

山东玻纤集团股份有限公司

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〕3788号

联合资信评估股份有限公司通过对山东玻纤集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东玻纤集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“山玻转债”信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月四日

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山东玻纤集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、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。



山东玻纤集团股份有限公司

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
山东玻纤集团股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/06/04
山玻转债	AA-/稳定	AA-/稳定	

评级观点

山东玻纤集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为山东能源集团有限公司（以下简称“山能集团”）新能源新材料业务板块的重要组成部分，在玻璃纤维产能规模和股东支持等方面具有综合竞争优势。跟踪期内，根据沂水县政府要求，公司移交供热管网相关资产。公司主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。2024 年，受玻纤行业下游需求疲软影响，公司主要玻纤产品量价齐降，叠加资产减值损失，公司营业总收入下降，利润总额由盈转亏，盈利能力下降。财务方面，公司资产规模有所增长，但资产流动性较弱；长期借款大幅增长导致债务负担加重；公司经营活动现金净流入规模大幅下降，无法覆盖其投资需求。此外，公司作为高新技术企业，承担部分产业升级项目，可获得相应的税收优惠及补贴奖励，能够对公司盈利形成一定补充。综合上述因素，公司偿还债务的能力仍属很强

2024 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对“山玻转债”余额的保障程度有所减弱。“山玻转债”设置了转股修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能，“山玻转债”违约的风险仍属很低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司产能规模进一步上升，并向高附加值产品延伸，公司主营业务盈利能力及抗风险能力将进一步提升，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：下游需求大幅增长拉动公司玻纤产品销量大幅提升；公司研发水平、品牌地位和产品竞争力明显提升且对公司发展产生正面影响；在建项目产能释放情况良好使得盈利和经营获现能力显著提高。

可能引致评级下调的敏感性因素：玻纤行业下游需求持续减弱，供需持续失衡，市场竞争加剧，公司产品销售价格持续下降导致公司持续大幅亏损；在建产能释放不及预期导致市场竞争力下降，盈利能力显著弱化；债务规模大幅攀升，偿债能力明显下降；公司控股股东、实际控制人及核心管理层发生重大变动，对公司经营造成重大不利影响。

优势

- **公司主业具备规模优势。**截至 2024 年底，公司玻纤纱设计年产能 50 万吨，位居国内第四。
- **股东实力强，可为公司提供一定支持。**公司作为山能集团六大主业之一的新能源新材料业务板块的重要组成部分，公司可以充分利用山能集团的上下游资源进行产业协同。同时，公司部分融资享有山能集团子公司临沂矿业集团有限责任公司（公司原控股股东）给予的担保支持。

关注

- **受玻纤行业下游需求疲软影响，公司利润亏损、盈利能力下降。**2024 年，玻纤行业下游客户需求不及预期，公司主要玻纤产品量价齐降，叠加资产减值损失-0.50 亿元，营业总收入同比下降 8.89%，利润总额由盈转亏。公司经营活动现金净流入规模同比下降 70.40%至 1.62 亿元。
- **公司债务负担加重。**截至 2025 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底增长 13.26%至 31.88 亿元；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 64.73%、54.71%和 46.68%，较上年底分别增长 1.55 个百分点、2.99 个百分点和 3.56 个百分点。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208						
评级模型 一般工商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	C	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	4		
			企业管理	2		
			经营分析	3		
			资产质量	4		
财务风险	F1	现金流	盈利能力	4		
			现金流量	3		
			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：--				--		
评级结果				AA ⁻		

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：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。

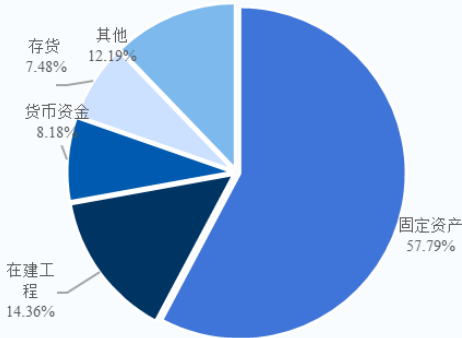
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	15.93	10.94	10.39
资产总额（亿元）	66.47	71.38	74.85
所有者权益（亿元）	27.88	26.28	26.40
短期债务（亿元）	9.69	8.23	8.77
长期债务（亿元）	14.00	19.92	23.11
全部债务（亿元）	23.69	28.15	31.88
营业总收入（亿元）	22.02	20.06	6.08
利润总额（亿元）	1.12	-1.14	0.14
EBITDA（亿元）	5.00	3.21	--
经营性净现金流（亿元）	5.47	1.62	-0.48
营业利润率（%）	9.47	7.09	15.97
净资产收益率（%）	3.78	-3.76	--
资产负债率（%）	58.05	63.18	64.73
全部债务资本化比率（%）	45.94	51.72	54.71
流动比率（%）	87.57	73.96	85.29
经营现金流动负债比（%）	23.34	6.63	--
现金短期债务比（倍）	1.64	1.33	1.19
EBITDA 利息倍数（倍）	7.80	4.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.73	8.77	--

