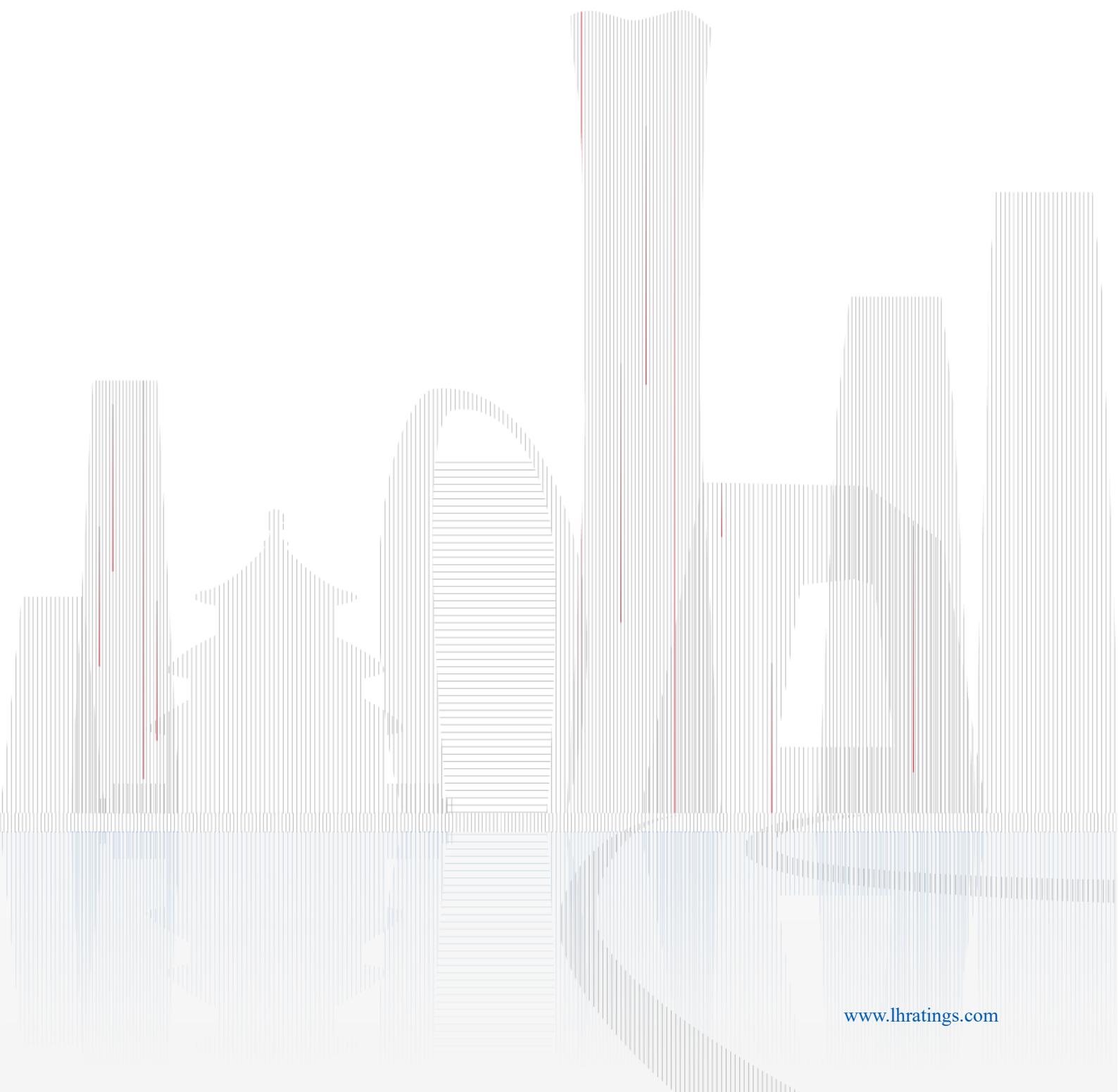


# 通威股份有限公司公开发行可转换 公司债券 2026 年跟踪评级报告

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〕5081号

联合资信评估股份有限公司通过对通威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，确定维持通威股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“通 22 转债”的信用等级为 AAA，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：

二〇二六年六月二十九日

# 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通威股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的信息，联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 通威股份有限公司

## 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
通威股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/29
通 22 转债	AAA/稳定	AAA/稳定	

### 评级观点

通威股份有限公司（以下简称“公司”）作为“农业（渔业）+光伏”双主业发展的上市公司，行业地位突出。跟踪期内，公司依托技术研发实力、全产业链布局、规模效应及成本管控能力，持续保持核心竞争优势。但受光伏制造行业深度调整影响，公司光伏产品价格和产能利用率均有所下降，导致光伏业务收入进一步下滑，且毛利呈现亏损。公司饲料业务经营稳健，产品价格和原材料价格同步波动，毛利率相对稳定，对公司盈利形成一定贡献。整体看，公司市场竞争力很强，经营风险很低，但需关注光伏行业供需持续失衡对公司盈利产生的不利影响。财务方面，公司资产规模小幅下降，现金类资产较为充裕，但公司存货规模持续增长，对资金形成占用且面临较大跌价风险。光伏产业链价格下行，导致公司利润亏损规模进一步扩大。尽管公司对外投资支出金额已大幅减少，但由于经营活动内生获现规模不足，公司仍存在较大的对外融资需求，债务规模持续上升，整体债务负担偏重；基于较为充裕的现金储备和历史盈余，公司偿债能力指标处于较强水平。整体看，公司财务风险很低。综合经营和财务风险表现，公司债务偿付能力非常强，经营活动现金流量和 EBITDA 对“通 22 转债”的保障程度较高，债券违约概率仍非常低。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

目前，光伏制造行业供需失衡的局面未出现根本性扭转，产业链各环节盈利水平和现金流短期内将持续承压，预计公司仍存在产能利用率不足的风险。考虑到公司市场竞争力很强，且其精细化管理能力、成本控制能力和技术研发能力有助于公司保持行业地位，同时公司现金类资产较为充裕，且融资渠道畅通，整体信用状况有望保持稳定。

**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：**行业竞争加剧，公司利润持续亏损，经营活动现金流呈现大额净流出状态；资本支出超出预期，债务负担大幅加重导致偿债能力弱化；公司产权结构发生重大不利变化、导致控制权转移；重要股东或实际控制人发生重要信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重大不利影响等。

### 优势

- **公司行业地位突出，市场竞争力很强。**公司是全球光伏一体化龙头企业，形成了自上游工业硅至终端光伏电站的全产业链布局。2025 年，公司高纯晶硅、太阳能电池产品出货量继续保持全球第一，组件出货量位居全球前五。公司是全球领先的水产饲料企业及重要的畜禽饲料生产企业，截至 2025 年底，公司年饲料生产能力超过 1300 万吨，水产饲料产销量处于行业前列。同时，公司精细化管理能力、成本控制能力和技术研发能力有助于公司保持行业地位。
- **公司现金类资产较为充裕，融资渠道畅通。**截至 2026 年 3 月底，公司现金类资产为 342.27 亿元，未使用银行授信额度为 512.99 亿元，间接融资渠道畅通。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

### 关注

- **行业竞争加剧，公司存货面临减值风险，利润亏损规模扩大，且产能存在利用率不足的风险。**跟踪期内，光伏制造行业处于深度调整期，各环节制造端价格和产能利用率均进一步下降，利润空间被挤压，且产品库存增加，存货面临较大减值风险。受上述因素影响，2025 年和 2026 年一季度，公司利润总额分别为-116.71 亿元和-35.45 亿元，亏损规模进一步扩大。目前，光伏制造行业供需失衡的局面未出现根本性扭转，产业链各环节盈利水平和现金流短期内将持续承压，预计公司仍存在产能利用率不足的风险。

- **饲料行业上下游价格易波动。**公司饲料业务上游原材料价格不稳定，公司面临一定的成本控制压力；下游产品价格容易发生周期性波动，2025 年以来，受市场行情影响，公司饲料产品价格和原材料价格呈现先降后升态势。
- **公司债务规模持续上升，债务负担偏重。**截至 2025 年底，公司全部债务规模较上年底增长 6.55%至 1096.10 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率进一步上升至 72.63%和 68.08%，整体债务负担偏重。

## 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	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	资产质量及盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aaa
个体调整因素: --				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素: --				--
模型级别				AAA

