

# 山东鲁泰控股集团有限公司

## 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〕5245号

联合资信评估股份有限公司通过对山东鲁泰控股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，确定维持山东鲁泰控股集团有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“25鲁泰K1”信用等级为AA<sup>+</sup>，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：

高时

二〇二五年六月二十五日

# 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鲁泰控股集团有限公司（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。



# 山东鲁泰控股集团有限公司

## 2025 年跟踪评级报告



|              | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 本次评级时间     |
|--------------|--------|--------|------------|
| 山东鲁泰控股集团有限公司 | AA+/稳定 | AA+/稳定 | 2025/06/25 |
| 25鲁泰 K1      | AA+/稳定 | AA+/稳定 |            |

### 评级观点

跟踪期内，山东鲁泰控股集团有限公司（以下简称“公司”）主营业务仍为煤炭、烧碱、PVC 和胶囊产品的生产和销售，业务较为多元化，但整体业务规模和细分市场地位仍处于一般水平。2024 年以来，公司煤种煤质优良，煤炭业务盈利水平高；地产行业的低迷表现导致公司 PVC 产品价格持续下降，PVC 业务收入成本倒挂对公司利润形成拖累。考虑到公司未来煤炭业务规模或将明显扩大，公司整体经营风险较低。财务方面，公司资产结构符合行业基本特征；公司资本结构较好，但权益稳定性较差且债务结构有待优化。2024 年以来，公司主营业务盈利水平有所提升，利润主要依赖于其他收益，经营活动现金净流入有所减少，因债务规模较小，整体偿债指标表现尚属很好，需关注公司债务短期化及未来业绩波动对其偿债指标的影响。整体看，公司财务风险很低。基于跟踪期内公司经营和财务风险表现，以及在建白杨河煤矿未来投产后对公司带来的积极影响，同时考虑到股东对公司的支持力度大，公司债券违约概率仍很低。

**个体调整：**公司在建项目白杨河煤矿资源丰富，煤种较为优良，规划产能合计 500 万吨/年，其中一期工程核定产能为 120 万吨/年，建设周期为 2022—2026 年。未来，若该煤矿顺利投产，公司煤炭业务规模将明显扩大。

**外部支持调整：**公司第一大股东中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）背景实力雄厚，可在优质资源及优惠政策信息获取方面给予公司大力支持；同时，公司作为济宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济宁市国资委”）直属企业，日常经营管理均由济宁市国资委负责，公司可在税收优惠、财政补贴等方面获得支持。

### 评级展望

未来，股东对公司的支持有望维持，同时随着白杨河煤矿逐步投产，公司业务规模将明显扩大，综合竞争力将有望增强。综合公司较为稳健的财务表现，其信用状况有望保持稳定。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**业务规模明显扩大；产业链协同效应进一步加强，带动公司盈利及经营获现水平大幅提升，整体偿债能力明显增强等。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**安全事故导致公司长期停产，经营亏损严重，盈利能力大幅下滑，偿债压力明显加重；经营不善或外部融资环境恶化使得公司资产流动性显著下降等。

### 优势

- **煤种煤质优良，在建煤炭项目产能规模大。**公司下属鹿洼煤矿煤种主要为低灰、低磷，特低硫、高热量的 1/3 焦煤和气肥煤，为优质动力用煤和炼焦配煤。2024 年，公司煤炭销售均价为 1022.43 元/吨。公司在建煤矿白杨河煤矿规划产能 500 万吨/年，一期核定产能为 120 万吨/年，未来投产后将对公司带来积极影响。
- **外部支持力度大。**公司股东中国信达背景实力雄厚，综合实力强。同时，公司作为济宁市国资委直属企业，日常经营管理均由济宁市国资委负责，公司可在税收优惠、财政补贴等方面获得支持。

### 关注

- **行业周期性风险。**公司所处煤炭和化工行业周期性明显。2024 年以来，随着煤炭市场价格走低，公司煤炭销售均价持续下降，PVC 产品价格受下游房地产低迷影响而持续快速下降。
- **债务结构不佳。**截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 40.15 亿元，其中短期债务占 74.08%，债务结构不佳。若公司外部融资环境发生变化，易引发流动性危机。

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    | 3               |
|               |      |       | 企业管理    | 2               |
|               |      |       | 经营分析    | 2               |
| 财务风险          | F2   | 现金流   | 资产质量    | 3               |
|               |      |       | 盈利能力    | 3               |
|               |      |       | 现金流量    | 1               |
|               |      | 资本结构  |         | 3               |
|               |      | 偿债能力  |         | 2               |
| 指示评级          |      |       |         | a <sup>+</sup>  |
| 个体调整因素：项目投产   |      |       |         | +1              |
| 个体信用等级        |      |       |         | aa <sup>-</sup> |
| 外部支持调整因素：股东支持 |      |       |         | +2              |
| 评级结果          |      |       |         | AA <sup>+</sup> |

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未发生变动。

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

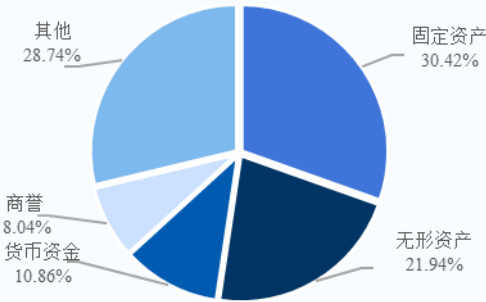
| 合并口径           |        |        |            |
|----------------|--------|--------|------------|
| 项 目            | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元）      | 13.34  | 11.44  | 11.30      |
| 资产总额（亿元）       | 92.49  | 91.89  | 92.52      |
| 所有者权益（亿元）      | 36.25  | 36.89  | 36.53      |
| 短期债务（亿元）       | 31.25  | 29.00  | 29.74      |
| 长期债务（亿元）       | 7.07   | 9.05   | 10.41      |
| 全部债务（亿元）       | 38.32  | 38.05  | 40.15      |
| 营业总收入（亿元）      | 39.98  | 40.28  | 9.14       |
| 利润总额（亿元）       | 0.55   | 0.74   | -0.41      |
| EBITDA（亿元）     | 5.99   | 6.31   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 4.45   | 3.95   | -1.46      |
| 营业利润率（%）       | 20.28  | 21.13  | 17.62      |
| 净资产收益率（%）      | 1.13   | 2.17   | --         |
| 资产负债率（%）       | 60.80  | 59.86  | 60.52      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 51.39  | 50.78  | 52.36      |
| 流动比率（%）        | 46.78  | 46.46  | 48.81      |
| 经营现金流动负债比（%）   | 9.65   | 9.17   | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 0.43   | 0.39   | 0.38       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.74   | 3.92   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 6.39   | 6.03   | --         |

| 公司本部口径       |        |        |            |
|--------------|--------|--------|------------|
| 项 目          | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
| 资产总额（亿元）     | 64.41  | 66.68  | /          |
| 所有者权益（亿元）    | 26.89  | 30.37  | /          |
| 全部债务（亿元）     | 15.08  | 18.45  | /          |
| 营业总收入（亿元）    | 16.58  | 17.37  | /          |
| 利润总额（亿元）     | 3.68   | 4.35   | /          |
| 资产负债率（%）     | 58.25  | 54.46  | /          |
| 全部债务资本化比率（%） | 35.92  | 37.80  | /          |
| 流动比率（%）      | 30.39  | 37.79  | /          |
| 经营现金流动负债比（%） | 16.81  | 0.67   | /          |

