.57	135.60	117.45
机组利用小时数（小时）	3496.84	3153.15	2602.82	2002.04
平均上网电价（元/千千瓦时）	462.70	470.53	444.38	489.13
供电标准煤耗（克/千瓦时）	291.32	286.65	280.13	288.81
发电厂用电率	5.06%	4.82%	4.72%	5.82%

注：平均上网电价=燃煤发电收入/上网电量，内含调峰补偿及容量电价；2022—2024 年，辽宁省火电平均利用小时分别为 3402 小时、3243 小时和 2993 小时
资料来源：公司提供

燃料采购方面，公司主要采购蒙东地区褐煤用于电力生产，省内国有矿山及当地市场混煤、进口煤进行补充，整体运输距离近，物流成本低。近年来，国电投集团自有煤炭可为公司提供稳定的电煤供应，并且长协煤炭供给占比持续提升，有助于维持公司火电生产成本的相对稳定。公司燃煤采购主要由国电投集团进行统一谈判，一般跨月结算，公司同电网公司结算电费后，再同国电投集团内各燃煤销售企业进行结算。受国电投集团关联方燃煤供应所占比重持续提升影响，公司近年来供应商集中度明显提升。

图表 4 • 公司燃煤采购概况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
原煤采购量（万吨）	1755.26	1545.85	1471.73	984.99
签约长协煤炭采购量占比	89.74%	95.53%	97.41%	99.90%
原煤采购均价（元/吨）	462.56	424.5	432.65	425.52

资料来源：公司提供

（2）新能源业务

公司持续扩大新能源业务，带动装机容量快速增长；但受平价项目占比提升以及市场竞争加剧等因素影响，新能源平均上网电价有所下降，2024 年以来机组利用效率有所下降，弃电率持续提升。

公司近年来持续扩张新能源发电业务，风电与光伏装机容量快速增长。截至 2025 年 9 月底，公司风电装机规模较 2022 年底显著增长 180.11%至 329.47 万千瓦，主要分布在辽宁和蒙东等地区；光伏装机容量较 2022 年底增长 26.81%至 97.87 万千瓦，主要分布于辽宁、河北、甘肃、蒙东及山东等地区。伴随装机规模扩大，公司新能源发电量持续增长，2022—2024 年上网电量年均复合增长 26.33%。公司新能源业务发展较早，受益于部分装机享受政策补贴，公司平均上网电价较高，伴随新增平价上网装机容量规模扩大，公司新能源电价呈下降态势。截至 2025 年 9 月底，公司纳入补贴名录项目装机容量合计 135.13 万千瓦，期末累计应收补贴款 34.97 亿元。

由于公司新能源机组所在地区普遍存在供暖需求，热电联产机组负荷的提升导致了在风力资源较好的冬季与春季存在“弃风”情况；同时，新能源装机增速快，发电量存在省内消纳不足和省外送电通道受限的问题，影响了公司新能源机组利用率，2024 年以来机组利用小时有所下降，弃电率持续提升，且 2025 年前三季度增幅明显。

图表 5 • 公司新能源机组主要经营指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
控股装机容量（万千瓦）	194.46	233.70	385.69	427.34
其中：风电	117.62	147.72	287.47	329.47
光伏	76.84	85.98	98.22	97.87
发电量（亿千瓦时）	34.13	43.43	54.48	57.99
其中：风电	22.34	30.29	42.02	48.18
光伏	11.78	13.14	12.46	9.81
上网电量（亿千瓦时）	33.50	42.65	53.46	57.10
其中：风电	21.93	29.71	41.18	47.41
光伏	11.57	12.94	12.28	9.69
风电机组利用小时（小时）	2481.90	2502.93	2275.05	1579.61
光伏机组利用小时（小时）	1571.44	1527.73	1385.95	1002.98
风电平均上网电价（元/千千瓦时）	429.14	382.59	373.09	313.30
光伏平均上网电价（元/千千瓦时）	604.10	587.33	554.10	551.85
弃风率（%）	2.05	4.43	5.90	10.68
弃光率（%）	2.74	2.90	7.74	18.88

注：风电平均上网电价=风电收入/风电上网电量，光伏平均上网电价=光伏收入/光伏上网电量

资料来源：公司提供

（3）供热业务

公司承担民生供暖保障责任，供热量持续增长，也为机组运营效率提供一定保障，煤耗有所下降，但受限于燃煤价格相对较高以及热电联产煤耗成本分摊影响，该业务持续亏损。

公司为辽宁省内最大的热电联产企业及第一大热力供应商，一般供暖期为每年10月中下旬至次年3月中上旬，供热业务模式分为直接供给终端用户和销售至供热公司两种方式，其中直供与转供的比例近年来约为45%：55%。公司供热业务以居民供热为主，近年来供热面积稳步扩大，供热量持续增长。公司供热均价小幅波动，标准煤耗有所下降，但受限于燃煤价格相对较高以及热电联产煤耗成本分摊影响，供热业务持续亏损。