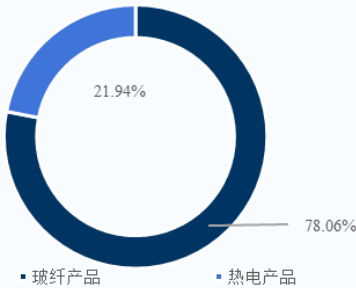
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	36.31	35.18	38.05
所有者权益（亿元）	21.13	19.50	19.28
全部债务（亿元）	12.03	11.33	14.25
营业总收入（亿元）	9.87	8.64	2.03
利润总额（亿元）	0.68	-1.22	-0.25
资产负债率（%）	41.81	44.55	49.32
全部债务资本化比率（%）	36.28	36.75	42.50
流动比率（%）	234.02	162.44	153.53
经营现金流动负债比（%）	74.23	0.37	--

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. “--”表示指标不适用
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

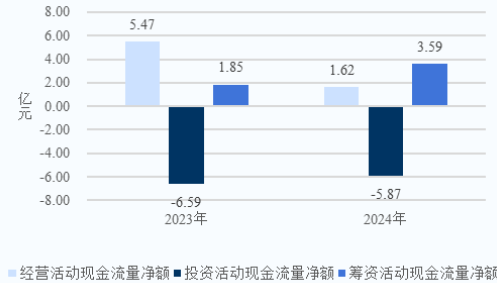
2024 年底公司资产构成



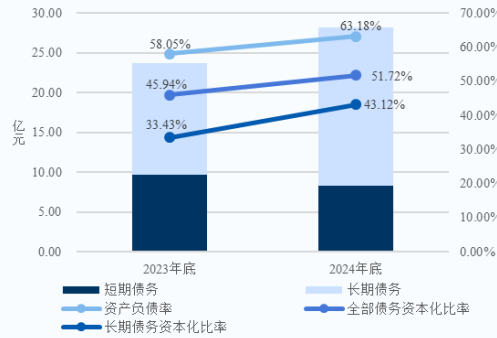
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
山玻转债	6.00 亿元	6.00 亿元	2027/11/08	转股修正条款、有条件赎回条款等

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

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
山玻转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/06/21	王进取 王煜彤	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
山玻转债	AA-/稳定	AA-/稳定	2021/05/24	华艾嘉 侯珍珍	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：蒋 旭 jiangxu@lhratings.com

项目组成员：王煜彤 wangyt@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”）关于山东玻纤集团股份有限公司（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

公司由临沂矿业集团有限责任公司（以下简称“临矿集团”）出资设立并经多次增资，于 2020 年 9 月首次公开发行股票（股票简称“山东玻纤”，股票代码：605006.SH）。2023 年 2 月，临矿集团将持有公司的 52.74% 股份无偿划转给山东能源集团新材料有限公司（以下简称“山能新材料”），公司直接控股股东由临矿集团变更为山能新材料。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 6.11 亿元；控股股东山能新材料持有公司 3.16 亿股股份，占公司总股本的 51.79%。山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）通过山东能源集团有限公司（以下简称“山能集团”）实际控制山能新材料，为公司实际控制人。截至 2025 年 3 月底，公司控股股东所持公司股份无质押。

公司主营业务为玻璃纤维及其制品的研发、生产与销售，同时在沂水县范围内提供热电产品。按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至 2025 年 3 月底，公司内设多个职能部门，组织架构图详见附件 1-2。截至 2024 年底，公司在职工合计 2379 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 71.38 亿元，所有者权益 26.28 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2024 年，公司实现营业总收入 20.06 亿元，利润总额-1.14 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 74.85 亿元，所有者权益 26.40 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 6.08 亿元，利润总额 0.14 亿元。

公司注册地址：山东省临沂市沂水县工业园；法定代表人：张善俊。

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，募集资金已全部使用完毕，并按期正常支付利息。2024 年 6 月 5 日，“山玻转债”转股价格调整为 11.07 元/股。截至 2025 年 3 月底，“山玻转债”累计已有 10.60 万元转换为公司 A 股股票，占可转债转股前公司已发行股份总额的比重较小。

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
山玻转债	6.00	6.00	2021/11/08	6 年

资料来源：Wind

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、行业分析

2024 年，玻纤行业各应用细分市场需求增长普遍不及预期、供需持续失衡，中国玻璃纤维纱总产量增速放缓，规模以上玻纤及制品制造企业基本实现阶段性筑底。

近年来，受房地产下行、地方债务危机等问题影响，中国玻纤行业各应用细分市场需求增长普遍不及预期、供需持续失衡。2024 年 7 月中央政治局指出要强化行业自律，玻纤行业内积极实施产能调控。根据中国玻璃纤维工业协会统计数据，2024 年，中国玻璃纤维纱总产量为 756 万吨，同比增长 4.6%，已连续两年低速增长。池窑方面，2024 年中国池窑纱总产量为 726 万吨，同比增长 5.7%。继 2023 年全国累计 11 条池窑生产线关停或停产冷修后，2024 年有 9 条玻纤池窑生产线关停或冷修停产，同期有 10 条玻纤池窑新建或冷修项目建成投产，行业整体在产产能仍保持增长。截至 2024 年底，中国玻纤池窑在产总产能约 735 万吨。玻纤制品方面，根据中国玻璃纤维工业协会统计数据，2024 年中国玻纤电子纱总产量 80.9 万吨，同比增长 2.7%，国内电子用玻纤毡布制品表现消费量约 74.3 万吨，市场整体表现相对平稳。2024 年中国玻纤工业纱总产量 66.7 万吨，同比下降 10.3%，国内工业用玻纤毡布制品表现消费量约 42.1 万吨，仍属供过于求。上游原材料采购方面，2024 年，全国煤炭产量保持稳定，且进一步向晋陕蒙和新疆地区集中；煤炭进口量快速增加，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落。2024 年，中国规模以上玻纤及制品制造企业（不含玻纤增强复合材料制品企业）主营业务收入同比降低 0.5%，降幅收窄；利润总额约 61 亿元，同比下降 38.0%，降幅有所收窄但盈利情况基本实现阶段性筑底。

