

中国葛洲坝集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕3063号

联合资信评估股份有限公司通过对中国葛洲坝集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国葛洲坝集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 葛洲 Y4”“葛洲 YK02”“22 葛洲 Y5”“葛洲 YK05”“葛洲 YKV1”“葛洲 YKV2”“24 葛洲 K1”“葛洲 YK07”“葛洲 YK06”“24 葛洲 K2”“24 葛洲 K4”“24 葛洲 K3”“24 葛洲坝 MTN001”和“24 葛洲坝 MTN002”的信用等级为 AAA，维持“25 葛洲集 MTN001（科创债）”和“25 葛洲集 MTN002（科创债）”的信用等级为 AAA_{sti}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年五月二十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中国葛洲坝集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中国葛洲坝集团有限公司 2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国葛洲坝集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/05/25
22 葛洲 Y4/葛洲 YK02 /22 葛洲 Y5/葛洲 YK05/葛洲 YKV1/葛洲 YKV2/24 葛洲 K1/葛洲 YK07/葛洲 YK06/24 葛洲 K2/24 葛洲 K3/24 葛洲 K4/24 葛洲坝 MTN001/24 葛洲坝 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 葛洲集 MTN001(科创债)/25 葛洲集 MTN002(科创债)	AAA _{stt} /稳定	AAA _{stt} /稳定	

评级观点

跟踪期内，中国葛洲坝集团有限公司（以下简称“公司”）作为中国能源建设股份有限公司（以下简称“中国能建”）核心骨干子企业，是我国水利电力工程建设行业龙头企业之一，主营业务分为工程建设、投资运营、工业制造和综合服务四大板块，在工程建设领域，公司资质齐全且等级高、专业技术突出，规模优势显著，在大型基础设施建设领域保持核心竞争力。2025 年，尽管受建筑行业下行、竞争激烈影响，公司工程建设业务收入和毛利率同比有所下降，但充足的施工项目储备为公司业务持续发展提供了保障，新签合同额同比增长，业务布局广泛且多元化程度高，且业务质量较好；受行业景气度低迷影响，公司房地产开发收入有所下降，且面临一定存货去化压力和减值风险。财务方面，公司加强应收款项回收和存货去化，经营活动产生的现金流量净额大幅增长至 127.93 亿元，收入实现质量保持较好水平，现金储备有所增加，特许经营权投入增加，公司资产规模整体保持增长。但应收账款、其他应收款、合同资产和存货等经营性资金占用规模较大，需关注资产减值和资金回收风险；所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高，权益稳定性较弱；有息债务规模持续增长，公司债务结构以长期为主，未使用授信额度 4528.16 亿元，再融资能力很强。整体看，基于对公司经营风险和财务风险的综合分析，公司信用风险很低，公司控股股东中国能建是国务院国资委下属特大型上市央企，是能源电力及基础设施建设领域的龙头企业，综合实力极强。公司作为中国能建核心骨干子企业，在资金注入、税收优惠、政府补助、业务协同和融资授信等方面持续获得外部支持。上述外部支持显著提升公司信用水平，公司主体偿还债务的能力极强，本报告所跟踪债券违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入、税收优惠、政府补助、业务协同和融资授信等方面持续获得外部支持。

评级展望

建筑行业需求增速整体放缓，但公司竞争优势突出、保持行业领先地位，在手储备项目稳步推进，随着公司未来投资需求趋稳和运营效益显现，盈利能力和偿债指标有望修复，公司经营状况将保持稳定。

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：行业地位显著下降，项目储备无法支撑公司维持现有业务规模，财务质量持续显著恶化等。

优势

- **行业地位突出，业务多元化程度高。**公司作为我国水利电力工程建设行业龙头企业之一，建设资质齐全且等级高、专业技术突出，规模优势显著，在大型基础设施建设领域保持核心竞争力。公司广泛参与多种基础设施建设施工类型，业务遍及全球，业务多样化程度高。
- **项目储备充足，业主质量较好。**2025 年，公司新签合同额 5073.19 亿元，为上年施工收入的 5.82 倍；期末在手合同额 2623.72 亿元，项目储备充足，业主质量较好，为业务持续发展提供了保障。
- **债务期限结构合理，再融资能力很强，财务弹性良好。**截至 2026 年 3 月底，公司债务结构以长期为主（占 64.00%），未使用授信额度 4528.16 亿元，间接融资渠道通畅，且长短期借款中信用借款占比高，直接融资成本很低，再融资能力很强，财务弹性良好。
- **公司股东背景实力强，持续获得外部支持。**公司控股股东中国能建是国务院国资委下属特大型上市央企，是能源电力及基础设施建设领域的龙头企业，产业链完整，施工资质完备且等级高，综合实力极强，公司在资金注入、税收优惠、政府补助、业务协同和融资授信等方面持续获得外部支持。

关注

- **受宏观和行业因素影响，公司盈利指标有所弱化。**受建筑行业下行、行业竞争激烈和房地产行业深度调整影响，2025 年，公司营业总收入和利润总额同比分别下降 5.27%和 29.72%，盈利指标有所弱化。
- **公司资产中应收类款项和存货对资金形成较大占用，经营效率指标弱化，需关注资产减值和资金回收风险。**受行业经营特点和业主方资金趋紧等因素影响，公司资产中应收类款项对资金形成较大占用，且地产类存货规模仍较大，2025 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均略有下降，需关注资产减值和资金回收风险。
- **公司债务规模持续增长。**跟踪期内，公司保持一定资本支出规模，有息债务持续增长，截至 2025 年底，公司全部债务合计 1860.03 亿元，较上年底增长 8.71%。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 建筑与工程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	A	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
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				+2
评级结果				AAA

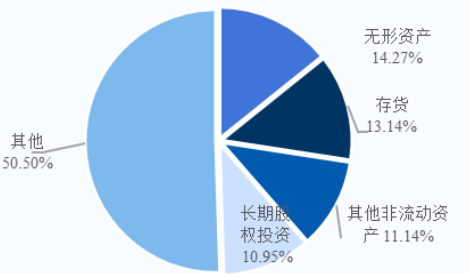
个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

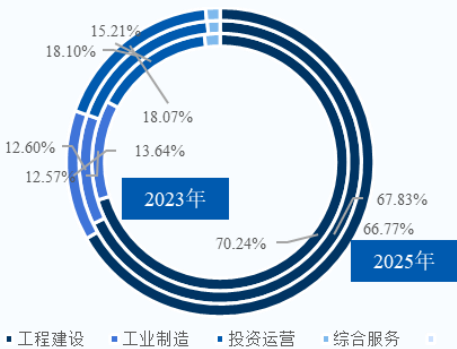
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	355.76	355.34	403.66	336.17
资产总额（亿元）	4274.71	4339.73	4484.40	4447.21
所有者权益（亿元）	1084.31	1158.15	1150.94	1152.90
短期债务（亿元）	661.84	551.14	647.89	685.97
长期债务（亿元）	1013.75	1159.89	1212.14	1219.63
全部债务（亿元）	1675.60	1711.03	1860.03	1905.60
营业总收入（亿元）	1300.52	1284.04	1216.32	222.40
利润总额（亿元）	68.70	65.92	46.33	6.99
EBITDA（亿元）	137.75	135.40	113.12	--
经营性净现金流（亿元）	1.32	68.37	127.93	-72.97
营业利润率（%）	17.12	16.34	14.49	14.14
净资产收益率（%）	4.74	4.12	2.45	--
资产负债率（%）	74.63	73.31	74.33	74.08
全部债务资本化比率（%）	60.71	59.63	61.78	62.31
流动比率（%）	102.81	112.75	105.97	106.56
经营现金流动负债比（%）	0.06	3.45	6.12	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.64	0.62	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	2.43	2.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.16	12.64	16.44	--
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	292.61	419.24	489.12	521.00
所有者权益（亿元）	226.83	259.30	293.13	312.34
全部债务（亿元）	51.09	148.25	187.31	198.86
营业总收入（亿元）	0.29	0.10	0.05	0.00
利润总额（亿元）	6.60	11.06	9.87	0.68
资产负债率（%）	22.48	38.15	40.07	40.05
全部债务资本化比率（%）	18.38	36.38	38.99	38.90
流动比率（%）	119.88	943.98	1040.70	1150.35
经营现金流动负债比（%）	2.79	-12.42	-3.37	--

