

晶科电力科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券 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〕3732号

联合资信评估股份有限公司通过对晶科电力科技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，确定维持晶科电力科技股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“晶科转债”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晶科电力科技股份有限公司（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。

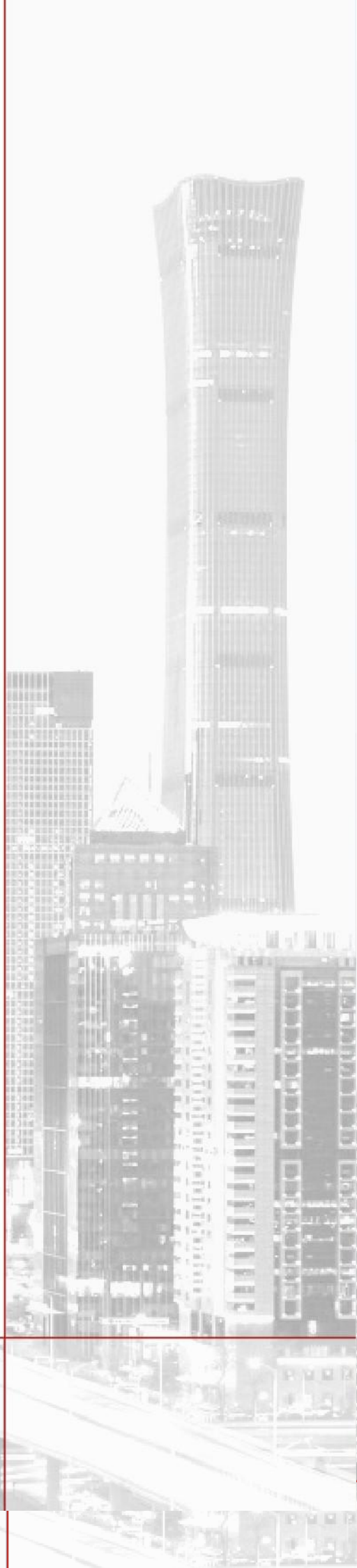
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



晶科电力科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券 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
晶科电力科技股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2026/06/25
晶科转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，晶科电力科技股份有限公司（以下简称“公司”）在业务运营经验、光伏电站装机容量及分布区域等方面保持综合竞争优势。经营方面，2025 年，公司仍采取滚动开发、持有、出售的轻重资产相结合的经营模式，面对行业消纳压力与电价下行风险，公司主动收紧自投项目的开工节奏，并大力推进存量电站资产转让，加快资产周转与资金回笼，现金储备得到加强。2025 年，公司发电量保持增长，但受全国光伏装机规模大幅上升且电网消纳能力提升有限影响，公司弃光限电率较上年有所提高，平均上网电价有所下降。整体看，公司经营风险很低。财务方面，公司应收电费补贴款规模仍很大，整体资产受限比例高，流动性弱；公司债务负担仍属适中，债务结构较为合理；2025 年，受电价下行等因素影响，公司营业总收入同比有所下降，但受益于资产及信用减值损失同比减少、期间费用总额略降等因素，当期利润总额同比略有增长，同时，公司经营性净现金流大幅增长，主要偿债指标表现向好，公司财务风险很低。综合公司经营和财务表现，其整体偿债能力很强。公司 EBITDA 和经营活动现金流对“晶科转债”余额的覆盖程度较好，且“晶科转债”设置有转股条款，未来若持有人转股，公司实际偿债压力将有所减轻，“晶科转债”违约概率很低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司仍将延续轻重结合的运营模式，根据各地消纳与电价情况动态调整项目新建及处置节奏。公司债务负担适中，期限分布相对合理，存货电站的滚动开发及转让有利于增强流动性，信用风险有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：国内各地新能源消纳条件实质性好转，市场化交易电价持续稳步上行，自持电站盈利水平明显抬升；公司有息负债规模显著压降，财务杠杆明显下行；储能、绿电等新兴业务规模化落地，成为稳定利润来源；其他使得公司信用水平显著提升的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：全国光伏装机进一步扩张，弃光率大幅抬升、上网电价持续大幅下跌，自持电站主业连续亏损；大额应收国补长期停滞回款，对应资产计提大额减值；无序扩张带来资本开支激增、融资成本抬升、债务规模快速上涨；实控人及关联主体出现重大负面事项并传导至上市公司；其他导致公司信用水平显著下降的因素。

优势

- **2025 年，公司发电量及开发指标储备进一步增加。**公司新能源电站建设、运营及管理经验丰富，具备多类型电站产品化和一体化解决方案的能力。2025 年实现发电 69.66 亿度，同比增长 3.75%。2025 年，公司获取地面电站开发指标 1495MW，期末自持电站总装机容量 5428MW，自持独立储能电站规模 857MWh。
- **2025 年，公司经营性净现金流同比大幅增长。**跟踪期内，面对行业消纳压力与电价下行风险，公司加大轻资产转型力度，实现存货电站大比例出清，加快资产周转与现金回笼；同时，可再生能源补贴资金回款同比增加，2025 年公司经营性净现金流由上年的 10.45 亿元大幅增长至 38.71 亿元，现金储备增强。

关注

- **2025 年，公司弃光限电率提高，平均上网电价下降，需关注新能源发电消纳和电价变化带来的盈利下行风险。**2025 年，受全国光伏装机规模大幅上升且电网消纳能力提升有限影响，公司弃光限电率同比上升 9.56 个百分点至 21.28%。2025 年，公司平均上网电价（不含税）同比下降 0.05 元/千瓦时至 0.44 元/千瓦时。随着电力行业政策变动以及市场化改革的持续深入，行

业发展面临较多不确定性，未来公司结算电价及电站转让收益波动风险加大，若后续电价水平继续下降，电站运营盈利空间将进一步压缩。

- **应收账款规模很大，资产流动性弱，应收账款及存货存在一定的减值风险；存在一定的或有负债风险。**截至 2025 年底，公司应收账款占资产总额的比重为 15.81%，其中应收电费补贴款 57.27 亿元，对公司运营资金形成明显占用，平均账龄偏长，仍存在减值风险。同期末，公司受限资产占资产总额的比重为 47.68%，受限比例高，资产流动性弱。公司存货主要为计划对外转让的在建、已并网光伏项目，当前光伏项目市场收购价格随组件成本、终端用电需求等因素影响频繁波动，存货亦存在一定的减值风险。此外，截至 2025 年底，公司存在较大规模的对外担保及部分重大未决诉讼，存在一定的或有负债风险。
- **宁夏算力中心项目总投资规模很大，需关注后续审批及投资建设进度与运营表现。**2026 年 4 月，公司在宁夏投资布局算力中心项目，推动算电协同，符合国家算电融合发展趋势，若顺利投产运营有利于优化公司业务结构，但短期大额投资将带来资金、债务及运营压力，将推高公司债务规模与财务费用，且存在行业竞争加剧、收益不及预期以及运营与市场拓展经验不足等方面风险，后续需持续关注项目审批进度、资金落地情况及运营表现。

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

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	3
财务风险	F2	盈利能力	2	
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
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: --				--
模型级别				AA

