

江苏东方盛虹股份有限公司

公开发行可转换公司债券

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〕4890号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏东方盛虹股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏东方盛虹股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，维持“盛虹转债”信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十四日

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

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

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

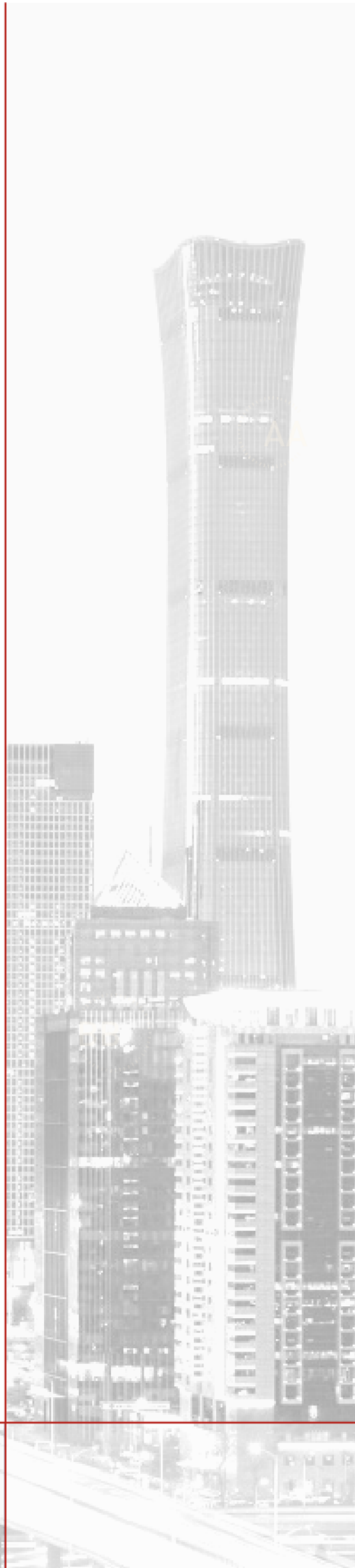
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



江苏东方盛虹股份有限公司

公开发行可转换公司债券 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
江苏东方盛虹股份有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/24
盛虹转债	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

江苏东方盛虹股份有限公司（以下简称“公司”）系民营炼化一体化上市企业，随着盛虹炼化一体化项目于 2022 年底全流程打通，公司形成了“原油—芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯新材料”全产业链布局，公司产能规模大，产业链完整度高，产品多元化和差异化优势明显。2024 年，公司炼化一体化项目稳定运行，但公司所处的石化、化纤行业具有显著的周期性，市场供需结构转换易对公司主要业务盈利能力产生影响，2024 年，在全球经济增速放缓的大环境下，公司主要产品价格下降，产品加工价差收窄，公司主业盈利能力下降。财务方面，炼化一体化项目的稳定运行对公司经营现金流形成正向效应，但公司债务负担很重且短期债务上升较快，财务费用支出很大，在 2024 年主业盈利能力弱化的情况下，公司经营出现大额亏损。未来，公司在建项目待投资金额较大，短期内降杠杆难度大，公司整体偿债能力指标表现仍属一般。综合对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，并考虑公司炼化一体化项目投产并稳定运行对其未来经营可持续性的积极影响，其整体偿债能力很强。

个体调整：项目投产、压力测试与预测。

外部支持调整：无。

评级展望

我国炼油、PTA 等部分石化产品产能处于过剩状态，但考虑到公司炼化一体化项目主装置为目前国内单体最大的常减压装置，且产业链完整度高，未来，随着炼化一体化项目产能的释放以及在建项目的持续推进，有助于提升公司整体竞争力，巩固其行业地位。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司杠杆水平大幅下降，或盈利大幅提高且具有可持续性，偿债能力显著提升。