**个体信用状况和外部支持变动说明:** 因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订, 本次评级适用最新评级方法。

**其他说明:** 受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

## 主要财务数据

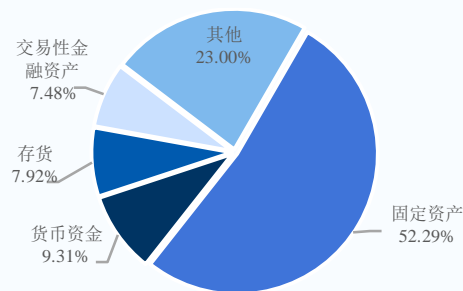
合并口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产 (亿元)	436.58	384.87	379.35	342.27
资产总额 (亿元)	1643.63	1959.17	1877.79	1869.93
所有者权益 (亿元)	738.29	579.19	513.88	481.87
短期债务 (亿元)	124.11	293.18	353.82	436.63
长期债务 (亿元)	435.55	735.58	742.27	695.68
全部债务 (亿元)	559.66	1028.75	1096.10	1132.32
营业总收入 (亿元)	1391.04	919.94	841.28	121.25
利润总额 (亿元)	220.52	-86.83	-116.71	-35.45
EBITDA (亿元)	302.49	28.57	39.24	--
经营性净现金流 (亿元)	306.79	11.44	13.79	-26.56
净营业周期 (天)	-2.03	-8.31	14.29	--
EBITDA 利润率 (%)	21.75	3.11	4.66	--
总资产报酬率 (%)	15.22	-3.57	-4.57	--
资产负债率 (%)	55.08	70.44	72.63	74.23
全部债务资本化比率 (%)	43.12	63.98	68.08	70.15
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债 (倍)	3.16	1.51	1.35	--
现金短期债务比 (倍)	3.52	1.31	1.07	0.78
EBITDA 利息倍数 (倍)	18.58	1.20	1.34	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.85	36.00	27.93	--

公司本部口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额 (亿元)	920.97	1192.18	1221.57	1267.76
所有者权益 (亿元)	443.35	438.47	415.59	411.34
全部债务 (亿元)	245.87	500.49	539.51	570.62
营业总收入 (亿元)	6.54	156.98	216.88	33.13
利润总额 (亿元)	190.03	55.63	-21.32	-4.40
资产负债率 (%)	51.86	63.22	65.98	67.55
全部债务资本化比率 (%)	35.67	53.30	56.49	58.11
流动比率 (%)	275.47	233.66	159.54	142.21
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债 (倍)	0.03	0.33	0.40	--

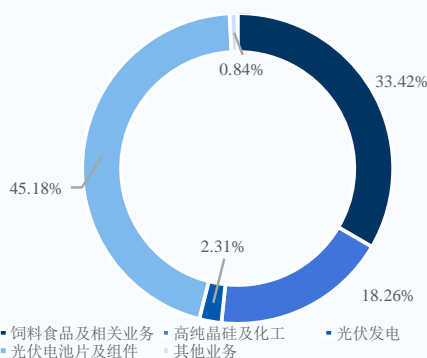
注: 1. 2026 年 1-3 月财务报表未经审计; 2. 合并口径长期应付款中融资租赁款计入长期债务, 其他流动负债中有息债务计入短期债务; 3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 4. "--" 表示不适用

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

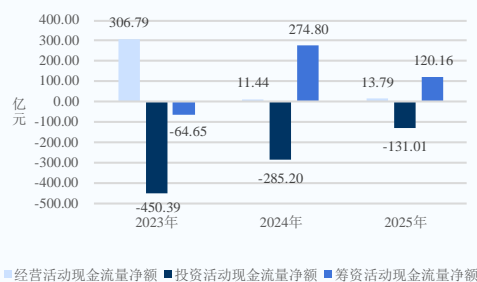
2025 年底公司资产构成



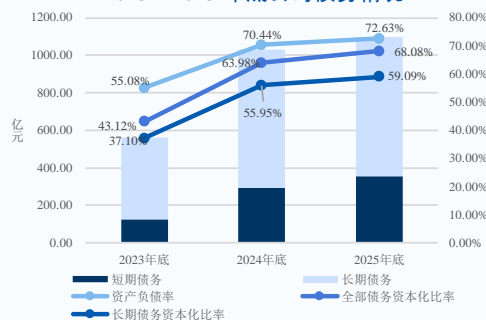
2025 年公司营业总收入构成



2023-2025 年公司现金流情况



2023-2025 年底公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债项简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
通 22 转债	120.00 亿元	119.8309 亿元	2028/02/24	转股价格调整原则；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尚处于存续期的公开发行可转换公司债券；表中债券余额为截至 2026 年 5 月底的数据  
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
通 22 转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/06	牛文婧、马金星	<a href="#">一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
通 22 转债	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/12	蒲雅修 杨恒	<a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；“通 22 转债”发行时我司未对其进行评级  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：牛文婧 [niuwj@lhratings.com](mailto:niuwj@lhratings.com)

项目组成员：马金星 [majx@lhratings.com](mailto:majx@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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”）关于通威股份有限公司（以下简称“公司”或“通威股份”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、主体概况

公司前身为四川通威饲料有限公司。2004年2月16日，根据中国证券监督管理委员会证监发行字（2004）10号文核准，公司公开发行6000万股普通股（A股）股票，发行后总股本增至17188万元，股票于上海证券交易所挂牌上市（股票简称“通威股份”，股票代码“600438.SH”）。后经多次增发和资本公积金转增股本等，截至2026年3月底，公司总股本为45.02亿元，通威集团有限公司（以下简称“通威集团”）为公司控股股东，持有公司45.24%股份；刘汉元先生持有通威集团80.00%股份，为公司实际控制人。截至2026年4月24日，通威集团累计质押公司6.5646亿股，占其所持股份的比例为32.23%。

公司以农业和新能源为主业，形成了“农业（渔业）+光伏”资源整合、协同发展的经营模式。在农业方面，公司以水产饲料、畜禽饲料等产品的研究、生产和销售为主；在新能源方面，公司以高纯晶硅、太阳能电池、组件等产品的研发、生产、销售为主。

截至2026年3月底，公司内部设财务部、人力资源部、信息部、证券部、行政部、光伏商务部、光伏技术部、审计部等职能部门（见附件1-2）。截至2025年底，公司纳入合并报表范围一级子公司合计18家，拥有在职员工44798人。

截至2025年底，公司合并资产总额1877.79亿元，所有者权益513.88亿元（含少数股东权益125.04亿元）；2025年，公司实现营业总收入841.28亿元，利润总额-116.71亿元。截至2026年3月底，公司合并资产总额1869.93亿元，所有者权益481.87亿元（含少数股东权益117.52亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入121.25亿元，利润总额-35.45亿元。

公司注册地址：四川省成都市高新区天府大道中段588号；法定代表人：刘舒琪。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

公司于2022年2月24日发行了120.00亿元的“通22转债”，期限为6年。“通22转债”转股期的起止日期为：2022年9月2日至2028年2月23日。跟踪期内，“通22转债”转股价格未发生变化，仍为34.60元/股。截至2026年5月底，尚未转股的“通22转债”金额为119.8309亿元，占“通22转债”发行总量的99.86%。跟踪期内，公司已按期支付利息。

“通22转债”的募集资金用于乐山二期高纯晶硅项目、包头二期高纯晶硅项目、15GW单晶拉棒切方项目和补充流动资金，“通22转债”募集资金已使用完毕，相关募集资金专户已于2023年5月注销。

图表1·截至2026年5月底本次跟踪的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
通22转债	120.00	119.8309	2022/02/24	6年

资料来源：联合资信根据Wind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 光伏制造行业

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、产能结构性过剩、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》](#)。

### 2 饲料行业

饲料业是链接种植业、养殖业和食品加工业等行业的枢纽性产业，在我国农业产业中工业化程度最高，是现代养殖业发展的物质基础，为人类获取充足高品质食品做出了重要贡献。经过改革开放以来40余年的发展，我国饲料行业已经形成了门类齐全的产业体系，步入规模化、集约化的高质量发展阶段，并凭借显著的先发优势逐步向海外新兴市场扩张。根据饲喂动物不同，饲料行业主要产品分为猪饲料、禽饲料、水产饲料、反刍饲料、宠物饲料、其他饲料，其中猪、禽、水产饲料约占我国饲料年总产量约95%。