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。

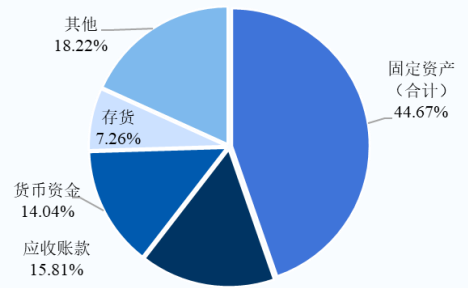
主要财务数据

合并口径			
项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产 (亿元)	51.10	60.50	61.83
资产总额 (亿元)	425.93	417.76	418.42
所有者权益 (亿元)	159.94	162.56	161.22
短期债务 (亿元)	54.35	54.25	54.01
长期债务 (亿元)	161.51	156.80	161.08
全部债务 (亿元)	215.86	211.05	215.08
营业总收入 (亿元)	47.75	39.00	5.83
利润总额 (亿元)	4.11	4.54	-1.37
EBITDA (亿元)	24.95	25.50	--
经营性净现金流 (亿元)	10.45	38.71	1.71
EBITDA 利润率 (%)	52.25	65.38	--
总资产报酬率 (%)	2.95	3.02	--
资产负债率 (%)	62.45	61.09	61.47
全部债务资本化比率 (%)	57.44	56.49	57.16
流动比率 (%)	184.84	187.58	195.83
经营现金流流动负债比 (%)	10.40	40.42	--
现金短期债务比 (倍)	0.94	1.12	1.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.64	2.92	--
全部债务/EBITDA (倍)	8.65	8.28	--

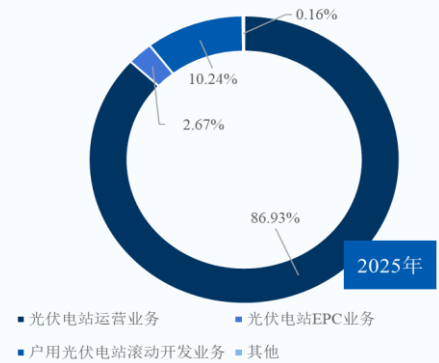
公司本部口径			
项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额 (亿元)	207.82	201.79	/
所有者权益 (亿元)	126.08	127.74	/
全部债务 (亿元)	45.88	43.11	/
营业总收入 (亿元)	25.57	10.63	/
利润总额 (亿元)	4.43	2.79	/
资产负债率 (%)	39.33	36.70	/
全部债务资本化比率 (%)	26.68	25.23	/
流动比率 (%)	236.18	255.70	/
经营现金流流动负债比 (%)	38.39	16.75	/

注: 1. 公司合并口径 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. 合并口径其他应付款中的有息部分已调整计入短期债务, 长期应付款中的有息部分已调整计入长期债务, 本部债务数据未调整; 4. 公司本部 2026 年一季度财务报表未披露, 相关数据未获得故以“/”表示, “--”表示指标不适用
资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

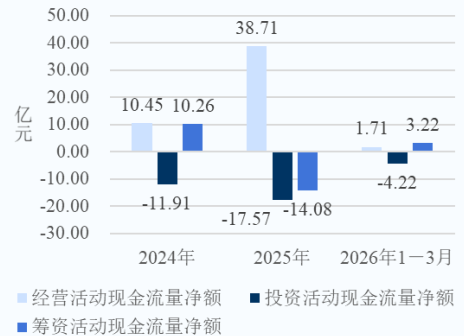
2025 年底公司资产构成



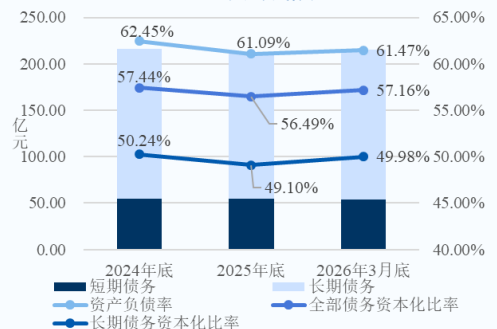
2025 年公司主营业务收入构成



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	债券余额	到期兑付日	特殊条款
晶科转债	30.00 亿元	15.46 亿元	2027/04/23	转股修正条款、有条件赎回条款等

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
晶科转债	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/17	张琳 蒋旭	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
晶科转债	AA/稳定	AA/稳定	2020/10/29	于彤昆 华艾嘉	原联合信用评级有限公司电力行业企业信用评级方法	阅读全文

注：上表仅列示首次及最近一次评级情况；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：樊思 fansi@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”）关于晶科电力科技股份有限公司（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。截至 2026 年 3 月底，公司实收资本（或股本）35.73 亿元，晶科新能源集团有限公司（以下简称“晶科新能源集团”）对公司持股 23.89%，为公司第一大股东；李仙德、陈康平及李仙华为一致行动人，为公司实际控制人；同期末，控股股东晶科新能源集团累计质押公司股份 2.22 亿股，占其所持有公司股份总额的 26.01%。

公司主营业务为光伏电站开发运营转让业务和光伏电站 EPC 业务，按照联合资信行业分类标准划分为电力行业。

截至 2026 年 3 月底，公司本部根据经营管理需要设置多个职能部门（组织架构图详见附件 1-2）；2025 年末公司在职工共 1342 人。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 417.76 亿元，所有者权益 162.56 亿元（含少数股东权益 1.26 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 39.00 亿元，利润总额 4.54 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 418.42 亿元，所有者权益 161.22 亿元（含少数股东权益 1.27 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.83 亿元，利润总额-1.37 亿元。

公司注册地址：江西省上饶市横峰县岑阳镇国道西路 63 号；法定代表人：李仙德。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表；同期末，“晶科转债”最新转股价格 4.50 元/股。

募集资金使用方面，“晶科转债”募集资金总额合计 30 亿元，募集资金净额 29.72 亿元，用于多个光伏发电项目及储能项目建设及偿还金融机构借款等，截至 2025 年底募集资金余额 3.80 亿元。

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（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
晶科转债	30.00	15.46	2021/04/23	6 年

资料来源：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。工业企业利润高位增长，“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

（1）电力行业

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，中国电网、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》](#)。

（2）光伏行业

2025年是光伏行业由“规模扩张”向“质量效益”转型的关键枢纽期。面对全球装机增速趋缓、价格非理性下行及全产业链亏损的严峻挑战，光伏行业制造端在政策规制引导与市场出清机制的双重共振下，加速推进落后产能淘汰与技术代际迭代。展望2026年，全球装机需求韧性犹存。伴随供需格局的实质性再平衡、新型电力系统建设的持续深化以及全球贸易格局的深刻重塑，光伏制造端将全面开启以“产业集聚化、发展技术化、价值理性化”为标志的高质量发展新阶段。完整版光伏行业分析详见[《2026年光伏行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 竞争实力