全球玻纤行业集中度高，已形成较明显的寡头竞争格局，中国巨石股份有限公司、泰山玻璃纤维有限公司、重庆国际复合材料股份有限公司、美国欧文斯科宁（OC）、日本电气硝子公司（NEG）和公司这六大玻纤生产企业的玻纤年产能合计占到全球玻纤总产能的 70% 左右。公司属于玻纤行业第二梯队。

未来，玻纤行业仍需解决供需失衡问题，开辟发展新领域新赛道，长期来看，光伏新能源、海洋工程、智慧物流及安全防护、节能降碳等领域具备较大的应用价值和市场潜力。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人无变化。公司作为山能集团六大主业之一的新能源新材料业务板块的重要组成部分，可与山能集团进行产业协同。

公司拥有无碱纱、C-CR 特种纱等品种的玻纤纱及玻纤制品。截至 2024 年底，公司玻纤产品设计年产能 50 万吨，位居国内第四，属第二梯队。公司产品通过了 ISO9001/ISO14001/OHSAS18001 体系认证，且通过了欧盟的 RoHS 测试和 REACH 测试。2024 年，公司研发费用 0.95 亿元，是省级企业技术中心、省级工程研究中心、省级企业技术创新示范企业，国家级知识产权优势企业、省级知识产权示范企业。主要研究方向为玻璃纤维配方、玻璃纤维浸润剂、玻璃纤维产品、玻璃纤维复合材料、玻璃纤维生产工艺技术及智能化装备技术开发。公司自 2012 年起被连续认定为“高新技术企业”。截至 2024 年底，公司拥有发明专利 83 项，实用新型专利 35 项。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91371300672231450Y），截至 2025 年 5 月 15 日，公司本部无已结清/未结清的不良/关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

“山玻转债”系公司首次公开市场发行的债务融资工具，公司无其他逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司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和信用中国中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变动，主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

（三）重大事项

跟踪期内，根据沂水县政府要求，公司移交供热管网相关资产。

根据沂水县政府要求，为进一步整合有关资源、优化民生供暖工程，公司将城区供热管网，包括公司全资子公司沂水县热电有限责任公司（以下简称“沂水热电”）的供热管网在内的资产统一移交给沂水城投投资发展集团有限公司（以下简称“沂水城投”）的下属子公司沂水华源热力有限公司（以下简称“华源热力”）运营管理¹。移交后，华源热力向沂水热电采购热源，再销售给下游居民、企业用户。截至 2024 年 8 月 31 日，供热管网移交资产涉及 564 项，账面净值 4627.86 万元（不含税）。供热设施的移交价格以 2024 年 8 月 31 日为基准日的供热管网资产的评估价值为准。本次交易不涉及关联交易，不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。本次交易已经公司第四届董事会第七次会议审议通过，于 2025 年 2 月 13 日召开 2025 年第一次临时股东大会。截至目前，公司间接控股股东山能集团出具了《国有资产评估项目备案表》，供热管网资产的备案评估值为 9927.23 万元（不含税），相关评估备案及交易工作已完成²。本次事项，产生资产处置收益 5851.90 万元。

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，受玻纤行业下游需求疲软影响，公司主要玻纤产品量价齐降，叠加资产减值损失，公司营业总收入下降，利润总额由盈转亏。公司移交供热管网资产，热电业务模式变更。2025 年一季度，玻纤行业有所回暖，公司利润总额扭亏为盈。

2024 年，玻纤行业下游客户需求不及预期，公司主要玻纤产品销售价格下降，同时产品销量未达预期，公司主营业务收入及毛利率均同比下降，营业总收入同比下降 8.89%，叠加资产减值损失-0.50 亿元，利润总额由盈转亏。

公司玻纤产品主要包括无碱纱、C-CR 特种纱和玻纤制品及其他（毡类、布类等），其中无碱纱为公司主要收入来源。2024 年，公司各类玻纤产品收入均有不同程度下降，C-CR 特种纱产品营业利润持续亏损，玻纤产品综合毛利率同比下降 4.14 个百分点至较低水平。公司热电产品主要包括电力、蒸汽、供暖、管网并网，2024 年，热电产品收入同比增长 18.65%，毛利率有所提升，热电产品收入占主营业务收入的比重有所提升。

2025 年一季度，玻纤行业有所回暖，玻纤产品价格上升拉动毛利率增长，营业总收入同比增长 18.06%，利润总额扭亏为盈。

图表 2 • 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
无碱纱	14.84	68.20	14.42	13.04	65.63	8.60	4.10	68.11	12.25
C-CR 特种纱	2.72	12.50	-6.83	2.04	10.27	-3.48	0.23	3.82	-2.21
玻纤制品及其他	0.52	2.39	-1.94	0.43	2.16	1.20	0.07	1.16	28.24
玻纤产品小计	18.09	83.13	10.95	15.51	78.06	6.81	4.40	73.09	15.40
电力	0.46	2.11	-26.52	1.17	5.89	15.56	0.39	6.48	19.12
蒸汽	1.83	8.41	11.75	1.81	9.11	6.95	0.42	6.98	18.40
供暖	1.20	5.51	-10.91	1.27	6.39	0.46	0.81	13.46	18.75
管网并网	0.17	0.78	100.00	0.11	0.55	100.00	--	--	--
热电产品小计	3.67	16.87	4.04	4.36	21.94	9.64	1.62	26.91	18.77
合计	21.76	100.00	9.78	19.87	100.00	7.45	6.02	100.00	16.30