图表6·公司供热业务主要经营指标

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月
供暖面积（亿平方米）	1.55	1.83	1.87	1.87
供热量（万吉焦）	4043.61	4438.46	4814.86	2932.99
供热均价（元/吉焦）（不含税）	55.06	54.05	52.98	54.58
供热标准煤耗（千克/吉焦）	41.32	40.72	39.69	40.49

资料来源：公司提供

3 未来发展

公司持续推进新能源项目建设，在建工程尚需投资规模大，存在持续资本支出需求；待相关项目投运，公司规模优势及综合竞争力有望进一步提升。

公司承接国电投集团“在辽宁重点推动海上风电、煤电和大基地建设”的“均衡增长战略”部署，规划持续强化辽宁省内能源安全保供核心地位，加快推进阜新发电有限责任公司四期2×350MW热电联产机组扩建项目建设；同时推动区域能源电力清洁低碳高质量发展转型，优先发展风电，坚持海陆并举、集散并进，并以效益创造能力为先，择优开发基地性光伏项目，塑造绿色低碳的“国家电投”品牌形象，加快建设适应新型电力系统的区域一流清洁能源企业。

截至2025年9月底，公司主要在建项目集中于风电与火电，电力项目装机容量合计210万千瓦，预计总投资97.70亿元，剩余投资74.32亿元。

图表7·截至2025年9月底公司重要在建工程概况（单位：亿元）

项目名称	规划装机规模（MW）	工程概算总投资	2025年9月底已完成投资额	2025年10—12月计划投资额	2026年计划投资额
国家电投铁岭市百万千瓦级风光火储多能互补示范项目二期西丰县400MW风电项目	400.00	19.99	0.02	0.02	4.35
国家电投阜新彰武五峰300MW风电项目	300.00	15.28	10.46	2.29	4.82
阜新发电有限责任公司四期2×350MW热电联产机组扩建项目工程	700.00	30.68	5.69	2.59	13.00
国家电投阜新阜蒙一期351.5MW风电项目	351.50	15.93	3.61	0.52	3.90
国家电投阜新阜蒙二期348.5MW风电项目	348.50	15.82	3.60	0.46	3.51
国家电投辽宁铁岭100MW/200MWh共享储能电站项目	100MW/200MWh	2.70	0.04	0.00	2.66
国家电投锦州黑山常兴300MW风电项目调相机	--	0.57	0.19	0.14	0.38
合计	2100.00	100.97	23.61	6.02	32.61

资料来源：公司提供

七、财务分析

公司提供了2022—2024年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所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；公司提供的2025年前三季度财务报告未经审计。

合并范围方面，2023年，公司因投资设立和非同一控制下企业合并新增子公司2家，因注销和吸收合并减少子公司2家；2024年，公司因非同一控制下企业合并新增子公司2家，因注销减少子公司2家；2025年前三季度，公司因投资设立新增子公司1家。整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

公司资产构成以固定资产为主，符合重资产行业特征；业务扩张带动资产规模持续增长；公司货币资金规模一般，应收账款对资金占用较为明显，但资产受限比例非常低，整体资产质量佳。

2022—2024 年末，伴随装机规模增长，项目投资增加以及应收账款积累带动公司资产总额持续增长。其中非流动资产占比高，符合电力行业企业特性。流动资产方面，公司货币资金波动增长，2024 年底因承兑汇票保证金增加影响，受限比例提升至 19.17%；应收账款快速增长，其中 2024 年底增幅明显主要系可再生能源补贴积累以及出表性的应收账款 ABS 到期所致，应收方主要为三地电网公司（辽宁、内蒙、甘肃）、热力公司及小部分电力公司，账龄主要集中于 1 年以内（占 51.96%）及 1~2 年内（占 24.60%），合计计提坏账准备 3.24 亿元（含阜新盛明热电有限责任公司坏账准备 1.64 亿元和阜新鸿源热力有限公司坏账准备 0.69 亿元）；其他应收款主要以履约/投标保证金、往来款及应收款为主，2024 年底计提坏账准备 1.27 亿元；存货主要由燃料构成，其中 2024 年受年底外储备货及合并范围变化影响，存货增幅较大；合同资产为新能源电价补贴以及待结算合同款项与质量保证金；其他流动资产构成主要为待抵扣进项税。非流动资产方面，伴随业务规模扩张，公司固定资产和在建工程快速增长，固定资产以机器设备和房屋建筑物为主，整体成新率较低（2024 年底为 45.22%）；无形资产主要为土地使用权，2024 年底增幅较大主要系新能源装机增幅较大以及公司合并范围变化所致。

