

兰州兰石集团有限公司
公开发行公司债券
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〕5176号

联合资信评估股份有限公司通过对兰州兰石集团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，确定维持兰州兰石集团有限公司主体长期信用等级为AA，维持“21兰石01”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：

二〇二五年六月二十四日

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兰州兰石集团有限公司（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。

兰州兰石集团有限公司公开发行公司债券

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
兰州兰石集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	
甘肃省国有资产投资集团有限公司	AAA _{pi} /稳定	AAA _{pi} /稳定	2025/06/24
21 兰石 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

兰州兰石集团有限公司（以下简称“公司”）作为甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”）直属的国企，在甘肃省国有经济领域具有重要地位，跟踪期内，公司经营管理规范，获得的外部支持力度大，保持了在技术水平、制造能力、研发投入等方面的竞争优势。2024年，公司装备制造板块收入增长，新增订单较为充足；公司收到政府注资，带动实收资本和资本公积有所增长。财务方面，2024年，公司将较大规模的存货转为投资性房地产进行自持出租，应收账款对资金形成占用；公司债务负担仍较重且资产受限比例较高，财务费用对利润侵蚀较重，利润对非经常性损益依赖较大，公司偿债能力指标表现弱化，再融资空间有待拓宽。公司作为甘肃省国资委直属的国企，股东对公司支持力度很大，综合考虑公司经营和财务风险，以及股东支持等因素，其偿债能力仍很强。

“21 兰石 01”由甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘肃国投”）提供连带责任保证担保，甘肃国投所提供的担保对本期债券的信用水平具有显著的提升作用。

个体调整：公司装备制造业务新增订单较充足；核心子公司兰州兰石重型装备股份有限公司（以下简称“兰石重装”）重视研发创新，于 2023 年被国务院国资委确定为“科改示范企业”。

外部支持调整：公司在甘肃省国有经济领域具有重要地位，甘肃省国资委及相关部门对公司提供大力支持。

评级展望

未来，股东对公司的支持有望延续，随着公司在“核、氢、光、储”等新能源装备、节能环保装备和工业智能装备等领域的拓展，传统炼化行业转型所带来设备升级、更新需求的出现，公司在装备制造领域的竞争优势有望进一步体现，盈利能力有望保持稳定，有利于公司整体信用水平的稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：通过增资等途径，公司资本实力显著增强、资本结构明显改善；公司技术取得重大突破，产品盈利能力市场竞争力大幅提升；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：下游主要行业景气度下行、设备需求下降，导致公司主营业务收入持续降低、利润亏损；公司的功能定位发生变化，甘肃省国资委对公司的支持力度明显减弱；银行等金融机构收缩对公司的授信，导致公司再融资能力下降；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- 跟踪期间，公司装备制造技术水平和制造能力仍在相关领域保持竞争优势；2024 年装备制造收入同比增长，新增订单较为充足。**装备制造是公司的核心主业，公司核心子公司兰石重装已入选国务院国资委“科改示范企业”名单；2024 年，兰石重装研发投入占营业收入的比例达 5.03%。作为国内传统的大型装备制造企业之一，兰石重装的经营资质、产能布局和研发能力、生产技术水平在同行业中具有优势。2024 年，公司装备制造板块收入同比增长 5.96% 至 68.66 亿元。截至 2024 年底，2024 年，兰石重装新增订货 81.6 亿元，同比增长 27.6%；兰石重装新增订货金额相当于 2024 年营业收入的 1.41 倍。
- 外部支持力度大。**公司在甘肃省国有经济领域具有较为重要的地位，近年来持续享受一定规模的政府补助，对利润形成了有效补充；2024 年 10 月，公司收到政府注资的 3000.00 万元，一部分注入实收资本（为 804.54 万元），一部分注入资本公积（为 2195.46 万元）。甘肃省国资委协调省属企业对公司提供增信和流动性支持。
- 担保方实力强，提升了相关债券的信用水平。**甘肃国投作为甘肃省人民政府直属国有资本运营主体，偿债能力极强，其 EBITDA、经营活动现金净流入和现金类资产对“21 兰石 01”的覆盖程度很高。甘肃国投的担保对公司债券的信用水平具有显著的提升作用。

关注

- **地产项目对营运资金占用较大，去化速度不及预期；投资性房地产估值存在波动。**地产行业景气度仍低迷。截至 2025 年 3 月底，公司所开发的豪布斯卡项目待售面积为 106.92 万平方米，待售货值为 121.30 亿元，公司待售项目业态主要为办公和商业地产，单一项目面积、货值较大，流动性弱，未来去化难度较大。截至 2024 年底，公司根据会计准则规定将部分存货转入投资性房地产，投资性房地产规模大幅增长，公司投资性房地产以公允价值计量，成本合计 81.65 亿元，公允价值变动合计 12.77 亿元，在宏观经济和地产行业景气度仍下行背景下，投资性房地产估值存在波动。
- **债务负担较重、资产受限比例较高，再融资空间仍有待拓宽。**截至 2024 年底，公司全部债务 185.25 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 76.94% 和 69.43%，较上年底所有增长；截至 2025 年 4 月底，公司共获银行授信额度 201.10 亿元，尚未使用额度 22.77 亿元，公司总资产受限比例为 22.45%，资产受限比例较高。
- **财务费用等期间费用对利润侵蚀较严重，利润对非经常性损益依赖较大。**2024 年，公司期间费用为 16.26 亿元（占营业收入的 18.52%），其中财务费用 7.09 亿元，占费用总额的 43.06%。2024 年，公司期间费用率为 18.52%，公司资产减值损失 0.92 亿元，信用减值损失 1.05 亿元，实现其他收益 1.15 亿元，分别相当于营业利润的 314.98%、357.40% 和 392.20%。期间费用对整体利润侵蚀仍较严重。

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	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	F4	现金流	资产质量	3		
			盈利能力	3		
			现金流量	2		
		资本结构		3		
			偿债能力	4		
指示评级				a		
个体调整因素：其他有利因素				+1		
个体信用等级				a⁺		
外部支持调整因素：股东支持				+2		
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
现金类资产（亿元）	25.81	22.94
资产总额（亿元）	342.21	353.69
所有者权益（亿元）	81.31	81.57
短期债务（亿元）	128.24	124.57
长期债务（亿元）	48.58	60.68
全部债务（亿元）	176.82	185.25
营业总收入（亿元）	80.13	87.77
利润总额（亿元）	1.34	0.64
EBITDA（亿元）	13.05	11.54
经营性净现金流（亿元）	1.48	2.98
营业利润率（%）	17.99	18.92
净资产收益率（%）	1.63	1.36
资产负债率（%）	76.24	76.94
全部债务资本化比率（%）	68.50	69.43
流动比率（%）	93.00	74.77
经营现金流动负债比（%）	0.73	1.47
现金短期债务比（倍）	0.20	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	1.51	1.43
全部债务/EBITDA（倍）	13.55	16.05

公司本部口径		
项 目	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	220.40	229.94
所有者权益（亿元）	75.04	74.36
全部债务（亿元）	103.08	110.79
营业总收入（亿元）	16.89	17.43
利润总额（亿元）	1.46	-0.88
资产负债率（%）	65.95	67.66
全部债务资本化比率（%）	57.87	59.84
流动比率（%）	91.00	53.93
经营现金流动负债比（%）	1.27	-2.57

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和存在尾数差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

2. 合并口径、公司本部口径其他应付款和长期应付款中带息部分已计入债务

资料来源：联合资信根据财务报告整理



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	2025年5月底债券余额	到期兑付日
21 兰石 01	7.50 亿元	1.80 亿元	2026/03/17

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：联合资信根据公开信息整理

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 兰石 01	AAA/稳定	AA/稳定	2024/06/27	孙长征 丁媛香	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
21 兰石 01	AAA/稳定	AA/稳定	2021/03/02	罗 峤 孙长征	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”）关于兰州兰石集团有限公司（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

公司成立于 2002 年 12 月，是在原兰州石油化工机械装备工程集团公司的基础上成立的国有独资有限责任公司，注册资本 5.28 亿元。2004 年 6 月，根据《甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会职能配置内设机构和人员编制规定》（甘政办发〔2004〕80 号）规定，甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“甘肃省国资委”）对公司履行国有资产出资人职责。2013 年 6 月，甘肃省国资委以《关于兰石集团增加实收资本变更注册资本的批复》（甘国资发产权〔2013〕118 号），批准公司以资本公积及未分配利润转增实收资本，将注册资本增至 12.00 亿元。2014 年，甘肃省国资委将所持有的甘肃兰驼集团有限责任公司（以下简称“甘肃兰驼”）100% 的国有股权无偿划转至公司，公司实收资本增加至 12.60 亿元。后经多次增资、股权划转，截至 2025 年 3 月底，公司注册资本为 17.73 亿元，实收资本为 17.81 亿元，甘肃省国资委和甘肃省财政厅分别持有公司 90% 和 10% 的股权（详见附件 1-1）。公司实际控制人为甘肃省国资委。

跟踪期内，公司仍主要从事炼化装备、新能源装备、节能环保装备、工业智能装备和钻采设备等产品的研发、制造与销售，另外涉及部分房地产和服务业务，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，公司根据经营管理需要设置了多个部门（详见附件 1-2）。截至 2024 年底，纳入合并范围的子公司共 48 户，较上年净增加 1 户，其中兰州兰石重型装备股份有限公司（以下简称“兰石重装”，公司直接和间接持股比例合计 46.09%）为上海证券交易所上市公司，股票代码：603169.SH。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 353.69 亿元，所有者权益 81.57 亿元（含少数股东权益 15.79 亿元）；2024 年，公司实现营业收入总收入 87.77 亿元，利润总额 0.64 亿元。

公司注册地址：甘肃省兰州市七里河区西津西路 194 号；法定代表人：王彬。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，已在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	到期日
21 兰石 01	7.50	1.80	2021/03/17	2026/03/17

资料来源：联合资信根据公开信息整理

公司存续债券，“21 兰石 01”由甘肃省国有资产投资集团有限公司（以下简称“甘肃国投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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

1 行业运行情况

在国家推动经济高质量发展的背景下，中国装备制造业面临增速放缓的压力和转型升级的机遇。2024年以来，行业内企业经营业绩承压，收入处于较低水平。

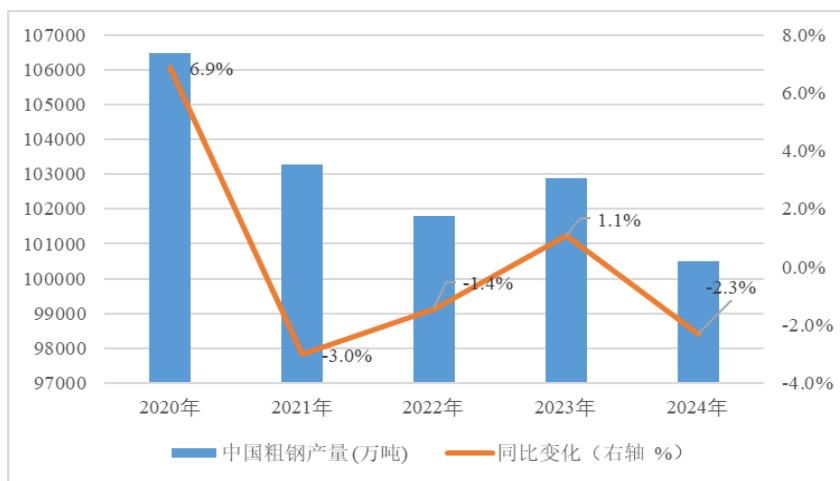
近年来，中国为建设现代化经济体系、推动经济高质量发展，以供给侧结构性改革为主线，积极调整经济结构、转变增长方式，经济增速明显放缓，装备制造行业机遇与挑战并存。由于装备类产品普遍依赖于相关产业的固定资产投资，在深化供给侧结构性改革、供大于求的竞争格局中受到一定影响。但同时，随着国家先后实施“互联网+”“创新驱动”等战略，推动中国制造向“智能化、网络化、绿色化、服务化”和高附加值的方向发展，又给装备制造业带来了新的发展机遇。受宏观经济和全社会固定资产投资增速放缓的影响，近年来中国装备制造业收入增速有所下降。2023年以来，中国经济面临需求收缩、预期转弱等压力，制造业投资有所放缓，导致中游制造厂商业绩继续承压，收入、利润增速维持在较低水平。根据银河证券统计，2024年机械行业上市公司业绩承压，2024年合计实现营业收入24902亿元，同比增长5.18%；合计实现归母净利润1377亿元，同比下降9.90%。

