

贵州黔源电力股份有限公司
2026 年面向专业投资者公开发行
碳中和绿色科技创新乡村振兴公司
债券（第一期）（生物多样性挂钩）
（支持生态文明建设先行区）
信用评级报告

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〕7876号

联合资信评估股份有限公司通过对贵州黔源电力股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定贵州黔源电力股份有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，确定贵州黔源电力股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行人碳中和绿色科技创新乡村振兴公司债券（第一期）（生物多样性挂钩）（支持生态文明建设先行区）信用等级为 **AAA_{sti}**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年九月七日

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贵州黔源电力股份有限公司（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。

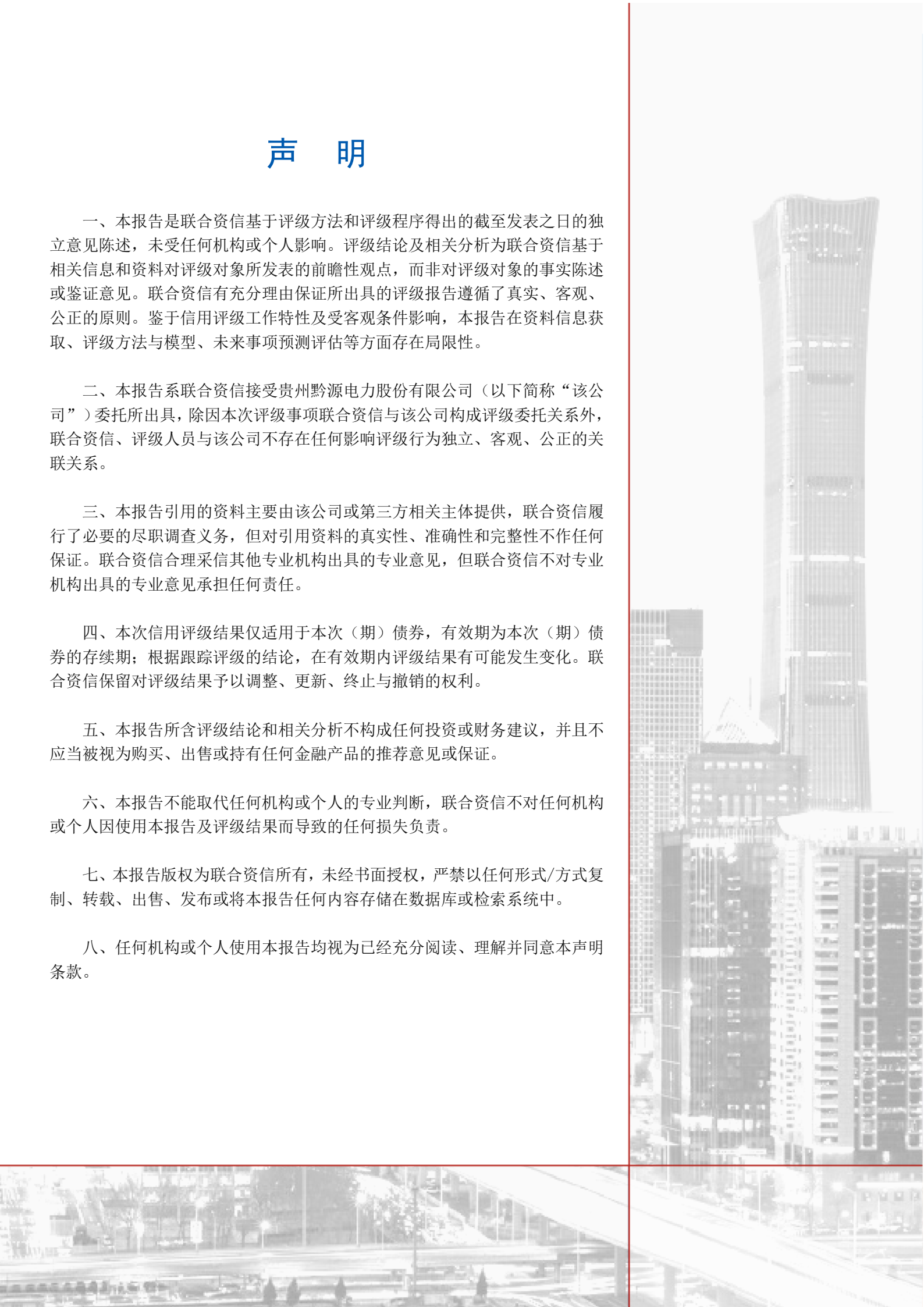
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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。



贵州黔源电力股份有限公司

2026 年面向专业投资者公开发行碳中和绿色科技创新乡村振兴 公司债券（第一期）（生物多样性挂钩） （支持生态文明建设先行区）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA _{stt} /稳定	2026/09/07

债项概况

贵州黔源电力股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行 2026 年面向专业投资者公开发行碳中和绿色科技创新乡村振兴公司债券（第一期）（生物多样性挂钩）（支持生态文明建设先行区）（以下简称“本期债券”），发行总额不超过 4 亿元（含 4 亿元），期限不超过 5 年（含 5 年）；本期债券设置了生物多样性挂钩条款，将“水电站流域累计增殖放流数量”作为关键绩效指标（KPI），若公司未按约定实现生物多样性绩效目标，则触发债券票面利率调升，即存续期第 5 个计息年度的票面利率上调 5BP；本期债券无担保；按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息；募集资金拟用于偿还公司有息负债。

评级观点

公司作为中国华电集团有限公司（以下简称“华电集团”）旗下上市子公司以及贵州省唯一电力上市企业，法人治理结构完善，内部管理制度健全，整体治理运行情况佳。经营方面，公司作为贵州省电网重要的清洁能源供应商，主要从事水力发电和新能源发电业务，发售电量受水光资源情况影响很大。公司水电资产运营经验丰富，近年来电价政策稳定，北盘江流域梯级水库具备调节性能，同时具备水光互补优化调度优势，受益于 2025 年水电发电量明显增加，公司收入大幅增长，综合毛利率很高。财务方面，公司资产构成以固定资产为主，符合重资产行业特征；公司水电业务盈利水平高，主要盈利指标表现佳；公司收入实现质量佳，经营性现金净流入量波动增长；公司持续偿还债务，有息债务规模逐年下降，债务结构以长期为主；同时受益于权益总额扩大，财务杠杆逐年下降，债务负担较轻；公司偿债指标表现非常好，整体财务风险极低。综合公司经营与财务表现，同时考虑股东支持因素，公司整体偿还债务的能力极强。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券发行后长期债务的保障程度较好，本期债券违约概率非常低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

公司发展定位围绕电力项目投资运营，未来将按照绿色清洁能源道路持续发展。综合来看，公司股东支持有望持续，信用状况将保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：如公司发展定位明显改变，存在大规模资产划出情况，股东支持力度显著下降；公司电力业务持续大规模亏损或经营现金流明显恶化，债务负担加重导致其偿债表现严重弱化或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- **公司为贵州省唯一电力上市企业，系贵州省电网重要的清洁能源供应商，2025 年水电资产运行效率佳。**截至 2025 年底，公司装机容量合计 397.31 万千瓦，水电与光伏装机容量分别占 81.38%和 18.61%。公司北盘江流域梯级水库具备调节性能，同时具备水光互补优化调度优势。2025 年，伴随流域来水明显改善，公司水电机组利用小时数为 3541.78 小时，全年水电发电量约占贵州全省水力发电量的 14%。
- **公司收入实现质量佳，近年来财务杠杆持续下降，综合偿债能力指标表现佳。**作为电力企业，公司经营获现能力强，近年来经营活动维持较大规模现金净流入；公司有息债务持续减少，同时受益于经营利润累积，权益规模有所扩大，财务杠杆持续下降，综合偿债能力指标表现非常好。

