

东华能源股份有限公司

2025 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〔2025〕4630号

联合资信评估股份有限公司通过对东华能源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,确定维持东华能源股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,维持“21 东华 01”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:

二〇二五年六月二十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

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东华能源股份有限公司（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。



东华能源股份有限公司

2025 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
东华能源股份有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/20
21 东华 01	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

跟踪期内，东华能源股份有限公司（以下简称“公司”）作为以液化石油气（LPG）销售及化工品生产销售双主业的民营上市企业，依托长期从事 LPG 国际贸易和进口分销业务的资源与优势，形成了“丙烷-丙烯-聚丙烯”产业链。经营方面，随着东华能源（茂名）烷烃资源综合利用项目一期（I）投入生产，新增丙烯和聚丙烯产能的释放，公司丙烯和聚丙烯产能规模优势凸显，产能利用率保持高水平；原材料价格波动易对公司盈利能力造成影响，且需关注全球性关税政策对公司原材料供应稳定性和持续性影响，2024 年，公司化工品经营的利润空间依然很窄；公司剥离 LPG 贸易业务暂缓，关联交易公司马森能源有限公司（新加坡）由公司托管，公司关联交易规模仍较大。财务方面，2024 年，公司营业总收入规模小幅提升，但经营活动现金流量净额大幅下降；公司债务负担较重，资产受限比例高，存在一定规模的关联方担保。综合考虑公司经营和财务风险，其偿债能力仍很强。

个体调整：项目投产、压力测试与预测。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着新增丙烯和聚丙烯产能的释放以及对 C3 产业链的延伸，叠加有助于提升公司整体竞争力，巩固其行业地位。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强，盈利及现金流显著改善且具有可持续性，偿债能力显著提升

可能引致评级下调的敏感性因素：公司关联交易损害上市公司利益，发生连续亏损，经营现金持续流出，或财务杠杆大幅攀升、公司流动性恶化，投资项目效益严重不及预期或其他导致信用水平显著下降的情况。

优势

- **公司具备“丙烷-丙烯-聚丙烯”产业链，在烷烃资源运营上具有一定的优势。**公司依托长期从事 LPG 国际贸易和进口分销业务的采购、运输和仓储优势，进行产业延伸转型，向下游发展丙烷脱氢制丙烯（PDH）深加工产业，形成了“丙烷-丙烯-聚丙烯”化工品加工产业链，具有一定烷烃资源运营优势。
- **公司丙烯和聚丙烯产能规模优势凸显，产能利用率保持高水平。**截至 2025 年 3 月底，公司具备 240 万吨/年丙烯产能和 200 万吨/年聚丙烯生产能力，PDH 和聚丙烯产能均位于全国前列。跟踪期内，公司丙烯及聚丙烯的产能利用率均超 100.00%。
- **公司营业总收入同比小幅提升。**2024 年，受益于丙烯及聚丙烯的销量提升，公司化工品销售收入带动公司营业总收入同比增长 14.06%达 309.38 亿元。

关注

- **原材料价格波动剧烈对公司盈利能力造成影响，且需关注全球性关税政策对公司原材料供应稳定性和持续性影响。**公司 LPG 深加工项目主要原材料为进口 LPG，其价格受国际能源价格、国际市场需求、气候变化和地缘冲突甚至心理预期等诸多因素影响，波动频繁，易对公司盈利能力造成影响，且需关注全球性关税政策对公司原材料供应稳定性和持续性影响。
- **公司受限资产规模大，债务负担较重，未来仍存在一定资本支出压力。**截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.67%及 66.94%，公司债务负担较重且大量资产因融资受限，受限资产占比 44.54%，影响公司再融资空间。未来公司将延伸现有 C3 产业链，拟建东华能源万吨级碳纤维项目，项目计划以 30%自有资金和 70%银团借款的方式投资，随着项目建设的推进，公司债务负担或将进一步加重。

- **公司化工品经营的利润空间依然很窄；经营活动现金流量净额降幅较大。**受原材料价格增长幅度大于主要化工产品销售价格上升幅度影响，2024 年公司化工品毛利率下降至 4.69%，公司化工品生产销售的利润空间依然很薄；同期，公司经营活动现金流量净额同比下降 80.07%，降幅较大。
- **跟踪期内，公司关联交易规模较大。**2024 年，马森能源有限公司（新加坡）（以下简称“马森能源”）及相关公司仍为公司 LPG 业务第一大销售客户，公司与马森能源及相关公司关联交易规模为 56.73 亿元，占公司 LPG 销售收入的 43.53%。此外，宁波百地年液化石油气有限公司及广西天盛港务有限公司不再纳入公司合并范围内，因此累计对关联方担保 15.19 亿元。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 化工企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：项目投产				+1
压力测试与预测				+1
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：由于经营获现能力变化，公司指示评级结果由上次评级的 aa 调整为 aa⁻，考虑到未来流动性、偿债能力等因素进行预测或压力测试的结果较为理想，公司的个体信用等级仍为 aa⁺。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

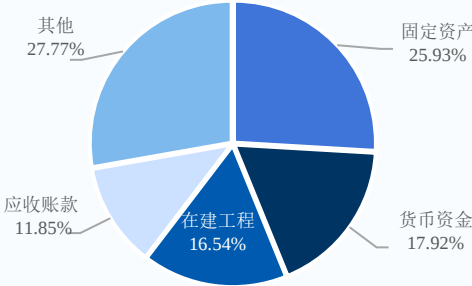
主要财务数据

合并口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	92.89	110.28	99.93
资产总额（亿元）	420.00	425.47	417.63
所有者权益（亿元）	126.86	130.53	130.85
短期债务（亿元）	151.84	174.78	169.31
长期债务（亿元）	115.67	96.01	95.68
全部债务（亿元）	267.51	270.79	264.99
营业总收入（亿元）	271.23	309.38	79.80
利润总额（亿元）	2.16	5.50	0.69
EBITDA（亿元）	19.69	22.69	--
经营性净现金流（亿元）	26.18	5.22	1.86
营业利润率（%）	5.17	3.91	4.49
净资产收益率（%）	1.36	3.64	--
资产负债率（%）	69.80	69.32	68.67
全部债务资本化比率（%）	67.83	67.47	66.94
流动比率（%）	103.73	104.76	105.29
经营现金流动负债比（%）	14.80	2.64	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.63	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	2.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.59	11.94	--