截至 2025 年 9 月底，公司资产总额有所增长，资产结构较上年底变化不大，部分项目建成完工转固，导致在建工程减少，固定资产增加。

截至 2024 年底，公司受限资产合计 6.88 亿元（含货币资金 1.21 亿元和应收账款 4.79 亿元），受限比例为 1.56%。

图表 8 • 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 9 月底	
	金额	占比 (%)						
流动资产	55.46	16.19	67.54	17.59	85.72	19.48	88.90	19.77
货币资金	5.82	10.49	7.86	11.63	6.32	7.37	9.47	10.65
应收账款	24.06	43.38	29.94	44.34	45.48	53.06	47.91	53.90
其他应收款（合计）	4.80	8.66	4.48	6.63	5.46	6.37	5.37	6.04
存货	4.58	8.26	2.54	3.77	6.47	7.55	5.65	6.36
合同资产	3.42	6.17	5.47	8.09	7.32	8.54	7.50	8.44
其他流动资产	4.14	7.47	6.86	10.15	10.95	12.77	10.70	12.03
非流动资产	287.02	83.81	316.39	82.41	354.27	80.52	360.72	80.23
固定资产（合计）	219.18	76.37	226.04	71.44	246.72	69.64	282.63	78.35
在建工程（合计）	25.78	8.98	40.23	12.71	60.28	17.01	24.41	6.77
无形资产	18.08	6.30	18.28	5.78	28.30	7.99	27.85	7.72
资产总额	342.48	100.00	383.93	100.00	439.99	100.00	449.62	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重

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

受股东增资、发行权益类融资产品以及利润积累影响，公司所有者权益规模持续增长；但受前期经营业绩拖累，未分配利润持续为负。联合资信将持续关注公司未分配利润减亏以及权益类债务兑付情况。

近年来，公司所有者权益持续增长。其中，2022 年和 2024 年，股东国电投集团分别对公司增资 3.00 亿元和 4.80 亿元，带动公司实收资本增加；公司 2022 年发行 22.01 亿元“国家电投-东北公司能源基础设施投资资产支持专项计划(类 REITs)”以及其他小股东增资，带动少数股东权益持续增长；2022—2023 年，公司合计发行 10.33 亿元百瑞信托“保供永续债”，带动当期末其他权益工具增长；受机组前期累计亏损影响，公司未分配利润持续为负，但近年来，受益于盈利能力回升，公司未分配利润已有所减亏。由于未分配利润持续亏损以及少数股东权益占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

图表 9 • 公司所有者权益情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比 (%)						
实收资本	84.04	71.72	84.04	62.49	88.84	58.97	88.84	57.19
其他权益工具	6.46	5.51	10.33	7.68	10.33	6.86	10.33	6.65
资本公积	50.51	43.10	50.79	37.76	50.88	33.77	50.84	32.73
未分配利润	-65.94	-56.27	-64.74	-48.13	-62.41	-41.43	-57.91	-37.28
归属于母公司所有者权益	75.42	64.36	81.53	60.61	88.98	59.06	93.65	60.29
少数股东权益	41.76	35.64	52.97	39.39	61.67	40.94	61.69	39.71
所有者权益合计	117.18	100.00	134.50	100.00	150.65	100.00	155.35	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（2）负债

公司经营性负债规模较为稳定，伴随业务扩张带动融资需求增长，公司负债和全部债务规模持续增长，债务结构有所优化，债务负担重。

近年来，公司经营性负债规模较为稳定，受业务扩张带动融资需求增长影响，负债规模持续增长，且因长期债务增幅明显，公司非流动负债占比逐年提升，与资产结构匹配性有所增强。其中，公司应付票据波动减少，截至 2025 年 9 月底，因前期票据兑付以及尚未开始冬储囤煤，应付票据降幅明显；应付账款主要为应付工程基建款项等，近年来有所增加，账龄以 1 年以内（含 1 年）为主；其他应付款主要为百瑞信托计划项目清算资金、资产证券化费用以及工程及设备款等，2024 年底信托计划资金清算导致期末其他应付款降幅明显；合同负债主要由预收商品销售款（供热款）和预收服务款（热源建设费）构成，2025 年 9 月底供热款结算完成导致期末合同负债降幅明显；项目建设投资增加带动公司长期借款快速增长。公司短期借款全部为信用借款，长期借款主要为信用借款（2024 年底占 94.69%），长期应付款全部为国网国际融资租赁有限公司融资租赁售后回租款项。金融机构对公司认可度很高。