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

优势

- **产能规模大，产业链完整度高。**随着盛虹炼化一体化项目于 2022 年底全流程打通，公司已形成了“原油—芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯新材料”全产业链布局，炼化产出的石化原料，为公司聚酯化纤产业、新材料产业提供基础原材料保障；公司具备 1600 万吨/年原油加工能力，公司炼化装置为目前国内单体最大的常减压装置，公司为国内 EVA、丙烯腈和涤纶长丝细分行业龙头企业。
- **产品多元化和差异化优势明显。**根据产品市场需求及经济效益，公司炼化装置可以在一定范围内调整成品油和化工品的产量及不同化工品的产量，装置灵活性较高，在产品结构及成本上具有行业竞争力。公司涤纶长丝产品在产品种类、研发能力及产品差别化等方面保持综合竞争优势。公司化纤产品差别化率达到 90%以上，差别化细分产品种类超百种，高端 DTY 长丝产品占比高。
- **炼化一体化项目投产并稳定运行对公司经营现金流形成正向效应。**2024 年，随着公司炼化一体化项目全面投产并稳定运行，公司投资支出强度有所下降，经营获现规模大幅上升，公司经营活动现金净流入 104.75 亿元，同比增长 25.55%。

关注

- **主要原材料价格波动及存货跌价损失风险。**公司主要原材料原油为进口采购，原油及产品市场价格均有可能随着国际政治经济局势、宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出较大幅度波动，进而可能对公司的经营情况、业绩水平稳定性产生一

定影响。2024 年，在原油、天然气等能源价格及绝大多数石化产品价格下降的背景下，公司资产减值损失（存货跌价损失）对公司利润总额产生影响，当年公司计提存货跌价损失 7.11 亿元。

- **产能过剩风险，2024 年经营亏损规模较大。**我国炼油、PTA 等部分石化产品产能处于过剩状态，2022 年以来，公司化纤板块和新材料板块部分产品市场需求不振影响，产品盈利能力较弱。2024 年，产品价格下降致使公司营业总收入同比下降，当期成本和税费支出增加以及资产减值损失对利润总额产生影响，公司出现较大规模亏损，利润总额和净利润分别亏损 37.14 亿元和 22.84 亿元。公司尚有较大规模化工新材料产业链延伸和化纤板块产能扩建项目，考虑到近年来国内相关产能持续扩张，市场竞争激烈，不排除项目在投产后效益明显不及预期等情况。
- **债务负担很重，降杠杆难度较大。**随着公司大规模项目建设，公司债务负担很重。截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.17%、79.96%和 65.63%。同时，截至 2025 年 3 月底，公司重大在建项目计划总投资 263.43 亿元，待投资额为 73.03 亿元，公司短期降杠杆难度较大。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 化工企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	6
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		4
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：项目投产				+1
压力测试与预测				+1
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁺

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

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

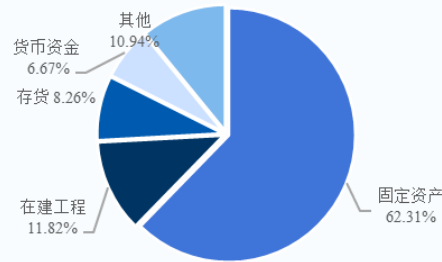
主要财务数据

合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	127.04	107.21	143.77	168.72
资产总额（亿元）	1707.78	1902.15	2043.12	2148.05
所有者权益（亿元）	363.45	354.92	374.72	383.02
短期债务（亿元）	383.95	610.62	732.51	796.89
长期债务（亿元）	743.76	696.89	718.12	731.25
全部债务（亿元）	1127.71	1307.51	1450.63	1528.14
营业总收入（亿元）	638.73	1404.40	1376.75	303.09
利润总额（亿元）	5.32	3.11	-37.14	3.26
EBITDA（亿元）	51.69	87.72	85.22	--
经营性净现金流（亿元）	17.42	83.43	104.75	-26.92
营业利润率（%）	6.73	5.10	2.33	4.11
净资产收益率（%）	1.65	2.00	-6.09	--
资产负债率（%）	78.72	81.34	81.66	82.17
全部债务资本化比率（%）	75.63	78.65	79.47	79.96
流动比率（%）	59.69	39.95	40.09	47.18
经营现金流动负债比（%）	3.07	10.16	11.37	--
现金短期债务比（倍）	0.33	0.18	0.20	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	1.11	1.74	1.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.82	14.91	17.02	--