注：1.2026 年 1—3 月财务数据未经审计；2.以上数据未将永续及可续期债券从所有者权益调整至有息债务；3.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；4.除特别说明外，均指人民币；5.“--”代表数据不适用
 资料来源：根据公司审计报告、2026 年 1—3 月财务报表和提供资料整理

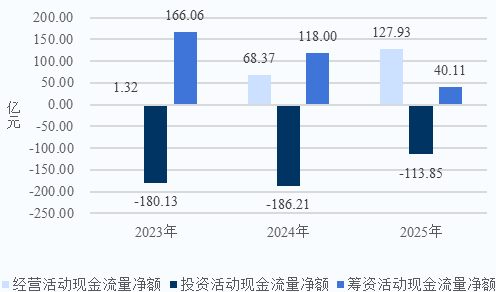
2025 年底公司资产构成



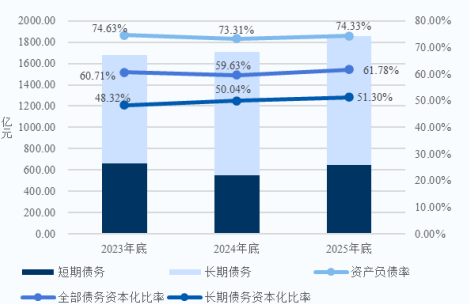
2023—2025 年公司营业总收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年末公司债务情况



跟踪评级债项情况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
25 葛洲集 MTN002(科创债)	10.00	10.00	2030/07/18	--
25 葛洲集 MTN001(科创债)	10.00	10.00	2030/06/18	
24 葛洲坝 MTN002	10.00	10.00	2054/06/26	
24 葛洲 K4	10.00	10.00	2034/06/07	偿债保障承诺
24 葛洲 K3	10.00	10.00	2029/06/07	
24 葛洲 K2	15.00	15.00	2034/05/20	
葛洲 YK07	20.00	20.00	2029/04/15	调整票面利率、有条件赎回、延期、利息递延权
葛洲 YK06	10.00	10.00	2027/04/15	
24 葛洲 K1	20.00	20.00	2034/03/22	偿债保障承诺
24 葛洲坝 MTN001	20.00	20.00	2034/01/29	--
葛洲 YKV2	10.00	10.00	2028/08/18	调整票面利率、有条件赎回、延期、利息递延权、偿债保障承诺
葛洲 YKV1	10.00	10.00	2026/08/18	
葛洲 YK05	20.00	20.00	2026/06/14	
22 葛洲 Y5	20.00	20.00	2027/10/21	
葛洲 YK02	12.00	12.00	2027/09/21	
22 葛洲 Y4	15.00	15.00	2027/09/02	

注：1. 含权债券所列到期兑付日按最近一次行权日计算；2. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至本报告出具日尚处于存续期的债券；3. “--”代表无特殊条款
 资料来源：联合资信整理

债项评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 葛洲集 MTN002(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/07/04	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 葛洲集 MTN001(科创债)	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/06/06	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 葛洲坝 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/17	谢晨 卢奕	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 葛洲 K4	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/31	谢晨 卢奕	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 葛洲 K3	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/31	谢晨 卢奕	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 葛洲 K2	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/11	谢晨 程畅威	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
葛洲 YK06	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/02	谢晨 程畅威	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

葛洲 YK07	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/02	谢晨 程畅威	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 葛洲 K1	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/14	谢晨 程畅威	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 葛洲坝 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/22	谢晨 程畅威	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
葛洲 YKV2	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/10	谢晨 刘沛伦	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
葛洲 YKV1	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/10	谢晨 刘沛伦	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
葛洲 YK05	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/02	谢晨 刘沛伦 高锐	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 葛洲 Y5	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/10/14	谢晨 高锐	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
葛洲 YK02	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/09/13	刘沛伦 谢晨 高锐	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 葛洲 Y4	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/26	郭察理 王玥	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/08/29	刘沛伦 谢晨 高锐	建筑与工程企业信用评级方法 V4.0.202208 建筑与工程企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：郭察理 guocl@lhratings.com

项目组成员：李敬云 lijingyun@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国葛洲坝集团有限公司（以下简称“公司”或“葛洲坝集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是经《关于组建中国葛洲坝集团公司有关问题的批复》（国函〔2003〕33号）和《关于印发〈中国葛洲坝集团公司组建方案〉和〈中国葛洲坝集团公司章程〉的通知》（国经贸电力〔2003〕272号）文件批准，在原中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司（以下简称“水电工程公司”）及原国家电力公司部分企业基础上组建而成的集团公司，公司成立日期为2003年6月10日，成立之初注册资本为9.60亿元。2011年，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）在葛洲坝集团等企业的基础上设立中国能源建设集团有限公司（以下简称“能建集团”）；2014年，能建集团与其子公司共同发起设立中国能源建设股份有限公司（03996.HK，以下简称“中国能建”），设立时葛洲坝集团即为中国能建的全资子公司。经过财政部、国务院国资委、能建集团的多次注资以及公司实施资本公积和未分配利润转增实收资本，截至2026年3月末，公司注册资本和实收资本均为34.15亿元，中国能建为公司唯一股东，国务院国资委为公司实际控制人。

公司的主要经营平台中国葛洲坝集团股份有限公司（以下简称“葛洲坝股份”）由中国葛洲坝水利水电工程集团公司（现已注销，以下简称“水电工程公司”）1997年独家发起成立；2007年9月，葛洲坝股份吸收合并水电工程公司。截至2021年6月底，葛洲坝集团直接持有葛洲坝股份42.84%股份，是葛洲坝股份的控股股东。2021年9月28日，中国能建完成通过向葛洲坝股份除公司以外的股东发行A股股票的方式换股吸收合并葛洲坝股份¹，中国能建直接持有葛洲坝股份57.16%股份。由于中国能建议通过公司行使对葛洲坝股份的管理权，葛洲坝股份纳入公司的合并范围。

公司主营业务为工程建设、工业制造和投资运营等，按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

截至2026年3月底，公司本部包括办公室（党委办公室、保密办公室）、市场开发事业部、资本与金融事业部（资金结算中心）等职能部门。

截至2025年底，公司合并资产总额4484.40亿元，所有者权益1150.94亿元（含少数股东权益752.05亿元）；2025年，公司实现营业总收入1216.32亿元，利润总额46.33亿元。截至2026年3月底，公司合并资产总额4447.21亿元，所有者权益1152.90亿元（含少数股东权益734.81亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入222.40亿元，利润总额6.99亿元。

公司注册地址：湖北武汉市解放大道558号；法定代表人：谭华。

三、债项概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用，除尚未到付息日的债券外，其余债券均在付息日正常付息。

图表1•截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
25 葛洲集 MTN002(科创债)	10.00	10.00	2025/07/18	5
25 葛洲集 MTN001(科创债)	10.00	10.00	2025/06/18	5
24 葛洲坝 MTN002	10.00	10.00	2024/06/26	30
24 葛洲 K4	10.00	10.00	2024/06/07	10
24 葛洲 K3	10.00	10.00	2024/06/07	5
24 葛洲 K2	15.00	15.00	2024/05/20	10
葛洲 YK07	20.00	20.00	2024/04/15	5+N
葛洲 YK06	10.00	10.00	2024/04/15	3+N
24 葛洲 K1	20.00	20.00	2024/03/22	10

¹ 葛洲坝股份于2021年9月30日在上交所终止上市。

24 葛洲坝 MTN001	20.00	20.00	2024/01/29	10
葛洲 YKV2	10.00	10.00	2023/08/18	5+N
葛洲 YKV1	10.00	10.00	2023/08/18	3+N
葛洲 YK05	20.00	20.00	2023/06/14	3+N
22 葛洲 Y5	20.00	20.00	2022/10/21	5+N
葛洲 YK02	12.00	12.00	2022/09/21	5+N
22 葛洲 Y4	15.00	15.00	2022/09/02	5+N

注：N 为永续期数
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

1 普通债券

截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续期普通债券余额合计 105.00 亿元。

2 永续债

截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续期永续债券合计金额 117.00 亿元。公司永续债券具有公司可赎回权、票面利率重置、利息递延累积及破产清算时清偿顺序劣后等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为公司存续期永续债券赎回条款设置使其不赎回的可能性较小。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）](#)》。