公司电站项目类型丰富，涵盖地区广泛，区域布局较好；公司电站开发指标储备增加，储能、售电等综合能源服务业务进一步发展。

公司在全国二十多个省份拥有包括大型地面式、屋顶分布式、渔光互补型、农光互补型等多类型光伏电站，采用滚动开发、持有、出售的轻重资产相结合的经营模式，维持一定新能源电站权益装机量、获得稳定现金流的同时，加大电站转让力度以加速周转回笼资金，获得相应的开发服务收益。公司积累了丰富的新能源电站建设、运营及管理经验，具备多类型电站产品化和一体化解决方案的能力。截至2025年底，公司自持电站装机容量5428.44MW。指标获取方面，2025年，公司获取国内地面电站开发指标1495MW，其中光伏1165MW，风电330MW，完成工商业分布式新增签约191MW。相关项目的逐步推进可对公司未来经营业绩形成支持。此外，公司在全国多点布局储能业务，覆盖网侧和用户侧等多种应用场景。截至2025年末，公司自持独立储能电站规模857MWh。售电业务方面，公司拥有面向第三方电站提供服务的售电业务子公司，在江西、四川、山东、安徽、浙江、广东、上海、江苏、山西、青海等省份开展售电业务，2025年签约客户2306户，签约电量97亿度，交易电量160亿度。绿电交易方面，2025年，公司完成绿电交易电量4.44亿度，绿证销售110万张，绿色权益交易规模进一步扩大。此外，公司还开展电站代运维、虚拟电厂等综合能源服务业务。

2 信用记录

公司过往债务履约情况较好。

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5月18日，公司本部已结清和未结清信贷中无不良/违约类贷款；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，公司无逾期或违约记录。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重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，根据相关法律法规规定，结合公司实际情况，公司不再设置监事会，并对公司章程及部分公司治理制度予以修订；公司部分董事及高管发生变动，未对其经营管理产生重大不利影响。

跟踪期内，根据中国证券监督管理委员会发布的《关于新配套制度规则实施相关过渡期安排》《上市公司章程指引》等相关法律法规的规定，结合公司实际情况，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，并对《公司章程》相关条款进行修订。跟踪期内，公司对《晶科电力科技股份有限公司股东会议事规则》等部分公司治理制度予以修订。跟踪期内，公司董事及高管存在部分人员变动，未对公司经营管理产生重大不利影响。

（三）重大事项

2026年4月，公司在宁夏投资布局算力中心项目，推动算电协同，符合国家算电融合发展趋势，若顺利投产运营有利于优化公司业务结构，但短期大额投资将带来资金、债务及运营压力，将推高公司债务规模与财务费用，且存在行业竞争加剧、收益不及预期以及运营与市场拓展经验不足等方面风险，后续需持续关注项目审批进度、资金落地情况及运营表现。

2026年4月，公司与中卫市人民政府签署宁夏中卫1GW算力中心项目投资框架协议，布局“新能源+算力”算电协同业务，推动企业向绿色算力与综合能源服务商转型，若顺利投产且盈利达预期，长期有助于优化公司业务结构、对冲光伏主业消纳与电价波动风险。但该项目整体投资规模大、建设周期较长，对公司资金安排、债务结构及偿债能力存在多方面影响。

项目选址于中卫数据中心集群宣和片区，总占地约800亩，规划部署机柜约5万架，IT总功率1000MW，总投资约245亿元，分三期推进建设，整体工期至2028年底。其中一期投资100亿元、IT功率400MW，建设周期为2026—2027年；二期投资60亿元、IT功率300MW，计划2027年底前完工；三期投资85亿元、IT功率300MW，计划2028年底前完工。一期投资主要投向机电工程、土建工程、土地及前期费用等，机电工程占比最高，同时预留预备费与建设期资金成本。项目采用“先审批后建设、以销定产”模式，依托中卫“东数西算”枢纽节点优势，主打20kW高密度智算机柜，兼顾绿电直供与新能源消纳协同。资金方面，项目整体采用“资本金+银行贷款”模式，资本金比例20%-30%，公司计划引入战略投资者分担资金压力，同时搭配直接、间接融资筹借款项。该项目存在的风险因素：其一为审批与建设风险，项目需完成国家窗口指导、能评、环评等多项前置审批，流程复杂、周期不确定，设备交付、工程施工也可能导致工期延误；其二为资金与债务风险，项目总投资体量庞大，若战略投资方引入不及预期、外部融资环境收紧，公司需独自承担大额资金投入，将推高债务规模与财务费用，阶段性加大偿债压力；其三为经营收益风险，项目尚未锁定核心客户与机柜租金，行业竞争加剧可能导致上架率、收益不及预期；其四为协同风险，公司暂未在宁夏布局大规模光伏电站，绿电采购成本及算电协同效果存在不确定性。此外，公司缺乏算力中心运营与市场拓展经验，人才和管理短板也可能影响项目落地与盈利表现。

（四）经营方面

1 经营概况

受电价下行、主动收缩EPC业务等因素影响，公司2025年营业收入同比下降；自持电站板块发电量小幅提升但均价走低，板块收入同比回落，户用滚动、EPC业务规模缩减带来营收下滑；受益于毛利率较高的自持电站运营收入占比提高，当期综合毛利率略有提高。2026年一季度，受发电业务收入下降及户用光伏电站滚动开发业务同比减少影响，收入与盈利同比显著下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。随着部分2024年新增装机在2025年全年释放发电能力，2025年公司发电量同比略有增长，但平均电价同比有所下降，当期公司光伏电站运营业务收入同比下降；同时，受市场环境的影响，公司主动收缩EPC业务规模，板块收入显著下降；当期，公司以收入成本核算¹的户用光伏项目出售规模同比减少，户用光伏电站滚动开发板块收入同比显著下降。综上，公司主营业务收入同比下降18.71%。

毛利率方面，受平均上网电价下降影响，2025年公司光伏电站运营业务毛利率同比下降3.83个百分点；EPC业务毛利率大幅增长主要系当期结转收入的主要是分布式EPC项目，毛利率相对较高，而2024年结转的主要是地面式EPC项目，毛利率相对较

¹ 公司户用光伏电站主要有2种会计核算方式，一种是收入成本法，出售时计入收入同时结转成本；另一种是损益法，出售时不计入收入，处置损益计入投资收益。

低；户用光伏电站滚动开发业务毛利率变动大，主要系不同项目资方报价差异大影响。受益于毛利率较高的自持电站运营收入占比提高，2025 年公司主营业务毛利率同比上升 2.37 个百分点。

2026 年一季度，公司主营业务收入 5.80 亿元，主营业务综合毛利率 23.58%，同比均下降，主要系一季度弃光限电率进一步走高导致发电业务收入下降所致，当期户用光伏电站滚动开发业务收入同比大幅下降且为负值，系部分已出售电站因被拆除需对电站进行回购、冲回以前年度确认的销售收入所致。

图表 2 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年一季度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
光伏电站运营业务	36.23	76.42%	50.15%	33.50	86.93%	46.32%	5.65	97.27%	23.61%
光伏电站 EPC 业务	2.75	5.80%	11.22%	1.03	2.67%	29.34%	0.16	2.79%	24.34%
户用光伏电站滚动开发业务	8.29	17.49%	1.86%	3.95	10.24%	6.71%	-0.01	-0.10%	8.28%
其他	0.14	0.30%	26.59%	0.06	0.16%	7.42%	0.00	0.04%	100.00%
合计	47.41	100.00%	39.38%	38.54	100.00%	41.75%	5.80	100.00%	23.58%

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）光伏电站运营业务

跟踪期内，面对行业弃光限电压力与电价下行风险，公司主动收紧自投项目的开工节奏，项目拓展主要聚焦消纳更有保障的南方地区；2025 年以来，公司弃光限电率进一步走高，同时平均上网电价下降，利润空间整体有所压缩，未来消纳压力与电价下行风险仍在。

