

# 宁波博汇化工科技股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【697】号 01

让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

## 宁波博汇化工科技股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

### 评级结果

|        | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | A    | A    |
| 博汇转债   | A    | A    |

### 评级观点

- 中证鹏元维持宁波博汇化工科技股份有限公司（以下简称“博汇股份”或“公司”，股票代码：300839.SZ）主体信用等级和“博汇转债”的信用等级为 A，并继续列入信用评级观察名单。本次等级的评定是考虑到：公司于 2024 年度及 2025 年一季度产生大额亏损，多项盈利指标、偿债指标出现明显下滑，面临较大的盈利、偿债压力，公司 2024 年 8 月复产以来积极推进业务转型，于 2025 年 3 月基本确定后续产品结构及业务模式，由于目前观察时间有限，中证鹏元较难对公司业务转型后的实际盈利能力进行判断，需关注公司各类新产品的经营及盈利情况；此外，公司在跟踪期内积极引入地方国资背景投资人，该事项为公司带来一定资金补充的同时可能对公司业务、融资形成正面影响，但目前公司重组事项未完全落地，需关注公司重组事项的推进情况。

### 评级日期

2025 年 06 月 28 日

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目            | 2025.3 | 2024    | 2023   | 2022   |
|---------------|--------|---------|--------|--------|
| 总资产           | 20.61  | 21.35   | 21.11  | 22.70  |
| 归母所有者权益       | 3.54   | 4.02    | 7.29   | 10.02  |
| 总债务           | 13.76  | 14.08   | 10.27  | 10.75  |
| 营业收入          | 5.36   | 22.79   | 27.78  | 29.65  |
| 净利润           | -0.49  | -3.10   | -2.03  | 1.52   |
| 经营活动现金流净额     | -1.28  | -1.12   | 4.29   | 1.23   |
| 净债务/EBITDA    | --     | -46.18  | 5.47   | 2.48   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --     | -0.40   | 2.41   | 8.52   |
| 总债务/总资本       | 76.42% | 74.81%  | 58.49% | 51.76% |
| FFO/净债务       | --     | -50.05% | -2.88% | 30.30% |
| EBITDA 利润率    | --     | -0.91%  | 3.60%  | 9.82%  |
| 总资产回报率        | --     | -11.42% | -6.78% | 9.77%  |
| 速动比率          | 0.74   | 0.73    | 0.82   | 1.01   |
| 现金短期债务比       | 0.44   | 0.66    | 0.97   | 0.68   |
| 销售毛利率         | 1.74%  | 15.94%  | 8.80%  | 11.54% |
| 资产负债率         | 79.41% | 77.80%  | 65.48% | 55.87% |

注：2023 年 FFO/净债务为负系 2023 年 FFO 为负所致；2024 年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系 2024 年 EBITDA、FFO 为负所致。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 联系方式

项目负责人：洪烨  
hongy@cspengyuan.com

项目组成员：洪鸣  
hongm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- 公司在燃料油深加工领域具有一定技术实力，2024 年末取得燃料油加工贸易资质。公司在燃料油深加工领域经营多年，通过自主研发、持续工艺改进以及外部引进等方式积累了一定的技术实力，公司复产后积极推进产品结构、业务模式转型，2024 年末取得燃料油加工贸易资质（保税高硫燃料油业务）。
- 公司持续拓宽原材料采购、自产渠道。公司通过拓展国内外采购渠道，对国内主要燃料油供应商的采购依赖度继续降低，目前芳烃抽提装置所需的原材料基本可通过国内外采购满足生产需求，环保芳烃油装置所需原材料供应紧张亦通过采购渠道的拓宽有所缓解，同时公司拟新建项目以继续保证该装置的原材料供应。
- 公司积极引入地方国资背景投资人。2025 年 2 月 11 日，公司发布系列公告，筹划通过股权转让及定向增发的形式变更实际控制人，其中实际控制人拟变更为无锡市惠山区国有资产管理办公室（以下简称“惠山区国资办”），控股股东拟变更为无锡惠山原鑫曦望产业升级并购投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“原鑫曦望合伙”），截至 2025 年 4 月 30 日，原鑫曦望合伙已成为公司第二大股东，公司仍在积极推进该重组事项。本次重组可为公司带来一定的资金补充，缓解当前债务偿付压力，同时可能对公司未来业务经营、融资产生积极影响。

## 关注

- 公司 2024 年及 2025 年一季度产生大额亏损。跟踪期内，公司产生较大规模亏损，所有者权益明显下降，多项盈利指标、现金流指标出现明显下滑，公司复产后单季度盈利能力尚未转正，面临较大盈利压力，需关注公司业务模式确定后的盈利变化情况。
- 公司面临较大的偿债压力。公司 2024 年新增一定规模债务，2025 年 3 月末资产负债率达 79.41%，杠杆水平较高，跟踪期内现金短期债务比持续下降，公司面临较大偿债压力。
- 公司重组事项尚未落地。公司定向增发事项尚未取得深圳证券交易所、中国证券监督管理委员会的审批，存在一定不确定性，需关注公司重组事项进展及重组完成后的业务发展情况。
- 关注公司未来资金支出计划及重组后的战略规划情况。2024 年 8 月复产后，公司原本拟建的 160 万吨/年新材料及高端化学品一体化项目已终止，同时新增拟建的年产 45 万吨的环保芳烃油项目原料适应性改造工程项目，项目总投资 0.50 亿元，需关注公司未来资金支出计划及重组后的战略规划情况。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标    | 阳谷华泰   | 正丹股份   | 中晟高科   | 公司     |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产   | 44.82  | 30.76  | 11.61  | 21.35  |
| 营业收入  | 34.31  | 34.80  | 4.93   | 22.79  |
| 净利润   | 1.92   | 11.90  | -1.79  | -3.10  |
| 销售毛利率 | 18.16% | 41.49% | 10.03% | 15.94% |
| 资产负债率 | 21.58% | 8.98%  | 71.50% | 77.80% |

注：以上各指标均为 2024 年度/末数据。

资料来源：Choice，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称     | 版本号                |
|---------------|--------------------|
| 化工企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2023V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

| 评分要素     | 评分等级      | 评分要素     | 评分等级     |
|----------|-----------|----------|----------|
| 业务状况     | 宏观环境      | 初步财务状况   | 2/9      |
|          | 行业&经营风险状况 | 杠杆状况     | 3/9      |
|          | 行业风险状况    | 盈利状况     | 非常弱      |
|          | 经营状况      | 流动性状况    | 4/7      |
| 业务状况评估结果 | 4/7       | 财务状况评估结果 | 2/9      |
| 调整因素     | ESG 因素    |          | 0        |
|          | 重大特殊事项    |          | 0        |
|          | 补充调整      |          | 5        |
| 个体信用状况   |           |          | <b>a</b> |
| 外部特殊支持   |           |          | <b>0</b> |
| 主体信用等级   |           |          | <b>A</b> |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期    | 债券到期日期    |
|------|----------|----------|-----------|-----------|
| 博汇转债 | 3.9700   | 3.9673   | 2025-5-19 | 2028-8-16 |