五、行业分析

2025 年，受基建投资放缓、地产市场深度调整等多重因素影响，中国建筑业总产值近十年来首次出现年度负增长，行业由扩张期进入深度调整阶段，地产开发商信用风险仍在持续暴露，地方政府清欠行动落地情况仍不明朗，应收账款回收和减值风险仍需关注。与此同时，对外工程承包表现亮眼，成为对冲国内下滑的重要增长极。行业集中度或将进一步集中，尾部企业将继续出清，头部企业在发展新质生产力相关重点领域和建筑出海方面仍存在结构性机会。完整版行业分析详见《[建筑施工行业信用分析报告](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司作为我国水利电力工程建设行业龙头企业之一，资质齐全且等级高，技术优势突出，在大型基础设施建设领域保持核心竞争力。

公司是中国能建核心骨干子企业、水利水电工程建设领域特大型央企，主营业务包括工程建设、投资运营、工业制造和综合服务四大板块。工程建筑方面，公司在大型基础设施建设领域具有核心竞争力，广泛参与了电力、交通、市政、环保、水利等基础设施建设，先后承建了葛洲坝、长江三峡、白鹤滩以及南水北调中线丹江口大坝加高、穿黄工程等国家重点工程。截至 2026 年 3 月底，公司拥有建筑、公路、电力、水利水电四类 10 个施工总承包特级资质及公路、电力、水利行业工程设计甲级资质 8 个，工程施工资质齐全且等级高。公司在水利水电、公路交通、特种水泥、混装炸药、环境治理、装备制造等领域具有核心技术，是国家创新型企业和国家高新技术企业，拥有 1 个国家级企业技术中心、2 个院士专家工作站、2 个博士后工作站、13 个省级技术中心、5 个省级工程技术研究中心，高新技术企业 28 个；主参编国家及行业标准 234 项，52 项工法被评为国家级工法，600 余项工法被评为省部（行业）级工法，取得包括国家科技进步特等奖在内的重大科技成果 2000 余项，其中 24 项获国家级科技奖励、160 项获省部级科技奖励。

与同业企业相比，公司新签合同额、新签合同额/上年施工收入和营业总收入均处于行业头部水平，项目储备充裕，规模优势显著。

图 表 2 •2025 年同行业新签合同、新签合同/上年施工收入和营业总收入指标对比情况（单位：亿元、倍）

业务板块	新签合同	新签合同/上年施工收入	营业总收入
公司	5073.19	5.82	1216.32
行业 3/4 分位	212.09	1.30	118.59
行业 1/2 分位	610.72	1.84	272.70
行业 1/4 分位	1809.59	2.49	643.04

注：行业数据为联合资信整理建筑行业发债样本企业数据，其中新签合同、新签合同/上年施工收入数据为 2024 年数据，营业总收入为 2025 年数据
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司广泛参与多种基础设施建设施工类型，业务遍及全球，业务多样化程度高，业主质量较好，项目回款较有保障。

公司布局“大电力、大交通、大建筑、大环保、新基建”五大工程承包领域，广泛参与大电力领域的水电、火电、风电、核电、光伏、输变电、储能工程，大交通领域的公路、铁路、机场、港航工程，大建筑领域的房建、市政、片区开发、城市更新、未来社区、新型城镇化建设，大环保领域的固废处理、水环境治理、土壤修复工程，新基建领域的 5G、大数据、特高压工程，形成了全口径工程建设专业能力。2025 年，在建筑行业景气度承压、竞争激烈的背景下，公司新签合同额同比增长 2.15%，主要系公司作为国内水利电力工程建设行业龙头企业之一，结合自身核心竞争力、配合国家战略的实施，承揽水利水电、新能源等工程类型新签合同额增加所致。公司业务多样化程度高，合作业主众多，整体项目质量和业主质量佳。

公司区域布局广泛，下设六个国内市场区域机构进行区域拓展，同时，公司海外业务融入中国能建海外发展体系，始终坚持国际业务优先发展战略，凭借全球市场布局和资源整合优势，业务遍及全球 140 多个国家和地区，并获评“对外承包工程信用等级评价 AAA 级企业”“对外承包工程 A 级企业”。公司新签合同区域仍以国内为主，但国外新签项目占比逐年提升（2025 年占 19.83%）。

图 表 3 •公司工程施工新签合同情况（单位：亿元）

项目类别	2023 年	2024 年	2025 年
新签合同金额	4456.29	4966.61	5073.19
其中：国内	3620.47	4064.95	4067.33
国外	835.81	901.66	1005.86
当年新签合同/上年施工收入	486.69%	543.72%	582.47%
期末在手合同金额	3218.71	2949.06	2623.72

资料来源：公司提供

公司工业制造业务主要包括水泥业务、民用爆破业务，与主业工程建设存在一定协同效应。

公司水泥业务运营主体为子公司中国葛洲坝集团水泥有限公司（以下简称“水泥公司”）负责运营，主要涉及水泥、熟料、商品混凝土及相关产品的生产和销售。水泥公司是湖北省内第二大水泥生产企业，2025 年水泥产量 1874 万吨，熟料产量 1481 万吨。民爆业务方面，公司子公司易普力股份有限公司²（以下简称“易普力”）为我国民用爆破行业头部上市公司和国内从事现场混装炸药生产和爆破一体化服务的专业化公司之一，在大型水利水电、核电、港口机场及矿山开采等领域积累了丰富经验，业务覆盖全国超 20 个省（自治区、直辖市）和纳米比亚、利比里亚、巴基斯坦、马来西亚等多个“一带一路”沿线国家。截至 2025 年底，易普力工业炸药、工业电子雷管管理产能分别为 62.95 万吨/年、7550 万发/年，现场混装炸药产能占比稳居行业前列，合计拥有有效专利 833 项，其中发明专利 194 项（含国际 PCT 专利 1 项），实用新型专利 555 项，外观专利 3 项，软件著作权 81 项，保持较强技术优势。

（2）投资运营业务

公司房地产业务主要分布于一线城市和二线核心城市，拓展区域包括宁波、西安、武汉、济南、成都等，产品定位高端，但存在一定存货去化和减值压力。

公司是国务院国资委确定的首批 16 家以房地产为主业的央企之一，拥有房地产开发一级资质，房地产业务经营主体是中能建城市投资发展有限公司（简称“城开公司”）及其子公司。公司融入京津冀、雄安新区、环渤海、长江经济带、粤港澳大湾区、成渝双城经济圈等国家战略，重点布局国内一线城市、二线核心城市和具有较好发展潜力的三线城市，产品定位高端，开发项目包括北京中国府、北京紫郡府、上海紫郡公馆、广州湾区·金融城、广州天河麓誉府、武汉青誉府、南京中宁府、成都锦誉府等。公司房地产项目开发原以自主开发为主，随着业务规模的扩大，部分项目也采取合作开发的形式，合作方包括龙湖、华润、招商等知名地产企业，主要产品为精品住宅、城市综合体、旅游地产、高端写字楼等，近年来创新拿地模式，项目开发实现一二级联动、棚改领域的突破，并逐步向城市更新及综合运营方向转型，拓展区域包括宁波、西安、武汉、济南、成都等，拿地成本降低。2025 年，公司恢复在一线城市和二线核心城市的拿地，在当前房地产行业深度调整的背景下仍面临一定存货去化和减值压力。

公司公路业务主要包括高速公路投资和运营、停车场建设等，经营主体为葛洲坝集团交通投资有限公司（以下简称“葛洲坝交投”）。截至 2025 年底，公司控股运营三条已通车高速公路总投资 465.27 亿元；拟建高速公路一条，计划总投资 108.92 亿元，尚需投资 100.70 亿元。

（3）再融资能力

公司再融资能力很强。

截至 2026 年 3 月末，公司获得主要贷款银行授信额度 6943.71 亿元，其中未使用额度 4528.16 亿元，间接融资渠道通畅。公司短期借款和长期借款中信用借款占比分别为 99.53%和 62.91%，以信用借款为主。直接融资成本很低，2025 年以来新发行中长期（含可续期）债券票面利率约为 1.7%~2.2%，新发行超短期融资券票面利率约为 1.3%~1.4%。

2 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 3 月 9 日，公司本部已结清和未结清的信贷记录中均无关注类或不良类记录，信贷记录良好。

截至 2026 年 5 月 20 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、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。根据公司过往在公开市场发行公司债券及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，历史履约情况良好。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度、高级管理人员等方面均无重大变化。