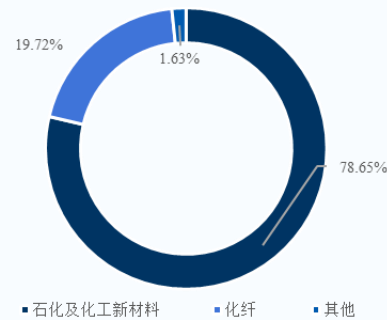
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	617.45	583.20	582.35
所有者权益（亿元）	400.34	398.29	385.32
全部债务（亿元）	126.86	127.76	110.12
营业总收入（亿元）	67.57	72.84	9.88
利润总额（亿元）	-5.33	3.11	-4.56
资产负债率（%）	35.16	31.71	33.83
全部债务资本化比率（%）	24.06	24.29	22.23
流动比率（%）	53.24	32.86	24.71
经营现金流动负债比（%）	10.45	2.21	17.74

注：1.本报告 2022 年和 2023 年财务数据分别为 2023 年和 2024 年追溯调整后数据；2.合并口径长期应付款和其他非流动负债中有息部分计入债务；3.公司未披露 2025 年一季度公司本部报表
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

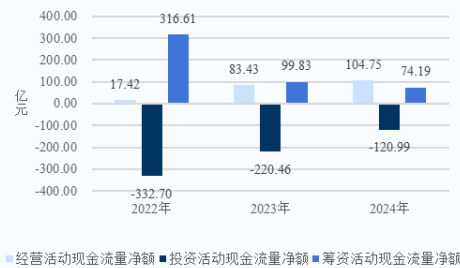
2024 年底公司资产构成



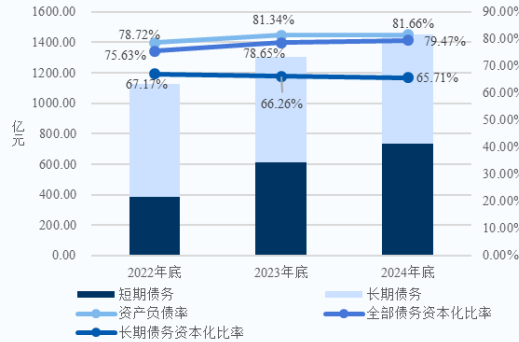
2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	最新转股价	特殊条款
盛虹转债	50.00 亿元	49.9750 亿元	13.21 元/股	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
盛虹转债	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/21	毛文娟 王越 张垆	化工企业信用评级方法（V4.0.202208） 化工企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文
盛虹转债	AA+/稳定	AA+/稳定	2020/09/23	樊思 张文韬	原联合信用评级有限公司化工行业企业信用评级方法	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：刘莉婕 liulj@lhratings.com

项目组成员：蒋 旭 jiangxu@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”）关于江苏东方盛虹股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

截至 2025 年 3 月底，公司实收资本 96.00 亿元，控股股东为江苏盛虹科技股份有限公司（以下简称“盛虹科技”，持有公司 44.3%股份），实际控制人为缪汉根、朱红梅夫妇。公司控股股东和实际控制人持有的公司股份未被质押。2025 年 5 月，公司控股股东的一致行动人盛虹石化集团有限公司（以下简称“盛虹石化”）将其持有的部分公司股份进行质押，截至 2025 年 5 月 21 日，盛虹石化累计质押公司股份 1.27 亿股，占其所持股份的 11.35%，占公司总股份的 1.92%。