## 一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目。2025年4月23日，公司发布《关于变更部分募集资金用途并永久补充流动资金、偿还银行贷款的公告》，为降低募集资金投资风险，提高募集资金使用效率，优化资源配置，公司拟变更募投项目部分募集资金用途，将原计划用于“环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目”的剩余募集资金约3.02亿元（截至2025年3月31日）永久补充流动资金、偿还银行贷款；2025年5月13日，公司股东大会及“博汇转债”债券持有人会议已审议通过了前述议案。2025年5月28日，公司发布《关于可转债募集资金专户完成销户的公告》，公司已将募集资金专项账户中的剩余资金30,004.94万元（包含理财收入及利息收入）转至一般户，公司募集资金专项账户已销户。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司发生重要重组事项。2025年2月11日，公司发布《关于控股股东、实际控制人拟发生变更的提示性公告》等系列公告，筹划通过股权转让及定向增发的形式变更实际控制人，公司实际控制人拟由金碧华、夏亚萍变更为惠山区国资办，控股股东拟变更为原鑫曦望合伙。本次重组完成后<sup>1</sup>，预计原鑫曦望合伙将合计持有公司33.13%的股权，文魁集团、夏亚萍将合计持有公司30.17%的股权。

2025年4月14日，公司发布《关于收到国资监管部门批复暨公司控制权拟变更的进展公告》，公司收到原鑫曦望合伙通知，无锡市惠山区政府国有资产监督管理委员会出具了《关于无锡惠山原鑫曦望产业升级并购投资合伙企业（有限合伙）以协议受让方参与协议转让及认购上市公司向特定对象发行A股股份方式收购宁波博汇化工科技股份有限公司控制权的批复》，同意本次控制权收购；无锡市人民政府国有资产监督管理委员会出具了《关于无锡惠山原鑫曦望产业升级并购投资合伙企业（有限合伙）以协议受让方参与协议转让及认购上市公司向特定对象发行A股股份方式收购宁波博汇化工科技股份有限公司控制权相关事宜的说明》，按照区投资管理和国资监管相关规定办理本次控制权收购。

2025年5月6日，公司发布《关于公司控股股东股份协议转让完成过户登记暨公司控制权拟发生变更的进展公告》，文魁集团转让给原鑫曦望合伙的32,070,538股无限售条件流通股股份已于2025年4月30日完成过户登记手续。截至2025年5月末，文魁集团持有公司39.19%股权，为公司的第一大股东，原鑫曦望合伙持有公司13.06%股权，为公司的第二大股东，金碧华、夏亚萍仍为公司实际控制人，合计持有公司39.22%股权。截至2025年6月18日，公司定向增发事项尚在推进中，尚未取得深圳证券交易所及中国证券

<sup>1</sup> 宁波市文魁控股集团有限公司（以下简称“文魁集团”，由金碧华、夏亚萍分别持股60%、40%）、夏亚萍与原鑫曦望合伙签署《关于宁波博汇化工科技股份有限公司之表决权放弃协议》，约定文魁集团、夏亚萍不可撤销地放弃其在《控制权收购框架协议》约定的本次发行完成后合计剩余持有的公司全部股份对应的提案权、表决权、召集权等全部非财产性权利（统称“表决权”），亦不得委托第三方行使前述权利。本次重组包含股权转让、定向增发及表决权放弃等事项。



监督管理委员会的相关批复文件。截至2025年6月18日，公司控股股东和实际控制人无股权质押情况，股权结构及实际控制关系如附录二所示。

根据公司2025年5月28日发布的《关于改选公司部分董事的公告》，张雪莲女士因其工作安排辞去公司第四届非独立董事职务，辞职后仍在公司担任副总经理、董事会秘书职务；同时鉴于文魁集团转让给原鑫曦望合伙的股份已完成过户登记手续，并取得了《证券过户登记确认书》，根据《控制权收购框架协议》关于公司的治理安排约定，本次转让完成后，原鑫曦望合伙有权提名公司1席董事人选，经其提名，公司董事会同意提名吴平先生为公司第四届董事会非独立董事候选人，并提交至2025年第四次临时股东大会审议，任期自股东大会审议通过之日起至第四届董事会届满之日止。

### 三、 运营环境

#### 宏观经济和政策环境

**2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优**

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

#### 行业环境

燃料油深加工行业专业化分工较细，且受地理区位限制较大，主要分布在华北、长三角、珠三角等沿海地区，重要产品之一环保芳烃油可用于多个行业

燃料油深加工行业一般通过溶剂抽提的方式对燃料油进行分离提炼，由于来源于不同炼油厂的燃料油油质组成比例不同，下游不同客户对产品性能与稳定性要求具有差异性，行业对于生产工艺的精细度提出了较高的要求，不成熟的深加工生产技术很难生产出纯度较高的下游助剂产品，也不容易得到下游客户的认可。具备相关的技术能力需要构建一个完整的技术研发和应用体系，包括购置高科技的提炼分离设备，培训一支熟练的操作队伍，建立根据客户要求及时调整产品品质的机制，根据企业实际情况改进生产工艺和开发新品的研发能力。潜在进入企业由于缺乏掌握关键工艺技术的研发技术人员和研发生产设备，会导致产品性能和稳定性均与行业先进企业有较大的差距。燃料油深加工行业下游客户主要是专业沥青、橡胶、润滑油、食品、日化用品等行业生产厂商，这些行业对产品质量和安全性的要求比较高，因此对原材料的质量认同建立在长期考察和业务合作的基础上，一般通过严格程序审查后会选择实力较强、工艺技术水平较高、产品质量稳定的企业进行供货合作，而技术、实力、品牌等综合素质较高的生产企业则容易受到生产厂商的青睐。

此外，燃料油深加工行业地理区位限制较高。由于上游原材料燃料油与产品均为大宗商品，运输成本偏高，燃料油深加工厂区一方面需要建在距离上游炼油厂较近的区域或者沿海海运方便的区域，另一方面需兼顾下游销售市场的地区区位；同时，受到安全生产和环保因素的牵制，厂区还需安置在合理、安全的化工产业园区内。我国千万吨级石油炼化企业主要分布在华北、长三角、珠三角等沿海地区，考虑到生产条件和运输成本等因素，当前芳烃类产品的生产与使用区域主要分布在华东和华中以及华南地区。