根据中国饲料工业协会数据，2025年全国饲料工业总产值12909.6亿元，同比增长2.3%，工业饲料总产量34225.3万吨，同比增长8.6%，创历史新高。其中，猪饲料在生猪产能及出栏量整体增加拉动下，全年总产量达到16639.4万吨，同比增长15.6%；水产饲料受部分水产品价格阶段性走高带来的养殖规模提升拉动，产量同比恢复性增长2.7%，达到2323.1万吨；禽饲料合计总产量13379.7万吨，同比增长3%；反刍饲料总产量1475.8万吨，同比增长1.8%。从销售方式看，散装饲料占比持续提高，总量达到17,045.8万吨，同比增长18.0%，占配合饲料总产量的53.4%，同比提高4.1个百分点。

原料成本和饲料价格方面，2025年玉米、豆粕等主要饲料原料价格整体呈波动下行趋势，同时饲料企业出厂价格因市场竞争和成本传导，部分品种价格略有下降，如生猪、肉禽、蛋禽饲料平均出厂价格均同比下降。此外，在《全国智慧农业行动计划（2024—2028年）》《饲用豆粕减量替代三年行动方案》等相关产业政策引导与企业技术创新推动下，饲料企业节粮成效持续巩固，全国饲料生产企业的豆粕在配合饲料和浓缩饲料中的占比为13.4%，与上年持平，菜粕、棉籽粕等杂粕用量比上年增加3.0%，配方结构更趋向多元化，稻谷、大麦、高粱用量大幅减少。

总体而言，2025年饲料行业在产量增长、结构优化、技术创新等方面取得进展，但面临原料价格波动、市场竞争加剧等挑战。未来，行业将更加注重高质量发展，通过技术升级、产业链整合和绿色转型提升竞争力。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

公司已形成“农业（渔业）+光伏”双主业协同发展的格局，行业地位突出，在技术研发、产业链布局、规模和成本等方面具备竞争优势。同时，公司精细化管理能力、成本控制能力和技术研发能力有助于公司保持行业地位。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

农牧方面，公司年饲料生产能力约 1300 万吨，生产、销售网络覆盖全国大部分地区及越南、孟加拉、印度尼西亚等东南亚国家，是全球领先的水产饲料企业及重要的畜禽饲料生产企业。其中，水产饲料作为公司核心产品，产销量持续位居行业前列。公司农牧板块技术中心是经国家发改委、科学技术部等五部委联合认定的国家级企业技术中心，先后 5 次荣获“国家科学技术进步二等奖”，并获得“中国驰名商标”“中国质量奖提名奖”等诸多荣誉。

光伏方面，公司是全球光伏一体化龙头企业，形成了自上游工业硅至终端光伏电站的全产业链布局，实现主要产业环节全球领先的成本、质量、效率等综合竞争优势。多晶硅方面，公司已形成高纯晶硅年产能约 90 万吨，产量连续多年位居全球第一，国内市场占有率超 30%，同时各项消耗指标持续降低。太阳能电池方面，公司已形成 N 型电池年产能 150GW，电池出货量自 2017 年以来已连续 9 年全球第一；公司太阳能电池转换效率、良品率、碎片率、CTM 值等多项指标处于行业领先水平，且成本竞争优势持续增强，2025 年，剔除白银价格上涨影响，公司电池全年平均非硅成本同比下降 14%。组件方面，公司现有组件年产能约 90GW，出货量位居全球前五，客户覆盖国内主要央企发电集团及海外多个国家，生产成本在产业链配套和技术创新的双轮驱动下处于领先地位，2025 年单瓦非电池成本同比下降 14%。终端电站方面，公司形成了“上可发电、下可养鱼”的“渔光一体”创新发展模式，截至 2025 年底，公司光伏电站累计装机并网规模为 5.11GW。此外，公司在光伏各业务板块科研体系基础上成立了光伏技术中心，拥有通威太阳能（成都）有限公司技术中心、四川永祥股份有限公司技术中心等国家级企业技术中心分中心，持续开展高效晶硅电池、高效高可靠组件产品的开发，研究方向全面涵盖未来光伏重要技术，如 TNC、THC、TBC 电池及组件，钙钛矿/硅叠层太阳能电池/组件、铜互连金属化技术等。截至 2025 年底，公司光伏新能源制造板块累计授权专利 3322 件。

**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 5 月 27 日，公司本部无已结清/未结清的不良和关注类信贷信息。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录。截至查询日，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

2025 年，公司完成第九届董事会成员、高级管理人员选举及聘任工作，原董事会成员因任期届满解任，经 2024 年年度股东大会选举通过，部分董事会成员继续当选连任；部分高级管理人员解任后，仍在公司任职，担任相应技术研发、管理职务。

2025 年，公司对《公司章程》和部分管理制度进行了修订。其中，公司对《公司章程》的修订内容主要包括：（1）删除或修改有关监事会、监事条款；（2）完善总则、法定代表人、类别股等规定；（3）完善股东、股东会相关制度；（4）完善董事、董事会及专门委员会的要求。整体看，上述事项不会对公司的日常管理、生产经营产生重大影响。

图表 2 • 2025 年公司董事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
傅代国	独立董事	离任	换届
李鹏	董事	离任	换届
宋东升	董事	离任	换届
李斌	高管	离任	换届
邢国强	高管	离任	换届
甘居富	高管	离任	换届
郭异忠	高管	离任	换届
王进	董事	选举	换届
陈磊	独立董事	选举	换届
邓三	职工董事	选举	换届

资料来源：公司 2025 年年度报告

## （三）经营方面

### 1 经营概况

2025 年，受光伏制造行业供需失衡、主要产品销售价格下跌影响，公司营业总收入及毛利率均同比下降；2026 年一季度，光伏制造行业继续筑底，公司收入下滑明显，综合毛利率呈现亏损。

公司以农业及光伏新能源为主业，形成了“农业（渔业）+光伏”资源整合、协同发展的经营模式。2025年，公司光伏板块和农牧板块收入均同比下降，且光伏业务毛利率进一步下滑导致公司综合毛利率同比下降。

分板块来看，2025年，光伏制造行业供需失衡的局面未出现根本性扭转，产品价格进一步下行，公司高纯晶硅及化工业务和光伏电池及组件业务收入均同比下降，且相关业务毛利率转负。同期，公司光伏发电收入和毛利率基本维持平稳。公司饲料食品及相关业务受产销量回落影响，收入同比下降，但受益于原材料价格下行以及产品结构优化，该板块毛利率同比小幅提升。

2026年1-3月，光伏制造行业仍处于底部调整阶段，公司响应国家“反内卷”倡导，调整出货节奏和销售策略，收入同比显著缩减，叠加高纯晶硅业务阶段性停产，公司计提停工损失，毛利率出现大幅下降。受此影响，公司营业总收入同比下降23.90%，综合毛利率由正转负。

图表3·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2024年			2025年			2026年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料食品及相关业务	354.89	23.28%	7.81%	317.40	33.21%	9.38%	292.59	33.42%	9.47%	56.84	45.53%	8.62%
高纯晶硅及化工	447.99	29.39%	53.26%	198.97	20.82%	2.00%	159.89	18.26%	-5.38%	8.27	6.62%	-135.65%
光伏发电	19.70	1.29%	53.95%	20.43	2.14%	50.26%	20.21	2.31%	50.46%	3.54	2.84%	36.49%
光伏电池片及组件	693.72	45.51%	12.77%	414.23	43.35%	1.22%	395.60	45.18%	-0.38%	52.34	41.92%	0.26%
其他业务	7.87	0.52%	25.50%	4.62	0.48%	23.33%	7.31	0.83%	14.75%	3.85	3.09%	29.94%
内部抵减	-133.13	--	--	-35.70	--	--	-34.32	--	--	-3.60	--	--
<b>合计</b>	<b>1391.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.44%</b>	<b>919.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.39%</b>	<b>841.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.70%</b>	<b>121.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>-4.03%</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 2 业务经营分析

### （1）光伏板块

跟踪期内，受前期建设项目逐步投产转固影响，公司高纯晶硅、太阳能电池片和组件的产能均有所增长，但由于光伏制造行业竞争加剧，公司光伏产品价格和产能利用率均有所下降，且高纯晶硅产品库存大幅增加，需关注行业供需持续失衡对公司盈利产生的不利影响。同时，公司主要原材料价格亦有不同程度的下跌，但银价上涨对公司生产成本控制造成一定压力。此外，依托于“渔光一体”模式，公司光伏电站项目稳步推进，装机规模保持增长，但受限电率上升影响，光伏机组利用小时数同比下降。

