

浙江芯能光伏科技股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【537】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

浙江芯能光伏科技股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
芯能转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江芯能光伏科技股份有限公司（以下简称“公司”或“芯能科技”，股票代码“603105.SH”）深耕分布式光伏发电领域，分布式光伏行业未来发展空间仍然广阔，公司自持光伏电站集中于浙江等经济发达地区，客户资源仍较好，2024 年公司光伏装机量和发电量继续增长，经营活动现金流保持大幅净流入。同时中证鹏元也关注到，光伏新政发布后公司获取优质屋顶资源将面临更激烈的竞争，电价向下波动也可能对电站收益率造成不利影响，公司募投项目建设进度较慢，光伏电站受限比例较高且存在一定的运营稳定性风险，国家光伏补贴回款有所滞后导致公司应收账款持续增加。

评级日期

2025 年 06 月 25 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	44.74	42.97	43.51	35.09
归母所有者权益	22.17	21.90	20.71	17.65
总债务	21.23	19.40	21.13	16.21
营业收入	1.41	6.89	6.86	6.50
净利润	0.28	1.94	2.20	1.92
经营活动现金流净额	0.20	3.89	3.59	5.73
净债务/EBITDA	--	2.95	2.84	3.01
EBITDA 利息保障倍数	--	5.16	6.44	5.81
总债务/总资本	48.91%	46.97%	50.50%	47.87%
FFO/净债务	--	23.61%	25.79%	22.74%
EBITDA 利润率	--	76.75%	73.25%	69.77%
总资产回报率	--	7.81%	8.19%	8.78%
速动比率	1.34	1.21	1.52	0.70
现金短期债务比	0.94	0.88	1.52	0.58
销售毛利率	49.63%	58.82%	57.38%	54.90%
资产负债率	50.44%	49.04%	52.39%	49.70%

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

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：鲍应洁
baoyj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **分布式光伏发行行业发展空间仍然广阔。**在双碳目标及市场需求的双重推动下，我国光伏新增装机规模持续增长，2024 年工商业分布式光伏新增装机容量占比进一步提高，预计未来分布式光伏发展空间仍然广阔。
- **公司深耕分布式光伏发电领域，光伏电站仍主要分布在浙江等经济发达地区。**2024 年，公司运营的分布式光伏电站装机仍主要集中在工业经济发达、大工业电价水平较高、优质企业多的浙江等地区，分布式光伏电站装机量和发电量继续增加，营业收入小幅增长，且盈利能力保持较高水平。
- **公司光伏发电业务具有一定的品牌知名度，客户资源相对优质，经营活动现金流保持大幅净流入。**公司在工商业分布式光伏发电行业内具有良好的口碑，包括娃哈哈、中国巨石、桐昆股份等知名优质企业均为公司客户。公司发电收入主要通过月结现金结款，2024 年经营活动现金流保持大幅净流入。

关注

- **光伏新政发布后公司为获取优质屋顶资源将面临更加激烈的竞争。**光伏新政要求 2025 年 6 月 1 日起投产的新能源增量项目的上网电量原则上需参与市场化交易，未来新增项目的市场化竞价机制会促使企业进一步加强项目资源筛选，公司在获取优质屋顶资源时将面临更激烈的市场竞争。
- **电力市场化改革背景下，关注光伏电站结算电价波动给公司带来的影响。**公司大部分自持光伏电站的“自发自用”电量通过固定的电费折扣锚定屋顶业主的大工业用电价格来进行光伏电费结算，2024 年以来大工业电价受气候及业主需求影响有所下降，公司光伏发电业务毛利率小幅下降，面临一定的电价下调导致收益率下降的风险。
- **公司募投项目建设进度较慢，电站抵押受限占比较高且存在一定的运营稳定性风险。**公司在建可转债募投项目实施期限由 2024 年 10 月延期至 2025 年 10 月，2024 年末分布式光伏电站建设项目募集资金累计投入进度为 62.99%，进度较缓慢。此外，公司部分光伏电站用于抵押借款，受限比例较高，且项目屋顶租赁年限一般为 20 年左右，期间可能发生自发自用比例降低、屋顶不能继续存续的情况。
- **2024 年国家光伏补贴发放存在一定滞后。**由于国家光伏补贴部分发放有一定滞后，2024 年以来公司应收账款规模持续增加，但对公司营运资金形成一定占用。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司自持分布式光伏电站装机规模有望继续增长，发电业务收入稳定性较好，公司经营和财务风险稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	南网能源	芯能科技
总资产	207.71	42.97
营业收入	31.55	6.89
净利润	-0.68	1.94
销售毛利率	36.71%	58.82%
资产负债率	64.41%	49.04%