图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

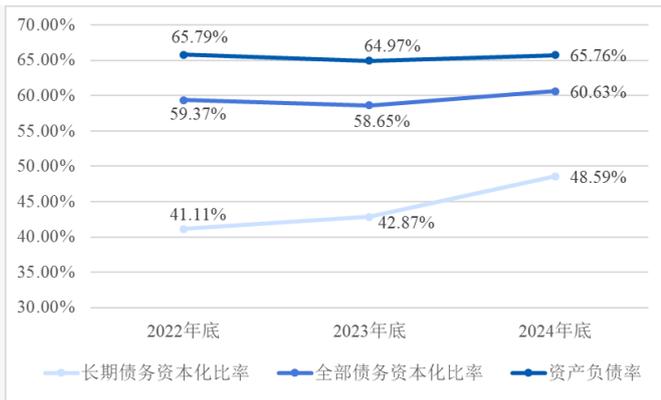
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比 (%)						
流动负债	138.84	61.62	144.06	57.76	139.71	48.29	131.23	44.59
短期借款	68.22	49.14	66.85	46.40	63.28	45.29	74.24	56.57
应付票据	16.29	11.73	12.74	8.84	14.17	10.14	9.81	7.48
应付账款	17.71	12.75	18.14	12.59	19.17	13.72	21.09	16.07
其他应付款	10.76	7.75	12.85	8.92	6.28	4.49	6.14	4.68
一年内到期的非流动负债	4.34	3.12	9.88	6.86	12.18	8.72	4.73	3.60
合同负债	18.43	13.27	19.20	13.33	19.98	14.30	8.95	6.82
非流动负债	86.46	38.38	105.36	42.24	149.63	51.71	163.04	55.41
长期借款	72.14	83.43	90.19	85.60	131.67	87.99	146.01	89.56
长期应付款（合计）	9.24	10.68	7.85	7.45	7.86	5.25	7.03	4.31
负债总额	225.30	100.00	249.42	100.00	289.34	100.00	294.27	100.00

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

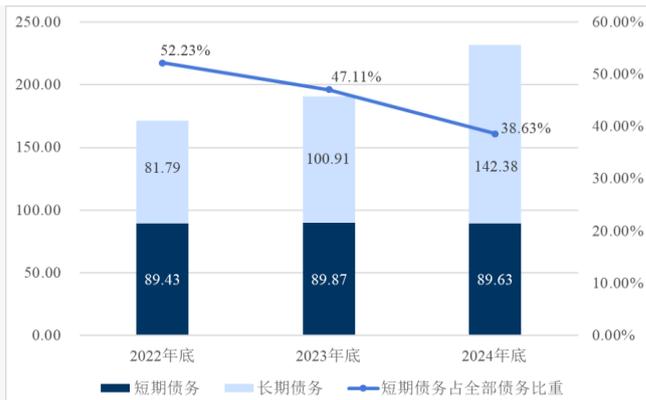
2022—2024 年末，公司有息债务规模持续增长，短期债务占比下降，债务结构有所优化，长期债务资本化比率有所提升，但受益于权益规模增长，公司全部债务资本化比率变化不大。如将 22.01 亿元“国家电投-东北公司能源基础设施投资资产支持专项计划（类 REITs）”和其他权益工具调入长期债务测算，截至 2024 年底，公司调整后全部债务增至 264.36 亿元，调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.11%、69.08%和 59.63%，较调整前分别上升 7.35 个百分点、8.45 个百分点和 11.04 个百分点，公司实际债务负担重。

图表 11 • 公司债务指标概况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 公司债务结构概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力和现金流

近年来，公司营业总收入有所下降，但成本及费用控制能力良好，盈利水平有所提升，但利润更多来自非付现收益或应计项目，因投资规模较大，经营所获现金无法满足投资支出，对外融资依赖性强。

近年来，受电力业务量价齐跌影响，公司营业总收入和营业成本均呈下降趋势；期间费用以财务费用为主，近年来融资成本有所压降，期间费用率维持 5.50%~6.00% 水平，费用控制水平良好。非经营性损益方面，2022 年，公司计提坏账损失 2.18 亿元，对利润侵蚀明显；其他收益主要为增值税返还和政府补助；投资收益主要为权益法核算长期股权投资收益和委托贷款收益；营业外收入主要为政府补助、企业改制相关款项以及碳排放权收益等；对利润形成一定补充。公司利润水平持续提升。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
营业总收入	141.21	130.68	121.52	98.67
营业成本	130.63	118.88	110.56	85.78
期间费用	8.00	7.20	6.79	4.66
财务费用	6.14	4.89	4.53	3.67
信用减值损失	-2.20	-0.08	-0.42	0.02
其他收益	0.68	0.61	0.69	0.87
投资收益	0.63	0.85	1.12	0.14
营业外收入	1.13	1.47	2.60	0.74
利润总额	0.28	5.04	6.27	8.21
营业利润率（%）	6.18	7.75	7.58	11.37
总资产收益率（%）	1.92	2.83	2.58	--
净资产收益率（%）	-0.57	3.16	3.52	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	182.41	157.69	129.53	99.87
经营活动现金流出小计	149.83	139.04	117.95	80.12
经营活动现金流量净额	32.58	18.65	11.57	19.75
投资活动现金流入小计	0.81	5.12	3.39	0.38
投资活动现金流出小计	47.14	47.35	50.73	27.24
投资活动现金流量净额	-46.33	-42.23	-47.33	-26.86
筹资活动前现金流量净额	-13.75	-23.58	-35.76	-7.11
筹资活动现金流入小计	285.75	203.50	213.76	140.09
筹资活动现金流出小计	271.20	177.97	180.31	129.48
筹资活动现金流量净额	14.54	25.53	33.44	10.60
现金收入比（%）	113.98	111.38	103.80	98.35