燃料油深加工行业的重要产品之一为环保芳烃油，环保芳烃油通常是指稠环芳烃含量小于3%，又分为普通环保芳烃油和高芳环保芳烃油。高芳环保芳烃油指芳碳率（CA%，芳香烃的碳原子百分比组成）大于20%的环保芳烃油；普通环保芳烃油指芳碳率（CA%）小于20%的环保芳烃油。由于高芳环保芳烃油一般用于橡胶制品行业和改性沥青行业中，普通环保芳烃油芳碳率较低，一般用作润滑油和白油原料，能改善润滑油的抗氧化性、抗磨性和环保排放要求等特性，生产出高端的润滑油产品，也可经过溶剂精制、加氢精制等手段处理后，转变成为食品级和化妆品级白油，用于食品加工、化妆品加工等行业。

### 2024年原油价格受地缘政治影响存在较大波动，对燃料油深加工行业内企业成本管控和盈利形成较大压力

燃料油是原油的下游产品，其价格趋势与国际原油价格密切相关。从影响机制上来看，当原油价格上涨时，生产燃料油的原料成本增加，在下游产品价格不发生变化的情况下，生产企业利润空间将缩小，企业的生产积极性将下降，供应减少支撑价格上涨。总的来说，国际油价通过影响炼厂的生产成本、利润和计划等，影响燃料油的供需，最终影响价格。2024年原油价格宽幅度震荡，下半年较上半年价格整体有所下降，原油价格较大的波动对燃料油深加工行业内企业成本管控和盈利形成了较大的压力。

图 1 2024 年原油价格宽幅度震荡，下半年较上半年价格整体有所下降（美元/桶）





资料来源：Choice，中证鹏元整理

## 四、 经营与竞争

公司仍主要从事燃料油深加工行业，专注于各类特种油品的研发、生产、销售，截至2025年3月末主要在产品包括7号燃料油、炉用燃料油1#、炉用燃料油2#、白油、基础油、化工轻油、变压器油等，重点应用于日化、纺织、改性材料、储能材料、精密机械、船燃加注等领域。

从收入规模上看，受2024年公司停产影响<sup>2</sup>，全年收入规模明显下降，2024年8月复产以来，公司芳烃抽提装置调整了产品结构，更多的产成品用于环保芳烃油装置的内部深加工，因此2024年炉用燃料油1#、沥青、橡胶增塑剂、DTY油剂、炉用燃料油2#产量仍较2023年明显上升。此外，公司复产后尝试开展燃料油加工贸易模式（保税高硫燃料油业务），该模式下公司通过保税的形式进口燃料油，该部分燃料油通过芳烃抽提装置可部分加工为7号燃料油<sup>3</sup>并出口给中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）等公司的海外公司（主要作为其国际船舶的燃料），该部分7号燃料油在出口时亦无需缴纳消费税，公司于2025年3月基本确定燃料油加工贸易业务模式，预计未来7号燃料油将成为公司的重要产品之一。

毛利率方面，2024年公司毛利率水平明显上升，毛利率上升的产品主要涉及沥青、重芳烃及衍生品、DTY油剂、炉用燃料油2#、橡胶增塑剂、基础油，该部分产品毛利率上升主要系公司将2024年上半年结转生产成本中含消费税的部分进行冲回，导致各产品2024年生产成本下降所致。此外，2024年白油毛利

<sup>2</sup> 根据公司公告，公司于2024年6月12日起对40万吨/年芳烃抽提装置、40万吨/年环保芳烃油生产装置及相关配套装置进行停产，并自2024年8月27日起有序逐步恢复生产。

<sup>3</sup> 未来加工贸易模式可能会新增6号燃料油。

率下降主要系2024年市场供需影响下白油价格有所下降所致。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目        | 2024 年  |         |         | 2023 年  |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|           | 金额      | 占比      | 毛利率     | 金额      | 占比      | 毛利率     |
| 沥青        | 27,454  | 12.04%  | 37.67%  | 10,905  | 3.93%   | -21.54% |
| 炉用燃料油 1#  | 15,571  | 6.83%   | -2.03%  | 9,866   | 3.55%   | 10.14%  |
| 重芳烃及衍生品   | 11,675  | 5.12%   | 39.44%  | 62,056  | 22.34%  | 9.64%   |
| 7 号燃料油    | 282     | 0.12%   | -16.59% | -       | -       | -       |
| DTY 油剂    | 45,607  | 20.01%  | 13.06%  | 25,214  | 9.08%   | 4.04%   |
| 炉用燃料油 2#  | 41,387  | 18.16%  | 15.91%  | 24,296  | 8.75%   | 6.35%   |
| 白油        | 38,903  | 17.07%  | 8.78%   | 94,256  | 33.93%  | 14.97%  |
| 橡胶增塑剂     | 34,084  | 14.95%  | 12.07%  | 8,877   | 3.20%   | 5.80%   |
| 基础油       | 5,548   | 2.43%   | 14.39%  | 19,463  | 7.01%   | 7.24%   |
| 化工轻油      | 5,138   | 2.25%   | 0.61%   | -       | -       | -       |
| 贸易销售      | 596     | 0.26%   | 100.00% | 10,694  | 3.85%   | 11.87%  |
| 材料销售      | 1,308   | 0.57%   | 12.37%  | 11,678  | 4.20%   | -1.70%  |
| 硫磺、硫酸铵及其他 | 395     | 0.17%   | 23.17%  | 470     | 0.17%   | 32.33%  |
| 合计        | 227,950 | 100.00% | 15.94%  | 277,776 | 100.00% | 8.80%   |

注：炉用燃料油 2#在公司 2023 年年报中名称为燃料油，炉用燃料油 1#在公司 2023 年年报中名称为轻质燃料油；上表合计数与明细存在一定差异，系尾差所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）研发及产能情况

公司在国内燃料油深加工领域仍具有一定技术实力，2024年复产后产品结构发生了一定调整，全年公司整体产能利用率受停产事项影响程度相对有限，公司原本拟建的160万吨/年新材料及高端化学品一体化项目已终止，同时新增拟建项目为年产45万吨的环保芳烃油项目原料适应性改造工程项目

2024年公司研发团队规模小幅下降，但全年研发投入占营业收入的比重有所上升，综合来看，公司在国内燃料油深加工领域深耕多年，作为高新技术企业，公司持续进行研发投入，仍具有一定技术实力。

