

江苏华辰变压器股份有限公司

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〕3824号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏华辰变压器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，确定维持江苏华辰变压器股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“华辰转债”信用等级为 A⁺，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：

二〇二六年六月二十三日

声 明

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

二、本报告系联合资信接受江苏华辰变压器股份有限公司（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，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。

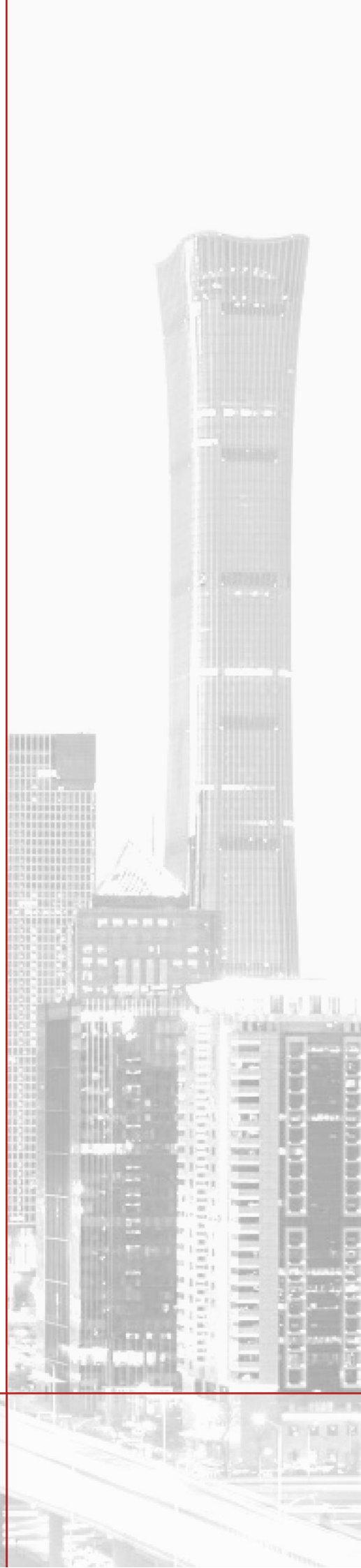
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



江苏华辰变压器股份有限公司

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
江苏华辰变压器股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定	2026/06/23
华辰转债	A+/稳定	A+/稳定	

评级观点

跟踪期内，江苏华辰变压器股份有限公司（以下简称“公司”）仍主要从事节能型变压器、箱式变电站和智能电气成套设备等输配电及控制设备的研发、生产和销售，在技术研发、客户资源以及智能制造方面保持一定竞争优势。2025 年，随着箱式变电站收入的大幅增长，公司营业收入同比有所增长，但因行业竞争和成本增加导致毛利率同比下降；同时营收结构转为以箱式变电站产品为主，考虑到箱变所属的新能源行业竞争仍激烈，对公司经营形成挑战。公司主要产品产能、产量总体呈增长态势，但需关注央企及上市公司客户付款审批流程复杂、回款周期较长对公司营运资金占用的不利影响。财务方面，2025 年底，公司应收账款与募投项目的投入带动资产规模增长，其中应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用，且存在减值风险；公司债务期限结构有所优化但债务负担上升；盈利能力一般，经营活动现金净流入规模下降，收入实现质量仍弱。公司长短期偿债指标表现均一般，但考虑到公司融资渠道通畅且银行授信充足，实际偿债能力优于指标体现。综合评估，公司信用风险整体较低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

随着公司在建项目的逐步建成投产以及持续推进生产线优化升级改造，公司生产效率及产能有望持续提升，综合竞争能力有望增强，公司的评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司产品获得技术性突破，市场竞争力提升，市占率大幅提升，公司盈利能力显著增强；公司投建产能快速放量，经营规模大幅增长；公司资产质量显著提升，资本实力显著增强；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：行业竞争加剧，下游需求不景气，公司盈利能力大幅下滑；财务杠杆水平大幅提升且偿债指标明显恶化，再融资能力大幅下降；公司应收账款出现大规模坏账，难以回收；控股股东及实际控制人发生重要信用风险事件；在建项目投产不及预期且对公司的经营和融资构成重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司在技术研发、客户资源以及智能制造方面具备一定竞争优势。**跟踪期内，公司持续发展研发力量，组建了 163 人规模的专业研发团队，累计获得 158 项授权专利，参与 22 项国家、行业及团体标准制修订。2025 年，公司研发投入共计 8511.48 万元（占营业总收入的 3.77%）。公司客户企业性质以央企、国企及上市公司为主，并与国央企和新能源领域头部企业建立了合作关系。公司推动新一代信息技术与高端电力装备制造融合，信息与智能化水平持续提升。
- **公司经营规模有所扩张，融资渠道保持畅通。**2025 年，公司营业总收入 22.56 亿元，同比增长 42.73%；公司对产品结构做出调整以适配新能源业务扩张趋势。截至 2025 年底，公司资产总额 32.79 亿元，同比增长 38.18%，系应收账款的增长以及募投项目的实施致固定资产及在建工程增长所致。截至 2026 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 39.34 亿元，尚未使用的银行授信额度为 27.13 亿元，间接融资渠道保持畅通且拥有直接融资能力。

关注

- **原材料在主营业务成本中占比大，公司面临成本管控压力，盈利能力一般且短期内仍将承压。**公司营收占比较高的箱变产品所属新能源行业，竞争激烈；直接材料成本在主营业务成本中的占比保持在 90%以上，原材料价格的波动对公司成本影响大。跟踪期内，公司产品销售价格的下行与原材料成本的增长致毛利率同比下降，公司盈利能力一般。

- **公司债务负担有所加重；应收账款和存货规模较大，对营运资金存在占用，且存在减值风险。**截至 2025 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.06%和 49.06%，分别同比增长 8.61 个百分点和 9.05 个百分点。同期末，公司应收账款和存货共计 16.89 亿元，在期末资产总额中占比达到 51.50%，对公司营运资金形成占用。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 一般工商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

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	C	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	资产质量及盈利能力		2
		资本结构		3
		偿债能力		2
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：--				--
模型级别				A ⁺

个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于2026年5月及6月对《外部支持评估方法》和《一般工商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

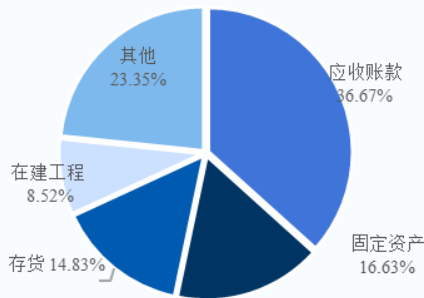
合并口径			
项目	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产（亿元）	1.77	3.14	2.03
资产总额（亿元）	23.73	32.79	32.01
所有者权益（亿元）	10.33	11.46	11.50
短期债务（亿元）	5.16	5.49	7.27
长期债务（亿元）	1.73	5.55	5.66
全部债务（亿元）	6.89	11.04	12.92
营业总收入（亿元）	15.81	22.56	2.51
利润总额（亿元）	1.00	0.70	0.03
EBITDA（亿元）	1.45	1.22	--
经营性净现金流（亿元）	0.92	0.28	-0.62
净营业周期（天）	198.27	143.71	--
EBITDA 利润率（%）	9.16	5.40	--
总资产报酬率（%）	5.29	2.93	--
资产负债率（%）	56.45	65.06	64.07
全部债务资本化比率（%）	40.01	49.06	52.91
流动比率（%）	148.02	147.91	152.47
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.03	1.03	--
现金短期债务比（倍）	0.34	0.57	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	13.68	6.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.76	9.05	--

