

武汉天源集团股份有限公司

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〕3739号

联合资信评估股份有限公司通过对武汉天源集团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，确定维持武汉天源集团股份有限公司主体长期信用等级为 **AA-**，维持“天源转债”的信用等级为 **AA-**，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：

二〇二六年六月二十六日

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武汉天源集团股份有限公司（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。

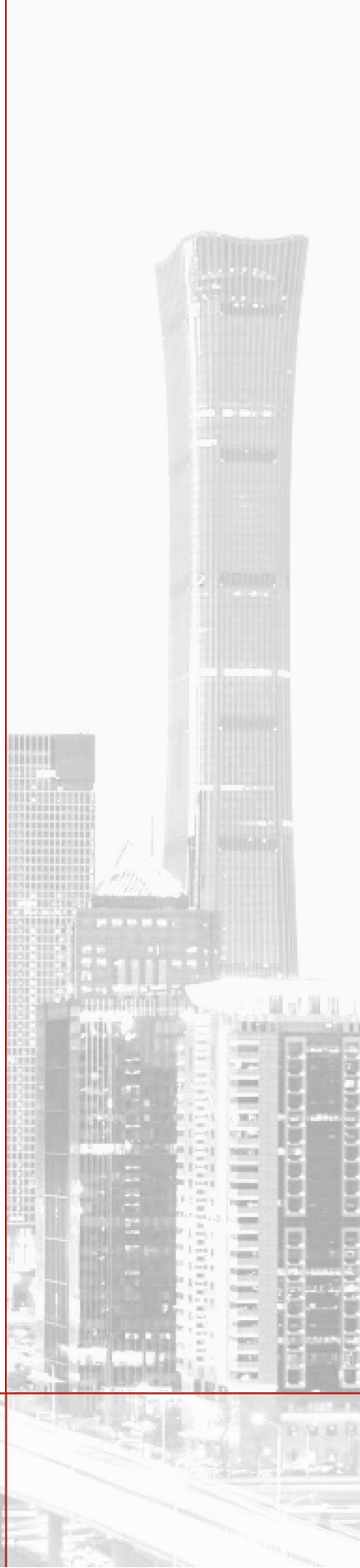
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



武汉天源集团股份有限公司

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
武汉天源集团股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2026/06/26
天源转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

武汉天源集团股份有限公司（以下简称“公司”）是专注于环境综合治理领域的民营上市公司。跟踪期内，公司维持了以高端环保装备制造、环保整体解决方案以及运营服务为核心的业务结构，并拓展绿色能源业务，全产业链业务协同，技术储备与品牌优势突出，在手订单储备充足，新拓展的绿色能源业务尚处于投入期，收益存在不确定性。2025 年，受环保整体解决方案收入减少影响，公司营业总收入及毛利润同比下降，期间费用小幅增长，加之各类减值损失计提规模增加，主业盈利能力有所弱化。财务方面，截至 2025 年底，随着公司对绿色能源业务的资本投入，以在建工程、无形资产为主的非流动资产占比大幅提升，受限资产占比较高，资产流动性较弱，加之应收账款规模持续增加，客户多为各地区县级政府，回款进度受区域财政实力影响较大，坏账风险持续累积，需持续关注资产质量及回款不确定性；经营活动现金流持续净流出，叠加绿色能源项目大规模资本支出，筹资前现金流缺口同比扩大，公司高度依赖外部融资维持运营，为此公司债务规模快速扩张，偿债指标表现进一步弱化，公司所有者权益规模对存量减值缺口的覆盖程度较高；公司未使用银行授信充足，且作为上市公司拥有直接融资渠道，财务风险低。

公司现金类资产和 EBITDA 对“天源转债”的覆盖程度较高；同时考虑到未来转股因素，公司对“天源转债”的保障能力或将提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司在巩固水环境治理、固废处置等传统优势业务的基础上，大力拓展风电、光伏、储能、氢能等绿色能源新赛道，并做强高端装备制造板块，持续提升核心竞争力，评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强，盈利出现可观增长且具有可持续性等。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司主要投资项目投运后盈利水平及回款进度与预期差异较大；盈利能力明显下滑，财务指标显著弱化；再融资环境恶化等。

优势

- **公司在环境综合治理领域保持较强竞争力。**跟踪期内，公司作为国内领先的环境综合治理服务商，在环境综合治理领域保持较强竞争力，技术储备与品牌优势突出，全产业链业务协同。
- **公司在手项目储备充足，业务可持续性较强。**截至 2025 年底，公司环保整体解决方案存续项目 21 个，年均建设期收入约 15 亿元，为收入提供持续保障；随着前期投资建造项目陆续进入运营期及委托运营项目增加，运营服务收入实现快速增长，2025 年同比增长 57.31%至 3.96 亿元，收入占比从 12.67%提升至 23.15%。

关注

- **资产受限比例较高，流动性较弱，资产质量有所弱化。**截至 2025 年底，以在建工程、无形资产为主的非流动资产占比提升至 71.64%，受限资产占比 42.65%，资产流动性较弱。同时，公司应收账款规模持续增加，客户多为各地区县级政府，回款进度受区域财政实力影响较大，回款及减值风险持续累积，需持续关注资产质量及回款不确定性。
- **经营性现金流持续承压，对外部融资依赖度高。**跟踪期内，公司经营活动现金流持续净流出，现金收入比处于低位，项目回款效率偏弱，2025 年投资现金流缺口显著扩大，公司持续依靠大规模外部融资弥补资金缺口。

- **债务规模快速扩张，债务负担加重。**截至 2025 年底，随着对绿色能源业务的资本投入，公司负债和全部债务规模较上年底分别增长 57.12%和 106.18%，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 63.50%、56.61%和 55.14%，较上年底分别提升 8.82 个百分点、15.80 个百分点和 15.47 个百分点，债务负担加重。
- **绿色能源项目投资规模大，收益存在不确定性。**公司新疆光伏发电项目总投资 21.49 亿元，后续仍需较大规模投入，叠加 8 亿元拟建储能项目规划投资，未来资本支出压力大；项目实际收益受发电量、上网电价及政策等因素影响存在不确定性。

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	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		3
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：无				--
模型级别				AA ⁺

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

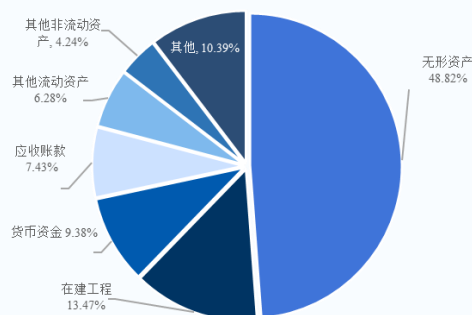
项目	合并口径		
	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产（亿元）	14.38	9.29	7.25
资产总额（亿元）	72.46	98.04	100.31
所有者权益（亿元）	32.84	35.79	36.48
短期债务（亿元）	1.05	2.69	3.90
长期债务（亿元）	21.60	43.99	45.53
全部债务（亿元）	22.64	46.69	49.43
营业总收入（亿元）	19.85	17.09	4.21
利润总额（亿元）	3.91	2.36	0.53
EBITDA（亿元）	5.60	4.71	--
经营性净现金流（亿元）	-2.84	-2.01	-1.49
净营业周期（天）	-184.17	-258.35	--
EBITDA 利润率（%）	28.21	27.59	--
总资产报酬率（%）	7.23	3.92	--
资产负债率（%）	54.68	63.50	63.63
全部债务资本化比率（%）	40.81	56.61	57.53
流动比率（%）	162.67	157.88	151.87
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.29	0.31	--
现金短期债务比（倍）	13.75	3.45	1.86
EBITDA 利息倍数（倍）	5.54	3.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.04	9.90	--