表2 2023-2024 年公司研发投入情况

| 项目          | 2024 年   | 2023 年   |
|-------------|----------|----------|
| 研发人员数量（人）   | 61       | 63       |
| 研发人员数量占比    | 17.28%   | 14.93%   |
| 研发投入金额（万元）  | 6,056.35 | 6,293.84 |
| 研发投入占营业收入比例 | 2.66%    | 2.27%    |

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

截至2025年3月末，公司仍主要拥有两套生产装置（分布在两个厂区），分别为年产40万吨芳烃抽提装置及年产40万吨环保芳烃油生产装置。跟踪期内，公司两套装置产成品发生一定变化，其中，芳烃抽

提装置仍主要采用物理过程对原材料燃料油进行分离并获取相应产品，目前的主要产成品包括沥青、炉用燃料油1#、7号燃料油、5号燃料油等，新增生产的产品为炉用燃料油1#、7号燃料油、5号燃料油，其中5号燃料油主要供应环保芳烃油用于后续深加工；环保芳烃油生产装置仍主要通过化学反应将原材料制成相应产品，目前主要产成品包括炉用燃料油2#、白油<sup>4</sup>、基础油、化工轻油、变压器油等，新增生产的产品为炉用燃料油2#、化工轻油、变压器油。

产能利用率方面，2024年上半年公司生产装置产能利用率处于较高水平，下半年受停产等因素影响而下降，综合影响下，芳烃抽提装置全年产能利用率有所下降，由于公司下半年复产后将芳烃抽提装置的产成品更多地用于内部深加工，且环保芳烃油此前的原材料来源相对短缺，因此2024年环保芳烃油装置产能利用率小幅上升。2025年1-3月，公司开始开展加工贸易业务，产品品质及市场开拓均处于探索期，故芳烃抽提装置产能利用率有所下降，同期环保芳烃油装置产能利用率上升主要系原先的环保芳烃油装置受原料供应影响，整体产能利用率较低，而2025年一季度公司通过内部供应及扩大外部采购使得产能利用率有所上升。

**表3 近年公司产能利用率情况**

| 主要产品    | 设计产能 | 2025年1-3月产能利用率 | 2024年产能利用率 | 2023年产能利用率 |
|---------|------|----------------|------------|------------|
| 芳烃抽提装置  | 40万吨 | 69.15%         | 84.41%     | 96.26%     |
| 环保芳烃油装置 | 40万吨 | 74.26%         | 65.03%     | 64.36%     |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2025年3月末，公司主要拟建项目为“博汇化工环保芳烃油项目原料适应性改造工程项目”，该项目用于保障公司环保芳烃油装置的原料来源，计划于2025年下半年开工，项目总投资规模为0.50亿元，为公司带来一定资金支出压力，该项目功能与芳烃抽提装置类似，预计建成后年产能45万吨。

此外，2025年1月21日，公司发布《关于终止与宁波经济技术开发区管理委员会投资合作协议的公告》，公司将终止在青峙化工新材料产业园投资建设160万吨/年新材料及高端化学品一体化项目。截至2025年4月8日，公司此前取得的该项目位于宁波市北仑区的土地已退回，公司已收到前期支付的土地款。

## （二）生产及销售情况

**公司产品类型丰富，2024年整体产销率仍保持较高水平，复产后逐步探索了燃料油加工贸易业务并于2025年3月基本确定业务模式，需关注该业务未来对公司盈利能力的影响**

2024年，公司整体产销率仍保持较高水平，年末库存商品规模较2023年末有所下降，产品整体保持较好销售情况。公司于2024年8月复产后，将芳烃抽提装置的产成品更多地用于环保芳烃油生产装置的产品加工，因此公司2024年虽经历停产，但DTY油剂、炉用燃料油2#、橡胶增塑剂产量及销量仍有所上升。此外，公司复产后逐步探索了燃料油加工贸易模式，并于2025年3月基本确定了后续业务模式，该业务未

<sup>4</sup> 2023年7月以来，公司生产的白油产品主要为68号白油。

来预计主要涉及6号、7号燃料油的出口，需关注该业务对公司盈利能力的影响。

7号燃料油及炉用燃料油1#为公司芳烃抽提装置未来主要对外销售的产品，其中，公司生产的7号燃料油平均售价较低，主要系该产品的生产和销售为加工贸易模式，该产品出口时免税，因此销售价格不包含消费税；炉用燃料油1#2024年价格明显下降，主要原因系2023年公司销售的该产品为轻质燃料油，品质较高，因此市场价格较高。2024年DTY油剂平均售价有所下滑，主要系市场供需影响导致价格下降。

**表4 2023-2024 年公司主要产品生产及销售情况**

| 产品名称     | 项目        | 2024 年  | 2023 年  | 产品名称     | 项目        | 2024 年  | 2023 年 |
|----------|-----------|---------|---------|----------|-----------|---------|--------|
| 重芳烃及衍生品  | 产量（吨）     | 132,064 | 331,694 | 基础油      | 产量（吨）     | 9,133   | 27,253 |
|          | 销量（吨）     | 34,132  | 172,077 |          | 销量（吨）     | 7,716   | 26,954 |
|          | 产销率       | -       | -       |          | 产销率       | 84.49%  | 98.91% |
|          | 销售额（万元）   | 11,675  | 62,056  |          | 销售额（万元）   | 5,548   | 19,463 |
|          | 平均售价（元/吨） | 3,421   | 3,606   |          | 平均售价（元/吨） | 7,190   | 7,221  |
| 白油       | 产量（吨）     | 52,996  | 143,489 | 橡胶增塑剂    | 产量（吨）     | 49,844  | 14,119 |
|          | 销量（吨）     | 54,825  | 135,506 |          | 销量（吨）     | 49,948  | 12,937 |
|          | 产销率       | 103.45% | 94.44%  |          | 产销率       | 100.21% | 91.63% |
|          | 销售额（万元）   | 38,903  | 94,256  |          | 销售额（万元）   | 34,084  | 8,877  |
|          | 平均售价（元/吨） | 7,096   | 6,956   |          | 平均售价（元/吨） | 6,824   | 6,862  |
| 炉用燃料油 2# | 产量（吨）     | 67,312  | 40,469  | 沥青       | 产量（吨）     | 84,377  | 33,787 |
|          | 销量（吨）     | 67,461  | 37,748  |          | 销量（吨）     | 85,095  | 32,569 |
|          | 产销率       | 100.22% | 93.28%  |          | 产销率       | 100.85% | 96.39% |
|          | 销售额（万元）   | 41,387  | 24,296  |          | 销售额（万元）   | 27,454  | 10,905 |
|          | 平均售价（元/吨） | 6,135   | 6,436   |          | 平均售价（元/吨） | 3,226   | 3,348  |
| DTY 油剂   | 产量（吨）     | 71,616  | 39,862  | 炉用燃料油 1# | 产量（吨）     | 55,589  | 19,548 |
|          | 销量（吨）     | 74,623  | 36,856  |          | 销量（吨）     | 43,003  | 17,950 |
|          | 产销率       | 104.20% | 92.46%  |          | 产销率       | 77.36%  | 91.83% |
|          | 销售额（万元）   | 45,607  | 25,214  |          | 销售额（万元）   | 15,571  | 9,866  |
|          | 平均售价（元/吨） | 6,112   | 6,841   |          | 平均售价（元/吨） | 3,621   | 5,496  |
| 化工轻油     | 产量（吨）     | 8,568   | 0       | 7 号燃料油   | 产量（吨）     | 10,980  | 0      |
|          | 销量（吨）     | 8,336   | 0       |          | 销量（吨）     | 980     | 0      |
|          | 产销率       | 97.29%  | -       |          | 产销率       | 8.92%   | -      |
|          | 销售额（万元）   | 5,138   | -       |          | 销售额（万元）   | 282     | -      |
|          | 平均售价（元/吨） | 6,164   | -       |          | 平均售价（元/吨） | 2,882   | -      |