公司业务包括石化及化工新材料、化纤等业务。按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部内设审计监察部、人事行政部、运营管理部、财务管理部、数智化部和董事会秘书办公室 6 个部门。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 2043.12 亿元，所有者权益 374.72 亿元（含少数股东权益 34.38 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1376.75 亿元，利润总额-37.14 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 2148.05 亿元，所有者权益 383.02 亿元（含少数股东权益 37.28 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 303.09 亿元，利润总额 3.26 亿元。

公司地址：江苏省苏州市吴江区盛泽镇登州路 289 号；法定代表人：缪汉根。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，截至 2024 年底，“盛虹转债”募集资金已按指定用途使用，并在付息日正常付息。根据公司 2023 年度股东大会决议，公司将实施 2023 年度分红派息方案，本次权益分配实施后，“盛虹转债”的转股价格由 13.31 元/股调整为 13.21 元/股，转股价格调整生效日期为 2024 年 6 月 7 日。

图表 1·截至本报告出具日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
盛虹转债	50.00	49.9750	2021/03/22	6 年

资料来源：wind

四、宏观经济和政策环境分析

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

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

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2024 年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。2024 年，原油价格中枢同比下降，有利于炼化企业利润修复。未来，中国炼化项目新增产能有限，但成品油需求增速或将放缓，“降油增化”“调整产业结构”仍是炼化行业主旋律。总体看，未来化工企业成本端压力有望减轻，新增投资支出已有所收缩，虽然国际需求面临不确定，但国内需求在政策支持下有望保持增长。行业景气度或将有所回升。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，公司炼化一体化项目运行稳定，公司实现产业链延伸和协同，该炼化装置为目前国内单体最大的常减压装置。根据产品市场需求及经济效益，公司装置可以在一定范围内调整成品油和化工品的产量及不同化工品的产量，装置灵活性较高，在产品结构及成本上具有行业竞争力，公司为国内 EVA、丙烯腈和涤纶长丝龙头企业，化纤涤纶长丝产品差异化程度很高。公司石化及化工新材料业务位于连云港石化产业基地内，具有显著区位优势。

化纤业务方面，公司涤纶长丝产能规模位居行业前列，截至 2024 年底，公司拥有 360 万吨/年涤纶长丝产能。公司化纤业务主导产品包括超细、吸湿排汗、扁平、三叶、中空、PTT 纤维、全消光纤维等差别化涤纶长丝，产品差别化率达到 90%以上，差别化细分产品种类超百种，高端 DTY 长丝产品占比高。公司再生聚酯纤维产能 60 万吨/年，再生聚酯纤维产能居于全球行业前列。公司自主研发的由废旧塑料瓶片到纺丝的熔体直纺生产线，实现了废旧塑料的循环再利用，同时有效地降低了生产成本。公司再生聚酯纤维已经通过全球回收标准 GRS 认证。

石化产业方面，截至 2024 年底，公司拥有 390 万吨/年 PTA 产能，是华东地区主要 PTA 供应商之一。盛虹炼化一体化项目已具备 1600 万吨/年原油加工能力，项目主装置为目前国内单体最大的常减压装置，同时拥有规模为 280 万吨/年（以对二甲苯产量计）的芳烃联合装置以及规模为 110 万吨/年的乙烯裂解装置等。2024 年，公司成品油率低于 30%，根据产品市场需求及经济效益，公司装置可以在一定范围内调整成品油和化工品的产量及不同化工品的产量，装置灵活性较高，在产品结构及成本上具有行业竞争力。

新材料业务方面，公司 2021 年收购江苏斯尔邦石化有限公司（以下简称“斯尔邦”），斯尔邦系国内 EVA 和丙烯腈龙头企业。化工新材料业务主要以原油、甲醇、丙烷为核心原料，依托大炼化、MTO、PDH 主体装置，生产乙烯、丙烯等烯烃产品，再以烯烃为中间产品最终生产丙烯腈、甲基丙烯酸甲酯（MMA）、EVA、EO 及其下游衍生物等，公司实现“甲醇制烯烃”和“丙烷脱氢制丙烯”优势互补，可以根据甲醇和丙烷的市场行情，灵活调整 MTO 和 PDH 装置负荷，进一步降本增效。截至 2024 年底，斯尔邦已投入运转的 MTO 装置设计生产能力约为 240 万吨/年（以甲醇计），丙烷脱氢装置（PDH）设计产能 70 万吨/年，公司拥有 104 万吨/年丙烯腈产能、50 万吨/年 EVA 产能、34 万吨/年 MMA、30 万吨/年 EO 等产能，是大型光伏 EVA 和丙烯腈生产企业。截至 2024 年底，公司 EVA 产能约占国内总产能（290 万吨）的 17.24%，丙烯腈产能约占国内总产能（439.9 万吨）的 23.64%。