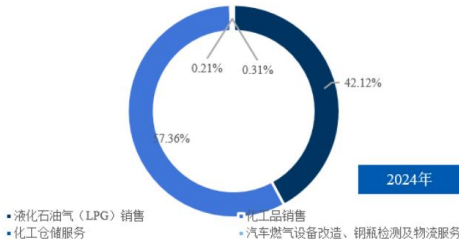
公司本部口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	158.46	156.76	/
所有者权益（亿元）	54.50	55.58	/
全部债务（亿元）	57.43	49.70	/
营业总收入（亿元）	66.66	86.15	/
利润总额（亿元）	2.28	1.35	/
资产负债率（%）	65.60	64.55	/
全部债务资本化比率（%）	51.31	47.21	/
流动比率（%）	61.66	61.09	/
经营现金流动负债（%）	-7.58	-3.14	/

注：1.公司 2025 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；长期应付款中有息部分已调整至长期债务中；3.“-”表示数据不适用；“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

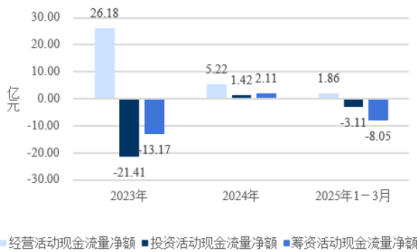
2024 年底公司资产构成



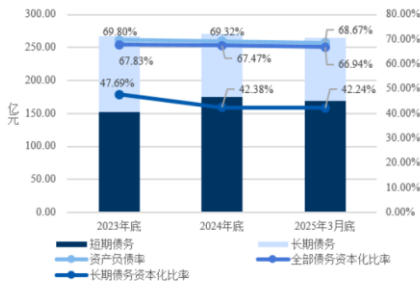
2024 年公司收入构成



2023—2025 年 1—3 月公司现金流情况



2023—2025 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
21 东华 01	3.00 亿元	3.00 亿元	2026/11/02	回售，调整票面利率，交叉保护，偿债保障承诺

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

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
21 东华 01	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2024/06/17	毛文娟 蔡伊静	化工企业信用评级方法（V4.0.202208） 化工企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
21 东华 01	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2021/09/30	任贵永 毛文娟	化工企业信用评级方法（V3.0.201907） 化工企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：高 星 gaoxing@lhratings.com

项目组成员：张 琳 zhanglin@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”）关于东华能源股份有限公司（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

公司前身系张家港东华优尼科能源有限公司。成立于 1996 年 3 月，初始注册资本为 2500.00 万美元。2008 年 3 月，公司在深圳证券交易所上市，股票简称：东华能源，股票代码：002221.SZ。后经多次增资、股权变更，截至 2025 年 3 月底，公司股本为 15.76 亿元，公司控股股东为东华石油（长江）有限公司（以下简称“东华石油”），实际控制人为周一峰女士及配偶王铭祥先生（两人为一致行动人）。公司控股股东及其一致行动人所持股份合计占公司股份 40.66%，共质押公司股份 1.08 亿股，占其持有的公司股份 16.83%。

跟踪期内，公司主营业务仍为液化石油气（LPG）贸易、丙烯及聚丙烯的加工与销售，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2025 年 3 月底，公司根据经营管理需要设立了多个职能部门（详见附件 1-2）。截至 2024 年底，公司合并范围在职人员 1542 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 425.47 亿元，所有者权益 130.53 亿元（含少数股东权益 19.57 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 309.38 亿元，利润总额 5.50 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 417.63 亿元，所有者权益 130.85 亿元（含少数股东权益 19.63 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 79.80 亿元，利润总额 0.69 亿元。

公司注册地址：江苏省张家港市张家港保税区金港路 8 号石化交易大厦 1716-2 室；法定代表人：周一峰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“21 东华 01”募集资金已全部按照募集资金用途使用完毕。跟踪期内，公司按时付息。

图表 1 • 截至 2025 年 3 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
21 东华 01	3.00	3.00	2021/11/02	3+2 年

资料来源：联合资信根据公司公告整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

2024 年化工行业下游需求未有明显改善，叠加能源价格仍处于高位波动状态，化工各主要子行业固定资产投资增长放缓，化工产品价格下行，行业综合景气指数低位波动。化工行业各细分领域收入和利润走势出现分化，从 SW 化工行业财务表现来看，化工行业整体仍呈现增收不增利，行业债务负担虽有所加重，但资产负债率仍较低。具体来看，石油化工方面，2024 年，原油价格中枢同比下降，有利于炼化企业利润修复。未来，中国炼化项目新增产能有限，但成品油需求增速或将放缓，“降油增化”“调整产业结构”仍是炼化行业主旋律。完整版行业分析详见《[2025 年化工行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司依托长期从事 LPG 国际贸易和进口分销业务形成的对烷烃资源的运营能力，为深加工业务的原材料采购和规模化建设提供有力保障；公司 PDH 和聚丙烯产能均位于全国前列，依托其先进的生产装置、仓储、运输、码头优势，公司综合竞争优势明显。2024 年，公司 LPG 贸易业务剥离事项的继续推进，张家港仓储基地中 6.4 万立方仓储设施由马森能源控股，广西天盛仓储基地 8 万立方对外出售 55% 股权，上述资产不再列入公司的并表范围。

