

华能澜沧江水电股份有限公司

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〕5836号

联合资信评估股份有限公司通过对华能澜沧江水电股份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，确定维持华能澜沧江水电股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 华能水电 GN013（可持续挂钩）”和“24 华能水电 GN005（乡村振兴）”信用等级为 AAA，维持“25 华能水电 GN007（科创债）”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

二〇二六年七月二十日

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评级协议委托方华能澜沧江水电股份有限公司（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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实客观、公正的原则。

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。

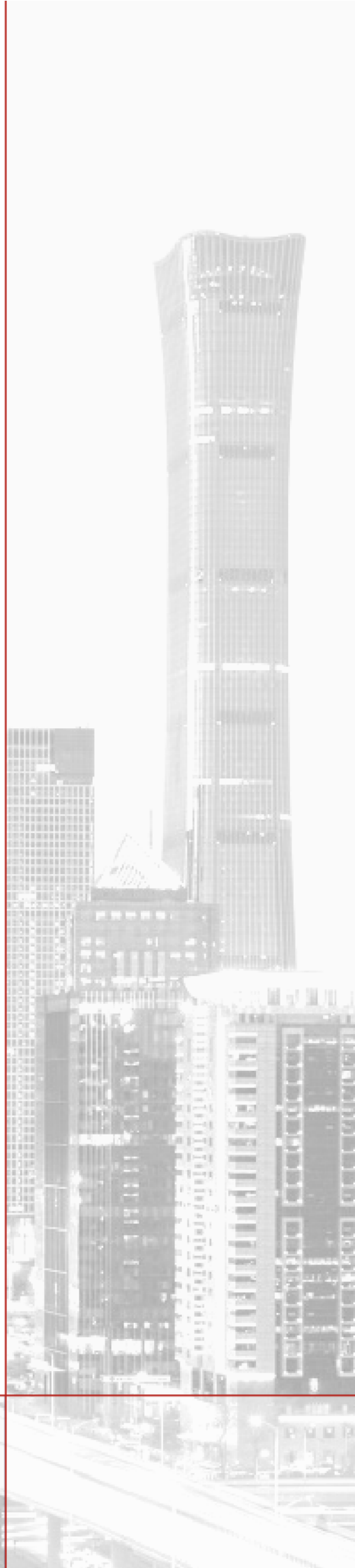
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



华能澜沧江水电股份有限公司

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
华能澜沧江水电股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/20
23 华能水电 GN013（可持续挂钩）	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 华能水电 GN005（乡村振兴）	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 华能水电 GN007（科创债）	AAA _{stt} /稳定	AAA _{stt} /稳定	

评级观点

华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“公司”）为国内重要的清洁能源发电企业，跟踪期内，公司法人治理、内控体系持续完善，经营管理总体稳定。公司为云南省装机规模最大的发电企业；经营方面，2025 年，TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，新能源项目陆续建成投产，带动公司装机规模进一步增长；叠加澜沧江糯扎渡断面来水同比偏丰，省内及西电东送用电需求提升，公司全年发电量同比增幅较大，尽管平均上网电价有所下降，但营业总收入保持增长，且水电主业毛利高，支撑公司整体盈利水平维持高位，公司经营风险很低。财务方面，2025 年，公司完成非公开发行 A 股股票，净资产增厚，资产负债率小幅优化，债务仍以长期为主；公司在建项目投资规模大，存在持续大规模资本开支需求；公司经营活动现金流保持大规模净流入，经营获现能力强，偿债能力指标表现非常强；公司银行授信储备充足，财务弹性极强，整体财务风险极低。同时，控股股东中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）在资本与资源方面给予公司大力支持。综合公司经营风险、财务风险表现及股东支持，公司整体偿还债务的能力极强，本报告跟踪债券的违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

公司水电开发业务向澜沧江上游不断延伸，并加大对风电和光伏等其他清洁能源装机的投资建设，将有利于公司未来装机规模的提升和电源结构的丰富，有助于其整体经营业绩水平的巩固与提升。综合评估，公司信用水平预计保持稳定。

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：公司定位发生明显调整；持续亏损或经营现金流明显恶化，债务负担加重导致其偿债指标表现严重弱化或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- **公司资源和规模优势显著。**澜沧江流域水电资源集中，是国家实施“西电东送”战略重点开发的水电基地之一。公司拥有中国境内澜沧江流域水电资源开发权，为云南省最大的发电企业。2025 年 TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，新能源发电项目陆续建成投产，带动公司装机规模进一步增长。截至 2025 年底公司已投产装机容量 3420.81 万千瓦，其中云南省内装机容量 3041.60 万千瓦，占云南省全口径发电装机容量的 17.77%，连续多年保持云南省电力装机规模第一位。
- **公司发电机组运行效益佳，经营性净现金流持续呈大规模净流入，营业总收入和利润总额均同比增长，综合盈利表现非常好。**2025 年，公司发电设备平均利用小时数高于全国平均水平，综合优势明显；公司当期营业总收入与利润总额分别同比增长 6.89% 和 3.89%，盈利指标整体表现极好；2025 年，公司经营性净现金流入 190.49 亿元，同比增长 8.52%，内生现金流充沛，经营获现能力强。
- **控股股东综合实力极强，对公司支持力度很大。**公司控股股东华能集团是中国中央直属大型发电企业集团之一，截至 2025 年底，华能集团资产总额 18089.52 亿元，2025 年营业总收入 3869.87 亿元，利润总额 569.01 亿元。公司作为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，可持续获得股东支持。