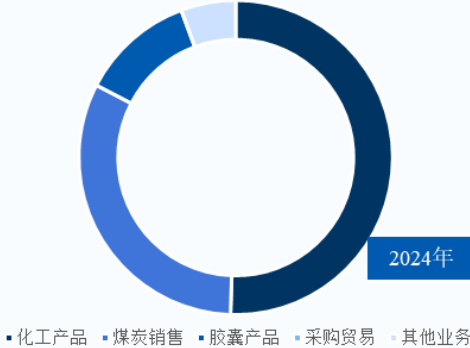
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 资本化利息为公司提供；4. 本报告已将长期应付款计息部分计入有息债务，2023—2024 年末长期应付款计息部分=融资租赁款-一年内到期的长期应付款，2025 年 3 月末长期应付款计息部分为公司提供；5. “/”表示数据未获取到，“--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

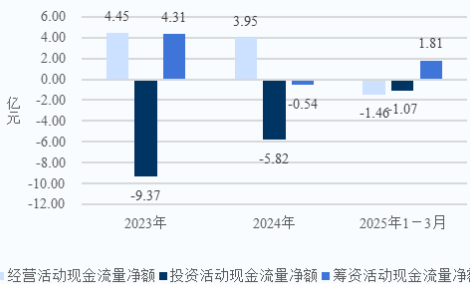
2024 年底公司资产构成



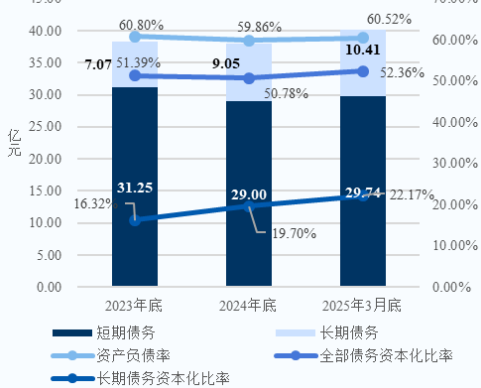
2024 年公司收入构成



公司现金流情况



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             |
|----------|---------|---------|------------|------------------|
| 25 鲁泰 K1 | 6.80 亿元 | 6.80 亿元 | 2030/04/21 | 调整票面利率，回售，经营维持承诺 |

注：1.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；2.上表债券余额时点为截至本报告出具日  
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 |
|----------|--------|--------|------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 25 鲁泰 K1 | AA+/稳定 | AA+/稳定 | 2024/11/04 | 黄露 蔡伊静 马金星 | <a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a><br><a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a> | --   |

资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：马金星 [majx@lhratings.com](mailto:majx@lhratings.com)

马金星

项目组成员：谭心远 [tanxy@lhratings.com](mailto:tanxy@lhratings.com)

谭心远

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)    网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696                      传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东鲁泰控股集团有限公司（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

公司前身为济宁矿业集团鲁泰煤业有限公司，由中国信达资产管理公司（现名中国信达资产管理股份有限公司，以下简称“中国信达”）和济宁矿业集团有限公司于 2002 年 7 月共同出资组建，初始注册资本为 2.72 亿元。2006 年，济宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济宁市国资委”）出具“济国资产权〔2006〕15 号”文件，将济宁矿业集团有限公司持有公司 46.46% 的股权变更由济宁市国资委直接持有。2015 年 7 月，公司名称变更为现名。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 3.03 亿元，中国信达和济宁市国资委分别持有公司 53.54% 和 46.46% 股权，中国信达为公司第一大股东，公司无实际控制人。

公司主营业务为化工、煤炭和胶囊产品生产和销售。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，公司合并资产总额 91.89 亿元，所有者权益 36.89 亿元（含少数股东权益 12.55 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 40.28 亿元，利润总额 0.74 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 92.52 亿元，所有者权益 36.53 亿元（含少数股东权益 12.63 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 9.14 亿元，利润总额-0.41 亿元。

公司注册地址：山东省济宁市太白湖新区运河路 16 号；法定代表人：李合军。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“25 鲁泰 K1”尚未到首个付息日，其募集资金已按照规定用途使用。

图表 1 • 截至 2024 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        |
|----------|----------|----------|------------|-----------|
| 25 鲁泰 K1 | 6.80     | 6.80     | 2025/04/21 | 5 (3+2) 年 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 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、行业分析

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，行业整体盈利水平有所下滑。2025 年，煤炭供需预计将维持供略大于求的状态，动力煤价格中枢预计将小幅下移，受下游钢铁及房地产行业持续疲软影响，炼焦煤价格或将进一步下探。煤炭行业企业的收入、利润及经营获现规模将小幅下降，考虑到新增产能审批趋严，在行业整体没有大规模投资支出的情况下，煤炭行业企业整体债务负担及偿债能力有望保持稳定。但仍需关注非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来压力，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等。完整版行业分析详见《2025 年煤炭行业分析》。

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。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

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化，信用记录良好。公司煤炭煤种煤质优良，产能规模仍较小；煤炭、化工和电力等业务之间可形成一定协同作用，业务较为多元化。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

公司主营业务仍为化工品、煤炭及胶囊产品生产和销售。截至 2025 年 3 月底，公司拥有 2 座在产煤矿（鹿洼煤矿和太平煤矿）和 1 座在建煤矿（白杨河煤矿），地质储量合计 12.66 亿吨，可采储量合计 5.28 亿吨。公司在产矿井核定产能共计 205 万吨/年。其中，鹿洼煤矿煤种主要为低灰、低磷，特低硫、高热量的 1/3 焦煤和气肥煤，为优质动力用煤和炼焦配煤；太平煤矿煤质具有低灰、低硫、粘结性较强及结焦性较高等特点，煤种为气煤。公司在建煤矿白杨河煤矿规划产能 500 万吨/年，一期核定产能为 120 万吨/年；煤种主要为不粘煤和长焰煤，具有特低灰，特低硫、低磷、高发热量及含油富油等特点，可满足动力用煤和化工煤需要。