- 公司为华电集团旗下上市公司，华电集团作为全国性央企发电集团，综合实力极强，于全国电力市场具有重要地位，可予以公司持续有力支持。公司于 2025 年获得股东华电集团公开市场增持；公司主营电力业务，作为区域性电源项目重要投资运营平台，可在项目资源获取、人才技术培养、资金支持以及日常管理等方面获得华电集团的有力支持。

关注

- 公司经营业绩受水光资源情况影响显著，若流域来水明显偏枯，公司经营业绩将有所下降。受流域来水情况限制，2023—2024 年，公司水电发电量相对较低；受限于区域光资源情况，公司光伏项目利用小时数近年来持续处于较低水平，光伏发电毛利率因发电量与上网电价均有下降而持续走低。
- 公司流动资产占比很低，应收类款项对其资金形成一定占用。公司资产构成以固定资产为主，符合重资产行业特征，但流动资产占比很低，整体资产流动性很弱。截至 2025 年底，公司流动资产仅占其总资产的 3.83%；公司应收类款项主要为应收贵州电网电费款项，应收类款项合计 2.36 亿元，占其流动资产的 40.64%，对其资金形成一定占用。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 电力企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 科技创新债券信用评级方法 V4.1.202606

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	C	经营环境	宏观风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	盈利能力		1
		资本结构		3
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：股东支持				+3
模型级别				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动

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

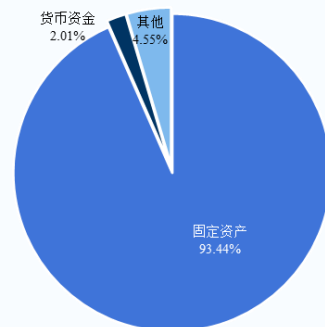
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	3.24	1.74	3.07	3.24
资产总额（亿元）	159.99	155.63	151.62	150.60
所有者权益（亿元）	66.31	68.26	77.55	79.27
短期债务（亿元）	18.84	30.21	22.87	20.29
长期债务（亿元）	66.93	48.86	40.87	41.72
全部债务（亿元）	85.76	79.07	63.74	62.02
营业总收入（亿元）	19.90	19.33	32.85	4.68
利润总额（亿元）	5.26	4.96	13.47	1.91
EBITDA（亿元）	14.19	13.38	24.08	--
经营性净现金流（亿元）	18.06	12.57	24.34	2.66
EBITDA 利润率（%）	71.31	69.24	73.30	--
总资产报酬率（%）	5.41	4.99	10.30	--
资产负债率（%）	58.56	56.14	48.85	47.37
全部债务资本化比率（%）	56.40	53.67	45.11	43.89
流动比率（%）	18.59	10.55	17.63	20.38
经营现金流动负债比（%）	68.32	32.88	73.91	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.06	0.13	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	4.10	4.66	11.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	5.91	2.65	--

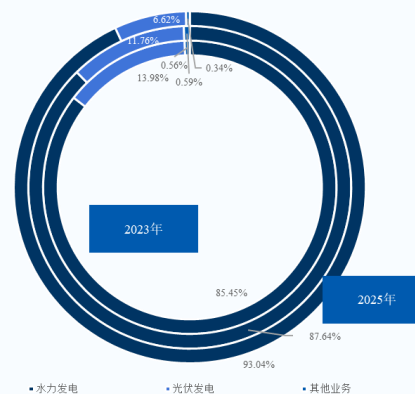
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	32.32	33.93	33.76	/
所有者权益（亿元）	28.41	28.70	30.09	/
全部债务（亿元）	2.30	3.50	1.85	/
营业总收入（亿元）	2.78	2.78	3.63	/
利润总额（亿元）	2.10	1.83	2.23	/
资产负债率（%）	12.10	15.40	10.88	/
全部债务资本化比率（%）	7.48	10.86	5.79	/
流动比率（%）	102.05	25.69	67.26	/
经营现金流动负债比（%）	56.78	15.60	59.07	/

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；公司本部未披露 2026 年一季度财务数据；2. 已将长期应付款中有息债务计入公司相关债务；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 本报告中“--”表示指标不适用，“/”表示有数据但未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报表以及公司提供资料整理

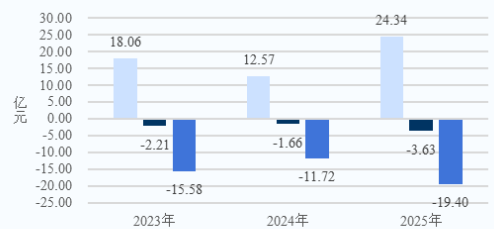
2025 年底公司资产构成



2023—2025 年公司营业总收入构成

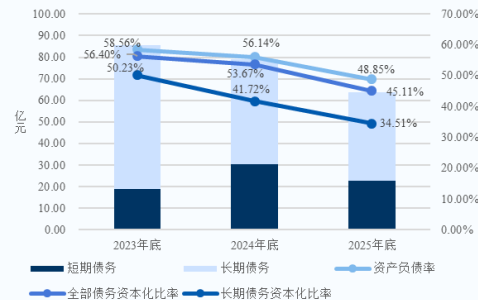


2023—2025 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2023—2025 年末公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/07/08	李晨 牛文婧	电力企业信用评级方法与模型 V4.1.202606	--
AAA/稳定	2025/11/06	李晨 牛文婧	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	

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 晨 lichen@lhratings.com

项目组成员：牛文婧 niuwj@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、主体概况

贵州黔源电力股份有限公司（以下简称“公司”）系经原贵州省经济体制改革委员会批准，于1993年10月由原贵州省电力投资公司等企业联合发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。2002年，根据国家电力体制改革方案，原贵州省电力投资公司持有的公司股权整体划转至中国华电集团公司（现中国华电集团有限公司，以下简称“华电集团”）。2005年，公司在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“黔源电力”，股票代码“002039.SZ”。历经非公开发行与股本变动，截至2026年3月底，公司实收资本与注册资本均为4.28亿元，华电集团直接持有公司15.89%股份，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司为华电集团贵州区域重要的电力投资与运营主体，主要从事电力生产业务。按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为电力生产及供应行业。

截至2026年3月底，公司本部根据经营管理需要设立了多个职能部门（详见附件1-2）；纳入合并财务报表范围内子公司合计4家（详见附件1-3）。截至2025年底，公司本部及子公司合计拥有在职员工828人。

截至2025年底，公司合并资产总额151.62亿元，所有者权益77.55亿元（含少数股东权益33.14亿元）；2025年，公司实现营业总收入32.85亿元，利润总额13.47亿元。截至2026年3月底，公司合并资产总额150.60亿元，所有者权益79.27亿元（含少数股东权益33.91亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入4.68亿元，利润总额1.91亿元。

公司注册地址：贵州省贵阳市南明区都司高架桥路46号（黔源大厦）；法定代表人：杨焱。

二、本期债券概况

公司拟发行“贵州黔源电力股份有限公司2026年面向专业投资者公开发行碳中和绿色科技创新乡村振兴公司债券（第一期）（生物多样性挂钩）（支持生态文明建设先行区）”（以下简称“本期债券”），发行总额不超过4亿元（含4亿元），期限不超过5年（含5年）；本期债券无担保；按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息；募集资金拟用于偿还公司有息负债。

本期债券设置了生物多样性挂钩条款，关键绩效指标（KPI）为“水电站流域累计增殖放流数量”（即统计期内，公司辖内水电站北盘江、芙蓉江、三岔河流域开展增殖放流工作实现的放流鱼类尾数），生物多样性绩效目标为“2023—2027年，公司水电站流域累计增殖放流数量不低于582.03万尾”。如果公司按约定实现生物多样性绩效目标，则正常还本付息；若未达到预设目标，则触发债券票面利率调升，即存续期第5个计息年度的票面利率上调5BP。

三、宏观经济和政策环境分析

2026年上半年，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，更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策同向发力，为“十五五”良好开局筑牢根基。货币政策延续“适度宽松”基调，总量与结构双轮驱动的政策框架持续深化；财政政策延续更加积极有为的基调，税收增幅持续提高，民生领域保障有力；结构政策继续着力优化科技创新企业发展环境，支持中小企业发展，明确就业支持和城市更新规划。