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

（1）玻纤业务

跟踪期内，公司主要原材料采购模式未发生变化，大部分原材料采购价格均呈下降趋势，公司通过配方改进实现降本增效，采购集中度尚可；公司采用“以销定产”的生产模式，销售全部采用直销模式，客户集中度低；受行业下游需求疲软影响，公司主要玻纤产品量价齐降，影响当期收入及利润。

¹ 公司于 2025 年 1 月 28 日发布《山东玻纤集团股份有限公司关于全资子公司供热管网资产移交的公告》

² 公司于 2025 年 2 月 15 日发布《山东玻纤集团股份有限公司关于全资子公司供热管网资产移交的完成公告》

采购方面，跟踪期内，公司原材料仍主要为矿石原料、化工原料、能源类三大类，采购模式未发生变化，公司每月下达订单，按月度需求量、分批次进行采购，采购周期一般确定为 30 天，采用月结 30~60 天的结算政策；从结算方式来看，公司主要采用票据方式结算。

2024 年，公司改进产品配方，用钠长石和石英砂替代部分原有矿石，并通过集采方式实现降本增效。受业务规模下降及配方改进影响，主要原材料除原煤采购量增长外，其他原材料采购量均有所下降。从价格来看，白云石、化工原料和托盘价格有所增长，其余原材料采购价格均呈下降趋势。

2024 年，公司本部和临沂天炬节能材料科技有限公司（以下简称“天炬节能”）不再直接采购沂水县热电有限责任公司（以下简称“沂水热电”）自产电力，转为从国网购买电力。2024 年公司电力采购金额 4.59 亿元，较上年有所增长。2024 年，公司向前五名原材料供应商采购金额占年度采购总额 38.36%（其中两名供应商为关联方，采购商品分别为电力和煤炭），较上年有所增长，采购集中度尚可。

图表 3 • 公司主要原材料采购情况

项目		2023 年	2024 年
叶腊石	采购金额（亿元）	1.54	1.18
	采购数量（万吨）	40.70	31.96
	单价（元/吨）	379.57	367.78
生石灰	采购金额（亿元）	0.73	0.21
	采购数量（万吨）	10.68	3.76
	单价（元/吨）	681.53	559.35
石灰石	采购金额（亿元）	0.03	0.02
	采购数量（万吨）	1.31	1.10
	单价（元/吨）	230.31	160.21
白云石	采购金额（亿元）	0.19	0.12
	采购数量（万吨）	7.25	4.27
	单价（元/吨）	261.38	277.07
高岭土	采购金额（亿元）	0.10	0.07
	采购数量（万吨）	1.10	0.83
	单价（元/吨）	869.18	845.74
钠长石	采购金额（亿元）	--	0.08
	采购数量（万吨）	--	3.15
	单价（元/吨）	--	254.32
石英砂	采购金额（亿元）	--	0.68
	采购数量（万吨）	--	2.50
	单价（元/吨）	--	272.73
纯碱	采购金额（亿元）	0.25	0.19
	采购数量（万吨）	1.04	1.00
	单价（元/吨）	2403.03	1883.70
化工原料	采购金额（亿元）	2.09	1.17
	采购数量（万吨）	1.33	0.37
	单价（元/kg）	15.70	31.27
托盘	采购金额（亿元）	0.17	0.10
	采购数量（万个）	32.00	18.16
	单价（元/个）	55.00	55.77

原煤	采购金额（亿元）	3.31	3.07
	采购数量（万吨）	35.67	39.80
	单价（元/吨）	926.79	772.43
天然气	采购金额（亿元）	2.61	2.05
	采购数量（万 m ³ ）	7150.96	6562.68
	单价（元/m ³ ）	3.64	3.13

资料来源：公司提供

生产和销售方面，2024 年，公司仍采用池窑法生产玻璃纤维，形成玻纤纱和玻纤制品两大类产品，并拥有无碱纱、C-CR 特种纱、湿法薄毡、壁布和方格布等多个品种的玻纤纱及玻纤制品；生产模式为“以销定产”。公司产品仍全部采用直销的方式，最终用户与非最终用户在产品定价、账期、退换货等销售政策方面仍基本保持一致；内销结算方面，待货物交付后凭客户签字的回单确认收入；外销结算方面，凭海关出具的出口报关单确认收入；从结算方式来看，公司主要采用票据方式结算。

跟踪期内，公司 C-CR 特种纱产能较上年无变化；无碱纱产能较上年增长至 42.00 万吨，主要系 30 万吨高性能（超高模）玻纤智造项目一期建设完成所致，但目前该项目仍处于产能爬坡阶段。无碱纱和 C-CR 特种纱产销率均有所下降，受玻纤行业下游需求疲弱影响，玻纤产品销量和售价均有所下降，是公司营业总收入下降的主要原因。

2024 年，公司前五大客户销售收入占比为 18.27%，较上年有所增长，集中度较低。

图表 4 • 公司主要产品生产及销售情况

项目		2023 年	2024 年
无碱纱	产能（万吨）	33.00	42.00
	产量（万吨）	42.38	47.47
	产能利用率（%）	128.42	113.02
	销量（万吨）	41.24	39.07
	产销率（%）	97.31	82.30
	销售单价（元/吨）	3584.95	3340.11
C-CR 特种纱	产能（万吨）	8.00	8.00
	产量（万吨）	6.41	6.20
	产能利用率（%）	80.13	77.50
	销量（万吨）	6.98	5.26
	产销率（%）	108.89	84.84
	销售单价（元/吨）	3893.99	3865.90