2 行业上游

2024年，中国粗钢产量同比小幅下降，钢铁行业下游需求疲弱，供给端相对处于过剩态势，装备制造业成本端压力继续减轻。

从供应端看，钢材等金属材料价格的波动是影响装备制造业生产成本的重要因素。钢铁行业是重要的基础原材料工业，具有典型的强周期属性。钢铁行业的供给受下游需求和行业政策影响很大。2022—2024年，中国粗钢产量分别为10.18亿吨、10.29亿吨和10.05亿吨，呈波动下降趋势。2022年，受下游需求偏弱以及行业盈利承压影响，中国粗钢产量同比继续下降。2023年，中国粗钢产量同比略有增长。2024年全国粗钢产量10.05亿吨，较去年降低了1399万吨，降幅1.7%，粗钢产量在去年小幅回升后再度转降。粗钢产量的下降主要受企业效益下滑引发的自发性减产，粗钢压减的政策性因素，其中北方的政策性相关性措施是总产量下降的最根本因素。

图表2·中国粗钢产量变动情况

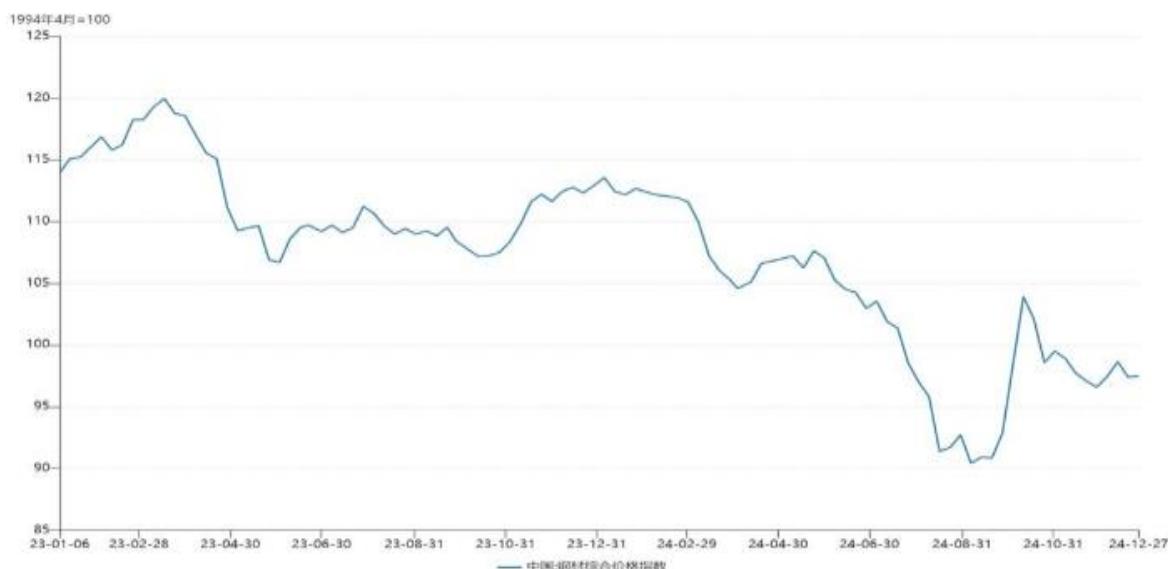


资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

从钢材价格来看，2022年一季度，地缘政治冲突导致国际能源价格大幅上涨，国外钢价大幅上涨拉动国内钢价上涨；进入二季度后，受经济预期下降、钢材需求低迷影响，国内钢材价格在供大于求的背景下迅速回落。2022年全年平均钢材综合价格指数

为 123.36 点，同比下降 19.74 点。2023 年一季度，中国宏观经济预期回暖，钢材价格呈上涨态势；二季度，国内经济复苏不及预期叠加海外银行暴雷带来的流动性危机，导致钢材价格进入下行通道，其中 6 月份下游需求阶段性释放，钢材价格修复性反弹；7 月份起，房地产新开工面积下降，钢材供需处于弱平衡态势，整体价格窄幅波动；进入 11 月，随着房地产等利好政策发布，市场情绪得到提振，钢材价格小幅回升。2023 年全年平均钢材综合价格指数为 111.86 点，同比下降 11.50 点。进入 2024 年，随着国内经济结构转变，房地产行业进入深度调整。虽基建、船舶、新能源等领域用钢需求保持稳中有增态势，但难以抵消房地产行业景气下滑对钢材需求端的冲击。2024 年前三季度，国内钢材价格呈下降趋势；伴随着央行降准、降息以及房地产利好政策密集出台，9 月底至 10 月中旬国内钢材价格迅速反弹；而后需求端修复不及预期和原燃料成本下移等利空驱动，钢价震荡下行。

图表 3• 中国钢材综合价格指数变动情况



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

3 行业下游

2024 年，核能、氢能、新型储能、新型煤化工等领域设备需求提升，一定程度上抵消了宏观经济增速放缓对装备制造业带来的不利影响。

装备制造业的产品广泛应用于石油、化工、冶金、新能源（含光伏、核能、氢能等）等众多领域。近年来，宏观经济下行压力加大，同时，石油化工、煤化工、冶金等产业内的传统项目具有相对较高的能耗和碳排放，在国内“双碳”目标和“两高”政策的调控下，近年来建设项目审批收紧，部分项目停工或被取消，对装备制造业产生了一定不利影响。2024 年，下游行业固定资产投资整体围绕“节能、减排、降碳”的宗旨，设备需求整体有所恢复，产品结构进一步转变。

煤化工领域，在国家“双碳”目标推动下，煤化工市场发展总体向好，在政策支持下，企业加速推广低碳技术和循环经济模式。例如，福建联合石化芳烃联合装置完成低温热回收项目，每年节约 5.4 万吨标煤，减少碳排放约 13.5 万吨，进一步提高蒸汽产量、降低装置能耗，持续提升装置竞争力。如独山子石化乙烯装置节能改造，乙烯装置双烯收率同比提高 0.37 个百分点，乙烯综合能耗降低 5.18 千克标油/吨。另外，生物基化工和可降解材料领域成为新的投资热点，2024 年中国生物基材料市场规模达到 800 亿元，同比增长 20%。

石油化工领域，根据国家统计局数据，2024 年石化行业实现营业收入 16.28 万亿元，同比增长 2.1%；利润总额 7897.1 亿元，同比下降 8.8%；进出口总额 9488.1 亿美元，同比下降 2.4%。根据中国石油和化学工业联合会数据，2024 年中国原油产量 2.13 亿吨，同比增长 1.8%；天然气产量 2463.7 亿立方米，同比增长 6.2%；原油加工量 7.08 亿吨，同比下降 1.6%，主要是受到成品油市场收缩和下游需求不旺的影响。此外，2024 年，成品油产量同比增长 0.3%、石脑油产量同比增长 3.6%、烧碱产量同比增长 5.5%、纯碱产量同比增长 16.3%、合成树脂产量同比增长 4.3%、子午线轮胎产量同比增长 8.6%。2024 年，我国主要石化产品的表观消费量同步增长，2024 年我国油气表观消费总量同比增长 1.8%，主要化学品消费总量增长 6.1%。

新型储能领域，2024 年中国新型储能发展迅速，据国家能源局统计，2024 年，全国新型储能新增装机规模约 7376 万千瓦，截至 2024 年底，全国已建成投运的新型储能项目累计装机规模达到 7376 万千瓦，较 2023 年底增长超过 130%。

新能源领域，自 2023 年始，光伏产业链各环节产能呈现迅猛扩张之势。步入 2024 年，多晶硅产能预计将逼近 300 万吨，组件产能或可超过 1000GW，然而全球新增装机量仅在 430GW~470GW 左右，市场供需失衡的状况愈发凸显。产能过剩致使激烈的价格战全面爆发，光伏产品价格在短期内大幅跳水，企业利润空间遭受严重挤压。核能方面，2024 年中国核准了 5 个核电项目共 11 台核电机组，是继 2022 年、2023 年每年核准 10 台核电机组后，核准数量的又一纪录，至此，我国核准及新建核电机组增至 40 多台。根据中国核能行业协会发布的《中国核能发展报告（2025）》统计，2024 年核电工程完成投资 1469 亿元，较上年增长 520 亿元。氢能方面，根据国家能源局发布的《中国氢能发展报告（2025）》统计，截至 2024 年底，全国各地累计规划建设可再生能源电解水制氢项目超 600 个，其中，已建成项目超 90 个，在建项目超 80 个；已建成产能约 12.5 万吨/年，主要分布在华北和西北地区，分别约占全国已建成可再生能源电解水制氢产能 45% 和 44%。2024 年新建成项目 35 个，新增产能约 4.8 万吨/年，同比增长约 62%。从下游消纳场景看，主要应用于交通、化、合成氨合成甲醇以及冶金、供热、发电、储能、科研等领域。

4 行业关注

宏观经济增速及投资规模波动风险。装备制造业与国民经济增长相关性较强，受社会固定资产投资影响较大。受国际贸易保护主义抬头、内需不振等多重不利因素影响，近年来中国经济增长面临较大压力。未来若宏观经济增长和固定资产投资规模不及预期，装备制造业将面临市场需求总量下降的风险。

原材料价格波动不利于企业业绩的稳定。国内装备制造业的利润率普遍不高，直接材料在成本中占比较大，在主要原材料价格上涨的过程中，产品价格上调往往较为滞后。钢材等原材料价格易受各种因素的影响而发生波动，对经营者控制成本、稳定经营业绩带来了较大挑战。

中低端产品产能过剩，高端产品产业化能力不足。因技术水平和研发能力所限，中国装备制造业中低端产品产能过剩、高端产品研发能力和产业化能力相对较弱。一方面，国内企业生产能力多集中于中低端产品，考虑到设备的可持续使用和资金制约等因素，企业多致力于扩大现有产品的产能，致使不少产品产能过剩；同时，高端产品生产能力相对短缺，致使国外厂商占据产业链中具有较高利润率的环节，国内企业即使在部分高端产品上取得国产化突破，也可能受到国外巨头在价格上的打压，难以顺利取得市场。另一方面，由于缺乏系统设计、系统成套和工程总承包能力，多数企业仅可生产设备及部分零部件，较少生产成套设备，在产业链中只能赚较少的利润，难以发展具有高附加值的自有品牌。