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，国民经济整体运行在合理区间，上半年GDP同比增长4.7%，节奏前高后低。量价共振、结构持续升级驱动出口超预期高增，新质生产力持续培育壮大，高端制造、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，固定资产投资由一季度小幅正增态势转为同比下降5.7%，其中房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓，社会消费品零售总额同比增长1.3%；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。信用方面，信贷“降速提质”成为新常态，信贷结构持续优化，直接融资比例显著提升。宏观杠杆率结束上行趋势，名义GDP增长回升缓解被动上升压力。工业企业效益显著改善，新质生产力构成核心驱动力。商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位。

展望后续，宏观政策将继续加大逆周期调节力度，推动存量政策加紧落地，储备增量政策，提振经济走势，确保完成全年经济增长目标。宏观经济运行有望延续结构性修复态势，呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察半年报（2026年6月）](#)》。

四、行业分析

2025 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，全社会用电需求稳步增长。近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，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](#)》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司为华电集团在贵州区域内重要的电力投资与运营平台，主营水力发电与光伏发电业务。公司水电资产运营经验丰富，北盘江流域梯级水库具备调节性能，同时具备水光互补优化调度优势。公司系贵州省唯一电力上市企业，为贵州省电网重要的清洁能源电力供应商，具备区域地位优势。

作为华电集团在贵州区域内重要的电力投资与运营子公司，公司装机规模较大。截至 2025 年底，公司装机容量合计 397.31 万千瓦，水电与光伏装机容量分别占 81.38% 和 18.61%。公司主要致力于贵州境内“两江一河”（北盘江、芙蓉江、三岔河）流域水电资源梯级开发，先后建成投产 9 座水电站，水电总装机容量 323.35 万千瓦（占贵州省全口径水电装机容量¹的 14.07%）。其中，北盘江流域 4 座、三岔河流域 2 座、芙蓉江流域 3 座，装机规模分别为 266.35 万千瓦、44.70 万千瓦和 12.30 万千瓦。

公司水电站为以发电为主，兼具防洪、灌溉等效益的综合利用大型水电工程。公司水电资产运营经验丰富，2025 年，公司主要厂站均实现水电提效计划要求的“远程集控”目标，通过建设集控系统，为流域梯级电站优化调度、远程控制提供技术支撑，以集控系统为基础，进一步优化流域梯级调度，积极协调调度拦蓄错峰，确保下游稳发。2025 年，公司水电机组利用小时数为 3541.78 小时，优于全国平均水平（同期全国 6000 千瓦及以上水电机组平均利用小时为 3367 小时）。

公司于 2021 年初步建成国内第一个流域梯级水光互补清洁能源基地，北盘江流域梯级水光互补电站可实现优化调度，基于北盘江流域梯级水库的调节性能，利用水电的快速响应能力，将水电与光伏就近打捆上网，将原本间歇、波动、随机功率不稳定的光伏电源，调整为均衡、安全、平滑稳定的电能，同时利用原有水电的送出通道送入电网，提升清洁能源利用率。

公司为贵州省唯一电力上市企业，2025 年全年总发电量占贵州全省发电量²的 4.43%，贵州省电源结构整体仍以火电为主，公司水电发电量约占贵州全省水力发电量的 14%，光伏发电量约占贵州全省太阳能发电量的 3%，为贵州省电网重要的清洁能源电力供应商。

2 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业经验和管理经验，综合素质高；公司员工结构合理，能够满足经营发展需求。

截至报告出具日，公司拥有董事 11 人（含独立董事 4 人、职工董事 1 人），高级管理人员 6 人（董事兼任高管 2 人）；公司董事与高级管理人员设置符合《公司法》等相关法律法规及《公司章程》要求。

公司董事长、党委书记、法定代表人杨焱先生，1974 年出生，工学学士；历任贵州乌江水电开发有限责任公司东风发电厂副总工程师兼任修试部主任、副厂长、厂长，贵州乌江水电开发有限责任公司思林发电厂（建设公司）厂长（经理），贵州乌江水电开发有限责任公司沙沱电站建设公司副经理，沙沱发电厂筹备处主任，贵州乌江水电开发有限责任公司构皮滩发电厂（建设公司）厂长（经理），公司副总经理、工会主席、董事会秘书，华电集团福建分公司党委副书记、总经理，福建华电福瑞能源发展有限公司董事、总经理；2025 年 6 月起任公司董事长。

公司总经理、党委副书记戴建炜先生，1973 年出生，工学学士；历任贵州电力调度通信局调度员，贵州电力调度通信局方式科专职工程师，贵州乌江水电开发有限责任公司（以下简称“乌江水电”）安全生产处专工，乌江水电水电站远程集控中心专工，

¹ 数据来源：贵州省能源局

² 数据来源：贵州省统计局

乌江水电水电站远程集控中心主任工程师、副主任、主任，乌江渡发电厂厂长、党委委员，乌江渡发电厂党委书记、执行董事，公司党委委员、副总经理，华电集团生产技术部副主任；2025 年 7 月起任公司总经理。

截至 2025 年底，公司及下属子公司拥有在职员工合计 828 人。按学历结构分，公司中专及以下人员 55 人，大专学历人员 78 人，本科及以上学历人员 695 人；按岗位构成划分，行政人员 209 人，财务人员 32 人，技术人员 152 人，生产人员 435 人。

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 7 月 7 日，公司本部无未结清的不良类或关注类贷款记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至查询日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部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。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善，整体治理运行情况佳。

根据《中国共产党章程》《公司法》《证券法》《上市公司章程指引》《中小企业板投资者权益保护指引》及其他有关规定，公司制定了《公司章程》；根据《公司法》《国务院关于实施〈中华人民共和国公司法〉注册资本登记管理制度的规定》及证监会配套制度规则等规定，公司已在董事会中设审计委员会行使《公司法》规定的监事会的职权，取消监事会设置。公司形成了包括公司党委、董事会、经理层的治理结构，法人治理结构完善、合法合规，近年来法人治理结构在公司日常经营过程中有效运作，截至报告出具日未存在人员缺位的情况，公司董事和高级管理人员不存在重大违纪违法事项，不存在持有公司股份和债券情况。

2 管理水平

公司部门设置合理，内部管理制度健全，能够保障公司的日常运行。

公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引的规定和其他内部控制监管要求，结合公司内部控制制度和评价办法，在内部控制日常监督和专项监督的基础上，以风险导向为原则，持续对内控体系进行改进及优化。公司本部内设财务资产部、市场营销部（计划经营部）、生产技术部、安全环保部、证券法务部等职能部门，制定并持续完善公司内部管理制度。

财务与资金管理方面，公司建立了与其经营管理制度相适应的管理体制；通过《全面预算管理制度》《融资管理办法》《资金管理办法》《担保管理办法》《资金集中管理办法》《资金内控管理办法》等管理办法持续细化日常财务与资金管理。投资方面，公司制定并落实《投资管理办法》，固定资产投资与股权投资项目应履行上市公司决策流程，按照公司“三重一大”事项决策程序执行。

电力生产方面，公司通过《生产项目管理制度》《突发事件应急管理规定》等制度，加强电力生产项目（涵盖技术改造、修理、科技、信息化及其他项目）的管理，规范管理流程，以适应生产经营管理需要，同时提高处置突发事件的能力，最大限度地预防和减少突发事件及其造成的损害与影响，保障员工的健康与安全。

作为上市企业，公司执行《对外担保管理制度》《信息披露事务管理制度》《关联交易管理办法》《募集资金管理办法》《关联交易决策制度》《内控合规风险管理实施办法》和《控股子公司管理制度》等相关要求，规范自身经营行为，维护公司股东、债权人与中小投资者合法权益。