关注

- **公司水电流域资源相对单一。**公司机组以水力发电为主且水电项目相对集中于澜沧江流域，流域来水情况及水电上网电价对公司经营业绩影响明显；2025 年，公司平均上网电价同比下降 5.39%，其中水电、光伏平均上网电价同比均有所下降。
- **公司在建项目存在持续大规模资本开支需求。**公司聚焦清洁能源开发，伴随项目建设持续推进，公司债务规模有所扩大。截至 2026 年 3 月底，公司重要在建工程项目以水电站和新能源发电项目为主，存在持续大规模资本开支需求。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型	电力企业信用评级方法与模型 V4.1.202606
债项评级方法	债项评级基本方法 V3.0.202207
	科技创新债券信用评级方法 V4.1.202606

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	盈利能力		1
		资本结构		1
		偿债能力		1
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				+1
模型级别				AAA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《电力企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

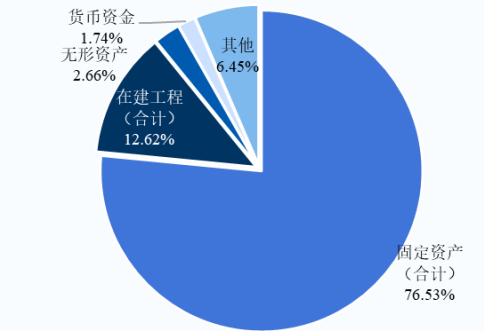
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	30.95	39.43	56.45
资产总额（亿元）	2146.07	2267.17	2289.70
所有者权益（亿元）	791.68	881.15	914.98
短期债务（亿元）	313.50	317.75	334.49
长期债务（亿元）	921.98	938.16	925.57
全部债务（亿元）	1235.48	1255.91	1260.05
营业总收入（亿元）	248.82	265.95	57.63
利润总额（亿元）	103.65	107.68	20.26
EBITDA（亿元）	192.93	207.35	--
经营性净现金流（亿元）	175.54	190.49	37.53
EBITDA 利润率（%）	77.54	77.96	--
总资产报酬率（%）	6.09	5.94	--
资产负债率（%）	63.11	61.13	60.04
全部债务资本化比率（%）	60.95	58.77	57.93
流动比率（%）	14.17	18.38	23.21
经营现金流动负债比（%）	41.05	42.90	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.12	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	5.73	6.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.40	6.06	--

公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1544.43	1574.00	1593.64
所有者权益（亿元）	700.40	777.63	806.45
全部债务（亿元）	788.00	737.55	730.11
营业总收入（亿元）	178.84	188.48	38.35
利润总额（亿元）	82.17	89.70	14.01
资产负债率（%）	54.65	50.60	49.40
全部债务资本化比率（%）	52.94	48.68	47.52
流动比率（%）	4.49	7.62	15.24
经营现金流动负债比（%）	53.95	55.65	--

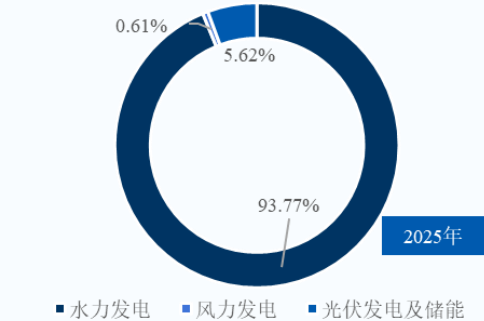
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径其他流动负债与长期应付款中的有息债务分别调整计入短期债务和长期债务；公司本部其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务；上表债务不含永续债；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 本报告中“/”表示相关数据未获取，“--”表示指标不适用或无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

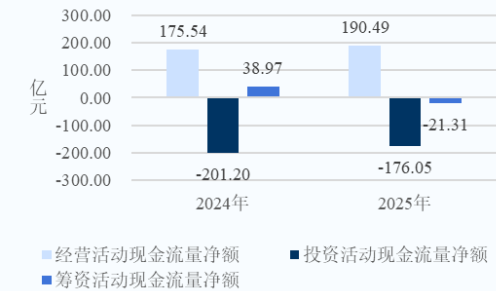
2025 年底公司资产构成



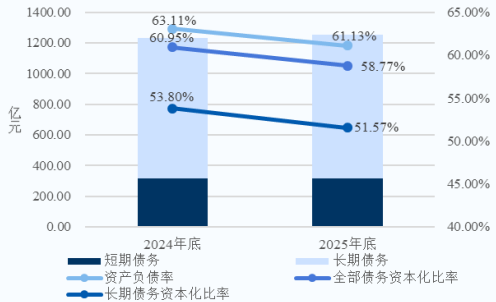
2025 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	下一行权日/到期兑付日	特殊条款
23 华能水电 GN013（可持续挂钩）	20.00	20.00	2026/07/26	--
24 华能水电 GN005（乡村振兴）	10.00	10.00	2027/10/28	延期，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济
25 华能水电 GN007（科创债）	20.00	20.00	2028/07/14	延期，赎回，调整票面利率，利息递延权，持有人救济

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；上述债券除“23 华能水电 GN013（可持续挂钩）”外均为可续期债券

资料来源：Wind，联合资信根据公开信息整理

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 华能水电 GN007（科创债）	AAA _{stf} /稳定	AAA/稳定	2025/07/22	李晨 张琳	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）	阅读全文
24 华能水电 GN005（乡村振兴） 23 华能水电 GN013（可持续挂钩）	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/22	李晨 张琳	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）	阅读全文
25 华能水电 GN007（科创债）	AAA _{stf} /稳定	AAA/稳定	2025/07/08	李晨 张琳	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）	阅读全文
24 华能水电 GN005（乡村振兴）	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/12	李晨 黄露	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）	阅读全文
23 华能水电 GN013（可持续挂钩）	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/07	李晨 黄露	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：张琳 zhanglin@lhratings.com