注 1：2023 年、2024 年重芳烃及衍生品的产量与销量存在较大差额，该部分差额主要系公司进行了较多内部销售所致。

注 2：2024 年 7 号燃料油产销率较低主要系当期销售较少所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年，公司销售模式、定价方式未发生明显变化，公司客户群体仍主要为下游润滑油、沥青、橡胶等生产厂商和贸易商客户，2024年公司整体产品结构有所调整，前五大客户集中度上升至33.70%，但下游客户整体仍较为分散。对于国内销售的产品，货款结算方面，由于公司产品单位价值较高，公司与

客户间仍主要采用款到发货的结算方式，2024年整体销售回款情况较好。运输方面，公路运输方式仍主要由客户负责运输，船运方式公司负责短驳至港口，后续运费一般由客户自行承担；对于出口产品（7号燃料油），货款结算通常为先货后款，账期约5-10天，运输则通常由公司负责。

### （三）原材料采购情况

公司主营业务成本仍主要为燃料油成本，其价格受原油价格影响较大，公司采取期货套保措施控制原材料价格波动风险，2024年采购价格小幅下降，此外，2024年公司持续拓宽采购渠道，对“三桶油”的采购依赖度进一步下降

2024年公司原材料成本占主营业务成本的比重达87.21%，其中燃料油采购额占采购总额的比例为78.45%，燃料油采购单价主要受原油价格波动影响，公司采取期货套保措施控制原材料价格波动风险。2024年公司芳烃抽提装置的主要原材料仍为燃料油等，环保芳烃油生产装置的主要原材料为公司自产的重芳烃衍生品、5号燃料油及外购的燃料油等，未来将以5号燃料油和外购燃料油为主。

表5 公司 2023-2024 年燃料油采购情况（单位：元/吨）

| 年份   | 主要原材料 | 采购模式     | 采购额占采购总额的比例 | 上半年平均价格  | 下半年平均价格  |
|------|-------|----------|-------------|----------|----------|
| 2024 | 燃料油   | 向供应商直接采购 | 78.45%      | 4,698.99 | 4,543.10 |
| 2023 | 燃料油   | 向供应商直接采购 | 81.35%      | 4,379.71 | 4,812.76 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司近年主要原材料采购情况

| 原材料            | 项目      | 2024 年     | 2023 年     |
|----------------|---------|------------|------------|
| 芳烃抽提装置原材料（燃料油） | 采购额（万元） | 123,324.07 | 213,242.07 |
|                | 采购数量（吨） | 267,805.87 | 461,996.26 |
|                | 单价（元/吨） | 4,604.98   | 4,615.67   |
| 环保芳烃油生产装置原材料   | 采购额（万元） | 111,120.59 | 141,723.16 |
|                | 采购数量（吨） | 212,027.46 | 270,008.46 |
|                | 单价（元/吨） | 5,240.86   | 5,248.84   |

注：上表中采购额及采购数量包括内部采购。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年，公司环保芳烃油装置的原材料仍主要来源于自产及外购，随着公司内部供应的增加及外部采购渠道的持续拓宽，2025年一季度该装置产能利用率已上升至74.26%，公司拟建项目“博汇化工环保芳烃油项目原料适应性改造工程项目”未来亦可为环保芳烃油装置带来一定的原料补充。

表7 2024 年环保芳烃油生产装置主要原料来源情况

| 自产/外购 | 原材料        | 数量（吨）      | 平均外购价格（元/吨） | 主要采购对象 |
|-------|------------|------------|-------------|--------|
| 自产    | 重芳烃衍生品     | 101,878.58 | -           | -      |
|       | 燃料油        | 8,523.19   | -           | -      |
|       | 中间品、5号燃料油等 | 51,161.02  | -           | -      |



|    |     |            |          |                             |
|----|-----|------------|----------|-----------------------------|
| 外购 | 燃料油 | 101,625.69 | 5,328.72 | 汉能化工（南京）有限公司、浙江亚拉那能源贸易有限公司等 |
|----|-----|------------|----------|-----------------------------|

注：2024 年中间品、5 号燃料油系公司内部调拨，因此未计入表 6 采购数量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购对象方面，由于公司原材料品种仍主要为燃料油，上游行业为炼油行业，而我国国内石油化工行业集中度较高，中石油、中国海洋石油总公司（以下简称“中海油”）、中石化等国企占据了绝大多数市场份额。跟踪期内，公司继续通过进口燃料油的方式减少对国内炼厂的依赖<sup>5</sup>，公司向中石油及其子公司、中海油及其子公司、中石化及其子公司合计采购占比进一步下降。2024 年，公司前五大供应商采购合计额占当期采购总额的比例下降至 46.39%，主要系公司持续拓宽采购渠道所致。

2024 年，公司采购模式、定价方式、结算方式未发生明显变化。进口采购原材料方面，公司采用锁量不锁价的方式，使原材料采购价格与生产销售月的销售价格相匹配，以降低原材料价格波动风险；进口采购一般一次采购规模为 10 万吨左右，运输方式通常为海运，货物至港口运费由供应商承担，公司承担港区储罐租金及后续短驳运费，结算方式一般为货到付款。

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023-2024 年审计报告及未经审计的公司 2025 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