七、经营分析

1 经营概况

公司主营发电业务，2023—2025 年，伴随水电发电量持续增加，营业总收入波动增长；公司光伏发电毛利率因发电量与上网电价下降而持续走低，水电业务盈利水平受来水情况影响显著，伴随水电毛利率增长，公司综合毛利率波动提升。

公司主营水力与光伏发电业务，电力销售为公司核心收入与利润来源。具体来看，公司水电机组多流域布局，经营业绩受各流域来水情况变化影响显著；2023—2025 年，公司水电上网电量持续增加，带动收入与毛利率均呈增长态势；公司水力发电毛利率高，盈利能力强。光伏发电方面，2023 年度坝草项目取得中长期绿电交易高电价，当期收入与毛利率水平高；但其经营业绩受限于区域光资源情况，因发电量与上网电价均有所下降，公司近年来光伏发电收入与毛利率均持续减少。公司其他业务收入规模小，对其整体经营业绩影响有限。受上述因素影响，2023—2025 年，公司营业总收入与综合毛利率均波动提升。2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.68 亿元，同比增长 16.72%，综合毛利率为 56.93%。

图表 1 • 公司营业总收入及毛利率概况（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
水力发电	17.01	85.45	52.57	16.94	87.64	51.86	30.57	93.04	58.67
光伏发电	2.78	13.98	44.81	2.27	11.76	31.95	2.17	6.62	20.80
其他业务	0.11	0.56	71.95	0.11	0.59	72.02	0.11	0.34	70.19
合计	19.90	100.00	51.60	19.33	100.00	49.64	32.85	100.00	56.21

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 业务经营分析

（1）水力发电

公司近年来水电装机规模未发生变动，下辖水电站执行批复电价，电价政策稳定；2025 年，伴随流域来水情况明显改善，公司水电发电量明显增加，机组运行效率佳。

公司水电资产布局于北盘江、芙蓉江与三岔河，近年来整体水电装机规模未发生变化，其中北盘江流域装机规模较大。截至 2025 年底，公司水电装机容量合计 323.35 万千瓦。

图表 2 • 公司水电资产构成概况

单位名称	持股比例	电站名称	装机构成（万千瓦）	装机合计（万千瓦）	权益装机容量（万千瓦）	批复电价（含税，元/兆瓦时）	流域
公司本部（母公司）	--	普定	3*2.90	8.70	8.70	284.8	三岔河
		引子渡	12*3.00	36.00	36.00	290.1	
贵州北盘江电力股份有限公司	51.00%	光照	4*26.00	104.00	53.04	304.9	北盘江
		董箐	4*22.00	88.00	44.88	317.6	
		马马崖	18*3.00+1*1.80	55.80	28.46	317.6	
贵州西源发电有限责任公司	30.00%	善泥坡	2*9.00+0.55	18.55	5.57	284.8	北盘江
贵州北源电力股份有限公司	58.66%	鱼塘	2*3.75	7.50	4.40	265.4	芙蓉江
		清溪	2*1.40	2.80	1.64	274.4	
		牛都	2*1.00	2.00	1.17	260.0	
合计	--	--	--	323.35	183.86	--	--

资料来源：公司提供

水电机组整体运营效率受流域来水情况影响很大，由于流域降雨量具有典型的不可控性，且有丰水年和枯水年的区分，从而容易导致公司水电站年度发电量差异较大。枯水气候或造成公司经营业绩下滑，但若来水过于集中形成洪水，亦会增加水电站安全运行风险。2023 年，全年流域来水严重偏枯，“两江一河”流域来水量较常年偏枯近五成，为公司水电生产经营带来严峻挑战；2024 年，流域来水严重偏枯情况略有改善，“两江一河”流域来水量较常年偏枯近四成。公司北盘江流域装机规模较大，2023 年以来流域来水对整体发售电量以及利用小时数存在很大影响。面对来水持续偏枯的困难局面，公司通过分析来水，加强与电网沟通协调，合理安排机组负荷和梯级运行方式，充分利用水量以实现优化调度；同时，依据来水情况和电网需求，提前预留发电空间或抬高水位，以提高发电效率。2025 年度，公司流域来水较上年同期偏多 45%，伴随流域来水情况明显改善，公司水电发电量明显增加，当期机组运行效率佳。

图表 3 • 公司流域来水概况（单位：亿立方米）

来水量	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
北盘江	60.48	75.29	126.42	8.65
芙蓉江	30.98	28.86	38.28	5.23
三岔河	12.95	23.78	20.80	2.35
合计	104.41	127.93	185.50	16.23

资料来源：公司提供

上网电价方面，公司电价政策稳定，下辖水电站执行贵州省发改委批复电价，2023 年以来无市场化交易电量，亦无丰平枯电价区别。公司于 2023 年冲回了 2022 年度基于谨慎性原则暂估的“黔电送粤”电量³，以致当期平均上网电价偏高；2025 年电价水平相较 2024 年变化不大。综合看，公司水电平均上网电价主要受不同电站发电量占比不同所影响，近年来整体电价水平变化不大。电价结算方面，公司通过与贵州电网有限责任公司（以下简称“贵州电网”）签订年度售电合同方式进行电力销售，电费结算以月度为结算统计期，一般情况下，贵州电网于当月结清上月应付公司电费。

图表 4 • 公司水电机组主要运行效率指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
装机容量（万千瓦）	323.35	323.35	323.35
发电量（亿千瓦时）	61.26	63.31	114.52
上网电量（亿千瓦时）	60.70	62.73	113.73
机组利用小时数（小时）	1894.46	1957.96	3541.78
平均上网电价（元/千瓦时）	0.3166	0.3052	0.3037
发电厂用电率（%）	0.91	0.92	0.69

注：年度电价为含税电价

资料来源：联合资信根据公开资料整理，公司提供

（2）光伏发电

公司发展光电项目，受容量登记调整影响，光伏装机规模小幅下降，上网电价较为稳定，但受限于区域光资源情况，整体光伏项目利用小时数处于较低水平。

贵州省水能资源开发利用程度很高，基本已无可开发水电资源，结合国家与地方能源政策及发展规划，同时考虑自身发展战略，公司发展光电项目。公司光照、马马崖、董箐光伏电站于 2021 年依次实现全容量并网，此三座光伏电站的电力业务许可证均按照直流侧容量进行登记，登记容量分别为 300MW、300MW、150MW。2025 年，公司对上述三座光伏电站的装机容量按照交流侧容量进行了规范，规范后光照、马马崖、董箐的并网容量分别为 228.73MW、242.64MW、113.18MW，总计 584.55MW，并经贵州省能源局进行了确认并完成相关业务许可证照办理。公司坝草项目于 2024 年末投产并网，截至 2025 年底，公司光伏装机容量合计 73.96 万千瓦。

图表 5 • 公司光伏资产构成概况

单位名称	持股比例	电站名称	装机合计（万千瓦）	权益装机容量（万千瓦）	批复电价（含税，元/千瓦时）	其中补贴电价（含税，元/千瓦时）
贵州北盘江电力股份有限公司	51%	光照	22.873	11.67	0.4128	0.0613
		马马崖	24.264	12.37	0.4128	0.0613
		董箐	11.318	5.77	0.4193	0.0678
镇宁黔源新能源有限公司	100%	坝草	15.50	15.50	0.3515	--
合计	--	--	73.96	45.31	--	--

注：对于 2020 年底前未全容量建成并网的，每逾期一个季度并网电价补贴降低 0.01 元/千瓦时；逾期两个季度后仍未建成并网的，取消项目补贴资格。公司光伏分批并网发电，是否扣减补贴电价尚存在不确定性，基于谨慎性考虑，在确认光伏分公司电费收入时，董箐光伏并网电价补贴全部扣减，按照 0.3515 元/千瓦时确认电费收入；马马崖光伏和光照光伏均按并网电价补贴扣减 0.02 元/千瓦时处理，按照 0.3928 元/千瓦时确认电费收入