公司本部口径			
项目	2024年	2025年	2026年3月
资产总额（亿元）	23.60	32.44	31.69
所有者权益（亿元）	10.25	11.36	11.41
全部债务（亿元）	6.88	10.80	12.69
营业总收入（亿元）	15.77	22.46	2.49
利润总额（亿元）	1.04	0.69	0.03
资产负债率（%）	56.57	64.97	64.00
全部债务资本化比率（%）	40.16	48.72	52.65
流动比率（%）	144.65	145.65	149.75
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.03	1.07	--

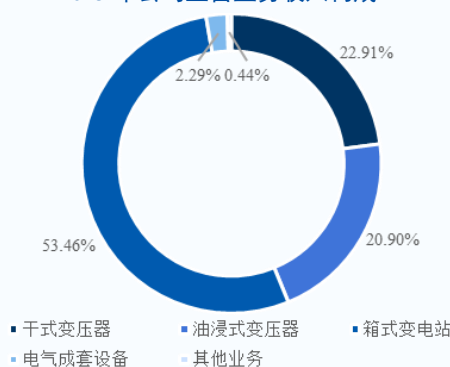
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2026年一季度财务数据未经审计；4. “--”表示数据不适用或无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

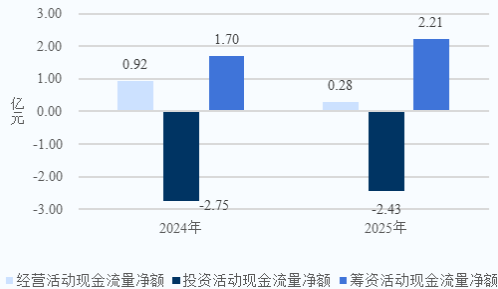
2025年底公司资产构成



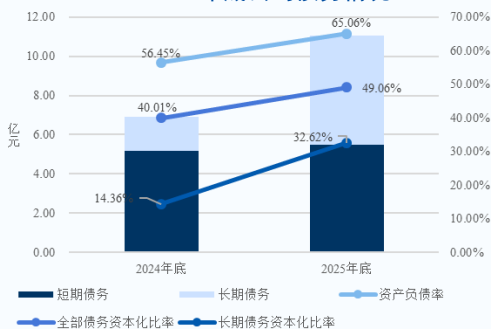
2025年公司主营业务收入构成



2024—2025年公司现金流情况



2024—2025年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	截至 2026 年 3 月末债券余额	到期兑付日	特殊条款
华晨转债	4.6000 亿元	4.5967 亿元	2031/06/20	转股、回售、赎回、修正

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至 2026 年 3 月末尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

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
华晨转债	A+/稳定	A+/稳定	2025/05/27	王 皓 高 星	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商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：朱一汀 zhuyt@lhratings.com

项目组成员：金 剑 jinjian@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”）关于江苏华辰变压器股份有限公司（以下简称“公司”或“江苏华辰”）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

公司前身系江苏华辰变压器有限公司，成立于 2007 年 9 月。2022 年 5 月，公司于上海证券交易所主板上市，股票简称：江苏华辰，股票代码：603097.SH。后历经多次增资、扩股，截至 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 1.65 亿元，控股股东及实际控制人为张孝金，持有公司 50.86% 的股份（详见附件 1-1），相关股份均未被质押。

跟踪期内，公司主营业务为节能型变压器、箱式变电站和智能电气成套设备等输配电及控制设备的研发、生产与销售，无重大变动。按照联合资信行业分类标准划分为制造业，适用于一般工商企业信用评级方法。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 32.79 亿元，所有者权益 11.46 亿元（含少数股东权益 0.12 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 22.56 亿元，利润总额 0.70 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 32.01 亿元，所有者权益 11.50 亿元（含少数股东权益 0.12 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.51 亿元，利润总额 0.03 亿元。

公司注册地址：江苏省徐州市铜山区铜山经济开发区第二工业园内钱江路北，银山路东；法定代表人：张孝金。

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。跟踪期内，“华辰转债”已按期足额支付当期利息。

截至 2025 年底，“华辰转债”募集资金已按照募集资金用途投入募投项目 32758.12 万元、补充流动性资金 8145.29 万元，剩余募投资金 4241.63 万元尚未使用¹；其中，新能源电力装备智能制造产业基地建设项目（一期）和新能源电力装备数字化工厂建设项目截至期末投入进度²分别为 91.49%和 80.67%。

“华辰转债”的转股期为 2025 年 12 月 26 日至 2031 年 6 月 19 日。2026 年 2 月，公司股票自 2026 年 1 月 15 日至 2026 年 2 月 4 日，已有十五个交易日的收盘价格不低于“华辰转债”当期转股价格 23.48 元/股的 130%（即 30.52 元/股），已触发有条件赎回条款，公司董事会决定本次不行使“华辰转债”的提前赎回权利，不提前赎回“华辰转债”。截至 2026 年 3 月 31 日，“华辰转债”未转股余额为 45967.30 万元，未转股比例为 99.93%。

图表 1 • 截至本报告出具日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
华辰转债	4.6000	4.5967	2025/06/20	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

¹ 募集资金净额-本年度使用金额

² 投入进度=截至期末累计投入金额/截至期末承诺投入金额

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

电力、电气设备制造行业是国民经济重要的装备工业，其发展与宏观经济增长及电力投资需求高度相关。2024年以来，全社会用电量稳步回升，电力行业加快新型能源体系和新型电力系统构建；电源、电网持续保持较大的投资规模，投资增速创新高，新能源新增装机成为绝对主体，重点输电通道建设稳步推进，电力设备制造行业外部发展环境良好。2025年以来，行业政策聚焦于稳增长目标设定、市场化改革深化、产业融合创新及乡村电力建设支持。未来需关注增长目标的落地执行、民营资本的参与深度、产业融合的具体路径及农村电网升级带来的市场机遇。行业位于产业链中游，中小企业数量众多，竞争激烈。呈现金字塔型格局——电压等级越高，技术壁垒越强，头部企业优势越明显。行业企业对上下游议价能力较弱，成本传导能力有限，应收账款及存货对企业资金占用明显；多元化的产品和服务有助于平滑企业的盈利波动。行业利润受上下游挤压，2025年上半年行业样本企业营业利润同比有所回升，企业盈利水平较上年同期基本持平。截至2025年6月底，样本企业财务杠杆水平较上年底有所下降，处于中等水平；行业偿债风险整体可控，头部企业稳健，但中小企业尤其竞争激烈领域的企业可能承压。行业信用状况保持良好。2025年以来，行业新发行债券以超短期融资券和一般公司债为主，发债主体主要为高信用等级地方国企，行业无新增违约主体，但需关注未来面临一定集中兑付压力。