公司石化和新材料业务的主要装置均在连云港石化产业基地内，物料可实现管道输送。从产业链上下游关系来看，上游的炼化板块是下游聚酯化纤产业、新材料产业的基础原材料保障平台。盛虹炼化 1600 万吨/年的炼化一体化项目所产出的乙烯、丙烯、PX、苯、醋酸乙烯、乙二醇、苯酚、丙酮等石化原料，可供斯尔邦生产高附加值光伏级 EVA 树脂、丙烯腈、甲基丙烯酸甲酯等新能源材料，PX 可供应江苏虹港石化有限公司（以下简称“虹港石化”）生产 PTA。斯尔邦 PDH 项目产生氢气可用于公司炼化项目加氢裂解环节部分氢气需求。连云港石化产业基地位于连云港市徐圩新区，是国内七大世界级石化产业基地之一，并列入了国家“石化产业规划布局方案”。园区及周边配套优异，距离目标市场近，物流成本低。此外，园区紧邻海港码头，加工进口原油具有海运优势，运输成本低，具有显著区位优势。

公司通过科技创新，在产品、工艺、装备等方面取得了丰富的科研成果，截至 2024 年底，公司拥有 640 项专利，其中发明专利 229 项、实用新型专利 403 项、外观专利 8 项。

公司过往债务履约情况良好。根据提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，跟踪期内，公司本部无新增关注类和不良/违约类贷款，截至 2025 年 5 月 28 日，公司本部无未结清关注类和不良/违约类贷款。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，联合资信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在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏和信用中国中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。因工作调整，邱海荣先生辞去公司副总经理及财务负责人职务，仍担任公司董事，公司聘任杨天威先生担任公司副总经理及财务负责人。

（三）经营方面

1 经营概况

2024 年，公司主要产品价格及加工价差下降使得公司收入和毛利率同比均下降；2025 年一季度，公司综合毛利率小幅回升。

公司主营石化及化工新材料、化纤业务等。公司石化及化工新材料板块收入主要包括石化（炼化、PTA）、化工新材料（EVA、丙烯腈及其他化工新材料产品）和部分贸易业务（以 MEG 为主，少量 PTA）。公司化纤板块产品包括 DTY、FDY、POY 等化纤产品。公司其他板块业务收入主要为热电业务收入和石化副产品收入等。

2024 年，由于炼油产品和主要化工产品价格和加工价差下降，公司石化及化工新材料板块收入和毛利率同比均下降；化纤产品产销量增加带动化纤板块收入增长，受益于 PTA 价格下降及 DTY 价格上涨，化纤板块毛利率小幅回升，盈利能力仍属较弱。受上述因素综合影响，公司营业总收入及综合毛利率同比均下降。

2025 年一季度，公司实现营业总收入 303.09 亿元，同比下降 17.50%，主要系原油价格下降致使公司产品价格出现不同程度下降所致；综合毛利率较 2024 年全年小幅回升。

图表 2 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石化及化工新材料	420.13	65.83	7.95	1146.25	81.62	12.40	1082.77	78.65	8.60	245.71	81.07	10.28
化纤	199.87	31.32	6.25	239.91	17.08	5.41	271.51	19.72	6.44	51.48	16.99	7.31
其他	18.22	2.85	16.74	18.24	1.30	17.14	22.47	1.63	24.49	5.90	1.95	16.35
合计	638.22	100.00	7.67	1404.40	100.00	11.27	1376.75	100.00	8.43	303.09	100.00	9.89