注：（1）南网能源为南方电网综合能源股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2024 年末/度数据。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
电力生产企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元） ¹	上次评级日期	债券到期日期
芯能转债	8.80	8.80	2024-6-26	2029-10-26

¹ 由于可转债转股，截至 2025 年 5 月末，公司可转债未转股余额为 87,991.50 万元。

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于投资建设总规模为166.26MW的工商业分布式光伏电站及偿还银行贷款。截至2024年12月31日，芯能转债募集资金专项账户余额为234,326,228.54元。

2023年12月29日，公司2023年第二次临时股东大会决议通过了《关于增加部分募集资金投资项目的议案》，公司拟在保持募集资金继续投向分布式光伏电站的前提下，增加公司本期债券募投项目的投资总额及项目总装机容量。在增加部分分布式光伏电站建设项目作为募投项目前，募投项目涉及分布式光伏项目总规模约为 166.26MW，投资总金额为 72,340.78 万元，拟投入募集资金金额为 61,600.00 万元，项目总数量为 55 个，增加部分分布式光伏电站建设项目作为募投项目后，募投涉及分布式光伏项目总规模增加到 204.31MW，投资总金额为 77,845.94 万元，项目总数量增加到 67 个，拟投入募集资金金额不变。

2024年10月25日，公司发布《浙江芯能光伏科技股份有限公司关于募集资金投资项目延期的公告》，将公司本期债券募投项目分布式光伏电站建设项目实施期限延长至2025年10月。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。由于可转债转股，2024年公司股本增加6,441.00元，期末公司注册资本为50,000.00万元，实收资本为50,000.64万元。

截至2025年4月7日，公司控股股东及实际控制人仍为张利忠、张文娟夫妇及其子张震豪，三人直接持有并通过法人股东海宁市正达经编有限公司和海宁市乾潮投资有限公司间接合计持有公司39.31%的股权，公司股权结构图详见附录二。截至2025年5月末，张利忠有2,000万股处于质押状态，占总股本的4.00%。

跟踪期内公司仍然定位为以分布式光伏为核心的清洁能源服务商，以分布式光伏电站投资运营为核心业务，同时覆盖分布式光伏项目开发建设及服务、光伏产品生产销售、充电桩投资与运营等业务。2024年公司合并范围新增5家子公司，主要从事分布式光伏电站的投资运营、货物进出口等业务，其中4家为投资设立，1家为股权受让（该子公司无可辨认资产、负债，公司未付出取得成本）；减少2家子公司，均为注销。截至2025年6月19日收盘，公司股价为7.85元，转股价格为12.75元，转股溢价率为80.61%。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩

内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

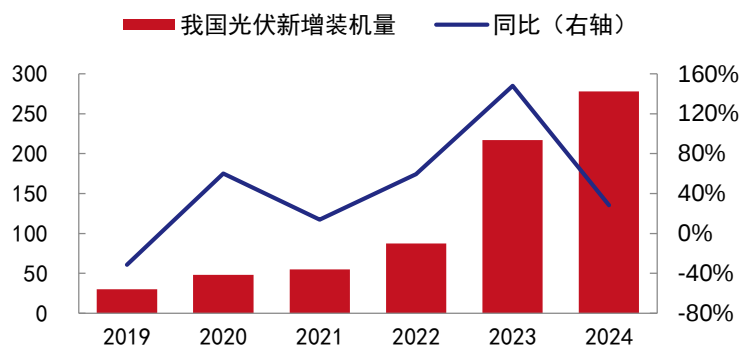
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

国内光伏新增装机规模持续增长，2024年工商业分布式光伏新增装机容量占比进一步提高，未来光伏发电发展空间仍然较大，但预计增速将有所放缓

我国国内光伏新增装机规模持续增长，增速自2019年后整体呈上升趋势，但2024年增速明显回落，为27.98%，2025年1-4月，国内光伏新增装机容量增速达104.93GW，同比增长74.56%，其中2025年4月装机45.22GW，超过上年一季度总和，主要系光伏新政窗口期催生抢装潮所带动。根据《BP世界能源统计年鉴》，2023年化石燃料在一次能源消费量中的占比为81.5%，较2022年下降0.4%，在我国双碳发展目标明确发展可再生能源的驱动下，未来我国光伏发电发展空间较大，但预计光伏装机增速将有所放缓。