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司整体收入实现质量较好，但受应收补贴欠款增加影响，2024 年以来现金收入比有所下降，且由于营业总收入和成本均呈下降趋势，2022—2024 年，公司经营活动现金净流入量持续下降；同期，公司加大项目建设投资，投资活动现金净流出量保持较大规模，经营获现无法覆盖投资支出，对外融资依赖性强，筹资活动现金净流入量持续增长。2025 年前三季度，公司经营活动现金净流入量同比增幅明显，主要系经营活动现金支出减少所致。

4 偿债指标

尽管公司债务负担重，经营现金缩减以及债务规模扩大导致偿债保障能力指标表现有所弱化，但公司区域地位重要，融资渠道通畅，股东支持力度大，为其债务的接续提供了重要的额外缓冲。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期 偿债 指标	流动比率 (%)	39.95	46.88	61.36	长期 偿债 指标	EBITDA (亿元)	26.20	31.07	33.31
	速动比率 (%)	36.65	45.12	56.72		全部债务/EBITDA (倍)	6.53	6.14	6.97
	经营现金/流动负债 (倍)	23.46	12.94	8.28		经营现金/全部债务 (倍)	0.19	0.10	0.05
	经营现金短期债务比 (倍)	0.36	0.21	0.13		EBITDA 利息倍数 (倍)	4.01	5.70	5.95
	现金短期债务比 (倍)	0.09	0.14	0.10		经营现金/利息支出 (倍)	4.99	3.42	2.07

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整理

2022—2024 年末，受应收账款快速增长影响，公司流动比率与速动比率持续增长，但由于大额应收补贴款对营运资金的持续占用，经营获现减少以及货币资金规模一般，经营现金和现金类资产对短期债务及流动负债保障能力一般。同期，公司 EBITDA 有所增长，EBITDA 利息倍数从 2022 年的 4.01 倍提高至 2024 年的 5.95 倍，盈利对利息支出的覆盖能力有所增强。然而，经营现金利息保障倍数从 4.99 倍大幅下降至 2.07 倍，公司利润的获现质量在下降，账面盈利对利息的实际保障能力减弱。但由于全部债务增速较快，全部债务/EBITDA 指标从 2022 年的 6.53 倍上升至 2024 年的 6.97 倍，若将权益类融资调整至债务测算，该比率在 2024 年底将达到 7.94 倍。

截至 2025 年 9 月底，公司对外担保 673.69 万元，占当期末所有者权益的 0.04%；联合资信未发现公司存在重大未决诉讼情况。

截至 2025 年 9 月底，公司未使用银行授信额度 269.23 亿元，未使用国家电投集团财务有限公司授信额度 22.00 亿元，间接融资渠道通畅。同时，作为央企核心子公司，公司在债券市场等直接融资能力非常强。

5 公司本部财务分析

公司本部主要进行电力资产投资并承担融资及管理职能，下辖部分热电分公司，涉及热电经营业务，受燃煤发电电量减少影响，本部收入和经营获现规模有所下降，受投资收益波动影响，利润总额波动较大。公司本部债务规模较为稳定，债务负担较轻。

公司本部涉及部分电厂（热电分公司）的经营业务，同时承担电力资产投资和融资管理职能。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 259.39 亿元，主要由长期股权投资（49.68%）、其他应收款（占 17.66%）和固定资产（含固定资产清理，占 16.46%）构成；货币资金规模小，仅 1.03 亿元。截至 2024 年底，公司本部所有者权益 136.99 亿元，实收资本和资本公积占比高，但因机组前期累计亏损影响，未分配利润仍为负；同期末，公司本部负债总额 122.40 亿元，主要由长短期借款和合同负债构成；全部债务 99.20 亿元，短期债务占比偏高，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 47.19%和 42.00%。

2024 年，公司本部实现营业总收入 33.83 亿元，营业毛利润亏损 722.06 万元，经营活动现金净流入量降至 1.33 亿元；同期，实现投资收益 6.17 亿元，利润总额 4.27 亿元。

八、ESG 分析

公司近年来持续发展风电与光伏的新能源电力项目，顺应长期政策趋势，同时作为辽宁省内最大的热电联产企业及第一大热力供应商，承担的不可或缺的能源保供角色，具备很强的隐性政府支持背书和融资机构信任；公司作为中央国有企业治理结构和内控制度完善，但安全环保方面综合管理能力仍需提升。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，未发生对其持续经营存在显著影响的负面事件。

公司积极践行“双碳”战略，新能源装机近三年快速增长，2025 年 9 月底清洁能源装机占比已达 40%，超传统发电企业平均水平。此举不仅符合国家政策导向，也通过提升高毛利新能源收入占比，优化了公司的盈利结构。为满足日益严格的环保标准并参与电网深度调峰，公司逐步推进火电机组三联改造。2022 年以来，公司未发生环保事故。