5 未来展望

中国经济新旧发展动能的转换、下游重要领域的转型升级，以及海外市场的拓展，将对装备制造业提供一定的市场空间。

“十四五”期间，中国政府将围绕节能、减排、降碳和提质增效，积极引导经济结构转变。下游重点行业的转型与发展，有望对装备制造业带来一定的市场需求。

在能源领域，核能方面，据中国核能行业协会预测，“十四五”期间中国将保持每年 6~8 台核电机组的核准开工节奏；据发改委、国家能源局印发的《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，国内核电运行装机容量将达到 7000 万千瓦左右。氢能方面，据国家发改委、国家能源局印发的《氢能产业发展中长期规划（2021—2035 年）》，到 2030 年，中国应形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，产业布局合理有序，可再生能源制氢广泛应用，有力支撑碳达峰目标实现。2024 年 4 月，国家能源局发布了《2024 年能源工作指导意见》，要求 2024 年底非化石能源发电装机占比提高到 55% 左右；风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到 17% 以上；稳步推进水电核电开发建设；安全有序推动沿海核电项目核准，建成投运山东荣成“国和一号”示范工程 1 号机组、广西防城港“华龙一号”示范工程 4 号机组等；持续推进核电重大专项。组织实施科技创新 2030—“智能电网”重大项目和“可再生能源技术”“煤炭清洁高效利用”“氢能技术”等能源领域国家重点研发计划项目。深入论证煤炭、油气等领域重大科技项目。

从冶金行业看，中国冶金业将力争在关键工艺、节能减排技术以及高端产品研发、生产和应用等方面取得新突破，以钢铁产品升级、提高质量、节能减排为重点，通过装备提升、工艺创新，推动钢铁工业实施技术改造。

从煤化工行业看，近年来，煤化工行业逐渐淘汰高耗能产业链，2024 年，工信部推出《工业领域碳达峰碳中和标准体系建设指南》。目标到 2025 年，初步建立工业领域碳达峰碳中和标准体系，制定 200 项以上碳达峰急需标准，重点制定基础通用、温室气体核算、低碳技术与装备等领域标准，为工业领域开展碳评估、降低碳排放等提供技术支撑。

新材料领域，受益于新能源、信息产业、航空航天、军工等新兴产业的崛起，传统消费领域如汽车、家电、工业、电子电器、医疗等消费升级、技术革新，新材料增长的驱动力丰富多元，发展势头迅猛。据工信部预计，2025年，中国新材料产业总产值将达到10万亿的规模，市场需求旺盛，新材料装备制造产业迎来快速发展。

外贸方面，2024年11月商务部发布《关于印发促进外贸稳定增长若干政策措施的通知》提出，支持关键设备、能源资源等产品进口。参照新版《产业结构调整指导目录》，修订发布《鼓励进口技术和产品目录》。完善再生铜铝原料等产品进口政策，扩大再生资源进口。

六、跟踪期主要变化

(一) 基础素质

1 产权情况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2025年3月底，公司控股股东、实际控制人仍为甘肃省国资委。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司保持了在技术水平、研发能力、产品品类等方面的竞争优势。

公司装备制造业务最重要的经营主体为核心子公司兰石重装，兰石重装已入选国务院国资委“科改示范企业”名单。2024年，兰石重装研发投入2.91亿元，占营业总收入的5.03%。兰石重装是国内唯一一家同时拥有前端石油化工、煤化工工程和产品储运专业甲级设计院、全领域装备制造能力、原材料供应能力及EPC综合服务能力的产业链全流程覆盖企业。

兰石重装已取得一、二、三类压力容器设计和制造许可证及美国机械工程师学会颁发的ASME压力容器U和U2制造证书，欧盟BV（必维国际检验集团）颁发的PED认证证书；拥有化工工程、石油及化工产品储运、炼油工程三个专业的甲级设计资质、石油化工工程总承包二级资质、环保工程专业承包一级资质。

在传统能源化工装备领域，兰石重装是国内最大直径、最大吨位螺纹换热器制造商、国内炼油行业四合一连续重整反应器设备独家供应商，代表着国内重型压力容器的领先制造水平。同时，在锻焊式压力容器制造领域，兰石重装可生产单台重达2000吨级的大型锻焊式加氢反应器。

核能领域，兰石重装拥有一类放射性物品运输容器制造许可证、民用核安全设备制造许可证（核燃料循环设施后处理厂）；民用核安全设备设计及制造许可证（热交换器，核安全3级）；民用核安全设备制造许可证（压力容器、储罐、管壳式热交换器核安全3级）。除取得必要的资质外，兰石重装拥有百余人的核级焊工及核级无损检测持证人员队伍，在压水堆应急柴油机组压力容器及仪表用容器市场占有优势份额，已研制出四代核电站用高温气冷堆HTL电加热器，在核燃料贮运容器细分领域具有较高的市场占有率，制造了中国首座50吨核乏燃料后处理中试厂的大多数非标设备。

在氢能装备领域，兰石重装布局“制、储、用（加）”氢能产业，已研制完成碱性电解水制氢装置、质子交换膜（PEM）电解制氢装置、生物质（包括生活垃圾）低温炭化焚烧装置、全系列低压储氢球罐、高压气态储氢系列容器、加氢站用储氢容器、微通道换热器（PCHE）等产品，氢能领域相关产品基本涵盖氢能全产业链。

在光伏多晶硅装备领域，兰石重装具备冷氢化反应器、还原炉、换热器等五大类核心设备的研发制造能力，与亚洲硅业、东方希望、大全能源等多家客户建立了长期战略合作伙伴关系。

在光热储能装备领域，兰石重装在熔盐储能、波浪能发电储能、氨氢耦合储能领域都有所开拓，为甘肃酒泉阿克塞50MW槽式太阳能光热发电项目公司提供了高/低温熔盐储罐；可拆、全焊产品在压缩空气储能领域首次实现推广应用，余热回收产品成功运用于兆瓦级燃料电池余热回收系统。

3 企业信用记录

公司债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至2025年6月3日，公司本部已结清和未结清信贷业务中，无不良和关注类信贷信息记录。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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本

报告出具日，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

跟踪期内，公司部分董事、高级管理人员发生变更，作为甘肃省国资委直属企业，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2024年，公司主要管理制度、内部管理体系未发生重大变化。

2024年，公司监事会成员未发生变化；公司部分董事、高级管理人员发生变更，其中原总经理、董事冯西平退休，变更为王志民，董事由李宗义变更为晁世元。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2024年，公司营业总收入同比有所增长，其中，公司房地产收入同比增长，主要系结转项目增加影响，公司装备制造业务的核心地位仍突出，兰石重装仍为公司主要收入来源主体。

2024年，公司仍将业务划分为装备制造、房地产和现代服务三个板块。

图表 4·2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况-

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	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（%）
装备制造	61.35	66.46	13.00	64.22	80.15	14.13	68.66	78.28	13.88
房地产	12.13	13.14	46.36	9.75	12.17	41.80	13.15	14.98	46.54
现代服务	18.82	20.40	11.43	6.15	7.68	39.03	5.96	6.79	37.53
合计	92.31	100.00	17.06	80.13	100.00	19.41	87.77	100.00	20.39

注：房地产包含租金收入；现代服务主要包括物业、酒店等

资料来源：公司年报

2024年，公司装备制造板块收入同比增长6.91%，毛利率同比略有下降；公司房地产板块收入同比增长34.87%，主要系公司持续推进商业地产去化，部分商业地产销售确认收入所致，毛利率同比增长4.74个百分点；公司现代服务收入同比略有下降。

受上述因素影响，2024年，公司营业总收入同比增长9.54%，综合毛利率同比略有提高，营业毛利率基本稳定；公司装备制造板块收入占比略有下降，但核心主业的地位仍很突出。

2 装备制造板块运行情况

公司装备制造板块核心运营主体兰石重装2024年经营业绩总体变化不大，兰石重装收入同比有所增长，主要来源于金属新材料业务全年收入并表，综合毛利率同比变化不大。

2024年，兰石重装营业总收入占公司装备制造板块收入的比重仍在80%以上，因此，本报告对公司装备制造业务的分析主要围绕兰石重装进行。

2023年12月，兰石重装收购兰州兰石超合金新材料有限公司（以下简称“超合金公司”），属于同一控制下企业合并，自2023年9月起纳入兰石重装合并报表范围，2024年报告期为完整的年度数据；超合金公司是金属材料产业链深加工区域龙头企业，拥有高温耐蚀合金、钛合金、铜合金、特殊不锈钢和特种结构钢材料族群的冶炼、锻造、热处理和加工全产业链，与公司装备制造业务有一体化协同优势。2024年，受光伏多晶硅行业装备投资持续放缓影响，兰石重装的新能源装备业务收入同比下降近30%。兰石重装工业智能装备和技术服务收入同比均有所下降，但降幅小。兰石重装传统能源装备收入同比变化不大，节能环保装备和工程总包收入同比分别增长10.61%和81.45%，主要系获取订单数量和工程总包项目增加所致。2024年，兰石重装收入中传统能源装备、工业智能装备和工程总包毛利率同比略有增长，其他类业务毛利率均有不同程度的下降，综上，兰石重装主营业务毛利率同比变化不大。

图表 5 • 2022—2024 年兰石重装主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	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(%)
传统能源装备	23.20	47.19	13.38	28.35	55.89	13.76	28.56	49.74%	15.88
新能源装备	13.02	26.49	14.69	9.08	17.90	13.57	6.42	11.18%	13.03
工业智能装备	3.04	6.17	12.91	3.43	6.76	15.40	3.05	5.31%	17.84
节能环保装备	3.17	6.46	13.75	3.77	7.43	16.81	4.17	7.26%	14.57
技术服务	0.89	1.81	52.53	1.32	2.60	60.87	1.17	2.04%	44.62
工程总包	5.85	11.89	2.20	3.18	6.27	2.45	5.77	10.05%	6.35
金属新材料	--	--	--	1.60	3.15	17.03	8.28	14.42%	11.76
小计	49.17	100.00	13.10	50.73	100.00	14.68	57.41	100.00	14.86

资料来源：兰石重装年报

采购方面，2024 年，兰石重装原材料采购模式、结算方式较上年未发生重大变化。2024 年，兰石重装对前五大供应商采购额为 8.81 亿元，占年度采购总额的 20.96%，采购集中度较 2023 年下降近 10 个百分点，主要系公司本年执行的订单涉及钢材较少，所需仪表阀门较多所致。

生产方面，2024 年，兰石重装产品仍主要为定制型的非标准化设备，用户对同一类产品的用料、参数、性能要求均不同。兰石重装采取“以销定产”的经营模式，根据客户的订货合同来安排生产。产品生产周期一般为 3~12 个月，产品在安装调试、功能验证、生产线打通、整体装置试车成功的平均验收周期为 3~6 个月，综合订单执行周期平均为 6~18 个月。

从客户集中度情况看，2024 年，兰石重装向前三名客户销售额为 11.49 亿元，占其年度销售总额的 19.84%，销售集中度较低。

在手订单方面，2024 年，兰石重装新增订货 81.6 亿元，同比增长 27.6%。具体来看，兰石重装取得传统炼油化工、煤化工领域新增订单 49.55 亿元；战略性新兴产业方面取得新能源订单 8.79 亿元，其中核能领域获得 6.77 亿元订单，同比增长 31.05%；获得金属新材料订单 9.18 亿元，同比增长 25.41%；节能环保领域取得订单 5.68 亿元，同比增长 26.35%；工业智能装备市场获得订单 6.03 亿元，同比增长 19.40%；检验检测、检维修服务等高附加值订单增加至 2.37 亿元。从国际化维度看，国际项目订单达 4.11 亿元，同比增长 41.09%。