项目	公司本部口径	
	2024年	2025年
资产总额（亿元）	45.27	46.26
所有者权益（亿元）	28.45	27.54
全部债务（亿元）	8.19	8.61
营业总收入（亿元）	6.46	4.93
利润总额（亿元）	0.09	-0.13
资产负债率（%）	37.15	40.47
全部债务资本化比率（%）	22.36	23.82
流动比率（%）	258.49	210.50
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.88	0.52

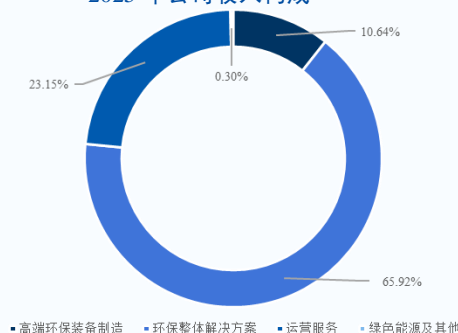
注：1. 公司2026年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2024—2025年底及2026年3月底公司合并口径预计负债中有息部分已调整至长期债务及相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

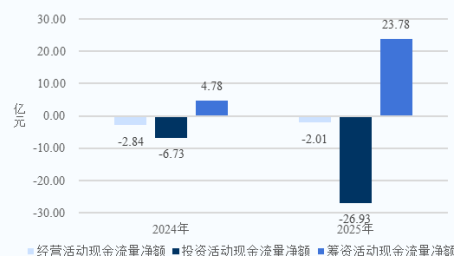
2025年底公司资产构成



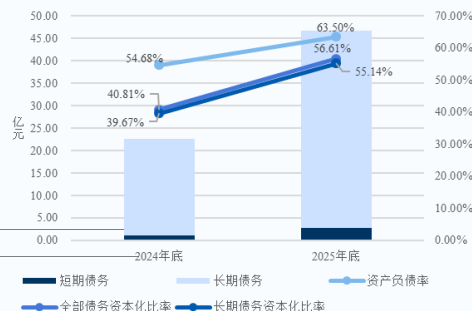
2025年公司收入构成



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	债券余额	到期兑付日	特殊条款
天源转债	100000.00 万元	32598.51 万元	2029/07/28	特别向下修正条款、赎回条款、回售条款

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；债券余额数据为截至 2026 年 5 月底
 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
天源转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/05/16	刘丙江 伦海玲	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 V4.0.202208	阅读全文
天源转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2023/01/13	闫力 刘丙江	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 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：赵 兮 zhaoxi@lhratings.com

项目组成员：伦海玲 lunhl@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”）关于武汉天源集团股份有限公司（以下简称“公司”或“武汉天源”）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

公司于 2009 年 10 月在武汉市登记成立，实收资本为 2000.00 万元。2015 年 1 月，公司股票在全国股转系统挂牌公开转让，证券简称为“天源环保”，证券代码为“831713”，转让方式为协议转让。历经多次增资、资本公积转增股份及非公开定向发行，截至 2019 年 12 月 25 日，公司注册资本变更为 30749.58 万元。2021 年，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可〔2021〕3712 号文件核准，公司在深交所上市，股票代码为“301127.SZ”，募集资金净额 112789.30 万元，实收资本增至 40999.58 万元。2025 年 4 月 29 日，为进一步满足因主营业务变化带来的经营发展需要，公司名称由“武汉天源环保股份有限公司”变更为现名，股票简称变更为“武汉天源”。由于股权激励计划、可转换债券转股等，公司股本有所波动，截至 2026 年 3 月底，公司注册资本及股本变更为 67407.47 万元，公司控股股东湖北天源环保集团有限公司（以下简称“天源环保集团”）持有公司 29.74% 股权（其中 11854.00 万股被质押，占其所持股份的 59.14%，用于融资需求和为二级子公司提供融资担保），自然人黄开明持有天源环保集团 86.27% 股权，公司实际控制人为黄开明、黄昭玮及李娟（黄开明与黄昭玮系父子关系，黄昭玮与李娟系夫妻关系）。

跟踪期内，公司经营业务无重大变动，涵盖高端环保装备制造、环保整体解决方案、运营服务、绿色能源及其他，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业，适用于一般工商企业信用评级方法与模型。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 98.04 亿元，所有者权益 35.79 亿元（含少数股东权益 1.95 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 17.09 亿元，利润总额 2.36 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 100.31 亿元，所有者权益 36.48 亿元（含少数股东权益 2.00 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.21 亿元，利润总额 0.53 亿元。

公司注册地址：湖北省武汉市武汉经济技术开发区军山大道 209 号；法定代表人：黄昭玮。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券为“天源转债”，2024 年 2 月 5 日“天源转债”进入转股期，截至 2026 年 5 月底，未转股债券余额为 32598.51 万元。跟踪期内，公司正常付息。

图表 1 • 截至 2026 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（万元）	债券余额（万元）	起息日	期限
天源转债	100000.00	32598.51	2023/07/28	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“天源转债”募集资金投资项目如图表 2 所示，累计变更用途的募集资金总额占比 43.31%，主要系原募投项目实施条件发生变化所致。截至 2025 年底，募集资金中尚有 9273.08 万元未使用完毕，存放于募集资金专户。其中，部分募投项目出现多次延期，截至 2025 年底，募投项目尚未竣工的项目主要为建水县第二自来水厂及配套管网工程项目和怀化市北部生活垃圾焚烧发电厂工程项目。

图表 2 • “天源转债”募集资金使用情况

序号	承诺投资项目	募集资金承诺投资总额	调整后募集资金投资总额	2025 年底已投入金额	原计划完工时间	延期时长	项目达到预定可使用状态日期
1	建水县第二自来水厂及配套管网工程项目	8000.00	8000.00	4409.34	2025/12/31	12 个月	2026/12/31
2	长葛市城北污水处理厂及配套污水管网工程项目	5000.00	5000.00	5016.80	2025/12/31	8 个月	2026/08/30
3	鹿寨县城第一污水处理厂改扩建工程项目	5000.00	5000.00	5000.67	2024/01/26	不涉及	--
4	补充流动资金	27000.00	25174.08	25239.59	--	--	--

5	孟州市污泥与固体废物资源化利用项目	30000.00	11130.74	11130.74	2024/09/30	24 个月	2026/09/30
6	获嘉县生活垃圾焚烧发电建设项目	25000.00	2035.35	2035.35	2025/12/31	8 个月	2026/08/30
7	怀化市北部生活垃圾焚烧发电厂工程项目	--	5024.57	4038.18	2025/12/31	8 个月	2026/08/30
8	文山州广南县乡镇污水处理厂及供排水管网设施建设项目	--	31109.09	26617.32	2025/06/26	不涉及	--
9	师宗县生活垃圾城乡一体化及转运服务项目	--	6387.00	6398.72	2024/12/31	不涉及	--
合计		100000.00	98860.83	89886.71	--	--	--

注：1.项目实际投资金额超过承诺投资金额主要系募集资金使用期间产生的利息收入所致；2.文山州广南县乡镇污水处理厂及供排水管网设施建设项目于 2025 年 6 月 26 日竣工，截至 2025 年底，该项目累计投资进度为 85.56%，主要系未到质保期及未到付款条件暂未支付所致。

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。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。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最大变量：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（二零二六年一季报）》。

五、行业分析

1 环境治理行业

环境治理行业的市场格局具有明显的区域化、差异化特点，行业头部效应进一步增强。未来，环境治理行业正迎来以政策驱动和技术变革为核心的发展新阶段，行业向资源化、低碳化转型升级的步伐不断加快。

环境治理行业指为污染控制与减排、废弃物处理提供设备和服务的行业。根据中国环境保护产业协会《中国环境保护产业发展报告（2025）》，面对宏观经济承压、传统市场饱和、行业竞争加剧等多重挑战，我国环保产业总体规模依然连续四年站稳 2 万亿元台阶。据中国环境保护产业协会测算，2024 年全国环保产业营业收入约 2.17 万亿元，虽然受市场需求结构调整影响，产业营收同比出现 2.3% 的小幅回落，但发展底盘依然稳固，韧性持续凸显。