#### ①高纯晶硅及化工业务

公司高纯晶硅及化工业务由子公司四川永祥股份有限公司（以下简称“永祥股份”）负责经营，其主要产品为光伏级高纯晶硅，另外永祥股份还生产烧碱、PVC以及水泥等产品，是一家将光伏新能源以及化工两大产业相结合并形成循环经济产业链的高纯晶硅生产企业。

采购方面，高纯晶硅产品成本中硅粉和电力能源占比较高，大部分原料本地供应充足。2025年，受高纯晶硅产量减少影响，公司硅粉和电力采购量同比下降；电石主要用于生产氯碱，采购量同比变化不大。价格方面，2025年，受市场行情影响，公司硅粉采购价格大幅下降；同时，公司四川和云南的高纯晶硅生产主要安排在水电汛期，因此综合用电均价同比走低。结算方面，公司高纯晶硅业务采购结算方式主要为电汇和银行承兑汇票，与供应商之间通常采用现货现结。

图表4·公司高纯晶硅主要原材料采购情况

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-3月
硅粉采购金额（含税）（亿元）	64.53	54.23	17.89	0.04
电石采购金额（含税）（亿元）	4.85	3.72	3.50	0.97
电力采购金额（含税）（亿元）	75.93	130.77	91.80	9.20

资料来源：公司提供

生产方面，公司拥有乐山、包头、保山三个高纯晶硅生产基地。2025年，随着前期建设产能逐步投产转固，公司高纯晶硅投产产能有所增长，但由于光伏行业出现显著的阶段性供需失衡问题，行业产能利用率普遍低迷，公司产能利用率亦明显下降。2026年一季度，由于高纯晶硅库存高企以及下游需求不足，公司实行阶段性停产。

图表 5 · 公司高纯晶硅产销情况

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-3月
产量（万吨）	38.90	59.48	46.54	1.69
产能利用率	95.86%	84.40%	51.71%	7.50%
销量（万吨）	38.72	46.76	38.48	0.79
产销率	102.00%	78.61%	82.86%	46.74%
期末库存量（万吨）	0.35	13.07	20.70	21.60
平均售价（万元/吨，含税）	11.10	4.33	3.93	4.14

注：产能利用率为实际利用率；计算产销率时，扣除委外加工领用的硅料；销量包含自用  
资料来源：公司提供

销售方面，公司采用“长单框架+现货销售”的销售模式。公司与长单客户签订框架协议，锁定客户需求，销售价格参照实际执行合同时的市价；另外，公司部分产品采用现货销售模式，价格随行就市。公司高纯晶硅业务的下游客户主要是国内硅片厂商，结算方式主要为先款后货。2025 年，受市场行情影响，公司高纯晶硅销售价格继续走弱。此外，公司响应国家“反内卷”倡导，适时调整生产组态、控制出货节奏，导致产销率较低，且库存高企。2025 年底，公司高纯晶硅产品库存量为 20.70 万吨，较上年底增长 58.38%。

## ②太阳能电池片及组件

公司太阳能电池、组件及相关业务由全资子公司通威太阳能有限公司经营。

采购方面，对于日常生产所需的硅片、正银、铝浆、光伏胶膜、玻璃等主要原辅材料，公司直接向市场进行采购。其中，太阳能电池片成本中硅片和正银占比较高。公司硅片主要从国内大型硅片生产厂商进行采购，与供应商合作情况稳定，同时公司具备一定规模的硅片产能。公司组件所需的电池片基本来自内部供应。2025 年，随着电池片产量增加，公司硅片采购量同比增长；但正银采购量有所下降，主要系公司采用低银化技术，单位银耗显著下降所致。采购价格方面，2025 年以来，受市场行情影响，公司硅片采购价格有所下降，正银采购价格大幅上涨。

图表 6 · 公司太阳能电池片主要原材料采购情况

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-3月
硅片采购金额（含税）（亿元）	323.19	101.53	126.61	18.85
正银采购金额（含税）（亿元）	38.70	57.69	43.27	13.49

资料来源：公司提供

生产方面，公司太阳能电池片生产基地主要位于双流、金堂、眉山、合肥等地，公司根据市场需求，结合产线结构安排生产经营，产品除满足自身组件生产需求外，也销售给国内外光伏组件企业。2025 年，得益于产能增加和市场拓展，公司电池片产量有所增长，但产能利用率仍较低。

图表 7 · 公司太阳能电池片产销情况

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-3月
产量（GW）	80.83	89.06	102.35	14.88
产能利用率	97.27%	68.06%	68.23%	39.68%
销量（GW）	80.66	87.68	103.03	12.92
产销率	99.79%	98.45%	100.67%	86.85%
期末库存量（GW）	1.87	3.21	2.18	4.14
平均售价（元/W，含税）	0.70	0.30	0.27	0.42

注：产能利用率为实际利用率；产量包含试生产产量；个别年份产能利用率计算统计口径有变化，与公司年报披露数据保持一致；销量包含自用  
资料来源：公司提供

销售方面，2025 年，公司太阳能电池片销量有所增长，产销率维持在较高水平。2026 年一季度，公司电池片产销率阶段性下滑，主要受光伏出口退税政策调整，带来发出商品阶段性增加所致。销售价格方面，2025 年，受成本下降以及供需关系影响，公司太阳能电池片销售价格同比下降。2026 年一季度，受益于出口需求阶段性增长，叠加正银成本上行支撑，公司电池片销售价格明显回升，但 4 月后价格逐步回落。结算方面，公司采用现款现货模式，以银行承兑汇票为主。

光伏组件业务方面，公司组件生产基地主要位于合肥、盐城、金堂、南通。2025年，公司组件产能小幅增加，但产销量和产能利用率均有所下降。销售价格方面，2025年以来，受成本变化以及供需关系影响，公司光伏组件销售均价波动下降。相较高纯晶硅和太阳能电池片业务，公司组件业务运营涉及信用账期，需关注此业务对营运资金占用情况。

图表 8 · 公司光伏组件产销情况

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-3月
产量 (GW)	31.07	45.95	44.89	7.50
产能利用率	63.81%	57.26%	49.88%	33.31%
销量 (GW)	31.11	45.71	43.25	4.99
产销率	100.15%	99.48%	96.35%	66.53%
期末库存量 (GW)	2.06	2.12	3.72	6.23
平均售价 (元/W, 含税)	1.38	0.80	0.68	0.77

注：产能利用率为实际利用率；产量包含试生产产量；个别年份产能利用率计算统计口径有变化，与公司年报披露数据保持一致；2023年含试生产产量统计时包括代加工产量  
资料来源：公司提供

### ③ 光伏电力

公司光伏发电业务主要由通威新能源有限公司负责，业务主要包括对光伏电站项目的开发、建设、运营和维护，“渔光一体”作为公司重点发展的业务模式，与水产饲料及养殖业务形成协同，在其光伏电站项目中所占比例较高，差异化竞争力明显。截至2025年底，公司光伏电站56座，累计装机并网规模5.11GW。2025年，受限电率上升影响，公司光伏机组利用小时数同比下降，使得发电量和上网电量均同比减少；但受益于高电价区域的发电量占比提升，公司平均上网电价小幅提升。2026年一季度，受136号文影响，公司现货交易电量占比提升，导致平均上网电价有所下降。

图表 9 · 公司光伏电站经营数据

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1-3月
可控装机容量 (万千瓦)	382.56	466.54	511.26	511.31
发电量 (亿千瓦时)	46.17	51.16	48.93	10.48
上网电量 (亿千瓦时)	45.18	50.18	48.07	10.15
机组利用小时 (小时)	1206.79	1096.65	966.05	186.38
含税平均上网电价 (元/千瓦时)	0.47	0.45	0.47	0.35