电站建设方面，2025 年，面对弃光限电压力与电价下行风险，公司主动收紧自投项目的开工节奏，同时加大存货电站转让力度，全年新增装机并网约 395MW（2024 年为 1879MW），完成出售 1415MW，期末自持电站总装机容量 5428.44MW，较上年底下降 15.82%，其中地面式、屋顶分布式和户用分布式电站装机容量分别较上年底减少 22.09MW、16.17MW 和 981.73MW。

近年来公司电站从华东、华中、华南、西北等区域均衡分布，到逐渐往经济发展较好、消纳和电价更有保障地区进一步侧重。2025 年，公司实现并网的国内地面集中式光伏项目主要集中在安徽省等南方地区，工商业分布式光伏仍以经济发达地区为主。入补装机容量方面，截至 2025 年底，公司已入补装机容量较上年底略有下降，主要系部分分布式项目出售所致。国家取消对光伏电站补贴后，公司新投产光伏电站均未获取补贴，截至 2025 年底，公司入补装机占比较上年底上升，主要系无补贴的户用分布式电站大规模出售所致。

发电量及上网电量方面，尽管装机规模下降，但随着部分 2024 年末并网装机在 2025 年全年释放发电能力，公司 2025 年发电量及上网电量同比分别增长 3.75%和 2.08%；上网电价方面，随着新能源平价上网政策全面推行及市场化交易比例提高，2025 年公司平均上网电价（不含税）同比有所下降。电站运营效率方面，2025 年，全国新增光伏并网规模大幅增加且电网消纳能力提升有限的背景下，公司弃光限电率同比上升 9.56 个百分点，消纳压力明显加大。

图表 3 • 公司光伏电站概况

项目	2024 年（末）	2025 年（末）
装机容量（MW）	6448.42	5428.44
其中：地面式	3983.44	3961.35
屋顶分布式	1387.64	1371.47
户用分布式	1077.34	95.61
入补装机容量（MW）	2259.55	2254.41
其中：集中式	1653.04	1655.64

分布式	606.52	598.77
入补装机占比 (%)	35.04	41.53
发电量 (亿千瓦时)	67.14	69.66
上网电量 (亿千瓦时)	60.14	61.39
平均上网电价 (不含税) (元/千瓦时)	0.49	0.44
弃光限电率 (%)	11.72	21.28
等效发电利用小时数 (小时)	1085.43	1033.16

注：1. 限电率=限电损失电量/(发电量+限电损失电量+内外部故障损失+设备拉停损失电流+电网停电损失电量+自然灾害损失电量)；发电量不含储能

2. 公司上网电量不包含工商业分布式电站自发自用部分

资料来源：公司提供

区域分布方面，截至 2025 年底，公司自持电站总装机容量中，III类地区的装机占 56.04%，电站区域布局良好。海外项目方面，公司自 2017 年从事海外光伏发电市场开发，以地面集中式光伏项目为主，主要分布在欧洲、拉丁美洲、中东和亚太等地区。2025 年，公司无新增并网的海外光伏电站项目，沙特 400MW 在建光伏项目主体工程已基本完工，西班牙 175MW 项目主体工程已完工，公司绿地项目储备总量达 9GW。部分 2024 年末并网的海外光伏项目在 2025 年全年释放发电能力，公司 2025 年海外项目发电量同比增长。公司海外光伏项目布局涉及境外多个国家和地区，全球地缘局势复杂多变，若地缘冲突加剧，将对海外光伏项目的持续稳定运营及收益兑现等产生不利影响。

图表 4 • 公司地面光伏电站各区域装机规模 (单位: MW)

类型	2024 年底		2025 年底	
	规模	占比	规模	占比
I类	549.14	8.52%	799.14	14.72%
II类	1463.43	22.69%	1143.38	21.06%
III类	3991.86	61.90%	3041.93	56.04%
海外	443.99	6.89%	443.99	8.18%
合计	6448.42	100.00%	5428.44	100.00%

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2025 年，公司对前五大供应商采购额为 23.56 亿元（2024 年为 19.63 亿元），占年度采购总额的 64.20%；其中前五名供应商中无公司关联方。客户集中度方面，2025 年，公司前五大客户销售额为 29.99 亿元（2024 年为 17.61 亿元），占年度销售总额的 76.90%；其中前五名客户销售额中关联方销售额 11845.85 万元，占年度销售总额 3.04%。

(2) 光伏电站滚动开发业务

跟踪期内，在行业消纳压力加大与电价下行背景下，公司加大轻资产转型力度，实现存货电站大比例出清，加快资产周转和现金回笼。

公司户用光伏电站项目以流转为主，主要分布在江苏等南方经济发达省份。为减少光伏电站的资金占用规模，跟踪期内，在行业消纳压力加大与电价下行背景下，公司加大存货电站转让力度，加快资产周转与资金回笼。2025 年，公司转让的光伏电站规模合计 1415MW，同比增长 79.11%，其中，转让地面项目 296MW、工商业分布式项目 141MW、户用光伏电站项目 978MW。2025 年，公司出售电站项目总成交金额合计 36.96 亿元，出售电站对当期经营业绩的影响（税前）合计 2.02 亿元。

3 在建工程

公司在建光伏项目剩余待投资规模不大，资本支出压力相对可控。

截至 2025 年底，公司主要在建光伏项目装机规模合计 450.00MW，为沙特光伏项目，该项目主体工程已基本完工，剩余待投资规模不大。公司发电业务现金流稳定性佳，同时持续推进存货电站处置实现资金回笼，资本支出压力相对可控。

图表 5 • 截至 2025 年底公司主要在建光伏电站情况（单位：MW、亿元）

项目名称	装机容量	预算数	工程累计投入占比	工程进度
沙特第四轮 TBJ 项目	450.00	22.61	62.96%	92.85%

注：上表仅包含以自持运营为目的建设、预算额 2000 万元以上的光伏电站，不含意图出售而暂时持有的在建拟建电站

资料来源：公司提供

4 关联交易

2025 年，公司关联方采购规模同比下降，关联销售规模同比略增，占当期采购、销售总额的比重均很低。

关联方采购方面，公司在性能和价格基本一致的情况下，优先向非关联单位采购。在特定时点市场供需较为紧张，以及综合考虑产品技术、质量水平等因素，为保障光伏电站业务、光伏电站 EPC 业务的持续稳定发展，需向晶科能源控股有限公司（以下简称“晶科能源控股”）等关联方采购少量光伏组件。此外除公司客户指定公司向晶科能源控股采购的情形外，公司承诺每年向晶科能源控股采购组件金额占公司同类采购总额的比例不超过 10%。2025 年，公司关联采购所涉及的交易内容主要为向晶科能源（上饶）有限公司等关联方采购组件、支架和储能设备等，关联采购额为 1.22 亿元，较上年减少 2.88 亿元，占当期采购总额的比重为 3.33%。

关联方销售方面，2025 年，公司关联销售主要涉及光伏电站运营业务产生的电费、光伏电站 EPC 施工费、以及电站代理维护运营费和咨询费等，关联销售收入 1.54 亿元，较上年增加 0.05 亿元，占当期销售总额的比重为 3.96%。