3 房地产板块运营情况

公司地产板块待售项目主要为商铺、写字楼等，2024 年结转收入增加；公司豪布斯卡项目在当地具有良好的区位优势、重要配套已完成，但房地产行业景气度整体仍较为低迷，公司待售业态去化难度较大。

公司房地产项目开发的土地主要为“出城入园”整体搬迁过程中取得的兰州新区配套住宅项目土地和原厂区的土地，地产开发收益主要用于反哺公司装备制造板块、偿付“出城入园”建设中举借的债务。公司主业仍为装备制造，完成上述地块的开发后，公司无其他的土地收储计划。

2024 年，公司房地产板块收入为 13.15 亿元，同比增长 34.87%，主要系商业地产结转项目增加所致。

图表 6 • 2022—2024 年公司房地产板块收入确认情况

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)
豪布斯卡及杨家桥棚改项目	5.86	48.31	8.42	86.36	12.84	97.67
保障房项目	0.14	1.15	0.16	1.64	0.03	0.23
睿智名居项目	0.54	4.45	0.32	3.28	0.12	0.88
建筑安装	1.44	17.31	0.10	1.03	0.13	0.99
其他	4.15	28.77	0.75	7.69	0.03	0.23
合计	12.13	100.00	9.75	100.00	13.15	100.00

注：2022 年收入中，包含甘肃兰驼并入公司之前已销售未确认的收入 4.15 亿元

资料来源：公司提供

截至 2025 年 3 月底，公司无在建项目，豪布斯卡（三期）剩余部分已完工，青岛兰石家园项目拟计划出售。

截至 2025 年 3 月底，公司已完工在售的房地产项目主要为豪布斯卡一、二、三期，剩余部分主要商业配套、写字楼和车库等，2024 年，公司为盘活房地产资产，秉承“租售并举、以租为主”的运营策略，将可租赁的房地产项目全部转为投资性房地产自持进行租赁，带动 2024 年租金收入同比增长。

图表 7• 截至 2025 年 3 月底公司已完工房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	总建筑面积	可售面积	已售面积	去化率	计划投资	实际投资	累计回款	近年来结转收入金额		
								2022 年	2023 年	2024 年
新区保障房项目	46.81	40.19	37.65	93.68	11.77	21.32	11.22	0.14	0.16	0.03
兰石·睿智名居	46.56	22.84	22.84	100.00	18.38	18.79	10.49	0.00	0.18	0.39
杨家桥棚改项目	6.18	5.66	5.6	98.94	3.8	3.49	2.49	0.00	0.00	0.00
豪布斯卡项目（一期）	91.65	80.18	62.08	77.43	48.33	41.16	48.74	-0.43	-0.03	0.03
豪布斯卡项目（二期）	97.74	62.37	42.14	67.56	52.96	32.93	59.86	1.21	3.04	7.77
豪布斯卡项目（三期）	51.56	39.78	20.01	50.30	25.00	22.26	25.20	5.06	6.13	5.04
合计	340.5	251.02	190.32	75.82	160.24	139.95	158.00	5.98	9.48	13.26

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

豪布斯卡项目为公司在老厂区土地上开发的住宅、商铺和写字楼。豪布斯卡所在区域的市政道路等主要配套设施于 2021 年下半年完成，但由于地产市场形势发生较大变化，且公司待售项目主要为单一面积和货值较大的商铺、写字楼，2022 年以来销售情况不理想。2024 年，公司完成销售面积 6.87 万平方米、销售额 12.25 亿元，销售回款 1.87 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司豪布斯卡项目已售面积为 123.21 万平方米，待售面积为 106.92 万平方米，待售货值为 121.30 亿元（包含 2024 年公司由固定资产转入投资性房地产部分）。截至 2025 年 3 月底，项目内已有知名餐饮、酒店和大型连锁超市开业，写字楼已有甘肃国投（含其控股的甘肃科投、甘肃药投、甘肃工程咨询公司、甘肃电器装备公司）、中国铁塔甘肃分公司、国家能源甘肃分公司、中核甘肃矿业局西北联络处、广东省能源集团西北（甘肃）有限公司、甘肃能化投等甘肃省属企业或央企分支机构进驻。当前地产市场景气度仍较为低迷，且公司待售的办公、商业地产单一项目面积、货值较大，流动性弱，未来公司房地产项目去化难度较大。

图表 8• 截至 2025 年 3 月底豪布斯卡项目货值统计（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总体		已售部分		待售部分	
	面积	货值	面积	货值	面积	货值
住宅	98.66	100.49	98.15	99.71	0.51	0.78
商业	29.01	62.46	2.13	8.49	26.88	53.97
办公	29.15	59.91	11.66	23.47	17.49	36.44
公寓	3.93	5.07	1.48	2.52	2.45	2.55
车位	40.4	28.23	7.94	6.16	32.46	22.07
库房	1.93	0.95	1.35	0.65	0.58	0.30
酒店	3.81	4.89	0.39	0.67	3.42	4.22
幼儿园	1.00	0.76	0.00	0.00	1.00	0.76
配套	22.24	0.34	0.11	0.13	22.13	0.21
合计	230.13	263.10	123.21	141.80	106.92	121.30

注：待售部分包含公司自持资产

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 未来发展

公司 2025 年经营主要围绕传统优势业务和新兴产业进行，有利于公司的经营发展。

根据核心经营主体兰石重装年报，2025 年兰石重装将继续保持炼油化工、煤化工等传统优势产业，继续拓展以“核氢光储”新能源装备、高温合金新材料、工业智能装备、节能环保装备为主的战略性新兴产业，加力发展以工程咨询和设计服务、检验检测、数智化、检维修服务等为主的生产性服务业。

(四) 财务方面

2024 年，公司与原财务报告审计机构大华会计师事务所（特殊普通合伙）的合同已到期，甘肃省国资委根据《中华人民共和国企业国有资产法》《财政部国务院国资委证监会关于印发<国有企业、上市公司选聘会计师事务所管理办法>的通知》(财会[2023]4 号) 等有关规定，按程序法依法依规对公司年报审计机构进行了选聘，根据招标结果，公司决定聘用利安达会计师事务所（特殊普通合伙）作为财务报告审计机构。公司提供了 2024 年财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2024 年，公司财务报表合并范围内净增加子公司 1 家，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。截至 2024 年底，公司合并范围内子公司共 48 家¹。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

截至 2024 年底，公司资产规模较上年底有所增长，公司将部分存货转至投资性房地产进行租赁；流动资产中应收账款增加，对营运资金占用较大；非流动资产仍以固定资产和投资性房地产为主。公司受限资产规模尚可，资产流动性较弱。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 3.36%，主要系非流动资产增加所致；公司非流动资产占比提高 12.41 个百分点至 57.13%。

图表 9 • 公司主要资产情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	175.04	53.05	189.16	55.28	151.62	42.87
货币资金	17.52	5.31	22.12	6.46	20.92	5.92
应收账款	22.44	6.80	26.63	7.78	43.02	12.16
存货	103.37	31.33	111.30	32.52	57.21	16.17
合同资产	13.11	3.97	16.03	4.68	18.63	5.27
非流动资产	154.91	46.95	153.04	44.72	202.07	57.13
投资性房地产	47.80	14.49	46.30	13.53	94.41	26.69
固定资产	64.70	19.61	63.02	18.42	59.62	16.86
资产总额	329.95	100.00	342.21	100.00	353.69	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司流动资产较上年底下降 19.85%，主要系存货大幅减少所致。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底下降 5.40%，主要系其他货币资金减少所致，货币资金中有 9.25 亿元受限资金，受限比例为 44.19%，主要为募集债券专款专用而支取受限的资金及银行承兑汇票保证金和信用证保证金等。截至 2024 年底，公司应收账款账面价值较上年底大幅增长 61.58%，主要系公司本期房地产项目商业资产销售及装备制造主业产品销售增加所致。应收账款余额中，账龄在 1 年以内的占 58.87%（较上年底下降 3.11 个百分点），1~2 年的占 21.05%（较上年底提高 12.27 个百分点），2~3 年的占 2.69%；累计计提坏账准备 7.02 亿元，计提比例为 14.03%；前五大欠款方合计金额为 8.29 亿元，占比为 16.55%，集中度不高。公司存货较上年底下降 48.60%，主要系公司为盘活房地产资产，进行“租售并举、以租为主”的运营策略，以提高资产利用率，根据会计准则规定将部分存货转为投资性房

¹ 公司子公司兰石重装 2024 年回购青岛兰石石油装备工程有限公司（以下简称“青岛装备”）40%股权，回购对接 42905730 元，回购后兰石重装拥有青岛装备 100.00%股权。

地产核算所致。存货中在产品及自制半成品占 56.82% (共 33.15 亿元, 其中开发成本 3.23 亿元), 库存商品占 21.74% (13.04 亿元, 含开发产品 6.27 亿元), 累计计提跌价准备 1.32 亿元, 计提比例为 2.25%。

截至 2024 年底, 公司非流动资产较上年底增长 32.04%。截至 2024 年底, 公司投资性房地产较上年底增长 103.93%, 主要系部分存货转入所致, 公司投资性房地产中, 房屋、建筑物账面价值 90.27 亿元, 土地使用权账面价值 4.15 亿元; 投资性房地产以公允价值计量, 成本合计 81.65 亿元, 公允价值变动合计 12.77 亿元; 公司将部分自持房屋建筑物出租, 2024 年获得租金收入 2.11 亿元, 同比增长 50.71%。公司固定资产较上年底下降 5.40%。固定资产主要由房屋及建筑物 (占 79.91%) 和机器设备 (占 18.04%) 构成, 累计计提折旧 28.49 亿元; 固定资产成新率 67.66%, 成新率一般。

截至 2024 年底, 公司受限资产 79.41 亿元, 占总资产比例为 22.45%, 资产受限比例较高。

图表 10 • 截至 2024 年底公司受限资产情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	9.25	保证金
应收账款	0.16	借款抵押
存货	0.08	借款抵押
固定资产	10.90	借款抵押
无形资产	0.32	借款抵押
在建工程	0.40	借款抵押
投资性房地产	48.98	借款抵押
长期股权投资	9.32	借款抵押
合计	79.41	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

(2) 资本结构

①所有者权益

2024 年 10 月, 公司收到政府注资, 实收资本和资本公积有所增长, 截至 2024 年底, 公司所有者权益较上年底略有增长; 所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2024 年底, 公司所有者权益 81.57 亿元, 较上年底略有增长, 公司实收资本和资本公积较上年底有所增长, 主要系 2024 年 10 月, 公司收到政府注资 3000.00 万元, 一部分注入实收资本 (为 804.54 万元), 一部分注入资本公积 (为 2195.46 万元) 所致。公司所有者权益中, 归属于母公司所有者权益占比为 80.64%, 少数股东权益占比为 19.36%。在所有者权益中, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 21.83%、22.30%、16.26% 和 16.69%。所有者权益结构稳定性尚可。