² 原名“湖南南岭民用爆破器材股份有限公司”，2006 年 12 月在深交所主板上市，证券代码“002096.SZ”，证券简称“南岭民爆”，2023 年 1 月，通过发行股份购买公司持有的中国葛洲坝集团易普力股份有限公司（以下简称“易普力公司”）68.36%股份，实现易普力公司重组上市，重组完成后公司持有易普力 43.37%的股份，为其控股股东，2023 年 5 月变更公司名称为现名，变更证券简称为“易普力”。

跟踪期内，公司在治理结构和管理制度等方面均无重大变化。公司不设董事会或监事会，由执行董事和监事行使相关职权。公司设执行董事 1 名，由股东书面决定产生；设监事 1 名，监事由股东委派；设经理，由执行董事兼任。公司本部对子公司的管理主要通过子公司章程约束实现，葛洲坝股份拥有完善的管理体系。公司下属公司众多，对管理人员的管理水平提出了较高要求。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，受工程建设收入下降影响，公司营业总收入有所下降，综合毛利率相对稳定。

公司主营业务包括工程建设、投资运营、工业制造和综合服务四大板块，以工程建设为主（收入占比 60%以上），工业制造和投资运营业务收入为辅。2025 年，公司营业总收入同比下降 5.27%，主要系建筑行业下行、市场竞争激烈，导致工程建设业务收入有所下降；工业制造业务收入略有增长，主要系民用爆破业务的增长；投资运营业务收入同比有所下降，主要系地产业务结转收入减少所致。公司毛利率延续下降趋势，2025 年，公司综合毛利率为 15.13%。2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 10.25%，综合毛利率同比下降 1.35 个百分点。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	913.45	70.24%	13.15%	870.98	67.83%	12.28%	812.16	66.77%	11.49%	160.69	72.25%	10.12%
工业制造	163.46	12.57%	21.96%	161.85	12.60%	20.79%	165.86	13.64%	20.59%	30.66	13.79%	16.92%
投资运营	197.85	15.21%	34.26%	232.40	18.10%	30.33%	219.78	18.07%	23.60%	27.53	12.38%	38.12%
综合服务	25.77	1.98%	21.01%	18.82	1.47%	29.53%	18.52	1.52%	25.07%	3.51	1.58%	24.86%
合计	1300.52	100.00%	17.63%	1284.04	100.00%	16.87%	1216.32	100.00%	15.13%	222.40	100.00%	14.75%

资料来源：公司审计报告和提供资料

（1）工程建设业务

跟踪期内，受建筑行业下行、市场竞争激烈影响，公司工程建设业务收入和毛利率小幅下降。

跟踪期内，公司业务模式无重大变化，国内项目主要模式为 PPP、BOT 和施工总承包等，国际项目主要模式为施工总承包和 EPC 等。工程建设项目类型主要涉及公路、水利水电、房建、铁路、市政、水务、城市地下综合管廊、港口与航道等。公司采购由葛洲坝股份总部集中管理，葛洲坝股份总部负责业务监管，具体采购事宜根据分级授权由各子公司集中采购中心负责或上报审批。工程质量控制方面，公司执行 GB/T19001-2016 质量管理体系，并通过质量管理体系外部审核，公司组建了质量环保监督检查部门，对在建项目质量监督抽检和追责。

公司工程建设业务在建重大项目以投资类项目为主，投资规模较大且部分项目回款周期长。

从重大在建项目情况来看，境内项目模式以投资类为主，截至 2025 年底，境内在建重大项目总投资 952.05 亿元，待投资 195.90 亿元，且通常运营期回款周期长，形成长期资金占用。同时，需关注部分区域的地方政府财政紧张影响，政府类项目结算回款周期延长导致的资金占用增加。海外业务方面，公司响应国家“一带一路”倡议和参与国际产能合作，始终坚持国际业务优先发展战略，凭借全球市场布局 and 资源整合优势，业务遍及全球 140 多个国家和地区。公司境外项目工程类型主要为能源类、基建类现汇项目，项目实施及回款受所在国政治、经济、汇率波动和原材料价格变动等因素影响较大，面临一定的经营风险。

图表 5 •截至 2025 年底公司工程建设业务在建重大项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	总投资	已投资	待投资	建设周期	工程进度
鹿寨至钦州港高速公路（横县至钦州港段）PPP 项目	BOT+施工总承包+可行性缺口补助	208.36	171.93	36.43	4 年	82.52%
G4222 和县至襄阳高速公路项目	BOT+车购税补助	240.19	227.82	51.46	2.5 年	94.85%
海南文昌国际航天城起步区开发建设一期项目	投资人+工程总承包+运营管理	67.42	41.23	26.19	5 年	61.15%

南京市江北新区中心 区地下空间一期建设 工程 PPP 项目	PPP+使用者付费+可 行性缺口补助	131.20	122.12	9.08	6 年	93.08%
肇庆至高明高速公路 一期工程	BOT+施工总承包	214.91	118.30	97.91	3 年	53.96%
新疆大石峡水利枢纽 工程 PPP 项目	PPP+可行性缺口补助	89.97	74.75	15.22	7 年	83.08%
境内小计	-	952.05	756.15	195.90	-	-
阿根廷圣克鲁斯 NK/JC 水电站项目	EPC+F	388.59	217.93	170.66	162.5 月	56.08%
安哥拉凯凯水电站项 目	EPC	204.81	113.44	91.37	144 月	55.39%
巴基斯坦达苏水电站 工程项目	土建 C+金结 EPC	147.71	55.12	92.59	69 月	37.32%
科威特萨阿德阿卜杜 拉新城基础设施一标 项目	C	81.57	38.95	42.62	48 月	47.76%
肯尼亚亚瓦克大坝项 目	C	25.59	25.25	0.34	100 月	98.67%
境外小计	-	848.27	450.69	397.58	-	-
合计	-	1800.32	1206.84	593.48	-	-

资料来源：公司提供

(2) 投资运营业务

2025 年，受地产行业深度调整和项目结转节奏影响，公司地产开发收入同比下降，结转项目成本压力和存货跌价因素对利润形成一定侵蚀。公路业务和水务及水电站运营业务收入相对稳定。

公司投资运营业务主要包括房地产开发、公路业务和水务及水电站运营。

图表 6 • 公司投资运营业务收入主要构成（单位：亿元）

业务类别	2023 年	2024 年	2025 年
房地产开发	130.75	180.35	167.74
公路业务	23.44	25.57	25.75
水务及水电站运营	22.89	16.54	17.08
合计	177.08	222.46	210.57

注：1. 上表中“投资运营业务”收入合计数与收入构成表中公司“投资运营”业务收入存在差异，系收入构成表中公司“投资运营”收入中包含除“房地产开发”“公路业务”和“水务及水电站运营”以外少量其他业务收入；2. 尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

受市场行情及项目交付进度等综合影响，2025 年，公司房地产收入同比下降 6.99%。2025 年，公司恢复在一线城市及二线核心城市的拿地，新增土地储备地块总价 158.97 亿元，土地面积 31.20 万平方米，规划建筑面积 84.64 万平方米，分别位于上海、烟台、宁波和成都；其中上海浦东新区地块总价 78.97 亿元、楼面价格 7.44 万元/平方米。销售方面，2025 年，公司签约销售面积同比下降，但销售金额和销售均价有所提升。截至 2025 年底，公司期末已开盘可售面积 90.37 万平方米，仍有一定去化压力。开发方面，2025 年，公司新开工面积变化不大，竣工建筑面积持续下降。截至 2025 年底，公司在建项目权益施工面积 289.98 万平方米，较上年有所增长，同期末，公司主要在建和拟建房地产项目主要分布于一线城市和二线核心城市，计划投资 1191.35 亿元，已投资 912.12 亿元，待投资 279.24 亿元，面临一定资金支出压力。2025 年，因结转项目成本压力较大和存货跌价因素综合作用，城开公司净利润为亏损。

图表 7 • 公司房地产业务主要开发和销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
新开工建筑面积	129.35	121.64	119.47
竣工建筑面积	169.55	115.31	108.41
在建项目权益施工面积	308.64	278.92	289.98
签约销售面积	64.65	77.85	64.40
签约销售金额	196.70	167.07	182.60
销售均价	3.04	2.15	2.84
期末已开盘可售面积	78.40	99.96	90.37