资料来源：公司提供

### (2) 饲料、食品及相关业务

2025年以来，由于受托加工量减少，公司饲料产销量有所下降；饲料业务主要原材料价格和产品价格同向波动，呈现先降后升态势。

公司饲料业务主要包括水产饲料以及畜禽饲料的生产及销售。

采购方面，饲料加工环节的原材料成本占比90%以上，原材料品质的优劣将直接影响养殖效果。公司饲料业务主要原材料采购价格随行就市。针对原材料价格波动风险，公司通过对大宗原料进行分区域、分时间统一采购，并对原材料价格进行研究分析，根据大宗原料的市场价格波动周期在价位较低时进行大量采购。2025年，大部分原材料价格同比下降。2026年一季度，受国际供应链扰动、能源与物流成本上涨等因素影响，原材料价格有所回升。采购量方面，受公司产品的配方调整，以及公司根据市场行情对部分原材料提前采购储备等方面影响，公司不同原材料的采购量有所波动。结算方面，公司饲料生产原料的采购主要采用货到付款的方式，付款方式以电汇为主。

图表 10 · 饲料业务原材料采购情况

项目	2023年		2024年		2025年		2026年1-3月	
	均价 (元/吨)	采购量 (万吨)	均价 (元/吨)	采购量 (万吨)	均价 (元/吨)	采购量 (万吨)	均价 (元/吨)	采购量 (万吨)
玉米	2863.19	98.72	2400.51	126.09	2336.66	132.80	2411.99	31.52
豆粕	4339.93	113.89	3432.78	113.98	3121.61	104.45	3248.78	18.16
棉粕	5329.11	6.31	4143.65	4.77	3624.20	7.92	3745.97	1.48
菜粕	3383.25	33.15	2641.79	33.61	2495.39	21.08	2380.95	3.33
进口鱼粉	13224.65	12.44	11729.22	15.72	10880.20	18.52	13119.90	4.01

国产鱼粉	12288.16	12.95	10184.96	13.40	10573.98	9.64	11201.47	3.15
小麦	2809.51	57.45	2483.57	32.96	2476.41	32.95	2602.20	1.45
国产 DDGS	3063.38	23.84	2302.18	23.24	2371.98	18.25	2306.62	3.61

资料来源：公司提供

生产方面，公司饲料业务采取就地生产，建立周边销售覆盖的经营模式，为养殖户提供技术、金融等配套服务。2025 年以来，由于受托加工量减少，公司饲料产销量均同比下降。水产饲料生产的季节性特点对设备实际可利用产能影响较大，因此水产饲料行业的产能利用率普遍不高。

图表 11 • 公司饲料产销情况

项目	2023年	2024年	2025年	2026年1—3月
产量（万吨）	741.08	688.43	662.85	130.04
产能利用率	55.30%	51.80%	52.48%	40.14%
销量（万吨）	741.34	686.86	653.17	126.55
产销率	100.03%	99.77%	98.54%	97.34%
平均售价（元/吨，含税）	4580.21	4176.07	4062.88	4122.64

注：2023 年以来产能利用率计算时扣除委托加工的产量，产销率计算时含委托加工的产量

资料来源：公司提供

销售方面，公司调整过去自上而下的“公司-经销商-养殖户”为主的营销模式，直接聚焦养殖终端层面，以实现养殖效益最大化为目标。2025 年，由于原材料价格下跌，公司饲料销售价格同比下降，但核心产品水产饲料销量增长，毛利率小幅提升。结算方面，公司饲料业务主要采用现款现货模式，对战略客户给予一定账期。同时，公司还通过下属通威农业融资担保有限公司（以下简称“农业担保公司”）以及合作融资平台为养殖户及经销商提供银行担保及贷款等金融服务，截至 2025 年底，公司对养殖户及经销商的担保余额为 5.93 亿元。

公司在饲料业务稳定发展的同时，继续推动食品、工厂化对虾养殖两大战略培育业务发展。公司食品及加工业务主要包括水产养殖以及禽畜屠宰、加工等，在四川、海南等地设有水产、畜禽食品加工基地。2025 年，公司食品业务净利润同比增长 14.16%，并继续稳定保持美国海关进口罗非鱼排名第一，市占率超 10%。工厂化对虾养殖业务为公司前瞻性产业布局，2025 年聚焦推动中试成果向生产应用转化，构建销售渠道。

### 3 经营效率

2025 年，公司经营效率指标有所下降，与所选企业相比，公司经营效率处于较高水平。

从经营效率指标看，2025 年，由于营业收入和营业成本减少，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别下降至 12.40 次、5.95 次和 0.44 次，净营业周期上升至 14.29 天。与光伏制造行业企业相比，2025 年公司主要经营效率指标处于较高水平。

图表 12 • 2025 年同业经营效率对比情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
隆基绿能	4.46	5.52	0.46
晶科能源	4.69	4.89	0.55
TCL 中环	4.76	5.20	0.24
阿特斯	4.16	4.79	0.62
天合光能	2.51	4.67	0.56
大全能源	3.88	--	0.11
晶澳科技	4.86	5.41	0.45
<b>通威股份</b>	<b>5.74</b>	<b>12.40</b>	<b>0.44</b>

注：为便于同业比较，表中数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异

资料来源：Wind

## 4 未来发展

公司产能扩张项目已于 2024—2025 年陆续转固，截至 2025 年底无重大在建项目。当前，光伏制造行业供需失衡的局面未出现根本性扭转，产业链各环节盈利水平和现金流短期内将持续承压，预计公司仍存在产能利用率不足的风险。

### （四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该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 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司合并范围无重大变化，财务数据可比性较强。

#### 1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模小幅下降，资产构成仍以非流动资产为主，现金类资产较为充裕，但公司存货规模持续增长，对资金形成占用且面临较大跌价风险。公司所有者权益规模进一步下降，权益稳定性有待增强。光伏产业链价格下行叠加大额资产减值计提，导致公司利润亏损规模进一步扩大。尽管公司资本支出金额已大幅减少，但由于经营活动内生获现规模不足，公司仍存在较大的对外融资需求，债务规模持续上升，整体债务负担较重。

资产方面，截至 2025 年底，公司资产总额较上年底小幅下降，资产构成仍以非流动资产为主。具体来看，公司货币资金较为充裕，且期末余额小幅增加，主要系公司经营获现情况改善，叠加项目建设投入减少，资金结余增加所致；公司交易性金融资产主要为结构性存款和理财产品，期末余额有所增加；公司应收账款主要来自组件和光伏电站业务，整体规模较为稳定，2025 年底坏账计提比例为 8.50%；公司应收款项融资规模大幅下降，主要系公司控制票据池规模，增加票据支付比例，期末银行承兑汇票减少所致；受部分产品库存增加影响，公司存货规模持续增长，构成以原材料（占 22.41%）和库存商品（占 62.68%）为主，对资金形成占用，由于光伏产业链价格大幅下跌，公司面临较大的存货跌价风险，2025 年，公司计提存货跌价准备及合同履约成本减值准备 29.77 亿元，转回或转销 30.89 亿元，截至 2025 年底，公司存货跌价准备及合同履约成本减值准备余额 3.80 亿元；随着前期建设项目逐步完工投产，公司在建工程大幅下降；公司固定资产亦有所减少，主要系计提折旧和减值准备所致。截至 2025 年底，公司资产受限<sup>1</sup>比例为 10.51%，受限比例较低。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额和构成较 2025 年底变化不大。

图表 13 • 公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	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
<b>流动资产</b>	<b>632.44</b>	<b>38.48%</b>	<b>661.93</b>	<b>33.79%</b>	<b>662.39</b>	<b>35.27%</b>	<b>668.31</b>	<b>35.74%</b>
货币资金	194.18	11.81%	164.48	8.40%	174.75	9.31%	212.65	11.37%
交易性金融资产	100.64	6.12%	128.69	6.57%	140.49	7.48%	87.96	4.70%
应收账款	69.88	4.25%	67.07	3.42%	68.64	3.66%	72.91	3.90%
应收款项融资	133.28	8.11%	77.04	3.93%	48.41	2.58%	32.10	1.72%
存货	77.88	4.74%	126.33	6.45%	148.81	7.92%	179.82	9.62%
<b>非流动资产</b>	<b>1011.19</b>	<b>61.52%</b>	<b>1297.24</b>	<b>66.21%</b>	<b>1215.40</b>	<b>64.73%</b>	<b>1201.62</b>	<b>64.26%</b>
固定资产（合计）	682.70	41.54%	1000.25	51.06%	981.86	52.29%	959.63	51.32%
在建工程（合计）	148.17	9.01%	72.51	3.70%	20.15	1.07%	25.13	1.34%
<b>资产总额</b>	<b>1643.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>1959.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>1877.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>1869.93</b>	<b>100.00%</b>