资料来源：公司提供

（2）热电业务

跟踪期内，公司热电业务仍采用以热定电模式。2024 年，公司将所有电力并入国家电网；公司移交供热管网资产，供暖业务模式变更。受益于原煤采购价格下降和电力产品售价增长，电力业务收入同比增长。

公司热电业务的经营主体为沂水热电，主要在沂水县范围内提供热电产品。热电业务仍采用遵循以热定电的模式，与用热客户签订合同，根据用热面积决定供热量，同时修建部分供热管道，用热客户缴纳供暖网建设配套费及用热费。供电方面，公司仍根据供热量决定发电总量，所有电力销售给供电公司，并入国家电网。蒸汽方面，公司蒸汽产品主要满足城区供暖以及工业蒸汽用户需要。

2024 年，公司将包括全资沂水热电的供热管网在内的所有供热管网资产统一移交给华源热力运营管理。供暖业务自 2024 年 11 月 15 日起变更为公司仅向华源热力出售热源，华源热力根据县发改局核算的热量价格 43.48 元/吉焦（不含税价格）向公司购买热源。

跟踪期内，公司热电产品的主要原材料仍为原煤，各项成本占比仍较为稳定；原煤采购价格由 926.79 元/吨下降至 772.43 元/吨。2024 年，公司不再直接采购沂水热电自产电力，转为从国网购买电力，2024 年电力产量有所下降，但受益于煤炭价格下降，公司售电效益有所提升。公司蒸汽销量同比有所上升；受供暖业务模式改变影响，公司供暖面积同比有所下降。

销售价格方面，公司电力及供暖产品仍由物价局统一定价，蒸汽产品由物价局核定最高价，原材料至终端产品价格的传导存在一定滞后性。2024 年，公司电力销售价格略有提升，蒸汽销售价格有所下降，供暖价格稳定。

图表 5 • 公司热电产品产销量情况

项目		2023 年	2024 年
电力	产量（亿千瓦时）	3.90	3.17
	对外销量（亿千瓦时）	1.34	3.17
	内部用量（亿千瓦时）	2.56	--
蒸汽	产量（万吨）	70.00	68.68
	对外销量（万吨）	63.00	68.68
	内部用量（万吨）	7.00	--
供暖	产量（万 m ² ）	507.00	331.79
	销量（万 m ² ）	507.00	331.79

注：1. 电力：产量=对外销量+内部用量-外购电量；2. 供暖季为每年 11 月 15 日至次年 3 月 15 日

资料来源：公司提供

图表 6 • 公司热电产品销售价格变动情况

产品类别		2023 年	2024 年
电力（元/度）		0.3460	0.3703
蒸汽（元/吨）		290.92	251.82
供暖	办公供暖（元/m ² ）	33.94	33.94
	居民供暖（元/m ² ）	23.00	23.00
	热源（元/吉焦）	--	43.48

资料来源：公司提供

经营效率方面，2024 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别同比下降至 3.19 次、4.51 次和 0.29 次；公司整体经营效率尚可。

2 未来发展

未来，公司将继续以玻纤业务为基础，拓展高端复合材料领域，发展战略具有一定可行性。公司在建项目资本支出压力较小。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目为技改项目，尚需投资金额 0.69 亿元，资本支出压力较小。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	资金来源	建设进度	达产时间
卓意 8 万吨技改项目	4.90	4.21	原有资产投资+自筹	80%	2025 年 6 月
合计	4.90	4.21	--	--	--

资料来源：公司提供

（五）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年底，公司合并范围内子公司较 2023 年底无变化；截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 3 家，较 2024 年底无变化，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模有所增长，随着新建项目转固，固定资产占比提高，受限比例很低，资产流动性较弱。公司所有者

权益规模小幅下降，权益结构稳定性一般。受长期借款大幅增长影响，公司债务规模增长，债务负担加重。2024 年，公司营业总收入同比下降，利润总额由盈转亏，盈利能力下降；公司经营活动现金净流入规模大幅下降，收入实现质量较差，经营活动现金净流入无法覆盖投资需求。

跟踪期内，公司资产结构变化不大，截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增长 7.38%，主要系 30 万吨高性能（超高模）玻纤制造项目一期转固所致。公司存货规模大幅增长主要系产成品库存增加所致，截至 2024 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.27 亿元。公司固定资产占非流动资产比例仍大，受新建项目转固影响，公司固定资产较上年底增长 34.87%，累计计提折旧 17.65 亿元，累计计提减值准备 0.39 亿元。截至 2024 年底，公司受限资产账面价值 4.12 亿元（主要为 2.82 亿元应收票据），占资产总额的 5.77%，受限比例很低。

截至 2025 年 3 月底，公司资产结构较上年底变化不大，受固定资产增加影响，资产总额较上年底增长 4.86%至 74.85 亿元。

图表 8 • 公司资产构成情况

项目	2023 年底		2024 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	20.53	30.88	18.07	25.32
货币资金	8.10	39.44	5.84	32.29
应收票据	5.32	25.93	4.64	25.68
存货	2.83	13.80	5.34	29.53
其他流动资产	0.93	4.54	1.07	5.93
非流动资产	45.94	69.12	53.31	74.68
固定资产	30.59	66.58	41.26	77.39
在建工程	13.52	29.44	10.25	19.23
资产总额	66.47	100.00	71.38	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产的比重
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，受未分配利润减少影响，所有者权益规模小幅下降。公司未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