项目组成员：刘薇 liuwei@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”）关于华能澜沧江水电股份有限公司（以下简称“公司”）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

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人无变化。2025 年公司完成非公开发行 A 股股票，募集资金 58.25 亿元用于 TB、RM 水电站建设，发行完成后公司股份总额由 180 亿股变更为 186.31 亿股，注册资本和实收资本由 180 亿元增至 186.31 亿元。截至 2025 年底，公司注册资本和实收资本均为 186.31 亿元。中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）对公司持股 48.69%，为公司控股股东，其所持股权无质押；公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司主要从事水电开发，同时开展风电和光伏发电等业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力生产及供应行业，适用于电力企业信用评级方法与模型。

公司本部根据经营管理需要设立了多个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 2267.17 亿元，所有者权益 881.15 亿元（含少数股东权益 61.55 亿元）；2025 年，公司实现营业收入总收入 265.95 亿元，利润总额 107.68 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 2289.70 亿元，所有者权益 914.98 亿元（含少数股东权益 63.29 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业收入总收入 57.63 亿元，利润总额 20.26 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市官渡区世纪城中路 1 号；公司法定代表人：孙卫。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表。相关债券募集资金均已按指定用途使用完毕，均于付息日正常付息。

图表 1 • 公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
23 华能水电 GN013（可持续挂钩）	20.00	20.00	2023/07/26	3
24 华能水电 GN005（乡村振兴）	10.00	10.00	2024/10/28	3（3+N）
25 华能水电 GN007（科创债）	20.00	20.00	2025/07/14	3（3+N）
合计	50.00	50.00	--	--

资料来源：Wind，联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六

张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业分析

2025 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，全社会用电需求稳步增长。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，国家电网、电源工程保持较大投资规模，新能源装机增量明显，非化石能源发电量保持不断增长态势，对火电替代作用日益突显。预计 2026 年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见[《2026 年电力行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司持续建设水电和新能源项目，保持云南省装机规模第一、发电量第一的行业地位，在云南省水电开发中具有明显竞争优势。

澜沧江流域水电资源集中，具有“云电外送”的区位优势，为国家实施“西电东送”战略重点开发的水电基地之一。公司拥有澜沧江全流域的水电开发权，是云南省最大的发电企业和澜沧江—湄公河区域最大的水力发电企业。公司在云南省水电开发中具有明显的竞争优势，2025 年保持云南省装机规模第一、发电量第一的地位。截至 2025 年底，公司云南省内装机容量 3041.60 万千瓦，占云南省全口径发电装机容量的 17.77%；其中云南省内水电装机容量 2436.48 万千瓦，占云南省全口径水电装机容量的 29.29%。公司 2025 年完成发电量 1269.32 亿千瓦时，其中云南省内发电量 1121.88 亿千瓦时，占云南省当年发电量的 24.41%。跟踪期内，公司持续建设水电和新能源项目，随着在建装机持续投运，公司电力装机规模进一步扩大，截至 2025 年末，公司已投产电站总装机容量 3420.81 万千瓦，其中，水电装机容量 2811.58 万千瓦，风电、光伏新能源装机容量合计 609.23 万千瓦。

公司小湾电站和糯扎渡电站曾入选国家水利部“人民治水·百年功绩”治水工程。跟踪期内，公司持续科研投入，联合国内水电行业多家优秀科研设计单位，开展了一系列涉及水电工程建设关键技术、生态环境保护、工程安全、水资源高效利用等百余项科研项目，取得多项重大科技成果奖。2025 年公司获授权发明专利 289 项，创新成果折算数 645.5 个，获省部及行业科技奖励 30 项。

公司过往履约情况佳。

历史信用记录方面，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 6 月 10 日，公司本部无未结清不良信贷信息。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。截至本报告出具日，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。

（二）管理水平

2025 年，公司取消监事会，由董事会审计委员会承接监事会相关职责。跟踪期内，公司主要管理人员发生一定变动，未对其经营管理产生不利影响。

2025 年，公司进一步强化公司治理，修订了《公司章程》，取消监事会，由董事会审计委员会承接监事会相关职责。跟踪期内，公司主要管理人员发生一定变动，属正常人事调整，未对其经营管理产生不利影响。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，随着水电、新能源项目建成投产，公司电力装机规模进一步扩大，机组运行效率很高。2025 年，公司发售电量同比增长，平均上网电价有所下降，综合影响下发电收入同比小幅增长；受益于水电主业高毛利支撑，公司 2025 年综合毛利率保持稳定，电力业务整体仍维持高盈利水平。

跟踪期内，公司仍主要从事水电站的投资建设和生产经营，同时进一步推动新能源发电项目建设，电力业务仍为公司收入和利润的核心来源。2025年，受益于TB水电站和硬梁包水电站全容量投产，同时云南省内、西电东送电力需求同比增加，公司在主汛期全力抢发电量，水电蓄能得到有效释放，公司水电收入与毛利率同比均有所增长；2025年，伴随光伏项目大规模建成投产，公司光伏发电及储能板块收入同比增长较多，但受光伏上网电价下降及折旧成本增加等因素影响，该板块毛利率降幅明显，但因收入占比较低，对整体业绩影响有限。2025年，公司综合毛利率同比变动不大，电力业务仍维持高盈利水平。

2026年一季度，随着发电量提高，公司营业总收入同比增长7.02%至57.63亿元，综合毛利率同比略有下降。

图表 2•公司主营业务收入及毛利率概况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水力发电	234.67	95.23%	56.90%	248.14	93.77%	58.61%
风力发电	1.74	0.71%	37.62%	1.61	0.61%	53.11%
光伏发电及储能	10.02	4.07%	48.06%	14.88	5.62%	30.05%
合计	246.43	100.00%	56.40%	264.62	100.00%	56.97%