短期看，特高压等重大工程建设持续推进将推动订单增长；但铜、铝价格仍处高位，中小企业成本压力及应收账款高企等问题仍需关注。综合看，电力、电气设备制造行业2026年信用风险整体可控，结构性分化将持续，头部企业稳健性凸显，中小企业的经营与偿债压力仍需警惕。完整版行业分析详见[《电力、电气行业2026年度信用风险展望》](#)。

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，公司在技术研发、客户资源以及智能制造方面仍保持一定竞争优势。

凭借在变压器设备领域的技术积淀，公司自主研发全系列场景化变压器产品，涵盖220kV及以下变压器、新能源风电/光伏/储能专用变压器、风电机舱特种变压器等多品类。公司产品针对不同复杂工况定制化设计，适配新能源发电、电网输配、储能系统等多元领域，工艺精湛、性能稳定、质量可靠，以高适配性与高安全性，为各行业电力传输与能源配套提供优质核心装备支撑。公司是华东地区主要的输配电及控制设备生产商之一，在细分领域具备较强的竞争力。跟踪期内，公司持续强化技术创新与研发体系建设，研发投入保持稳步增长。2025年公司研发投入共计8511.48万元，围绕输配电及控制设备智能化升级、能效提升、可靠性优化等方向，全年新立项研发项目26项，在研项目有序推进并取得阶段性成果。公司持续壮大研发力量，组建163人规模的专业研发团队，累计获得158项授权专利，参与22项国家、行业及团体标准制修订；同时通过产学研深度合作构建完整创新转化链，有效打通技术研发到成果落地的全流程。

公司拥有国内先进的生产工艺及制造装备，同时不断加强工艺管理，完善管理制度，保障产品质量稳定，打造品牌影响力和竞争力。公司凭借着较强的研发设计能力，获得多项技术认证与客户认可。公司被认定为国家级专精特新“小巨人”企业，公司的干式配电变压器获中国质量认证中心“江苏精品”称号。公司还获“国家绿色工厂”“国家智能制造优秀场景”“江苏省质量信用AAA级企业”“江苏省智能制造示范车间”“江苏省信用管理示范企业”“江苏省五星级上云企业”“江苏省质量标杆”“江苏省先进级智

能工厂”“江苏省变压器年度推荐品牌企业”“江苏工业互联网平台”等奖项。经过多年的经营发展，公司已在国内外积累了丰富的客户资源，产品销往欧洲、美洲、中东、东南亚、中亚、非洲等地。在国内市场，公司与国央企和新能源领域头部企业建立了合作关系。

公司推动新一代信息技术与高端电力装备制造深度融合，持续布局硅钢片智能剪切叠装、机器人自动焊接、智能真空浇注等高端智能装备，构建覆盖铁心加工、线圈绕制、器身装配、质量检测等核心环节的全流程自动化闭环体系，并依托工业互联网平台深化MES、WMS等系统集成应用，实现生产全过程数据贯通、智能调度与质量追溯，在关键工艺环节推进智能示范应用，有效提升生产效率、产品质量与规模供给能力，缓解产能瓶颈，降低运营成本与资源消耗。

2 信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2026年4月23日，公司本部无未结清的不良及关注类信贷信息，已结清的信贷信息中出现1笔关注类贷款和1笔关注类银行承兑汇票，涉及信用额度余额合计1385.00万元，主要系工商银行系统报送人行时类别标志错误导致，公司尚无违约事项。

根据公司过往在公开市场发行公司债券和债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2026年6月18日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事人员整体保持稳定。公司不再设置监事会，监事会的职权由董事会审计委员会行使，新增职工董事耿德飞。

耿德飞先生，1973年4月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学专科学历，高级工程师。现任公司职工董事、油变技术部副总工。曾历任徐州苏能变压器有限公司总工程师；江苏鹤都电气有限公司副总经理、总工程师；江苏彭变变压器有限公司副总经理、总工程师；江苏华辰变压器有限公司生产经理、油变技术部经理、副总经理；江苏华辰监事会主席。

此外，公司高级管理人员无变化。

（三）经营方面

1 经营概况

跟踪期内，随着箱式变电站收入的大幅增长，公司主营业务收入同比大幅增长；但产品销售价格的下行与原材料成本的增长致毛利率同比下降。

2025年，公司实现主营业务收入22.24亿元，同比增长42.45%。其中，公司持续加大对新能源领域的市场拓展力度，积极开拓风能、光伏、储能及充电设施等领域，2025年箱式变电站营业收入大幅增长125.32%；受益于国内光伏、风电等新能源发电行业的快速发展，新能源电力领域客户对新能源变压器产品的新增需求持续增加，客户订单需求旺盛，油浸式变压器营业收入同比增长41.25%；干式变压器营业收入同比下降21.91%，在营收中的占比亦出现显著下降。

同期，公司主营业务毛利率15.26%，同比下降4.99个百分点，系受新能源行业同业竞争日趋激烈、主要直接材料价格波动及成本构成变化所致。

2026年1-3月，公司营业总收入2.51亿元，同比下降13.33%；综合毛利率19.43%，较去年同期下降0.90个百分点。

图表2 • 2023—2025年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023年			2024年			2025年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
干式变压器	5.91	39.54%	23.67%	6.53	41.83%	21.83%	5.10	22.91%	20.90%
油浸式变压器	3.77	25.25%	22.30%	3.29	21.08%	22.47%	4.65	20.90%	20.87%

箱式变电站	4.19	28.03%	19.86%	5.28	33.82%	17.10%	11.89	53.46%	10.58%
电气成套设备	1.04	6.96%	16.90%	0.44	2.82%	17.59%	0.51	2.29%	15.14%
其他	0.03	0.22%	22.36%	0.08	0.51%	22.82%	0.10	0.44%	23.71%
合计	14.94	100.00%	21.78%	15.61	100.00%	20.25%	22.24	100.00%	15.26%

注：尾差系数数据四舍五入所致
 资料来源：公司提供，联合资信整理

2 业务经营分析

(1) 采购情况

跟踪期内，公司直接材料成本在主营业务成本中的占比仍高，铜价的持续走高使公司面临成本管控压力，前五大供应商集中度尚可。

跟踪期内，公司原材料采购模式、主要采购品种未发生重大变化。2025年，直接材料成本在公司主营业务成本中的占比为91.96%，原材料在公司总成本中占比大，公司盈利能力受原材料价格波动影响较大。采购均价方面，2025年，公司取向硅钢采购均价继续下降，铜材采购价格同比增长；整体来看，公司对大宗原材料硅钢、铜材、钢材等物资采购价格随行就市，近年来铜价上涨，公司面临成本控制压力。采购量方面，2025年，随着销售规模的增长，公司取向硅钢和铜材等主要原材料采购数量持续增长；钢材采购量同比下降主要系2024年在建工程项目持续建设叠加产品产量增长致当期基数较高所致。