图1 我国光伏新增装机容量情况（单位：GW）

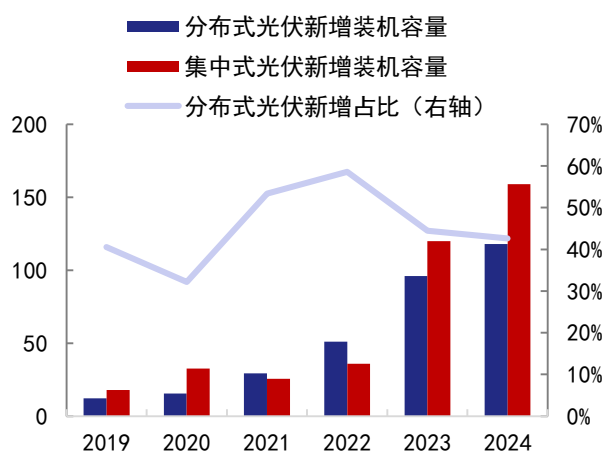


资料来源：国家能源局，中证鹏元整理

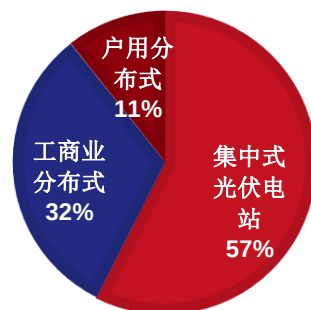
光伏电站通常可分为集中式光伏电站和分布式光伏电站，2020-2023年分布式光伏新增装机呈现高速增长态势，由15.52GW增长至96GW，增速较集中式光伏更高，但2024年分布式光伏新增装机容量增速降至22.92%，低于集中式光伏的32.5%。具体来看，2024年，集中式光伏电站新增装机占比仍为最高，同比提升1.9个百分点，工商业分布式光伏占比同比提升7.5个百分点，户用分布式占比则下降较多，同比减少9.5个百分点。

图2 我国近年光伏新增装机结构情况（GW）

图3 2024年我国新增光伏装机容量构成



资料来源：国家能源局，中证鹏元整理



资料来源：国家能源局，中证鹏元整理

光伏新政的发布将促使电站投资方更加注重项目资源筛选，未来优质分布式光伏资源将面临更激烈的竞争

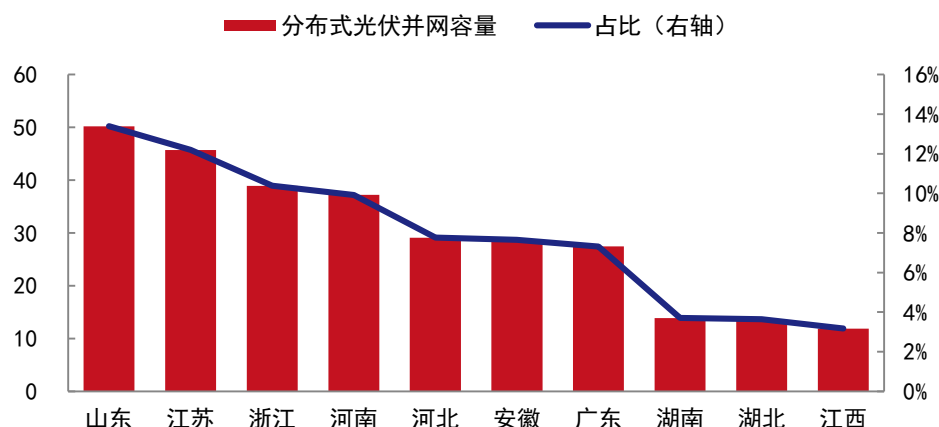
分布式光伏发电凭借其清洁高效、形式灵活、靠近用户等优势，自发展初期便受到国家政策的大力支持，这也为分布式光伏产业的稳健发展奠定了坚实的基础。

2025年2月，国家发展改革委、国家能源局联合发布了《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，旨在“按照价格市场形成、责任公平承担、区分存量增量、政策统筹协调”的要求，深化新能源上网电价市场化改革，该方案规定了2025年6月1日前投产的新能源存量项目的电量规模由各地妥善衔接现行具有保障性质的相关电量规模政策，机制电价按现行价格政策执行，不高于当

地煤电基准价；同时规定了2025年6月1日起投产的新能源增量项目的上网电量原则上需参与市场化交易。此次光伏新政将对分布式光伏行业产生深远的影响，短期内，增量分布式光伏项目的上网电价不再由政府固定定价，而是通过市场交易形成，这使得分布式光伏项目必须要在市场中竞争，电价波动性增加，项目收益的不确定性上升。此外，峰谷电价调整和分布式光伏的间歇性特征，使得储能和灵活性资源的重要性日益凸显，为了满足电网接入和消纳要求，分布式光伏项目可能需要配置储能设备，这也会增加项目的投资成本。未来新增项目的市场化竞价机制会促使企业进一步提高项目资源筛选的能力，优质分布式光伏客户资源将面临更激烈的竞争。

