

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【201】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

内蒙古蒙电华能热电股份有限公司相关债券2026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	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
23 蒙电 Y2	AAA	AAA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：内蒙古蒙电华能热电股份有限公司（以下简称“华能蒙电”或“公司”，股票代码：600863.SH）仍是中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）在内蒙古自治区（以下简称“内蒙古”）能源战略布局的重要载体，内蒙古及华北区域用电需求的持续增长和区位优势仍能为公司业务发展提供有力支撑。2025 年公司成功收购控股股东持有的优质风电资产，带动电力装机规模增长，规模优势和煤炭协同优势进一步夯实，利润水平大幅增长，经营获现能力仍较强，整体财务杠杆水平保持较低并拥有畅通的融资渠道。同时中证鹏元持续关注电价下行压力和煤炭销售价格波动对公司经营业绩的影响等风险因素。

评级日期

2026 年 06 月 23 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	485.86	486.45	398.78	394.79
归母所有者权益	218.70	157.41	178.98	183.22
总债务	153.97	155.81	135.53	151.36
营业收入	47.08	210.50	222.94	225.25
净利润	9.00	32.41	23.59	20.11
经营活动现金流净额	8.80	67.32	51.03	53.32
净债务/EBITDA	--	2.23	2.13	2.05
EBITDA 利息保障倍数	--	21.37	22.24	16.90
总债务/总资本	35.23%	41.47%	38.04%	42.71%
FFO/净债务	--	26.76%	25.54%	25.33%
EBITDA 利润率	--	33.09%	28.90%	30.94%
总资产回报率	--	9.10%	7.97%	7.34%
速动比率	0.61	0.37	0.67	1.08
现金短期债务比	--	0.09	0.07	0.56
销售毛利率	24.43%	23.16%	19.26%	20.99%
资产负债率	39.65%	52.73%	40.88%	40.97%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：王清洋
wangqy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司仍为华能集团在内蒙古自治区内大型独立发电企业之一，战略定位仍较高。**公司控股股东北方联合电力有限责任公司（以下简称“北方联合电力”）是华能集团北线发展战略的重要承接者，公司作为华能集团在内蒙古地区重要上市公司及区域能源保供核心力量，在华能集团北线发展战略中承担着重要职能。公司仍主要面向蒙西、华北、蒙东等地区供电，内蒙古及华北区域用电需求持续增长，为公司电量消纳及业务发展提供有力支撑。
- **公司收购优质新能源资产，带动电力装机规模增长，经营规模优势和煤炭协同优势进一步夯实。**2025 年公司成功收购控股股东旗下锡林郭勒盟等区域 160 万千瓦优质风电资产，同期末公司可控装机容量同比增长 13.18%至 1,502.62 万千瓦，其中燃煤装机稳定在 1,140 万千瓦（占比 75.87%），新能源装机跃升至 362.62 万千瓦（占比 24.13%），装机结构持续优化。2025 年全年标煤单价有所降低，依托“长协+自产+市场”采购模式，煤电一体化协同降本成效显著，公司区域市场份额及规模优势进一步巩固。
- **公司利润水平大幅增长，经营获现能力仍较强，融资渠道通畅。**2025 年以来受益于公司收购优质风电资产，且充分发挥煤电一体化优势，煤价成本有效控制，电力业务毛利率持续增长，叠加实现较大投资收益，公司净利润大幅增长，经营活动现金流大幅净流入，财务杠杆水平保持较低。此外，公司作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道通畅，获得银行授信额度规模较大，备用流动性充足，受限资产规模较小，财务弹性较好。

关注

- **需持续关注电价下行压力和煤炭销售价格波动对公司盈利的影响。**2025 年电力市场化改革持续深化，叠加区域新能源装机快速增长，电力交易市场竞争加剧等多重因素影响，公司发电量、上网电量、机组运营效率、售电均价均有所下降。此外，电源结构和用电特性的转变、以及燃煤热值阶段性下降或将使公司煤炭销售价格面临下降风险，需持续关注上述因素对公司盈利水平的影响。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**内蒙古持续作为我国重要能源和战略资源基地，内蒙古及华北区域用电需求持续增加，股东实力雄厚，为公司运营及业务发展提供有力支撑；我们认为公司煤电一体化优势仍将持续，经营风险和财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	上海电力 (600021.SH)	申能股份 (600642.SH)	公司
总资产（亿元）	2,066.22	1,113.17	486.45
营业收入（亿元）	418.58	280.29	210.50
净利润（亿元）	52.93	50.43	32.41
销售毛利率	25.75%	22.56%	23.16%
资产负债率	69.32%	54.77%	52.73%
控股装机容量（万千瓦）	2,632.13	2,066.10	1,502.62
上网电量（亿千瓦时）	749.60	466.34	540.76

注：以上各指标均为 2025 年度/2025 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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_2025V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

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	6/7		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	6/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		6/7	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					1
主体信用等级					AAA

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）	上次评级日期	债券到期日期
23 蒙电 Y2	10.00	10.00	2025-6-20	2026-12-7