公司持续履行央企社会责任，在税费缴纳、社会公益捐赠、员工就业等方面贡献较大。公司作为辽宁省最大的供热企业和能源保供重点单位，公司服务民生，全部燃煤机组均实现供热，为区域能源保供重要基础企业，2024 年底供暖面积达 1.87 亿平方米，涉及数百万居民，这使得其经营的连续性与稳定性具有远超商业利益的社会和政治意义。

作为国电投集团区域子公司，公司具备完善的央企法人治理结构，党委、董事会、经理层权责清晰，与国电投集团的战略协同性强。健全的投资、财务、安全管理制度，为其大规模资本开支和业务运营提供了基本保障。公司持续注重生产安全管理，但 2023

年子公司发生的承包商死亡事故，反映出公司在外包工程安全管理、现场监督执行层面存在漏洞。公司按照事故处理程序，已完成事故汇报、调查、追责、问题闭环整改。

九、外部支持

1 支持能力

国电投集团作为全国性大型央企发电集团，综合实力极强，于全国电力市场具有重要地位。

国电投集团作为国内五大发电集团之一，其发电资产规模优势及行业地位显著。近年来国电投集团电力资产多元化区域布局，装机容量逐年增长，规模优势显著且清洁能源占比高，并持有优质核电资产。截至 2024 年底，国电投集团可控装机容量合计 26496.00 万千瓦，发电资产已覆盖除台湾外的全部省份及日本、澳大利亚、马耳他、印度、土耳其、南非、巴基斯坦、巴西、缅甸等多个国家和地区；清洁能源装机容量占比进一步提升至 72.71%，高于其它国有大型电力集团，在“双碳”背景下占据先发优势。此外，国电投集团作为国内四家具有核电开发资质的电力企业之一，拥有多座在运或在建核电站以及一批核电项目前期厂址，核电具有稀缺性且为优先上网调度序列，于国家战略中具有重要地位。

通过调整产业布局，国电投集团逐步形成了以煤炭为基础、电力为核心、有色冶金为延伸的“煤—电—铝”一体化产业链，产生了良好的协同效应，有利于实现现有资源的优化配置，降低生产成本，同时有效缓解周期性波动带来的行业风险，增强国电投集团整体的成本控制能力和抗风险能力。截至 2024 年底，国电投集团煤炭产能 8420 万吨/年，电解铝产能 285 万吨/年。

截至 2024 年底，国电投集团合并资产总额 18770.49 亿元，所有者权益 5893.95 亿元（含少数股东权益 3638.26 亿元）；2024 年，国电投集团实现营业总收入 3954.68 亿元，利润总额 497.40 亿元。

2 支持可能性

公司为国电投集团全资子公司，近年来获得股东货币资金增资以夯实公司资本，同时完成权益融资产品发行，权益规模进一步扩大；公司主营电力业务，作为区域性电源项目重要投资运营平台，公司可在煤炭资源、项目获取、人才技术培养以及日常管理等方面获得国电投集团的有力支持。

公司为国电投集团全资子公司，这种绝对控股关系在法律与治理层面形成了深度的利益绑定与责任连带，公司的财务困境将直接、全额地反映在股东的合并报表及声誉上，股东有极强的内在动机防范公司信用风险事件的发生。公司是国电投集团在辽宁区域重要的省级综合能源投资运营平台，承载着国电投集团在辽宁的能源运营战略，其经营成败关系到集团整体战略布局的完整性。

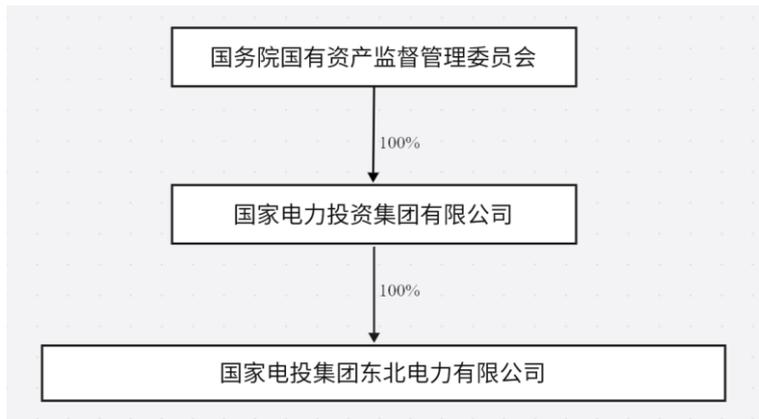
公司分别于 2022 年和 2024 年获得国电投集团股东增资 3.00 亿元和 4.80 亿元，带动实收资本增加。2022 年，在国电投集团支持下，公司完成 22.01 亿元类 REITs 产品发行，权益规模进一步扩大。此外，国电投集团在项目资源分配上向公司倾斜，其自产煤炭近 70%供给自身电力板块，蒙东地区煤炭资源区位及煤种与公司火电资产匹配程度很高，在一定程度上缓解了煤炭价格波动对公司燃煤发电业务运营带来的成本压力。公司在电力项目资源获取、人才和技术培养、日常管理等方面得到国电投集团的全方位有力支持。