②负债

截至 2024 年底, 公司负债总额、全部债务较上年底有所增长, 债务期限结构变化不大; 公司债务负担较重, 且期限结构有待优化。

截至 2024 年底, 公司负债总额较上年底增长 4.30%, 公司负债以流动负债为主, 负债结构较上年底变化不大。

图表 11 • 公司主要负债情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	196.26	77.98	203.40	77.96	202.77	74.52
短期借款	71.09	28.25	69.87	26.78	71.30	26.20
应付票据	21.17	8.41	31.97	12.26	20.04	7.36
应付账款	34.89	13.86	33.87	12.98	38.64	14.20
一年内到期的非流动负债	26.15	10.39	23.40	8.97	30.23	11.11

合同负债	20.29	8.06	21.69	8.31	21.98	8.08
非流动负债	55.43	22.02	57.49	22.04	69.35	25.48
长期借款	23.60	9.38	38.88	14.90	41.39	15.21
应付债券	19.33	7.68	6.68	2.56	14.32	5.26
负债总额	251.69	100.00	260.89	100.00	272.12	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司流动负债较上年底下降 0.31%。截至 2024 年底，公司短期借款较上年底增长 2.40%，短期借款以保证借款（占 54.27%）和抵押借款（32.55%）为主。公司应付票据较上年底下降 37.32%，主要系开具的承兑汇票到期解付所致。公司应付账款较上年底增长 14.09%，主要系应付采购款和工程款增加所致；应付账款中，账龄 1 年以内的占 75.30%，1~2 年的占 11.43%，2~3 年的占 3.73%。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 29.22%，主要系 1 年内到期的长期借款增加所致。公司合同负债较上年底变化不大，主要为预收货款。

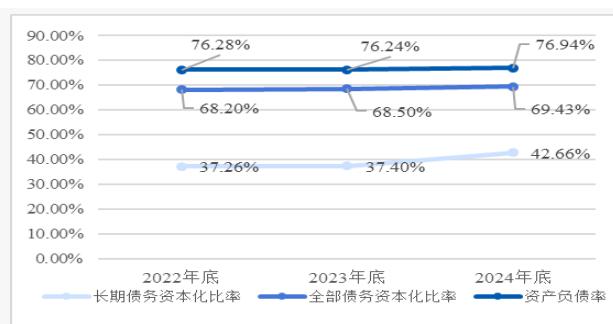
截至 2024 年底，公司非流动负债较上年底增长 20.63%。截至 2024 年底，公司长期借款较上年底增长 6.45%，长期借款主要由抵押借款（占 43.17%）和保证借款（占 34.42%）构成；应付债券较上年底增长 114.39%，主要系公司发行“24 兰石 01”和“24 兰石 02”两期私募债所致。

图表 12• 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13• 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司全部债务 185.25 亿元，较上年底增长 4.77%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 67.25%，短期债务为 124.57 亿元，结合公司债“21 兰石 01”将于 2026 年 3 月到期，公司短期内面临一定偿债压力。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例分别为 76.94%、69.43% 和 42.66%，较上年底分别上升 0.70 个百分点、0.93 个百分点和 5.26 个百分点。公司债务负担较重。

(3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比增长，但期间费用和非经常性损益对利润形成侵蚀，导致利润总额同比大幅下降。

2024 年，公司营业总收入同比增长 9.54%，营业利润率同比提高 0.93 个百分点至 18.92%，但公司利润总额同比下降 52.40%，主要系公司对应收账款、存货和商誉等计提减值规模较大所致。

期间费用方面，2024 年，公司费用总额为 16.26 亿元，同比下降 4.88%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 8.47%、28.37%、19.56% 和 43.06%，以管理费用和财务费用为主。其中，研发费用为 3.18 亿元，同比增长 11.94%；财务费用为 7.09 亿元，同比下降 5.84%。2024 年，公司期间费用率为 18.52%，同比下降 2.81 个百分点，期间费用对整体利润侵蚀仍较严重。

2024 年，公司资产减值损失 0.92 亿元（主要为存货跌价和商誉减值损失），信用减值损失 1.05 亿元（主要为应收账款坏账损失），实现其他收益（主要为政府补助相关、进项税加计抵减等）1.15 亿元，分别相当于营业利润的 314.98%、357.40% 和 392.20%。

受前述因素影响，2024 年，公司利润总额同比下降。2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年分别下降 0.44 个百分点和下降 0.27 个百分点。

图表 14 • 公司盈利能力情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入（亿元）	92.31	80.13	87.77
营业成本（亿元）	76.55	64.57	69.88
费用总额（亿元）	14.51	17.09	16.26
资产减值损失（亿元）	-0.18	-0.29	-0.92
信用减值损失（亿元）	-0.13	-0.34	-1.05
其他收益（亿元）	0.42	0.90	1.15
投资收益（亿元）	-0.03	3.61	-0.04
利润总额（亿元）	0.25	1.34	0.64
营业利润率（%）	15.84	17.99	18.92
总资本收益率（%）	3.37	3.61	3.13
净资产收益率（%）	1.21	1.63	1.36

资料来源：联合资信根据公司年报整理

(4) 现金流

2024 年，公司经营活动仍保持净流入，筹资活动前现金净流可以覆盖日常活动支出，但公司大量债务存在接续需求。

从经营活动来看，2024 年，公司经营活动现金流入和流出同比变化不大。公司经营活动现金净流入 2.98 亿元，持续净流入。2024 年，公司现金收入比为 79.29%，同比下降 8.70 个百分点。

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入 5.56 亿元，主要为转让部分兰石重装股份的价款，2024 年无此项事项；投资活动现金流出规模同比增加 1.53 亿元，主要系青岛公司回购款增加所致。2024 年，公司投资活动现金由上年的净流入转为净流出。

2024 年，公司筹资活动前现金净额持续净流入。

从筹资活动来看，2024 年，公司筹资活动现金流入量和流出量均有所下降，取得借款收到的现金略高于偿付债务支付的现金；公司筹资活动现金由上年的净流出转为净流入。

图表 15 • 公司现金流情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计（亿元）	84.30	76.97	72.08
经营活动现金流出小计（亿元）	89.73	75.49	69.10
经营活动现金流量净额（亿元）	-5.43	1.48	2.98
投资活动现金流入小计（亿元）	0.09	5.56	0.11
投资活动现金流出小计（亿元）	0.93	0.45	1.98
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.83	5.11	-1.87
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-6.26	6.59	1.10
筹资活动现金流入小计（亿元）	157.23	180.12	173.98
筹资活动现金流出小计（亿元）	158.44	187.26	171.15
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.21	-7.14	2.83
现金收入比（%）	85.69	87.99	79.29

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

2024 年，公司短期偿债指标和长期偿债指标较上年底均有所弱化，再融资空间仍有待拓宽。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年	2024年
短期偿债指标	流动比率(%)	89.19	93.00	74.77
	速动比率(%)	36.52	38.28	46.56
	经营现金/流动负债(%)	-2.77	0.73	1.47
	经营现金/短期债务(倍)	-0.04	0.01	0.02
	现金类资产/短期债务(倍)	0.18	0.20	0.18
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	11.34	13.05	11.54
	全部债务/EBITDA(倍)	14.80	13.55	16.05
	经营现金/全部债务(倍)	-0.03	0.01	0.02
	EBITDA/利息支出(倍)	1.36	1.51	1.43
	经营现金/利息支出(倍)	-0.65	0.17	0.37

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

截至 2024 年底，公司流动比率和现金短期债务比指标较上年底均有所下降；2024 年，由于经营活动现金净流入增加，经营现金/流动负债和经营现金/短期债务指标均有所增长。公司各项短期偿债指标表现尚可。

2024 年，公司 EBITDA 为 11.54 亿元，同比下降 11.59%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 27.19%）、计入财务费用的利息支出（占 62.85%）和利润总额（占 5.52%）构成。2024 年，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度有所下降。公司各项长期偿债能力指标均有所弱化。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保金额合计 1.10 亿元，主要为对兰能投（甘肃）能源化工有限公司提供的项目建设融资租赁回购增信 1.00 亿元。

截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2025 年 4 月底，公司共获银行授信额度 201.10 亿元（较 2023 年底增加 40.92 亿元），尚未使用额度 22.77 亿元。公司子公司兰石重装为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部资产中长期股权投资以及与房地产开发相关的开发产品、开发成本和投资性房地产占比大，资产流动性一般。作为合并体系中重要的发债及借款主体，公司本部债务负担较重，存在较大的短期偿债压力。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 229.94 亿元，较上年底增长 4.33%。其中，流动资产 58.16 亿元（占 25.30%），非流动资产 171.77 亿元（占 74.70%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 15.38%）、应收账款（占 37.33%）、其他应收款（占 28.67%）和存货（占 16.98%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 36.46%）、投资性房地产（占 50.00%）和固定资产（占 8.28%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 8.94 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司所持有的兰石重装股份的参考市值规模为 44.55 亿元；截至 2025 年 5 月底，公司将所持有的兰石重装的 36.79% 的股份质押，占总股本的 16.96%。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 155.58 亿元，较上年底增长 7.04%。其中，流动负债 107.85 亿元（占 69.32%），非流动负债 47.73 亿元（占 30.68%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 37.52%）、应付账款（占 11.74%）、其他应付款（占 17.17%）和一年内到期的非流动负债（占 21.04%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 53.00%）和应付债券（占 30.00%）构成。截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 67.66%，较上年底增长 1.71 个百分点。

截至 2024 年底，公司本部全部债务 110.79 亿元。其中，短期债务占 61.69%、长期债务占 38.31%。截至 2024 年底，公司本部短期债务为 68.34 亿元，存在较大的集中偿付压力。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 59.84%，公司本部债务负担较重。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 74.36 亿元，较上年底变化不大。在所有者权益中，实收资本为 17.81 亿元（占 23.95%）、资本公积合计 7.14 亿元（占 9.61%）、其他综合收益 13.26 亿元（占 17.84%），未分配利润合计 33.35 亿元（占 44.85%）。

2024年，公司本部营业总收入为17.43亿元，利润总额为-0.88亿元，同比由盈转亏。同期，公司本部资产减值损失0.19亿元、信用减值损失0.91亿元。

现金流方面，2024年，公司本部经营活动现金流净额为-2.77亿元，投资活动现金流净额为-0.46亿元，筹资活动现金流净额为4.09亿元。

截至2024年底，公司本部资产、负债、所有者权益分别相当于合并口径的65.01%、57.17%和91.16%，全部债务相当于合并口径的59.81%。2024年，公司本部营业总收入相当于合并口径的19.86%，利润总额为-0.88亿元。

（五）ESG方面

公司ESG表现对公司持续经营的无重大负面影响。

作为甘肃省国资委直属企业，公司按照公司法等法律法规制定公司章程并建立了符合现代企业制度的法人治理结构。2024年，公司依法履行纳税义务，仍为纳税信用A级纳税人，纳税总额3.00亿元；公司经营活动有助于促进就业，截至2024年底，子公司兰石重装在职员工4594人。公司作为地方重要国企，响应政府号召，自觉承担社会责任，在公共卫生事件发生期间，对自持商业地产的租户减免租金。公司参与社会公益事业，2024年对外捐赠30万元。但公司部分应付账款账龄较长，需进一步改善与供应商的合作关系。

七、外部支持

公司在甘肃省国有经济领域具有较为重要的地位，近年来持续享受一定规模的政府补助，对利润形成了有效补充；甘肃省省属企业对公司提供了外部增信和流动性支持。

公司是甘肃省国资委直属装备制造企业，在甘肃省国有经济领域具有较为重要的地位。

近年来，公司持续获得政府补助。2024年，公司实现其他收益（主要为政府补助）1.15亿元，对营业利润形成了重要补充。此外，2024年10月，公司收到政府注资3000.00万元，一部分注入实收资本（为804.54万元），一部分注入资本公积（为2195.46万元）。