注：在建项目权益施工面积为权益口径

资料来源：公司提供

公司公路业务运营模式均为 BOT 模式，即经营期内，收取车辆通行费作为投资回报；经营期满后，将高速公路及配套设施无偿移交当地交通管理部门。窗口收入存入所辖省级高速公路管理局专户，省高管局清分后确认为公司的销售收入。截至 2025 年底，公司控股运营的已通车高速公路增至三条，为 G55 襄阳至荆州段（2004 年通车）、四川巴中至万源高速（2021 年通车）以及 G4222 和县至襄阳高速（2025 年通车），上述高速公路项目总投资 465.27 亿元，总里程 476.09 公里，收费年限均为 30 年；拟建高速公路一条，为 S10 张马高速，计划总投资 108.92 亿元，累计已投资 8.22 亿元，里程 194.34 公里，建设期 4 年。

公司水务及水电站运营业务主要由公司子公司中国葛洲坝集团水务运营有限公司（以下简称“水务公司”）负责运营，主要涉及污水处理、水电站运营等。截至 2025 年末，水务公司运营管理 88 个水厂，687 座泵站，5484.69 公里管网，2025 年每日污水处理量为 408.68 万吨，其中污水日处理规模 267.60 万吨，供水运营日处理规模 141.08 万吨。截至 2025 年末，公司控股运营水电站装机容量 30.85 万千瓦。2025 年，公司国内运营水电站累计发电量为 84984.18 万度。

（3）工程制造业务

公司工业制造业务主要包括水泥、民用爆破、高端装备制造业务和环保业务。

图表 8 • 公司工业制造业务收入构成（单位：亿元）

业务类别	2023 年	2024 年	2025 年
水泥	73.27	69.28	60.23
民用爆破	84.05	85.79	97.61
高端装备制造	5.40	5.08	5.93
环保	0.74	1.70	2.09
合计	163.46	161.85	165.86

资料来源：公司提供，联合资信整理

2025 年，受市场需求下降影响，公司水泥及熟料产销量下滑，叠加销售价格下跌，水泥业务收入持续减少。民用爆破业务收入持续增长。

跟踪期内，公司保持湖北省重点工程核心供应商地位，2025 年中标签约项目中包括秭归抽水蓄能、三峡水运新通道前期工程、宜涪高铁、汉宜高速改扩建、巴野高速、二广绕城高速等。受房地产投资、公路及市政投资同比下降影响，水泥行业呈现量减价弱的运行态势，公司水泥及熟料产销量呈下滑趋势，叠加水泥市场销售价格下跌，公司水泥业务收入持续减少。公司民用爆破业务主要涉及民爆物品生产、销售，爆破工程施工，矿山工程施工总承包服务，民用爆破物品原材料生产及装备制造，具备民爆物品科研、生产、销售、爆破服务完整产业链，广泛服务于矿山开采、能源工程建设、基础设施建设、城镇控制爆破及国防建设等众多领域，自易普力 2023 年重组完成以来，其股东背景实力增强，可受益于股东资源协同，加之矿山开采与建设领域的爆破需求呈现结构性增长，公司在巩固传统优势区域市场份额的同时积极拓展增量市场，民用爆破业务规模明显提升，2025 年，民用爆破收入同比增长 13.78%。

图表 9 • 公司水泥业务经营情况（单位：万吨、万方）

业务类别	2023 年	2024 年	2025 年
水泥产量	2298	2209	1874
熟料产量	1808	1762	1481
水泥及熟料销量	2400	2388	2004
商品砼销量	196	259	256
骨料销量	307	275	428

资料来源：公司提供，联合资信整理

2 经营效率

跟踪期内，公司经营效率指标略有下降。与同业企业比较，公司经营效率尚可。

跟踪期内，由于营运资金占用和投资运营类项目投入增加，2025 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 4.25 次、0.95 次和 0.28 次，同比均略有下降。公司工业制造与投资运营业务规模较大，与所选公司比较，公司存货周转次数和总资产周转次数基本处于行业下游水平，应收账款周转率处于行业中游水平，整体经营效率尚可。

图表 10 • 2025 年同行业公司经营效率对比情况（单位：次）

对比指标	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
公司	4.62	0.95	0.28
行业 3/4 分位	1.90	1.02	0.32
行业 1/2 分位	3.39	1.67	0.46
行业 1/4 分位	5.31	2.60	0.64

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

3 未来发展

公司将围绕中国能建核心理念，巩固现有业务并积极参与国家战略项目，适应市场变化并保持竞争力，发展战略较为切实可行。

未来，公司充分依托中国能建“四新”能建平台优势和能源电力规划设计引领、投建营全产业链一体化、融合创新发展、产业联盟资源聚合等核心优势，围绕投资、工程建设、运营服务、新质生产力等业务，打造现代新国企，培育全产业链、融合发展、集团化服务、工程建设、科技创新、企业品牌“六大核心优势”。围绕全电力、全城市、全交通、全水、全生态环保、全数字“六全领域”，聚焦工程建设、综合交通、生态环保、水泥建材、清洁能源、新材料新装备“六大板块”持续发力。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年 1—3 月财务数据未经审计。公司主营业务范围及合并范围内主要子公司无重大变化，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2025 年底，公司加强应收款项回收和存货去化，同时短期借款融资增加，现金储备有所增长，同时特许经营权投入增加，公司资产规模整体保持增长。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模和结构较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司资产规模较上年底保持增长，主要系货币资金、无形资产和其他非流动资产增长所致，非流动资产占比较上年底继续提升，流动资产和非流动资产占比大致相当。

公司流动资产主要由货币资金、经营性应收款项和存货等构成。截至 2025 年底，公司加强两金管理，应收账款、其他应收款和合同资产较上年底略有下降，应收账款账龄以 1 年以内为主（占 63.50%），坏账计提比例为 8.44%；前五大应收账款余额合计占应收账款余额的 15.61%，集中度低；公司其他应收款主要为公司支付的工程保证金等；存货较上年底有所下降，主要由房地产相关开发成本和开发产品（合计占 94.51%）构成，累计计提跌价准备 5.45 亿元（2025 年计提 3.23 亿元），考虑到当前地产景气度低迷，存货仍面临一定减值压力；公司合同资产为施工已完工未结算款项，较上年底变化不大；受益于应收类款项回收和存货去化，公司货币资金较上年底有所增长。

公司非流动资产主要为应收长期经营性款项、特许经营权、工业制造相关厂房设备等。截至 2025 年底，公司长期应收款主要由应收 BOT、BT 项目款和长期应收工程款构成，长期股权投资主要为对参股房地产公司、建设类公司和高速公路项目公司的投资，固定资产主要为工业制造业务相关厂房设备等，较上年底变化不大；公司无形资产较上年底大幅增长，主要系高速公路投入运营使得特许经营权增加所致；公司其他非流动资产主要为金融资产模型核算的 PPP 项目和工程质保金，较上年底有所增长。

图表 11 • 公司资产主要情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	2236.73	51.54	2213.52	49.36	2177.27	48.96
货币资金	329.43	7.59	383.25	8.55	317.75	7.14

应收账款	268.46	6.19	257.66	5.75	261.62	5.88
其他应收款（合计）	324.43	7.48	298.70	6.66	315.48	7.09
存货	610.85	14.08	589.33	13.14	605.09	13.61
合同资产	487.02	11.22	486.27	10.84	488.38	10.98
非流动资产	2103.00	48.46	2270.88	50.64	2269.94	51.04
长期应收款	183.94	4.24	188.61	4.21	188.28	4.23
长期股权投资	491.15	11.32	491.08	10.95	492.81	11.08
固定资产（合计）	220.58	5.08	219.17	4.89	218.97	4.92
无形资产	545.50	12.57	639.95	14.27	636.56	14.31
其他非流动资产	453.85	10.46	499.45	11.14	498.69	11.21
资产总额	4339.73	100.00	4484.40	100.00	4447.21	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2026 年 1—3 月财务报表整理

截至 2025 年底，公司受限资产的总额为 571.49 亿元，占资产总额的 13.07%，公司资产受限比例一般。

图表 12 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	账面价值	资产受限金额占该类别资产 账面价值的比例（%）	受限原因
货币资金	9.94	2.59	开具银行承兑汇票、保函保证金等
应收票据	9.84	61.91	已背书或贴现未终止确认的应收票据
存货	241.88	41.04	抵押借款
固定资产	19.00	8.67	抵押借款
无形资产	249.56	39.00	质押借款
应收账款	2.08	0.81	质押借款
长期应收款	39.17	20.77	质押借款
合计	571.49	49.65%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 4447.21 亿元，较上年底下降 0.83%。其中，流动资产占 48.96%，非流动资产占 51.04%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