公司作为辽宁省最大的热电联产企业和第一大热力供应商，服务超过 1.87 亿平方米的供暖面积，其运营的连续性与稳定性直接关乎区域民生保障与能源安全，具有显著的正外部性和公共产品属性。这使其享有的外部支持超越了普通商业范畴，上升到履行央企政治责任和社会责任的高度。

十、评级结论

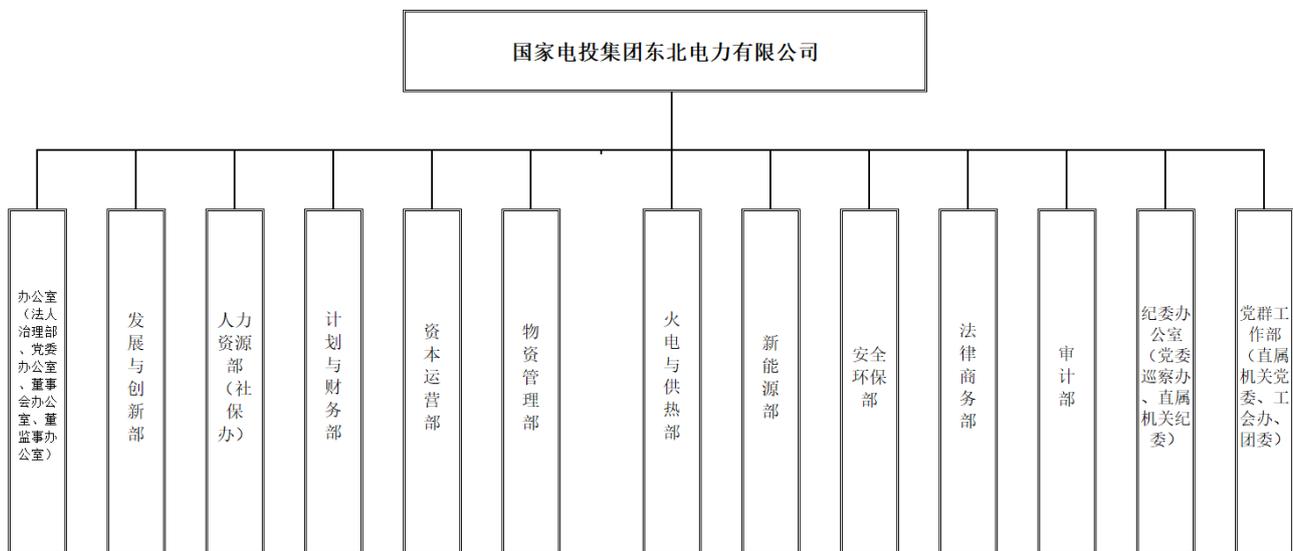
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 9 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 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司合并范围内子公司概况（截至 2025 年 9 月底）

子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	直接持股比例 (%)
中电投东北新能源发展有限公司	风电	184174.65	50.52%
辽宁清河发电有限责任公司	煤电	296177.26	100.00%
天津燕山湖电力科技投资合伙企业（有限合伙）	煤电	301200.00	26.89%
阜新发电有限责任公司	煤电	349985.00	100.00%
抚顺辽电运营管理有限公司	检修运行	28280.00	100.00%
大连发电有限责任公司	煤电	100562.00	100.00%
大连泰山热电有限公司	煤电	30497.00	80.00%
北票发电有限责任公司	煤电	4622.38	100.00%
国家电投集团东北电力开发有限公司	太阳能	33156.83	60.32%
锦州英东新能源发展有限公司	风电	64010.00	100.00%
辽宁电投智慧能源有限公司	太阳能	20000.00	100.00%
中电投东北能源科技有限公司	技术监督服务	4406.56	100.00%
国电投东北电力销售有限公司	售电	20000.00	100.00%
东港电投海上风电有限公司	风电	15000.00	100.00%
朝阳燕山湖电力新能源有限公司	太阳能	12800.00	100.00%
辽宁清河电力检修有限责任公司	电力检修	5000.00	100.00%
大连润日光伏发电有限公司	太阳能	4400.00	100.00%
本溪本电新能源有限公司	太阳能	9000.00	100.00%
辽宁东方发电有限公司	煤电	47843.55	63.46%
赤峰平庄热电有限责任公司	煤电	4800.00	44.79%

注：公司持有天津燕山湖电力科技投资合伙企业（有限合伙）66.67%的表决权，持有赤峰平庄热电有限责任公司 69.79%表决权，故在未控股情况下将上述两家公司纳入合并范围
 资料来源：公司提供