图表3·公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2023年	2024年	2025年
取向硅钢	采购数量（万吨）	2.13	2.66	3.37
	采购金额（万元）	27377.31	25765.76	28543.75
	采购均价（元/吨）	12853.20	9686.37	8466.79
钢材 ³	采购数量（万吨）	0.95	2.02	1.57
	采购金额（万元）	4438.61	7880.08	6233.22
	采购均价（元/吨）	4672.22	3901.03	3980.18
铜材	采购数量（万公斤）	699.77	849.73	902.88
	采购金额（万元）	45048.29	59472.47	68320.75
	采购均价（元/公斤）	64.38	69.99	75.67

资料来源：联合资信根据公司提供数据整理

采购集中度方面，2025年，公司前五大供应商（不存在关联采购情形）采购金额在总采购金额中的占比有所增长，但供应商集中度尚可。2026年一季度，公司对单一供应商采购的PCS（储能变流器）金额为0.43亿元，需关注对其储能一体机（PCS适用产品）生产成本的潜在影响。

图表4·公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购产品	采购金额	占总采购额比重
2025年	唐山首玉电磁新材料有限公司	取向硅钢	14189.98	7.87%
	中科智能（山东）有限公司	铜材	11868.42	6.58%
	芜湖永杰高精铜带有限公司	铜材	10259.37	5.69%
	江苏亚如捷实业有限公司	铜材	8171.66	4.53%
	河南华洋电工科技集团有限公司	铜材	6043.83	3.35%
	合计	--	50533.26	28.02%

资料来源：联合资信根据公司提供数据整理

³ 钢材采购数量含在建工程项目领用部分

(2) 生产情况

2025 年，随着可转债募投项目的部分投产，公司变压器产能有所提升，除电气成套设备外的主要产品产能利用率均很高。

跟踪期内，公司生产模式未发生重大变化。产能方面，2025 年，随着可转债募投项目的部分投产，公司变压器产能保持增长；箱式变电站和电气成套设备产能则保持稳定。产量方面，2025 年，公司主要产品产量均有所增长。其中，箱式变电站产量大幅增长系公司持续加大对新能源领域的市场拓展力度所致；因下游地产需求疲软，电气成套设备产量持续下降。

产能利用率方面，2025 年，除电气成套设备产能利用率持续下降外，其他产品产能利用率均很高。

图表 5 • 公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年
干式变压器	产能（单位：万 KVA）	918.00	1071.00	1224.00
	产量（单位：万 KVA）	866.54	1215.87	1329.13
	产能利用率（%）	94.39	113.53	108.59
油浸式变压器	产能（单位：万 KVA）	938.40	1111.80	1285.20
	产量（单位：万 KVA）	896.24	804.41	1371.86
	产能利用率（%）	95.51	72.35	106.74
箱式变电站	产能（单位：台）	2411.00	2411.00	2411.00
	产量（单位：台）	1462.00	1685.00	3296.00
	产能利用率（%）	60.64	69.89	136.71
电气成套设备	产能（单位：台）	4512.00	4512.00	4512.00
	产量（单位：台）	1679.00	1078.00	982.00
	产能利用率（%）	37.21	23.89	21.76

注：公司生产的干式变压器和油浸式变压器除直接对外销售外，还用于内部配套，主要用于继续加工成箱式变电站产品；产量以当年入库口径统计，销量以当年销售出库口径统计
 资料来源：联合资信根据公司提供数据整理

(3) 销售情况

2025 年，公司销售模式和主要客户未发生重大变化，客户集中度尚可。需关注央、国企及上市公司客户付款审批流程复杂、回款周期较长对公司营运资金占用的不利影响。

销售模式方面，2025 年公司仍采用“直销模式为主，买断式经销为辅”的销售模式。直销模式下，对于国家电网、南方电网等国有客户，公司主要通过参与招投标的方式，对于不通过招投标进行采购的潜在客户，公司主要通过商务谈判等方式获得订单。经销模式下均为买断式销售。产品定价方面，公司依据不同行业 and 客户需求进行产品定价，定价方式主要采用成本加成的方式。2025 年，公司直销收入在主营业务收入中的占比达 96.09%，保持上升态势。

公司箱式变电站可为新能源电站（尤其是光伏和风电）提供定制化解决方案，油浸式变压器销量的增长也部分受益于新能源项目需求，房地产、基础设施、轨道交通等传统市场承压，干式变压器需求放缓。2025 年，从单一型号来看，公司主要产品销售价格有所下降，系市场竞争激烈所致。公司除电气成套设备外的主要产品销售均价均有所增长，系销售产品型号与结构的不同所致。2025 年，除干式变压器外，公司其他产品销量均有所增长。公司电气成套设备销量仍较低，产能闲置或对其经营带来一定的风险。公司为适配新能源业务扩张趋势，调整了产品结构，但新能源行业同业竞争日趋激烈，需关注公司新能源产品对于下游客户的议价能力。

图表 6 • 公司主要产品销售情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年
干式变压器	销售金额（万元）	59074.43	65253.08	50954.98
	销量（万 KVA）	702.17	850.50	615.51
	销售均价（元/KVA）	84.13	76.72	82.78
油浸式变压器	销售金额（万元）	37716.48	32912.38	46487.45
	销量（万 KVA）	536.20	536.52	711.94
	销售均价（元/KVA）	70.34	61.34	65.30

箱式变电站	销售金额（万元）	41879.84	52776.11	118914.45
	销量（台）	1389.00	1568.00	3021.00
	销售均价（万元/台）	30.15	33.66	39.36
电气成套设备	销售金额（万元）	10405.60	4423.46	5083.16
	销量（台）	2223.00	1054.00	1244.00
	销售均价（万元/台）	4.68	4.20	4.09

资料来源：联合资信根据公司提供数据整理

下游客户方面，公司客户仍主要集中在电网系统、中石化、钢铁、冶金、风电、光伏、储能以及其他高能耗企业，客户企业性质以央企、国企及上市公司为主，需关注央、国企及上市公司客户付款审批流程复杂、回款周期较长对公司营运资金占用的不利影响。2025年，前五大客户主营业务收入占总销售金额的比重不高，客户集中度尚可。

图表 7 • 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售产品	主营业务收入金额	占主营业务收入比重
2025年	中国石油化工集团有限公司	干式变压器、油浸式变压器	13896.85	6.25%
	国家电力投资集团有限公司	干式变压器、箱式变电站、电气成套设备	12080.89	5.43%
	比亚迪股份有限公司	箱式变电站	10912.50	4.91%
	国家电网有限公司	干式变压器、油浸式变压器、箱式变电站、电气成套设备	8450.65	3.80%
	中国能源建设集团有限公司	干式变压器、箱式变电站、电气成套设备	7509.59	3.38%
	合计	--	52850.47	23.77%