注：2025 年储能板块收入 0.40 亿元，毛利率 59.61%；尾差系四舍五入所致
资料来源：根据公司年报及提供资料整理

2025 年，公司下辖 TB 水电站、硬梁包水电站全容量并网，叠加新建光伏项目大规模投产，公司装机规模进一步增长。截至 2025 年底，公司已投产装机容量较上年底增长 10.32%至 3420.81 万千瓦。公司发电量受流域来水情况影响明显，2025 年，公司发电量与上网电量同比分别增长 13.32%和 13.36%，主要系：（1）水电及新能源项目装机规模增长带动发电量同比增加；（2）用电需求同比增加，云南省内和西电东送电量同比增加；（3）澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 1.5 成，公司在主汛期全力抢发电量，水电蓄能得到有效释放。流域水库调节功能及“云电外送”“西电东送”机制保证了公司很高的机组运行效率。2025 年，公司发电设备平均利用小时数同比下降，但仍高于全国平均水平¹。公司承担国家“西电东送”任务，上网电量部分用于满足省内用电需求，部分通过云南电网有限责任公司（以下简称“云南电网”）再进入南方电网（中国南方电网有限责任公司）外送广东、广西及境外。公司外送电量有助于广东省电力电量平衡，亦对公司整体经营业绩具有一定积极影响。

电力销售方面，公司主要售电对象为云南电网，以签订购售电合同的方式进行电力销售并于次月结清上月应付电费，公司作为云南省最大的发电企业，与云南电网保持良好战略合作关系，跟踪期内仍维持高电费回收率。2025 年，公司平均上网电价同比下降 5.39%，其中水电、光伏平均上网电价同比均有所下降，风电平均上网电价同比显著增长，电价变化主要系受电力交易市场供需结构变化影响，公司整体电力销售业务保持高盈利水平。

图表 3• 公司电力资产运营概况

指标	2024 年	2025 年
控股装机容量（万千瓦）	3100.85	3420.81
其中：水电	2730.58	2811.58
新能源发电	370.27	609.23
发电量（亿千瓦时）	1120.12	1269.32
上网电量（亿千瓦时）	1110.23	1258.58
平均上网电价（不含税，元/兆瓦时）	222.57	210.58
其中：水电	219.96	207.78

¹ 根据国家能源局及中国电力企业联合会统计数据，2024—2025 年全国水电设备平均利用小时数分别为 3349 小时和 3367 小时，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数分别为 3442 小时和 3119 小时

风电	426.81	483.33
光伏	276.23	253.12
电力销售收入（亿元）	246.43	264.22
发电设备平均利用小时（小时）	3839.80	3749.26

资料来源：公司年报

2 未来发展

公司聚焦清洁能源开发，重要在建工程项目主要为水电及新能源项目，存在持续大规模资本开支需求。未来项目建成后，公司清洁能源装机规模将进一步扩大，有助于巩固其行业竞争力。

截至 2026 年 3 月底，公司重要在建工程项目主要为水电及新能源项目，将持续大规模资本开支。未来，随着在建电力机组陆续建成投产发电，公司整体装机规模将继续扩大，有利于进一步提升公司市场占有率与综合竞争力，对保障区域能源安全、稳定电力供应，服务构建新型电力系统和新型能源体系以及促进地方经济社会发展具有重要意义。

澜沧江在中国云南省境内按 15 个梯级开发，公司澜沧江云南段水电开发已由中下游向上游推进。未来，公司将以澜沧江基地一体化开发建设为主线，坚持发展水电，同时积极开发新能源发电项目。

图表 4 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建项目概况

项目	计划建设装机规模（万千瓦）	已投产装机规模（万千瓦）	预计总投资额（亿元）	已投资额（亿元）
西藏地区水电站	922.00	0.00	1784.00	199.99
光伏项目合计	712.57	656.31	437.28	291.85
合计	1634.57	656.31	2221.28	491.84

注：西藏地区水电站项目包括 RM 水电站、BDa 水电站等项目

资料来源：根据公司提供资料整理

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2026 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表以持续经营为基础编制，主要会计政策连续。合并范围方面，2025 年，公司新设立子公司 4 户，主营新能源/清洁能源相关业务。公司财务报表合并范围变动主要为投资设立新能源企业，主营业务未发生变化，整体财务数据可比性佳。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

伴随持续推进清洁能源机组建设，跟踪期内，公司固定资产增长，带动资产规模扩大；资产结构仍以发电相关固定资产及在建工程等非流动资产为主，固定资产成新率较高；公司整体资产流动性弱，但资产持续经营和盈利性强，资产受限比例极低，整体资产质量较好。

截至 2025 年底，公司资产结构仍以非流动资产为主，受在建工程持续投入及逐步转固影响，公司资产总额有所扩大，较上年底增长 5.64%。公司货币资金受经营活动获现及债务偿付准备等因素共同影响而持续增长，截至 2025 年底受限货币资金 2.66 亿元，受限原因为取得专用借款本金、土地复垦保证金及履约保证金等，受限比例很低。截至 2025 年底，公司应收账款构成仍以应收电网公司售电款和应收新能源补贴为主，其中应收售电款项为 20.53 亿元、应收新能源补贴 3.59 亿元，账龄以 1 年以内为主，坏账准备期末余额 0.28 亿元，应收账款欠款方以电网公司为主，整体回收风险不大；公司其他应收款（合计）以应收代垫款、往来款和保证金及押金为主，坏账准备规模较大但占整体资产比重相对有限；伴随水电、新能源项目建设持续推进，公司在建工程维持大规模资本投入，期末在建工程（合计）大幅下降，同时固定资产（合计）大幅增长，主要系当期 TB 水电站、硬梁包水电站全容量投产转入固定资产。截至 2025 年底，公司固定资产成新率为 67.11%。