产业市场格局具有明显的区域化、差异化特点。东部地区已率先进入“深度治理+智慧运营”的发展新阶段，依托成熟的经济基础与技术积累，聚焦精细化环境管理与数字化运营模式的深度融合；部分中西部地区受发展阶段与基础设施条件制约，仍以补齐生态环境基础设施短板为核心任务，重点推进污水处理、垃圾处理等基础工程建设。从经营效益来看，行业头部效应进一步增强，资源加速向优质企业集中。数量占比仅 26.3% 的规模以上企业贡献了全行业 97.4% 的营业收入和 95.9% 的环保业务营业收入。年营业收入 1 亿元以上的企业集中了全行业 86% 的环保营收和 96% 的营业利润。其中，国有企业发挥“稳定器”作用，在污水处理、

固废管理等重资产运营领域占据主导；民营企业展现创新活力，在技术研发和细分市场深耕细作；混合所有制企业通过资源整合与机制创新，成为区域环境综合治理的重要力量，形成了国企稳底盘、民企强创新、混改促融合的多元发展格局。

我国高度重视环境保护与可持续发展，相关部门出台多项政策推动环保治理提质增效。其中，生态环境部印发的《美丽城市建设实施方案》，明确 2027 年至 2035 年美丽城市建设目标与任务，统筹城乡推进美丽中国建设，强化城市环境基础设施建设，引导社会资本参与环保相关项目；中共中央、国务院印发的《关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的意见》《乡村全面振兴规划（2024—2027 年）》，聚焦农村环境治理，推进城乡供水一体化及农村供水专业化管护，提升农村生活垃圾治理与资源化利用水平，强化农业面源污染防治，推行农业废弃物减量化、资源化、无害化处置；财政部办公厅、住建部办公厅印发的《关于开展 2025 年度中央财政支持实施城市更新行动的通知》，通过中央财政定额补助，推动城市地下管网等基础设施升级，提升生活污水收集处理效能；中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于完善价格治理机制的意见》，健全促进可持续发展的公用事业价格机制，推进非居民用水超定额累进加价、垃圾处理计量收费，优化污水处理收费政策，为环保治理提供价格保障；生态环境部等部门印发的《“十四五”现代环境治理体系建设规划》，进一步完善环境治理机制，强化技术创新与产业支撑，推动环境治理高质量发展。

2 绿色能源行业

绿色能源行业以科技创新为驱动，向智能化、高效化、系统化发展。近年来，我国持续推动绿色能源转型，聚焦光伏、储能等核心领域出台多项支持政策，随着国家政策持续加码，为企业相关业务布局提供坚实支撑。

绿色能源行业（可再生能源产业）是指开发利用风能、太阳能、水能、生物质能、地热能等非化石能源，提供清洁电力、热力、燃料及相关装备制造、工程建设、运营服务的产业集合，核心涵盖光伏发电、风力发电、水力发电、生物质能、新型储能、氢能等板块。

水电水利规划设计总院发布的《中国可再生能源发展报告（2025 年度）》（以下简称“报告”）显示，2025 年中国可再生能源发电装机容量达 23.37 亿千瓦，占全部发电装机容量的 60.1%，风光发电总装机历史性超越火电。其中，我国清洁能源转型领域投资超过 8000 亿美元，占全球在该领域总投资的 1/3 以上。2025 年全国统一电力市场初步建成，新能源可持续发展价格结算机制、绿电直连就近消纳模式以及新型储能可靠容量补偿机制等，推动新能源市场化改革提速。2025 年，全国累计完成电力市场交易电量约 6.64 万亿千瓦时，同比增长 7.4%，占全社会用电量的 64%，较 2024 年提高 1.3 个百分点。

我国可再生能源产业正以科技创新为驱动，向智能化、高效化、系统化发展。2025 年，国家重大战略工程技术攻关稳步推进，水电方面工程技术和施工工艺取得新进展，智能建造与装备制造持续进步。风能、太阳能、生物质能、地热能、氢能、海洋能等开发利用技术水平不断提升，新型储能技术多路线加快示范。展望“十五五”，报告认为可再生能源技术创新将进入多领域融合关键期。2026 年预计高效光伏技术、深远海风电、氢能等核心领域技术研发持续创新，人工智能与能源系统深度融合，进一步助力源网荷储协同调度与高效消纳，持续破解行业发展瓶颈，推动可再生能源开发利用降本增效、提质升级。

政策方面，我国持续推动绿色能源转型，聚焦光伏、储能等核心领域出台多项支持政策，为企业相关业务布局提供坚实支撑。生态环境部印发的《美丽城市建设实施方案》，重点支持分布式光伏及新型储能项目落地；中共中央、国务院印发的《关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的意见》《乡村全面振兴规划（2024—2027 年）》，支持农村分布式光伏、户用储能及农光互补、渔光互补等光伏融合项目开发；财政部办公厅、住建部办公厅印发的《关于开展 2025 年度中央财政支持实施城市更新行动的通知》，鼓励在城市更新区域规模化布局屋顶光伏、储能电站；中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于完善价格治理机制的意见》，完善峰谷电价政策为用户侧储能发展创造空间，助力公司储能项目实现盈利；国家发展改革委、能源局印发的《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，明确 2025 年新型储能装机规模目标，推动电源侧、电网侧、用户侧储能多元发展，为公司光伏与储能协同发展及电网侧储能项目布局提供政策支撑；国务院印发的《2024—2025 年节能降碳行动方案》，提出加快大型光伏基地建设、推动分布式光伏规模化发展；生态环境部等部门印发的《“十四五”现代环境治理体系建设规划》，强化光伏、储能核心技术创新，推动环保与绿色能源深度融合。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司作为国内领先的环境治理综合服务商，在环境综合治理领域保持较强竞争力，技术储备与品牌优势突出，全产业链业务协同，在手订单储备充足；新拓展的绿色能源业务尚处于投入期，收益存在不确定性。公司本部过往债务履约情况良

好。

(1) 规模和市场地位方面

公司作为专业从事水环境综合治理与资源化、绿色能源开发与利用、固体废弃物综合处理与资源化、环保装备制造等业务的企业之一，是国内领先的环境治理综合服务商。

(2) 核心运营要素

订单获取方面，公司依托自主研发的核心环保装备技术、全产业链业务协同能力及县域环境治理项目的丰富运营经验，以公开招标为主要拓展方式，在中西部区县水环境治理、生活垃圾焚烧发电领域形成了较强的订单获取竞争力。2025 年，公司环保整体解决方案项目新增 6 个，新增项目合同金额 26.56 亿元，期末存续项目 21 个；截至 2025 年底，公司负责运营的项目共 49 个，在手订单充足，为收入提供持续保障。

公司项目筛选区域上重点布局中西部人口基数充足、垃圾处理需求刚性的县域市场，同时择优拓展经济实力较强区域的水环境治理项目。项目质量方面，公司客户以区县级政府及下属平台为主，项目需求具备刚性，但部分项目所在区域财政实力偏弱，叠加环保工程项目付款周期较长，整体回款效率偏低。

跟踪期内，公司保持技术优势，2025 年，公司获得新增授权专利 30 项（其中发明专利 6 项），获批国家及团体标准各 1 项，获得省级以上科技奖项 2 项；截至 2025 年底，公司自主研发了 20 余项核心技术，拥有 150 余项有效专利，获得国家级专精特新“小巨人”企业、湖北省企业技术中心单位、湖北省支柱产业细分领域隐形冠军示范企业等称号，维持良好的品牌形象。