5 未来发展

公司计划继续利用项目开发上的优势，同步发展集中式与分布式业务，维持一定新能源电站权益装机量、获得稳定现金流的同时，加大电站的周转，获得相应的开发服务收益。通过滚动开发、持有、出售的轻重资产相结合经营模式，将电站运营与资产处置相结合，提升业务的可持续性和盈利能力。同时，公司将探索储能、风电等投资机会，利用开发经验和项目资源储备，以开发带动 EPC、开发带动对外合作等多种模式，满足新能源投资市场的多样化需求。公司将继续推进海外业务发展，分散经营风险的同时，寻找更多利润来源。在综合能源服务方面，公司将探索储能、代运维、售电业务、碳交易、虚拟电厂、微电网等发展机会，通过业务模式创新和技术服务创新。同时，公司将寻求机会依托自身绿电资源与成本优势切入绿色算力赛道，推动公司由新能源发电运营商向绿色算力与综合能源服务商转型，优化业务结构，提升抗周期能力与长期成长空间。

（五）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。2026 年一季度财务报表未经审计。

截至 2025 年底，公司纳入合并范围子公司共 714 家。2025 年，公司以新设方式投资设立各级子公司 108 家，以不构成业务的收购方式增加各级子公司 5 家，本期公司注销各级子公司 83 家。公司合并范围内变化多为新投建或处置的光伏电站项目公司，对整体生产经营和业绩无重大影响，对财务数据可比性影响较小。

1 资产质量

跟踪期内，随着公司加快电站资产处置，资产规模略有下降，应收电费补贴款保持很大规模，应收账款仍存在减值风险；随着电站的加速处置流转，公司存货规模有所下降，考虑到光伏项目市场收购价格随组件成本、终端用电需求等因素影响频繁波动，未来电站处置收益存在较大不确定性，存货仍存在一定的减值风险；公司资产受限比例高，资产整体流动性弱。

截至 2025 年底，公司合并资产总额较上年底下降 1.92%，资产结构变动不大。截至 2025 年底，随着电站转让回款及收到可再生能源补贴资金，公司货币资金较上年底增长 16.47%。公司货币资金中有 6.53 亿元受限资金，受限比例为 11.14%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金及贷款保证金等。

截至 2025 年底，公司应收账款账面价值 66.03 亿元，主要为应收电网公司电费补贴款（57.27 亿元）。随着应收电费补贴款的累积，2025 年末公司应收账款账面价值较上年底增长 2.10%。从应收账款余额看，账龄在 1 年以内、1~2 年、2~3 年、3~4 年、4~5 年及 5 年以上的占比分别为 28.66%、19.36%、13.85%、8.82%、9.63% 和 19.68%；坏账准备余额 4.60 亿元，计提比例为 6.51%；应

收账款前五大欠款方均为电网公司，合计金额为 32.43 亿元，占比为 43.26%，集中度较高。公司应收账款平均账龄偏长，电费补贴款回收时间仍存在不确定性，应收账款仍存在减值风险。

图表 6 • 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	185.66	43.59	179.63	43.00	183.47	43.85
货币资金	50.34	27.12	58.64	32.64	59.37	32.36
应收账款	64.67	34.83	66.03	36.76	66.13	36.05
存货	46.87	25.25	30.35	16.89	32.80	17.88
其他流动资产	12.37	6.66	10.80	6.01	10.62	5.79
非流动资产	240.27	56.41	238.13	57.00	234.95	56.15
长期股权投资	11.54	4.80	12.00	5.04	12.44	5.30
固定资产（合计）	192.50	80.12	186.62	78.37	183.01	77.89
在建工程（合计）	9.59	3.99	16.73	7.03	16.92	7.20
使用权资产	17.08	7.11	12.91	5.42	12.43	5.29
资产总额	425.93	100.00	417.76	100.00	418.42	100.00

注：流动资产科目占比指占流动资产合计值的比例，非流动资产科目占比指占非流动资产合计值的比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司存货较上年底下降 35.26%，主要系公司以出售为目的持有的电站资产减少所致。公司存货主要由开发成本（占 85.93%）构成，开发成本主要系公司意图出售而暂时持有的项目公司在建或并网的电站资产；存货累计计提跌价准备 0.48 亿元，计提比例为 1.56%。当前光伏项目市场收购价格随组件成本、终端用电需求等因素影响频繁波动，公司未来出售电站收益存在较大不确定性，存货仍存在减值风险。截至 2025 年底，公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税。截至 2025 年底，公司固定资产（合计）较上年底下降 3.05%，主要由电站资产构成，累计计提折旧 79.38 亿元，固定资产成新率 70.16%，成新率较高；在建工程（合计）大幅增长，主要系沙特 TBJ 项目等光伏电站建设投入增加；同期末，公司使用权资产减少，主要系用户光伏项目存量规模下降。

受限资产方面，截至 2025 年底，公司受限资产占资产总额的比重为 47.68%，受限比例高，主要系光伏电站项目抵押融资以及应收账款/合同资产质押融资等所致。

图表 7 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	受限金额	受限金额占资产总额的比例	受限原因
货币资金	6.53	1.56%	诉讼冻结、账户托管以及银行承兑汇票、保函、借款等保证金
应收账款/合同资产	54.67	13.09%	贷款、融资租赁抵押担保
固定资产	120.93	28.95%	贷款、融资租赁抵押担保
长期股权投资	1.87	0.45%	贷款质押担保
在建工程	14.26	3.41%	贷款、融资租赁抵押担保
其他	0.94	0.23%	贷款、融资租赁抵押担保等
合计	199.20	47.68%	—

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模和构成变动不大，权益结构稳定性较强。

截至 2025 年底，公司所有者权益 162.56 亿元，较上年底增长 1.64%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.22%，少数股东权益占比为 0.78%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 21.97%、52.50%和 23.02%。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及结构较上年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，公司负债和债务规模小幅下降，债务负担仍属适中，以长期债务为主，债务结构较为合理。

截至 2025 年底，公司负债总额 255.19 亿元，较上年底下降 4.06%。其中，流动负债占 37.53%，非流动负债占 62.47%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2025 年底，公司短期借款变动不大；应付账款较上年底下降 22.84%，主要系工程款支付增加所致；长期借款较上年底增长 12.04%，主要系沙特项目等长期项目建设融资需求增加以及部分融资租赁款置换为银行借款所致；公司长期应付款（合计）26.45 亿元（其中 25.49 亿元为资产抵押借款，为项目公司的融资租赁借款），较上年底下降 33.87%，主要系为优化融资结构，将部分项目公司的融资方式由融资租赁置换为银行借款。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