受限资产方面，截至 2025 年底，公司受限资产合计 14.18 亿元，其中受限货币资金 2.66 亿元、受限应收账款 11.52 亿元，占总资产的比重为 0.63%，资产受限程度极低。公司资产规模很大，且主要以发电设施为主，整体资产流动性弱，但资产持续经营性和盈利性强。2025 年，公司总资产周转次数为 0.12 次，周转次数较低，符合水电行业特点。

图表 5• 公司资产构成概况（单位：亿元）

项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	60.62	2.82	81.63	3.60	102.96	4.50
货币资金	30.93	51.02	39.43	48.30	56.45	54.82
应收账款	19.61	32.34	25.82	31.63	29.87	29.01
其他应收款（合计）	7.64	12.61	6.96	8.53	8.02	7.79
非流动资产	2085.45	97.18	2185.54	96.40	2186.73	95.50
固定资产（合计）	1516.84	72.73	1734.96	79.38	1733.40	79.27
在建工程（合计）	409.96	19.66	286.18	13.09	285.52	13.06
资产总额	2146.07	100.00	2267.17	100.00	2289.70	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表整理

图表 6• 公司 2025 年底应收账款前五大欠款方概况

单位名称	账面余额（亿元）	占应收账款期末余额合计数的比重（%）	坏账准备（亿元）
云南电网有限责任公司	18.57	71.13	0.00
柬埔寨电力公司	2.41	9.25	0.00
国网四川省电力公司	2.30	8.81	0.00
中色镍业（缅甸）有限公司	1.78	6.84	0.28
缅甸电力公司	0.58	2.24	0.00
合计	25.65	98.27	0.28

注：中色镍业（缅甸）有限公司因缅甸内部冲突电费收回存在风险故计提坏账准备
资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 7• 公司 2025 年底其他应收款前五大欠款方概况

单位名称	期末余额（亿元）	款项性质	坏账准备（亿元）
中色镍业（缅甸）有限公司	3.47	代垫款	0.48
西藏开发投资集团有限公司	2.25	往来款	2.25
缅甸电力部水电实施司	1.81	代垫款	0.13
甘孜藏族自治州发展和改革委员会	1.48	履约保证金	0.00
巴塘县国有资产经营管理有限责任公司	0.53	委贷本息收入	0.53
合计	9.53	--	3.39

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 0.99%，构成情况较上年底变化不大。

（2）资本结构

跟踪期内，公司完成定向增发使得实收资本和资本公积增加，同时经营利润持续累积带动未分配利润增长，所有者权益规模持续扩大；公司负债及有息债务小幅增长但整体债务结构合理，财务杠杆有所下降，考虑到计入权益的永续债务，公司实际债务负担尚可。

截至 2025 年底，公司所有者权益 881.15 亿元，较上年底增长 11.30%，主要系公司完成定向增发，使得实收资本和资本公积均有所增加以及未分配利润随着经营利润的累积进一步增长所致。公司其他权益工具主要为永续票据。截至 2025 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 93.01%，少数股东权益占比为 6.99%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 21.14%、20.40%和 29.37%，所有者权益结构稳定性较强。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模较上年底增长 3.84%，构成情况变化不大，未分配利润进一步增加。

图表 8• 公司所有者权益概况（单位：亿元）

项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	180.00	22.74	186.31	21.14	186.31	20.36
其他权益工具	144.97	18.31	124.97	14.18	142.17	15.54
资本公积	128.21	16.19	179.74	20.40	179.74	19.64

盈余公积	52.35	6.61	60.17	6.83	60.17	6.58
未分配利润	221.31	27.95	258.76	29.37	273.47	29.89
归属于母公司所有者权益合计	736.01	92.97	819.60	93.01	851.69	93.08
少数股东权益	55.67	7.03	61.55	6.99	63.29	6.92
所有者权益合计	791.68	100.00	881.15	100.00	914.98	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

跟踪期内，公司负债总额波动增长，负债结构仍以非流动负债为主。截至 2025 年底，公司短期借款由信用借款和应付借款利息构成；同期末，公司其他应付款（合计）主要为应付工程款（95.02 亿元）、押金保证金、设备款和补充医疗保险结余等，较上年年底增长 7.72%，主要系应付工程款增加；2025 年末，公司其他流动负债较上年底有所增长，主要系当期发行超短期融资券同比增加所致。

非流动负债方面，2025 年，公司长期借款基本保持存量规模。债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务 1255.91 亿元，较上年年底增长 1.65%。债务结构方面，短期债务占 25.30%，长期债务占 74.70%，以长期债务为主，债务结构变动不大。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 61.13%、58.77%和 51.57%，较上年底分别下降 1.98 个百分点、下降 2.18 个百分点和下降 2.23 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 1380.88 亿元。债务结构方面，短期债务 317.75 亿元（占 23.01%），长期债务 1063.13 亿元（占 76.99%）。从债务指标看，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 66.65%、64.62%和 58.44%，公司债务负担尚可。