图表 2 • 截至 2025 年 3 月底公司煤炭资源及原煤生产情况（单位：亿吨、万吨/年）

| 矿井    | 可采储量 | 剩余可采年限 | 主要煤种          | 投产时间   | 核定产能   |
|-------|------|--------|---------------|--------|--------|
| 太平煤矿  | 0.19 | 18 年   | 气煤            | 1999 年 | 75.00  |
| 鹿洼煤矿  | 0.33 | 18 年   | 气煤、1/3 焦煤、气肥煤 | 2000 年 | 130.00 |
| 白杨河煤矿 | 4.76 | 72 年   | 不粘煤、长焰煤       | 在建状态   | 120.00 |
| 合计    | 5.28 | --     | --            | --     | 325.00 |

资料来源：公司提供、联合资信整理

公司原煤部分直接对外销售，部分经过洗选成为精煤销售给当地的焦化企业用以炼焦，并由公司回收炼焦产生的焦炉煤气用于热电厂生产。公司所生产热力和电力供应化工园区，部分用于生产烧碱和 PVC。同时，公司 PVC 可消耗烧碱生产过程中产生的氯气。此外，公司化工厂下角料如电石渣以及电厂粉煤灰渣等通过管道输送形式进行生产循环利用，由下属子公司山东鲁泰环保建材有限公司（以下简称“鲁泰建材”）加工成水泥，该模式已获评山东省资源循环利用示范项目。截至 2025 年 3 月底，公司具备年产 36.00 万吨烧碱和 37.00 万吨 PVC 的生产能力。但氯碱化工行业竞争激烈，与其他氯碱化工企业相比，公司 PVC 和烧碱生产规模较小。

2022 年 10 月，公司完成对黄山胶囊股份有限公司（以下简称“黄山胶囊”）的收购后，新增胶囊制造业务，公司业务愈加多元化。黄山胶囊作为大型药用空心胶囊生产企业之一，年产能达 400 亿粒以上，并拥有自主研发的智能化空心胶囊装备制造能力，能够生产各种规格、品种的药用空心胶囊。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2025 年 5 月 12 日，公司本部已结清和未结清的信贷信息记录中，均无不良类及关注类贷款信息。根据公开资料，联合资信未发现公司本部过往在公开市场发行及偿付债务融资工具存在逾期或违约偿付情况。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查询中存在不良记录。

## （二）管理水平

跟踪期内，公司对部分管理制度进行更新完善，部分由中国信达派驻的董事会成员发生变化，对公司经营管理影响不大。整体看，公司内控体系和法人治理结构未发生明显变化。

## （三）经营方面

### 1 经营概况

跟踪期内，公司收入保持稳定，煤炭业务毛利率持续保持高位，化工业务盈利水平仍很弱。公司所处煤炭及化工行业周期性明显，进入 2025 年后，随着 PVC 和煤炭价格进一步下行，公司综合毛利率有所下降。

公司主营业务为化工品、煤炭及胶囊产品生产和销售。2024 年，公司营业总收入保持稳定，综合毛利率同比略有提升。

从细分业务来看，2024 年，烧碱和 PVC 销量均有所增加，公司化工产品业务收入和毛利率均小幅回升，但该业务盈利能力仍很弱；煤炭销量增加使得该业务收入同比略增，受村庄搬迁费用和塌陷处理费用减少影响，煤炭毛利率同比小幅增长。同期，受益于肠溶明胶空心胶囊销量同比大幅增加，公司胶囊产品收入同比有所增长，但原材料成本增加导致胶囊业务毛利率同比下降。公司其他业务主要包含煤炭托管、电力、技术服务和管理费等。2024 年，受煤矿托管收益减少影响，公司其他业务毛利率同比大幅下降。

图表 3 • 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 |         |         |
|------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|
|      | 收入     | 占比      | 毛利率    | 收入     | 占比      | 毛利率     |
| 化工   | 19.95  | 49.88%  | -1.14% | 20.36  | 50.54%  | 1.31%   |
| 煤炭   | 12.86  | 32.17%  | 58.05% | 12.92  | 32.07%  | 60.44%  |
| 胶囊   | 4.63   | 11.57%  | 25.08% | 4.73   | 11.74%  | 21.95%  |
| 采购贸易 | 0.24   | 0.60%   | 1.09%  | 0.01   | 0.02%   | 100.00% |
| 其他业务 | 2.31   | 5.77%   | 25.31% | 2.27   | 5.63%   | 14.16%  |
| 合计   | 39.98  | 100.00% | 22.48% | 40.28  | 100.00% | 23.45%  |

注：1. 2023 年和 2024 年水泥业务计入化工业务；2. 尾差系四舍五入所致；3. 因公司 2024 年变更会计师事务所导致收入核算方式发生变化，为保证 2024 年和 2023 年数据可比性，上表 2023 年数据来源于 2024 年审计报告的上年金额；4. 2024 年采购贸易采用净额法  
资料来源：公司提供，联合资信整理

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.14 亿元，同比变化不大；但受煤炭和 PVC 产品价格下降影响，综合毛利率水平下降至 19.47%。

### 2 具体业务分析

#### （1）化工业务

跟踪期内，受益于耗氯产品增加，公司烧碱和 PVC 开工率均提升，烧碱产能利用水平高，但受房地产行业低迷影响，公司 PVC 产品销售价格持续下行。为减少亏损，公司降低 PVC 开工率导致该产品产线产能利用不足。公司化工产品产销情况良好，下游客户较为分散，但上游原材料供应商集中度高。

跟踪期内，公司化工产品业务生产模式、销售模式和销售结算方式均未发生明显变化。2024 年以来，公司烧碱产量稳步提升，产能利用率维持在 100%以上。公司 PVC 主要用于消纳烧碱产生的氯气，2024 年以来 PVC 开工率略有提升，但其价格受下游房地产低迷影响而持续快速下降至生产成本以下，为减少亏损，公司 PVC 开工率仍保持低水平。2024 年以来，公司烧碱和 PVC 产销率均处于良好水平。2024 年，公司化工产品业务前五大客户销售金额占该板块收入的比重为 18.25%，对下游单一客户的依赖度低。

图表 4 • 公司主要化工产品产销情况

| 项目名称   | 2023 年 |       | 2024 年 |       | 2025 年 1—3 月 |      |
|--------|--------|-------|--------|-------|--------------|------|
|        | 烧碱     | PVC   | 烧碱     | PVC   | 烧碱           | PVC  |
| 产量（万吨） | 36.09  | 15.37 | 38.32  | 18.44 | 9.63         | 5.19 |

|           |         |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 产能利用率     | 97.54%  | 42.69%  | 103.57% | 51.22%  | 104.11% | 57.67%  |
| 销量（万吨）    | 34.81   | 15.70   | 37.05   | 17.86   | 9.16    | 4.95    |
| 产销率       | 96.45%  | 102.15% | 96.69%  | 96.85%  | 95.12%  | 95.38%  |
| 销售均价（元/吨） | 2477.26 | 5347.70 | 2397.53 | 4810.59 | 2729.48 | 4335.02 |