(3) 业态多元与协同

公司构建了“装备制造-工程建设-运营服务”的环保全产业链布局，自有高端装备制造产能可为内部工程项目提供核心设备，降低采购成本与交付周期；环保整体解决方案项目可转化为长期运营资产，为运营板块持续输送增量项目，各业务板块具备协同效应。同时，公司新拓展绿色能源业务，依托环保业务积累的政府资源与项目投融资经验切入光伏、储能赛道，探索“环保+绿色能源”的协同发展模式；但该业务尚处于投入期，项目投资规模大、回报周期长，收益水平受发电量、上网电价及电网消纳政策等因素影响存在不确定性，持续大额资本支出将进一步加大公司现金流与债务压力。

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》（统一社会信用代码：91420113695318989W），截至 2026 年 6 月 3 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 25 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，公司董事会及高级管理人员变动均为正常人事更替，组织架构发生变化，修订并制定部分管理制度，管理运作正常。

跟踪期内，公司董事会及高级管理人员发生正常的人事变动。公司不设监事会和监事，相关职权由董事会下设审计委员会履行，公司审计委员会成员为 3 名，其中独立董事 2 名。

图 3 • 2025 年以来公司董事、高级管理人员变化情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
汤正云	副总裁	解聘	2025 年 12 月 12 日	工作调动
王志平	职工代表董事	被选举	2025 年 09 月 11 日	工作调动
庞学玺	董事	离任	2025 年 01 月 10 日	个人原因

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2025 年 8 月，公司修订《公司章程》，同时修订了《股东会议事规则》《董事会议事规则》《财务资助管理制度》《对外担保管理制度》《对外投资管理制度》《独立董事工作制度》《关联交易管理制度》《内部审计制度》《审计委员会工作细则》等一系列治理制度，并制定了《舆情管理制度》《重大信息内部报告制度》《董事、高级管理人员离职管理制度》《董事、高级管理人员薪酬管理制度》等相关制度。

2026年4月，公司对组织架构进行调整，内设董秘办、总裁办、审计部、市场部、经营管理部、商务管理部、公共事务管理部、科技研发部、资本运营部、财务管理部、人力资源管理部、工程建设发展部、环保事业发展部、数字事业发展部、新能源事业发展部、氢能事业发展部、装备产业发展部17个部门。

（三）重大事项

公司拟向特定对象发行股票募集不超过16.00亿元的资金用于环保整体解决方案项目及偿还银行借款，本次定向增发仍存在一定不确定性。

2026年4月，公司发布《武汉天源集团股份有限公司2026年度向特定对象发行A股股票预案》，公司拟向特定对象（不超过35名符合中国证监会规定条件的特定投资者）发行股票募集资金总额不超过16.00亿元，本次发行的股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定，且不超过本次发行前公司总股本的30%，发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于环保整体解决方案项目投资及偿还银行借款。为了保证募集资金投资项目的顺利进行，在本次发行募集资金到位之前，公司可以根据募集资金投资项目的实施进度和实际情况以自筹资金先行投入，待募集资金到位后再予以置换。

本次发行完成后，公司的总资产与净资产规模将同时增加，资产负债率将有所降低，有助于增强公司偿债能力与抵御财务风险的能力，推动资本结构的优化。

图表4·定向增发拟募投资项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	南宁水质净化厂及配套管网项目	62698.79	41500.00
2	楚雄州楚北片区垃圾焚烧发电厂项目	28022.24	23000.00
3	岑溪市生活垃圾焚烧发电项目	40570.24	26500.00
4	株洲市南部生活垃圾焚烧发电厂项目	37194.96	33000.00
5	偿还银行借款	36000.00	36000.00
合计		204486.23	160000.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至本报告出具日，本次发行事项已经公司第六届董事会第二十八次会议、股东会审议通过，尚需深交所审核通过和中国证监会作出同意注册决定后方可实施。本次发行事项能否获得批准以及最终获得批准的时间均存在不确定性。

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司保持既有的业务格局，2025年营业总收入同比下降，综合毛利率同比有所提升。

跟踪期内，公司业务布局涵盖高端环保装备制造、环保整体解决方案、运营服务、绿色能源及其他业务板块。

2025年，公司营业总收入同比下降13.93%，主要系环保整体解决方案收入减少所致；营业总收入构成仍以环保整体解决方案为主，但该板块收入占比显著下降。此外，公司高端环保装备制造收入同比实现大幅增长，占比明显提升，主要系公司承接的多个装备制造项目进入验收阶段并确认收入所致；运营服务板块收入稳步增长，毛利率同比小幅增长，收入主要来自水处理运营服务及第三方服务；绿色能源板块尚处于起步阶段，收入规模较小但毛利率较高，随着新能源项目陆续投产，该板块收入规模有望逐步扩大。

图表5·2024—2025年公司营业总收入及毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2024年			2025年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
高端环保装备制造	3033.82	1.53%	30.36%	18180.57	10.64%	51.35%
环保整体解决方案	170027.00	85.64%	33.00%	112628.56	65.92%	31.00%

运营服务	25144.99	12.67%	37.13%	39554.70	23.15%	38.82%
绿色能源及其他	326.05	0.16%	40.84%	503.41	0.30%	62.88%
合计	198531.85	100.00%	33.50%	170867.24	100.00%	34.38%

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

跟踪期内，公司采购以及销售模式未发生重大变化。下游客户集中度偏高，主要为区县级地方政府及其城市管理部门。

公司核心业务是为客户提供环保整体解决方案，即承接环保工程项目，同时公司拓展业务链条，一方面生产制造环保工程所需高端环保装备产品，另一方面负责部分环保工程项目建设完成后的运营服务。

跟踪期内，公司采购的原材料品种、采购模式、结算方式未发生重大变化。公司对外材料采购主要用于高端环保装备产品制造以及环保工程建设，对于主要材料如膜类、药剂以及电力等能源消耗，与供应商合作较为稳定，而对于部分非关键环节，如土建、非核心的辅助性安装等活动，采取对外分包的形式，供应商的替代性较强。受到每年项目变化的影响，分包服务的供应商有一定的变动。采购集中度方面，2025年，公司向前五大供应商采购金额为10.54亿元，集中度为42.93%。

跟踪期内，公司项目承接主要通过公开招投标的方式承接业务，下游客户主要为地方政府及其城市管理部门，以区县级为主。

2025年高端环保装备产品板块收入同比大幅增长。

公司高端环保装备制造业务聚焦环保领域核心装备的研发、生产、销售与服务，产品涵盖水处理设备、固废处置设备、环保非标设备及环保耗材等，同步拓展氢能装备、储能装备等智能制造业务，可适配公司内部项目配套与外部市场需求。其中，子公司武汉盛太环保装备制造有限公司（以下简称“盛太装备”）主要生产用于满足公司内部工程需求的相关装备产品，2025年，盛太装备实现营业总收入11.94亿元（向关联方销售设备当年发生额合计约10.90亿元），同比增长73.32%，主要系公司内部配套项目增加投入影响。公司本部承接少部分外部客户的订单，并确认高端环保装备产品板块收入，2025年公司本部高端环保装备制造收入1.78亿元。高端环保装备制造板块的收入确认时点为以环保设备运抵项目现场，并取得验收报告后，期间不确认收入。

环保整体解决方案业务具有资金垫付规模大、回款周期长等特点；2025年底，公司在手项目充足，但仍需较大规模资金投入，且客户中位于西南地区的区县级政府占比较高，部分项目所在区域财政实力偏弱、支付能力有限，回款进度缓慢，需持续关注项目资金平衡风险。

环保整体解决方案板块主要为环保工程建设业务，项目内容主要涉及水环境治理、固体废弃物处置等；跟踪期内，该业务运营模式未发生变化，仍依据客户的不同需求，采用EPC、PC等一般建造业务模式提供项目的工程建造服务，或者通过采用BOT等投资建造业务模式实施工程建造。

一般建造模式下，公司按照工程进度进行项目结算和收入确认。2025年，公司新增一般建造模式合同2个，合同金额3.94亿元；期末存续项目10个，累计合同金额16.41亿元，累计工程结算7.90亿元，累计回款0.65亿元。项目回款通常按照合同约定在关键节点或项目竣工后一定期限内回款，多数项目为竣工后回款，考虑到公司客户中位于西南地区的区县级政府占比较高，部分项目所在区域财政实力偏弱、支付能力有限，回款进度缓慢，应收账款规模持续提升。