甘肃省国资委协调省属国有企业对公司提供增信和流动性支持，其中，甘肃国投对“21兰石01”提供了连带责任保证担保。

八、债券偿还能力分析

截至2025年5月底，公司存续债券“21兰石01”由甘肃国投提供担保。

1 21兰石01

甘肃国投作为甘肃省国资委直属的国有资本运营主体，在股东背景、业务规模、行业地位等方面具有很强的竞争优势，其担保对“21兰石01”信用水平具有显著提升作用。

2 担保方业务经营分析

甘肃国投于2007年设立，原名甘肃省国有资产经营有限责任公司，2009年变更为现名。后经多次增资，截至2024年9月底，甘肃国投注册资本和实收资本均为123.13亿元，甘肃省国资委和酒泉钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“酒钢集团”）分别持股84.00%和16.00%，甘肃省国资委为甘肃国投的控股股东及实际控制人。

甘肃国投是甘肃省政府最主要的国有资本经营管理主体，主营业务为有色金属、电力、农业等业务。

甘肃国投业务涉及工业产品、农业产品和电力业务等领域，主要由各下属子公司经营。2023年，甘肃国投营业总收入同比增长6.72%，各业务板块收入同比均有不同程度的增长。其中，有色金属板块仍为收入主要来源，收入同比增长3.08%，毛利率同比提升，主要系有色金属价格提升以及贸易业务的增长所致；电力业务板块收入同比增长8.13%，主要系发电量及上网电价提升所致，加之燃煤成本的下降，电力业务毛利率同比提升8.90个百分点；农产品收入同比增长12.60%，主要系农业生产数量和价格的提升所致；其他业务包括建筑业、商业服务业、交通运输业、科技研发、合成材料、纤维生产、机械制造、热力生产供应、文化传媒、造价咨询、生物医药、工程监理、资产管理、委托贷款等，收入较上年同期增长4.43%。

2024年1—9月，甘肃国投营业总收入同比增长17.35%，主要得益于有色金属业务规模的增长，综合毛利率同比有所下降，主要系有色金属业务中毛利偏低的贸易业务占比提升所致。

图表17·2021—2023年及2024年1—9月甘肃国投主营业务收入构成情况（单位：亿元）

业务板块	2021年			2022年			2023年			2024年1—9月		
	金额	占比	毛利率									
有色金属	2739.88	90.73%	5.90%	3427.12	91.28%	5.54%	3532.59	88.14%	5.84%	3129.69	90.02%	4.34%
电力业务	92.68	3.07%	15.76%	116.92	3.11%	16.84%	126.43	3.15%	25.74%	98.79	2.84%	23.66%
农业产品	72.78	2.41%	17.67%	80.40	2.14%	18.25%	90.53	2.26%	16.03%	54.82	1.58%	16.29%
其他	114.58	3.79%	11.35%	130.09	3.46%	14.11%	258.45	6.45%	7.89%	193.30	5.56%	9.17%
合计	3019.92	100.00%	6.70%	3754.53	100.00%	6.46%	4008.00	100.00%	6.83%	3476.60	100.00%	5.35%

注：2021年主营业务收入为调整前的数据；小数尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(1) 有色金属

金川集团保持规模优势，有色金属业务收入规模持续增长，低毛利率的贸易业务占比提升导致有色金属板块综合毛利率下降，同时需持续关注待开发矿山后续进展及海外经营面临的风险。

甘肃国投有色金属业务主要由子公司金川集团股份有限公司（以下简称“金川集团”）负责运营。金川集团以矿业和金属为主业，集采、选、冶、深加工配套为一体，主要生产镍、铜、钴、稀贵金属、碳酸冶金、化工等传统产品，同时从事有色金属的精深加工以及贸易，海外业务由金川集团的下属子公司金川集团国际资源有限公司运营。

2021—2023年，金川集团营业收入持续增长，主要产生于有色金属产品、新能源材料产品、有色金属贸易业务，其中有色金属贸易业务产品主要包含镍系列产品及铜系列产品等。2024年1—9月得益于有色金属产品规模扩大及贸易业务收入增长，营业收入同比增长7.96%，但由于毛利率较低的有色金属贸易业务占比提高以及钴产品价格下降，综合毛利率同比下降1.38个百分点。

图表18·金川集团营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2022年		2023年		2024年1—9月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属产品	1031.52	12.89%	1314.02	12.32%	1455.34	13.45%	1375.83	7.36%
其中：镍系列产品	220.03	20.70%	316.73	30.03%	327.30	28.31%	182.12	25.51%
铜系列产品	666.42	7.61%	722.70	3.84%	800.42	4.81%	678.01	4.53%
钴系列产品	30.65	33.10%	33.93	25.11%	24.29	21.70%	15.16	15.83%
贵金属产品	114.43	11.66%	240.66	12.67%	303.33	19.56%	500.54	4.33%
新能源新材料产品	75.40	5.20%	208.12	6.82%	140.16	1.56%	121.05	6.78%
有色金属贸易	1411.63	0.06%	1667.41	0.02%	1801.99	0.07%	1454.97	0.14%
其他	123.37	19.35%	137.96	9.57%	135.10	5.25%	177.85	13.73%
合计	2641.92	6.11%	3327.51	5.70%	3532.59	5.84%	3129.70	4.34%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

金川集团在国内外拥有丰富的矿产资源储备。2023年镍产量居世界第三，钴产量居世界第五，铜产量国内第四；截至2024年9月底，金川集团在境内拥有3座有色金属矿山，并控股、包销青海夏日哈木镍矿；在境外通过并购的南非梅特瑞斯公司、南非思威铂业公司、阿比顿赞比亚公司、印尼WP&RKA公司、加拿大泰勒资源公司5家境外矿业公司控制10座矿山。其中在产矿山境内2座、境外5座，租赁经营矿山2座。金川集团待开发矿山数量较多，且部分境外矿山建设进展缓慢，需持续关注待开发矿山后续进展及海外经营面临的风险。

2024年12月19日，根据金川集团公告，金川集团拟定向回购12家小股东持有公司的全部股份和国开金融有限责任公司、中国宝武钢铁集团有限公司及太原钢铁（集团）有限公司持有的部分股份，拟回购股份数量占公司目前总股本的11.55%，其余股东所持股份保持不变，控股股东及实际控制人股份保持不变。经评估，此次回购资金总额107.23亿元，占金川集团2023年底净资产的14.54%，金川集团拟通过自有资金与外部融资方式解决。上述股份回购后，金川集团总股本由229.47亿股减至202.95亿股，截至2025年3月底，金川集团注册资本变更为202.95亿元。

(2) 电力业务

随着火电及新能源项目的建成投产，2023年甘肃电投装机规模明显增长，上网电量同比提升，加之燃煤价格的回落，甘肃电投的盈利水平有所提升，需关注较大规模的在建项目带来的投资压力。

甘肃国投电力业务的主要经营主体为甘肃省电力投资集团有限责任公司（以下简称“甘肃电投”），其业务涉及火电、水电、风电和光电，收入以火电为主。甘肃电投的电力资产全部位于甘肃省境内，保持装机容量的规模优势，可控装机容量进一步增加，电力业务在甘肃省具有重要地位。

随着常乐电厂3、4号2*100万千瓦火电机组投产及新能源项目的投运，2023年以来甘肃电投控股装机容量明显提升，电源结构较为多元，但仍以火电为主，新能源机组占比提升。截至2024年9月底，甘肃电投控股装机容量为1033.57万千瓦，权益装机容量948.41万千瓦。甘肃电投在建项目主要为4台百万千瓦级火电机组，截至2024年9月底尚需投资83.87亿元，未来投产后运营实力将进一步增强，但亦面临一定的投资压力。

2023年，甘肃电投上网电量同比提升，其中，各板块机组上网电量均有所上升，平均利用小时数的下降主要系火电新机组投运的影响；2024年1-9月，得益于常乐电厂3、4号机组于年初正式运营，火电机组上网电量同比实现较大提升；水电机组利用小时数、上网电量保持增长；风电和光伏机组受区域内新能源装机增速较快影响，利用小时数同比出现较大下降，风电上网电量同比减少；光伏上网电量主要得益于新投产机组运营而同比增加。上网电价方面，甘肃电投平均上网电价稳中有增，其中，受燃煤价格下行及新能源装机快速增长等影响，甘肃电投的火电机组平均上网电价虽呈下降趋势，但盈利情况有所改善。

2024年1-9月，得益于上网电量的同比上升及燃煤成本的下降，甘肃电投营业收入同比增加12.40%至98.79亿元，毛利率同比提升1.64个百分点。

图表 19 • 甘肃电投电力业务开展情况

项目	2021年底	2022年底	2023年底	2024年1-9月/2024年9月底
控股装机容量(万千瓦时)	746.57	771.57	1033.57	1033.57
其中：火电	467.00	467.00	667.00	667.00
水电	182.22	182.22	179.22	179.22
风电	80.35	100.35	110.35	110.35
光伏	17.00	22.00	77.00	77.00
权益装机容量(万千瓦时)	794.68	819.68	948.41	948.41
平均利用小时数(小时)	4279	4389	4286	2829
上网电量(亿千瓦时)	300.86	311.54	337.07	278.78
含税平均上网电价(元/千瓦时)	0.3003	0.3768	0.3787	0.3629

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(3) 农业产品

甘肃农垦作为甘肃省农业主导企业，2023年以来营业收入有所增长，但主要产品的价格易受国家宏观政策、季节、市场需求等因素的影响，需关注其盈利的稳定性。

甘肃农垦是甘肃省农业主导企业，其下属上市公司包括甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司（证券代码600108.SH，以下简称“亚盛集团”）、主营葡萄酒业务的甘肃莫高实业发展股份有限公司（证券代码600543.SH，以下简称“莫高股份”）和主营乳制品制造业务的兰州庄园牧场股份有限公司（证券代码002910.SZ、01533.HK，以下简称“庄园牧场”）。甘肃农垦是甘肃省最重要的农业企业，其自有土地资源丰富，产业链较为完善，主营业务以农业、工业为主，兼营商业、建筑业、服务业等其他业务，其中农业主要包括农业种植、畜牧养殖两方面，工业业务包括水泥制造、葡萄酒制造、灌溉设备制造、特种药材加工等。

2023年，甘肃农垦营业收入同比增长，主要得益于农业板块产销扩张及主要产品价格的上行，但毛利率同比下降2.20个百分点，由于畜牧板块当年受市场行情影响全面亏损。2024年1-9月，甘肃农垦营业收入同比增长6.36%，毛利率同比下降0.55个百分点。

(4) 其他业务

其他业务较为分散，收入规模占比小，对公司主营业务收入和盈利形成一定补充。

其他业务板块主要为医药制造及流通、资产管理业务以及建筑业、商业服务业、交通运输业、科技研发板块、合成材料等业务。

医药制造及流通板块的运营主体主要为甘肃国投通过收购获得的子公司兰州佛慈医药产业发展集团有限公司（以下简称“佛慈集团”），于 2023 年 9 月将其纳入合并范围，甘肃国投对其收购对价为 40.17 亿元。2023 年，佛慈集团实现营业收入 32.89 亿元，其中，医药制造业务收入 11.63 亿元、医药流通业务收入 18.17 亿元；实现净利润-0.08 亿元，经营呈亏损状态，主要系医药制造业外采的中药材价格整体呈上涨态势所致。