资料来源：联合资信根据公司提供数据整理

3 经营效率

跟踪期内，公司经营效率有所提升。与同业相比，公司经营效率仍处于中游水平。

2025年，公司实现变压器全流程自动化生产与智能化管理，硬件升级驱动生产效率提升、交付周期缩短，销售规模出现增长，主要经营效率指标有所改善。综合来看，公司经营效率处于行业中游水平。

图表 8 • 2023—2025 年公司经营效率情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年
净营业周期（天）	169.58	198.27	143.71
应收账款周转次数（次）	2.29	1.86	2.15
存货周转次数（次）	4.45	3.33	3.96

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 2025 年同行业公司经营效率对比情况

指标	公司	特变电工	北京科锐	三变科技
存货周转率（次）	3.19	3.09	3.15	2.11
应收账款周转率（次）	2.15	5.34	3.58	2.43
总资产周转率（次）	0.80	0.45	0.71	0.81
净营业周期（天）	165.60	58.84	84.10	225.57

注：1. 为便于同业对比，本表数据引自 Wind，与本报告附表及其他表格数据口径或有一定差异；2. 特变电工为特变电工股份有限公司，北京科锐为北京科锐集团股份有限公司，三变科技为三变科技股份有限公司

资料来源：Wind，联合资信整理

4 未来发展

公司主要在建项目为可转债募投项目，后续资金需求不大。公司战略清晰，发展规划较为可行。

公司为能够持续获取国家电网、南方电网等大型国有企业集约化订单持续扩大产能，主要项目建设按计划推进。截至 2026 年 3 月底，公司主要在建项目如下表所示，主要为可转债募投项目，资金来源主要为募集资金、银行借款和自有资金，后续仍面临一

定的资金需求压力。上述项目建设完成后，公司将新增新能源干式变压器产能 1056 万 kVA/年（含自用部分）、新能源油浸式变压器产能 1584 万 kVA/年（含自用部分）、新能源箱式变电站产能 3360 台/年、新能源油浸式变压器油箱产能 9000 台/年，整体产能将会大幅提高。但相关行业政策变化、新技术发展、行业竞争、市场供求等外部环境的不确定性可能影响产品的市场需求。公司新产能的建设情况、市场消化情况以及未来项目收益情况存在一定不确定性，需关注经营不及预期风险。

图表 10 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	2025 年投资额	尚需投资	资金来源
新能源电力装备智能制造产业基地建设项目（一期）	54431.73	47872.70	32536.98	6559.03	可转债募集资金、长期借款、自有资金
新能源电力装备数字化工厂建设项目	19422.18	12447.30	8321.30	6974.88	可转债募集资金、长期借款、自有资金
合计	73853.91	60320.00	40858.28	13533.91	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

未来，公司将坚持创新驱动发展战略，严格保障年度研发投入稳定增长，研发费用占销售收入比重保持合理高位运行。紧跟国家能效标准与产业政策导向，持续优化全系列变压器产品架构，加大节能新材料规模化应用，加快产品向高效等级、高可靠性迭代升级，助力电网低效存量设备淘汰替换。公司将持续推进产线自动化、车间数字化、工厂智能化建设，加大高端智能装备投入，完善铁心加工、线圈绕制、器身装配、质量检测等核心环节全流程自动化闭环；深化 MES、WMS 等信息系统集成应用，实现生产全流程数据贯通、智能调度与全程可追溯。

公司锚定“十五五”电网整体投资节奏，紧抓主网架升级、特高压建设、城乡配网改造、分布式新能源规模化接入等政策机遇，稳固国家电网、南方电网核心集采基本盘。把握中国高端电力装备技术出海窗口期，加快国际化经营战略落地实施。聚焦欧洲、东南亚、非洲等重点海外区域，统筹海外业务资源整合与本土化运营建设，扩大 110kV 及以上高电压等级变压器海外出口规模，实现技术输出与产品出海协同推进。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围内未发生变化。整体看，公司会计政策连续⁴，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，流动资产占比有所下降，资产受限比例低；应收账款和存货规模仍较大，对营运资金形成占用，且存在减值风险。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 32.79 亿元，较上年底增长 38.18%，主要系营收规模的增长带动应收账款增长、项目投入致固定资产和在建工程增长所致。同期末，公司资产结构仍以流动资产为主，应收账款和存货占比达 51.50%，对营运资金形成占用。

图表 11 • 公司主要资产情况（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
流动资产	17.09	72.03%	23.15	70.59%	22.44	70.10%
货币资金	1.38	5.81%	2.07	6.30%	1.80	5.62%
应收账款	8.92	37.61%	12.02	36.67%	9.86	30.81%

⁴ 2025 年 12 月 5 日，财政部发布《企业会计准则解释第 19 号》（财会〔2025〕32 号），规定了“关于非同一控制下企业合并中补偿性资产的会计处理”“关于处置原通过同一控制下企业合并取得子公司时相关资本公积的会计处理”“关于采用电子支付系统结算的金融负债的终止确认”“关于金融资产合同现金流量特征的评估及相关披露”和“关于指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具的披露”等内容自 2026 年 1 月 1 日起施行。公司会计政策变更系根据财政部修订的相关会计准则作出的调整，对公司财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。

应收款项融资	0.46	1.93%	1.36	4.14%	2.37	7.40%
存货	4.68	19.73%	4.86	14.83%	6.20	19.38%
非流动资产	6.64	27.97%	9.64	29.41%	9.57	29.90%
固定资产（合计）	2.95	12.43%	5.45	16.63%	5.64	17.60%
在建工程（合计）	1.40	5.91%	2.80	8.52%	2.53	7.90%
资产总额	23.73	100.00%	32.79	100.00%	32.01	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2026年1-3月财务报表整理

流动资产方面，截至2025年底，公司货币资金较上年底大幅增长49.97%，主要系其他货币资金中预存票据保证金增加所致，构成主要为其他货币资金（保函保证金、银行承兑汇票保证金和银行提前圈存冻结的申购结构性存款），受限部分1.57亿元，货币资金受限比例很高。期末公司应收账款较上年底增长34.72%，账龄以一年期内为主（占78.79%），累计计提坏账准备比例10.71%，前五名欠款人占比26.79%，集中度较低，形成坏账准备0.23亿元。截至2025年底，公司存货较上年底增长3.87%，主要由库存商品（占46.87%）及原材料（占25.24%）构成，累计计提跌价准备0.21亿元。非流动资产方面，截至2025年底，公司固定资产较上年底大幅增长84.89%，主要系可转债募集资金投入所致，构成以房屋及建筑物和专用设备等等为主，固定资产累积折旧1.16亿元，成新率较高（82.25%）。同期末，公司在建工程为新能源电力装备智能制造产业基地建设项目（一期）、新能源电力装备数字化工厂建设项目和其他设备安装及零星工程。