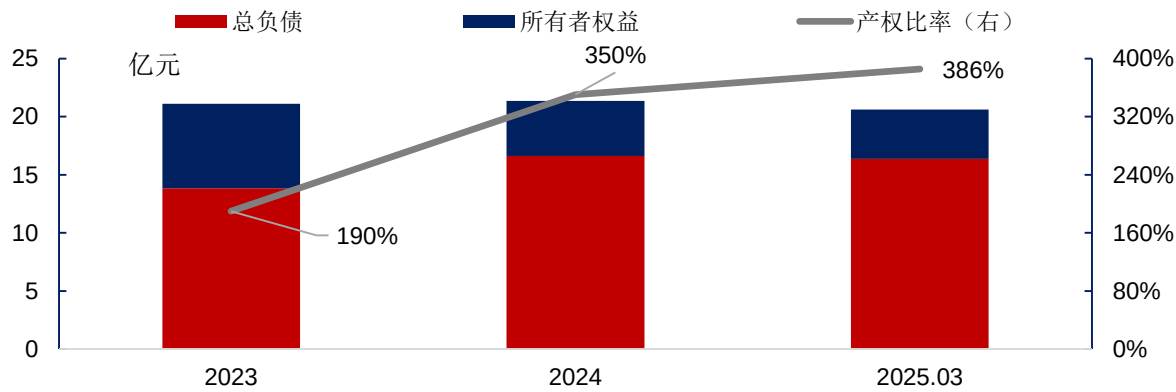
公司资产整体流动性尚可，且银行授信规模相对充足，备用流动性尚可，但跟踪期内，公司产生较大规模亏损，所有者权益明显下降，债务规模有所增加，多项盈利指标、杠杆指标、现金流指标出现明显下滑，面临较大盈利、偿债压力，需关注公司业务模式确定后的盈利、融资能力变化情况

### 资本实力与资产质量

公司 2024 年及 2025 年一季度产生较大规模亏损，所有者权益明显下降，同时 2024 年公司扩大对外融资以维持生产、经营稳定，2025 年一季度则保持债务规模相对稳定，综合影响下，2024 年及 2025 年一季度公司产权比例持续增加，2025 年一季度末达 385.56%，公司所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 2 公司资本结构

<sup>5</sup> 2022 年公司在新加坡新设立子公司博汇化工科技（新加坡）私人有限公司，利用新加坡作为全球第三大石油产业链基地的优势，拓宽进口采购渠道，突破原材料供应瓶颈。



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年，公司增加了一定规模外部融资，整体资产规模稳定，2025年一季度资产及负债均有小幅下降。截至2025年3月末，公司资产仍以两个主要生产装置、在库及在途原材料与产成品、货币资金为主，其中原材料燃料油及各类产成品具有一定的市场需求，整体变现能力尚可。2024年，公司固定资产规模有所下降，主要原因系2024年公司芳烃抽提装置及环保芳烃油装置新增计提1.05亿元折旧及0.59亿元减值。2024年公司新增的无形资产系原计划在青峙化工新材料产业园投资建设160万吨/年新材料及高端化学品一体化项目而拍得的地块，公司已于2025年一季度退回该地块。2025年3月末新增的其他应收款主要系该部分应收土地款，截至2025年4月8日公司已收到相关款项。截至2025年3月末，公司受限资产合计0.33亿元，均为货币资金，主要因期货保证金及诉讼保全而受限，公司受限资产占总资产比例为1.54%，整体受限比例较低。

整体来看，截至2025年3月末，公司资产规模较小，流动资产占比上升至59.32%，流动资产中以货币资金、原材料燃料油及各类产成品为主，同时考虑到公司资产受限比例较低，公司整体资产流动性尚可。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

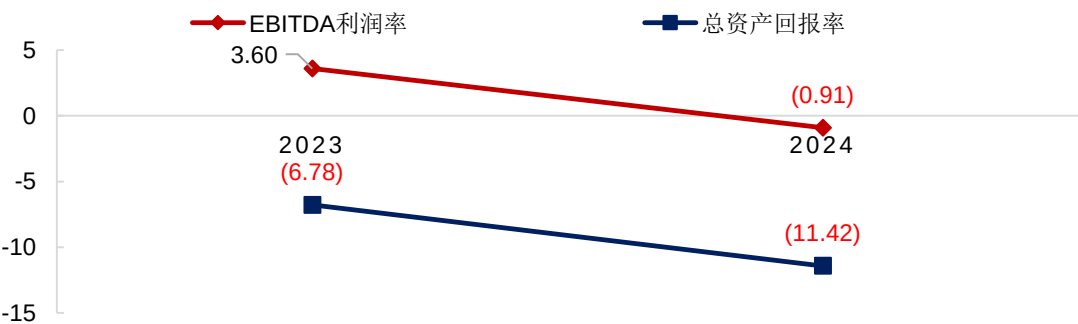
| 项目      | 2025 年 3 月 |         | 2024 年 |         | 2023 年 |         |
|---------|------------|---------|--------|---------|--------|---------|
|         | 金额         | 占比      | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      |
| 货币资金    | 3.63       | 17.61%  | 4.67   | 21.85%  | 5.57   | 26.38%  |
| 交易性金融资产 | 0.00       | 0.00%   | 0.76   | 3.56%   | 0.01   | 0.05%   |
| 预付款项    | 0.26       | 1.25%   | 0.46   | 2.17%   | 0.23   | 1.11%   |
| 其他应收款   | 3.24       | 15.70%  | 1.21   | 5.65%   | 1.21   | 5.72%   |
| 存货      | 4.79       | 23.25%  | 3.25   | 15.20%  | 3.45   | 16.33%  |
| 其他流动资产  | 0.16       | 0.79%   | 0.25   | 1.16%   | 0.36   | 1.69%   |
| 流动资产合计  | 12.22      | 59.32%  | 10.59  | 49.59%  | 10.83  | 51.31%  |
| 固定资产    | 6.94       | 33.67%  | 7.15   | 33.51%  | 8.79   | 41.65%  |
| 使用权资产   | 0.48       | 2.33%   | 0.53   | 2.47%   | 0.40   | 1.92%   |
| 无形资产    | 0.77       | 3.76%   | 2.89   | 13.53%  | 0.80   | 3.77%   |
| 非流动资产合计 | 8.38       | 40.68%  | 10.76  | 50.41%  | 10.28  | 48.69%  |
| 资产总计    | 20.61      | 100.00% | 21.35  | 100.00% | 21.11  | 100.00% |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 盈利能力