公司依托长期从事 LPG 国际贸易和进口分销业务的采购、运输和仓储优势，进行产业延伸转型，向下游发展丙烷脱氢制丙烯（PDH）深加工产业，形成了“丙烷—丙烯—聚丙烯”化工品加工产业链，公司产业布局效果较好。公司 PDH 工艺采用 UOP 公司的 Oleflex 工艺，生产工艺较为成熟。东华能源（茂名）烷烃资源综合利用项目一期（I）已投产，截至 2025 年 3 月底，公司具备 240 万吨/年丙烯产能和 200 万吨/年聚丙烯生产能力，拥有张家港、宁波、茂名三大生产基地，PDH 和聚丙烯产能均位于全国前列。

LPG 为易燃易爆危险物品，其运输、仓储等均需要特殊的设备条件，同时进口 LPG 对于码头的航道、水深条件和自身库容能力均有相关限制。随着公司 LPG 贸易业务剥离事项的推进，2023 年宁波仓储基地 250 万立方地下洞库由于马森能源有限公司（新加坡）（以下简称“马森能源”）增资，导致持股比例低于 50%；2024 年张家港仓储基地中 6.4 万立方仓储设施由马森能源控股，广西天盛仓储基地 8 万立方对外出售 55% 股权，上述资产不再列入公司的并表范围。截至 2025 年 3 月底，公司拥有张家港、茂名两大仓储基地，LPG 总库容量达 40.90 万立方米，年运营能力可达 151 万吨。茂名项目建设的茂名港吉达港区东二港池 1#、2#液体散货泊位，主要是 2 个 5 万吨液化烃泊位以及相应的配套设施。

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报告，截至 2025 年 5 月 20 日，公司本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。根据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，履约情况良好。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、国家工商总局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平台中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度未发生重大变化，董事、监事和高级管理人员除总工程师钱进先生外未发生变更。

（三）重大事项

2025 年 3 月，公司 LPG 贸易业务剥离事项暂缓，公司与东华石油及其控制的马森能源签署《委托管理协议》，由公司受托管理控股股东东华石油持有马森能源的 100% 股权。委托管理期间，控股股东协议承诺，将马森能源盈利的 80% 以托管费方式支付给公司，马森能源亏损则由控股股东承担，预计该事项不会对公司未来经营产生重大影响。

2024 年，公司剥离 LPG 贸易业务的事项仍在进行，贸易类资产剥离交易对手为马森能源及相关公司，马森能源及相关公司受同一实际控制人控制。由于公司剥离贸易业务事项，公司与马森能源及相关公司产生了较大规模的关联交易，马森能源及相关公司成为 LPG 业务第一大销售客户，2024 年公司与马森能源及相关公司关联交易规模仍较大，占 LPG 销售收入比例 43.53%。2025 年 3 月，公司 LPG 贸易业务剥离事项暂缓，公司与东华石油及其控制的马森能源签署《委托管理协议》，协议期限 3 年，由公司受托管理控股股东东华石油持有马森能源的 100% 股权。委托管理期间，控股股东协议承诺，将马森能源盈利的 80% 以托管费方式支付给公司，马森能源亏损则由控股股东承担。

图表 2 • 2023 年¹马森能源财务数据情况（单位：亿元）

公司	资产	权益	收入	净利润
马森能源	88.68	27.57	284.48	1.51

资料来源：公司提供

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，受益于丙烯及聚丙烯的销量提升，公司营业总收入同比小幅增长，综合毛利率同比有所下降，需关注公司化工品生产销售的利润空间依然很薄。

公司业务板块无重大变化。2024 年，公司 LPG 销售收入变动幅度不大，受益于丙烯及聚丙烯的销量提升，化工品销售收入带动公司营业总收入同比增长 14.06%。毛利率方面，LPG 销售毛利率上升至 3.38%，主要系当年公司 LPG 贸易价差扩大。受原材料价格增长幅度大于主要化工产品销售价格上升幅度影响，公司化工品毛利率小幅下降，公司化工品生产销售的利润空间依然很薄；综上所述，公司综合毛利率下降 1.27 个百分点。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比提升 12.18%，毛利率同比下降 0.22 个百分点。

图表 3 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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
液化石油气（LPG）销售	130.08	47.96%	2.97%	130.32	42.12%	3.38%	39.61	49.64%	1.35%
化工品销售	137.59	50.73%	6.80%	177.47	57.36%	4.69%	39.98	50.10%	8.12%
化工仓储服务	2.26	0.83%	56.30%	0.95	0.31%	36.36%	0.08	0.09%	30.35%
其他	1.30	0.48%	42.95%	0.65	0.21%	26.82%	0.13	0.16%	-28.86%
合计	271.23	100.00%	5.55%	309.38	100.00%	4.28%	79.80	100.00%	4.72%

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差

资料来源：公司提供，联合资信整理

（1）液化石油气

跟踪期内，公司液化石油气贸易业务量无重大变化，但需关注全球性关税政策对公司 LPG 采购稳定性和持续性的影响。受原油价格下降影响，LPG 采购均价和销售均价同比下降，公司贸易价差有所扩大。2024 年公司与马森能源及相关公司的关联交易规模仍较大。