图表 9 • 公司所有者权益构成情况

项目	2023 年底		2024 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	6.11	21.91	6.11	23.25
资本公积	6.32	22.68	6.33	24.08
未分配利润	13.53	48.51	12.22	46.49
归属于母公司所有者权益合计	27.88	100.00	26.28	100.00
所有者权益合计	27.88	100.00	26.28	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司长期借款大幅增长带动负债总额有所增长。截至 2024 年底，公司短期借款主要为信用借款，长期借款中保证借款和信用借款分别占 96.07%和 3.93%，长期借款大幅增长主要系 2024 年天炬节能原 5 号线技改项目贷款增长所致；应付账款较上年底增长 28.14%，主要系应付固定资产无形资产采购款增加所致（天炬节能原 5 号线技改）；其他流动负债主要为未终止确认的银行承兑汇票兑付义务。同期末，公司全部债务规模较上年底增长 18.81%，债务结构仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 5.13 个百分点、提高 5.78 个百分点和提高 9.69 个百分点，债务负担有所加重。

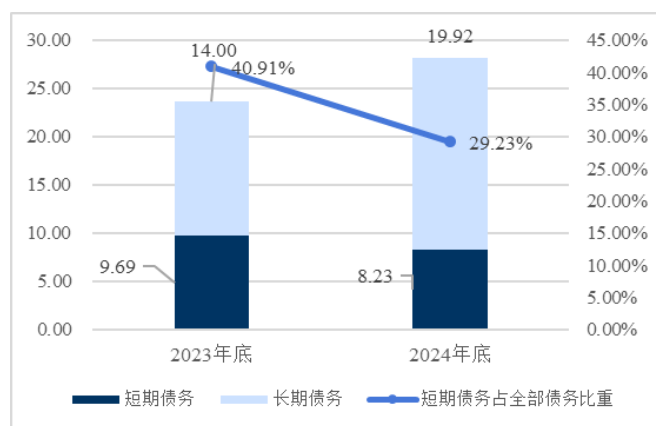
截至 2025 年 3 月底，受长期借款增加影响，公司负债总额较上年底 7.43%至 48.45 亿元，全部债务规模有所增长；公司存续债券为“山玻转债”，债券余额为 6.00 亿元，将于 2027 年到期。

图表 10 • 公司负债构成情况

项目	2023 年底		2024 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	23.45	60.75	24.44	54.18
短期借款	4.30	18.36	2.16	8.86
应付票据	3.18	13.56	3.71	15.17
应付账款	8.80	37.53	11.27	46.13
一年内到期的非流动负债	2.21	9.42	2.36	9.65
其他流动负债	2.45	10.44	2.92	11.96
非流动负债	15.15	39.25	20.66	45.82
长期借款	8.66	57.18	14.39	69.61
应付债券	5.34	35.27	5.54	26.79
负债总额	38.59	100.00	45.10	100.00

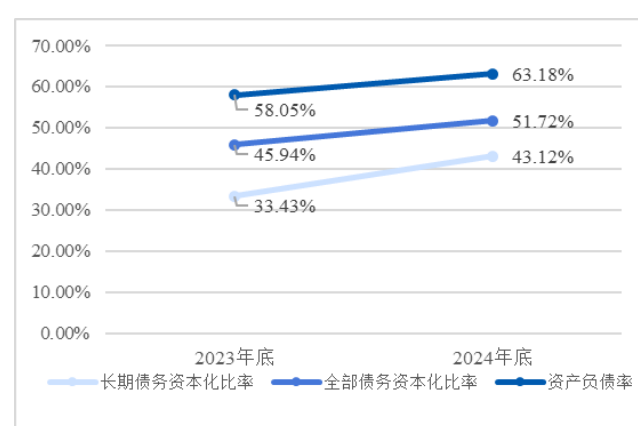
注：流动负债科目占比为占流动负债的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债的比重
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司玻纤产品量价齐降导致公司营业总收入和营业成本均同比下降，叠加资产减值损失的增加以及资产处置收益的减少，利润总额由盈转亏，盈利指标均有所下降，盈利能力减弱。资产减值损失主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失（占 49.53%）和固定资产减值损失（占 51.26%）。2024 年，公司资产处置收益主要由供热管网移交资产产生，不具有持续性。受研发人员支出、材料领用和电费减少影响，研发费用同比有所下降。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

指标	2023 年	2024 年
营业总收入	22.02	20.06
营业成本	19.72	18.43
费用总额	2.92	2.88
其中：管理费用	1.04	1.20
研发费用	1.16	0.95
资产处置收益	1.82	0.57
资产减值损失	-0.22	-0.50
利润总额	1.12	-1.14
营业利润率（%）	9.47	7.09
总资本收益率（%）	3.18	-0.70
净资产收益率（%）	3.78	-3.76