注：公司 2025 年 1—3 月产能利用率已年化处理  
资料来源：公司提供，联合资信整理

跟踪期内，公司外采原材料仍主要为精盐、卤水和电石，采购模式和采购结算方式未发生明显变化。2024 年以来，公司主要原材料采购量随产品需求增长而有所增加。2024 年，公司化工产品业务前五大供应商仍主要为电力和电石供应商，其采购金额占该板块营业成本的比重为 70.38%，公司供应商较为稳定，但集中度很高。

图表 5 • 公司主要原材料采购情况

| 原材料 | 指标        | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 1—3 月 |
|-----|-----------|---------|---------|--------------|
| 精盐  | 采购量（万吨）   | 40.17   | 42.17   | 11.37        |
|     | 采购均价（元/吨） | 335.37  | 348.54  | 301.25       |
| 卤水  | 采购量（万吨）   | 51.47   | 54.14   | 7.92         |
|     | 采购均价（元/吨） | 40.52   | 36.21   | 35.01        |
| 电石  | 采购量（万吨）   | 21.12   | 24.78   | 6.90         |
|     | 采购均价（元/吨） | 3230.81 | 2849.26 | 2777.37      |

资料来源：公司提供、联合资信整理

## （2）煤炭业务

跟踪期内，受益于太平煤矿搬迁完成，公司煤炭产销量均有所增长，其中太平煤矿受资源禀赋限制等因素影响产能利用仍不足。2024 年，受村庄搬迁以及塌陷处理费用减少影响，公司吨煤成本降幅较大；煤炭销售价格受市场行情影响持续下降。

跟踪期内，公司煤炭业务产能规模、产销模式和销售结算方式均未发生变化。2024 年，受村庄搬迁完成影响，太平煤矿产量同比大幅增长。因太平煤矿开采时间长且资源禀赋较差，其产量远低于其核定产能 75 万吨/年。2024 年，受村庄搬迁、塌陷处理费用减少等因素影响，公司吨煤成本降幅较大。2024 年以来，公司商品煤产销情况良好。公司煤炭前五大客户仍以民营企业为主，2024 年公司煤炭业务前五大客户销售金额占煤炭销售收入的比重为 52.17%，集中度较高。

图表 6 • 公司在产煤矿煤炭产销情况

| 指标         | 2023 年  | 2024 年  | 2025 年 1—3 月 |
|------------|---------|---------|--------------|
| 煤炭产能（万吨/年） | 205.00  | 205.00  | 205.00       |
| 原煤产量（万吨）   | 135.33  | 149.83  | 30.11        |
| 其中：太平煤矿    | 20.69   | 40.30   | 8.95         |
| 鹿洼煤矿       | 114.64  | 109.53  | 21.16        |
| 吨煤成本（元/吨）  | 493.63  | 376.54  | /            |
| 商品煤产量（万吨）  | 109.32  | 135.68  | 28.14        |
| 商品煤销量（万吨）  | 109.29  | 135.53  | 27.68        |
| 销售均价（元/吨）  | 1149.75 | 1022.43 | 787.74       |

注：1.吨煤生产升本=煤炭业务成本/商品煤产量；2.公司销量\*销售均价和煤炭业务收入存在一定差异；3.公司商品煤和原煤产量存在差异的原因主要是煤矸石变动所致  
资料来源：公司提供、联合资信整理

## （3）胶囊业务

2024 年，黄山胶囊调整产品结构，增加肠溶明胶空心胶囊，减少同质化较高的明胶空心胶囊。

公司医药制造业务主要由子公司黄山胶囊负责，主要产品为明胶空心胶囊和肠溶明胶空心胶囊。黄山胶囊采用以销定产模式。2024 年，受益于下游保健品生产商客户增加以及原有客户产能提升，黄山胶囊增加肠溶明胶空心胶囊（包含植物胶囊及其他）产销量，其产销量分别同比大幅增长 164.86%和 119.42%至 52.67 亿粒和 46.67 亿粒，而明胶空心胶囊产销量分别同比下降 12.50%和 7.74%至 298.86 亿粒和 302.43 亿粒。

截至 2024 年底，黄山胶囊资产总额 10.87 亿元，所有者权益 9.18 亿元（含少数股东权益 0.01 亿元）；2024 年，黄山胶囊实现营业总收入 4.73 亿元，利润总额 0.59 亿元。截至 2025 年 3 月底，黄山胶囊资产总额 11.03 亿元，所有者权益 9.37 亿元（含少数股东权益 0.01 亿元）；2025 年 1—3 月，黄山胶囊实现营业总收入 1.19 亿元，利润总额 0.22 亿元。

### 3 未来发展

未来，白杨河煤矿投产后公司煤炭业务规模将明显扩大。考虑到白杨河煤矿尚需投入规模较大，煤炭市场周期性变化明显，公司面临一定资本支出压力和项目业绩的不确定性。

公司主要在建项目为昌吉白杨河矿区白杨河矿井一期工程（以下简称“白杨河煤矿一期工程”），该项目由控股子公司新疆明基能源有限公司（以下简称“明基能源”）负责运营。明基能源下属白杨河煤矿资源丰富，煤种较为优良，规划产能合计 500 万吨/年，其中一期工程核定产能为 120 万吨/年，建设周期为 2022—2026 年，白杨河煤矿一期工程总投资规模 17.70 亿元，截至 2025 年 3 月底，已投资金额为 6.16 亿元。未来，若该煤矿顺利投产，公司煤炭销售业务规模将明显扩大，综合竞争力将有所增强。考虑到白杨河煤矿尚需投入规模较大，煤炭市场周期性变化明显，公司面临一定资本支出压力和项目业绩的不确定性。

## （四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年财务报告进行了审计，出具了标准无保留的审计意见；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2024 年，公司合并范围增加 1 家子公司；2025 年一季度，公司合并范围未发生变化。

整体看，公司会计政策连续，合并范围变化小，主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

### 1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，资产结构以固定资产和无形资产等非流动资产为主，符合行业一般特征。公司资产受限规模小，但固定资产成新率较低且商誉规模较大。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。公司债务渠道较为稳定，债务负担尚可，但债务期限结构有待改善。2024 年以来，公司主营业务盈利水平有所提升，但期间费用对利润侵蚀较多，公司利润主要依赖于其他收益。2025 年一季度，公司利润呈小额亏损状态，经营活动现金转为净流出状态，为满足日常经营需求和投资需求，公司对外融资增加。