资料来源：联合资信根据公开资料整理，公司提供

³ 根据从“黔电送粤”主管部门了解到的信息，贵州省水电及新能源企业不承担 2022 年度“黔电送粤”分摊电量。根据贵州省发改委相关文件规定，年上网结算电量中参加“西电东送”的电量，结算电价在政府价格主管部门核定的上网电价基础上扣减 27.6 元/（MW·h）执行

公司光伏装机集中于北盘江流域，北盘江梯级流域可实现水光互补优化调度，所开发光伏项目可利用自身水电调节性能及送出、管理等优势。但光伏发电易受电网调度影响，同时显著受限于天气因素，相较我国其他光资源丰富地区，贵州区域水平面总辐照量与整体光伏项目利用小时数处于较低水平。2023 年，公司积极参与电力交易并争取绿电交易电价，坝草项目中长期绿电交易电价为省内同期同类最高，公司当期发电量与平均上网电价较高；但受光照条件限制，2024 年以来，公司发售电量与上网电价均呈下降态势。平均上网电价方面，公司光照、董箐与马马崖光伏电站的上网电量依据《可再生能源法》由贵州电网进行全额保障性收购，光照与马马崖结算电价由贵州省燃煤发电基准价（含环保加价）和可再生能源补贴电价构成；坝草项目平价上网；公司上网电价较为稳定，但省内新能源新增装机规模以及市场政策变化易对后续光伏市场交易价格产生一定影响。

图表 6 • 公司光伏机组主要经营指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
装机容量（万千瓦）	79.42	87.21	73.96
发电量（亿千瓦时）	8.20	7.20	6.68
上网电量（亿千瓦时）	8.13	7.13	6.62
机组利用小时数（小时）	1033.11	863.78	903.02
平均上网电价（元/千瓦时）	0.3868	0.3603	0.3711
发电厂用电率（%）	0.91	0.90	0.86

注：公司 2023—2024 年光伏机组装机容量统计口径为直流侧装机容量；年度电价为含税电价
资料来源：联合资信根据公开资料整理，公司提供

3 未来发展

截至 2025 年底，公司前期在建光伏项目已全部建设完成，未来公司将沿着绿色清洁能源道路持续发展。

截至 2025 年底，公司暂无在建电力装机项目，前期重要在建工程——155MW 光伏装机的坝草项目已全部完成转固。

公司规划持续按照“绿色清洁、多能综合”的“零碳”发展道路，立足绿色发电优势，践行绿色、“零碳”发展理念。2026 年，公司将围绕水电资产提质增效与可持续发展，研究水电机组扩机增容，同时系统梳理“两江一河”流域运行状况，结合来水特性、生态流量约束、设备运行工况及系统需求变化等因素，委托专业设计单位深入开展系统性论证。同时，加快新质生产力发展，构建多能互补格局，积极推进智能虚拟电厂项目研究，加快建设以水电为基础的“零碳”综合能源上市公司。

八、财务分析

公司提供了 2023—2025 年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对相关财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。公司自 2024 年起施行《企业会计准则解释第 17 号》和《企业会计准则解释第 18 号》相关规定；自 2026 年起执行《关于印发〈企业会计准则解释第 19 号〉的通知》（财会〔2025〕32 号）相关规定。合并范围方面，公司自 2023 年以来合并报表范围内子公司未发生变动。截至 2025 年底，公司合并范围内子公司合计 4 家。整体看，公司财务数据可比性很强。

1 资产质量

2023 年以来，公司在建工程有所减少，固定资产受折旧影响持续减少，公司资产总额逐年下降。公司资产构成以固定资产为主，符合重资产行业特征，但流动性很弱。考虑公司资产持续经营性和盈利性强，整体受限率低，资产质量较好。

2023—2025 年末，公司资产规模逐年下降，年均复合减少 2.65%，主要系在建项目资本投入减少以及固定资产折旧所致；公司资产以非流动资产为主，符合电力企业行业特征，但资产流动性很弱。流动资产方面，公司货币资金波动增加，以存放于中国华电集团财务有限公司（简称“华电财务公司”）款项为主，资金无受限情况；应收类款项主要为应收贵州电网电费款项，合计应收金额伴随发售电量变化而有所增长；公司近三年销售债权周转次数分别为 5.43 次、10.20 次和 14.59 次，持续提升。公司应收账款账龄较为分散，截至 2025 年底，1 年以内（含 1 年）、1 至 3 年以及 3 年以上应收账款占比分别为 41.63%、26.53%和 31.84%；同期末应收账款中，应收可再生能源补贴金额为 0.97 亿元。公司 2023 年应收款项融资主要为电网电费承兑汇票，年末电费以承兑汇票形式结算，并于次年到期；2024 年起使用电子债权凭证与电网结算电费。非流动资产方面，2023—2025 年末，伴随光伏项目持续建成转固以及资本投入减少，公司在建工程逐年减少；受累计折旧影响，公司固定资产逐年减少，截至 2025 年底成新率为 56.66%，

成新率一般。截至 2025 年底，公司资产中因抵押借款担保而存在 5.37 亿元固定资产受限⁴，受限资产占总资产的 3.54%，受限率低。2023—2025 年，公司总资产周转次数分别为 0.12 次、0.12 次和 0.21 次，呈上升态势。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模及构成情况均较上年底变化不大；因电子债权凭证到期，应收款项融资明显减少；伴随期末结算电量增加，应收账款受贵州电网结算影响而有所增长；同时非流动资产规模进一步下降。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	4.92	3.07	4.03	2.59	5.81	3.83	6.01	3.99
货币资金	2.53	51.54	1.73	42.81	3.05	52.48	3.23	53.79
应收账款	0.94	19.06	1.10	27.28	1.44	24.81	2.41	40.07
应收款项融资	0.71	14.42	1.04	25.91	0.92	15.82	0.01	0.10
非流动资产	155.08	96.93	151.60	97.41	145.81	96.17	144.59	96.01
固定资产（合计）	148.64	95.85	146.07	96.35	141.79	97.24	140.40	97.10
在建工程	3.77	2.43	2.64	1.74	1.12	0.77	1.30	0.90
资产总额	159.99	100.00	155.63	100.00	151.62	100.00	150.60	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；固定资产含固定资产清理
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 资本结构

（1）所有者权益

公司近年来所有者权益规模有所扩大，但少数股东权益占比较高，实收资本与资本公积整体占比较低，权益结构稳定性相对较弱。

2023—2025 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.15%。具体来看，公司实收资本与资本公积规模未发生变化，受益于盈利累积，盈余公积与未分配利润均有所增长，少数股东权益规模同步扩大。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 57.22%，少数股东权益占比为 42.78%。在所有者权益中，实收资本与资本公积合计占比为 18.28%，公司权益结构稳定性相对较弱。

图表 8 • 公司所有者权益主要构成概况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	4.28	6.45	4.28	6.26	4.28	5.51	4.28	5.39
资本公积	10.22	15.41	10.22	14.97	10.22	13.17	10.22	12.89
盈余公积	2.90	4.37	3.05	4.47	3.26	4.20	3.26	4.11
未分配利润	20.70	31.22	21.49	31.48	26.60	34.30	27.49	34.68
归属于母公司所有者权益合计	38.17	57.56	39.10	57.29	44.41	57.26	45.36	57.22
少数股东权益	28.14	42.44	29.16	42.71	33.14	42.74	33.91	42.78
所有者权益合计	66.31	100.00	68.26	100.00	77.55	100.00	79.27	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

（2）负债

公司近年负债及有息债务规模均逐年下降，长期债务减少而短期债务规模扩大，但债务期限结构仍以长期为主，与其资产结构匹配度较高；同时受益于权益规模扩大，公司财务杠杆持续下降，债务负担较轻。