跟踪期内，公司液化石油气（LPG）采购、销售模式，采购、销售结算方式和采购、销售价格制定等方面无重大变化。2024 年，公司 LPG 采购量和销售量整体小幅上升，LPG 采购量与销售量的差额为公司深加工用料和部分存货。2024 年，受原油价格下降影响，LPG 采购均价和销售均价同比下降，由于公司择时开展贸易业务，故贸易量当年公司贸易价差有所扩大。图表 4 中展示 202 年公司 LPG 采购销售价格逆差主要系公司未能拆分贸易端和制造端所采购的 LPG 贸易量及采购价格详细数据，受公司成本分摊影响，LPG 采购均价大于销售均价，分摊前公司 LPG 贸易业务中贸易价有所扩大，导致 LPG 贸易业务毛利率有所增长，化工品销售业务由于 LPG 的采购成本较高而毛利率有所下降。由于公司 LPG 主要从美国和中东采购，需持续关注全球性关税政策对公司 LPG 采购稳定性和持续性的影响。

2024 年，公司 LPG 长协采购占比约为 80%。公司 LPG 业务前 5 大供应商合计采购金额占比为 63.78%，较上年增长 0.47 个百分点，集中度变动幅度不大，前五大供应商整体较为稳定，主要为中东和美国的石油天然气生产商和贸易商，均非公司关联方。

图表 4 • 近年公司 LPG 采购销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	采购状况	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
采购	采购量	527.42	574.43	150.45
	采购均价	4234.00	4459.00	4368.00
销售	销售量	283.42	292.35	87.35
	平均单价	4589.00	4458.00	4534.00

资料来源：公司提供

¹ 公司未能提供 2024 年马森能源审计报告

销售集中度方面，2024 年公司 LPG 销售前 5 大销售客户合计销售金额占 LPG 销售收入的比例为 60.29%，集中度高。2024 年，公司与马森能源及相关公司产生了较大规模的关联交易，马森能源及相关公司成为 LPG 业务第一大销售客户，2024 年公司与马森能源及相关公司关联交易规模仍较大，占 LPG 销售收入比例 43.53%。

图表 5 • 近年公司 LPG 前五大销售客户情况

年份	销售客户名称	销售金额（亿元）	占 LPG 销售收入比重	是否关联方
2023 年	马森能源（南京）有限公司	60.06	46.17%	是
	宁波春隆化工有限公司	12.08	9.29%	否
	Wan hua Chemical（Singapore）PteLtd	7.95	6.11%	否
	EI CORPORATION	4.79	3.68%	否
	ITOCHU CORPORATION	3.90	2.99%	否
	合计	88.78	68.25%	--
2024 年	马森能源	56.73	43.53%	是
	Wanhua Chemical (Singapore) Pte Ltd	6.41	4.92%	否
	SINOCHEM INTERNATIONAL (OVERSEAS) PTE LTD	6.19	4.75%	否
	EQUINOR ASA	4.37	3.35%	否
	XING AO ENERGY PTE.LTD	4.88	3.74%	否
	合计	78.57	60.29%	--

资料来源：公司提供

（2）化工品深加工业务

跟踪期内，公司丙烯及聚丙烯产能释放，产能利用率和产销率保持很高水平，丙烯和聚丙烯销售价格均呈现上升趋势。

跟踪期内，公司生产模式、销售模式、销售定价方式、销售结算方式等未发生重大变化。2023 年 9 月，东华能源（茂名）烷烃资源综合利用项目一期（I）（一套 60 万吨/年 PDH 装置、一套 40 万吨/年 PP 装置）投入试生产，截至 2025 年 3 月底，公司丙烯产能为 240 万吨/年，聚丙烯产能 200 万吨/年。公司丙烯产品主要用于自身聚丙烯产品的生产，多余部分对外销售。2024 年及 2025 年一季度，公司丙烯和聚丙烯产能利用率和产销率保持很高水平，产销量及销售均价均呈增长态势，但整体看销售均价小于原材料采购均价涨幅。

图表 6 • 公司产品产销情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨）

产品	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
丙烯	产能	240	240	240
	产量	190.19	246.13	60.84
	产能利用率	100.10%	102.55%	101.40%
	销量	16.63	35.9	7.48
	销售均价	5922.41	6071.18	6139.48
	产销率	98.29%	104.00%	94.33%
聚丙烯	产能	200	200	200
	产量	187.72	221.97	54.72
	产能利用率	112.63%	110.99%	109.44%
	销量	188.86	224.68	50.78
	销售均价	6520.76	6704.26	6622.99
	产销率	100.61%	101.22%	92.80%

注：产能利用率根据投产时间进行了年化；公司丙烯基本为自用，用于生产聚丙烯，表格中为自产聚丙烯对外销售量，丙烯产销率为扣除自用部分后的产量和销量计算
 资料来源：公司提供

销售集中度方面，2024 年，公司化工品深加工板块销售集中度仍然较低，前五大销售客户有所调整，整体较为稳定。

图表 7 • 近年公司化工品深加工前五名客户销售情况

年份	销售客户名称	销售金额（亿元）	占化工品销售收入比重	是否关联方
2023 年	浙江明日控股集团股份有限公司	8.77	6.38%	否
	上海莫名雨莱塑料有限公司	7.47	5.43%	否
	无锡市天联化工有限公司	7.35	5.34%	否
	张家港市华昌新材料科技有限公司	6.63	4.82%	否
	浙江前程石化股份有限公司	6.54	4.75%	否
	合计	36.76	26.72%	--
2024 年	张家港市华昌新材料科技有限公司	12.25	6.90%	否
	浙江明日控股集团股份有限公司	8.18	4.61%	否
	常州市化工轻工材料总公司	7.43	4.18%	否
	浙江前程石化股份有限公司	7.39	4.17%	否
	浙江华旭石化有限公司	6.34	3.57%	否
	合计	41.59	23.43%	--

资料来源：公司提供

2 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转效率有所下降，但公司整体经营效率仍属于同行业一般水平。