注：固定资产（合计）包含固定资产和固定资产清理，在建工程（合计）包括在建工程和工程物资  
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

权益方面，截至 2025 年底，公司所有者权益 513.88 亿元，较上年底下降 11.28%。其中，归属于母公司所有者权益合计 388.84 亿元，较上年底下降 19.75%，主要系经营亏损导致未分配利润减少所致；少数股东权益 125.04 亿元，较上年底增长 32.13%，主要系子公司永祥股份引入战略投资者股权增资款 49.16 亿元<sup>2</sup>。公司所有者权益构成中，股本占 8.76%，资本公积占 32.39%，未分配利润占 26.18%，少数股东权益占 24.33%。截至 2026 年 3 月底，公司持续亏损导致所有者权益规模进一步下降至 481.87 亿元。

<sup>1</sup> 受限资产主要包括货币资金（22.00 亿元）、应收款项融资（34.18 亿元）、应收账款（29.44 亿元）、固定资产（58.36 亿元）、使用权资产（32.31 亿元）和交易性金融资产（12.05 亿元）

<sup>2</sup> 增资后永祥股份注册资本由 10.61 亿元增至 12.54 亿元，通威持股 84.60%，11 家金融机构战略投资者合计持股 15.40%。本次股权增资资金用于偿还永祥股份及其下属子公司以银行贷款为主的金融机构负债以及用于永祥股份及其下属子公司补充流动资金。此外，自交割日后 5 年内，通威股份或通威股份指定第三方有权（但无义务）在与投资者协商一致后收购投资者所持有的全部或部分目标股份。公司可采用非公开发行股份、可转债或支付现金的方式收购

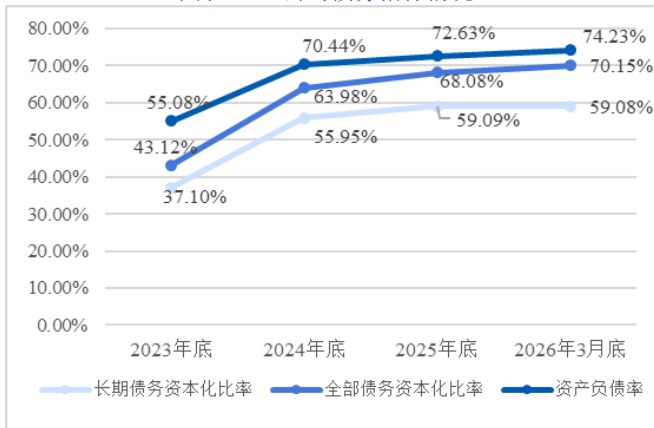
负债方面，截至 2025 年底，公司负债总额较上年底变化不大。公司应付票据主要为银行承兑汇票，应付账款主要为应付设备及工程款等款项，受行业持续下行影响，公司经营和资本开支减少，应付款项有所下降。同时，为满足公司资金储备需求、提升现金流安全边际，公司短期债务规模大幅增长，进而带动整体有息债务规模持续上升。截至 2025 年底，公司全部债务规模较上年底增长 6.55%至 1096.10 亿元，债务结构仍以长期债务为主；2025 年，公司综合融资成本为 2.63%，同比下降 0.16 个百分点。受债务规模持续扩大以及所有者权益规模下降的双重因素影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均明显上升，整体债务负担持续加重。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	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
<b>流动负债</b>	<b>393.40</b>	<b>43.45%</b>	<b>565.38</b>	<b>40.97%</b>	<b>557.67</b>	<b>40.89%</b>	<b>626.48</b>	<b>45.13%</b>
短期借款	2.14	0.24	18.78	1.36	77.02	5.65%	89.55	6.45%
应付票据	101.74	11.24%	152.11	11.02%	113.00	8.29%	134.35	9.68%
应付账款	173.76	19.19%	198.40	14.38%	143.77	10.54%	124.73	8.99%
一年内到期的非流动负债	20.23	2.24%	107.26	7.77%	148.48	10.89%	202.59	14.60%
<b>非流动负债</b>	<b>511.93</b>	<b>56.55%</b>	<b>814.60</b>	<b>59.03%</b>	<b>806.25</b>	<b>59.11%</b>	<b>761.58</b>	<b>54.87%</b>
长期借款	287.55	31.76%	512.44	37.13%	518.20	37.99%	472.95	34.07%
应付债券	111.76	12.34%	150.62	10.91%	158.82	11.64%	160.22	11.54%
租赁负债	32.16	3.55%	52.95	3.84%	38.70	2.84%	38.30	2.76%
<b>负债总额</b>	<b>905.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>1379.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>1363.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>1388.06</b>	<b>100.00%</b>

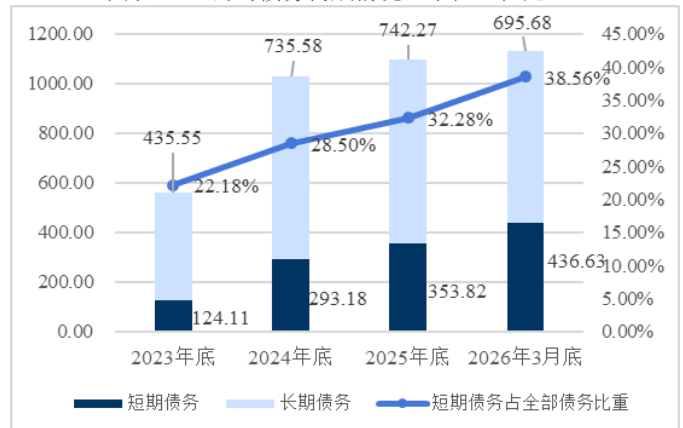
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 15 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 16 • 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数据整理

盈利方面，2025 年，受光伏产业链价格继续下跌影响，公司营业总收入和营业成本均同比下降；期间费用中销售费用、管理费用和研发费用均有所下降，但财务费用同比增长 35.72%，主要系公司债务规模有所增长，同时在建项目陆续转固、相关利息支出由资本化转为费用化所致；公司整体期间费用率同比变化不大。公司对存货和固定资产计提大额减值损失，对利润侵蚀严重。受上述因素综合影响，公司利润总额呈现亏损，且亏损规模进一步扩大，主要盈利指标均大幅下降。与光伏制造行业企业相比，2025 年公司主要盈利指标处于一般水平。2026 年一季度，公司营业总收入同比下降 23.90%，利润总额亏损规模同比扩大 4.90%。

图表 17 • 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	1391.04	919.94	841.28	121.25
营业成本	1023.28	861.17	818.56	126.14
期间费用	86.28	95.15	87.52	20.93
期间费用率	6.20%	10.34%	10.40%	17.27%
资产减值损失	-62.36	-53.27	-50.18	-8.61
利润总额	220.52	-86.83	-116.71	-35.45
EBITDA 利润率	21.75%	3.11%	4.66%	--
总资产报酬率	15.22%	-3.57%	-4.57%	--
净资产收益率	24.71%	-14.00%	-21.21%	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 18 • 2025 年同业盈利指标比较

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
隆基绿能	0.81%	-4.27%	-11.90%
晶科能源	-0.60%	-6.39%	-25.64%
TCL 中环	-6.36%	-7.24%	-25.17%
阿特斯	10.37%	2.99%	4.47%
天合光能	5.18%	-5.72%	-26.64%
大全能源	-2.13%	-2.92%	-2.89%
晶澳科技	-2.10%	-3.56%	-20.83%
<b>通威股份</b>	<b>2.70%</b>	<b>-4.67%</b>	<b>-21.21%</b>

资料来源：Wind

现金流方面，2025 年，公司现金收入比有所下降，但受存货净增加额减少影响，公司经营活动现金流净额小幅增长。同期，随着在建项目投资支出减少，公司投资活动现金流净流出规模大幅下降，但经营获现规模仍无法满足投资支出，公司仍存在较大的对外融资需求，筹资活动现金流呈大额净流入态势，但净流入规模有所下降。2026 年一季度，受票据池业务中保证金占用阶段性增加 22.65 亿元影响，公司经营活动现金流呈现大额净流出状态；同期，公司部分理财资金到期收回，叠加对外投资支出减少，投资活动现金流转为净流入，筹资活动现金流净流入规模有所下降。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流量净额	306.79	11.44	13.79	-26.56
投资活动现金流量净额	-450.39	-285.20	-131.01	40.63
筹资活动现金流量净额	-64.65	274.80	120.16	6.38
现金收入比	89.32%	93.02%	89.81%	96.82%
期末现金及现金等价物余额	143.69	144.61	147.30	161.62