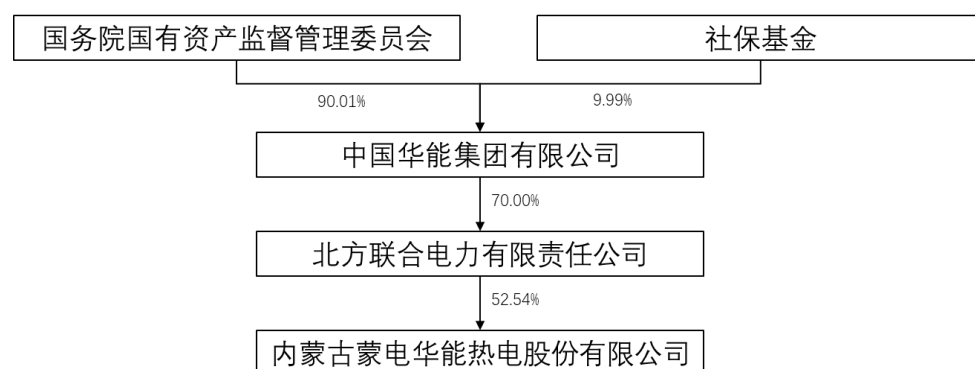
一、 债券募集资金使用情况

“23蒙电Y2”募集资金计划用于偿还公司有息债务。截至2026年6月1日，“23蒙电Y2”的募集资金已使用完毕。

二、 发行主体概况

2025年及2026年一季度，公司控股股东及实际控制人均未发生变更。2025年12月31日，公司以53.36亿元交易对价完成收购控股股东持有的北方上都正蓝旗新能源有限责任公司（以下简称“正蓝旗风电”）70%股权及北方多伦新能源有限责任公司（以下简称“北方多伦”）75.51%股权，实现并表，经营规模进一步壮大。本次重组采用“股份+现金”支付，其中26.71亿元以2026年1月发行7.72亿股支付，剩余26.65亿元通过2026年2月非公开发行5.36亿股募集配套资金解决。截至2026年3月末，公司总股本增至78.35亿股，控股股东仍为北方联合电力，持有公司52.54%股权；实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2026 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司 2026 年一季度报告及公开资料，中证鹏元整理

表1 公司收购标的公司情况（单位：亿元、万千瓦）

子公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润	装机规模
正蓝旗风电	70.00%	55.95	22.72	10.32	5.75	110
北方多伦	75.51%	22.65	21.16	4.62	2.87	50

资料来源：公司2025年年度报告，中证鹏元整理

公司是内蒙古自治区首家上市公司，区域内大型的综合性能源公司之一，主营业务仍以火电为主的发电、供热业务以及风电和太阳能为主的新能源发电业务，并经营煤炭生产及销售等。截至2025年末，纳入公司合并报表范围的子公司情况见附录二。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

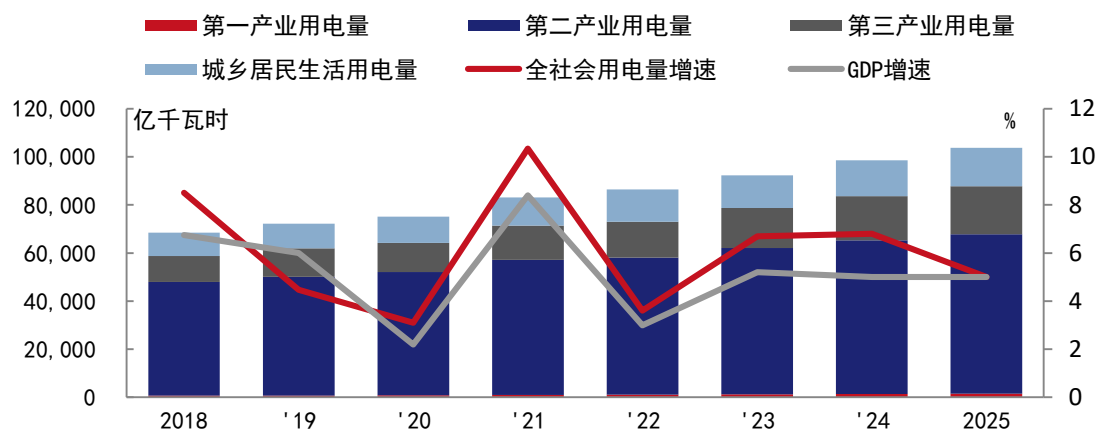
行业环境

基于国内稳增长政策持续发力、制造业转型升级提速、AI算力等数字经济和新兴产业加速扩张带来的用电需求激增、极端天气频发等因素，预计2026年我国电力供需基本平衡，电源清洁化趋势延续，火电承担保障系统安全、支撑新能源发展的“压舱石”和“调节器”作用，风电和太阳能发电仍是新增装机主力

随着宏观经济的平稳运行、新质生产力（尤其是高端制造业）加速培育、AI算力等数字经济加速发展、算电协同与电力出海持续，以及以6G、数据中心、充换电服务为代表的新型基础设施建设的持续拉动，叠加近年极端天气频发，预计2026年及中长期，我国全社会用电需求将保持稳定增长。2025年我国电力消费延续增长势头，全社会用电量首次突破10万亿千瓦时，达到10.37万亿千瓦时，同比增长5.0%；2026年一季度我国全社会用电量2.51万亿千瓦时，同比增长5.2%。从未来用电形势来看，2026年及未来一段时期，我国用电形势预计呈现“需求平稳增长、结构加速转型、供需总体平衡但局部偏紧”的鲜明特征。据中国电力企业联合会发布报告，预计2026年全社会用电量将达到10.9万亿至11万亿千瓦