从经营效率指标看，2024 年，公司销售债权周转效率有所下降，存货周转效率和总资产周转效率均有所上升。与同行业上市公司相比，公司整体经营效率属于同行业一般水平。

图表 8 • 公司经营效率变化情况（单位：次）

项目	2023 年	2024 年
销售债权周转次数	4.44	4.19
存货周转次数	6.48	8.91
总资产周转次数	0.65	0.73

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 2024 年所选公司经营效率指标情况（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
卫星化学	8.09	62.25	0.69
齐翔腾达	15.82	18.65	0.97
九丰能源	20.99	49.18	1.49
公司	8.91	6.69	0.73

注：为了方便对比，上表公司数据均来自 Wind
 资料来源：Wind

3 未来发展

公司未来计划在现有产业链上延伸，在建项目主要包括东华能源（茂名）烷烃资源综合利用项目一期（I）和配套库区、码头及管廊项目和 4800 吨高性能碳纤维项目，未来资本支出压力尚可。

图表 10 • 截至 2024 年底公司在建工程情况（单位：亿元）

序号	工程名称	资金来源	计划总投资	截至 2025 年 3 月底已投资	2025 年 4—12 月预计资金投入	2026 年	2027 年及以后预计资金投入	预计完工时间
1	东华能源（茂名）烷烃资源综合利用项目一期（I）和配套库区、码头及管廊项目	自有资金+产业基金+银团贷款	76.55 ²	84.31	6.00	--	--	2023 年 9 月已投产
2	4800 吨高性能碳纤维项目	自有资金+银团贷款	17.86	2.35	3.65	6.00	5.86	2025 年 12 月 ³
合计	--	--	94.41	86.66	9.65	6.00	5.86	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

² 此处已剔除公共建设总投资 22.66 亿元，故截至 2025 年 3 月底已投资资金大于计划总投资

³ 本表统计为资金支付口径，项目预计于 2025 年底完成建设，相关资本支出预计于 2027 年支付完毕

(五) 财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，苏亚金诚会计师事务所（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。2025 年一季度公司财务报告未经审计。

合并范围方面，2024 年公司出售 2 家子公司，注销 4 家子公司；2025 年一季度，公司合并范围未发生变化。合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产

截至 2024 年底，公司应收款项增长带动资产规模扩大；受 LPG 及聚丙烯等化工品价格波动加大影响，未来公司存货可能存在一定的减值风险。截至 2025 年 3 月底，公司受限比例高。

资产方面，截至 2024 年底，公司流动资产占比较上年底小幅增长，主要系公司应收票据及应收账款规模增长所致。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底增长 5.89%，受限货币资金占比 25.69%，主要为商业承兑汇票贴现保证金、银行承兑汇票保证金及信用证保证金等。公司存货下降主要系在途物资规模下降所致，公司存货主要由原材料 23.19 亿元、产成品 2.77 亿元和在途物资 3.39 亿元构成，存货计提跌价准备 0.15 万元，由于 LPG 及聚丙烯等化工品价格波动加大，未来公司存货可能存在一定的减值风险。公司应收款项（应收账款、应收票据、应收款项融资）较上年底有所增长，2024 年，公司销售债权周转次数由上年的 4.44 次下降至 4.19 次，销售回收周期变长，公司应收账款账龄以 1 年以内（99.99%）为主，累计计提坏账 0.54 亿元，应收票据为商业承兑票据。截至 2024 年底，公司长期应收款由 12.86 亿元下降 76.78%至 2.99 亿元，主要系公司转租福基船务有限公司的应收款项规模有所下降所致。截至 2023 年底，公司固定资产较上年底下降 7.02%，主要系公司处置两条 LPG 船、张家港仓储基地中 6.4 万立方仓储设施及广西天盛仓储基地 8 万立方仓储设施所致。在建工程变动幅度不大。截至 2025 年 3 月底，公司资产规模和资产结构较上年末变化不大。公司所有权受限的资产为 186.00 亿元，受限资产占总资产的 44.54%，资产受限比例高。

图表 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	183.46	43.68%	207.12	48.68%	200.07	47.91%
货币资金	71.99	17.14%	76.23	17.92%	73.82	17.67%
应收票据	19.50	4.64%	26.33	6.19%	26.11	6.25%
应收账款	42.14	10.03%	50.40	11.85%	51.76	12.39%
存货	36.76	8.75%	29.70	6.98%	29.17	6.99%
非流动资产	236.54	56.32%	218.35	51.32%	217.56	52.09%
固定资产	118.65	28.25%	110.32	25.93%	108.37	25.95%
在建工程	69.48	16.54%	70.36	16.54%	72.60	17.38%
资产总额	420.00	100.00%	425.47	100.00%	417.63	100.00%

注：资产科目占比为占资产总额的比重；固定资产中含固定资产清理，在建工程中含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 截至 2025 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	26.55	6.36%	保证金、质押
固定资产	82.72	19.81%	质押、背书、贴现
无形资产	6.06	1.45%	质押
在建工程	70.68	16.92%	质押
合计	186.00	44.54%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(2) 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，所有者权益结构稳定性一般。公司全部债务变动幅度不大，短期债务占比大幅增加，债务负担仍属较重。

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长；截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 130.85 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 85.00%，少数股东权益占比为 15.00%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 12.05%、24.49%和 45.58%，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司负债和债务规模较上年底均小幅增长。公司短期借款以融资性票据贴现（占 68.16%）、保证借款（占 12.60%）及信用证押汇借款（占 10.80%）为主，长期借款均以抵押、保证借款（占 93.45%）为主，长期借款借款利率在 3.05%~5.31% 之间。公司一年内到期的非流动负债较上年底大幅增加主要为一年内到期的长期借款转入所致。公司应付票据和应付账款分别较上年底下降 8.73%和 15.99%，公司长期应付款主要为融资租赁。截至 2025 年 3 月底，公司负债规模和负债结构较上年底变化不大。