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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.28	12.91	8.70	9.47
应收账款（亿元）	24.06	29.94	45.48	47.91
其他应收款（合计）（亿元）	4.80	4.48	5.46	5.37
存货（亿元）	4.58	2.54	6.47	5.65
长期股权投资（亿元）	3.33	5.43	5.40	5.41
固定资产（合计）（亿元）	219.18	226.04	246.72	282.63
在建工程（合计）（亿元）	25.78	40.23	60.28	24.41
资产总额（亿元）	342.48	383.93	439.99	449.62
实收资本（亿元）	84.04	84.04	88.84	88.84
少数股东权益（亿元）	41.76	52.97	61.67	61.69
所有者权益（亿元）	117.18	134.50	150.65	155.35
短期债务（亿元）	89.43	89.87	89.63	88.78
长期债务（亿元）	81.79	100.91	142.38	/
全部债务（亿元）	171.21	190.78	232.01	/
营业总收入（亿元）	141.21	130.68	121.52	98.67
营业成本（亿元）	130.63	118.88	110.56	85.78
其他收益（亿元）	0.68	0.61	0.69	0.87
利润总额（亿元）	0.28	5.04	6.27	8.21
EBITDA（亿元）	26.20	31.07	33.31	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	160.96	145.56	126.13	97.04
经营活动现金流入小计（亿元）	182.41	157.69	129.53	99.87
经营活动现金流量净额（亿元）	32.58	18.65	11.57	19.75
投资活动现金流量净额（亿元）	-46.33	-42.23	-47.33	-26.86
筹资活动现金流量净额（亿元）	14.54	25.53	33.44	10.60
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.74	4.25	2.93	--
存货周转次数（次）	28.08	33.37	24.53	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.36	0.29	--
现金收入比（%）	113.98	111.38	103.80	98.35
营业利润率（%）	6.18	7.75	7.58	11.37
总资本收益率（%）	1.92	2.83	2.58	--
净资产收益率（%）	-0.57	3.16	3.52	--
长期债务资本化比率（%）	41.11	42.87	48.59	/
全部债务资本化比率（%）	59.37	58.65	60.63	/
资产负债率（%）	65.79	64.97	65.76	65.45
流动比率（%）	39.95	46.88	61.36	67.74
速动比率（%）	36.65	45.12	56.72	63.44
经营现金流动负债比（%）	23.46	12.94	8.28	--
现金短期债务比（倍）	0.09	0.14	0.10	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	4.01	5.70	5.95	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.53	6.14	6.97	--

注：1. 公司 2025 年前三季度财务数据未经审计；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. 已将公司其他应付款和长期应付款中有息债务调整至债务测算；4. 本报告中“/”表示相关数据未获取，“--”表示指标不适用

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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.34	1.87	1.03	2.09
应收账款（亿元）	0.74	0.49	1.36	1.51
其他应收款（合计）（亿元）	43.79	38.39	46.29	51.75
存货（亿元）	0.85	0.54	1.53	2.02
长期股权投资（亿元）	113.40	119.97	128.88	130.11
固定资产（合计）（亿元）	48.83	45.84	42.69	39.81
在建工程（合计）（亿元）	0.26	0.19	0.24	0.53
资产总额（亿元）	239.59	247.31	259.39	258.47
实收资本（亿元）	84.04	84.04	88.84	88.84
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	122.83	128.25	136.99	143.54
短期债务（亿元）	66.24	61.89	57.33	63.30
长期债务（亿元）	26.92	29.10	41.87	35.95
全部债务（亿元）	93.17	90.99	99.20	99.24
营业总收入（亿元）	37.60	35.76	33.83	24.39
营业成本（亿元）	34.64	34.10	33.90	24.26
其他收益（亿元）	0.09	0.08	0.03	0.10
利润总额（亿元）	5.62	1.44	4.27	6.91
EBITDA（亿元）	14.95	9.16	11.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	41.10	39.76	36.13	16.13
经营活动现金流入小计（亿元）	52.43	43.56	37.75	16.84
经营活动现金流量净额（亿元）	17.41	7.55	1.33	-3.97
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.92	-12.23	-10.17	5.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.14	4.84	7.66	-0.18
财务指标				
销售债权周转次数（次）	45.19	57.97	36.47	--
存货周转次数（次）	41.14	49.16	32.70	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.15	0.13	--
现金收入比（%）	109.32	111.17	106.78	66.11
营业利润率（%）	6.93	3.71	-1.28	-0.57
总资本收益率（%）	4.76	1.93	2.92	--
净资产收益率（%）	4.58	1.14	3.11	--
长期债务资本化比率（%）	17.98	18.50	23.41	20.03
全部债务资本化比率（%）	43.13	41.50	42.00	40.88
资产负债率（%）	48.73	48.14	47.19	44.46
流动比率（%）	56.81	56.48	74.18	84.92
速动比率（%）	55.86	55.88	72.26	82.34
经营现金流动负债比（%）	19.51	8.46	1.67	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.03	0.02	0.03
EBITDA 利息倍数（倍）	3.21	3.31	4.49	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.23	9.94	8.39	--

注：1. 公司本部 2025 年前三季度财务数据未经审计；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.. 本报告中“-”表示指标不适用

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 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，联合资信将在国家电投集团东北电力有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

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贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对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，或者出现监管政策规定、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。