时，同比增长5%至6%。

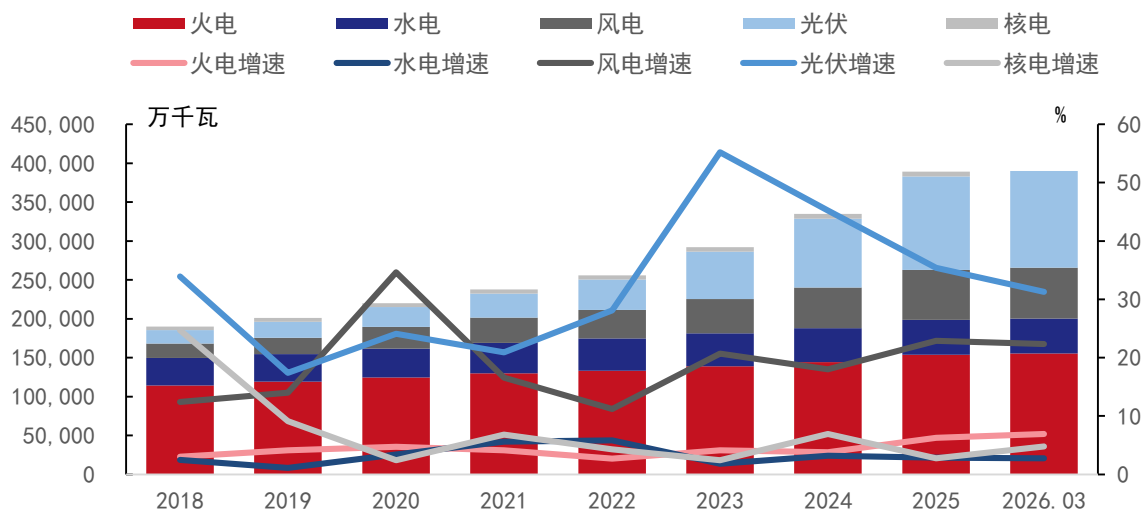
图2 我国全社会用电量



资料来源：Wind，中证鹏元整理

在“双碳”等政策目标推动下，我国风光装机规模保持快速增长，已成为装机增量的主力军，装机占比将持续提升。截至2026年3月末，我国全口径发电装机容量39.6亿千瓦，同比增长15.5%，其中并网火电、光伏、风电、水电、核电发电装机容量占比分别为39.18%、31.34%、16.53%、11.34%、1.61%。新能源装机容量占比提升至47.87%，电力行业绿色低碳转型成效显著。2025年我国风电和太阳能发电合计新增装机容量4.3亿千瓦，同比增长22.0%，占新增发电装机总容量的比重达80%以上。其中，新增太阳能装机3.18亿千瓦，新增风电装机1.2亿千瓦。结合国家新核准的火电项目情况，未来我国火电投资仍将主要集中于大型煤电一体化、风光火储一体化、特高压外送及淘汰落后产能后的同规模置换等项目，未来火电仍作为我国电力安全稳定供应的基础电源及灵活调节及容量支撑型电源。

图3 近年我国各品类电源装机情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

全国发电设备平均利用小时数继续走低，新能源消纳压力仍较大，风光利用小时数整体承压，未来随着新型电力系统、电网和储能设施建设的不断推进，新能源消纳问题有望逐步缓解

2025年全国发电设备利用效率总体呈下滑趋势，新能源消纳压力依然突出，未来随着特高压电网、储能设施建设推进，以及源网荷储一体化、产业布局调整和政策强化，新能源消纳问题有望逐步缓解。2025年全国发电设备累计平均利用小时数为3,119小时，比上年同期减少323小时。分电源类型看，风电与太阳能发电装机保持高速增长，但由于用电需求增量有限，电网及调节设施建设滞后，以及新能源发电和用电区域错配等因素，两者利用率均显著下降（风电利用小时数同比减少148小时，太阳能发电减少113小时），且“三北”等新能源富集区域弃风弃光现象加剧。为缓解消纳矛盾，近年风光大基地建设推动特高压直流输电通道工程投资快速增长，跨区、跨省输送电量较快增长。2025年全国完成跨区输送电量9,984亿千瓦时，同比增长7.9%；跨省输送电量21,237亿千瓦时，同比增长6.3%。“十五五”期间，为实现新型电力系统建设目标，国家电网预计完成固定资产投资4万亿元，较“十四五”期间增长40%左右；南方电网计划于2026年完成固定资产投资1,800亿元。电网建设的不断推进，为“十五五”期间电力供应和消纳提供有力支撑。

为构建全国统一电力市场体系，2025年以来我国发布一系列深化电力市场化改革的核心政策，随着电力体制改革的不断深化以及电力市场化交易程度持续加深，短期电价竞争压力或将进一步加大

近年来我国电力体制改革持续深化，逐步建立了适应新型电力系统的统一电力市场体系，有效促进了资源的优化配置和能源清洁低碳转型。电力136号文推动新能源上网电价全面市场化，以“全面入市+差价结算”为核心，结束“保量保价”政策，促进行业从规模驱动转向价值驱动的高质量发展。随着国家电力体制改革的深入推进及稳妥推进新能源参与电力市场的相关政策推动，近年来电力市场交易规模及占比持续增长。2025年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量66,394亿千瓦时，同比增长7.4%，占全社会用电量比重为64.0%，同比增长1.3个百分点。其中，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为63,522亿千瓦时，同比增长36.50%。随着国家发展改革委、国家能源局出台的《中共中央办公厅、国务院办公厅关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的意见》全面落地实施，我国电力市场化进程将显著加快。新能源参与市场交易规模的不断扩大，将成为拉动全国市场化交易电量总量和占比持续上升的核心动力，但随着新能源全面入市，电力市场竞争加剧，各电源上网电价面临下行压力。

内蒙古是我国最大的“电力生产—外送”省区之一，区域用电以本地用电稳定增长，大量电量外送消化的市场结构为主，近年新能源装机大幅攀升，火电发电空间被逐步压缩；区域电力消纳问题突出，需关注区域系统调节能力、外送通道消纳能力对区域发电企业经营的影响

内蒙古是我国最大的“电力生产—外送”省区之一，电力装机规模在全国34个省份中位列第一，已由“煤电为主”转为新能源（风+光）装机反超火电的装机结构。截至2025年末，内蒙古发电装机容量29,301万千瓦，其中风电和光伏装机容量占总装机容量的56%左右。从电力行业运行情况来看，近年内