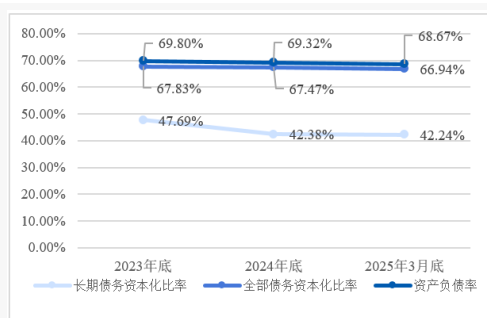
债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务规模较上年底变动幅度不大，短期债务占比较上年底增加 7.79 个百分点，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.32%、67.47%和 42.38%，较上年底分别下降 0.48 个百分点、下降 0.36 个百分点和下降 5.31 个百分点。截至 2025 年 3 月底，公司债务规模和债务结构较上年底变化不大，债务负担仍较重。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	176.87	60.33%	197.72	67.04%	190.01	66.26%
短期借款	102.29	34.90%	114.92	38.97%	116.20	40.52%
应付票据	29.64	10.11%	27.05	9.17%	21.64	7.54%
应付账款	19.15	6.53%	16.09	5.45%	15.54	5.42%
一年内到期的非流动负债	19.91	6.79%	32.81	11.12%	31.47	10.97%
非流动负债	116.28	39.67%	97.22	32.96%	96.77	33.74%
长期借款	80.30	27.39%	66.82	22.66%	69.22	24.14%
长期应付款	24.44	8.34%	23.19	7.86%	21.88	7.63%
负债总额	293.14	100.00%	294.94	100.00%	286.78	100.00%

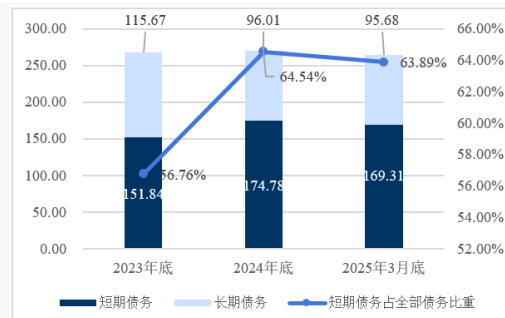
注：负债科目占比为占负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司债务指标情况图表



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 公司有息债务情况（亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司主要有息债务期限结构情况如下表。从债务期限结构来看，公司 1 年以内到期债务 142.94 亿元，短期内集中偿付压力大。

图表 16 • 公司债务到期分布情况（单位：亿元）

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年及以后	合计
到期债务	142.94	51.23	17.98	10.75	35.05	257.94

注：上表未包含租赁负债，故与全部债务数据有差异
资料来源：公司提供

(3) 盈利和现金流

2024 年，受益于丙烯及聚丙烯的销量及价格提升，公司营业总收入小幅增长。因原材料价格增长幅度大于主要产品销售价格上升幅度影响，公司经营活动现金流量净额有所下降，现金收入质量仍较好；考虑到公司仍有一定在建工程规模，预计仍有一定融资需求。

2024 年，受益于丙烯及聚丙烯的销量提升，公司营业总收入同比增长 14.06%，营业利润率小幅下降 1.26 个百分点。公司费用总额为 10.79 亿元，公司期间费用率为 3.49%，同比小幅下降。非经常性损益方面，2023 年，公司其他收益 0.51 亿元，主要为政府补助和增值税加计抵减；实现投资收益-1.20 亿元，主要系 LPG 贸易套期保值损失扩大所致。综上影响，公司利润总额 5.50 亿元，同比大幅增加 2.34 亿元。

图表17• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	271.23	309.38	79.80
营业成本	256.18	296.13	76.03
费用总额	11.85	10.79	3.23
其中：销售费用	0.78	0.83	0.19
管理费用	1.84	1.34	0.39
财务费用	9.12	8.52	2.60
其他收益	0.73	0.51	0.05
投资收益	-0.09	-1.20	0.25
利润总额	2.16	5.50	0.69
营业利润率	5.17%	3.91%	4.49%
总资本收益率	2.66%	3.21%	--
净资产收益率	1.36%	3.64%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表18• 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	283.44	369.31	89.19
经营活动现金流出小计	257.26	364.09	87.33
经营现金流量净额	26.18	5.22	1.86
投资活动现金流入小计	19.02	23.21	0.21
投资活动现金流出小计	40.43	21.79	3.32
投资活动现金流量净额	-21.41	1.42	-3.11
筹资活动前现金流量净额	4.77	6.64	-1.25
筹资活动现金流入小计	220.78	157.88	63.42
筹资活动现金流出小计	233.94	155.78	71.47
筹资活动现金流量净额	-13.17	2.11	-8.05
现金收入比（%）	101.80	117.37	110.88

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 0.55 个百分点和 2.28 个百分点。公司盈利指标较上年有所改善。与同行业上市公司相比，公司整体盈利指标属于同行业一般水平。

图表 19 • 2024 年所选公司盈利指标情况

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售净利率
卫星化学	21.78%	11.94%	13.28%
齐翔腾达	0.27%	0.99%	0.18%
九丰能源	19.77%	12.90%	7.65%
公司	4.08%	3.01%	1.53%