跟踪期内，公司资产规模保持稳定，资产结构以固定资产和无形资产等非流动资产为主。公司货币资金有所下降，2024 年底货币资金中受限规模为 2.62 亿元。公司应收票据、应收账款和预付款项占比小，2024 年底，随着对划出企业山东鲁泰供应链物流有限公司应收款的回收，同时受托管煤矿收益回款以及票据到期等因素影响，公司应收账款和应收票据均较上年底减少。公司预付款项主要为向鱼台县财政局支付的鹿洼煤矿压煤搬迁费用款及购买土地款（1.20 亿元），2024 年底有所增加主要系预付济宁市惠达供应链管理有限公司增加 0.30 亿元<sup>1</sup>所致。公司存货规模相对较小，对资金占用不大。

非流动资产方面，公司作为重资产企业，每年计提较大规模折旧，受此影响固定资产持续减少，2024 年末固定资产累计折旧 37.87 亿元，成新率为 43.18%；随着在建项目的持续推进，公司在建工程持续增长。公司收购黄山胶囊形成商誉 7.39 亿元。若胶囊行业市场景气度下行，黄山胶囊经营业绩明显下滑，未来商誉发生减值将对公司资产价值造成不利影响。公司无形资产主要为采矿权。公司长期待摊费用主要为煤炭业务产生的费用，跟踪期内变化不大。

截至 2024 年底，公司受限资产中货币资金和无形资产受限金额分别为 2.62 亿元和 0.06 亿元，受限资产规模小。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

| 科目   | 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 | 21.56   | 23.31% | 20.02   | 21.78% | 20.89       | 22.58% |
| 货币资金 | 10.94   | 11.83% | 9.98    | 10.86% | 9.22        | 9.96%  |
| 应收票据 | 2.03    | 2.19%  | 1.18    | 1.29%  | 2.09        | 2.26%  |
| 应收账款 | 3.54    | 3.82%  | 2.97    | 3.24%  | 3.09        | 3.34%  |

<sup>1</sup> 济宁市惠达供应链管理有限公司会按照山东鲁泰热电有限公司需求提供动力煤。

|        |       |         |       |         |       |         |
|--------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| 预付款项   | 1.55  | 1.67%   | 1.92  | 2.09%   | 2.02  | 2.19%   |
| 存货     | 2.30  | 2.49%   | 2.06  | 2.25%   | 2.16  | 2.33%   |
| 非流动资产  | 70.93 | 76.69%  | 71.87 | 78.22%  | 71.63 | 77.42%  |
| 固定资产   | 28.61 | 30.94%  | 27.99 | 30.46%  | 27.74 | 29.98%  |
| 在建工程   | 3.25  | 3.51%   | 4.74  | 5.16%   | 4.84  | 5.23%   |
| 无形资产   | 20.38 | 22.03%  | 20.16 | 21.94%  | 20.06 | 21.69%  |
| 商誉     | 7.39  | 7.99%   | 7.39  | 8.04%   | 7.39  | 7.99%   |
| 长期待摊费用 | 6.50  | 7.03%   | 6.63  | 7.22%   | 6.59  | 7.12%   |
| 资产总额   | 92.49 | 100.00% | 91.89 | 100.00% | 92.52 | 100.00% |

注：其他应收款包含应收股利和应收利息；固定资产包含固定资产清理；在建工程包含工程物资  
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

所有者权益方面，截至 2024 年底，公司所有者权益 36.89 亿元，较上年底增长 1.75%。其中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 8.22%、4.95%、48.62%和 34.02%，未分配利润和少数股东权益占比高。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。

负债方面，跟踪期内，公司负债规模变化不大，负债结构与资产结构不匹配。公司经营性负债中应付账款、应付票据和其他应付款均持续下降，其中其他应付款主要为塌陷地买断暂估款和采煤塌陷地一次性补偿款。公司有息债务主要由银行借款、应付票据和融资租赁借款构成，渠道较为稳定，其中短期借款中保证借款占比很高（2024 年末占比为 89.88%）。截至 2024 年底，公司全部债务相对稳定，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均变化不大；公司短期债务占比 76.22%，债务结构和资产结构匹配度不佳。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额、全部债务和杠杆水平均较上年底略有增长。公司整体债务负担尚可，考虑到公司未来投资规模较大，整体债务规模或将继续增长，债务负担或将有所加重。

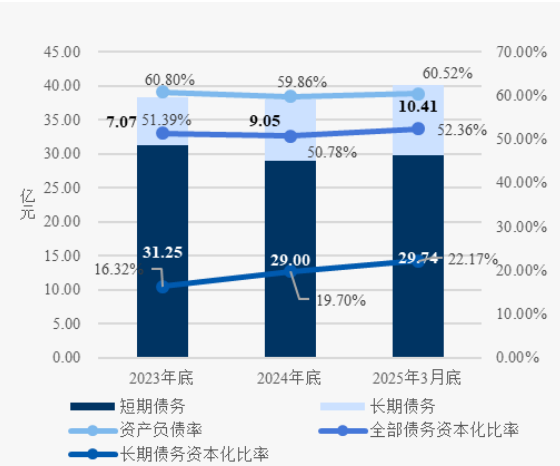
截至 2025 年 3 月底，公司短期债务为 29.74 亿元（占 74.08%），考虑到中国信达和济宁市国资委对公司支持力度大，公司再融资能力较强，有利于到期债务顺利接续。

图表 8 • 公司负债情况（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        | 46.08   | 81.93%  | 43.08   | 78.33%  | 42.79       | 76.42%  |
| 短期借款        | 19.52   | 34.72%  | 17.97   | 32.68%  | 16.74       | 29.90%  |
| 应付票据        | 6.39    | 11.36%  | 5.10    | 9.28%   | 4.96        | 8.85%   |
| 应付账款        | 8.18    | 14.55%  | 8.05    | 14.63%  | 7.72        | 13.78%  |
| 其他应付款       | 3.50    | 6.22%   | 3.24    | 5.88%   | 3.04        | 5.43%   |
| 一年内到期的非流动负债 | 5.34    | 9.49%   | 5.92    | 10.77%  | 8.04        | 14.37%  |
| 非流动负债       | 10.16   | 18.07%  | 11.92   | 21.67%  | 13.20       | 23.58%  |
| 长期借款        | 3.25    | 5.78%   | 8.02    | 14.59%  | 6.14        | 10.97%  |
| 长期应付款       | 5.04    | 8.96%   | 2.17    | 3.95%   | 5.33        | 9.51%   |
| 负债总额        | 56.24   | 100.00% | 55.00   | 100.00% | 55.99       | 100.00% |

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 9 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



注：上图已将长期应付款计息部分计入有息债务，2023—2024 年末长期应付款计息部分=融资租赁款-一年内到期的长期应付款，2025 年 3 月末长期应付款计息部分为公司提供  
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