蒙古用电量规模保持增长，清洁能源发电量持续提升。2025年全区发电量8,645亿千瓦时（+4.81%），2025年1-11月外送电量3216.27亿千瓦时（约占发电量四成量级，外送规模连续多年领跑全国）。电力交易及区域电价方面，近年随着新能源上网电量的持续提升且全面入市定价，区域电价竞争压力进一步加大，且区域电力消纳问题突出，为优化电力资源配置，内蒙古正在加快建设外送通道，内蒙古“十五五”规划“六交六直¹”12项特高压工程，其中蒙西—京津冀±800kV直流（已开工，计划2027年投运）和配套达拉特—蒙西1,000kV交流（已核准，计划2026.4开工/2027.9投运），电力外送工程的建成将有助于提升区域电力消纳能力，但需持续关注区域系统调节能力、外送通道消纳能力对区域发电企业经营的影响。

表2 内蒙古自治区经济及电力行业运行情况（单位：亿元、亿千瓦时、万千瓦）

项目	2025 年		2024 年		2023 年	
	数值	增长率	数值	增长率	数值	增长率
地区生产总值	26,710.3	4.7%	26,314.6	5.8%	24,627	7.3%
用电量	5,748	5.43%	5,193	7.67%	4,823	12.40%
发电量	8,645	4.81%	8,239	9.26%	7,541	15.12%
其中：火电发电量	5,872	-4.04%	6,113	4.05%	5,875	12.86%
水电发电量	58	5.85%	55	23.57%	44	4.99%
风电发电量	2,142	25.33%	1,707	26.20%	1,353	25.81%
太阳能发电量	573	57.36%	364	35.20%	269	18.17%
发电装机容量	29,301	15.04%	25,975	21.20%	21,432	26.01%
其中：火电装机容量	12,601	4.05%	12,101	2.37%	11,821	10.53%
水电装机容量	242	0.00%	242	1.51%	238	0.00%
风电装机容量	10,863	26.31%	8,588	23.50%	6,954	52.38%
太阳能装机容量	5,596	23.88%	4,517	106.24%	2,190	48.19%
发电设备利用小时数（小时）	3,191	-	3,683	-	3,797	-
全国发电平均利用小时数（小时）	3,119	-	3,442	-	3,592	-

注：1）“-”表示数据未披露或数据不适用；2）装机容量、发电量统计口径为6000千瓦及以上电厂；全国发电设备平均利用小时数统计口径为6,000千瓦及以上电厂。

资料来源：内蒙古自治区2023-2025年国民经济和社会发展统计公报、内蒙古自治区电力行业协会、内蒙古太阳能行业协会、国家能源局、公开资料，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

作为华能集团驻蒙核心上市平台及区域能源保供主力，公司构建了“火电+新能源+煤炭”多元协同

¹ 围绕库布其、腾格里、乌兰布和三大沙戈荒风光基地外送需求，新建 6 条 1,000kV 交流（骨干联网/汇集：达拉特—蒙西、达拉特—包头、达拉特—大同、乌兰察布—大同、巴彦淖尔—包头—乌兰察布×2）+6 条±800kV 直流（大动脉外送：蒙西—京津冀、腾格里—江西、库布齐—上海、乌兰布和—邯郸/浙江、沙漠基地送江苏、沙漠基地送华东），设计输电能力 4,800 万千瓦、新建线路约 3,901 公里、换流站 6 座+1,000kV 变电站 4 座，全部落地后与既有“五交三直”8 条叠加，总外送能力将达约 9, 670 万千瓦、“十五五”5 年外送电量有望突破 1 万亿千瓦时。

的产业格局，2025年受煤炭量价齐跌影响，公司营业收入有所下滑；但得益于成功收购控股股东持有的优质风电项目，推升高毛利新能源业务占比，以及燃料成本下降，火电业务盈利能力增强，推动电力板块及公司整体毛利率显著增长。

表3 公司收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026 年 1-3 月			2025 年			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电力收入	39.23	83.33%	25.72%	180.13	85.57%	22.58%	182.65	81.93%	14.38%
煤炭收入	4.04	8.58%	52.23%	17.70	8.41%	54.27%	29.28	13.13%	63.46%
热力收入	2.04	4.33%	-33.33%	4.35	2.06%	-39.72%	4.85	2.18%	-48.77%
其他收入	1.77	3.76%	-1.13%	8.33	3.96%	2.37%	6.16	2.76%	7.40%
合计	47.08	100%	24.43%	210.50	100%	23.16%	222.94	100%	19.26%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告以及公司提供，中证鹏元整理

（一）电力业务

公司不断推进能源结构转型，在建新能源项目较多，但新能源电价全面市场化对其项目综合竞争力提出更高要求，后续亦需关注电力外送通道建成对公司电力消纳的提升作用

公司发电资产均位于内蒙古，所发电量输送区域包括蒙西、华北和蒙东等地区，公司在内蒙古电力市场保持了较高的份额，规模优势凸显。2025年随着完成收购控股股东旗下正蓝旗风电及北方多伦两大优质风电资产，公司新增风电装机规模160万千瓦，在锡林郭勒盟等风能资源富集区的网点布局进一步强化，与原有的上都发电厂“点对网”外送项目形成强有力的区域协同，有效降低了运维成本，提升了区域新能源项目的整体运营效率和市场竞争力。截至2025年末，公司火电装机规模维持稳定，风电装机规模随着收购控股股东持有的风电项目后大幅提升，光伏装机规模随着察右中旗火电灵改配置15万千瓦光伏项目并网发电而有所提升，风电及光伏装机的提升拉动公司可控装机容量增长。截至2025年末，公司已经投入运行的发电厂可控装机容量1,502.62万千瓦，电源结构仍以火电为主，其中燃煤发电机组装机容量1,140 万千瓦，占比75.87%，新能源装机容量362.62万千瓦，占比提升至24.13%，参股电厂权益装机容量提升至317.82万千瓦。