2024年，公司产生较大规模经营亏损，EBITDA利润率及总资产回报率均明显下滑。2025年一季度公司实现营业收入5.36亿元，同比下滑32.42%，实现净利润-0.49亿元，亏损规模同比明显收窄，截至2025年3月，公司复产后整体产能利用率已恢复至停产前水平，但由于复产后对产品结构、业务模式进行持续探索，因此2025年一季度尚未实现盈亏平衡，公司反馈2025年3月已基本确认未来的产品结构及业务模式，需关注未来公司的收益实现情况。

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

2024年，公司通过扩大债务融资保证生产经营，年末债务规模增长至14.08亿元，2025年3月末小幅下降至13.76亿元。截至2025年3月末，公司债务以银行借款及本期债券为主，无其他非标融资，其中银行借款、债券融资规模分别为8.75亿元及4.12亿元。其他负债方面，截至2024年末，公司应付账款主要系应付设备与工程款，合同负债主要系公司预收货款。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目            | 2025 年 3 月  |               | 2024 年       |               | 2023 年      |               |
|---------------|-------------|---------------|--------------|---------------|-------------|---------------|
|               | 金额          | 占比            | 金额           | 占比            | 金额          | 占比            |
| 短期借款          | 4.36        | 26.67%        | 5.37         | 32.30%        | 4.89        | 35.41%        |
| 应付账款          | 0.55        | 3.34%         | 0.49         | 2.92%         | 1.41        | 10.19%        |
| 合同负债          | 0.29        | 1.76%         | 0.22         | 1.34%         | 0.46        | 3.34%         |
| 一年内到期的非流动负债   | 3.11        | 19.04%        | 2.28         | 13.76%        | 0.83        | 6.00%         |
| <b>流动负债合计</b> | <b>9.98</b> | <b>60.99%</b> | <b>10.00</b> | <b>60.19%</b> | <b>9.01</b> | <b>65.19%</b> |
| 长期借款          | 1.59        | 9.73%         | 1.80         | 10.86%        | 0.15        | 1.09%         |
| 应付债券          | 4.09        | 25.01%        | 4.06         | 24.42%        | 3.90        | 28.24%        |
| 租赁负债          | 0.47        | 2.90%         | 0.52         | 3.12%         | 0.49        | 3.54%         |

|         |       |         |       |         |       |         |
|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| 非流动负债合计 | 6.38  | 39.01%  | 6.61  | 39.81%  | 4.81  | 34.81%  |
| 负债合计    | 16.36 | 100.00% | 16.61 | 100.00% | 13.82 | 100.00% |
| 总债务     | 13.76 | 84.07%  | 14.08 | 84.75%  | 10.27 | 74.28%  |
| 其中：短期债务 | 7.60  | 55.23%  | 7.70  | 54.70%  | 5.72  | 55.75%  |
| 长期债务    | 6.16  | 44.77%  | 6.38  | 45.30%  | 4.54  | 44.25%  |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司2024年产生较大规模亏损，2025年一季度亏损规模同比有所收窄，整体来看，跟踪期内，公司多项现金流及杠杆状况指标表现均较差，其中2024年及2025年一季度经营活动现金流净额、经营活动现金流净额/净债务、自由现金流/净债务均因公司亏损而为负，2024年净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务亦为负。2025年3月末，公司资产负债率升至79.41%，公司整体面临较大的偿债压力，需关注公司未来盈利的变化情况。

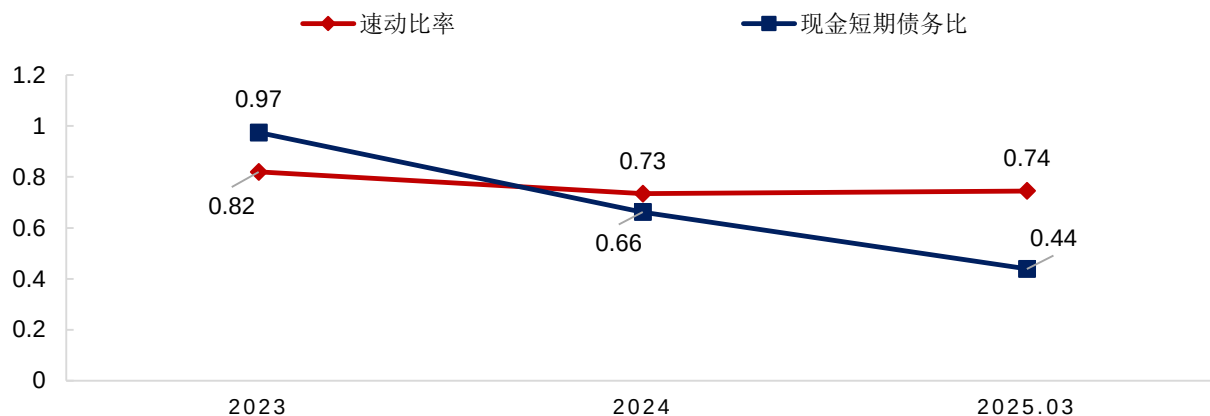
表10 公司现金流及杠杆状况指标

| 指标名称          | 2025 年 3 月 | 2024 年  | 2023 年 |
|---------------|------------|---------|--------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | -1.28      | -1.12   | 4.29   |
| FFO（亿元）       | --         | -4.79   | -0.16  |
| 资产负债率         | 79.41%     | 77.80%  | 65.48% |
| 净债务/EBITDA    | --         | -46.18  | 5.47   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --         | -0.40   | 2.41   |
| 总债务/总资本       | 76.42%     | 74.81%  | 58.49% |
| FFO/净债务       | --         | -50.05% | -2.88% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | -12.12%    | -11.67% | 78.51% |
| 自由现金流/净债务     | -12.96%    | -36.93% | 56.81% |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司长短期债务规模均有所增加，2025年3月末因采购较多原材料导致货币资金规模有所下降，综合影响下，2024年、2025年一季度公司现金短期债务比持续下降，面临一定的短期偿债压力。根据公司反馈，截至2025年3月末，公司未使用的银行授信额度为10.97亿元，公司备用流动性较为充足，财务弹性尚可，考虑到公司发生了停产、产品结构调整等事项，需关注公司未来融资能力的变化情况。

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部、文魁集团、博翔新材料、金碧华先生的征信报告，从2022年1月1日至报告查询日（博汇股份：2025年6月23日；文魁集团：2025年6月23日；博翔新材料：2025年6月24日；金碧华先生：2025年5月19日），公司本部、文魁集团、博翔新材料、金碧华先生不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月23日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。