（2）资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，但其中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高。公司负债总额有所增长，以应付账款、合同负债为主的经营性负债增加，随着特许经营权项目建设投入增加，公司有息债务规模持续增长，债务结构以长债为主，但短债占比持续上升。

截至 2025 年底，公司所有者权益较上年底变化不大。其中，公司其他权益工具较上年底增加 30.00 亿元至 220.00 亿元，主要为公司发行的可续期公司债券和永续中票。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 2.97%、1.66%、19.11%和 10.87%，少数股东权益占比为 65.34%，少数股东权益、未分配利润和其他权益工具合计占比高。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模较上年底变化不大，其中其他权益工具继续增长至 240.00 亿元。

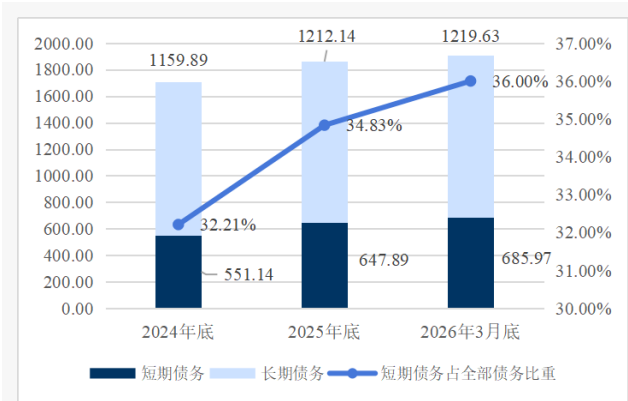
截至 2025 年底，公司负债规模持续增长，结构以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。公司经营性负债主要体现在应付账款（主要为应付工程进度款、应付材料采购款和应付质保金）、其他应付款（主要为应付保证金、应付代收代付款和应付代垫款）和合同负债（主要为公司预收售楼款、已结算未完工款项和预收工程款），应付账款和合同负债较上年底均有所增加。截至 2025 年底，公司全部债务较上年底增长 8.71%，债务结构方面，公司短期债务主要为短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债，长期债务主要为长期借款、应付债券和少量租赁负债，短期债务占比有所提升但债务结构仍以长期债务为主（长期债务占 65.17%）。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.33%、61.78%和 51.30%，较上年底分别提高 1.02 个百分点、提高 2.14 个百分点和提高 1.26 个百分点。截至 2026 年 3 月底，公司负债和债务较上年底变化不大。

图表 13• 公司负债主要情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1983.83	62.35	2088.77	62.66	2043.21	62.02
短期借款	320.66	10.08	441.41	13.24	486.00	14.75
应付账款	774.72	24.35	783.58	23.51	716.07	21.74
其他应付款（合计）	342.70	10.77	330.68	9.92	321.03	9.75
一年内到期的非流动负债	158.22	4.97	141.09	4.23	149.09	4.53
合同负债	235.02	7.39	250.07	7.50	251.29	7.63
非流动负债	1197.75	37.65	1244.69	37.34	1251.09	37.98
长期借款	1069.48	33.61	1083.44	32.50	1091.83	33.14
负债总额	3181.58	100.00	3333.46	100.00	3294.30	100.00

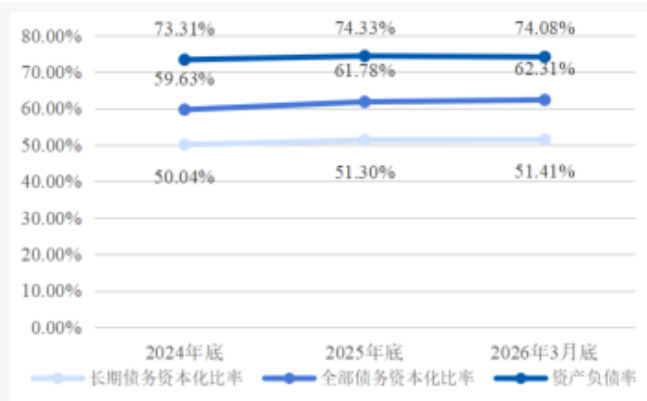
资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2026 年 1—3 月财务报表整理

图表 14 • 公司债务结构 （单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年 1—3 月财务报表和公司提供资料整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年 1—3 月财务报表和公司提供资料整理

（3）盈利能力

2025 年，受建筑施工行业下行、市场竞争激烈以及地产业务亏损影响，公司营业总收入及利润总额规模均有所下降，减值损失对公司利润造成一定侵蚀，公司盈利指标有所下滑。

2025 年，受建筑施工行业下行、市场竞争激烈以及地产业务亏损影响，公司营业总收入同比下降，营业利润率有所下降，盈利空间收窄；期间费用同比变化不大；公司资产减值损失主要为存货跌价损失（-3.23 亿元）、合同资产减值损失（-0.45 亿元）等，以地产存货减值为主，信用减值损失主要为应收账款及其他应收款等坏账损失，2025 年，公司资产减值损失与信用减值损失合计 -11.93 亿元，较上年（-14.95 亿元）有所下降但仍保持较大规模，减值损失对利润造成一定侵蚀。综合作用下公司利润总额同比下滑，主要盈利指标同比有所下滑。2026 年 1—3 月，公司实现营业收入 222.40 亿元，同比下降-10.25%；实现利润总额 6.99 亿元，同比下降-27.04%。

图表 16• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1284.04	1216.32	222.40
营业成本	1067.38	1032.32	189.59
费用总额	137.10	125.36	25.83
其中：销售费用	11.66	11.55	2.23
管理费用	53.85	49.56	14.71
研发费用	39.54	37.42	3.71
财务费用	32.04	26.83	5.18

投资收益	-2.32	2.18	-0.39
利润总额	65.92	46.33	6.99
营业利润率	16.34	14.49	14.14
总资本收益率	2.99	1.88	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2026 年 1—3 月财务报表整理

同业对比来看，公司经营规模与盈利指标表现很强，处于行业上游水平。

图表 17• 2025 年同行业盈利能力指标对比情况（单位：亿元）

项目	营业总收入	利润总额	营业利润/营业总收入	总资产报酬率
公司	1216.32	46.33	3.78%	1.67%
3/4 分位	118.59	2.52	1.22%	1.06%
1/2 分位	272.70	6.02	2.42%	1.56%
1/4 分位	643.04	17.60	3.68%	2.31%

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

（4）现金流

公司经营活动现金流入有所下降，但公司加强两金管控，经营活动产生的现金流量净额同比提升，收入实现质量保持较好水平；投资活动现金持续为净流出，公司投资建设项目支出较多，对外部融资需求高。

从经营活动来看，2025 年，随着经营规模下降，公司经营活动产生的现金流入量与流出量均同比略下降，但公司加强应收款项回收和存货去化，加之应付预收款规模增长，经营活动产生的净流入规模同比大幅增长；公司现金收入比同比提升，收入实现质量较好。公司持续推进重点项目建设，但投资建设节奏有所调整，投资活动现金流出同比下降明显，投资活动净流出规模收窄，但考虑到国内工程施工项目中投资类项目较多，以及投资运营业务在建项目持续投入需要，未来资本开支需求仍将存在。筹资活动方面，为支撑业务运营与项目建设，筹资活动现金流持续为净流入，但净流入规模同比回落。

2026 年 1—3 月，受项目施工结算节奏、季节性采购支付需求影响，公司经营活动现金转为净流出；投资活动现金维持净流出；筹资活动现金继续净流入。

图表 18• 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入	1510.04	1478.12	274.18
经营活动现金流出	1441.68	1350.19	347.16
经营活动现金流量净额	68.37	127.93	-72.97
投资活动现金流入	41.04	41.17	1.69
投资活动现金流出	227.25	155.02	18.25
投资活动现金流量净额	-186.21	-113.85	-16.56
筹资活动现金流入	1091.64	913.82	252.75
筹资活动现金流出	973.63	873.70	228.73
筹资活动产生的现金流量净额	118.00	40.11	24.03
现金收入比	103.63%	106.33%	106.06%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2026 年 1—3 月财务报表整理