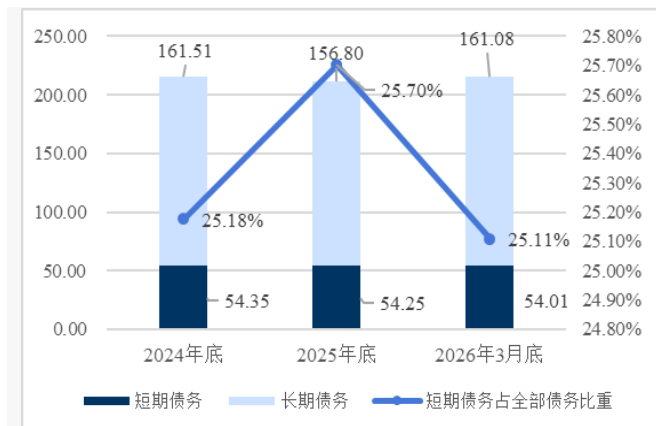
项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	100.44	37.76	95.76	37.53	93.69	36.43
短期借款	18.41	18.33	18.72	19.55	18.24	19.47
应付票据	3.79	3.77	6.03	6.30	6.27	6.69
应付账款	34.15	34.00	26.35	27.51	24.94	26.63
其他应付款（合计）	11.96	11.90	9.11	9.52	8.77	9.36
一年内到期的非流动负债	27.79	27.67	29.50	30.80	29.50	31.49
非流动负债	165.55	62.24	159.43	62.47	163.51	63.57
长期借款	86.70	52.37	97.13	60.93	105.53	64.54
应付债券	21.51	12.99	22.09	13.85	22.27	13.62
长期应付款（合计）	40.00	24.16	26.45	16.59	22.64	13.85
租赁负债	16.22	9.80	12.04	7.55	11.51	7.04
负债总额	265.99	100.00	255.19	100.00	257.20	100.00

注：流动负债科目占比指占流动负债合计值的比例，非流动负债科目占比指占非流动负债合计值的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务 211.05 亿元，较上年底下降 2.23%。债务结构方面，短期债务占 25.70%，长期债务占 74.30%，仍以长期债务为主，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 61.09%、56.49%和 49.10%，较上年底分别下降 1.36 个百分点、下降 0.95 个百分点和下降 1.15 个百分点。公司债务负担仍属适中，债务结构较为合理。

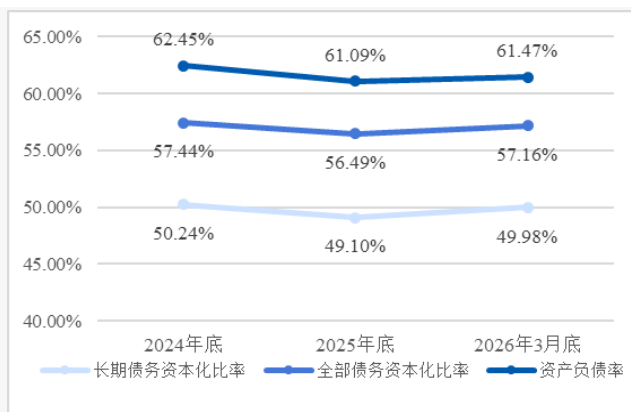
截至 2026 年 3 月底，公司负债总额和全部债务分别较上年底增长 0.79%和 1.91%，负债、债务结构与债务负担指标变动不大。

图表 9 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司债务负担指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务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下降，但营业利润率同比略有增长，叠加当期资产减值及信用减值损失规模同比减少，期间费用同比小幅下降，当期利润总额同比略有增长，盈利指标表现尚可。

2025年，公司实现营业总收入39.00亿元，同比下降18.32%（变动原因详见上文经营分析）；营业利润率为40.44%，同比提高2.29个百分点。

期间费用方面，2025年，公司费用总额为13.79亿元，同比下降4.20%，其中销售费用、管理费用分别同比下降25.85%、10.93%，主要系职工薪酬及业务规模下降所致；财务费用同比增长3.55%。从构成看，2025年公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为7.09%、31.91%和60.80%，仍以财务费用为主。2025年，公司期间费用率为35.37%，同比提高5.21个百分点，期间费用率仍高，费用控制能力有待提高。

2025年，公司投资收益2.88亿元，同比增长8.23%，主要系电站处置收益增加所致；投资收益占利润总额的比重为63.49%，占比仍很高，公司利润表现易受当期电站转让收益影响。考虑到消纳压力与电价下行风险仍在，公司未来电站运营盈利水平仍面临下行压力。2025年，公司信用减值损失金额为0.29亿元，主要为应收账款坏账损失；资产减值损失主要为存货跌价损失，当期信用减值、资产减值损失计提额同比均减少。综上，2025年，公司利润总额同比增长10.45%。2025年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.06%、2.07%，同比分别下降0.07个百分点、下降0.01个百分点。

2026年一季度，公司营业总收入同比下降47.61%，利润总额-1.37亿元（上年同期为-0.09亿元），主要系一季度弃光限电率进一步走高导致发电业务收入下降，且当期户用光伏电站滚动开发业务收入同比减少。

图表 11 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2024年	2025年	2026年1-3月
营业总收入	47.75	39.00	5.83
营业成本	29.01	22.69	4.44
期间费用	14.40	13.79	2.82
其中：销售费用	1.32	0.98	0.21
管理费用	4.94	4.40	0.94
财务费用	8.10	8.39	1.66
投资收益	2.66	2.88	-0.03
资产减值损失	-0.89	-0.16	-0.05
信用减值损失	-1.34	-0.29	*
利润总额	4.11	4.54	-1.37
营业利润率（%）	38.16	40.44	21.73
总资本收益率（%）	3.13	3.06	--
净资产收益率（%）	2.08	2.07	--
总资产报酬率（%）	2.95	3.02	--
EBITDA 利润率（%）	52.25	65.38	--

注：2026年一季度信用减值损失-86.40万元
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2025年，公司控制电站投建节奏，同时加大存货电站转让力度以加速回笼资金，经营活动现金净流入规模大幅增长；因公司对光伏电站持续建设与滚动开发，投资活动现金流保持净流出；因偿还债务，筹资活动现金流转为净流出。

从经营活动来看，2025年，公司经营活动净现金流同比大幅增长，主要系公司收到的可再生能源补贴资金及户用滚动开发业务回款增加所致，公司现金储备增强，现金收入比大幅提高。

从投资活动来看，2025年，公司投资活动现金流入同比增长53.87%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出同比增长50.72%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。公司投资活动现金净流出规模有所扩

大。

从筹资活动来看，2025年，公司筹资活动现金流入同比下降13.09%，筹资活动现金流出同比增长20.02%，主要系公司债务融资规模下降及偿还债务增加所致。公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。

2026年一季度，公司经营性现金流保持净流入；随着项目投资建设的继续推进，投资活动现金流继续净流出；随着融资增加，当期筹资活动现金流为净流入。

图表 12 • 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	51.07	73.89	9.21
经营活动现金流出小计	40.63	35.18	7.49
经营活动现金流量净额	10.45	38.71	1.71
投资活动现金流入小计	12.06	18.56	3.36
投资活动现金流出小计	23.97	36.13	7.59
投资活动现金流量净额	-11.91	-17.57	-4.22
筹资活动前现金流量净额	-1.46	21.14	-2.51
筹资活动现金流入小计	79.71	69.28	15.37
筹资活动现金流出小计	69.45	83.36	12.15
筹资活动现金流量净额	10.26	-14.08	3.22
现金收入比（%）	96.29	178.10	134.23

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标变化

2025年，公司主要偿债指标表现向好，未使用授信额度尚可，整体偿债能力很强，但需关注较大规模的对外担保及部分诉讼事项带来的或有负债风险因素。

2025年，公司经营性净现金流大幅增长使其对流动负债和短期债务的覆盖程度显著提高；受现金类资产增加以及短期债务下降影响，公司现金短期债务比较上年底有所提升，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债指标表现有所增强。