3 担保方财务分析

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对甘肃国投 2021—2023 年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。甘肃国投 2024 年 1—9 月财务报表未经审计。

合并范围方面，2021 年，甘肃国投新纳入合并范围的一级子公司 1 家，为甘肃陇苑物产有限公司；2022 年，甘肃国投合并范围一级子公司无变动；2023 年，甘肃国投新纳入合并范围的一级子公司 1 家，为兰州佛慈医药产业发展集团有限公司，不再纳入合并范围的一级子公司 2 家，分别为兰州三毛纺织（集团）有限责任公司和甘肃国开投资有限公司；2024 年 1—9 月，甘肃国投合并范围未发生变化，截至 2024 年 9 月底，甘肃国投纳入合并范围的一级子公司共 20 家。总体看，合并报表范围的变化对甘肃国投财务数据可比性影响较小。

资产质量

2021—2023 年末，甘肃国投资产规模稳定提升，资产构成以营运类资产和投资资产为主，现金类资产充裕，受限比例低，资产结构相对均衡，需关注应收类款项的回收情况。

2021—2023 年末，甘肃国投总资产规模逐年提升，年均复合增长 9.65%。甘肃国投资产构成主要包括货币资金、实业业务开展过程中形成的营运类资产和生产性资产以及投资类资产等。具体来看，甘肃国投现金类资产较为充裕，截至 2023 年底，非受限货币资金占总资产比重为 9.08%。生产性资产为甘肃国投资产的最主要构成，截至 2023 年底占总资产的比重为 40.74%，主要包括与实体板块生产和运营有关的房屋及建筑物、机器设备等固定资产和在建工程，以及金川集团、甘肃农垦的土地使用权、探矿权和采矿权等无形资产等。营运类资产方面，甘肃国投存货主要为有色金属产品，截至 2023 年底为 379.68 亿元，其价值受市场影响较大，甘肃国投已计提存货跌价准备 15.32 亿元；甘肃国投应收类款项以其他应收款和应收账款为主，其中其他应收款主要为应收兰州建设投资（控股）集团有限公司、甘肃省新业资产经营有限责任公司、甘肃省经济合作有限公司等企业的往来款以及应收靖远煤业集团有限责任公司的股权转让款，应收账款主要系应收宁德时代新能源科技股份有限公司、可再生能源补贴基金、国网甘肃省电力公司等的款项；同时，甘肃国投对其他应收款及应收账款均计提了较高比例的坏账准备，截至 2023 年末分别为 35.50% 和 15.90%，需关注应收类款项的回收情况。公司投资类资产主要包括对甘肃省各企业的投资形成的长期股权投资，和以公允价值计量的对甘肃省铁路投资建设集团有限公司等企业以及各类产业发展基金的投资形成的其他权益工具投资，规模保持增长。

截至 2023 年底，甘肃国投受限资产规模为 160.42 亿元，占期末总资产的比例为 4.63%，受限比例较低。

截至 2024 年 9 月底，甘肃国投资产总额较上年底有所增长，主要系金川集团生产规模扩大导致存货规模的增加，以及增加对广岩投资有限责任公司等联营企业的投资，其余资产科目变动不大。

图表20·甘肃国投各类资产变化情况（单位：亿元）


注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生物性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表21·2023年底甘肃国投受限资产明细（单位：亿元）

资产类别	受限金额	受限金额占总资产比例	受限原因
货币资金	29.85	0.86%	各类保证金等
应收账款及票据	16.40	0.47%	借款质押、有追索权保理融资、票据质押、入池质押票据
存货	2.77	0.08%	借款抵押
固定资产	66.44	1.92%	融资租赁、借款抵押
无形资产	3.02	0.09%	借款抵押
在建工程	5.24	0.15%	借款抵押
其他	36.71	1.06%	借款抵押
合计	160.42	4.63%	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

所有者权益

2021—2023年末，甘肃国投所有者权益稳定增长，持有金川集团等子公司股权比例偏低，少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

随着未分配利润的积累以及合并范围扩大带来少数股东权益的增加，2021—2023年末，甘肃国投所有者权益规模逐年提升。截至2024年9月底，甘肃国投所有者权益1496.51亿元，较上年底增长5.83%，其中，归属于母公司所有者权益占比为55.60%，少数股东权益占比为44.40%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为8.23%、30.19%、0.82%和15.92%，所有者权益结构稳定性一般。

负债

2021—2023年末，甘肃国投负债以有息债务为主，有息债务增速快，债务负担一般，债务期限结构较为均衡。

2021—2023年末，随着甘肃国投筹资节奏的加快以及合并范围变化，甘肃国投全部债务年均复合增长11.10%，截至2023年底，甘肃国投全部债务为1532.95亿元，占同期末负债总额的74.68%，其中，银行借款约占75%、发行债券约占18%。债务期限结构方面，由于公司本部逐步增加中长期债券和银行贷款融资，甘肃国投短期债务占比逐年压缩至2023年底的35.06%。短期银行借款主要为信用借款，应付短期债券和一年内到期的应付债券合计134.41亿元；长期债务主要为长期银行借款、甘肃国投本部及金川集团等子公司发行的中期票据和公司债。此外，子公司有色金属、电力及农业等业务开展过程中形成一定的应付账款和应付票据，受业务开展进度影响规模有所波动；其他应付款主要为往来款、押金及质量保证金等。

截至2024年9月底，甘肃国投负债总额较上年底增长11.37%，主要系长短期银行借款和债券发行增加所致。同期末，甘肃国投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.44%、53.43%和42.96%，债务负担一般。

图表22·甘肃国投主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2021年底		2022年底		2023年底		2024年9月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	845.33	49.06%	946.76	48.05%	926.15	45.12%	1018.69	44.56%
短期借款	176.70	10.26%	249.27	12.65%	199.97	9.74%	277.53	12.14%
应付票据	113.76	6.60%	134.83	6.84%	93.58	4.56%	115.33	5.05%
应付账款	152.46	8.85%	222.32	11.28%	197.25	9.61%	223.49	9.78%
其他应付款	83.29	4.83%	85.85	4.36%	97.23	4.74%	83.51	3.65%
一年内到期的非流动负债	231.50	13.44%	128.10	6.50%	238.59	11.62%	196.96	8.62%
其他流动负债	10.44	0.61%	51.26	2.60%	34.77	1.69%	37.10	1.62%
非流动负债	877.70	50.94%	1023.52	51.95%	1126.46	54.88%	1267.27	55.44%
长期借款	492.15	28.56%	646.62	32.82%	839.42	40.90%	911.40	39.87%

应付债券	213.94	12.42%	208.71	10.59%	142.76	6.96%	210.86	9.22%
长期应付款	74.91	4.35%	72.81	3.70%	39.51	1.92%	33.41	1.46%
负债总额	1723.03	100.00%	1970.28	100.00%	2052.61	100.00%	2285.96	100.00%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

盈利能力

2021—2023年，甘肃国投营业总收入持续增长，核心主业盈利较好，持续计提的信用和资产减值损失对利润有一定的侵蚀，投资收益和其他收益对利润形成补充，公司利润总额逐年增长，综合盈利指标表现很好。

2021—2023年，甘肃国投营业总收入和毛利润持续增长，年均复合增长率分别为15.17%和15.90%，期间费用增幅较小，经调整的营业利润率稳中有增。非经常损益方面，资产减值损失和信用减值损失持续计提，对利润有所侵蚀，投资收益和其他收益对公司利润形成良好补充，投资收益主要为持有和处置长期股权投资确认的收益。综合影响下，甘肃国投实现的利润总额、总资本收益率和净资产收益率均逐年提升，综合盈利指标表现很好。2024年1—9月，甘肃国投实现营业总收入同比增长17.35%，受减值损失计提同比下降，甘肃国投利润总额同比基本稳定。

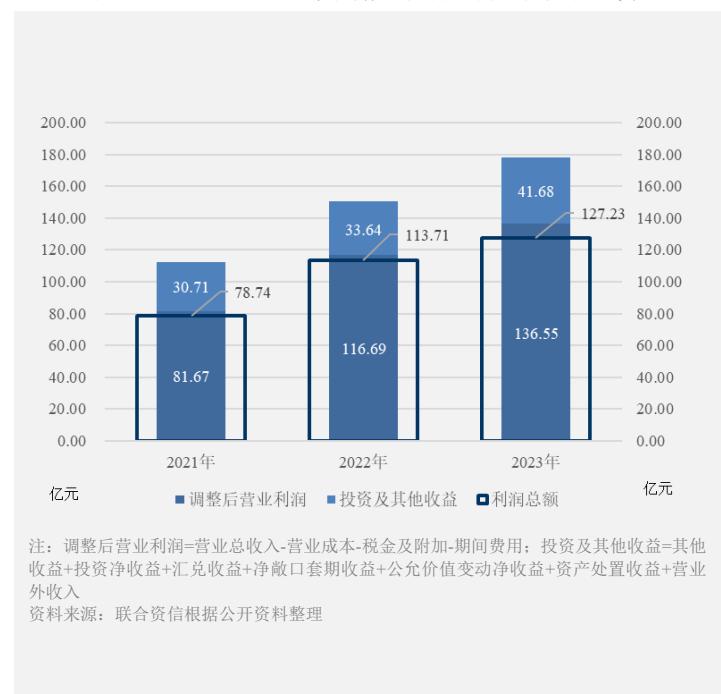
图表23 • 甘肃国投盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—9月
营业收入	3023.64	3758.43	4010.82	3477.84
毛利润	205.91	246.39	276.59	187.11
费用总额	109.31	112.11	120.72	95.87
其中：销售费用	9.48	11.95	15.49	14.57
管理费用	48.57	44.52	51.28	36.82
研发费用	15.33	20.72	19.70	18.08
财务费用	35.94	34.92	34.26	26.40
减值损失	-28.71	-31.00	-46.68	-4.48
其他收益	6.13	6.40	8.11	7.31
投资收益	17.95	24.78	26.36	8.13
利润总额	78.74	113.71	127.23	91.43
经调整的营业利润率	2.87%	3.24%	3.58%	--
总资本收益率	4.19%	4.56%	4.84%	--
净资产收益率	5.12%	6.30%	7.42%	--

注：减值损失=资产减值损失+信用减值损失；经调整的营业利润率=(营业收入-营业税金及附加-营业成本-其他业务成本(含金融类成本)-期间费用+其他收益)/营业收入×100%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表24 • 2021—2023年甘肃国投利润构成及变化趋势



现金流

甘肃国投经营活动现金流量保持较大规模净流入，经营获现能力较强，且始终保持较大规模的对外投资，主要通过对外筹资弥补资金缺口，公司外部融资需求大。

受益于主营业务板块良好的回款能力，公司经营获现能力较强，2021—2023年，甘肃国投经营活动现金流维持较大规模净流入状态，且净流入规模有所扩大。由于项目建设以及对子公司和联营公司追加投资等，投资活动现金保持净流出，且缺口逐年扩大，甘肃国投对外融资力度加大带动筹资活动现金净流入规模大幅增加，2023年甘肃国投经营活动及筹资活动形成的现金净流入对投资活动现金缺口形成有效覆盖，并有一定规模的现金及现金等价物净增加额。

2024年1—9月，由于经营活动现金流净流入规模同比下降，加之投资活动现金支出规模较大，当期甘肃国投现金及现金等价物呈现净减少。

图表25 • 甘肃国投现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—9月
经营活动现金流入小计	3150.40	4239.87	4533.68	4112.37
经营活动现金流出小计	3032.51	4135.09	4350.13	4031.38
经营活动现金流量净额	117.89	104.78	183.55	80.99