表4 公司控股电力资产情况（单位：万千瓦）

指标	2025 年	2024 年
可控装机容量	1,502.62	1,327.62
其中：火电	1,140.00	1,140.00
其中：蒙西电网	636.00	636.00
华北电网	504.00	504.00
风电	297.62	137.62
其中：蒙西电网	80.22	80.22
华北电网	207.50	47.50

蒙东电网	9.9	9.90
光伏	65.00	50.00
清洁能源占比	24.13%	14.13%

注：公司所属内蒙古上都发电有限责任公司（4*60 万千瓦）和内蒙古上都第二发电有限责任公司（2*66 万千瓦）为“点对网”东送华北电网的电厂，装机容量合计为 372 万千瓦；魏家峁煤电两台机组共计 132 万千瓦（2*66 万千瓦）接入蒙西-天津南特高压交流输变电网直送华北；内蒙古乌达莱新能源有限公司风电项目装机容量 47.5 万千瓦通过锡盟-泰州直流特高压工程向华北电网输电。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

电力生产及销售方面，受新能源发电装机容量持续攀升及电力市场化交易深化影响，蒙西、华北等电力市场供需宽松，竞争加剧，公司发电量面临消纳压力。2025年受区域新能源装机容量快速增长、火电机组深度调峰等影响，火电设备利用小时数持续下滑，公司整体机组运营效率有所下降，整体发电量有所下降，但随着内蒙古电力外送工程的建成将有助于公司提升电力消纳能力。市场化交易方面，随着电力市场化的不断深入，公司电力市场化交易规模占比持续提升，2025年公司市场化交易电量527.61亿千瓦时，占上网电量比例提升至97.57%。

上网电价方面，受新能源发电装机容量持续攀升及电力市场化交易深化影响，市场供需宽松以及竞争加剧，发电侧报价整体下探，公司平均售电单价下降，后续需关注国家政策、市场竞争等因素对公司结算电价的影响。公司2025年售电单价同比减少3.27元/千千瓦时，在现货市场环境以及两部制电价体系下，煤电机组的“老”“小”机组边际成本偏高，面临电量电价双降风险。但2026年1月1日起，内蒙古合规在运公用煤电机组的容量电价，回收固定成本比例由30%提升至 50%，对火电盈利的稳定性提供支撑；但供热机组仍面临容量电费难以足额回收风险。此外，新能源上网电量2026年1月1日后将全面进入市场，上网电价通过市场交易形成，公司或将面临电力消纳和交易电价的双重不确定因素，结算电价存在下降风险。

表5 公司电力业务主要运营指标

项目	2025 年	2024 年
发电量（亿千瓦时）	582.18	586.46
其中：火电发电量	497.34	550.17
风电发电量	77.68	28.70
光伏发电量	7.17	7.59
售电量（亿千瓦时）	540.76	542.98
其中：火电售电量	458.86	507.62
风电售电量	74.97	28.00
光伏售电量	6.93	7.37
火电发电标准煤耗（克/千瓦时）	311.65	309.63
煤炭采购总量（万吨）	2,962.18	3,442.24
标煤采购单价（不含税，元/吨）	513.66	584.62
平均售电电价（不含税）（元/千千瓦时）	333.10	336.37

其中：风电售电单价（不含税、元/千千瓦时）	297.63	365.61
蒙东地区机组利用小时数（小时）		
风电	1,591.37	1,715.48
蒙西地区机组利用小时数（小时）		
风电	2,083.73	1,823.19
光伏	1,366.31	1,598.31
火电	4,974.84	5,462.05
华北地区机组利用小时数（小时）		
火电	3,590.00	4,023.48
风电	2,861.88	2,953.49

注：表中 2025 年电力运营指标数据均包含正蓝旗风电及北方多伦两家子公司的电力运营数据。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司积极推动能源结构转型，2025年公司通过收购、自建和权益投资不断提升新能源装机占比。公司通过参股大唐托克托发电公司和华能电力热力销售公司，分别投资建设蒙西托克托外送200万千瓦风光项目和达拉特经济开发区增量配电网绿色供电项目，提升新能源权益装机规模。截至2025年末，公司主要在建新能源项目装机容量204万千瓦，项目建成后将进一步提升公司新能源发电的经营规模，但项目投资规模较大，需关注项目建设进度和投产后的消纳及经营效益情况。

表6 截至 2025 年末公司在建项目情况（单位：万千瓦，亿元）

项目名称	装机规模	计划总投资	已投资
库布齐沙漠基地鄂尔多斯新能源风电项目（二期暖水 60 万千瓦风电项目）	60	31.26	11.07
金桥和林火电灵活性改造消纳新能源 480 兆瓦风电	48	19.86	8.05
察右中旗灵改配置（81 万千瓦风电+15 万千瓦光伏）	96	39.64	19.07
合计	204	90.76	38.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）煤炭业务

随着新增产能的替代及煤炭阶段性热值下降问题的解决，预计公司煤电一体化协同优势将进一步增强，且对公司煤炭业务效益形成有效支撑

公司煤炭销售收入全部来自于全资子公司北方魏家峁煤电有限责任公司（以下简称“魏家峁煤电”）的煤炭销售业务，魏家峁煤电属于煤电一体化项目。魏家峁露天煤矿所产的煤炭一部分供魏家峁煤电电厂发电机组使用，一部分用于公司合并范围内内销，剩余煤炭用于对外销售。魏家峁露天煤矿位于准格尔矿区东南部，地质储量9.8亿吨，2025年末生产能力仍为1,500万吨/年，因开采年限将近，进入枯煤期导致热值下降，2025年底公司启动二采区征地及手续办理，预计2026年下半年解决矿区煤炭热值下降问题。2025年魏家峁煤电煤炭产量实现1,349.35万吨，其中电厂自用288.83万吨；供公司合并范围内其他电厂471.55万吨；外销588.80万吨，同比下降19.12%。受煤价结算价格下降及煤炭热值阶段性下降等影响，2025年煤炭平均销售单价为300.65元/吨（不含税），同比下降25.25%。公司仍坚持“长协+自产+