2025年，公司EBITDA同比略有增长，EBITDA对利息支出的覆盖程度仍属较高，但EBITDA对全部债务的覆盖程度仍偏低。公司长期偿债指标表现尚可。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2024年	2025年	2026年3月
短期偿债指标	经营现金/流动负债（倍）	10.40	40.42	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.19	0.71	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.94	1.12	1.14
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	24.95	25.50	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.65	8.28	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.05	0.18	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.62	2.92	--
	经营现金/利息支出（倍）	1.10	4.43	--

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公司提供资料整理

截至2025年底，公司对外担保（不含对子公司的担保）余额36.51亿元，占同期末净资产的比重为22.46%，占比较高。公司对外担保业务主要基于下属企业的融资需求以及公司对外开展业务而发生，规模较大，存在一定的或有负债风险。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司共计获得银行授信额度 172.94 亿元（2024 年底为 156.56 亿元），剩余可使用授信额度 54.89 亿元，可使用授信额度规模尚可。公司为上市企业，具备直接融资渠道。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，公司及控股子公司存在 6 起重大未决诉讼²，主要为工程款、施工合同纠纷及代理费纠纷等引发的诉讼事项，涉案金额逾 2 亿元，存在一定的或有负债风险。此外，公司存在一起资产负债表日后重大诉讼事项，主要系基于设备买卖合同产生的纠纷，涉及货款及违约金合计 0.22 亿元。

6 公司本部主要变化情况

公司本部为合并范围内部分子公司提供光伏电站 EPC 工程服务及承担了大量组件采购职能。2025 年末，公司本部资产和负债规模及构成较上年底变动不大，本部债务负担轻。

公司本部为合并范围内部分子公司提供光伏电站 EPC 工程服务及承担了大量组件采购职能。截至 2025 年底，公司本部资产总额 201.79 亿元，较上年底下降 2.90%，规模和构成情况无重大变化；本部资产主要包括应收账款、其他应收款和长期股权投资，其中，应收账款主要为合并范围内关联方款项，其他应收款主要为公司本部与子公司往来款，长期股权投资主要由公司本部对晶科电力有限公司及上海晶科光伏电力有限公司的投资构成；本部货币资金 20.38 亿元。同期末，公司本部负债总额 74.05 亿元，较上年底下降 9.42%，本部负债主要为长短期借款、应付债券、应付票据及应付账款；全部债务 43.11 亿元，其中短期债务占比 37.28%，全部债务资本化比率 25.23%，债务负担轻；所有者权益 127.74 亿元，较上年底增长 1.32%，所有者权益构成较上年末变动不大。公司本部营业收入主要来自为部分子公司提供 EPC 项目建设及组件等销售，2025 年，公司本部营业总收入为 10.63 亿元，利润总额为 2.79 亿元（其中投资收益 3.61 亿元）。现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 7.87 亿元，投资活动现金流净额 0.84 亿元，筹资活动现金流净额-11.74 亿元。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，治理结构和内控制度较为完善。整体看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无显著不利影响。

环境方面，公司作为光伏电力行业企业，属清洁能源产业，不是环保部门公布的重点排污单位，产生的污染较少，但光伏电站需占用大量土地，且运营过程中也会产生光污染。为降低对环境的影响，契合国家环保政策导向，公司设立了相关环保制度，下设质量与安全管理部，负责环保管理体系的建设及管理工作，治理结构和内控制度较为完善。2025 年，公司合并报表范围内 3 家公司获得 ISO14001:2015 环境管理体系再认证。2025 年，公司安全生产投入 2057.37 万元。联合资信未发现公司 2025 年发生环境污染事故和重大安全事故。

社会责任方面，2025 年，公司解决就业 1342 人。公司积极践行公益事业，2025 年，公司向云南南华教育基金会捐赠人民币 3 万元，用于支持当地教育事业；向葛源青苗实验小学捐赠书籍、文体用品、科学实验套装等教育物资，合计价值 11.86 万元。此外，公司依托自身专业优势，以扶贫电站、技术赋能、定向资金捐赠的方式助力脱贫攻坚、乡村振兴等工作。2025 年公司为 A 级纳税人。

公司建立了自上而下的 ESG 治理架构，董事会下设战略与可持续发展委员会，统筹战略规划与气候风险应对；管理层通过 ESG 工作领导小组制定方针并监督执行；执行层由各职能部门及下属公司落实具体措施。公司设立监察部、内审部及环境管理委员会，专职负责反腐败、供应链合规、环境风险管理，并将 ESG 标准嵌入供应商准入、员工培训及日常运营，通过制定《采购手册》《安全管理制度》等文件，构建全周期管理体系。公司发布 2025 年度可持续发展报告，ESG 信息披露水平良好。

七、债券偿还能力分析

公司 EBITDA 和经营活动现金流对“晶科转债”余额保障程度较高。

截至 2026 年 5 月底，“晶科转债”未转股余额 15.46 亿元。2025 年公司 EBITDA 和经营活动现金流对债券余额保障程度较高。未来若“晶科转债”持有人转股，公司实际偿债压力将有所减轻。

² 重大未决诉讼及资产负债表日后重大诉讼事项具体情况详见公司 2025 年年报。

图表 14 • “晶科转债” 偿付指标

项目	2025 年
本报告所跟踪债券 2026 年 5 月末余额 (亿元)	15.46
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额 (倍)	4.78
经营现金/本报告所跟踪债券余额 (倍)	2.50
本报告所跟踪债券余额/EBITDA (倍)	0.61

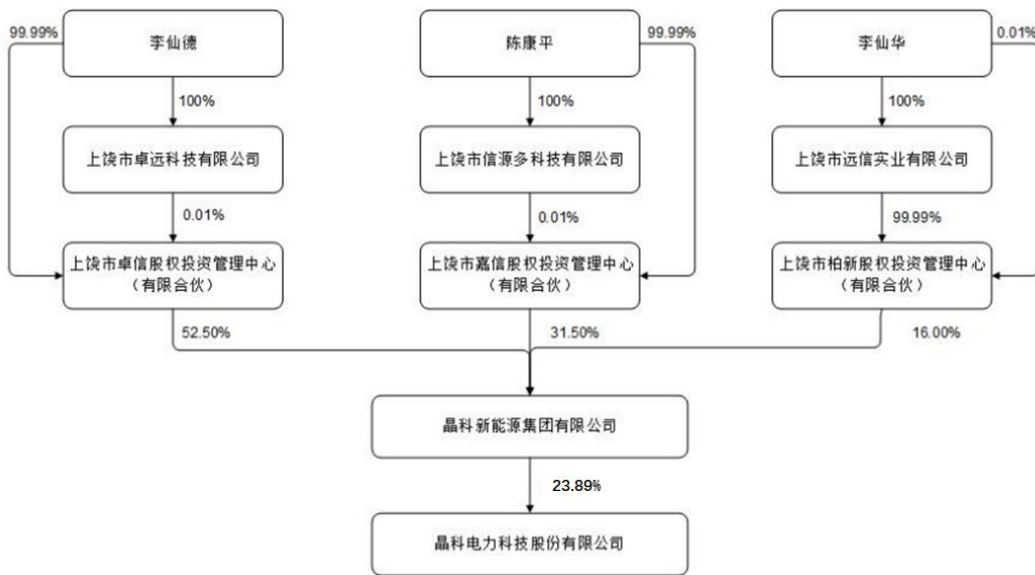
注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