从不同区域分布式光伏装机情况来看，截至2024年末，山东、江苏、浙江、河南等省装机并网量靠前，前五大分布式光伏并网靠前的省份合计市占率达到53.66%，集中度相对较高，但同比有所下降。其中山东、河南、河北等省以户用装机为主，而以江苏、浙江、广东等省为代表的经济发达地区，因电价高、用电量大，使得工商业分布式项目收益率更可观，以工商业分布式光伏为主。

图4 截至2024年末全国分布式光伏装机占比靠前的省份一览（单位：GW）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍聚焦于“自发自用、余电上网”模式的工商业屋顶分布式光伏电站的投资运营，2024年公司光伏发电装机量和发电规模保持增长，并积极承接光伏电站 EPC 订单，带动公司主营业务收入小幅提升，由于公司主动缩减光伏组件外销及充电桩业务，相关收入大幅下降。2024年公司整体销售毛利率小幅提升，其中光伏发电业务毛利率仍维持较高水平，其他业务毛利率相对较低。2025年一季度，由于大工业电价较上年同期有所下降，同时光伏电站 EPC 订单承接较少，因此公司营业收入同比下降11.75%，销售毛利率49.63%，同比小幅提高。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

光伏发电	6.22	90.93%	64.06%	5.96	88.86%	65.66%
光伏电站 EPC	0.45	6.58%	7.77%	0.17	2.60%	7.62%
光伏产品	0.11	1.57%	2.15%	0.51	7.64%	-2.12%
充电桩及储能	0.06	0.93%	12.22%	0.06	0.90%	6.44%
合计	6.85	100.00%	58.91%	6.71	100.00%	58.44%

注：各项之和与合计数不一致是由于四舍五入所致。

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

跟踪期内公司光伏发电业务仍立足工业经济发达的浙江省，并积极开拓省外市场，2024年装机规模和发电量稳步增长；公司在建拟建分布式光伏电站装机量具有一定规模，未来装机规模将继续增加，但可转债募投项目建设进度较慢

公司主营业务仍然聚焦于工商业屋顶分布式光伏电站的投资运营，所持工商业屋顶分布式光伏电站均为“自发自用，余电上网”模式经营，随着业务的不断拓展，2024年公司分布式光伏电站装机容量保持增长，并带动发电量增加，由于公司加速向省外布局，浙江省装机容量和发电量占比有所下降。截至2024年末，公司在建、拟建、拟签的分布式光伏电站装机量合计为173.20MW，仍面临一定的资金支出需求，随着分布式光伏行业的发展及对屋顶资源的开拓，公司分布式光伏的装机规模有望继续增长并带动发电量的增加。

可转债募投项目建设方面，截至2024年末，芯能转债募投项目涉及的分布式光伏电站建设项目中，已全部并网项目备案装机容量为90.48MW，实际建成装机容量为84.38MW；部分并网项目备案装机容量为24MW，其中已建成装机容量为22.36MW；在建项目备案装机容量为0.2MW；待建项目备案装机容量89.63MW。分布式光伏电站建设项目原计划完成时间为2024年10月，部分子项目因地方产业政策、市场供求关系、业主资源规划等发生变化或目标屋顶自身原因导致业主屋顶资源无法及时交付需要对实施期限进行调整，公司已将实施期限延长至2025年10月，截至2024年末分布式光伏电站建设项目募集资金累计投入进度为62.99%，进度较为缓慢，随着项目的陆续建设，公司未来业务收入将继续扩大。

表2 公司分布式光伏电站经营指标情况

项目	2024 年	2023 年
装机容量（MW）	911.49	828.40
其中：浙江（MW）	721.35	694.10
其中：浙江装机容量占比	79.14%	83.79%
发电量（亿度）	8.96	8.09
其中：浙江（亿度）	7.30	6.88
其中：浙江发电量占比	81.51%	85.06%
期末在建、待建、拟签合同装机量（MW）	173.20	163.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司光伏电站自发自用比例仍保持较高水平，但2024年平均结算电价有所下降；公司客户资源相对优质，但受光伏新政影响，未来为获取优质屋顶资源可能会面临更激烈的竞争，且电站存在一定的

运营稳定性风险：需关注国家光伏补贴由于结算周期变长而导致滞后发放的情况

在“自发自用，余电上网”模式下，针对“自发自用”部分的用电，公司给予屋顶资源业主一定的电价折扣²或者支付屋顶资源业主一定的租赁费用。2024年公司自持电站近年自发自用比例小幅提高，仍处于较高水平。