图表6·截至2025年底公司一般建造模式存续项目情况（单位：万元）

项目名称	完工进度	合同金额	累计工程结算金额	累计回款金额	2025年确认收入
建水县城供水设施建设项目（一标段）勘察设计施工总承包	78%	14862.35	10450.20	0.00	367.45
鹿寨县园区配套污水处理厂及基础设施建设项目一期工程工业污水处理厂项目、配套污水管网项目工程	11%	25536.46	2447.40	0.00	2695.30
沾益区第二污水厂新建工程设计、采购、施工总承包项目	24%	45975.76	9421.58	3842.57	3895.15
泸江河及支流（建水段）水环境综合治理项目（一期）勘察设计施工总承包（EPC）	72%	13054.92	9456.96	0.00	0.55
楚雄州武定县城污水管网改造建设项目设计采购施工总承包（EPC）	92%	20586.59	18500.58	0.00	15.96
云南东川产业园区创业就业园二期配套污水处理厂及管网改扩建项目设计、采购、施工总承包（EPC）	76%	12750.00	9633.74	0.00	-1959.58
长葛市城北污水处理厂及配套污水管网工程总承包（EPC）项目	91%	15940.16	14537.64	650.00	-2050.82
江都高新区（北区）工业污水处理厂一期工程采购、施工、运营一体化（PC+O）	0%	9820.92	0.00	0.00	0.00
陕西吴禹污水处理工程污水处理终端项目设计采购施工EPC总承包	94%	700.00	660.94	70.00	0.00

宝丰县石桥镇污水处理厂设施建设项目	80%	4918.82	3935.74	1950.00	0.00
合计	--	164145.98	79044.78	6512.57	2964.01

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

BOT 模式下，公司与政府或其授权方签订特许经营协议，由公司设立项目公司承担项目的投融资、建设、运营。在运营期间，项目公司通过提供运营服务向政府或其授权方收取处理费用，以此来回收项目投资、融资、建造、经营和维护成本并获取合理回报。对于建造阶段的应付建设工程款较少单独支付，在运营阶段按期支付运营费用，工程建造方的投入及合理收益等主要通过运营阶段收费逐步回收。公司按照完工进度确认无形资产入账价值，竣工验收后全部入账，项目进入运营期后无形资产开始逐年摊销；该模式下项目公司均纳入合并范围，公司持股比例大多为 100.00%。项目资金来源主要为长期银行借款。

2025 年，公司新增投资建造模式合同 4 个，合同金额 22.62 亿元；期末 BOT 模式下的环保整体解决方案建设期项目 11 个，累计合同金额为 44.42 亿元，尚需投资的规模为 24.70 亿元，2025 年实现收入 10.59 亿元，同比有所下降，均为建设期收入（无实际现金流），尚待确认收入 22.46 亿元；处于运营期的项目 24 个，当期实现运营收入 2.97 亿元，整体投运基本符合预期，无亏损项目，多个在建项目完工进度接近 100%，预计 2026 年进入运营期项目将有所增加。考虑到投资建造模式下的项目建设完成后，根据运营情况按约定向业主收取运营服务费用以实现回款，项目投运后的回款情况有待观察。

图表 7·截至 2025 年底公司投资建造模式（BOT 模式）存续建设期项目情况（单位：万元）

项目名称	完工进度	合同金额	2025 年实现收入
沙井厂、二坑溪厂、九曲湾厂、吴圩二期厂等 4 个水质净化厂及配套管网特许经营项目	33.65%	124760.00	21836.85
永善县城第二污水处理厂及配套管网建设工程（厂区项目特许经营招标）特许经营协议	0.00%	16107.20	0.00
获嘉县生活垃圾焚烧发电建设项目特许经营权招标项目	95.91%	30900.00	0.00
甘肃岷县生活垃圾焚烧发电项目	93.83%	29000.00	13047.03
赫章县生活垃圾焚烧发电项目	98.42%	36806.86	22963.51
纳雍县垃圾焚烧发电特许经营权项目	99.57%	35300.00	24384.52
怀化市北部生活垃圾焚烧发电厂项目	93.28%	29736.12	15180.41
楚雄州楚北片区（大姚-姚安-永仁-元谋）垃圾焚烧发电厂特许经营项目	20.82%	28022.24	3821.02
岑溪市生活垃圾焚烧发电特许经营项目	5.79%	40570.24	1304.02
株洲市南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	6.00%	36935.21	0.00
广南县垃圾焚烧发电厂特许经营项目	98.00%	36059.98	2031.92
合计	--	444197.85	104569.30

注：部分项目于 2025 年底转入运营，故上表未列示，因此上表合计数和当年实现收入 10.59 亿元不一致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司运营服务板块未发生重大变化，运营收入同比增长，需关注运营业务现金回款情况。

跟踪期内，公司运营服务的业务模式未发生重大变化，仍以投资运营以及委托运营两种模式为主，前者主要为进入运营阶段的投资建造模式的项目，后者运营由第三方完成建设的项目。项目结算方面，公司先支付运营所需的材料、人工、水电等费用，再根据完成约定的实际处理量或协议约定保底量确认运营收入，按月或季度定期向业主结算服务费，不存在可行性缺口补助。

公司运营服务的客户以地方政府、事业单位、大型央企等为主，主要通过招投标或竞争性谈判获取。2025 年，公司负责运营的 49 个项目共实现运营收入 3.96 亿元，同比增长 57.31%，全年现金回款 2.80 亿元。其中，委托运营项目 25 个，当期实现运营收入 0.98 亿元；投资运营项目 24 个，当期实现运营收入 2.97 亿元，整体投运基本符合预期，无亏损项目。分运营内容来看，2025 年，实现来自水处理运营服务收入 3.11 亿元，来自固体废弃物处置及资源化运营收入 0.85 亿元，毛利率同比改善，其中固体废弃物处置及资源化回款主要为电费，整体回款较为及时，而水处理运营服务依赖于委托方支付的污水处理费，回款情况与委托方客户的资质关联度高。

图表 8• 公司运营服务收入主要构成情况（单位：万元）

类型	2024 年		2025 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水处理运营服务及第三方服务	23435.76	39.85%	31052.06	39.80%
固体废弃物处置服务及资源化	1709.23	-0.07%	8502.64	21.26%
合计	25144.99	37.13%	39554.70	38.82%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司绿色能源板块持续投入，未来资本支出规模较大，项目实际收益受发电量、上网电价及政策等因素影响存在不确定性，对公司现金流和债务水平形成压力。

自 2024 年起，公司布局光伏、风电、储能、氢能等绿色能源赛道，跟踪期内主要投资项目为第七师胡杨河市兵地融合光伏项目。公司通过下属平台建设装机总容量为 1GW 的集中式光伏发电项目及储能设施等配套工程（以下简称“新疆光伏发电项目”），由新疆兴起航新能源有限公司（以下简称“新疆兴起航”）作为项目主体。公司下属全资子公司武汉天源能源有限公司持有新疆兴起航 51.00% 股权，乌苏市国有资产事务服务中心持股 49.00%。

该项目初始计划总投资 30.20 亿元，其中资本金占比 20.00%，剩余 80.00% 由新疆兴起航通过银行贷款筹措，并由双方股东按股权比例提供担保。受光伏产业链原材料市场价格持续下行影响，公司结合新疆本地光伏项目建设实际情况拟将新疆光伏发电项目的项目总投资调整为 21.49 亿元，并分两期实施：一期建设总装机容量规模约 500MW，目前已全面完成工程建设，2026 年 5 月正处于调试阶段，且与新疆兵团电网商定在 2026 年 6 月 30 日前全面并网发电并投入商业运营；二期建设总装机容量规模约 500MW，待一期实现并网发电后启动建设。经公司内部测算，该项目预计年均营业总收入在 2.72 亿元左右，年均净利润在 1.2 亿元左右¹。截至 2026 年 3 月底，项目累计投资 14.90 亿元，该项目对应的银行贷款余额 11.88 亿元，借款期限 15 年，借款利率 3.80%，后续需关注项目发电量、上网电价及政策等因素对收益实现情况的影响。