市场”采购模式，标煤单价控制在513.66元/吨，同比下降12.14%。整体来看，随着魏家峁煤矿二采区煤炭产能的替代及煤炭阶段性热值下降问题的解决，预计公司煤电一体化协同优势将进一步增强。

表7 煤炭业务主要运营情况

项目	2025 年	2024
产能（万吨/年）	1,500.00	1,500.00
产量（万吨）	1,349.35	1,444.45
销量（万吨）	588.80	728.03
销售单价（不含税、元/吨）	300.65	402.21

资料来源：公司提供，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中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告和经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表。

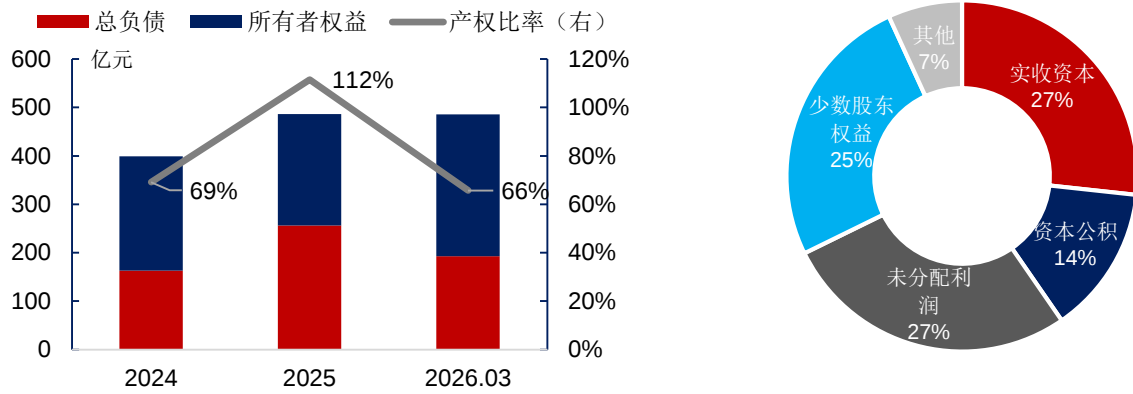
受益于优质风电资产收购，公司资产规模有所增长，以及得益于标煤单价下降及投资收益增长等，公司净利润大幅增长，但仍需关注整体经济形势、电力和煤炭市场供需、政策导向变动等多重因素对公司主营业务盈利能力的影响；公司债务规模有所增长，债务期限结构保持良好，核心业务内生性现金流生成能力较强，叠加畅通且多元化的外部融资渠道，具备较强的财务弹性

资本实力与资产质量

随着公司收购同一控制下子公司正蓝旗风电及北方多伦，并于2025年12月31 日完成资产交割，公司2025年末冲减资本公积及盈余公积金，所有者权益有所下降。2026年一季度公司发行股份并募集配套资金支付收购对价，所有者权益规模有所增长。综合影响下，公司产权比率有所波动，权益对负债的保障程度整体有所增强。截至2026年3月末，公司所有者权益中可续期公司债本金规模为10亿元。此外，公司现金分红规模较大，或将对公司的所有者权益积累有一定影响。

图4 公司资本结构

图5 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着收购正蓝旗风电及北方多伦，2025年末公司资产规模同比有所增长，仍以发电机组、生产设备为主的固定资产等长期资产为主。截至2025年末，公司无形资产仍主要为采矿权和土地使用权，规模相对稳定；在建工程主要系库布齐沙漠基地鄂尔多斯新能源风电项目（二期暖水60万千瓦风电项目）、金桥和林火电灵活性改造消纳新能源480兆瓦风电项目、察右中旗灵改配置96万千瓦新能源项目，随着项目建设的持续投入，在建工程规模有所增长；货币资金规模有所增长，期末因矿山治理和复垦保证金等而使用受限的货币资金为5.36亿元；应收账款有所下降，应收对象主要是电网公司，资质良好，回收风险不大，应收账款质押合计14.83亿元。

受限资产方面，截至2025年末，公司使用权受限资产账面价值合计为20.19亿元，占到期末净资产的8.78%，主要系矿山治理和复垦保证金以及电费收费权。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