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

## 2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现仍非常强，且受益于 EBITDA 规模增加，长期偿债能力指标表现有所增强；公司融资渠道畅通，或有负债风险小。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	3.16	1.51	1.35	--
	现金短期债务比（倍）	3.52	1.31	1.07	0.78
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	302.49	28.57	39.24	--
	全部债务/EBITDA（倍）	1.85	36.00	27.93	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	18.58	1.20	1.34	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债能力指标来看，2025 年，受短期债务大幅增长以及经营获现规模下降影响，公司销售商品提供劳务收到的现金/流动负债和现金短期债务比均有所下降，但公司整体短期偿债能力指标表现仍非常强。

从长期偿债能力指标看，2025 年，公司利润亏损规模扩大，但由于固定资产折旧增加，使得 EBITDA 同比有所增长，对债务本息的保障程度有所增强，考虑到公司折旧（122.67 亿元）和摊销（4.32 亿元）规模较大，可对债务形成一定保障。

截至 2025 年底，公司对外担保金额合计 5.93 亿元，均为农业担保公司对下游客户提供的担保，或有负债风险小。

截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 1446.89 亿元（2025 年 3 月底为 1449.30 亿元），其中未使用额度为 512.99 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

未决诉讼方面，根据公司年报披露，截至 2025 年底，公司无重大未决诉讼。

### 3 公司本部主要变化情况

**公司本部主要为控股平台和融资平台。跟踪期内，公司本部资产总额和负债总额均有所增长，债务负担进一步上升；受投资收益大幅减少影响，本部利润总额由正转负。**

公司本部主要承担战略管理、财务管控及融资职能。截至 2025 年底，公司本部资产总额 1221.57 亿元，较上年底增长 2.47%，主要系对子公司追加投资导致长期股权投资大幅增加所致；公司本部资产仍由现金类资产、其他应收款和长期股权投资构成。截至 2025 年底，公司本部所有者权益 415.59 亿元，较上年底下降 5.22%，主要系未分配利润减少所致；负债总额 805.98 亿元，较上年底增长 6.93%，主要系融资规模扩大所致；全部债务资本化比率较上年底上升 3.18 个百分点至 56.49%，本部债务负担有所上升。

公司本部负责组件销售业务，2025 年营业总收入为 216.88 亿元。同期，公司利润总额-21.32 亿元，同比减少 77.00 亿元，其中投资收益 1.20 亿元，同比减少 72.13 亿元，主要系子公司分红大幅减少所致。现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为-4.13 亿元，投资活动现金流净额-236.66 亿元，筹资活动现金流净额 234.79 亿元。

#### （五）ESG 方面

**公司注重 ESG 管理和相关信息披露，整体 ESG 表现很好。**

环境方面，公司制定《安全环保考核管理制度》等文件，将环境管理绩效纳入核心负责人的年度考核。2024 年，公司环保投入为 11.18 亿元，全年环保治理成效显著，废水污染物排放同比下降 28.80%，有害废弃物排放总量同比下降 25.65%，无害废弃物回收利用率 88.04%，有害废弃物无害化处理率 100%，3 家子公司获评“无废工厂/企业”称号。公司的部分子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位。公司主要子公司设置有安全环境部或者安全环保管理小组，配备了齐全的安全环保技术人员及先进的环境监测仪器，通过环境监测设备实时监测、人工定期监测以及第三方机构委托监测等多种监测方式确保公司符合环境管理要求。2025 年，公司无新增环保处罚事项。截至 2025 年底，公司共有 10 家生产基地获得国家级绿色工厂认证，4 条国家级绿色供应链，3 项国家级绿色设计产品。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2025 年度纳税信用 A 级纳税人。公司注重职业健康和安全管理，建立了完善的薪酬体系和健全的福利体系。公司通过产业扶贫、就业扶贫、教育扶贫等方式参与社会公益事业。2025 年，公司在对外捐赠、公益项目方面投入 429.79 万元，在扶贫及乡村振兴项目方面投入 2536.28 万元。

ESG 管治方面，公司构建了“决策—管理—执行”三层级的可持续发展治理架构，由董事会及下设战略与可持续发展委员会担任最高决策层，并由 ESG 管理委员会及 ESG 管理执行工作组负责协同管理。2025 年，公司共获得或入选 30 项国内外有影响力的 ESG 奖项、榜单以及案例。

## 七、债券偿还风险分析

**公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“通 22 转债”的保障程度较高。目前，“通 22 转债”未转股余额规模大，若未来公司股价持续低迷且公司转股价格下修力度不足，债券持有人选择持有至到期，公司将面临较大的集中偿付压力。**

截至 2026 年 5 月底，“通 22 转债”余额为 119.83 亿元。2025 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为“通 22 转债”余额的 6.49 倍、0.12 倍和 0.33 倍。

考虑到“通 22 转债”设置有转股条款，可转债的最终偿付方式高度依赖于转股情况。截至 2026 年 5 月底，“通 22 转债”的转股价格为 34.60 元/股，2026 年 5 月通威股份的股价持续低于 20 元/股，且处于近一年来的低位，与“通 22 转债”的转股价格差距较大，当前股价下短期内“通 22 转债”转股可能性极低。

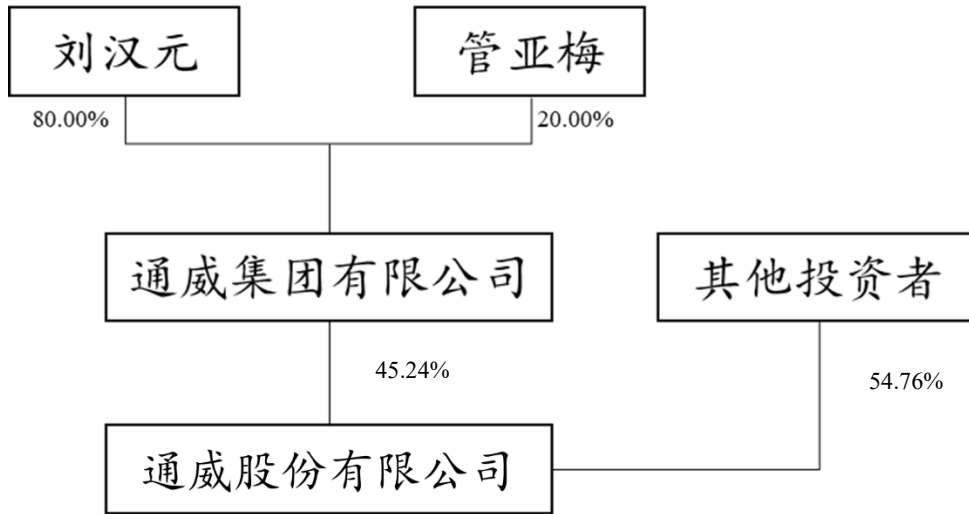
公司股价与光伏制造行业周期高度相关。若未来行业回暖带动公司盈利能力改善和股价上涨，转股可能性将显著提高。此外，根据可转债条款，公司在特定条件下有权向下修正转股价格，若公司行使该权利，可增强转股吸引力。但若未来公司股价持续低迷且公司转股价格下修力度不足，债券持有人选择持有至到期，公司将面临较大的集中偿付压力。