图表 9• 截至 2026 年 3 月底公司绿色能源板块主要在建项目

项目	开工时间	预计竣工时间	调整后计划总投资额（亿元）	资金来源	已完成投资（亿元）
新疆光伏发电项目	2024 年 10 月	2026 年 7 月	21.49	自筹+银行融资	14.90

注：一期预计竣工时间为 2026 年 7 月

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

储能方面，公司开拓江苏、江西、宁夏、内蒙古、山东等地电网侧独立储能项目。拟建项目方面，2026 年 4 月，公司与山西省忻州市繁峙经济技术开发区管理委员会签署《投资协议》，拟建设繁峙县武汉天源 200MW/800MWh 电网侧独立储能项目，项目总投资约 8.00 亿元。

2 未来发展

公司发展战略与现有主业匹配度高。

未来五年，公司将贯彻“固本拓新、创新引领、管理赋能”的总体战略，以技术创新为核心引擎，以市场拓展为关键抓手，以产业协同为坚实支撑，在巩固水环境治理、固废处置等传统优势业务的基础上，大力拓展风电、光伏、储能、氢能等绿色能源新赛道，并做强高端装备制造板块。公司致力于深化“环保+绿色能源”双主业协同发展模式，打造国内领先、国际知名的环境治理与绿色能源综合服务商，持续提升核心竞争力。

（五）财务方面

公司提供了 2025 年度财务报告，中审众环会计师事务所（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。公司提供的 2026 年一季报未经审计。

合并范围方面，截至 2025 年底，公司合并范围子公司 58 家，较上年底新增 19 家，注销及清算 3 家；2026 年 1—3 月，公司合并范围新增 3 家子公司，注销及清算 1 家。整体看，新增及注销的子公司规模较小，合并范围变化对公司财务数据可比性的影响

有限。

1 主要财务数据变化

截至 2025 年底，以在建工程、无形资产为主的非流动资产占比提升至 71.64%，受限资产占比 42.65%，资产流动性较弱。同时，公司应收账款规模持续增加，客户多为各地区县级政府，回款进度受区域财政实力影响较大，回款及减值风险持续累积，需持续关注资产质量及回款不确定性。

截至 2025 年底，公司资产规模延续增长态势，较上年底增长 35.29%，主要系非流动资产规模的增长所致。具体来看，公司流动资产较上年底小幅减少，货币资金、应收账款和合同资产占比较高。其中，货币资金较上年底减少 35.90%，主要系增加对项目投入所致；应收账款账龄集中在 1 年以内和 1 至 2 年，账面余额分别占比为 51.37%和 21.75%，累计计提坏账准备 1.56 亿元²；合同资产（含重分类至其他非流动资产的合同资产）账面余额 5.69 亿元，减值准备 0.29 亿元；2025 年底，环保整体解决方案产生的应收账款和合同资产的前五大客户年末余额占比为 45.64%，坏账准备计提比例为 7.38%，考虑到公司环保整体解决方案客户主要为西南地区的区县级政府部门，财政实力较弱，需关注回收风险；其他流动资产为增值税留抵税额。截至 2025 年底，公司非流动资产规模较上年底增长 58.25%，主要由于在建工程中的新疆光伏项目投入增加所致；以特许经营权为主的无形资产较上年底增加 32.19%；其他非流动资产主要为 PPP/BOT 项目建造期间形成的合同资产。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 2.31%，其中，货币资金规模有所下降，无形资产实现增长，资产结构稳定。

资产受限方面，截至 2025 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 41.81 亿元，占同期末资产总额的 42.65%，主要用于下属子公司的银行贷款抵质押。

图表10 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	28.08	38.76%	27.81	28.36%
货币资金	14.34	19.80%	9.19	9.38%
应收账款	6.26	8.63%	7.29	7.43%
合同资产	2.58	3.57%	2.29	2.34%
其他流动资产	3.77	5.20%	6.15	6.28%
非流动资产	44.38	61.24%	70.23	71.64%
在建工程	0.14	0.19%	13.20	13.47%
无形资产	36.21	49.97%	47.86	48.82%
其他非流动资产	3.54	4.89%	4.16	4.24%
资产总额	72.46	100.00%	98.04	100.00%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表11 • 截至2025年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	0.49	保函保证金
应收账款	1.49	质押、抵押担保
无形资产	24.42	质押、抵押担保
在建工程	13.03	质押担保
长期股权投资	2.38	质押、抵押担保
合计	41.81	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，随着可转换债券转股及未分配利润的累积，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。

截至 2025 年底，公司所有者权益合计 35.79 亿元，较上年底增长 8.96%。其中，2025 年合计 2726.75 万股可转换债券转增股本，带动股本增至 6.74 亿元、其他权益工具减少 0.43 亿元并增加资本公积股本溢价 1.80 亿元；公司回购 1382.72 万股增加库存股 2.00 亿元；未分配利润持续累积，较上年底增加 1.55 亿元；随着新疆兴起航的注册资金增加，2025 年公司少数股东权益增加 1.56 亿元。总体上，公司所有者权益仍以归属于母公司所有者权益为主（占 94.56%），其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 18.84%、42.69%和 34.38%，权益结构稳定性尚可。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益较上年底小幅增长。

跟踪期内，随着对绿色能源板块持续投入，公司负债及有息债务规模增速快，债务负担加重。

截至 2025 年底，公司负债和全部债务规模维持增长态势，较上年底分别增长 57.12%和 106.18%，主要系长期借款的增加所致。从负债结构来看，流动负债规模稳定，构成以应付账款、一年内到期的非流动负债为主；非流动负债主要为长期借款和应付债券等，其中，长期借款（含一年内到期）中质押借款、抵押借款以及保证借款占比分别为 5.98%、65.69%和 28.43%，抵质押借款主要为各下属子公司的项目贷款；预计负债主要为计提运营设备更新维护费。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 63.50%、56.61%和 55.14%，较上年底分别提升 8.82 个百分点、15.80 个百分点和 15.47 个百分点，债务负担加重。

² 应收账款账龄 1 年以内（含 1 年）、1~2 年（含 2 年）、2~3 年（含 3 年）、3~4 年（含 4 年）、4~5 年（含 5 年）、5 年以上分别按照 5%、10%、30%、50%、80%、100%的计提比例计提坏账准备。

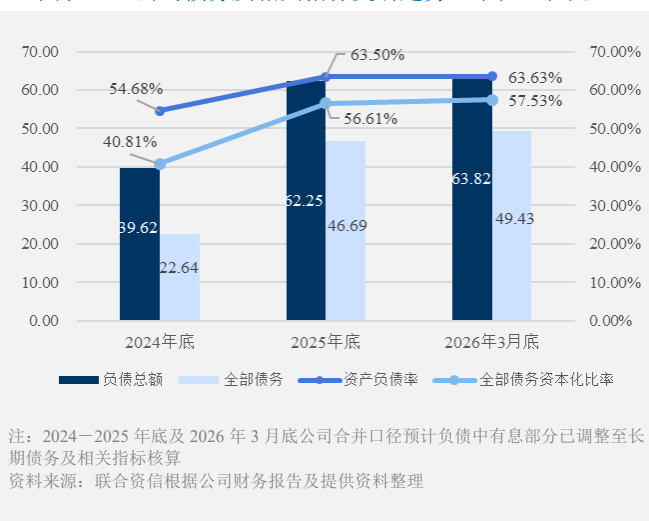
截至 2026 年 3 月底，公司负债总额和全部债务较上年底小幅增加，结构变化不大。