⁴ 公司另存在使用电费收费权进行质押借款的情况，截至 2025 年底，公司长短期借款与长期应付款中，使用电费收费权进行质押借款的余额合计为 32.92 亿元

伴随长期借款逐年减少，公司负债逐年下降，2023—2025 年末，公司负债年均复合减少 11.09%。其中，短期借款明显增长，信用借款所占比率高；应付账款主要为暂估水火发电权交易⁵、应付工程基建款项与暂估工程款等；应交税费伴随企业所得税与耕地占用税增加而有所增长；一年内到期的非流动负债以待偿付长期借款为主。公司非流动负债主要由长期借款与长期应付款构成，借款余额逐年减少，截至 2025 年底，公司长期借款利率区间为 1.60%~3.65%，质押和信用借款分别占 69.05%和 30.95%；公司长期应付款系售后租回融资租赁款，余额逐年下降。截至 2026 年 3 月底，公司短、长期借款较上年底均有所增加，负债规模及构成均较上年底变化不大，负债结构仍以非流动负债为主。

有息债务方面，2023—2025 年末，公司全部债务持续下降，年均复合减少 13.79%；受益于权益规模扩大，财务杠杆持续降低。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 62.02 亿元，较上年底下降 2.71%；债务结构方面，短期债务占 32.72%，长期债务占 67.28%，公司债务期限结构仍以长期为主；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 47.37%、43.89%和 34.48%，较上年底均有所下降，公司债务负担较轻。

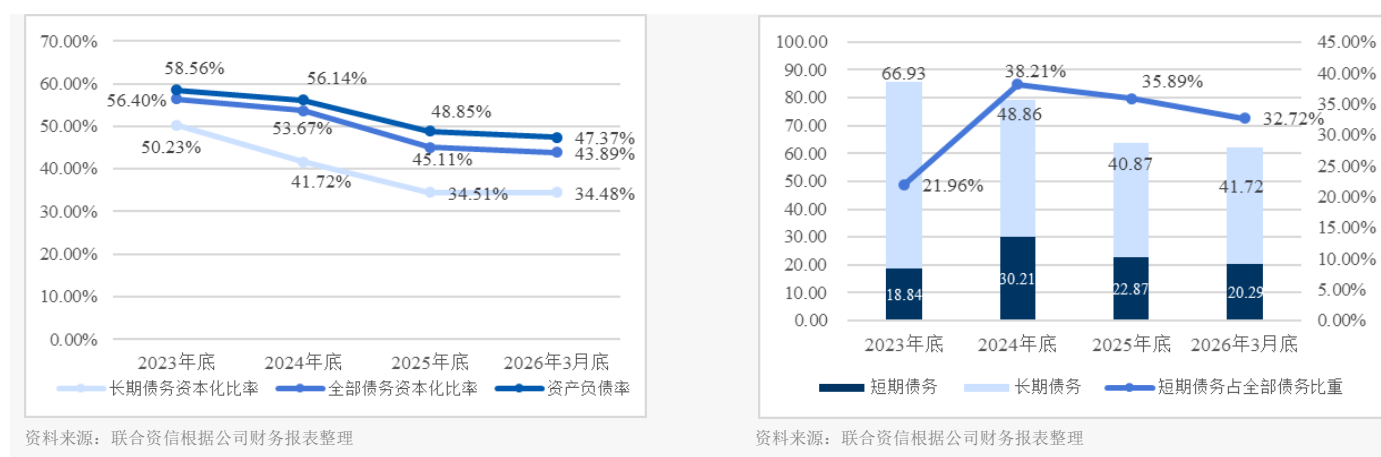
图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	26.44	28.22	38.24	43.76	32.94	44.47	29.50	41.36
短期借款	1.20	4.54	11.01	28.80	13.60	41.30	15.04	50.96
应付账款	4.12	15.57	4.31	11.27	5.18	15.72	4.92	16.67
应交税费	2.42	9.14	2.46	6.43	4.07	12.36	3.52	11.92
一年内到期的非流动负债	17.64	66.71	19.20	50.21	9.27	28.14	5.26	17.81
非流动负债	67.25	71.78	49.14	56.24	41.12	55.53	41.83	58.64
长期借款	61.91	92.05	45.06	91.69	37.21	90.48	37.97	90.76
长期应付款	3.83	5.70	2.49	5.06	2.38	5.79	2.28	5.46
负债总额	93.69	100.00	87.38	100.00	74.06	100.00	71.33	100.00

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 10 • 公司债务概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 盈利能力

受益于 2025 年水电发售电量明显增加，2023—2025 年，公司营业总收入波动增长，期间费用规模持续下降；水电业务盈利水平高，非经常性损益对公司利润影响有限，公司利润总额波动增长，综合盈利指标表现佳。

受益于 2025 年水电发售电量明显增加，2023—2025 年，公司营业总收入年均复合增长 28.48%；同期受折旧摊销⁶增加影响，营业成本年均复合增长 22.21%；从期间费用看，公司费用总额持续下降，年均复合减少 11.98%，构成以财务费用与管理费用为主；

⁵ 2025 年公司水电超过利用小时 2710 的上网电量，按照《2021 年贵州水电火电发电权交易实施方案》（黔能源运行〔2021〕25 号）文件的要求，暂估水火发电权交易

⁶ 公司水电站资产中，发电直接相关的固定资产采用工作量法计提折旧，与发电无直接关系的固定资产仍采用年限平均法计提折旧

受收入规模增长影响，公司期间费用率持续下降，分别为 23.41%、21.35%和 10.99%。非经常性损益对公司利润影响有限，受经营利润增加影响，公司利润总额波动增长，盈利指标整体提升。整体看，公司水电业务盈利水平高，综合盈利指标表现佳。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	19.90	19.33	32.85	4.68
营业成本	9.63	9.73	14.39	2.02
期间费用	4.66	4.13	3.61	0.58
管理费用	1.30	1.32	1.46	0.22
财务费用	3.36	2.81	2.15	0.36
投资收益	-0.06	-0.04	-0.03	*
利润总额	5.26	4.96	13.47	1.91
归属母公司股东的净利润	2.65	2.18	6.00	0.89
营业利润率	50.46	48.35	52.59	53.40
总资产报酬率	5.41	4.99	10.30	--
EBITDA 利润率	71.31	69.24	73.30	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

4 现金流

公司作为电力企业，收入实现质量佳，伴随收入规模扩大，经营性现金净流入量波动增加；投资活动现金支出增加但规模相对较小，公司筹资活动前现金流维持净流入；伴随持续偿还债务，公司近年来筹资活动现金流量净额持续为负。

从经营活动来看，2023 年以来，公司收入实现质量佳，伴随收入波动增长，经营活动现金净额波动增加，维持较大规模净流入。同期，受在建项目资本支出增加影响，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金波动增长，但规模相对较小，筹资活动前现金流维持净流入。伴随持续偿还债务支付现金，公司近年来筹资活动现金持续呈净流出态势。考虑到截至 2025 年底公司暂无在建电力装机项目，后续资本支出压力可控，同时水电经营具备稳定的经营现金流入，公司筹资压力不大。

图表 12 • 公司主要现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	26.94	22.04	37.22	5.28
经营活动现金流出小计	8.88	9.47	12.87	2.62
经营活动现金流量净额	18.06	12.57	24.34	2.66
投资活动现金流入小计	0.02	0.01	0.08	0.00
投资活动现金流出小计	2.22	1.68	3.70	0.23
投资活动现金流量净额	-2.21	-1.66	-3.63	-0.23
筹资活动前现金流量净额	15.86	10.91	20.72	2.43
筹资活动现金流入小计	7.27	23.17	43.26	9.28
筹资活动现金流出小计	22.85	34.88	62.66	11.52
筹资活动现金流量净额	-15.58	-11.72	-19.40	-2.24
现金收入比	132.55	109.54	111.94	110.17

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债指标

公司近年来有息债务规模持续下降，经营性现金净流入规模与 EBITDA 均呈增长态势，公司整体偿债指标表现佳。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	经营现金流动负债比 (%)	68.32	32.88	73.91
	经营现金/短期债务 (倍)	0.96	0.42	1.06
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	14.19	13.38	24.08
	全部债务/EBITDA (倍)	6.04	5.91	2.65
	EBITDA 利息倍数 (倍)	4.10	4.66	11.16