八、跟踪评级结论

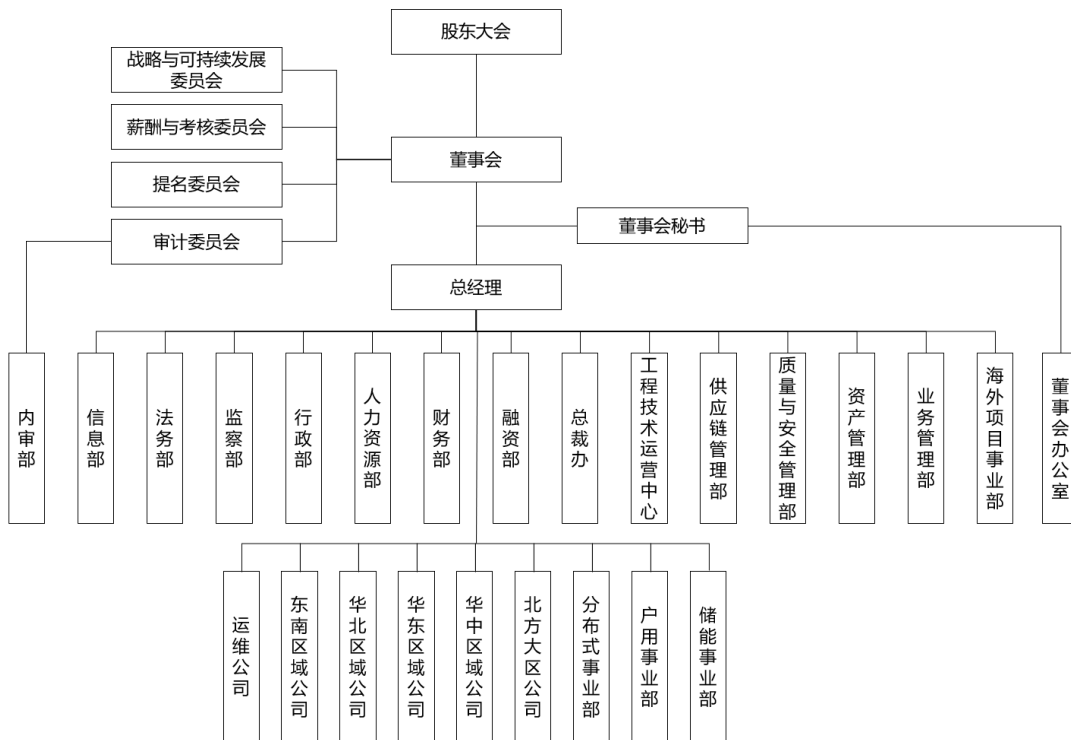
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“晶科转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（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）



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	
晶科电力有限公司	594000.00	电力发电行业	100.00%	--	设立
上海晶科光伏电力有限公司	100000.00	电力发电行业	100.00%	--	设立
上海晶坪电力有限公司	50000.00	电力发电行业	100.00%	--	设立
JINKO POWER INVESTMENT CO.,LTD.	1500.00 万美元	电力发电行业	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

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）	51.10	60.50	61.83
应收账款（亿元）	64.67	66.03	66.13
其他应收款（合计）（亿元）	4.50	4.19	3.86
存货（亿元）	46.87	30.35	32.80
长期股权投资（亿元）	11.54	12.00	12.44
固定资产（合计）（亿元）	192.50	186.62	183.01
在建工程（合计）（亿元）	9.59	16.73	16.92
资产总额（亿元）	425.93	417.76	418.42
实收资本（亿元）	35.71	35.71	35.73
少数股东权益（亿元）	1.20	1.26	1.27
所有者权益（亿元）	159.94	162.56	161.22
短期债务（亿元）	54.35	54.25	54.01
长期债务（亿元）	161.51	156.80	161.08
全部债务（亿元）	215.86	211.05	215.08
营业总收入（亿元）	47.75	39.00	5.83
营业成本（亿元）	29.01	22.69	4.44
其他收益（亿元）	0.46	0.37	0.18
利润总额（亿元）	4.11	4.54	-1.37
EBITDA（亿元）	24.95	25.50	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	45.97	69.46	7.82
经营活动现金流入小计（亿元）	51.07	73.89	9.21
经营活动现金流量净额（亿元）	10.45	38.71	1.71
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.91	-17.57	-4.22
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.26	-14.08	3.22
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.79	0.60	--
存货周转次数（次）	0.69	0.59	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.09	--
现金收入比（%）	96.29	178.10	134.23
营业利润率（%）	38.16	40.44	21.66
总资本收益率（%）	3.13	3.06	--
净资产收益率（%）	2.08	2.07	--
EBITDA 利润率（%）	52.25	65.38	--
总资产报酬率（%）	2.95	3.02	--
长期债务资本化比率（%）	50.24	49.10	49.98
全部债务资本化比率（%）	57.44	56.49	57.16
资产负债率（%）	62.45	61.09	61.47
流动比率（%）	184.84	187.58	195.83
速动比率（%）	138.18	155.89	160.82
经营现金流动负债比（%）	10.40	40.42	--
现金短期债务比（倍）	0.94	1.12	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	2.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.65	8.28	--

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. 其他应付款中的有息部分已调整计入短期债务，长期应付款中的有息部分已调整计入长期债务；4. “--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	23.69	21.20
应收账款（亿元）	25.65	11.44
其他应收款（合计）（亿元）	71.32	78.98
存货（亿元）	3.65	5.06
长期股权投资（亿元）	80.22	80.11
固定资产（合计）（亿元）	0.37	0.34
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00
资产总额（亿元）	207.82	201.79
实收资本（亿元）	35.71	35.71
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	126.08	127.74
短期债务（亿元）	17.51	16.07
长期债务（亿元）	28.37	27.04
全部债务（亿元）	45.88	43.11
营业总收入（亿元）	25.57	10.63
营业成本（亿元）	18.79	5.93
其他收益（亿元）	*	*
利润总额（亿元）	4.43	2.79
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	32.68	22.22
经营活动现金流入小计（亿元）	34.73	23.63
经营活动现金流量净额（亿元）	20.49	7.87
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.01	0.84
筹资活动现金流量净额（亿元）	-14.26	-11.74
财务指标		
销售债权周转次数（次）	0.85	0.56
存货周转次数（次）	9.23	1.36
总资产周转次数（次）	0.13	0.05
现金收入比（%）	127.77	209.01
营业利润率（%）	26.47	44.17
总资本收益率（%）	--	--
净资产收益率（%）	3.54	2.32
EBITDA 利润率（%）	--	--
总资产报酬率（%）	2.98	2.28
长期债务资本化比率（%）	18.37	17.47
全部债务资本化比率（%）	26.68	25.23
资产负债率（%）	39.33	36.70
流动比率（%）	236.18	255.70
速动比率（%）	229.34	244.93
经营现金流动负债比（%）	38.39	16.75
现金短期债务比（倍）	1.35	1.32
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披露；2. 公司本部有息债务未经调整；3. 2024 年、2025 年本部其他收益分别为 24.57 万元和 55.86 万元；4. “--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	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×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	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	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)

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