2024年，电力煤价格显著下降叠加夏季气温较往年整体偏凉、冬季气温整体偏暖，电力保供形势较稳定，大工业电价同比下降，因此公司自持电站平均结算电价有所降低，光伏发电毛利率同比微降。在当前电力市场化改革背景下，工商业电价存在一定的波动性，公司面临一定的电价下调导致收益率下降的风险。在电费结算上，公司仍每月定时与屋顶资源业主及电网进行电费结算并收取相关电费，公司合作的屋顶资源业主较分散，电网公司信誉良好，但由于国家光伏补贴结算周期变长导致其发放存在一定滞后。

屋顶资源质量作为公司光伏电站投资的重要考虑因素，对公司电站的收益率影响较大，公司需要对屋顶资源业主进行严格的筛选开发。在屋顶资源开发的过程中，公司通过为众多屋顶资源业主提供优质的服务，赢得了越来越多客户的信任，在行业内形成了良好的口碑。截至 2024年末，公司已累计获取屋顶资源超 1,400万平方米，涉及工业企业 1,133 家，主要客户中不乏娃哈哈、中国巨石、桐昆股份、立讯精密、珀莱雅、雅戈尔、索菲亚、飞利浦、德赛电池等海内外知名优质企业。但2025年光伏新政发布后，未来优质分布式光伏资源将面临更激烈的竞争。此外，由于屋顶租赁年限通常较长，一般为20年左右，在此过程中，可能发生企业经营不稳或不善、建筑物征拆、自然灾害等不可抗力因素致使光伏电站自发自用比例降低、屋顶不能继续存续的情况，因此，公司存在一定的电站运营稳定性风险。

表3 公司分布式光伏电站自发自用比例及平均结算电价情况

项目	2024 年	2023 年
自发自用比例	80.46%	79.18%
其中：浙江	79.47%	78.26%
平均结算电价（元/度，不含税）	0.69	0.74
其中：浙江	0.73	0.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

我国光伏行业当前已全面进入平价时代，分布式光伏补贴逐步退坡，2021年以后新备案的工商业分布式光伏项目不再享受国家补贴。公司部分项目获得了一定的发电补贴，其中国补、省补计入主营业务收入，地方电价补贴计入非经常性损益。2024年公司分布式光伏电站获得的与分布式光伏电站相关的地方补贴为1,004.71万元，占同期利润总额的比重为4.21%，较以往年度有所提升，主要是由于部分以前年度地方补贴于2024年确认。随着自持电站补贴退坡，未来公司可获得的补助规模预计较少。

表4 2024 年公司分布式光伏电站补贴情况

² 公司电费收入=屋顶资源业主自用电量×业主大工业实时电价×折扣+余电上网电量×上网电价。

区域	容量 (MW)	国补 (元/千瓦时)	省补 (元/千瓦时)	地方电价补贴
浙江	4.92	0.4347	0.1	无
	246.62	0.42	0.1	部分有
	41.67	0.37	0.1	部分有
	7.94	0.0583	0.0666	无
	6.45	0.0338	0.0666	无
	49.47	0.0236	0.0666	部分有
	2.68	0.0201	0.0635	无
	13.31	0.0047	0.015	无
	348.28	无	无	部分有
江苏	5.40	0.42	无	无
	87.49	无	无	无
江西	21.22	无	无	无
安徽	18.54	无	无	无
天津	10.26	无	无	无
广东	28.56	无	无	部分有
湖北	17.55	无	无	无
上海	1.12	无	无	部分有
合计	911.49	-	-	-

资料来源：公司 2024 年年报，中证鹏元整理

公司自产组件优先供应自持电站组件需求，2024年组件价格进一步下降，有利于公司自持光伏电站建设的成本控制，但对外产销率及销售收入大幅下降

2024年，公司新增自持分布式光伏电站投资中组件成本占比仍超过30%，为保证公司光伏发电及光伏EPC业务所需组件产品的质量和维持稳定的供货周期，公司自行生产所需的组件产品，同时会根据市场行情及需求向国内客户销售组件产品。

2024年，公司组件设计产能提高至500MW，由于光伏主材产业链阶段性供需错配，行业竞争加剧，光伏组件行业平均价格大幅降低，同时公司主动缩减低毛利率的光伏组件外销规模，因此组件产量有所下降，对外销售收入大幅减少，产能利用率大幅下降。2024年组件销售对象仍然为福建三峰集团³等贸易商，账期通常在三个月以内。

表5 公司组件生产销售情况

项目	产量 (MW)	产能利用率	设计产能 (MW)	产销率	对外销售收入 (万元)
2024 年	116.00	23.20%	500	10.61%	842.81
2023 年	140.85	56.34%	250	23.99%	4,345.05