截至 2026 年 3 月底，公司负债、全部债务规模及构成情况较上年底变动不大。

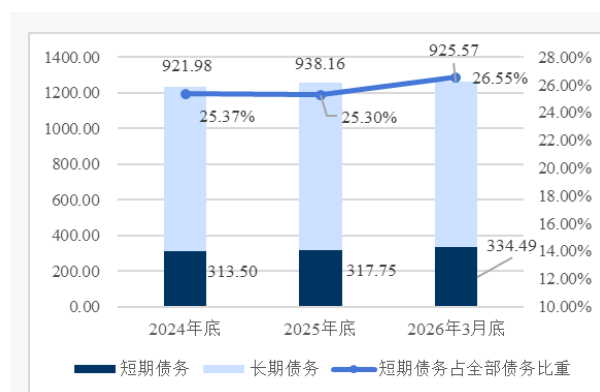
图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	427.66	31.58	444.03	32.04	443.71	32.28
短期借款	142.59	33.34	114.09	25.69	106.78	24.06
其他应付款（合计）	98.99	23.15	106.63	24.01	89.79	20.24
一年内到期的非流动负债	120.91	28.27	133.66	30.10	131.71	29.68
其他流动负债	50.20	11.74	70.29	15.83	96.27	21.70
非流动负债	926.72	68.42	942.00	67.96	931.01	67.72
长期借款	896.66	96.76	899.07	95.44	886.70	95.24
负债总额	1354.39	100.00	1386.02	100.00	1374.71	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；其他应付款（合计）含应付利息与应付股利

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

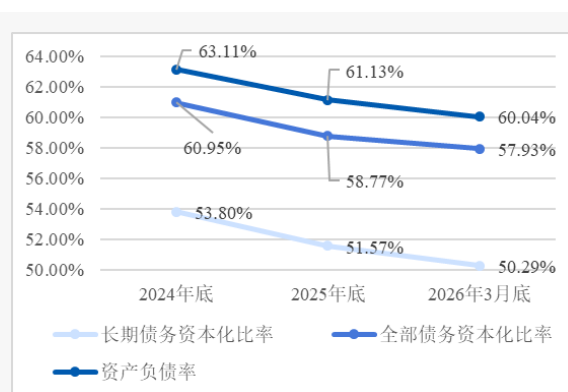
图表 10 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



注：不含永续债

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 11 • 公司债务杠杆水平



注：不含永续债

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

(3) 盈利能力

2025 年，公司营业总收入与利润总额同比保持增长，综合盈利表现极强。

2025 年，公司平均上网电价同比有所下降，但受益于发电量增幅较大，营业总收入与利润总额均保持同比增长；同期，公司期间费用总额同比略有下降，期间费用率同比下降 0.99 个百分点至 12.78%；2025 年，公司投资收益 3.11 亿元，主要为对云南华电金沙江中游水电开发有限公司和国投云南大朝山水电有限公司权益法下确认的投资损益；公司总资产报酬率和 EBITDA 利润率

同比变动不大，盈利指标综合表现仍属极强。

图表 12 • 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	248.82	265.95	57.63
营业成本	109.16	114.41	27.67
期间费用	34.27	34.00	7.90
其中：财务费用	26.75	26.25	6.29
投资收益	3.25	3.11	0.52
利润总额	103.65	107.68	20.26
总资产报酬率（%）	6.09	5.94	--
EBITDA 利润率（%）	77.54	77.96	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

与所选同业企业比较，公司盈利指标表现良好。

图表 13 • 2025 年同行业公司盈利指标对比（单位：万千瓦、亿元）

公司名称	控股装机规模	营业总收入	利润总额	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率（平均）
中国长江电力股份有限公司	7179.50	862.42	417.40	61.67%	9.08%	15.99%
雅砻江流域水电开发有限公司	2255.30	246.55	110.95	60.53%	7.10%	12.16%
广西桂冠电力股份有限公司	1503.04	103.93	44.26	53.98%	9.60%	16.54%
华能澜沧江水电股份有限公司	3420.81	265.95	107.68	56.98%	6.09%	10.93%

注：为便于比较，上表销售毛利率、总资产报酬率和净资产收益率（平均）数据统一采用 Wind 统计口径；上表中国长江电力股份有限公司的控股装机规模数据为水电装机容量
 资料来源：联合资信根据 Wind 及公开资料整理

（4）现金流

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量保持大规模净流入，经营获现能力强，但公司在建项目未来尚需投资规模大，仍存在较大外部融资需求。

2025 年，公司发电量增长、电力业务收入增加带动经营活动现金流入同比增长，公司发电业务经营回款稳定，经营获现能力强，经营活动产生的净现金流同比增长 8.52%；同期，公司持续推动水电及新能源项目建设，资本支出需求大，投资活动现金保持大规模净流出，但净流出规模同比下降，当期筹资活动前现金流转为净流入；2025 年，随着定增资金的补充，公司融资需求较上年有所减弱，当期筹资活动现金流转为净流出，主要为分配股利和支付利息。2026 年一季度，公司经营获现基本满足自身投资支出需求，考虑到公司在建项目待投资规模大，未来仍存在较大筹资需求。

图表 14 • 公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	281.31	297.01	61.06
经营活动现金流出小计	105.77	106.52	23.53
经营活动现金流量净额	175.54	190.49	37.53
投资活动现金流入小计	2.92	3.77	0.65
投资活动现金流出小计	204.12	179.82	29.15
投资活动现金流量净额	-201.20	-176.05	-28.50
筹资活动前现金流量净额	-25.66	14.44	9.03
筹资活动现金流入小计	857.06	857.54	217.89
筹资活动现金流出小计	818.09	878.86	204.34
筹资活动现金流量净额	38.97	-21.31	13.55
现金收入比（%）	111.76	109.76	105.06

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债能力指标变化

跟踪期内，公司综合偿债能力指标表现极强。

公司资产构成以非流动资产为主，资产持续经营能力和获现能力强，短期偿债指标表现较好。2025 年，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 同比均增长，EBITDA 与经营现金对利息支出的保障程度有所提高，长期偿债指标表现极强。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债指标	经营现金/流动负债（%）	41.05	42.90
	经营现金/短期债务（倍）	0.56	0.60
	现金短期债务比（倍）	0.10	0.12
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	192.93	207.35
	全部债务/EBITDA（倍）	6.40	6.06
	经营现金/全部债务（倍）	0.14	0.15
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.73	6.83
	经营现金/利息支出（倍）	5.22	6.28