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表整理

偿债指标方面，2023—2025 年，公司经营性现金净流入规模与 EBITDA 均波动增长，有息债务规模持续下降，经营活动现金流量净额与 EBITDA 对短期债务和全部债务本息的覆盖程度均有所提升，公司偿债指标走强，整体表现佳。

或有负债方面，截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼和对外担保情况。

银行授信方面，截至 2026 年 3 月底，公司已获得银行授信（含华电财务公司授信）总额 94.16 亿元，剩余可用授信额度约 48.01 亿元，间接融资渠道通畅；同时，公司作为上市企业，具备直接融资能力。

6 公司本部财务分析

公司本部涉及部分电厂的经营业务，同时承担管理职能，近年来资产与权益均小幅增长，负债规模有所下降，有息债务结构以短期为主，收入有所增加，利润总额波动增长。

公司本部涉及部分电厂的经营业务，同时承担管理职能，2023—2025 年末，公司本部资产总额波动增长，年均复合增长 2.20%，主要系债权投资（向子公司委贷）和长期股权投资增长所致。截至 2025 年底，公司本部资产总额 33.76 亿元，非流动资产占 93.10%；非流动资产主要由债权投资（占 8.27%）、长期股权投资（占 64.32%）和固定资产（合计）（占 25.37%）构成。截至 2025 年底，公司本部货币资金为 0.64 亿元。2023—2025 年末，受益于利润累积，公司本部所有者权益逐年小幅增长，年均复合增长 2.91%；截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 30.09 亿元，实收资本为 4.28 亿元、资本公积 10.01 亿元、盈余公积与未分配利润分别为 3.26 亿元和 12.51 亿元。2023—2025 年末，受长期借款减少影响，公司本部负债年均复合下降 3.07%。截至 2025 年底，公司本部负债总额 3.68 亿元，以短期借款为主的流动负债占 94.24%；公司本部全部债务合计 1.85 亿元，短期债务占 90.94%，债务期限结构重短期；全部债务资本化比率 5.79%，公司本部债务负担非常轻。

公司本部运营部分电力资产，收入主要源于售电收入，受益于三岔河来水增加，2023—2025 年，公司本部营业总收入逐年增加，年均复合增长 14.34%。2025 年，公司本部营业总收入为 3.63 亿元，主要为电力业务收入；当期利润总额为 2.23 亿元，投资收益 1.29 亿元。现金流方面，2023—2025 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额波动增加，投资活动现金阶段性净流入，同时持续债务偿还；2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 2.05 亿元，投资活动现金流净额 0.72 亿元，筹资活动现金流净额-2.42 亿元。

九、ESG 分析

公司运营清洁能源发电，履行作为中央国有企业的社会责任，治理结构和内控制度健全。整体来看，目前公司 ESG 表现佳。

作为华电集团上市子公司，公司治理结构和内控制度完善，整体运行规范；在绿色经营、税费缴纳、社会公益捐赠等方面贡献较大。

公司将 ESG 理念贯彻到日常经营中，构建了兼具央企清洁能源产业的 ESG 治理体系。公司董事会为主要领导机构，负责制定 ESG 工作战略、规划 ESG 发展目标、研判 ESG 披露风险、督导 ESG 实践与传播；ESG 工作小组负责推进 ESG 相关制度和行动计划的实施落地，根据 ESG 年度工作计划组织开展部门、单位 ESG 具体工作，定期汇报 ESG 工作进展，促进 ESG 工作有效落实；各部门、单位进行专业管理，配合公司各项 ESG 决策及工作，落实各部门、单位 ESG 年度计划，负责具体工作的执行和落地。

公司以水电与光伏协同开发为核心，将绿色发展理念深度融入企业战略，统筹推进清洁能源高效利用与流域生态保护。2024 年，公司成功获得国内首张“水电+”“碳中和”认证证书，成为国内第一家通过第三方核查并获得“碳中和”证书的“水电+”电力企业。2025 年，公司累计生产绿电超 121.2 亿千瓦时，相当于节约标准煤约 363.6 万吨、减少二氧化碳排放 952.6 万吨。安全环

保方面，2023 年以来，公司未发生相关事故，亦未受到安全及环保等方面行政处罚。公司强化应急能力建设，2025 年全年未发生人身轻伤及以上人身事故，未发生一般及以上设备事故，未发生“非停”事件。

2023—2025 年，公司纳税总额分别为 3.86 亿元、4.35 亿元和 7.61 亿元，每年乡村振兴/对外捐赠投入 300 万元。公司在深交所 2023—2024 年度和 2024—2025 年度信息披露工作评价中获得最高级 A 级，荣获中电联 2024 年电力企业公众透明典型案例、中国上市公司协会 2024 上市公司可持续发展最佳实践案例，ESG 案例《绿色“零碳”“电”亮多彩贵州》入选《中央企业上市公司环境、社会和公司治理（ESG）蓝皮书（2025）》。

十、外部支持

1 支持能力

公司控股股东华电集团是以电力为核心的特大型能源企业集团，综合实力极强，于全国电力市场具有重要地位。

公司控股股东华电集团是中央直管的国有重要骨干企业，是以电力为核心的特大型能源企业集团，拥有电力、热力、煤炭、科技工程、产业金融等产业板块，资产及业务分布在全国 32 个省（区、市）以及俄罗斯、印尼、柬埔寨、越南、哈萨克斯坦等“一带一路”沿线国家。截至 2025 年底，华电集团可控装机容量为 28074 万千瓦，控股煤炭保供产能 6060 万吨/年；伴随电源结构多样化持续推进，同期末，华电集团清洁能源可控装机规模合计 14544 万千瓦，较 2024 年底增长 32.40%，清洁能源可控装机占比提高至 51.81%。截至 2025 年底，华电集团合并资产总额 13093.47 亿元，所有者权益 4204.37 亿元；2025 年，华电集团实现营业收入 3120.32 亿元，利润总额 457.63 亿元。华电集团规模优势显著，整体抗风险能力极强。

2 支持可能性

公司主营电力业务，为华电集团重要的区域平台。公司可在项目资源获取、人才技术培养、资金支持以及日常管理等方面获得华电集团的有力支持。2025 年，华电集团增持公司股份，公司可获得的股东支持可持续性强。

公司在日常运作中注重管理、经营、生产的独立和完整，公司高级管理人员和财务人员与股东单位之间没有交叉任职情况。公司与控股股东在业务、人员、资产、机构、财务等方面分开，具有独立完整的业务及自主经营能力。但作为华电集团区域电源项目重要投资运营上市平台，公司主营业务与华电集团契合度高，可在电力项目资源获取、人才和技术培养、资金支持、日常管理等方面得到华电集团的有力支持。公司同华电财务公司签订金融服务协议，华电财务公司向公司所提供的综合授信业务余额不高于 25 亿元。另外，华电融资租赁有限公司为子公司贵州北源电力股份有限公司提供贷款支持。

2025 年，华电集团通过控股子公司中国华电集团产融控股有限公司（以下简称“华电产融”）增持公司股份，累计增持比例不低于公司总股本的 0.85%且不超过总股本的 1.70%，增持期限为公告之日起 6 个月内。截至 2025 年 10 月 15 日，增持计划实施期限已届满，华电产融以集中竞价交易方式累计增持公司股份 6116500 股，占公司总股本的 1.43%，增持计划实施完成。华电集团增持公司股份，公司可获得的股东支持可持续性强。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司现有债务结构影响不大。

按照本期债券拟发行金额上限 4.00 亿元进行测算，本期债券分别占 2026 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 9.59%和 6.45%，对公司现有债务结构影响不大。以 2026 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 47.37%、43.89%和 34.48%上升至 48.73%、45.44%和 36.58%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到公司拟将本期债券募集资金用于偿还有息负债，其实际债务指标或低于预测值。