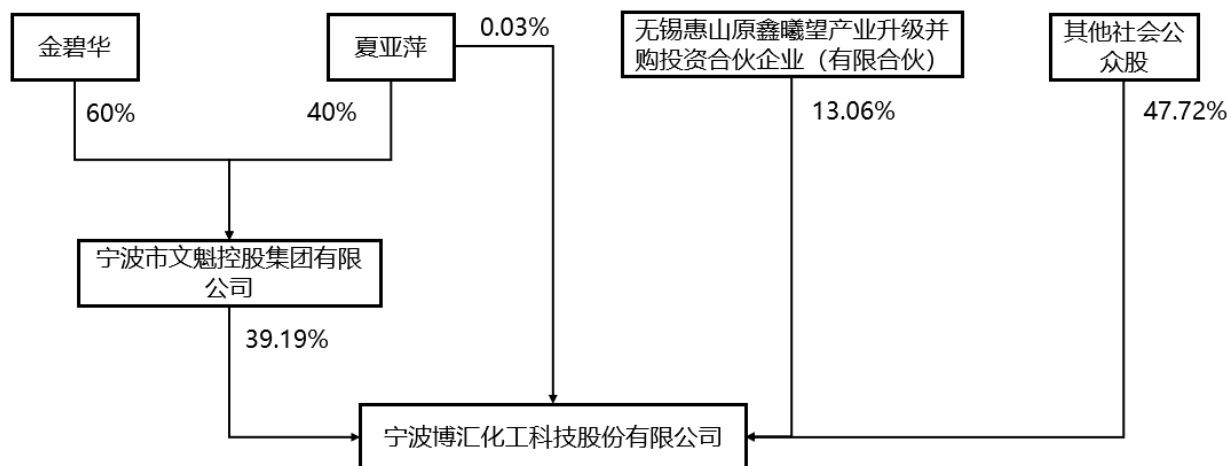
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2025 年 3 月 | 2024 年  | 2023 年 | 2022 年 |
|---------------|------------|---------|--------|--------|
| 货币资金          | 3.63       | 4.67    | 5.57   | 2.32   |
| 其他应收款         | 3.24       | 1.21    | 1.21   | 2.12   |
| 存货            | 4.79       | 3.25    | 3.45   | 3.93   |
| 流动资产合计        | 12.22      | 10.59   | 10.83  | 12.11  |
| 固定资产          | 6.94       | 7.15    | 8.79   | 8.61   |
| 非流动资产合计       | 8.38       | 10.76   | 10.28  | 10.60  |
| 资产总计          | 20.61      | 21.35   | 21.11  | 22.70  |
| 短期借款          | 4.36       | 5.37    | 4.89   | 6.00   |
| 一年内到期的非流动负债   | 3.11       | 2.28    | 0.83   | 0.35   |
| 流动负债合计        | 9.98       | 10.00   | 9.01   | 8.07   |
| 长期借款          | 1.59       | 1.80    | 0.15   | 0.19   |
| 应付债券          | 4.09       | 4.06    | 3.90   | 3.75   |
| 租赁负债          | 0.47       | 0.52    | 0.49   | 0.47   |
| 非流动负债合计       | 6.38       | 6.61    | 4.81   | 4.62   |
| 负债合计          | 16.36      | 16.61   | 13.82  | 12.69  |
| 总债务           | 13.76      | 14.08   | 10.27  | 10.28  |
| 其中：短期债务       | 7.60       | 7.70    | 5.72   | 6.35   |
| 所有者权益         | 4.24       | 4.74    | 7.29   | 10.02  |
| 营业收入          | 5.36       | 22.79   | 27.78  | 29.65  |
| 营业利润          | -0.44      | -2.89   | -1.89  | 1.61   |
| 净利润           | -0.49      | -3.10   | -2.03  | 1.52   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -1.28      | -1.12   | 4.29   | 1.23   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 0.86       | -3.16   | 0.43   | -2.88  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.50      | 3.91    | -2.18  | 3.15   |
| 财务指标          | 2025 年 3 月 | 2024 年  | 2023 年 | 2022 年 |
| EBITDA（亿元）    | --         | -0.21   | 1.00   | 2.91   |
| FFO（亿元）       | --         | -4.79   | -0.16  | 2.19   |
| 净债务（亿元）       | 10.58      | 9.58    | 5.47   | 7.22   |
| 销售毛利率         | 1.74%      | 15.94%  | 8.80%  | 11.54% |
| EBITDA 利润率    | --         | -0.91%  | 3.60%  | 9.82%  |
| 总资产回报率        | --         | -11.42% | -6.78% | 9.77%  |
| 资产负债率         | 79.41%     | 77.80%  | 65.48% | 55.87% |
| 净债务/EBITDA    | --         | -46.18  | 5.47   | 2.48   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --         | -0.40   | 2.41   | 8.52   |
| 总债务/总资本       | 76.42%     | 74.81%  | 58.49% | 51.76% |
| FFO/净债务       | --         | -50.05% | -2.88% | 30.30% |

|               |         |         |        |        |
|---------------|---------|---------|--------|--------|
| 经营活动现金流净额/净债务 | -12.12% | -11.67% | 78.51% | 16.99% |
| 速动比率          | 0.74    | 0.73    | 0.82   | 1.01   |
| 现金短期债务比       | 0.44    | 0.66    | 0.97   | 0.68   |

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月 18 日）



资料来源：公司提供

### 附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式                                                                                    |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 短期债务          | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项                                                         |
| 长期债务          | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项                                                                     |
| 总债务           | 短期债务+长期债务                                                                               |
| 现金类资产         | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项                                            |
| 净债务           | 总债务-盈余现金                                                                                |
| 总资本           | 总债务+所有者权益                                                                               |
| EBITDA        | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)                                                          |
| FFO           | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费                                                                    |
| 自由现金流 (FCF)   | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出                                                                  |
| 毛利率           | (营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%                                                               |
| EBITDA 利润率    | EBITDA / 营业收入 × 100%                                                                    |
| 总资产回报率        | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%                                       |
| 产权比率          | 总负债/所有者权益合计 × 100%                                                                      |
| 资产负债率         | 总负债/总资产 × 100%                                                                          |
| 速动比率          | (流动资产-存货) / 流动负债                                                                        |
| 现金短期债务比       | 现金类资产/短期债务                                                                              |

## 附录四 信用等级符号及定义

### 中长期债务信用等级符号及定义

| 符号  | 定义              |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C   | 债务无法得到偿还。       |

注：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。

### 债务人主体信用等级符号及定义

| 符号  | 定义                              |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA  | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| A   | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| BB  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。    |
| B   | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| 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。                         |

注：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。

### 债务人个体信用状况符号及定义

| 符号  | 定义                                             |
|-----|------------------------------------------------|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| aa  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| a   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| bbb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| bb  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。    |
| b   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| ccc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| cc  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。                         |

注：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。

### 展望符号及定义

| 类型 | 定义                 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。   |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号