截至2026年3月底，公司资产总额较上年底下降2.37%，流动资产占比亦小幅下降。

截至2026年3月底，公司受限资产为因申购结构性存款银行提前圈存冻结、开具保函和承兑票据受限的货币资金、因土地使用权抵押借款受限的无形资产、因未终止确认数字化应收债权受限的应收账款，期末公司受限资产账面价值合计1.70亿元，占总资产的比例为5.31%，受限比例低。

（2）资本结构

截至2025年底，公司所有者权益较上年底保持增长，其中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

跟踪期内，因归母净利润的留存、限制性股票激励计划增厚股本与资本公积以及计入其他权益工具的可转换公司债券权益成份，公司所有者权益较上年底增长10.86%。截至2025年底，公司所有者权益中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占14.42%、32.58%、46.26%和1.08%，权益稳定性一般。截至2026年3月底，公司所有者权益规模和结构较上年底均变化不大。

截至2025年底，公司债务规模较上年底继续增长，债务负担有所上升，但债务期限结构有所优化。

截至2025年底，公司负债总额较上年底大幅增长59.25%，经营规模的扩张带动经营性负债和有息负债出现同步增长，负债结构仍以流动负债为主。同期末，公司经营性负债主要体现为应付票据（增长主要系本期开具承兑汇票支付材料款的金额增加所致）和应付账款（增长主要系采购额增加及再融资项目投入所致）。同期末，公司全部债务规模11.04亿元，较上年底增长60.12%，其中短期债务占比49.74%，发行可转债后公司债务期限结构有所优化，但仍面临一定的短期偿债压力。

图表12·公司主要负债情况（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	11.55	86.20%	15.65	73.35%	14.72	71.76%
短期借款	2.41	18.00%	0.40	1.88%	0.41	2.00%
应付票据	2.22	16.59%	5.01	23.50%	6.66	32.47%
应付账款	4.53	33.81%	7.47	35.02%	4.78	23.32%
非流动负债	1.85	13.80%	5.68	26.65%	5.79	28.24%
长期借款	1.70	12.71%	1.62	7.59%	1.67	8.15%
应付债券	0.00	0.00%	3.92	18.39%	3.98	19.41%
租赁负债	0.03	0.23%	0.00	0.02%	0.00	0.02%
负债总额	13.40	100.00%	21.33	100.00%	20.51	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2026年1-3月财务报表整理

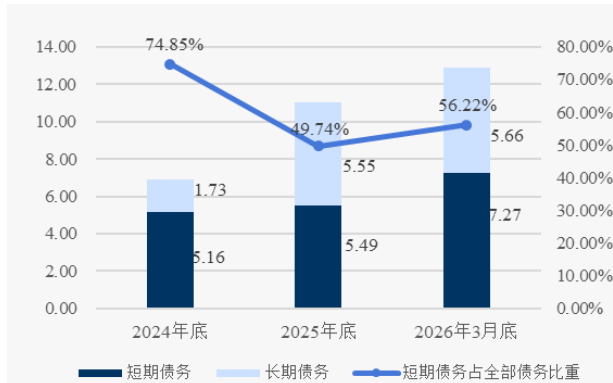
截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 3.85%，流动负债占比进一步下降。同期末，公司全部债务金额较上年底增长 17.11%至 12.92 亿元，以银行借款和应付债券为主，其中短期债务占比 56.22%。从债务指标来看，截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.07%、52.91%和 32.97%，较上年底分别下降 0.99 个百分点、提高 3.85 个百分点和提高 0.35 个百分点。

图表 13 • 截至 2026 年 3 月底公司融资结构情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	小计
短期借款	0.41	0.00	0.00	0.00	0.41
应付票据	6.66	0.00	0.00	0.00	6.66
一年内到期的非流动负债	0.20	0.00	0.00	0.00	0.20
长期借款	0.00	0.27	0.28	1.12	1.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	3.98	3.98
合计	7.27	0.27	0.28	5.10	12.92

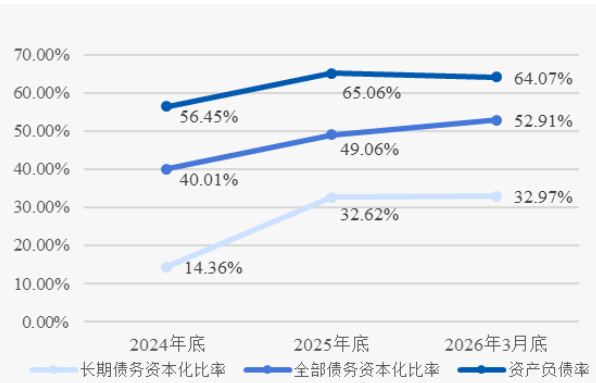
资料来源：公司提供，联合资信整理

图表 14 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 15 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

(3) 盈利能力

2025 年，公司营业总收入同比有所增长，但期间费用较大叠加计提减值损失的影响，利润总额同比下降，主要盈利指标表现趋弱，盈利能力一般。

2025 年，公司营业总收入和营业成本分别同比增长 42.73%和增长 51.36%，但主营业务毛利率承压。同期，公司期间费用同比增长 18.35%，构成仍以销售费用、管理费用和研发费用为主，期间费用率为 10.64%，公司控费能力尚可；叠加公司持续计提减值损失（主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失、应收账款坏账损失），综合影响公司出现增收不增利的情况。从盈利指标看，2025 年，公司主要盈利指标同比均有所下降；与行业内可比公司相比，公司 2025 年盈利能力表现一般。

2026 年 1—3 月，受部分订单延迟发货的影响，公司实现营业总收入 2.51 亿元，同比下降 13.33%；当期，可转债利息的支付推高公司财务费用，公司实现利润总额 0.03 亿元，同比下降 84.86%。预计未来公司盈利表现仍将主要受到市场竞争加剧、铜材价格高企的影响而有所承压。

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	15.81	22.56	2.51
营业成本	12.49	18.90	2.02
期间费用	2.03	2.40	0.53
资产减值损失	-0.13	-0.18	-0.04
信用减值损失	-0.26	-0.51	0.09
其他收益	0.14	0.19	0.04

利润总额	1.00	0.70	0.03
EBITDA 利润率	9.16%	5.40%	--
总资产报酬率	5.29%	2.93%	--
净资产收益率	8.81%	6.15%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

图表 17 • 2025 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

对比指标	公司	特变电工	北京科锐	三变科技
营业收入	22.56	973.18	21.52	18.73
销售毛利率（%）	16.23	18.80	21.00	15.64
总资产报酬率（%）	2.89	4.29	1.85	1.53
净资产收益率（%）	6.53	8.40	3.13	1.86

资料来源：Wind，联合资信整理

（4）现金流

2025 年，公司经营获现能力仍较差，投资活动受购买理财产品及对在建项目投入的影响仍呈净流出，筹资活动因发行“华辰转债”而保持净流入，随着业务规模的扩大，外部融资需求较大。