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

指标	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	16.77	17.23
经营活动现金流出小计	11.30	15.61
经营活动现金流量净额	5.47	1.62
投资活动现金流入小计	2.94	4.64
投资活动现金流出小计	9.53	10.51
投资活动现金流量净额	-6.59	-5.87
筹资活动前现金流量净额	-1.11	-4.25
筹资活动现金流入小计	13.58	15.68
筹资活动现金流出小计	11.73	12.09
筹资活动现金流量净额	1.85	3.59
现金收入比（%）	68.27	77.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，跟踪期内，公司收到税费返还减少，叠加购买商品、接收劳务支付的现金增加，经营活动现金净流入规模大幅下降，收入实现质量较差；公司收回投资收到的现金增加，投资活动现金净流出规模有所收窄，但经营现金仍无法覆盖投资支出；同期，公司长期借款收到的现金增加带动筹资活动现金净流入规模大幅增加。

2 偿债指标变化

2024 年，公司长、短期偿债能力指标表现一般，偿债能力有所下降；间接融资渠道畅通，具备直接融资渠道。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	87.57	73.96
	速动比率（%）	75.49	52.12
	经营现金流动负债比（%）	23.34	6.63
	经营现金/短期债务（倍）	0.56	0.20
	现金短期债务比（倍）	1.64	1.33
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.00	3.21
	全部债务/EBITDA（倍）	4.73	8.77
	经营现金/全部债务（倍）	0.23	0.06
	EBITDA 利息倍数（倍）	7.80	4.85
	经营现金/利息支出（倍）	8.53	2.45

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司经营获现能力减弱，经营现金及现金类资产对短期债务保障能力下降。同期，公司 EBITDA 有所下降，对债务本息保障能力有所减弱。整体看，公司长、短期偿债能力指标表现一般，偿债能力有所下降。

截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼，公司无对合并范围外的担保事项。

截至 2024 年底，公司共计获得银行授信额度 113.14 亿元，尚未使用授信额度 91.12 亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司为上市公司，具备直接融资条件。

3 公司本部主要变化情况

跟踪期内，公司本部收入规模较大，盈利能力和经营获现能力下降，所有者权益规模下降，债务负担尚可。

截至 2024 年底，公司本部资产和权益分别占合并口径的 49.28%和 74.22%；2024 年，公司本部营业总收入和利润总额分别占合并口径的 43.09%和 106.91%。

截至 2024 年底，公司本部资产总额较上年底变化不大，资产构成以非流动资产为主；公司本部货币资金为 2.59 亿元；公司负债总额较上年底变化不大，负债结构较为均衡，资产负债率较上年底提高 2.74 个百分点至 44.55%，全部债务资本化比率 36.75%，公司本部债务负担尚可。受未分配利润减少影响，截至 2024 年底，公司本部所有者权益较上年底下降 7.68%，权益结构稳定性较强。

2024 年，公司本部营业总收入 8.64 亿元，利润总额-1.22 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 0.03 亿元，投资活动现金流净额为-1.49 亿元，筹资活动现金流净额为 0.94 亿元。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

2024 年，公司及子公司现有项目污染物治理设施均保持正常运行并达标排放，无环保违法事件发生。天炬节能 17 万吨项目配套新建处理能力 25000Nm³/h 的窑炉脱硫脱硝除尘系统 3 套，采用 SNCR、尘硝一体化装置、石灰石石膏法脱硫和湿电除尘器工艺，两用一备，经治理后的废气各项污染物浓度均低于相关标准。2024 年，公司环保资金投入规模 9072.18 万元，减少排放二氧化碳当

量 3.92 万吨；公司未发生重大安全生产、人员伤亡事故。公司持续推进学习党组织建设，2024 年组织开展安全生产、质量提升、作风建设等大墙反思会 12 场次，形成整改清单 98 份，征集改善建议 200 余份；公司常态化开展困难帮扶、职工慰问活动，全年帮扶慰问职工 339 人次、困难党员 11 人次。2024 年，公司对外捐赠、公益项目总投入 52.01 万元。公司建立各项管理制度，可以满足公司运营需求。

七、外部支持

1 税收优惠及补贴

公司为高新技术企业，同时承担部分产业升级项目，可获得相应的税收优惠及补贴奖励，能够对公司盈利形成一定补充。

税收优惠方面，公司取得了山东省科学技术厅、山东省财政厅和国家税务总局山东省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》（证书编号 GR202437000501），有效期 3 年，企业所得税优惠期为 2024 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日。根据科技部、财政部、国家税务总局《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2008〕172 号）及《中华人民共和国企业所得税法》《中华人民共和国企业所得税法实施条例》的相关规定，高新技术企业减按 15% 的税率征收企业所得税。从 2024 年 12 月 1 日起，公司出口产品享受“免、抵、退”税政策，其中涂塑窗纱产品和其他玻纤产品出口退税率由 13% 降为 9%。

补贴方面，最近三年，公司及子公司承担的自主创新和产业升级项目、节能技术改造奖励项目以及其他产品开发和产业化项目，获得了多项专项资金、奖励和补贴，2024 年，公司获得计入当期损益的政府补助 0.13 亿元，能够对公司盈利形成一定补充。

2 关联担保

公司为山能集团下属上市公司，享有关联方给予的担保支持。

公司部分融资享有山能集团子公司临矿集团（公司原控股股东）给予的担保支持。关联担保（公司作为被担保方）具体情况详见附件 2。

八、债券偿还能力分析

2024 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对“山玻转债”余额的保障程度有所减弱；考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能，公司对“山玻转债”的保障能力或将增强。

截至 2025 年 3 月底，公司发行的“山玻转债”余额为 6.00 亿元。出于计算的合理性考虑，使用 2024 年数据进行测算，截至 2024 年底，公司现金类资产为“山玻转债”余额的 1.82 倍；2024 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为“山玻转债”余额的 2.87 倍、0.27 倍和 0.54 倍，对债券余额的保障程度有所下降。