注：为了方便对比，上表公司数据均来自 Wind

资料来源：Wind

现金流方面，2024 年，因原材料价格及主要产品价格有所增长，原材料价格增长幅度大于主要产品销售价格上升幅度影响，公司经营活动现金流量净额同比下降 80.07%。公司现金收入比为 117.37%，收入实现质量较高。投资活动方面，受公司处置两条 LPG 船影响，投资活动现金流量净额同比由负转正。筹资活动方面，筹资活动现金流量由净流出转为净流入，考虑到公司仍有一定在建工程规模，预计仍有一定融资需求。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流保持净流入，公司投资活动现金流及筹资活动现金流均保持净流出。

2 偿债指标变化

公司偿债指标略有提升，整体指标表现尚可。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	103.73	104.76	105.29
	速动比率（%）	82.95	89.74	89.94

长期偿债指标	经营现金/流动负债（%）	14.80	2.64	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.17	0.03	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.61	0.63	0.59
	EBITDA（亿元）	19.69	22.69	--
	全部债务/EBITDA（倍）	13.59	11.94	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.02	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.77	2.12	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.35	0.49	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从短期偿债能力指标看，2024 年底，公司流动比率及速动比率小幅提升；2025 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的保障有所下降。从长期偿债能力指标来看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所增长，因而 EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度有所提高。公司偿债能力指标表现尚可。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额 15.19 亿元，主要系对关联公司宁波百地年及广西天盛港务有限公司的连带责任保证，马森能源提供了反担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 313.00 亿元，尚未使用授信 73.76 亿元。公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部以管理职能为主，自身盈利能力较弱，公司本部对子公司的资金拆借较多，公司本部资产负债率较高。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 156.76 亿元，其中流动资产 59.92 亿元（占比 38.22%），非流动资产 96.84 亿元（占比 61.78%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 22.69%）和其他应收款（合计）（占 49.94%）；非流动资产主要由长期股权投资（占 95.27%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 13.60 亿元。截至 2024 年底，公司本部负债总额 101.19 亿元，公司本部资产负债率为 64.55%，全部债务资本化比率为 47.21%，公司本部债务负担尚可。2024 年，公司本部营业总收入为 86.15 亿元，利润总额为 1.35 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.61 亿元。现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-3.08 亿元，投资活动现金流净额 1.57 亿元，筹资活动现金流净额 3.53 亿元。

（六）ESG 方面

公司安全环保方面表现良好，治理结构完善，ESG 表现尚可。

环境方面，2024 年，公司在环保投入、环保培训方面持续投入，公司环境治理和保护投入合计 959.56 万元，缴纳环境保护税合计 91.81 万元。公司三大生产基地均建立了三废处理率 100%的目标。公司在生产过程中，优化工艺流程、淘汰旧设备、提高能源使用效率，同时，公司通过对资产氢气的最大化利用，以最大可能的限度进行降碳绿色运行，包括以公司为供氢基地向周边企业提供氢气，打造绿色低碳产业园，公司未发生环境污染事故，未因违反环境保护相关法规而受到行政处罚，环境方面表现良好。

社会责任方面，公司解决就业 1542 人，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；供应链管理方面，公司针对供应商准入，修订了《供应商准入资格申请表》，将供应商在环境、社会及管治方面的表现纳入供应商准入、评估的全过程；质量管理方面，公司未出现产品违规事件，2024 年，公司安全管理相关的建设以及运行情况良好，未发生重大安全事故。

治理方面，公司治理方面，公司依照法律法规，结合自身情况，设有股东大会、董事会和监事会，法人治理结构完善。内部控制方面，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年内部控制的有效性进行了审计，并出具了标准的无保留意见的《企业内部控制审计报告》。

七、债券偿还能力分析

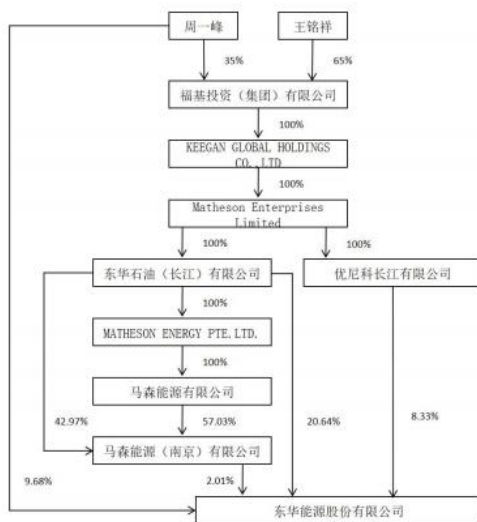
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“21 东华 01”保障能力强。

截至 2025 年 3 月底，公司存续债券仅包括“21 东华 01”，余额为 3.00 亿元。2024 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流入和 EBITDA 分别为“21 东华 01”债券余额的 123.10 倍、1.74 倍和 7.56 倍。

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“21 东华 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