随着业务规模的扩大，2025 年公司经营活动现金流入同比增加，销售规模增长的同时但回款较为缓慢，经营活动现金流净额同比有所减少。受应收账款规模增加及客户回款周期长的影响，公司现金收入比表现仍较差。同期，公司进行了一定规模的理财产品赎回和购买，致使投资活动现金流入流出规模较大，加之对在建项目的投入，投资活动现金仍呈净流出。公司筹资活动前现金流净额仍为负且净流出规模同比增长。业务规模的持续增长致使公司对外部资金的运用需求同步增长，当期公司发行“华辰转债”获得募集资金，筹资活动现金流净流入规模同比增加。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金转为净流出，投资和筹资活动现金流表现为净流入。

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
经营活动现金流入小计	13.57	18.80	4.26
经营活动现金流出小计	12.64	18.51	4.88
经营活动现金流量净额	0.92	0.28	-0.62
投资活动现金流入小计	4.19	12.32	4.47
投资活动现金流出小计	6.94	14.76	4.09
投资活动现金流量净额	-2.75	-2.43	0.38
筹资活动前现金流量净额	-1.82	-2.15	-0.24
筹资活动现金流入小计	4.80	8.33	0.21
筹资活动现金流出小计	3.09	6.12	0.05
筹资活动现金流量净额	1.70	2.21	0.16
现金收入比	75.32%	71.75%	142.30%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2026 年 1—3 月财务报表整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司长短期偿债指标表现均一般，但考虑到公司融资渠道通畅且银行授信充足，再融资能力很好，实际偿债能力优于指标体现。

从短期偿债指标看，2025 年底公司流动比率和速动比率较上年底变化不大，流动资产对流动负债仍能够形成较高保障，销售商品提供劳务收到的现金能够对流动负债和短期债务形成有效覆盖；但公司现金类资产对短期债务的覆盖能力一般。

长期偿债能力方面，2025 年公司 EBITDA 同比下降 15.79%，EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力趋弱，整体看公司长期偿债指标表现一般。考虑到公司融资渠道通畅且银行授信充足，实际偿债能力优于指标体现。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债能力指标	现金类资产/短期债务（倍）	0.34	0.57
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.03	1.03
	销售商品提供劳务收到的现金/短期债务（倍）	2.31	2.95
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	1.45	1.22
	全部债务/EBITDA（倍）	4.76	9.05
	EBITDA 利息倍数（倍）	13.68	6.84

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及2026年1-3月财务报表整理

或有负债方面，截至 2026 年 3 月底，公司无对外担保，无重大未决诉讼及仲裁事项。

再融资能力方面，截至 2026 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信 39.34 亿元，尚未使用的银行授信额度为 27.13 亿元，间接融资渠道通畅，且作为 A 股上市公司，公司通过直接融资渠道（IPO）融资 3.41 亿元。

3 公司本部主要变化情况

公司本部即公司的经营主体，资产质量、债务结构、盈利水平和偿债能力与合并报表的分析结果基本一致。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环境保护，主动履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。跟踪期内，公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用水平无负面影响。

2026 年 4 月，公司披露了《江苏华辰 2025 年度环境、社会及公司治理（ESG）报告》，公司 ESG 报告遵循上海证券交易所《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 14 号——可持续发展报告（试行）》要求进行编制，同时参考全球报告倡议组织《可持续发展报告编制指南》（GRI Standards）、中国企业改革与发展研究会《中国企业可持续发展报告指南》（CASS-ESG 6.0）相关要求。

环境方面，公司建立了有效的气候变化治理架构，董事会 ESG 委员会作为气候相关事宜最高决策机构。环境管理获得 ISO 14001、ISO 50001、ISO 14064 等权威管理体系认证；全年取水量 55149 吨，较上年大幅下降 44.1%；危险废弃物保持 100% 合规处置，并建立全流程可追溯电子台账；绿电使用占比 30.4%，总建设完成 17 兆瓦屋顶光伏，年度光伏总发电量达 1130 万度。

社会责任方面，公司员工激励机制、培养体系健全，期末员工总数 1482 人，较上年提升 13.2%。劳动合同与社保覆盖率连续保持 100%，职业健康体检覆盖率 100%，员工培训覆盖率 100%。社会贡献方面，2025 年公司乡村振兴投入 2.77 万元，惠及 17 人；开展公益/志愿活动 2 次，参与员工 43 人。2025 年，公司研发投入超 8511 万元，较上年提升 45%；安全生产投入约 214 万元，较上年提升 9.58%，实现重大事故“零发生”。

治理方面，公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律法规要求不断完善公司的法人治理，治理结构和内控制度较为完善。2025 年公司召开股东会 3 次，股东会审议议案 16 项；召开董事会 9 次，董事会审议议案 46 项。公司重视投资者关系，2025 年开展投资者调研 7 场次，覆盖投资者 45 余人，披露公告 135 份。

七、债券偿还能力分析

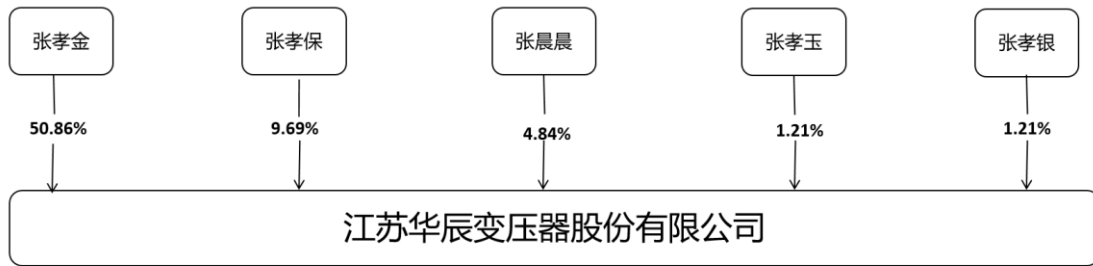
截至 2026 年 3 月底，公司由联合资信评级的“华辰转债”余额 4.5967 亿元，于 2031 年 6 月到期，可转债设置有转股条款且已处于转股期。跟踪期内，公司可转债的初始转股价格为 23.53 元/股，因授予限制性股票调整可转债转股价格至 23.48 元/股。2025 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 18.80 亿元、0.28 亿元、1.22 亿元，为“华辰转债”余额的 4.09 倍、0.06 倍和 0.27 倍。

“华辰转债”设置了转股价格调整、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股，未来若存续债券转为公司股票，公司实际偿还压力将减轻。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 A⁺，维持“华辰转债”信用等级为 A⁺，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）