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

公司主要业务包括石化及化工新材料、涤纶长丝的研发、生产和销售等。上游的炼化板块是下游聚酯化纤产业、新材料产业的基础原材料保障平台。化工新材料产品主要以原油、甲醇、丙烷为核心原料，依托大炼化、MTO、PDH 主体装置，生产乙烯、丙烯等烯烃产品，再以烯烃为中间产品最终生产丙烯腈、甲基丙烯酸甲酯、EVA、EO 及其下游衍生物等。公司自产的 PTA 和乙二醇是聚酯产品主要原材料；逐步形成了“原油—芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯、新材料”的全产业链布局。

（1）采购

2024 年，盛虹炼化一体化项目稳定运行后，公司原油采购量匹配炼化一体化项目有所上升，其他原材料采购量主要受公司产品装置负荷量及库存量影响；采购价格受原油、煤炭价格和行业供需格局综合影响，整体呈现下降趋势。

公司石化板块主要外购原材料为原油，新材料板块主要外购原材料为甲醇和丙烷，化纤板块主要原材料为 PTA 和 MEG，PTA 的原材料为 PX，目前公司具备 PX 和 PTA 产能，部分需要外采。跟踪期内，公司原材料采购模式和采购结算方式未发生重大变化，原油仍为进口采购，原油价格可能随着国际政治经济局势、宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出较大幅度波动。

采购价格方面，PX、PTA 和 MEG 的价格与原油价格相关性较高，同时受供需影响较大。2024 年，在原油价格下跌背景下，PX 年均价随之走低，公司 PX 采购价格小幅下降；公司 PTA 采购价格受行业因素影响持续下降；尽管成本支撑减弱，在港口库存持续低位的影响下，MEG 价格整体呈现先扬后抑，高位震荡的趋势，公司 MEG 采购价格有所回升。同期，受进口量减少影响，甲醇价格小幅上涨，但受制于国内煤制成本下降等因素，整体涨幅有限；丙烷采购价格受需求端走弱影响下降。2025 年一季度，

原油价格呈现下降趋势，公司原油、PX 和 PTA 采购均价低于 2024 年全年，MEG 采购均价变化不大，但甲醇和丙烷采购价格同时受市场需求因素影响较 2024 年均有所上涨。

采购量方面，盛虹炼化一体化项目投产并稳定运行后，公司原油采购量上升，PX 采购量较少。公司 PTA 和 MEG 采购根据库存量和订单需求采购，2024 年，下游化纤产量上升带动 PTA 采购量有所增加，MEG 采购量同比变化不大。同期，下游丙烯腈产量增加带动公司丙烷采购量有所增加。甲醇采购量受公司甲醇库存量和 MTO 装置负荷变动影响，2024 年，甲醇采购量大幅增长主要因为公司以甲醇为原料的 MTO 装置 2023 年部分月份基于效益考虑处于停车状态，2024 年 MTO 装置满负荷运行。

图表 3 • 近年公司主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
原油	采购量	277.90	1560.03	1646.98	481.10
	采购均价	4817.00	4373.15	4273.58	3981.57
PX（不含内采）	采购量	176.27	10.73	7.92	--
	采购均价	7327.77	7184.99	7158.66	--
PTA（不含内采）	采购量	167.94	161.20	182.51	53.85
	采购均价	5324.52	5172.65	4818.34	4443.11
MEG	采购量	69.44	85.88	84.01	23.75
	采购均价	4081.44	3595.52	4025.59	4105.72
甲醇	采购量	229.16	104.88	266.29	52.16
	采购均价	2442.64	2144.37	2244.61	2324.23
丙烷	采购量	49.60	52.96	63.59	4.97
	采购均价	5011.68	4378.51	4144.11	4659.71