注：公司产销率未考虑自用部分及承接 EPC 配套销售的光伏组件。

³ 福建三峰集团包括：福建三峰能源科技有限公司、昆山晶诺能源科技有限公司、Hongkong Junon Energy Limited。

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

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

公司资产仍以自持的光伏电站及货币资金为主，自持电站受限比例较高，但业务回款总体较好，资产质量尚可，应收账款由于国补发放滞后而持续增长；2024 年公司营业收入保持增长，盈利能力仍维持在较高水平；2024 年，公司总债务规模有所下降，但杠杆状况及流动性状况有所下降

资本实力与资产质量

跟踪期内，受益于公司自身经营积累，公司净资产规模保持小幅增长，负债规模小幅波动，净资产对负债的保障程度尚可。公司资产仍主要为自持的光伏电站及货币资金，2024 年末受限的固定资产账面价值为 12.98 亿元，光伏电站受限比例较高，且运营期限较长，存在一定的运营稳定性风险，货币资金随着项目建设有所波动。此外，公司应收账款由于国家光伏补贴发放存在一定滞后而不断增长，对营运资金造成一定占用，但公司业务回款总体较好。

图5 公司资本结构

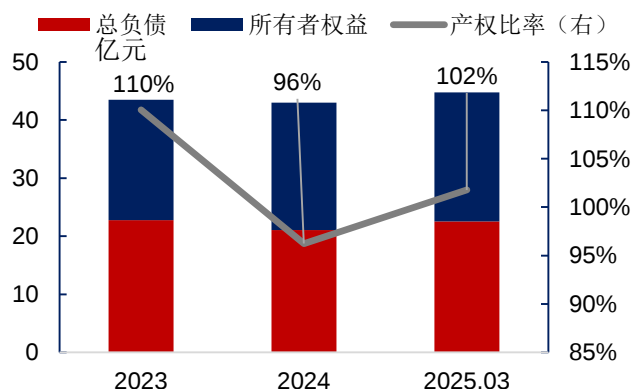
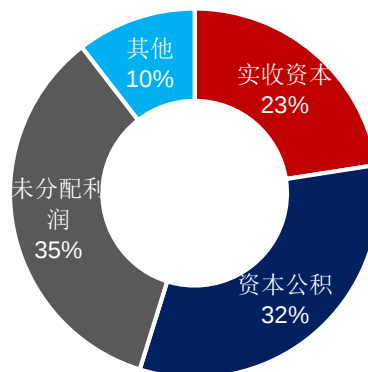


图6 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.90	10.96%	3.88	9.04%	6.85	15.74%
应收账款	3.12	6.98%	2.77	6.44%	1.80	4.13%
流动资产合计	8.66	19.36%	7.20	16.76%	9.51	21.85%
固定资产	30.46	68.09%	30.65	71.31%	28.93	66.50%

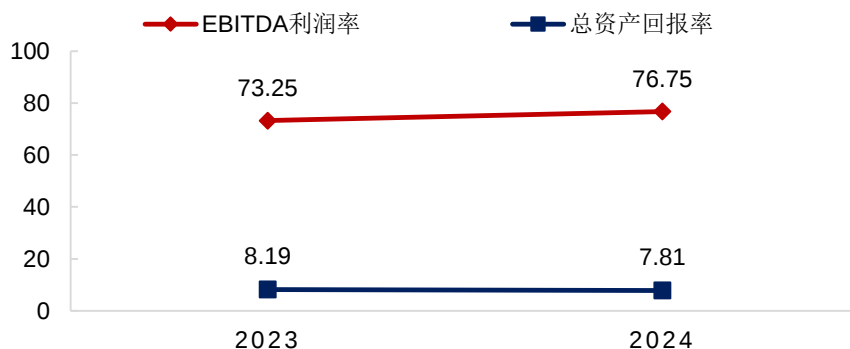
在建工程	3.70	8.27%	3.33	7.76%	3.14	7.22%
非流动资产合计	36.08	80.64%	35.77	83.24%	34.00	78.15%
资产总计	44.74	100.00%	42.97	100.00%	43.51	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司2024年营业收入保持增长，盈利能力整体较稳定，仍维持在较高水平。由于毛利率水平较高的光伏发电业务收入占比提高，2024年公司销售毛利率水平小幅提升。2024年，公司财务费用在可转债利息的影响下同比增长26.38%至0.92亿元，随着存量电站享受所得税政策减免陆续到期，公司企业所得税费用同比增长84.38%至0.45亿元，故当年净利润同比下降12.07%。2024年，公司EBITDA小幅增加，带动EBITDA利润率有所提高并仍持续处于较高水平，总资产回报率则小幅下滑。公司仍聚焦于“自发自用，余电上网”模式经营的光伏发电业务，业务毛利率相对较高，预计盈利能力将维持稳定。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司债务情况整体变化不大，期限结构仍以长期债务为主，2024年末，公司长期借款规模有所下降带动总债务规模下降，短期借款小幅增加，租赁负债规模较稳定，应付债券为“芯能转债”，在摊销的影响下有所增加。