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在对外担保、重大未决诉讼或仲裁事项，公司整体或有负债风险可控。

公司金融机构认可度很高，截至 2025 年底，公司共获得各类银行授信额度合计 2752.73 亿元，其中未使用额度 1469.19 亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司为上市企业，具备直接融资渠道；公司资产受限率极低，综合财务弹性极佳。

3 公司本部主要变化情况

随着定增事项的完成，公司本部 2025 年所有者权益增幅较大；本部债务负担尚可，2025 年本部收入和利润均同比增长。

截至 2025 年底，公司本部资产总额较上年底增长 1.91%至 1574.00 亿元，负债总额较上年底下降 5.65%至 796.36 亿元；随着定增的完成，2025 年末公司本部实收资本和资本公积较上年底均有所增长，经营利润累积使得未分配利润进一步增加，综合影响下所有者权益较上年底增长 11.03%至 777.63 亿元。财务杠杆方面，截至 2025 年底，公司本部资产负债率与全部债务资本化比率分别为 50.60%和 48.68%，债务负担尚可。2025 年，公司本部实现营业总收入 188.48 亿元，利润总额为 89.70 亿元，同比均有所增长。同期，现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 135.16 亿元，投资活动现金流净额-63.36 亿元，筹资活动现金流净额-72.55 亿元。

（五）ESG 方面

公司主营清洁能源发电并且持续建设清洁能源项目，同时持续加强企业 ESG 管理，注重安全生产与环保投入，积极履行作为央企的社会责任。整体来看，跟踪期内，公司 ESG 表现佳。

公司主营清洁能源发电，水电工程建设与生态文明建设协调推进，持续开展生态保护与污染治理，坚持绿色发展。2025 年，公司环保投资金额 3.83 亿元。公司积极贯彻落实国家“双碳”战略，截至 2025 年底，公司总装机暨清洁能源装机为 3420.81 万千瓦，主要污染物实现 100%持续稳定达标排放，全年未发生环境污染事件。2025 年，公司完成绿电销售 0.91 亿千瓦时，累计出售绿证 685.28 万张。

公司树立安全至上的发展理念，全面履行安全生产的主体责任，推动安全生产标准化，确保安全稳定运营，致力于构建和谐劳动关系，与各利益相关方携手合作，打造互利共赢的战略平台，积极响应国家号召，投身乡村振兴，支持“一带一路”倡议，为经济发展和地方民生贡献力量。2025 年，公司税费总额为 65.92 亿元，公益慈善投入 5627.59 万元。2025 年，公司安全生产总投入 3.18 亿元，未发生重大及以上安全生产事故、无员工伤亡。

管理方面，公司严格遵循法律法规及上市地监管要求，不断完善公司治理机制，落实董事会职权，深化企业改革诚信合规运营，强化自身能力建设，切实维护投资者合法权益，为其可持续发展奠定坚实基础。

七、外部支持

1 支持能力

公司控股股东华能集团为中国核心电力集团企业之一，行业地位极高，在业务布局、规模经济效应、环保节能等多方面具有显著优势。

华能集团是中国中央直属大型发电企业集团之一，国务院国资委是其出资人和实际控制人。截至 2025 年底，华能集团实收资本为 352.77 亿元。截至 2025 年底，华能集团在中国三十一个省、市、自治区以及境外拥有全资及控股电厂装机容量共计 30137 万千瓦，煤炭产能 12360 万吨/年。华能集团电源结构不断优化，新能源装机规模占比有所提高。2025 年华能集团完成发电量 8624 亿千瓦时。截至 2025 年底，华能集团合并资产总额 18089.52 亿元，所有者权益 5761.62 亿元（含少数股东权益 3840.44 亿元）；2025 年，华能集团实现营业总收入 3869.87 亿元，利润总额 569.01 亿元。

2 支持可能性

公司作为华能集团水电业务最终整合的唯一平台，获得股东支持力度很大。

在中国“双碳”的政策背景下，公司行业前景佳。华能集团作为世界级大型发电企业之一，为践行国家绿色发展理念，深入推进能源供给侧结构性改革，华能集团推进清洁能源的发展。根据《中国华能集团有限公司关于变更进一步避免与华能澜沧江水电股份有限公司同业竞争有关事项的承诺》，华能集团确定公司为其水电业务最终整合的唯一平台。若华能集团获得中国境内新开发、收购水电项目的业务机会，在符合适用法律法规的规定及满足国家关于开发主体资格等要求的前提下，将促使相关业务机会优先提供给公司。华能集团承诺，将中国境内所拥有的非上市水电业务资产在符合注入条件时注入公司；华能四川能源开发有限公司资产的注入对公司存在积极影响。整体看，华能集团积极支持公司可持续发展，对公司支持力度很大。

八、债券偿还能力分析

公司盈利能力及经营获现能力对本报告所跟踪债券偿付保障能力佳。

截至本报告出具日，“23 华能水电 GN013（可持续挂钩）”“24 华能水电 GN005（乡村振兴）”和“25 华能水电 GN007（科创债）”债券余额合计 50 亿元。公司 2025 年经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本报告所跟踪债券偿付保障能力佳。

图表 16• 本报告跟踪债券偿还能力指标概况

项目	2025 年
本报告所跟踪债券余额（亿元）	50.00
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	5.94
经营活动净现金流/本报告所跟踪债券余额（倍）	3.81
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.24

资料来源：联合资信根据公司财务报表及公开资料整理

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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 华能水电 GN013（可持续挂钩）”和“24 华能水电 GN005（乡村振兴）”信用等级为 AAA，维持“25 华能水电 GN007（科创债）”信用等级为 AAA_{st}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司前五大股东持股概况（截至 2025 年底）