图表12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	17.26	43.58%	17.61	28.29%
应付账款	13.06	32.97%	13.02	20.92%
一年内到期的非流动负债	1.07	2.71%	2.80	4.50%
非流动负债	22.35	56.42%	44.64	71.71%
长期借款	16.28	41.08%	39.90	64.09%
应付债券	4.20	10.60%	2.78	4.47%
负债总额	39.62	100.00%	62.25	100.00%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表13 • 公司债务及相关指标变动趋势（单位：亿元）



跟踪期内，公司营业总收入及毛利率同比下降，减值损失持续计提，盈利能力有所弱化。

2025 年，公司营业总收入和毛利润分别同比下降 13.93%和 11.68%；费用总额同比增长，从构成来看，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.58%、28.81%、26.58%和 34.04%。公司利润主要来源于经营性业务，投资收益及其他收益等非经营损益对利润补充作用有限，但无形资产减值等资产减值损失和应收账款计提的信用减值损失对利润形成持续侵蚀，2025 年减值损失合计 0.80 亿元，同比增幅较大，主要系环保整体解决方案客户资质较弱所致。综合影响下，公司利润总额同比下降 39.60%，整体盈利能力有所弱化。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 35.33%，利润总额同比下降 6.85%。

图表14 • 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	19.85	17.09	4.21
毛利润	6.65	5.87	1.22
费用总额	2.36	2.72	0.86
资产减值损失	-0.03	-0.20	0.15
信用减值损失	-0.19	-0.60	0.06
利润总额	3.91	2.36	0.53
EBITDA 利润率	28.21%	27.59%	--
总资产报酬率	7.23 %	3.92%	--
净资产收益率	10.20%	6.03%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司经营现金持续净流出，叠加特许经营权及绿色能源板块项目大规模资本支出，筹资活动前现金流缺口同比扩大，未来仍存在持续的大额对外融资需求。

2025 年，经营活动现金仍为净流出态势，现金收入比保持在较低水平，收入实现质量弱。受新疆光伏发电项目等重点项目集中投入影响，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比大幅增长，投资活动现金净流出规模同比增 299.86%。受经营和投资活动均现金流出的影响，筹资活动前现金流缺口同比扩大，为弥补资金缺口，公司通过增加长期银行借款加大外部融资力度。考虑到环保整体解决方案的在手订单以及绿色能源板块项目建设未来仍需进一步投入，公司或将持续存在对外筹资需求。

2026 年 1—3 月，公司经营和投资活动现金分别净流出 1.49 亿元和 3.69 亿元，筹资活动现金净流入 2.91 亿元，不足以弥补现金缺口，导致当期现金及现金等价物规模净减少。

图表 15 • 公司现金流量情况（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	5.47	5.87	1.85
经营活动现金流出小计	8.32	7.88	3.35
经营现金流量净额	-2.84	-2.01	-1.49
投资活动现金流入小计	0.26	0.25	0.01
投资活动现金流出小计	6.99	27.17	3.70
投资活动现金流量净额	-6.73	-26.93	-3.69
筹资活动前现金流量净额	-9.58	-28.94	-5.18
筹资活动现金流入小计	9.82	38.27	3.50
筹资活动现金流出小计	5.04	14.49	0.59
筹资活动现金流量净额	4.78	23.78	2.91
现金收入比	25.31%	32.37%	35.59%
现金及现金等价物净增加额	-4.80	-5.16	-2.27

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债指标表现进一步弱化；未使用银行授信充足，公司作为上市公司拥有直接融资渠道。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率	162.67%	157.88%
	速动比率	159.61%	154.62%
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.29	0.31
	经营现金/短期债务（倍）	-2.72	-0.75
	现金短期债务比（倍）	13.75	3.45
再融资能力	公司备用流动性充足，且作为上市公司，具备直接融资渠道		
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.60	4.71
	全部债务/EBITDA（倍）	4.04	9.90
	经营现金/全部债务（倍）	-0.13	-0.04
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.54	3.44
	经营现金/利息支出（倍）	-2.81	-1.47

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告及提供资料整理

短期偿债指标方面，截至 2025 年底，公司流动比率和速动比率较上年底略有下降，由于货币资金的减少，现金类资产对短期债务覆盖能力明显减弱。截至 2026 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信总额 70.34 亿元，未使用授信余额 22.63 亿元，备用流动性充足；同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

长期偿债指标方面，2025 年，EBITDA 同比下降，且受制于债务规模的增加带动利息支出提升，EBITDA 利息保障倍数有所弱化；经营活动现金流持续净流出，无法对全部债务及利息支出形成有效保障。截至 2025 年底，公司应收账款及合同资产合计账面余额约 12.98 亿元，减值准备综合计提比例约 14.25%；考虑到下游客户以政府财政实力较低的区县级地方政府部门为主，回款周期拉长可能进一步推高减值计提规模。公司所有者权益规模对存量减值缺口的覆盖程度较高，但若后续资产减值规模持续扩大，权益对损失的缓冲能力将有所弱化。

截至 2025 年底，公司无对合并范围外企业的担保。同期末，公司未决涉诉金额约为 2.92 亿元，单项金额对公司影响较小。

3 公司本部主要变化情况

公司本部为主要经营实体，跟踪期内公司本部资产和负债增长，债务负担有所加重，利润总额转为亏损，债务及利息偿付依赖于再融资。

截至 2025 年底，公司本部资产总额较上年底小幅增加，主要系长期股权投资的增加。其中，现金类资产为 4.00 亿元；应收账款和合同资产分别为 5.44 亿元和 2.23 亿元，前五大对手方应收账款和合同资产余额占合计的比重为 50.70%，集中度较高，坏账准备及减值准备计提比例为 6.32%；其他应收款 10.43 亿元，主要为对子公司的往来款项；长期股权投资规模 16.12 亿元。

截至 2025 年底，公司本部负债总额为 18.72 亿元，较上年底小幅增长，主要系银行借款的增加所致；所有者权益 27.54 亿元，较上年底小幅下降，主要系回购股票带动库存股增加以及未分配利润下降所致。综合影响下，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 40.47%和 23.82%，较上年底分别提升 3.32 个百分点和 1.46 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本部现金类资产较为充裕，且短期债务规模较小，公司短期偿债能力较强。

2025 年，公司本部实现的营业总收入 4.93 亿元，同比下降 23.64%；公司对联营企业横州绿城天源水务有限公司的投资确认 0.30 亿元的投资损失，加之应收账款和合同资产信用减值损失的计提，公司本部利润总额呈现亏损 0.13 亿元。2025 年，公司本部经营活动现金净流入 0.04 亿元，同比大幅缩减，无法覆盖当年分配股利、利润或偿付利息支付的现金 0.76 亿元，公司本部存在一定的外部融资需求。

（六）ESG 方面

公司作为环保行业企业，注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，组织架构设置合理。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为环保行业的企业，公司为有污水处理需求的企业和地区提供污水处理装备和运营服务。公司及下属子公司纳入环境信息依法披露企业名单，多家下属子公司根据环保部《关于印发企业事业单位突发环境事件应急预案备案管理办法（试行）的通知》编制了突发环境事件应急预案，并结合项目的实际情况和执行标准，制定了环境自行监测方案。2025 年，联合资信未发现公司受到与污染、废物排放等相关的监管处罚。

社会责任方面，公司重视职工权益保护工作，提升员工薪酬与福利待遇，实施第二期员工股权激励计划。安全生产方面，公司持续组织有限空间作业安全、施工安全、消防安全等专项培训。公益事业方面，公司围绕乡村振兴、教育支持、公共事业发展等重点领域；2025 年，公司向谷城县紫金镇涨潮铺村捐赠，助力当地基础设施改善与乡村发展；向湖北思源公益基金会定向捐赠，支持其开展扶贫助困及公益项目；向华中科技大学教育发展基金会捐赠，用于教育公益事业。