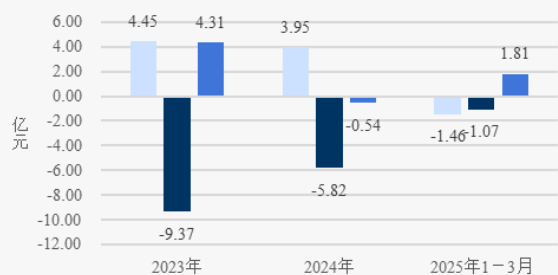
盈利能力方面，2024 年，公司营业利润率同比略有提升，管理费用等费用对利润侵蚀较大。同期，受益于其他收益贡献，公司利润总额同比增长，带动总资产收益率和净资产收益率均有所提升。综合看，公司经营性业务盈利不佳，其利润主要依赖于其他收益。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比变化不大；受煤价和 PVC 价格持续下行以及费用侵蚀等因素影响，公司营业利润率较 2023 年全年进一步降低，利润总额呈小额亏损状态。

图表 10 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

| 项目     | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|--------|--------|--------|--------------|
| 营业总收入  | 39.98  | 40.28  | 9.14         |
| 营业成本   | 31.00  | 30.84  | 7.36         |
| 营业利润率  | 20.28% | 21.13% | 17.62%       |
| 期间费用   | 7.77   | 8.10   | 1.89         |
| 期间费用率  | 19.44% | 20.12% | 20.68%       |
| 其他收益   | 0.38   | 0.98   | 0.04         |
| 利润总额   | 0.55   | 0.74   | -0.41        |
| 总资本收益率 | 2.70%  | 3.19%  | --           |
| 净资产收益率 | 1.13%  | 2.17%  | --           |

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 11 • 公司现金流情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

现金流方面，2024 年，公司经营活动现金净流入量同比减少，收入实现质量略有提高。公司投资活动支出为在建项目投入和支付其他与投资活动有关的现金，2024 年投资活动现金净流出额同比减少，经营活动产生的现金仍无法满足公司投资需求。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金转为净流出状态，同时考虑到行业周期下行，以及在建项目投资需求增加，公司筹资活动现金转为净流入状态，公司存在较大融资需求。

## 2 偿债指标变化

跟踪期内，公司整体偿债指标变化不大；公司融资渠道较为畅通，可为公司偿债提供一定保障。

图表 12 • 公司偿债指标情况

| 项目     | 指标             | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1—3 月 |
|--------|----------------|--------|--------|--------------|
| 短期偿债指标 | 流动比率           | 46.78% | 46.46% | 48.81%       |
|        | 速动比率           | 41.78% | 41.66% | 43.77%       |
|        | 经营现金流动负债比      | 9.65%  | 9.17%  | --           |
|        | 经营现金/短期债务（倍）   | 0.14   | 0.14   | --           |
|        | 现金短期债务比（倍）     | 0.43   | 0.39   | 0.38         |
| 长期偿债指标 | EBITDA（亿元）     | 5.99   | 6.31   | --           |
|        | 全部债务/EBITDA（倍） | 6.39   | 6.03   | --           |
|        | EBITDA 利息倍数（倍） | 3.74   | 3.92   | --           |

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数据整理

因公司负债以流动负债为主且短期债务占比很高，公司短期偿债指标表现一般。2024 年，公司 EBITDA 同比增长，EBITDA 主要由折旧（占 51.68%）、摊销（占 11.41%）、计入财务费用的利息支出（占 25.20%）、利润总额（占 11.71%）构成，对全部债务本息的覆盖程度有所提高。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对外担保。

未决诉讼方面，2016 年，齐鲁交通发展集团有限公司（以下简称“齐鲁交发”，于 2020 年 11 月因与山东高速集团有限公司合并而注销）在公司合法享有的山东省梁山县大营地区煤炭勘探权（探矿权）范围内进行董家口至梁山（鲁豫界）公路宁阳至梁山（鲁豫界）段项目工程建设，需要压覆公司探矿权范围内的部分矿产资源。齐鲁交发与公司于 2016 年 9 月签订协议书，但山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”）未进行压覆补偿。公司于 2020 年 11 月依据协议约定向青岛仲裁委申请仲裁，青岛仲裁委于 2021 年 7 月委托评估机构对压覆损失进行评估。2021 年 12 月，评估机构出具评估报告，认定压覆造成损失 5213.4 万元。2023 年 12 月，青岛仲裁委出具青仲裁字（2021）第 7 号裁决书认定：（1）被申请人（山东高速）并未压覆申请人矿产资源；（2）申请人（公司）因矿产资源被压覆而受到的损失可通过另案向其他主体（河南台辉高速公路建设有限公司，以下简称“河南台辉高速”）主张救济；故驳回公司的全部仲裁请求。2024 年，公司重新另案起诉河南台辉高速要求其进行压覆矿补偿。同时，为避免河南、山东两省高速公司互相推诿，公司将山东高速及其控股子公司山东高速宁梁高速公路有限公司（即董梁高速宁梁段项目法人）

一并起诉至山东省梁山县人民法院。2025 年 1 月，梁山县人民法院在经过简单审理之后驳回公司的上述起诉，认为公司无权向包括河南台辉高速在内的三家公司主张压覆矿补偿。2025 年 3 月，公司不服梁山县人民法院的驳回裁定，向济宁市中级人民法院提起上诉，要求将本案发回梁山县人民法院重审。济宁市中级人民法院于 2025 年 4 月 18 日受理本案，于 2025 年 4 月 27 日完成第一次开庭审理，截至本报告出具日尚未出具二审裁判结果。

再融资能力方面，截至 2025 年 3 月底，公司共获得银行授信总额 51.74 亿元，已使用授信额度为 29.22 亿元，剩余授信额度为 20.62 亿元。同时，公司控股子公司黄山胶囊为上市公司，具备直接融资能力。

### 3 公司本部主要变化情况

**公司本部主要负责煤炭业务，经营业绩表现良好，可对全部债务形成一定保障。**

公司本部资产主要为鹿洼煤矿和太平煤矿。公司本部对下属全资子公司资金采取统一管理，非全资子公司不进行资金归集。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 3.91 亿元。因黄山胶囊为上市公司，经营及财务等方面独立性强，截至 2025 年 3 月底公司持有黄山胶囊 29.99% 股权，市值约 5.84 亿元。截至 2024 年底，公司本部资产总额 66.68 亿元，较上年底增长 3.52%；资产中非流动资产占比高。截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 30.37 亿元；资产负债率为 54.46%，全部债务资本化比率 37.80%。

2024 年，公司本部营业总收入为 17.37 亿元，利润总额为 4.35 亿元，其中投资收益为 0.06 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 0.22 亿元，投资活动现金流净额-1.96 亿元，筹资活动现金流净额 1.43 亿元。