2 偿债指标变化

受短期债务上升、盈利弱化影响，公司偿债指标有所弱化。考虑到公司经营稳健，间接融资渠道畅通以及持续获得外部支持，公司实际偿债能力非常强。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	112.75	105.97	106.56
	速动比率（%）	57.41	54.48	53.04
	现金短期债务比（倍）	0.64	0.62	0.49
	经营活动产生的现金流入/流动负债（倍）	0.76	0.71	--
	经营活动产生的现金流入/短期债务（倍）	2.74	2.28	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	135.40	113.12	--
	全部债务/EBITDA（倍）	12.64	16.44	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	2.54	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2026 年 1—3 月财务报表整理

截至 2025 年底，公司短期债务有所上升，流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年底均有所下降，销售商品、提供劳务收到的现金对短期债务和流动负债的保障程度亦有所下降，短期偿债指标略有弱化。2025 年，由于 EBITDA 同比下降加之债务负担上升，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度下降，但对利息支出的保障能力变化不大。公司业务结构和业主质量较好，回款风险相对可控，公司权益对资产减值预期的覆盖程度高。考虑到公司经营获现能力强，间接融资渠道畅通以及持续获得外部支持，公司实际偿债能力非常强，未来，随着公司项目结算回款加强和投资运营效益显现，公司 EBITDA 水平有望修复，叠加债务结构持续优化，其偿债指标有望逐步改善。

截至 2025 年底，公司对外担保余额 77.89 亿元，其中对控股股东、实际控制人和其他关联方提供担保的金额为 66.31 亿元。

未决诉讼方面，根据公司债券年度报告，截至 2025 年底，公司无重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司为投控型公司，大部分资产、所有者权益、营业总收入及利润总额均主要来源于葛洲坝股份，公司对子公司实施资金归集，同时公司的执行董事兼任葛洲坝股份的董事长、党委书记，公司本部对葛洲坝股份的管控力度很强。

跟踪期内，公司本部应付债券和其他权益工具投资较上年底增长较快，增量融资主要用于对核心运营实体葛洲坝股份的资金支持。截至 2025 年底，公司本部资产总额 489.12 亿元，较上年底增长 16.67%。公司本部资产主要由货币资金、其他应收款、债权投资和长期股权投资构成，其他应收款较上年底大幅增长。公司本部所有者权益较上年底有所增长，主要源于其他权益工具的增加。同期末，公司本部负债总额较上年底有所增长，主要源于有息债务的增加，公司本部全部债务 187.31 亿元（占合并口径的比例为 10.07%），债务结构以长期为主。本部财务杠杆有所上升，截至 2025 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率 40.07%和 38.99%。若将公司权益中其他权益工具调整计入债务，公司本部实际债务负担偏高。公司本部不从事经营性业务，利润来源主要为投资收益，2025 年实现利润总额 9.87 亿元。现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为-0.73 亿元，投资活动现金流净额-56.96 亿元，筹资活动现金流净额 55.64 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现很好。

环境方面，公司针对传统建筑施工企业运营过程中涉及的能耗、温室气体排放、废液、废气及固态污染物排放等问题制定了多项环保制度，以降低工程建设、建材制造等业务对环境的影响，履行生态环境保护主体责任。同时，公司以“创新、绿色、数智、融合”为核心发展理念，布局清洁能源、生态环保工程、污水处理等绿色低碳产业，契合国家双碳政策导向。

社会责任方面，汶川地震抗震救灾期间，公司组建抗震救灾突击队前往雅安汉源县重灾区；在灾后援建中，公司主动承担了由湖北省援建的汉源新县城城区 1 号主干道、2 号主干道混凝土和龙潭沟等两座大桥的建设，直接参与了黄石、武汉、宜昌、鄂州等地市的援建项目。自 2016 年开始，公司对口精准帮扶香溪村（秭归县 47 个省级重点贫困村之一），通过产业扶持、完善基础设施等一系列举措。2011 年 2 月，公司被指定为利比亚撤侨西区撤离的总牵头单位，带领牵头区域内所有中资公司人员安全撤离。

治理方面，公司战略规划清晰，建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司控股股东中国能建是国务院国资委下属特大型上市央企，是能源电力及基础设施建设领域的龙头企业，产业链完整，施工资质完备且等级高，综合实力极强。

公司控股股东中国能建主营工程建设、工业制造、投资运营、勘测设计及咨询等业务，是能源电力及基础设施建设领域的龙头企业，具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链，施工资质完备且等级高。2025 年，中国能建行业地位稳固，截至 2025 年底，中国能建合并资产总额达 9415.97 亿元，所有者权益 2096.18 亿元；2025 年，公司实现营业总收入 4529.30 亿元，同比增长 3.71%，利润总额 133.95 亿元。中国能建在国际榜单中排名稳步提升：位列 ENR 全球工程设计公司 150 强第 2 位、国际工程设计公司 225 强第 14 位（较上年提升 4 位，在上榜中国企业中排名第一）、全球承包商 250 强和国际承包商 250 强中均位居前列；同时，公司在 2025 年《财富》世界 500 强中排名第 228 位，较上年提升 11 位，具备极强的资源调动和对外支持能力。

跟踪期内，作为中国能建下属重要子公司，公司在资金注入、税收优惠、政府补助、业务协同和融资授信等方面持续获得外部支持。

公司是中国能建体系中水利水电工程建设及投资运营的核心平台，承担了中国能建在大型水电、公路、城市综合开发等领域的关键业务职能。2025 年，公司资产、权益规模占中国能建合并报表的比例约为 50%，收入、利润占中国能建的比例约为 30%，是构成其发展战略不可或缺的组成部分。这一战略地位决定了中国能建具有较强的意愿维护公司的经营稳定。

2023 年，中国能建通过股东会决定，对公司货币增资 1.00 亿元，公司实收资本及注册资本金增加至 34.15 亿元。业务协同方面，中国能建为特大型建筑央企，在全国成立了多个区域平台，在建筑施工多个细分领域竞争力突出，公司为中国能建重要子公司，在市场开发、项目实施等方面能和中国能建及下辖其他子公司发挥协同效应。中国能建下属财务公司对公司提供授信和贷款支持。

公司及下属子公司在税收优惠、政府补助等方面持续获得外部支持。公司包括葛洲坝股份在内的多家子公司被认定为合格的高新技术企业并可减按 15% 的税率征收企业所得税，包括易普力在内的多家子公司可享受我国“西部大开发”税收优惠。2025 年和 2026 年 1—3 月，公司其他收益分别为 2.37 亿元和 0.38 亿元，主要由政府补助构成。

八、债券偿还能力分析

1 普通债券

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续期普通债券（不含 ABS 等结构化产品）合计金额 105.00 亿元。

2 永续债

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续期永续债券 117.00 亿元。公司永续债券具有公司可赎回权、调整票面利率、利息递延累积及破产清算时清偿顺序劣后等特点，上述永续债券均约定公司有权在首个赎回日及后续每个付息日赎回债券，若不赎回则票面利率将重置。根据市场惯例和公司历史操作记录，公司在首个赎回日不赎回的可能性较低，鉴于公司 2025 年经营活动现金流净额达 127.93 亿元，现金类资产 403.66 亿元，完全可保障每年永续债利息能力充足，预计公司不会行使递延权。

为审慎评估公司对普通债券的保障能力，本报告将全部永续债券调入长期债务进行测算。2025 年，公司经营活动现金流入对长期债务的覆盖倍数为 1.11 倍，表明公司年度经营回款规模能够覆盖全部长期债务，这是公司偿债能力的核心保障。经营活动现金流量净额和 EBITDA 对长期债务的覆盖能力相对较弱，反映出公司资本密集型行业，大量现金流被营运资金和资本支出占用，实际可用于偿还债务的自由现金流有限。但考虑到公司作为我国水利电力工程建设行业龙头企业之一，综合经营实力极强，融资渠道畅通且可持续获得外部支持，公司实际债券偿还能力非常强。