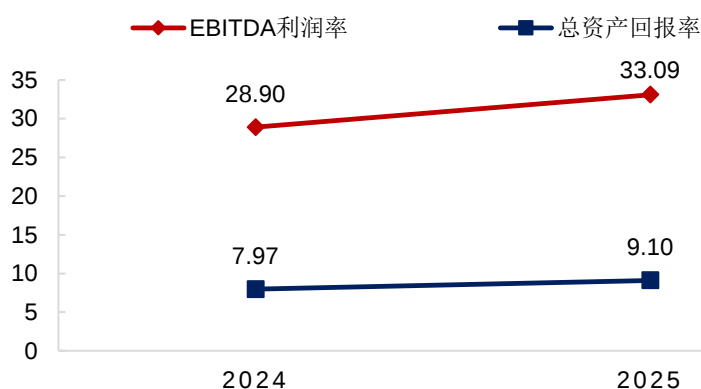
项目	2026 年 3 月		2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.71	2.41%	10.71	2.20%	7.09	1.78%
应收账款	43.28	8.91%	44.09	9.06%	47.21	11.84%
流动资产合计	66.19	13.62%	65.73	13.51%	65.28	16.37%
其他权益工具投资	14.15	2.91%	13.55	2.79%	12.77	3.20%
长期股权投资	24.48	5.04%	23.49	4.83%	21.33	5.35%
固定资产	268.99	55.36%	274.45	56.42%	215.04	53.93%
在建工程	31.79	6.54%	26.28	5.40%	24.03	6.03%
无形资产	43.33	8.92%	43.65	8.97%	41.67	10.45%
其他非流动资产	28.94	5.96%	30.91	6.36%	7.92	1.99%
非流动资产合计	419.67	86.38%	420.72	86.49%	333.49	83.63%
资产总计	485.86	100.00%	486.45	100.00%	398.78	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年受益于收购控股股东旗下优质风电资产，以及火电燃料成本端标煤单价下行，公司电力业务盈利水平增强，EBITDA利润率有所提升。此外，叠加公司投资收益增长等影响，公司总资产回报率亦有所提升。整体来看，2025年公司整体盈利能力增强。2026年1月1日起，火电容量电价回收固定成本比例的提升，为公司火电盈利稳定性提供支撑。未来随着公司在建新能源项目资产的陆续投产运营，公司电力装机规模将持续扩张，发电能力进一步提升，业务盈利规模有望进一步提升，但需持续关注公司未来新能源电力消纳情况以及在电力市场化改革背景下，公司发电量、上网电价的变动对盈利的影响。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2025年公司新增较大规模的长期银行借款，期末总债务规模有所增长。截至2025年末，公司总债务主要由银行借款和永续期公司债（计入所有者权益中的其他权益工具）构成，债务期限仍以长期债务为主。

其他负债方面，截至2025年末，公司应付账款主要为应付供应商的购煤款；其他应付款主要为应付股权收购价款和基建工程及设备款等；长期应付款主要为矿山地质环境治理恢复基金。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	37.28	19.35%	31.12	12.13%	33.13	20.33%
应付账款	11.07	5.74%	18.86	7.35%	19.22	11.79%
其他应付款	24.10	12.51%	80.02	31.20%	13.35	8.19%
一年内到期的非流动负债	24.04	12.48%	32.29	12.59%	20.15	12.36%
流动负债合计	102.02	52.96%	166.66	64.97%	89.65	54.99%
长期借款	82.44	42.79%	82.37	32.11%	66.92	41.06%
长期应付款	5.51	2.86%	4.98	1.94%	3.38	2.07%
非流动负债合计	90.63	47.04%	89.84	35.03%	73.36	45.01%

负债合计	192.65	100.00%	256.51	100.00%	163.01	100.00%
总债务	153.97	79.92%	155.81	60.75%	135.53	83.14%
其中：短期债务	61.32	39.83%	63.41	40.69%	53.39	39.39%
长期债务	92.64	60.17%	92.41	59.31%	82.14	60.61%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025 年末因并购的正蓝旗风电及北方多伦股权收购价款暂未支付，计入其他应付款，公司负债规模大幅提升，推动资产负债率有所增长。2026 年 1-3 月随着发行股份支付股权收购价款，公司负债规模大幅下降，资产负债率大幅下降，整体杠杆水平仍较低。2025 年公司经营获现能力较好，FFO、EBITDA 对债务本息的覆盖能力仍较强，整体现金流及杠杆状况指标表现较好，债务压力相对可控。

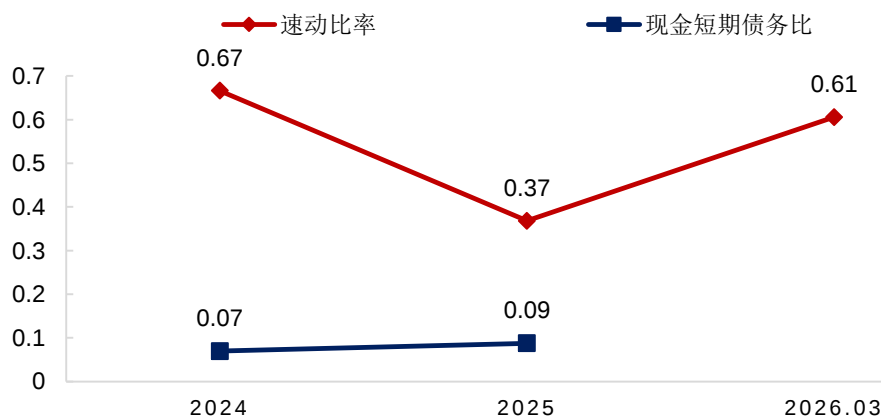
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026 年 3 月	2025 年	2024 年
经营活动现金流净额（亿元）	8.80	67.32	51.03
FFO（亿元）	--	41.51	35.04
资产负债率	39.65%	52.73%	40.88%
净债务/EBITDA	--	2.23	2.13
EBITDA 利息保障倍数	--	21.37	22.24
总债务/总资本	35.23%	41.47%	38.04%
FFO/净债务	--	26.76%	25.54%
经营活动现金流净额/净债务	--	43.40%	37.19%
自由现金流/净债务	--	19.09%	9.87%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性指标来看，截至2025年末，公司速动比率有所下降，现金短债比有所提升，但现金类资产对短期债务的覆盖水平仍较低。截至2026年3月末，公司获得银行授信总额为425.23亿元，尚未使用的银行授信额度为280.87亿元，备用流动性充足。同时，公司为A股上市公司，资本市场融资渠道通畅，受限资产规模较小，财务弹性较好。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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²，公司本部及重要子公司魏家峁煤电均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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2026年6月12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、 外部特殊支持分析

公司是北方联合电力的重要子公司，其直接持有公司 52.54%股权。中证鹏元认为公司对北方联合电力的重要性为极其重要，在公司面临债务困难时，北方联合电力提供特殊支持的意愿几乎肯定，主要体现在以下方面：