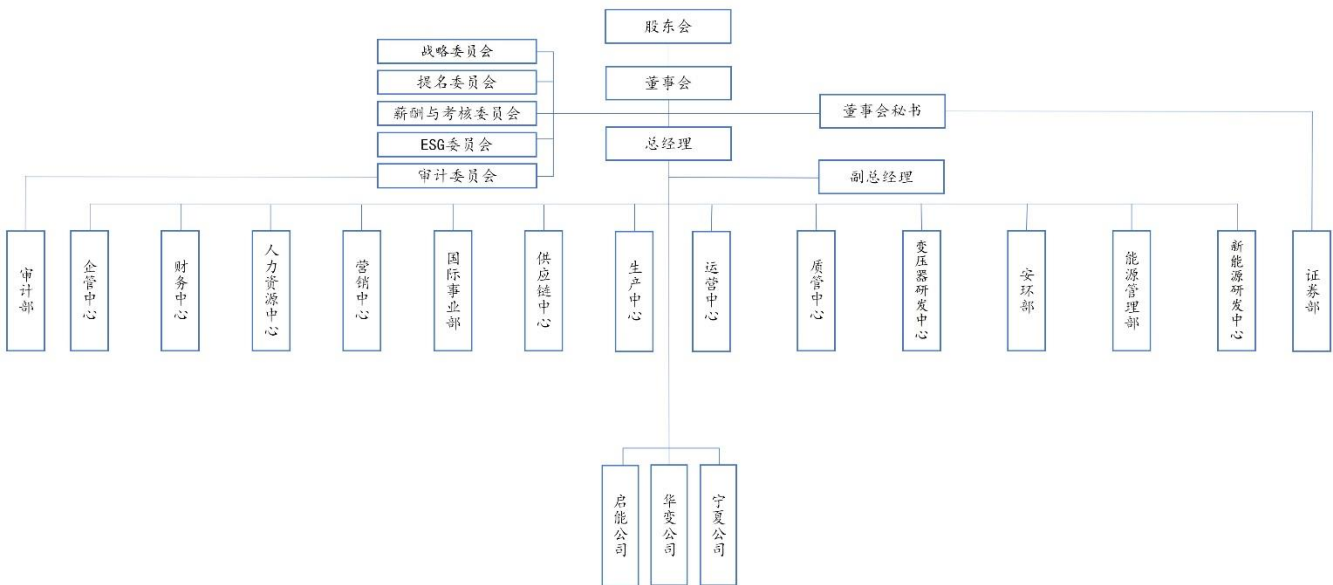
截至 2026 年 3 月 31 日，张孝金直接持有公司 50.86% 股份，为公司的控股股东及实际控制人。公司自 2022 年 5 月 12 日上市以来，控股股东和实际控制人未发生变化。

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）



江苏华辰组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
徐州启能电气设备有限公司	500.00	配电设备外壳等产品的生产与销售	100.00%	--	受让
江苏华变电力工程有限公司	5000.00	电力工程施工、安装	70.00%	--	受让
宁夏华辰新能源科技有限公司	2000.00	变压器、整流器、电感器生产与销售	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

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）	1.77	3.14	2.03
应收账款（亿元）	8.92	12.02	9.86
其他应收款（合计）（亿元）	0.32	0.20	0.21
存货（亿元）	4.68	4.86	6.20
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）（亿元）	2.95	5.45	5.64
在建工程（合计）（亿元）	1.40	2.80	2.53
资产总额（亿元）	23.73	32.79	32.01
实收资本（亿元）	1.60	1.65	1.65
少数股东权益（亿元）	0.12	0.12	0.12
所有者权益（亿元）	10.33	11.46	11.50
短期债务（亿元）	5.16	5.49	7.27
长期债务（亿元）	1.73	5.55	5.66
全部债务（亿元）	6.89	11.04	12.92
营业总收入（亿元）	15.81	22.56	2.51
营业成本（亿元）	12.49	18.90	2.02
其他收益（亿元）	0.14	0.19	0.04
利润总额（亿元）	1.00	0.70	0.03
EBITDA（亿元）	1.45	1.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.91	16.19	3.57
经营活动现金流入小计（亿元）	13.57	18.80	4.26
经营活动现金流量净额（亿元）	0.92	0.28	-0.62
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.75	-2.43	0.38
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.70	2.21	0.16
财务指标			
净营业周期（天）	198.27	143.71	--
应收账款周转次数（次）	1.86	2.15	--
存货周转次数（次）	3.33	3.96	--
总资产周转次数（次）	0.76	0.80	--
现金收入比（%）	75.32	71.75	142.30
EBITDA 利润率（%）	9.16	5.40	--
总资产报酬率（%）	5.29	2.93	--
净资产收益率（%）	8.81	6.15	--
长期债务资本化比率（%）	14.36	32.62	32.97
全部债务资本化比率（%）	40.01	49.06	52.91
资产负债率（%）	56.45	65.06	64.07
流动比率（%）	148.02	147.91	152.47
速动比率（%）	107.48	116.84	110.31
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.03	1.03	--
现金短期债务比（倍）	0.34	0.57	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	13.68	6.84	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.76	9.05	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2026 年一季度财务数据未经审计；4. “--”表示数据不适用或无意义。

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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）	1.41	2.74	1.55
应收账款（亿元）	8.90	11.90	9.79
其他应收款（合计）（亿元）	0.27	0.18	0.18
存货（亿元）	4.67	4.86	6.20
长期股权投资（亿元）	0.48	0.54	0.58
固定资产（合计）（亿元）	2.94	5.32	5.50
在建工程（合计）（亿元）	1.30	2.80	2.53
资产总额（亿元）	23.60	32.44	31.69
实收资本（亿元）	1.60	1.65	1.65
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	10.25	11.36	11.41
短期债务（亿元）	5.15	5.25	7.03
长期债务（亿元）	1.73	5.55	5.66
全部债务（亿元）	6.88	10.80	12.69
营业总收入（亿元）	15.77	22.46	2.49
营业成本（亿元）	12.49	18.88	2.01
其他收益（亿元）	0.14	0.19	0.04
利润总额（亿元）	1.04	0.69	0.03
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.80	16.53	3.51
经营活动现金流入小计（亿元）	13.45	18.95	4.19
经营活动现金流量净额（亿元）	0.92	0.59	-0.64
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.66	-2.74	0.41
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.62	2.22	0.16
财务指标			
净营业周期（天）	196.57	143.04	
应收账款周转次数（次）	1.86	2.16	--
存货周转次数（次）	3.34	3.96	--
总资产周转次数（次）	0.76	0.80	--
现金收入比（%）	74.82	73.61	140.79
EBITDA 利润率（%）	/	/	--
总资产报酬率（%）	5.50	2.90	--
净资产收益率（%）	9.25	6.12	--
长期债务资本化比率（%）	14.46	32.79	33.15
全部债务资本化比率（%）	40.16	48.72	52.65
资产负债率（%）	56.57	64.97	64.00
流动比率（%）	144.65	145.65	149.75
速动比率（%）	104.07	114.08	106.96
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.03	1.07	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.52	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：“--”表示数据不适用或无意义，“/”表述未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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	
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
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	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
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
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 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 4-4 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 个月内信用等级的调整方向尚无法判断