管理方面，公司法人治理结构较为完善，组织架构设置符合业务发展需要；2025 年，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司内控审计报告出具标准无保留意见。此外，公司未设专门的 ESG 管治部门或组织，但公司每年的年度报告中会进行环境及社会责任方面信息的披露，ESG 信息披露尚可。

七、债券偿还能力分析

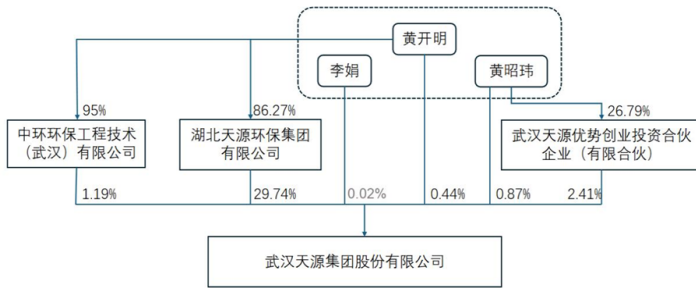
公司现金类资产和 EBITDA 对“天源转债”的覆盖程度较高；同时考虑到未来转股因素，公司对“天源转债”的保障能力或将提升。

截至 2026 年 5 月底，“天源转债”未转股余额为 3.259851 亿元，公司持续净流出的经营活动现金流无法对“天源转债”的偿还形成保障，但公司现金类资产和 EBITDA 对“天源转债”的覆盖倍数分别为 2.85 倍和 1.45 倍。此外，“天源转债”设置了转股价格特别向下修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司对“天源转债”的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

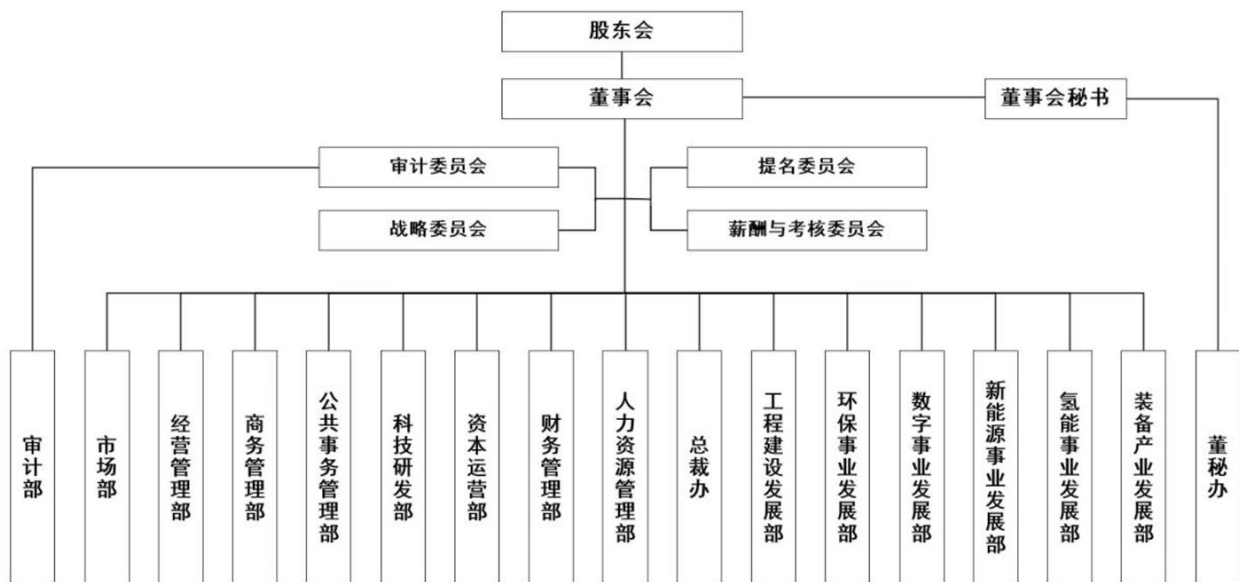
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁻，维持“天源转债”的信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 4 月底）



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）	14.38	9.29	7.25
应收账款（亿元）	6.26	7.29	7.51
其他应收款（合计）（亿元）	0.28	1.75	1.13
存货（亿元）	0.53	0.57	0.60
长期股权投资（亿元）	0.36	0.22	0.26
固定资产（合计）（亿元）	1.57	1.65	1.62
在建工程（合计）（亿元）	0.14	13.20	13.62
资产总额（亿元）	72.46	98.04	100.31
实收资本（亿元）	6.47	6.74	6.74
少数股东权益（亿元）	0.39	1.95	2.00
所有者权益（亿元）	32.84	35.79	36.48
短期债务（亿元）	1.05	2.69	3.90
长期债务（亿元）	21.60	43.99	45.53
全部债务（亿元）	22.64	46.69	49.43
营业总收入（亿元）	19.85	17.09	4.21
营业成本（亿元）	13.20	11.21	2.99
其他收益（亿元）	0.07	0.08	0.02
利润总额（亿元）	3.91	2.36	0.53
EBITDA（亿元）	5.60	4.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.02	5.53	1.50
经营活动现金流入小计（亿元）	5.47	5.87	1.85
经营活动现金流量净额（亿元）	-2.84	-2.01	-1.49
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.73	-26.93	-3.69
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.78	23.78	2.91
财务指标			
净营业周期（天）	-184.17	-258.35	--
应收账款周转次数（次）	3.54	2.52	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.20	--
现金收入比（%）	25.31	32.37	35.59
EBITDA 利润率（%）	28.21	27.59	--
总资产报酬率（%）	7.23	3.92	--
净资产收益率（%）	10.20	6.03	--
长期债务资本化比率（%）	39.67	55.14	55.52
全部债务资本化比率（%）	40.81	56.61	57.53
资产负债率（%）	54.68	63.50	63.63
流动比率（%）	162.67	157.88	151.87
速动比率（%）	159.61	154.62	148.32
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.29	0.31	--
现金短期债务比（倍）	13.75	3.45	1.86
EBITDA 利息倍数（倍）	5.54	3.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.04	9.90	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；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. 2024—2025 年底及 2026 年 3 月底公司合并口径预计负债中有息部分已调整至长期债务及相关指标核算
 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
财务数据		
现金类资产（亿元）	6.08	4.00
应收账款（亿元）	6.25	5.44
其他应收款（合计）（亿元）	7.69	10.43
存货（亿元）	0.23	0.34
长期股权投资（亿元）	15.13	16.21
固定资产（合计）（亿元）	1.50	1.57
在建工程（合计）（亿元）	0.05	0.04
资产总额（亿元）	45.27	46.26
实收资本（亿元）	6.47	6.74
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	28.45	27.54
短期债务（亿元）	0.54	0.95
长期债务（亿元）	7.65	7.66
全部债务（亿元）	8.19	8.61
营业总收入（亿元）	6.46	4.93
营业成本（亿元）	4.35	3.29
其他收益（亿元）	0.05	0.03
利润总额（亿元）	0.09	-0.13
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.77	5.71
经营活动现金流入小计（亿元）	9.61	7.63
经营活动现金流量净额（亿元）	2.38	0.04
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.83	-1.98
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.62	-0.31
财务指标		
净营业周期（天）	-43.78	-122.46
应收账款周转次数（次）	0.96	0.84
总资产周转次数（次）	0.14	0.11
现金收入比（%）	120.42	115.82
EBITDA 利润率（%）	10.31	4.15
总资产报酬率（%）	1.49	0.45
净资产收益率（%）	0.17	-0.35
长期债务资本化比率（%）	21.20	21.77
全部债务资本化比率（%）	22.36	23.82
资产负债率（%）	37.15	40.47
流动比率（%）	258.49	210.50
速动比率（%）	255.86	207.39
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.88	0.52
现金短期债务比（倍）	11.27	4.22
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1.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；2.“/”表示未获取
 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	(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	
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	
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
EBITDA 利润率	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%
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×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

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)

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