## 八、跟踪评级结论

---

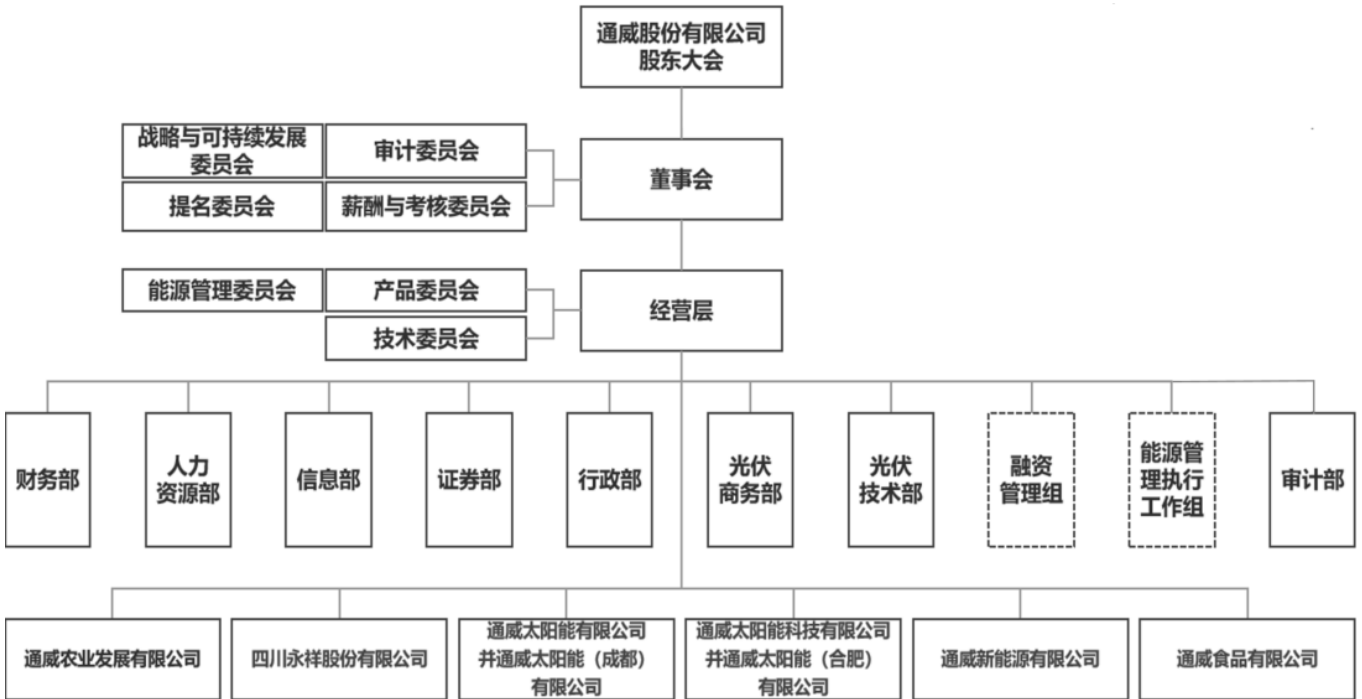
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持通威股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“通 22 转债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



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	业务性质	持股比例	2025年底/2025年（亿元）			
			总资产	净资产	营业收入	净利润
四川永祥股份有限公司	光伏行业	84.60%	677.12	336.98	155.15	-33.16
通威太阳能有限公司	光伏行业	100.00%	399.08	158.93	252.47	-43.44
通威太阳能科技有限公司	光伏行业	100.00%	149.11	0.80	241.71	-8.32
通威农业发展有限公司	农牧行业	100.00%	125.30	65.35	281.59	6.63

资料来源：联合资信根据公司年报和公司提供资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	436.58	384.87	379.35	342.27
应收账款（亿元）	69.88	67.07	68.64	72.91
其他应收款（合计）（亿元）	4.88	8.02	7.95	8.27
存货（亿元）	77.88	126.33	148.81	179.82
长期股权投资（亿元）	3.77	23.07	24.07	23.92
固定资产（合计）（亿元）	682.70	1000.25	981.86	959.63
在建工程（合计）（亿元）	148.17	72.51	20.15	25.13
资产总额（亿元）	1643.63	1959.17	1877.79	1869.93
实收资本（亿元）	45.02	45.02	45.02	45.02
少数股东权益（亿元）	123.01	94.63	125.04	117.52
所有者权益（亿元）	738.29	579.19	513.88	481.87
短期债务（亿元）	124.11	293.18	353.82	436.63
长期债务（亿元）	435.55	735.58	742.27	695.68
全部债务（亿元）	559.66	1028.75	1096.10	1132.32
营业总收入（亿元）	1391.04	919.94	841.28	121.25
营业成本（亿元）	1023.28	861.17	818.56	126.14
其他收益（亿元）	12.34	6.45	4.58	1.05
利润总额（亿元）	220.52	-86.83	-116.71	-35.45
EBITDA（亿元）	302.49	28.57	39.24	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1242.44	855.69	755.53	117.40
经营活动现金流入小计（亿元）	1282.00	877.60	777.73	122.32
经营活动现金流量净额（亿元）	306.79	11.44	13.79	-26.56
投资活动现金流量净额（亿元）	-450.39	-285.20	-131.01	40.63
筹资活动现金流量净额（亿元）	-64.65	274.80	120.16	6.38
<b>财务指标</b>				
净营业周期（天）	-2.03	-8.31	14.29	--
应收账款周转次数（次）	24.21	13.44	12.40	--
存货周转次数（次）	10.89	8.43	5.95	--
总资产周转次数（次）	0.90	0.51	0.44	--
现金收入比（%）	89.32	93.02	89.81	96.82
EBITDA 利润率（%）	21.75	3.11	4.66	--
总资产报酬率（%）	15.22	-3.57	-4.57	--
净资产收益率（%）	24.71	-14.00	-21.21	--
长期债务资本化比率（%）	37.10	55.95	59.09	59.08
全部债务资本化比率（%）	43.12	63.98	68.08	70.15
资产负债率（%）	55.08	70.44	72.63	74.23
流动比率（%）	160.76	117.08	118.78	106.68
速动比率（%）	140.96	94.73	92.10	77.97
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	3.16	1.51	1.35	--
现金短期债务比（倍）	3.52	1.31	1.07	0.78
EBITDA 利息倍数（倍）	18.58	1.20	1.34	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.85	36.00	27.93	--

注：1. 2026年1-3月财务报表未经审计；2. 长期应付款中融资租赁款计入长期债务，其他流动负债中有息债务计入短期债务；3. “--”表示不适用  
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

**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	2026年3月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	281.16	289.30	292.31	276.33
应收账款（亿元）	0.29	13.39	25.61	31.16
其他应收款（合计）（亿元）	340.16	561.02	368.09	413.88
存货（亿元）	0.54	3.35	7.99	17.90
长期股权投资（亿元）	263.52	288.11	512.99	512.99
固定资产（合计）（亿元）	0.43	0.34	0.30	0.29
在建工程（合计）（亿元）	0.15	0.23	0.05	0.07
资产总额（亿元）	920.97	1192.18	1221.57	1267.76
实收资本（亿元）	45.02	45.02	45.02	45.02
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	443.35	438.47	415.59	411.34
短期债务（亿元）	7.21	131.10	189.01	255.99
长期债务（亿元）	238.65	369.39	350.50	314.63
全部债务（亿元）	245.87	500.49	539.51	570.62
营业总收入（亿元）	6.54	156.98	216.88	33.13
营业成本（亿元）	6.30	151.81	211.14	32.33
其他收益（亿元）	0.04	0.06	0.07	0.04
利润总额（亿元）	190.03	55.63	-21.32	-4.40
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.11	124.39	177.90	21.81
经营活动现金流入小计（亿元）	13.81	126.72	180.09	23.63
经营活动现金流量净额（亿元）	8.72	40.56	-4.13	-4.41
投资活动现金流量净额（亿元）	61.27	68.56	-236.66	58.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	-276.72	-107.16	234.79	-35.97
<b>财务指标</b>				
净营业周期（天）	2.14	12.33	30.81	--
应收账款周转次数（次）	44.68	22.95	11.12	--
存货周转次数（次）	18.51	78.04	37.24	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.15	0.18	--
现金收入比（%）	108.79	79.24	82.03	65.82
EBITDA 利润率（%）	/	/	/	--
总资产报酬率（%）	22.96	6.88	-0.22	--
净资产收益率（%）	42.78	12.69	-4.27	--
长期债务资本化比率（%）	34.99	45.72	45.75	43.34
全部债务资本化比率（%）	35.67	53.30	56.49	58.11
资产负债率（%）	51.86	63.22	65.98	67.55
流动比率（%）	275.47	233.66	159.54	142.21
速动比率（%）	275.23	232.76	157.73	138.81
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.03	0.33	0.40	--
现金短期债务比（倍）	38.97	2.21	1.55	1.08
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2026年1-3月财务报表未经审计；2. “/”表示数据未获取，“--”表示不适用  
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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 <sup>3</sup>	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
<b>盈利指标</b>	
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)/资产总额 <sup>4</sup> ×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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率 <sup>5</sup>	(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)

<sup>3</sup> 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)

<sup>4</sup> 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%

<sup>5</sup> 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 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