公司应付账款主要为长期资产购置款项，应付票据主要为购买的原材料使用的票据，随着2024年外销组件规模下降而有所减少。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.19	9.71%	1.90	9.02%	1.60	7.03%
应付票据	0.74	3.29%	0.61	2.88%	1.06	4.67%
应付账款	0.38	1.70%	0.52	2.47%	0.82	3.60%

一年内到期的非流动负债	2.36	10.44%	1.93	9.16%	1.92	8.41%
流动负债合计	6.39	28.30%	5.85	27.78%	6.05	26.54%
长期借款	7.15	31.68%	6.29	29.84%	8.37	36.71%
应付债券	7.94	35.20%	7.81	37.08%	7.34	32.22%
租赁负债	0.85	3.75%	0.86	4.07%	0.83	3.66%
非流动负债合计	16.18	71.70%	15.22	72.22%	16.74	73.46%
负债合计	22.57	100.00%	21.07	100.00%	22.79	100.00%
总债务	21.23	94.08%	19.40	92.05%	21.13	92.71%
其中：短期债务	5.29	24.92%	4.44	22.88%	4.59	21.70%
长期债务	15.94	75.08%	14.96	77.12%	16.55	78.30%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年，公司经营活动现金流净额小幅提高，FFO保持稳定，但由于货币资金下降较多导致期末净债务增加，经营活动现金流净额及FFO对净债务的覆盖程度均小幅下降。2024年，公司EBITDA小幅提高，由于净债务的增加公司EBITDA对净债务保障程度小幅下降，受可转债利息增加的影响，EBITDA对利息的保障程度有所下降。2024年末，随着债务规模下降，公司资产负债率及总债务/总资本均有所下降，2025年3月末小幅提高。

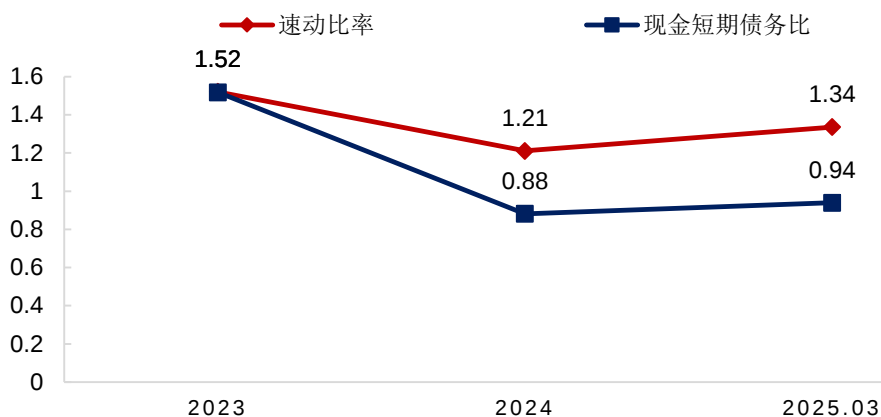
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.20	3.89	3.59
FFO（亿元）	--	3.68	3.68
资产负债率	50.44%	49.04%	52.39%
净债务/EBITDA	--	2.95	2.84
EBITDA 利息保障倍数	--	5.16	6.44
总债务/总资本	48.91%	46.97%	50.50%
FFO/净债务	--	23.61%	25.79%
经营活动现金流净额/净债务	1.26%	24.94%	25.15%
自由现金流/净债务	-2.75%	1.20%	-12.01%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于2024年末货币资金减少，公司现金短期债务比和速动比率均较上年有所下降，2025年3月末有所提升。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，截至2024年末，银行授信总额和未使用额度分别为29.09亿元和18.70亿元，光伏电站资产亦可出售变现，获取流动性资源的能力尚可。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年4月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的“芯能转债”已按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月20日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