图表 20 • 公司永续债券偿还能力指标

项目	2025 年
长期债务*（亿元）	1329.14
经营现金流入/长期债务（倍）	1.11

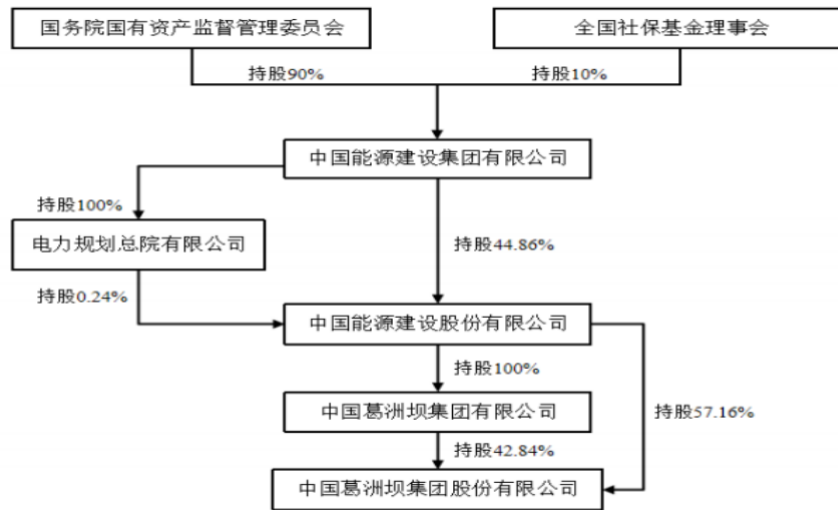
经营现金/长期债务（倍）	0.10
长期债务/EBITDA（倍）	11.75

注：1. 上表中的长期债务为将存续永续债券计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用最新年度数据
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

九、跟踪评级结论

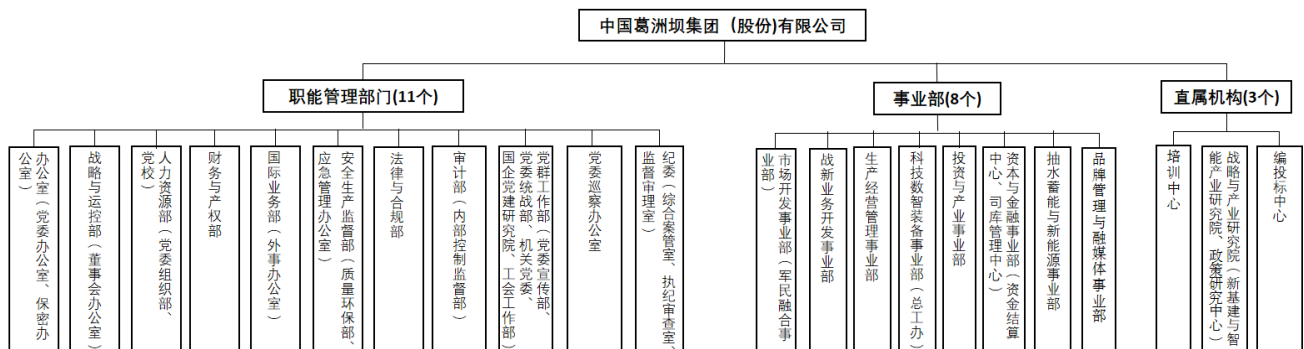
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持中国葛洲坝集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 葛洲 Y4”“葛洲 YK02”“22 葛洲 Y5”“葛洲 YK05”“葛洲 YKV1”“葛洲 YKV2”“24 葛洲 K1”“葛洲 YK07”“葛洲 YK06”“24 葛洲 K2”“24 葛洲 K4”“24 葛洲 K3”“24 葛洲坝 MTN001”和“24 葛洲坝 MTN002”的信用等级为 AAA，维持“25 葛洲集 MTN001（科创债）”和“25 葛洲集 MTN002（科创债）”的信用等级为 AAA_{stt}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



注：由于公司本部未开展具体业务，职能管理部门、事业部、直属机构均在葛洲坝股份层面设置

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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	355.76	355.34	403.66	336.17
应收账款（亿元）	249.00	268.46	257.66	261.62
其他应收款（亿元）	270.49	324.43	298.70	315.48
存货（亿元）	588.87	610.85	589.33	605.09
长期股权投资（亿元）	402.38	491.15	491.08	492.81
固定资产（亿元）	216.94	220.58	219.17	218.97
在建工程（亿元）	69.37	40.02	60.39	63.29
资产总额（亿元）	4274.71	4339.73	4484.40	4447.21
实收资本（亿元）	34.15	34.15	34.15	34.15
少数股东权益（亿元）	752.35	789.77	752.05	734.81
所有者权益（亿元）	1084.31	1158.15	1150.94	1152.90
短期债务（亿元）	661.84	551.14	647.89	685.97
长期债务（亿元）	1013.75	1159.89	1212.14	1219.63
全部债务（亿元）	1675.60	1711.03	1860.03	1905.60
营业总收入（亿元）	1300.52	1284.04	1216.32	222.40
营业成本（亿元）	1071.30	1067.38	1032.32	189.59
其他收益（亿元）	3.68	2.84	2.37	0.38
利润总额（亿元）	68.70	65.92	46.33	6.99
EBITDA（亿元）	137.75	135.40	113.12	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1129.87	1330.66	1293.35	235.89
经营活动现金流入小计（亿元）	1397.12	1510.04	1478.12	274.18
经营活动现金流量净额（亿元）	1.32	68.37	127.93	-72.97
投资活动现金流量净额（亿元）	-180.13	-186.21	-113.85	-16.56
筹资活动现金流量净额（亿元）	166.06	118.00	40.11	24.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.04	4.53	4.25	--
存货周转次数（次）	1.06	0.97	0.95	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.30	0.28	--
现金收入比（%）	86.88	103.63	106.33	106.06
营业利润率（%）	17.12	16.34	14.49	14.14
总资本收益率（%）	3.11	2.99	1.88	--
净资产收益率（%）	4.74	4.12	2.45	--
长期债务资本化比率（%）	48.32	50.04	51.30	51.41
全部债务资本化比率（%）	60.71	59.63	61.78	62.31
资产负债率（%）	74.63	73.31	74.33	74.08
流动比率（%）	102.81	112.75	105.97	106.56
速动比率（%）	51.11	57.41	54.48	53.04
经营现金流动负债比（%）	0.06	3.45	6.12	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.64	0.62	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	2.14	2.43	2.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.16	12.64	16.44	--

注：1. 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；2. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年 1—3 月财务报表和公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.99	0.66	6.15	1.60
应收账款（亿元）	0.00	1.64	1.66	1.66
其他应收款（亿元）	32.36	53.78	174.68	210.74
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	86.22	90.81	91.33	91.44
固定资产（亿元）	0.00	0.07	0.06	0.06
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	292.61	419.24	489.12	521.00
实收资本（亿元）	34.15	34.15	34.15	34.15
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	226.83	259.30	293.13	312.34
短期债务（亿元）	35.11	1.89	14.02	13.56
长期债务（亿元）	15.98	146.36	173.30	185.30
全部债务（亿元）	51.09	148.25	187.31	198.86
营业总收入（亿元）	0.29	0.10	0.05	0.00
营业成本（亿元）	0.29	0.16	0.00	0.00
其他收益（亿元）	1.53	0.58	0.00	0.00
利润总额（亿元）	6.60	11.06	9.87	0.68
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.24	0.18	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	2.91	0.41	0.13	0.13
经营活动现金流量净额（亿元）	1.35	-1.51	-0.73	-1.07
投资活动现金流量净额（亿元）	-32.63	-108.93	-56.96	-30.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	34.96	112.75	55.64	30.41
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	0.12	0.03	--
存货周转次数（次）	2.68	2.42	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	80.85	179.58	6.25	*
营业利润率（%）	0.15	-57.41	85.69	*
总资本收益率（%）	3.09	3.58	2.99	--
净资产收益率（%）	2.91	4.27	3.37	--
长期债务资本化比率（%）	6.58	36.08	37.15	37.24
全部债务资本化比率（%）	18.38	36.38	38.99	38.90
资产负债率（%）	22.48	38.15	40.07	40.05
流动比率（%）	119.88	943.98	1040.70	1150.35
速动比率（%）	119.61	943.95	1040.70	1150.35
经营现金流动负债比（%）	2.79	-12.42	-3.37	--
现金短期债务比（倍）	0.06	0.35	0.44	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2026 年 1—3 月财务报表未经审计；2. 因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”列式，“--”代表数据不适用，“*”表示因分母为 0 或接近于 0 而使指标而无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2026 年 1—3 月财务报表整理

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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+平均合同资产净额)
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-合同资产) /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 中长期科技创新债券信用等级设置及含义

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{sti}、AA_{sti}、A_{sti}、BBB_{sti}、BB_{sti}、B_{sti}、CCC_{sti}、CC_{sti}、C_{sti}。除 AAA_{sti} 级、CCC_{sti} 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 _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sti}	科技创新债券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 _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

附件 4-4 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