股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例
中国华能集团有限公司	907200.00	48.69%
云南省能源集团有限公司	408680.00	21.94%
云南合和（集团）股份有限公司	218648.71	11.74%
昆明云能产融有限公司	72000.00	3.86%
昆明云能产业有限公司	28000.00	1.50%
合计	1634529.00	87.73%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	持股比例	注册资本（万元）	业务性质
华能澜沧江新能源有限公司	100.00%	98000.00	水电站开发建设运营
华能澜沧江上游水电有限公司	100.00%	300000.00	电站开发建设运营
华能澜沧江国际能源有限公司	100.00%	56178.00	水电站开发建设运营
华能龙开口水电有限公司	95.00%	267213.00	水电站开发建设运营
华能澜沧江能源销售有限公司	100.00%	20000.00	电力销售
华能四川能源开发有限公司	100.00%	146980.00	电力、热力生产和供应业

注：截至本报告出具日，上述企业信息或有变动

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	30.95	39.43	56.45
应收账款（亿元）	19.61	25.82	29.87
其他应收款（合计）（亿元）	7.64	6.96	8.02
存货（亿元）	0.40	0.46	0.43
长期股权投资（亿元）	32.74	33.57	34.07
固定资产（合计）（亿元）	1516.84	1734.96	1733.40
在建工程（合计）（亿元）	409.96	286.18	285.52
资产总额（亿元）	2146.07	2267.17	2289.70
实收资本（亿元）	180.00	186.31	186.31
少数股东权益（亿元）	55.67	61.55	63.29
所有者权益（亿元）	791.68	881.15	914.98
短期债务（亿元）	313.50	317.75	334.49
长期债务（亿元）	921.98	938.16	925.57
全部债务（亿元）	1235.48	1255.91	1260.05
营业总收入（亿元）	248.82	265.95	57.63
营业成本（亿元）	109.16	114.41	27.67
其他收益（亿元）	0.24	0.17	0.03
利润总额（亿元）	103.65	107.68	20.26
EBITDA（亿元）	192.93	207.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	278.09	291.92	60.55
经营活动现金流入小计（亿元）	281.31	297.01	61.06
经营活动现金流量净额（亿元）	175.54	190.49	37.53
投资活动现金流量净额（亿元）	-201.20	-176.05	-28.50
筹资活动现金流量净额（亿元）	38.97	-21.31	13.55
财务指标			
销售债权周转次数（次）	12.65	11.70	--
存货周转次数（次）	258.81	264.67	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.12	--
现金收入比（%）	111.76	109.76	105.06
营业利润率（%）	54.19	52.29	47.86
总资本收益率（%）	5.73	5.57	--
净资产收益率（%）	11.26	10.46	--
EBITDA 利润率（%）	77.54	77.96	--
总资产报酬率（%）	6.09	5.94	--
长期债务资本化比率（%）	53.80	51.57	50.29
全部债务资本化比率（%）	60.95	58.77	57.93
资产负债率（%）	63.11	61.13	60.04
流动比率（%）	14.17	18.38	23.21
速动比率（%）	14.08	18.28	23.11
经营现金流动负债比（%）	41.05	42.90	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.12	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	5.73	6.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.40	6.06	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径其他流动负债与长期应付款中的有息债务分别调整计入短期债务和长期债务，以上债务数据不含永续债；3. “--”表示指标不适用或无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.83	2.62	19.33
应收账款（亿元）	8.85	13.17	17.71
其他应收款（合计）（亿元）	0.02	0.01	0.12
存货（亿元）	0.28	0.33	0.30
长期股权投资（亿元）	220.55	246.39	251.20
固定资产（合计）（亿元）	1220.85	1214.82	1202.59
在建工程（合计）（亿元）	68.39	48.77	53.19
资产总额（亿元）	1544.43	1574.00	1593.64
实收资本（亿元）	180.00	186.31	186.31
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	700.40	777.63	806.45
短期债务（亿元）	196.15	184.26	196.23
长期债务（亿元）	591.85	553.30	533.89
全部债务（亿元）	788.00	737.55	730.11
营业总收入（亿元）	178.84	188.48	38.35
营业成本（亿元）	75.89	75.36	17.85
其他收益（亿元）	0.10	0.06	0.02
利润总额（亿元）	82.17	89.70	14.01
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	206.61	208.65	38.76
经营活动现金流入小计（亿元）	208.00	209.69	38.90
经营活动现金流量净额（亿元）	135.83	135.16	23.63
投资活动现金流量净额（亿元）	-90.24	-63.36	-11.51
筹资活动现金流量净额（亿元）	-44.13	-72.55	5.26
财务指标			
销售债权周转次数（次）	15.75	17.12	--
存货周转次数（次）	274.75	250.13	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.12	--
现金收入比（%）	115.53	110.70	101.07
营业利润率（%）	55.91	54.74	48.44
总资产收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	10.17	10.05	--
EBITDA 利润率（%）	/	/	--
总资产报酬率（%）	6.61	6.88	--
长期债务资本化比率（%）	45.80	41.57	39.83
全部债务资本化比率（%）	52.94	48.68	47.52
资产负债率（%）	54.65	50.60	49.40
流动比率（%）	4.49	7.62	15.24
速动比率（%）	4.38	7.48	15.12
经营现金流动负债比（%）	53.95	55.65	--
现金短期债务比（倍）	0.01	0.01	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务，以上债务数据不含永续债；3. “/”表示相关数据未获取，“--”表示指标不适用或无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供资料整理

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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ²	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 ³ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×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
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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 ⁴	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

² 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

³ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

⁴ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

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

附件 4-5 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3—6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3—6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3—6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断