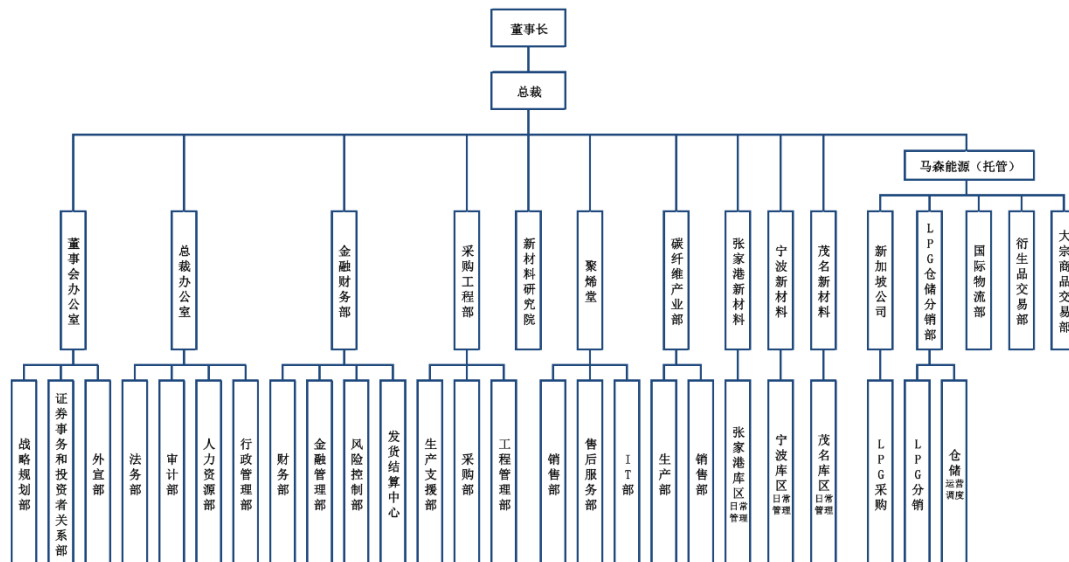
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



东华能源部门组织架构图



附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

公司	城市	具体业务	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)
东华能源（张家港）新材料有限公司	江苏张家港	丙烯项目投资，生产丙烯、氢气	23.03	91.00
东华能源（茂名）有限公司	广东茂名	基础化工原料、精细化学品、化工新材料的科技研发；聚丙烯销售	35.00	85.71
南京东华能源燃气有限公司	江苏南京	危险化学品销售	9.50	100.00
太仓东华能源燃气有限公司	江苏太仓	液化石油气生产	15.26	100.00
东华能源（宁波）新材料有限公司	浙江宁波	石油制品、化工产品等批发	51.18	75.31
东华能源（新加坡）国际贸易有限公司	新加坡	批发贸易（包括进出口）	--	100.00

注：注册资本为“--”系公司为境外公司，无注册资本
 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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	92.89	110.28	99.93
应收账款（亿元）	42.14	50.40	51.76
其他应收款（亿元）	3.78	1.39	1.39
存货（亿元）	36.76	29.70	29.17
长期股权投资（亿元）	17.86	20.26	20.29
固定资产（亿元）	118.65	110.32	108.37
在建工程（亿元）	69.48	70.36	72.60
资产总额（亿元）	420.00	425.47	417.63
实收资本（亿元）	15.76	15.76	15.76
少数股东权益（亿元）	20.30	19.57	19.63
所有者权益（亿元）	126.86	130.53	130.85
短期债务（亿元）	151.84	174.78	169.31
长期债务（亿元）	115.67	96.01	95.68
全部债务（亿元）	267.51	270.79	264.99
营业总收入（亿元）	271.23	309.38	79.80
营业成本（亿元）	256.18	296.13	76.03
其他收益（亿元）	0.73	0.51	0.05
利润总额（亿元）	2.16	5.50	0.69
EBITDA（亿元）	19.69	22.69	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	276.10	363.13	88.47
经营活动现金流入小计（亿元）	283.44	369.31	89.19
经营活动现金流量净额（亿元）	26.18	5.22	1.86
投资活动现金流量净额（亿元）	-21.41	1.42	-3.11
筹资活动现金流量净额（亿元）	-13.17	2.11	-8.05
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.44	4.19	--
存货周转次数（次）	6.48	8.91	--
总资产周转次数（次）	0.65	0.73	--
现金收入比（%）	101.80	117.37	110.88
营业利润率（%）	5.17	3.91	4.49
总资本收益率（%）	2.66	3.21	--
净资产收益率（%）	1.36	3.64	--
长期债务资本化比率（%）	47.69	42.38	42.24
全部债务资本化比率（%）	67.83	67.47	66.94
资产负债率（%）	69.80	69.32	68.67
流动比率（%）	103.73	104.76	105.29
速动比率（%）	82.95	89.74	89.94
经营现金流动负债比（%）	14.80	2.64	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.63	0.59
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	2.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.59	11.94	--

注：1. 公司 2025 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；长期应付款中有息部分已调整至长期债务中；3. “--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据财务报告及财务报表整理

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
财务数据		
现金类资产（亿元）	24.08	17.15
应收账款（亿元）	0.64	5.13
其他应收款（亿元）	30.02	29.92
存货（亿元）	0.16	2.95
长期股权投资（亿元）	91.48	92.26
固定资产（亿元）	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00
资产总额（亿元）	158.46	156.76
实收资本（亿元）	15.76	15.76
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	54.50	55.58
短期债务（亿元）	54.41	46.70
长期债务（亿元）	3.02	3.00
全部债务（亿元）	57.43	49.70
营业总收入（亿元）	66.66	86.15
营业成本（亿元）	66.36	85.81
其他收益（亿元）	0.01	0.01
利润总额（亿元）	2.28	1.35
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	70.39	96.54
经营活动现金流入小计（亿元）	79.80	96.79
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.64	-3.08
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.67	1.57
筹资活动现金流量净额（亿元）	11.89	3.53
财务指标		
销售债权周转次数（次）	9.14	9.47
存货周转次数（次）	767.44	55.12
总资产周转次数（次）	0.44	0.55
现金收入比（%）	105.59	112.07
营业利润率（%）	0.39	0.33
总资本收益率（%）	2.33	1.75
净资产收益率（%）	3.77	1.93
长期债务资本化比率（%）	5.25	5.11
全部债务资本化比率（%）	51.31	47.21
资产负债率（%）	65.60	64.55
流动比率（%）	61.66	61.09
速动比率（%）	61.51	58.08
经营现金流动负债比（%）	-7.58	-3.14
现金短期债务比（倍）	0.44	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1. 公司 2025 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. “/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据财务报告整理

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持