投资活动现金流入小计	39.31	34.51	72.13	34.02
投资活动现金流出小计	110.49	197.35	332.31	181.11
投资活动现金流量净额	-71.18	-162.84	-260.18	-147.09
筹资活动前现金流量净额	46.71	-58.05	-76.63	-66.10
筹资活动现金流入小计	559.54	812.57	864.67	584.98
筹资活动现金流出小计	629.72	753.97	752.57	528.62
筹资活动现金流量净额	-70.17	58.60	112.10	56.36
现金收入比	101.11%	109.38%	108.72%	114.35%
现金及现金等价物净增加额	-19.73	3.97	34.94	-10.12

资料来源：联合资信根据公开资料整理

偿债指标

甘肃国投偿债指标表现好，备用流动性充足。

图表 26 • 甘肃国投偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	114.20%	126.28%	126.96%
	速动比率	71.22%	83.69%	85.97%
	经营现金流入量/流动负债（倍）	3.73	4.48	4.90
	经营现金/短期债务（倍）	0.22	0.20	0.34
	现金短期债务比（倍）	0.65	0.69	0.73
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	186.38	228.84	245.14
	全部债务/EBITDA（倍）	6.66	5.99	6.25
	经营现金/全部债务（倍）	0.09	0.08	0.12
	EBITDA/利息支出（倍）	4.51	5.65	6.52
	经营现金/利息支出（倍）	2.86	2.59	4.88

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从偿债指标看，甘肃国投流动资产中存货占比较高，流动比率表现良好，速动比率表现偏弱；现金类资产对短期债务的保障能力有所改善，截至 2023 年底，甘肃国投现金短期债务比为 0.73 倍；由于债务体量较为庞大，2023 年甘肃国投经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本金的覆盖能力较弱，但两者对利息支出的覆盖能力均较好。整体看，公司偿债能力强。

授信方面，截至 2024 年 9 月底，甘肃国投合并口径共获得银行授信额度 3451.03 亿元，其中尚未使用额度为 1893.84 亿元，备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至 2024 年 9 月底，甘肃国投对外担保余额为 5.63 亿元，系对敦煌文博投资有限公司（以下简称“敦煌文博”）和国网甘肃省电力公司的担保，其中，对敦煌文博担保余额为 5.45 亿元，敦煌文博仍处于亏损状态，目前敦煌文博已收到化债资金，故甘肃国投的代偿风险相对可控。

重大未决诉讼方面，截至 2024 年 9 月底，联合资信未发现甘肃国投本部存在其他的重大未决诉讼、仲裁及行政处罚案件。

基于对公司经营风险、财务风险以及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定甘肃国投主体个体信用等级为 aa⁺，考虑到甘肃国投作为甘肃省国资委直属的国有资本运营主体，区域地位显著，能够持续获得股东和地方政府在资产划转和政府补助等方面的支持，外部支持提升 1 个子级，甘肃国投主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

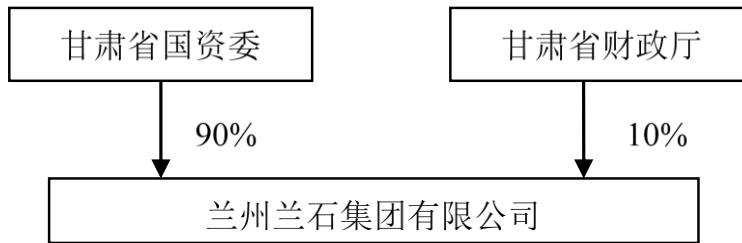
(2) 担保效果评价

2023 年，甘肃国投 EBITDA 为 245.14 亿元，经营活动现金净流量为 183.55 亿元，分别为“21 兰石 01”余额（1.80 亿元）的 136.16 和 101.97 倍。截至 2024 年 9 月底，甘肃国投现金类资产 399.22 亿元，是“21 兰石 01”余额的 221.79 倍。

九、跟踪评级结论

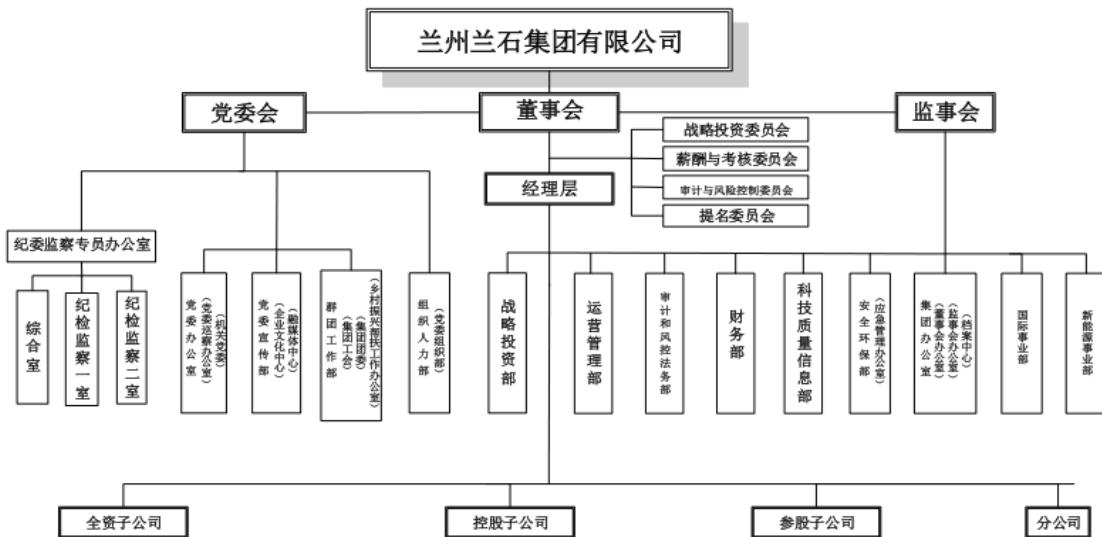
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21 兰石 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



注：根据《甘肃省财政厅甘肃省人力资源和社会保障厅甘肃省国资委关于划转国有股权的通知》(甘财企〔2020〕68号)，甘肃省国资委将其持有的兰石集团10%的国有股权无偿划转至甘肃省财政厅持有；以及2024年公司新增注册资本，截至本报告出具日，上述事项的相关工商手续尚未完成
资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司直接投资子公司情况（截至 2024 年底）

序号	子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例（%）	取得方式
1	兰州兰石石油装备工程股份有限公司	80000.00	专用设备制造业	91.22	非同一控制下的企业合并
2	兰州兰石重型装备股份有限公司	130629.18	通用设备制造业	46.09	投资设立
3	兰州兰石房地产开发有限公司	10000.00	房地产业	100.00	投资设立
4	兰州兰石建设工程有限公司	30000.00	建筑安装业	100.00	投资设立
5	兰州兰石能源装备国际工程有限公司	10000.00	专业技术服务业	100.00	投资设立
6	兰州兰石能源装备工程研究院有限公司	12800.00	研究和试验发展	100.00	投资设立
7	兰石美国贸易公司	1394.26	商业贸易	100.00	非同一控制下的企业合并
8	甘肃兰驼集团有限责任公司	5732.14	汽车制造业	100.00	股权划拨
9	兰州兰石集团兰驼农业装备有限公司	10000.00	专用设备制造业	100.00	投资设立
10	兰州装备制造技师学院	3692.77	职业教育	100.00	投资设立
11	兰州兰石爱特互联科技有限公司	1740.00	软件和信息技术服务业	100.00	投资设立
12	金昌兰石气化技术有限公司	6000.00	研究和试验发展	100.00	投资设立

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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
财务数据		
现金类资产（亿元）	25.81	22.94
应收账款（亿元）	26.63	43.02
其他应收款（亿元）	3.02	3.35
存货（亿元）	111.30	57.21
长期股权投资（亿元）	14.88	14.80
固定资产（亿元）	63.02	59.62
在建工程（亿元）	0.73	3.31
资产总额（亿元）	342.21	353.69
实收资本（亿元）	17.73	17.81
少数股东权益（亿元）	15.21	15.79
所有者权益（亿元）	81.31	81.57
短期债务（亿元）	128.24	124.57
长期债务（亿元）	48.58	60.68
全部债务（亿元）	176.82	185.25
营业总收入（亿元）	80.13	87.77
营业成本（亿元）	64.57	69.88
其他收益（亿元）	0.90	1.15
利润总额（亿元）	1.34	0.64
EBITDA（亿元）	13.05	11.54
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	70.50	69.59
经营活动现金流入小计（亿元）	76.97	72.08
经营活动现金流量净额（亿元）	1.48	2.98
投资活动现金流量净额（亿元）	5.11	-1.87
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.14	2.83
财务指标		
销售债权周转次数（次）	2.83	2.33
存货周转次数（次）	0.60	0.83
总资产周转次数（次）	0.24	0.25
现金收入比（%）	87.99	79.29
营业利润率（%）	17.99	18.92
总资本收益率（%）	3.61	3.13
净资产收益率（%）	1.63	1.36
长期债务资本化比率（%）	37.40	42.66
全部债务资本化比率（%）	68.50	69.43
资产负债率（%）	76.24	76.94
流动比率（%）	93.00	74.77
速动比率（%）	38.28	46.56
经营现金流动负债比（%）	0.73	1.47
现金短期债务比（倍）	0.20	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	1.51	1.43
全部债务/EBITDA（倍）	13.55	16.05

注：其他应付款和长期应付款中带息部分已计入债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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）	7.70	9.08
应收账款（亿元）	10.13	21.71
其他应收款（亿元）	17.14	16.68
存货（亿元）	61.63	9.88
长期股权投资（亿元）	60.75	62.63
固定资产（亿元）	14.59	14.22
在建工程（亿元）	0.42	0.63
资产总额（亿元）	220.40	229.94
实收资本（亿元）	17.73	17.81
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	75.04	74.36
短期债务（亿元）	71.38	68.34
长期债务（亿元）	31.70	42.45
全部债务（亿元）	103.08	110.79
营业总收入（亿元）	16.89	17.43
营业成本（亿元）	11.49	9.88
其他收益（亿元）	0.15	0.19
利润总额（亿元）	1.46	-0.88
EBITDA（亿元）	8.67	5.61
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.68	4.18
经营活动现金流入小计（亿元）	31.94	9.39
经营活动现金流量净额（亿元）	1.37	-2.77
投资活动现金流量净额（亿元）	12.26	-0.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	-13.47	4.09
财务指标		
销售债权周转次数（次）	2.28	1.08
存货周转次数（次）	0.19	0.28
总资产周转次数（次）	0.07	0.08
现金收入比（%）	69.15	24.01
营业利润率（%）	29.16	40.22
总资本收益率（%）	4.22	2.88
净资产收益率（%）	1.92	-0.38
长期债务资本化比率（%）	29.70	36.34
全部债务资本化比率（%）	57.87	59.84
资产负债率（%）	65.95	67.66
流动比率（%）	91.00	53.93
速动比率（%）	33.94	44.77
经营现金流动负债比（%）	1.27	-2.57
现金短期债务比（倍）	0.11	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	1.43	1.00
全部债务/EBITDA（倍）	11.89	19.75

注： 其他应付款和长期应付款中带息部分已计入债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) /上期×100%
净资产年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^ (1/(n-1)) -1]×100%
营业总收入年复合增长率	
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