## (五) ESG 方面

**公司治理结构规范，内控制度较为完善，在解决就业和响应政府政策方面表现较好，但公司分别于 2022 年发生生产安全事故，对其社会责任水平造成一定影响。整体看，公司 ESG 情况尚可。**

环境方面，作为煤炭及化工企业，公司在煤炭开采、洗选和自利用环节均涉及能源消耗和污染物排放，存在碳排放、环保等风险，面临较大的安全生产压力；同时，化工产品在生产过程中排放的污染物较多，其中烧碱具有强碱性，腐蚀性极强，在加工、贮存、使用和废弃物处理等环节存在一定危险性。近年来，公司为加强公司环保工作的系统管理，制定了《“12345”环保管理体系》；同时，公司依据《环境保护法》《山东省环境污染行政责任追究办法》《中华人民共和国节约能源法》《山东省节约能源条例》等相关法律法规，制定了《环境保护行政问责管理办法》《节约能源管理办法》。目前，公司尚未单独设立环保管理职能部门，相关环保工作由安全生产和应急管理部负责。跟踪期内，公司遵守和执行国家相关行业环境保护标准和排放指标，对二氧化硫、氮氧化物、烟尘等大气污染物的排放、工业废水的排放、粉尘和灰渣、噪音等环保指标均设定了达标标准，并做出了详细的规定并制定考核细则。2024 年，公司节能降耗、技改投资金额为 3220.84 万元，且下属鹿洼煤矿被评为“绿色矿山”。在双碳目标和环保监管要求趋严的背景下，公司仍将面临绿色转型升级压力，未来或将在工艺技术水平提升以及环保改造、绿色生产等方面保持一定资金投入。

社会责任方面，公司纳税情况良好，2024 年度为纳税信用 A 级纳税人。截至 2024 年底，公司解决就业 6334 人。公司注重员工安全及公平雇佣，女性员工占 23.87%。公司对用户和产品的管理情况较为良好，上下游合同履行能力较强。公司制定的《公司安全生产管理制度汇编》较为完善，但公司于 2022 年发生生产安全事故，安全责任意识和安全执行力仍需提升。此外，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，2022—2024 年分别慈善捐赠 105.98 万元、39.90 万元和 36.02 万元。

## 七、外部支持

### 1 支持能力

**中国信达综合实力极强；济宁市 GDP 在山东省内排名较为靠前。**

公司第一大股东中国信达前身为中国信达资产管理公司，为有效化解金融风险、维护金融体系稳定、推动国有银行和企业改革发展而成立的首家金融资产管理公司，综合竞争实力极强。截至 2024 年底，中国信达总资产 16389.60 亿元，所有者权益总额为 2231.55 亿元。公司第二大股东为济宁市国资委，济宁市作为淮海经济区中心城市之一，济宁市 GDP 在山东省内排名较为靠前。

### 2 支持可能性

**中国信达和济宁市国资委支持可能性均较大。**

公司第一大股东中国信达可在优质资源及优惠政策信息获取方面给予公司大力支持；同时，公司作为济宁市国资委直属企业，日常经营管理均由济宁市国资委负责，公司可在税收优惠、财政补贴等方面获得支持。2022—2024 年，公司计入其他收益的政府补助为 0.17 亿元、0.36 亿元和 0.96 亿元。

## 八、债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债为“25 鲁泰 K1”，债券余额为 6.80 亿元。公司货币资金受限规模较小，2025 年 3 月底现金类资产对“25 鲁泰 K1”债券余额的保障能力强，但经营活动现金流量净额对“25 鲁泰 K1”债券余额的保障能力一般。

图表 13 • 公司债券偿还能力指标

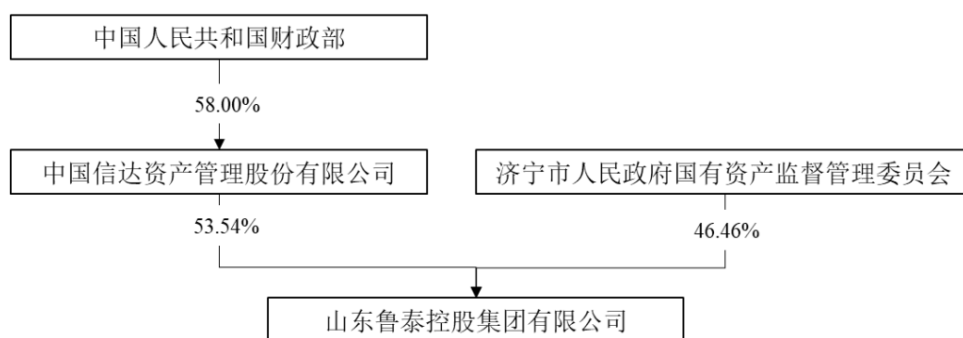
| 项目                         | 2024 年 |
|----------------------------|--------|
| 截至本报告出具日存续债券余额（亿元）         | 6.80   |
| 2025 年 3 月末现金类资产/存续债券余额（倍） | 1.66   |
| 2024 年经营活动现金流量净额/存续债券余额（倍） | 0.58   |
| 存续债券余额/2024 年 EBITDA（倍）    | 1.08   |

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

## 九、跟踪评级结论

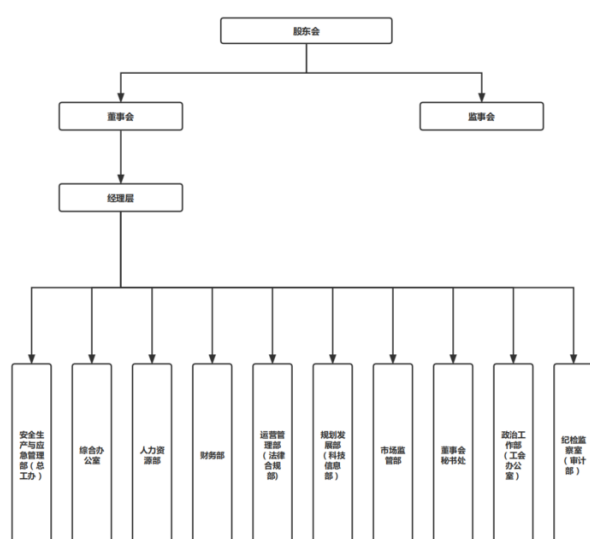
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“25 鲁泰 K1”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



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 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

| 子公司名称        | 注册资本金<br>(万元) | 主营业务               | 持股比例    |    |
|--------------|---------------|--------------------|---------|----|
|              |               |                    | 直接      | 间接 |
| 山东鲁泰化学有限公司   | 117000.00     | 化工产品生产和销售          | 100.00% | -- |
| 山东鲁泰矿业有限公司   | 10000.00      | 煤矿托管运营、煤矿管理、开采技术服务 | 100.00% | -- |
| 新疆明基能源有限公司   | 60000.00      | 煤炭开采、矿物洗选加工、煤炭销售等  | 75.00%  | -- |
| 安徽黄山胶囊股份有限公司 | 29909.82      | 药用空心胶囊制造销售         | 29.99%  | -- |