（1）公司所从事的燃煤及新能源发电业务和煤炭销售业务，是北方联合电力战略规划的核心业务之一。公司作为北方联合电力的核心上市子公司，在股东的区域战略布局中扮演了非常重要的角色，并在资产、收入、利润等方面对北方联合电力的贡献很大。2025 年北方联合电力将旗下优质在运风电资产并入公司，是支持公司转型发展的重大举措，既助力公司快速扩大新能源规模、优化电源结构，又实现了优质能源资产证券化，强化业务协同，充分体现了北方联合电力对公司的长期支持与发展信心，为公司持续提升核心竞争力、实现长远发展提供了后盾。

（2）公司为上市公司及公开市场发债主体，若公司违约会对北方联合电力有限责任公司的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。

² 公司本部查询日：2026 年 5 月 19 日；重要子公司魏家峁煤电查询日：2026 年 5 月 18 日。

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）	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
货币资金	11.71	10.71	7.09	15.95
应收账款	43.28	44.09	47.21	43.13
流动资产合计	66.19	65.73	65.28	69.90
其他权益工具投资	14.15	13.55	12.77	12.21
长期股权投资	24.48	23.49	21.33	18.97
固定资产	268.99	274.45	215.04	218.69
在建工程	31.79	26.28	24.03	19.54
无形资产	43.33	43.65	41.67	42.98
其他非流动资产	28.94	30.91	7.92	4.13
非流动资产合计	419.67	420.72	333.49	324.89
资产总计	485.86	486.45	398.78	394.79
短期借款	37.28	31.12	33.13	4.75
应付账款	11.07	18.86	19.22	20.69
其他应付款	24.10	80.02	13.35	12.17
一年内到期的非流动负债	24.04	32.29	20.15	20.43
流动负债合计	102.02	166.66	89.65	61.68
长期借款	82.44	82.37	66.92	96.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
租赁负债	0.10	0.02	0.19	0.02
长期应付款	5.51	4.98	3.38	1.29
非流动负债合计	90.63	89.84	73.36	100.06
负债合计	192.65	256.51	163.01	161.74
所有者权益	293.21	229.95	235.77	233.05
营业收入	47.08	210.50	222.94	225.25
营业利润	10.18	40.48	31.99	30.16
净利润	9.00	32.41	23.59	20.11
经营活动产生的现金流量净额	8.80	67.32	51.03	53.32
投资活动产生的现金流量净额	-31.86	-28.21	-36.81	-23.55
筹资活动产生的现金流量净额	21.99	-37.86	-24.04	-23.29
财务指标	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
EBITDA（亿元）	--	69.65	64.43	69.69
FFO（亿元）	--	41.51	35.04	36.15
净债务（亿元）	--	155.13	137.23	142.68
销售毛利率	24.43%	23.16%	19.26%	20.99%
EBITDA 利润率	--	33.09%	28.90%	30.94%
总资产回报率	--	9.10%	7.97%	7.34%

资产负债率	39.65%	52.73%	40.88%	40.97%
净债务/EBITDA	--	2.23	2.13	2.05
EBITDA 利息保障倍数	--	21.37	22.24	16.90
总债务/总资本	35.23%	41.47%	38.04%	42.71%
FFO/净债务	--	26.76%	25.54%	25.33%
经营活动现金流净额/净债务	--	43.40%	37.19%	37.37%
速动比率	0.61	0.37	0.67	1.08
现金短期债务比	--	0.09	0.07	0.56

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 2025 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	
			直接	间接
内蒙古丰泰发电有限公司	40,000.00	电力和热力的生产和销售	45.00%	
内蒙古海勃湾电力股份有限公司	39,899.68	电力的生产、供应和销售（已关停）	61.77%	38.23%
内蒙古京达发电有限责任公司	47,176.20	电力的生产、供应和销售	40.00%	
内蒙古上都发电有限责任公司	207,921.86	电力的生产、供应和销售	51.00%	
内蒙古上都第二发电有限责任公司	101,735.00	电力和热力的生产、供应和销售	51.00%	
北方魏家峁煤电有限责任公司	567,825.00	煤矿机械设备销售；煤炭、电力和热力的生产、销售	100.00%	
内蒙古聚达发电有限责任公司	80,000.00	电力的生产、供应和销售	1.00%	21.04%
内蒙古蒙达发电有限责任公司	82,000.00	电力和热力的生产、供应和销售	53.00%	
内蒙古北方龙源风力发电有限责任公司	265,377.62	风力发电；光伏发电及其他可再生清洁能源发电	78.31%	
内蒙古丰电能源发电有限责任公司	10,000.00	电力和热力的生产和销售	51.00%	
内蒙古和林发电有限责任公司	115,400.00	电力的生产、供应和销售	57.00%	
兴和县察尔湖海润生态光伏发电有限公司	18,000.00	光伏发电	100.00%	
内蒙古聚达新能源有限责任公司	50,000.00	光伏发电	100.00%	
内蒙古丰川新能源有限责任公司	15,000.00	光伏发电	89.00%	
北方魏家峁（鄂尔多斯）新能源有限责任公司	64,800.00	风力发电	66.00%	
内蒙古聚穗能源合伙企业（有限合伙）	254,100.00	发电技术服务	21.21%	0.04%
内蒙古金和新能源有限责任公司	41,200.00	风力发电	95.00%	
内蒙古布勒呼牧新能源有限责任公司	7,997.20	风力发电		78.31%
内蒙古乌达莱新能源有限公司	96,732.00	风力发电		46.99%
内蒙古北联电辉腾能源有限公司	54,100.00	风力发电、光伏发电	100.00%	
北方多伦新能源有限责任公司	83,501.49	风力发电	75.51%	
北方上都正蓝旗新能源有限责任公司	155,359.16	风力发电	70.00%	

资料来源：公司 2025 年审计报告，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+经调整所有者权益
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