“山玻转债”设置了转股修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担有下降的可能，公司对“山玻转债”的保障能力或将增强。

九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持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“山玻转债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
沂水县热电有限责任公司	15000.00	在沂水县范围内提供热电产品	100.00%	--	同一控制下的企业合并
临沂天炬节能材料科技有限公司	91000.00	玻璃纤维及薄毡的生产、销售及叶腊石粉的生产	100.00%	--	投资设立
淄博卓意玻纤材料有限公司	30000.00	主营业务为玻璃纤维及制品的生产、销售	100.00%	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

附件 2 公司关联担保情况（截至 2024 年底）

担保方	担保金额（万元）	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
沂水县热电有限责任公司	3002.20	2024/7/24	2025/7/22	否
临沂天炬节能材料科技有限公司	3002.20	2024/7/24	2025/7/22	否
淄博卓意玻纤材料有限公司	8000.00	2021/7/29	2029/7/22	否
淄博卓意玻纤材料有限公司	5600.00	2022/5/30	2029/7/20	否
临沂天炬节能材料科技有限公司	1707.00	2021/9/30	2026/6/29	否
临沂天炬节能材料科技有限公司	1221.00	2021/10/27	2026/6/29	否
临沂天炬节能材料科技有限公司	4000.00	2024/9/24	2026/9/23	否
临沂矿业集团有限责任公司	26000.00	2020/4/30	2026/4/29	是
临沂矿业集团有限责任公司	120000.00	2022/5/31	2029/7/20	否

注：该表仅为公司作为被担保方的关联担保情况

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

附件 3-1 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）	15.93	10.94	10.39
应收账款（亿元）	0.75	0.68	2.47
其他应收款（亿元）	0.00	0.00	0.05
存货（亿元）	2.83	5.34	5.57
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	30.59	41.25	50.74
在建工程（亿元）	13.52	10.25	1.38
资产总额（亿元）	66.47	71.38	74.85
实收资本（亿元）	6.11	6.11	6.11
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	27.88	26.28	26.40
短期债务（亿元）	9.69	8.23	8.77
长期债务（亿元）	14.00	19.92	23.11
全部债务（亿元）	23.69	28.15	31.88
营业总收入（亿元）	22.02	20.06	6.08
营业成本（亿元）	19.72	18.43	5.05
其他收益（亿元）	0.31	0.17	0.04
利润总额（亿元）	1.12	-1.14	0.14
EBITDA（亿元）	5.00	3.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	15.03	15.44	2.42
经营活动现金流入小计（亿元）	16.77	17.23	2.68
经营活动现金流量净额（亿元）	5.47	1.62	-0.48
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.59	-5.87	-0.48
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.85	3.59	1.09
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.24	3.19	--
存货周转次数（次）	7.62	4.51	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.29	--
现金收入比（%）	68.27	77.00	39.77
营业利润率（%）	9.47	7.09	15.97
总资本收益率（%）	3.18	-0.70	--
净资产收益率（%）	3.78	-3.76	--
长期债务资本化比率（%）	33.43	43.12	46.68
全部债务资本化比率（%）	45.94	51.72	54.71
资产负债率（%）	58.05	63.18	64.73
流动比率（%）	87.57	73.96	85.29
速动比率（%）	75.49	52.12	62.49
经营现金流动负债比（%）	23.34	6.63	--
现金短期债务比（倍）	1.64	1.33	1.19
EBITDA 利息倍数（倍）	7.80	4.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.73	8.77	--

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. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.12	4.90	5.46
应收账款（亿元）	0.23	0.19	0.81
其他应收款（亿元）	6.30	5.53	7.54
存货（亿元）	1.28	1.68	1.63
长期股权投资（亿元）	8.52	11.32	11.32
固定资产（合计）（亿元）	11.78	10.69	10.43
在建工程（合计）（亿元）	0.01	0.00	0.00
资产总额（亿元）	36.31	35.18	38.05
实收资本（亿元）	6.11	6.11	6.11
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	21.13	19.50	19.28
短期债务（亿元）	3.67	3.46	5.82
长期债务（亿元）	8.36	7.87	8.44
全部债务（亿元）	12.03	11.33	14.25
营业总收入（亿元）	9.87	8.64	2.03
营业成本（亿元）	8.84	8.26	1.87
其他收益（亿元）	0.10	0.04	0.02
利润总额（亿元）	0.68	-1.22	-0.25
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	10.80	8.10	0.86
经营活动现金流入小计（亿元）	11.36	8.30	0.92
经营活动现金流量净额（亿元）	4.91	0.03	0.17
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.28	-1.49	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.65	0.94	0.23
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.44	3.04	--
存货周转次数（次）	8.74	5.58	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.24	--
现金收入比（%）	109.46	93.73	42.62
营业利润率（%）	9.65	3.67	7.29
总资本收益率（%）	3.58	-1.88	--
净资产收益率（%）	3.03	-5.18	--
长期债务资本化比率（%）	28.34	28.76	30.44
全部债务资本化比率（%）	36.28	36.75	42.50
资产负债率（%）	41.81	44.55	49.32
流动比率（%）	234.02	162.44	153.53
速动比率（%）	214.67	140.91	137.71
经营现金流动负债比（%）	74.23	0.37	--
现金短期债务比（倍）	1.94	1.42	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；2. “/”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

附件 4 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 5-1 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 5-2 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 5-3 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