⁷ 公司于 2025 年 4 月 16 日披露《关于控股股东拟通过一致行动人增持公司股份计划的公告》

2 本期债券偿还能力

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券发行后长期债务的保障程度较好。

按 2025 年底公司长期债务进行测算，本期债券（4.00 亿元）发行后，公司长期债务为 44.87 亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量及 EBITDA 对发行后长期债务保障程度较好。

图表 14 • 本期债券偿还能力测算

项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元）	44.87
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.83
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.54
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.86

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

十二、评级结论

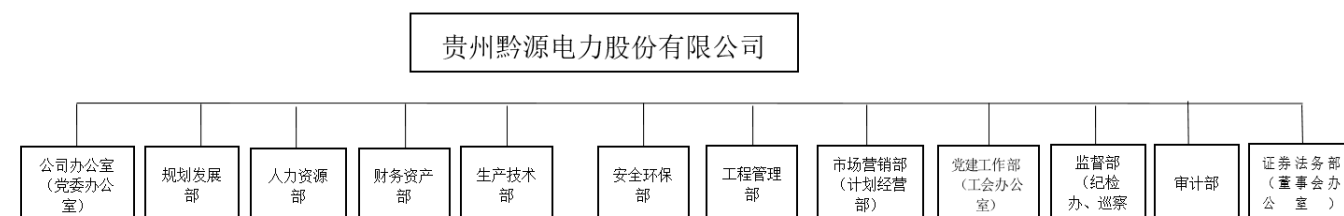
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持以及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA_{st}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权概况（截至 2026 年 3 月底）

序号	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	中国华电集团有限公司	6795.25	15.89	12.63
2	贵州乌江水电开发有限责任公司	5301.46	12.40	9.86
3	重庆乌江电力有限公司	4267.59	9.98	7.93
4	香港中央结算有限公司	2192.75	5.13	4.08
5	贵州乌江能源投资有限公司	1400.01	3.27	2.60
6	谢竹林	645.55	1.51	1.20
7	王佩华	631.93	1.48	1.17
8	中国华电集团产融控股有限公司	611.65	1.43	1.14
9	吴天德	461.80	1.08	0.86
10	基本养老保险基金九零一组合	328.98	0.77	0.61
合计		22636.96	52.94	42.08

资料来源：Wind

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 公司合并范围内子公司概况（截至 2026 年 3 月底）

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
贵州北盘江电力股份有限公司	贵阳市	水电开发、经营	51.00%	--	投资
贵州北源电力股份有限公司	遵义市	水电开发、经营	58.66%	--	投资
贵州西源发电有限责任公司	六盘水市	水电开发、经营	30.00%	--	投资
镇宁黔源新能源有限公司	安顺市	新能源发电、销售	100.00%	--	设立

注：公司可实际控制贵州西源发电有限责任公司 51%表决权

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.24	1.74	3.07	3.24
应收账款（亿元）	0.94	1.10	1.44	2.41
其他应收款（亿元）	0.06	0.02	0.22	0.19
存货（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.03
长期股权投资（亿元）	0.17	0.13	0.10	0.10
固定资产（亿元）	148.64	146.07	141.67	140.40
在建工程（亿元）	3.77	2.64	1.12	1.30
资产总额（亿元）	159.99	155.63	151.62	150.60
实收资本（亿元）	4.28	4.28	4.28	4.28
少数股东权益（亿元）	28.14	29.16	33.14	33.91
所有者权益（亿元）	66.31	68.26	77.55	79.27
短期债务（亿元）	18.84	30.21	22.87	20.29
长期债务（亿元）	66.93	48.86	40.87	41.72
全部债务（亿元）	85.76	79.07	63.74	62.02
营业总收入（亿元）	19.90	19.33	32.85	4.68
营业成本（亿元）	9.63	9.73	14.39	2.02
其他收益（亿元）	0.02	0.01	0.03	0.06
利润总额（亿元）	5.26	4.96	13.47	1.91
EBITDA（亿元）	14.19	13.38	24.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	26.38	21.17	36.78	5.16
经营活动现金流入小计（亿元）	26.94	22.04	37.22	5.28
经营活动现金流量净额（亿元）	18.06	12.57	24.34	2.66
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.21	-1.66	-3.63	-0.23
筹资活动现金流量净额（亿元）	-15.58	-11.72	-19.40	-2.24
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.43	10.20	14.59	--
存货周转次数（次）	971.83	480.46	665.20	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.12	0.21	--
现金收入比（%）	132.55	109.54	111.94	110.17
营业利润率（%）	50.46	48.35	52.59	53.40
总资产收益率（%）	5.19	4.63	9.42	--
净资产收益率（%）	6.78	5.86	14.38	--
EBITDA 利润率（%）	71.31	69.24	73.30	--
总资产报酬率（%）	5.41	4.99	10.30	--
长期债务资本化比率（%）	50.23	41.72	34.51	34.48
全部债务资本化比率（%）	56.40	53.67	45.11	43.89
资产负债率（%）	58.56	56.14	48.85	47.37
流动比率（%）	18.59	10.55	17.63	20.38
速动比率（%）	18.52	10.49	17.57	20.27
经营现金流动负债比（%）	68.32	32.88	73.91	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.06	0.13	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	4.10	4.66	11.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	5.91	2.65	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款中有息债务计入公司相关债务；3. “--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报表以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	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.91	0.51	0.84
应收账款（亿元）	0.03	0.09	0.04
其他应收款（亿元）	0.02	0.01	0.00
存货（亿元）	*	*	*
长期股权投资（亿元）	19.44	20.22	20.22
固定资产（合计）（亿元）	8.31	8.27	7.98
在建工程（合计）（亿元）	0.52	0.52	0.37
资产总额（亿元）	32.32	33.93	33.76
实收资本（亿元）	4.28	4.28	4.28
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	28.41	28.70	30.09
短期债务（亿元）	0.82	3.20	1.68
长期债务（亿元）	1.48	0.29	0.17
全部债务（亿元）	2.30	3.50	1.85
营业总收入（亿元）	2.78	2.78	3.63
营业成本（亿元）	1.27	1.34	1.67
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.01
利润总额（亿元）	2.10	1.83	2.23
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.00	2.93	4.10
经营活动现金流入小计（亿元）	3.24	3.06	4.23
经营活动现金流量净额（亿元）	1.32	0.76	2.05
投资活动现金流量净额（亿元）	0.84	-1.10	0.72
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.59	-0.12	-2.42
财务指标			
销售债权周转次数（次）	17.53	11.06	13.16
存货周转次数（次）	1338.47	416.48	355.44
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	0.11
现金收入比（%）	108.08	105.14	113.00
营业利润率（%）	52.32	49.85	49.61
总资本收益率（%）	6.64	4.94	6.67
净资产收益率（%）	6.91	5.32	6.85
EBITDA 利润率（%）	/	/	/
总资产报酬率（%）	6.73	5.57	6.81
长期债务资本化比率（%）	4.94	1.01	0.55
全部债务资本化比率（%）	7.48	10.86	5.79
资产负债率（%）	12.10	15.40	10.88
流动比率（%）	102.05	25.69	67.26
速动比率（%）	101.98	25.60	67.12
经营现金流动负债比（%）	56.78	15.60	59.07
现金短期债务比（倍）	1.11	0.16	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 固定资产含固定资产清理，在建工程含工程物资；2. “/”表示相关数据未获取，“*”表示数据过大或过小
 资料来源：联合资信根据公司财务报表以及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ⁸	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 ⁹ ×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 ¹⁰	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 调整后 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数; 存货周转天数=360/存货周转次数; 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

⁸ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

⁹ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

¹⁰ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期科技创新债券信用等级设置及含义

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{sti}、AA_{sti}、A_{sti}、BBB_{sti}、BB_{sti}、B_{sti}、CCC_{sti}、CC_{sti}、C_{sti}。除 AAA_{sti} 级、CCC_{sti} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sti}	科技创新债券在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

附件 4-3 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 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

贵州黔源电力股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。