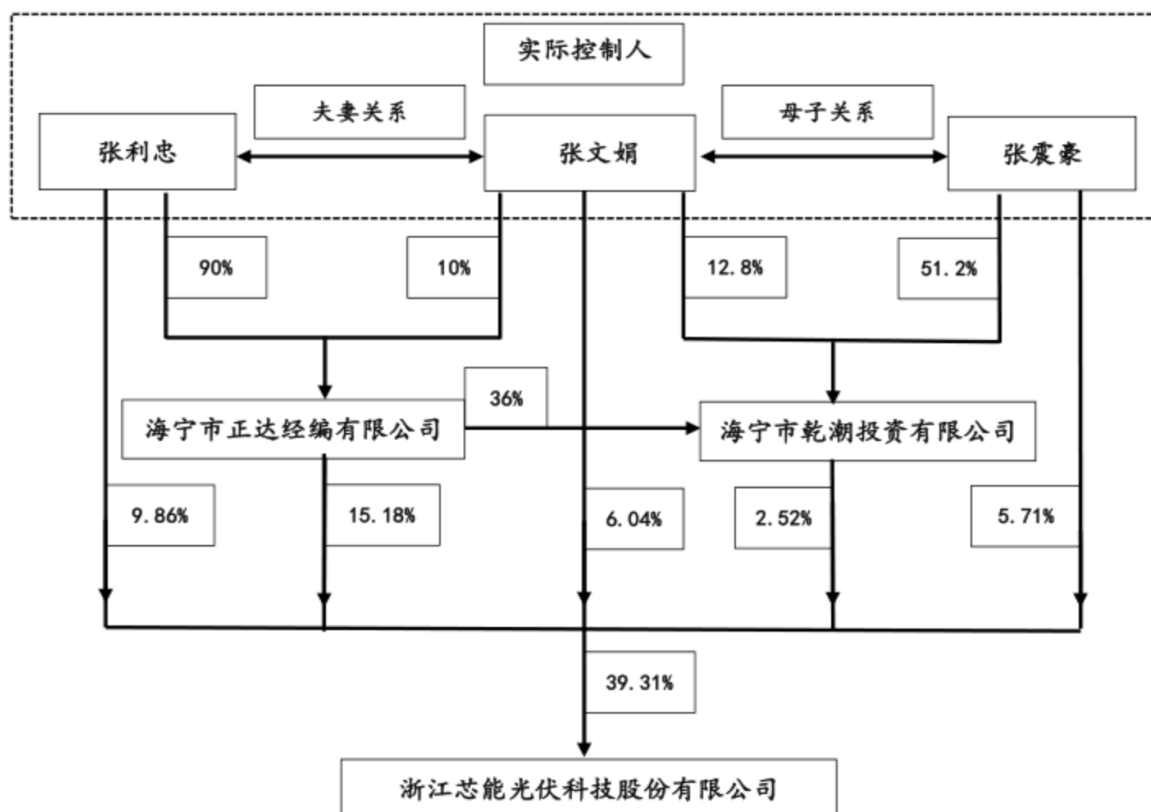
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	4.90	3.88	6.85	2.53
应收账款	3.12	2.77	1.80	0.67
流动资产合计	8.66	7.20	9.51	4.08
固定资产	30.46	30.65	28.93	26.90
在建工程	3.70	3.33	3.14	2.28
非流动资产合计	36.08	35.77	34.00	31.01
资产总计	44.74	42.97	43.51	35.09
短期借款	2.19	1.90	1.60	0.30
应付票据	0.74	0.61	1.06	2.27
应付账款	0.38	0.52	0.82	0.65
一年内到期的非流动负债	2.36	1.93	1.92	2.04
流动负债合计	6.39	5.85	6.05	5.63
长期借款	7.15	6.29	8.37	10.79
应付债券	7.94	7.81	7.34	0.00
租赁负债	0.85	0.86	0.83	0.81
长期应付款	0.01	0.02	0.00	0.00
非流动负债合计	16.18	15.22	16.74	11.81
负债合计	22.57	21.07	22.79	17.44
所有者权益	22.17	21.90	20.71	17.65
营业收入	1.41	6.89	6.86	6.50
营业利润	0.32	2.38	2.44	2.14
净利润	0.28	1.94	2.20	1.92
经营活动产生的现金流量净额	0.20	3.89	3.59	5.73
投资活动产生的现金流量净额	-0.74	-3.52	-4.80	-4.78
筹资活动产生的现金流量净额	1.44	-3.10	6.12	0.00
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	5.29	5.03	4.53
FFO（亿元）	--	3.68	3.68	3.11
净债务（亿元）	16.29	15.59	14.28	13.66
销售毛利率	49.63%	58.82%	57.38%	54.90%
EBITDA 利润率	--	76.75%	73.25%	69.77%
总资产回报率	--	7.81%	8.19%	8.78%
资产负债率	50.44%	49.04%	52.39%	49.70%
净债务/EBITDA	--	2.95	2.84	3.01
EBITDA 利息保障倍数	--	5.16	6.44	5.81
总债务/总资本	48.91%	46.97%	50.50%	47.87%
FFO/净债务	--	23.61%	25.79%	22.74%

经营活动现金流净额/净债务	1.26%	24.94%	25.15%	41.93%
自由现金流/净债务	-2.75%	1.20%	-12.01%	9.17%
速动比率	1.34	1.21	1.52	0.70
现金短期债务比	0.94	0.88	1.52	0.58

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

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 4 月 7 日）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号