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项 目                | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 13.34  | 11.44  | 11.30      |
| 应收账款（亿元）           | 3.54   | 2.97   | 3.09       |
| 其他应收款（亿元）          | 0.60   | 1.12   | 1.73       |
| 存货（亿元）             | 2.30   | 2.06   | 2.16       |
| 长期股权投资（亿元）         | 1.02   | 0.95   | 0.95       |
| 固定资产（亿元）           | 28.61  | 27.99  | 27.74      |
| 在建工程（亿元）           | 3.25   | 4.74   | 4.84       |
| 资产总额（亿元）           | 92.49  | 91.89  | 92.52      |
| 实收资本（亿元）           | 3.03   | 3.03   | 3.03       |
| 少数股东权益（亿元）         | 12.65  | 12.55  | 12.63      |
| 所有者权益（亿元）          | 36.25  | 36.89  | 36.53      |
| 短期债务（亿元）           | 31.25  | 29.00  | 29.74      |
| 长期债务（亿元）           | 7.07   | 9.05   | 10.41      |
| 全部债务（亿元）           | 38.32  | 38.05  | 40.15      |
| 营业总收入（亿元）          | 39.98  | 40.28  | 9.14       |
| 营业成本（亿元）           | 31.00  | 30.84  | 7.36       |
| 其他收益（亿元）           | 0.38   | 0.98   | 0.04       |
| 利润总额（亿元）           | 0.55   | 0.74   | -0.41      |
| EBITDA（亿元）         | 5.99   | 6.31   | --         |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 46.08  | 47.14  | 6.88       |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 47.44  | 51.45  | 8.05       |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 4.45   | 3.95   | -1.46      |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -9.37  | -5.82  | -1.07      |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | 4.31   | -0.54  | 1.81       |
| <b>财务指标</b>        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 7.27   | 7.77   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 13.51  | 14.12  | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.45   | 0.44   | --         |
| 现金收入比（%）           | 115.24 | 117.04 | 75.33      |
| 营业利润率（%）           | 20.28  | 21.13  | 17.62      |
| 总资本收益率（%）          | 2.70   | 3.19   | --         |
| 净资产收益率（%）          | 1.13   | 2.17   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）       | 16.32  | 19.70  | 22.17      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 51.39  | 50.78  | 52.36      |
| 资产负债率（%）           | 60.80  | 59.86  | 60.52      |
| 流动比率（%）            | 46.78  | 46.46  | 48.81      |
| 速动比率（%）            | 41.78  | 41.66  | 43.77      |
| 经营现金流动负债比（%）       | 9.65   | 9.17   | --         |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.43   | 0.39   | 0.38       |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 3.74   | 3.92   | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 6.39   | 6.03   | --         |

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 资本化利息为公司提供；3. 已将长期应付款计息部分计入有息债务，2023—2024 年末长期应付款计息部分=融资租赁款-一年内到期的长期应付款，2025 年 3 月末长期应付款计息部分为公司提供；4. “/”表示数据未获取到，“--”表示数据无意义；5. 其他应收款包含应收股利和应收利息；固定资产包含固定资产清理；在建工程包含工程物资  
 资料来源：公司提供、联合资信整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

| 项 目                | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>        |        |        |            |
| 现金类资产（亿元）          | 6.20   | 5.05   | /          |
| 应收账款（亿元）           | 0.68   | 1.39   | /          |
| 其他应收款（亿元）          | 2.71   | 4.74   | /          |
| 存货（亿元）             | 0.02   | 0.04   | /          |
| 长期股权投资（亿元）         | 37.06  | 37.07  | /          |
| 固定资产（亿元）           | 6.58   | 6.84   | /          |
| 在建工程（亿元）           | 0.04   | 0.01   | /          |
| 资产总额（亿元）           | 64.41  | 66.68  | /          |
| 实收资本（亿元）           | 3.03   | 3.03   | /          |
| 少数股东权益（亿元）         | 0.00   | 0.00   | /          |
| 所有者权益（亿元）          | 26.89  | 30.37  | /          |
| 短期债务（亿元）           | 14.40  | 16.50  | /          |
| 长期债务（亿元）           | 0.67   | 1.96   | /          |
| 全部债务（亿元）           | 15.08  | 18.45  | /          |
| 营业总收入（亿元）          | 16.58  | 17.37  | /          |
| 营业成本（亿元）           | 8.88   | 9.12   | /          |
| 其他收益（亿元）           | 0.23   | 0.85   | /          |
| 利润总额（亿元）           | 3.68   | 4.35   | /          |
| EBITDA（亿元）         | 4.44   | 6.41   | /          |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 17.87  | 20.39  | /          |
| 经营活动现金流入小计（亿元）     | 51.98  | 80.20  | /          |
| 经营活动现金流量净额（亿元）     | 5.92   | 0.22   | /          |
| 投资活动现金流量净额（亿元）     | -3.80  | -1.96  | /          |
| 筹资活动现金流量净额（亿元）     | 1.01   | 1.43   | /          |
| <b>财务指标</b>        |        |        |            |
| 销售债权周转次数（次）        | 5.92   | 6.64   | /          |
| 存货周转次数（次）          | 221.06 | 325.64 | /          |
| 总资产周转次数（次）         | 0.27   | 0.26   | /          |
| 现金收入比（%）           | 107.77 | 117.44 | /          |
| 营业利润率（%）           | 42.19  | 43.18  | /          |
| 总资本收益率（%）          | 8.06   | 8.73   | /          |
| 净资产收益率（%）          | 9.74   | 11.44  | /          |
| 长期债务资本化比率（%）       | 2.45   | 6.05   | /          |
| 全部债务资本化比率（%）       | 35.92  | 37.80  | /          |
| 资产负债率（%）           | 58.25  | 54.46  | /          |
| 流动比率（%）            | 30.39  | 37.79  | /          |
| 速动比率（%）            | 30.34  | 37.67  | /          |
| 经营现金流动负债比（%）       | 16.81  | 0.67   | /          |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.43   | 0.31   | /          |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 5.83   | 8.14   | /          |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 3.39   | 2.88   | /          |

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. “/”表示数据未获取到，“--”表示数据无意义；3.其他应收款包含应收股利和应收利息；固定资产包含固定资产清理；在建工程包含工程物资

资料来源：公司提供、联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                   |
|-----------------|--------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                        |
| 资产总额年复合增长率      |                                                        |
| 净资产年复合增长率       | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%                      |
| 营业总收入年复合增长率     | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 利润总额年复合增长率      |                                                        |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                        |
| 销售债权周转次数        | 营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)                      |
| 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%                              |
| <b>盈利指标</b>     |                                                        |
| 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%                         |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                        |
| 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%                                        |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                        |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                            |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                           |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                        |
| 流动比率            | 流动资产合计/流动负债合计×100%                                     |
| 速动比率            | (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 |