资料来源：公司提供

（2）生产销售

①石化产业

随着公司盛虹炼化一体化全流程投产并稳定运行，炼化项目所产出石化产品可供给公司聚酯和新材料板块，公司产业链的完善有助于更好的发挥产业间协同效应。2024 年，公司炼化和化工产品毛利率有所下滑。目前，公司 PTA 基于公司整体效益最大化因素一期处于停产状态，自供率较低。

跟踪期内，公司炼化产业经营主体仍为盛虹炼化（连云港）有限公司（以下简称“盛虹炼化”）和虹港石化，具备很强的基础大宗化学品生产能力，是公司聚酯化纤产业、新材料产业的原料保障平台。盛虹炼化一体化项目由盛虹炼化实施，2024 年，公司盛虹炼化一体化项目成品油产销量同比保持稳定，产品价格下降致使板块销售收入小幅下降，毛利率同比下降 5.30 个百分点。2025 年一季度，公司成品油产量为 2024 年全年的 20.51%，销售均价进一步下降，受益于原油价格下行，炼油业务毛利率较 2024 年全年提升 5.45 个百分点。

截至 2024 年底，公司化工品产能 1122 万吨/年¹。其中，PX 产能 280 万吨/年，乙烯产能 110 万吨/年，丙烯产能 45 万吨/年，MEG 产能 190 万吨/年，纯苯产能 144 万吨/年。2024 年，公司化工产品产能利用率同比提升，产销率维持高水平，但产品价格下降致使化工产品毛利率同比下降。2025 年一季度，公司化工产品产量为 2024 年全年的 24.96%，产能利用率和产销率维持高水平，毛利率小幅回升。

图表 4 • 炼化一体化项目产销情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨、亿元）

项目	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
炼油产品	产量	519.65	517.34	106.12
	自用	85.91	92.05	11.86
	销量	424.81	424.74	87.06
	销售均价	6834.28	6558.60	6464.51

¹ 产能统计口径为净产能，包含化工品和芳烃，不含炼化一体化项目自耗部分

化工产品	销售收入	290.33	278.57	56.28
	毛利率	27.04%	21.74%	27.19%
	产量	1478.80	1759.14	439.08
	自用	344.50	488.90	130.86
	销量	1132.11	1267.59	302.44
	销售收入	620.21	683.40	156.37
	毛利率	6.60%	2.09%	2.79%

注：1.2023 年炼油产品产量包含成品油和石脑油，自用部分为石脑油，2024 年及 2025 年一季度炼油产品产量仅为成品油；2.公司化工产品产量包含炼化一体化项目各装置间自耗部分
资料来源：公司提供

产品销售方面，销售模式主要分为终端直销与贸易商分销两种，按销售区域来看，华东地区销售占比达 70%以上，销售半径主要集中在周边 500 公里范围内。定价政策方面，以市场价格为基础，根据产品品质、客户运距，结合公司自身产销存情况，灵活调整出厂价格，产品价格经过一线销售提出建议，营销相关领导逐级审批后生效执行。产品销售一般采取预收款模式，少部分客户有 10~45 天账期。

公司子公司虹港石化主要从事 PTA 的生产与销售。截至 2025 年 3 月底，公司 PTA 产能为 390 万吨/年，其中，公司 PTA 一期项目于 2014 年 7 月投产，产能为 150 万吨/年，公司 PTA 二期项目于 2021 年 3 月投产，产能为 240 万吨/年。由于一期投产时间较早，相对于目前国内先进工艺竞争力一般，该项业务于 2020 年出现亏损，于 2022 年 3 月停车技改，并于 2022 年三季度达到生产条件，但目前基于公司整体效益最大化因素未安排复产，考虑因素如下：（1）公司直接销售 PX 产品效益优于销售 PTA 产品效益，后续视产业链业务模块产品盈利能力调节；（2）PTA 二期项目工艺先进，成本优势明显，较一期项目效益更好。现阶段 PTA 二期项目 240 万吨产能可满足公司内部化纤板块需求，出于运距及经营性考虑，苏南化纤项目通过外采部分 PTA 满足生产需要。

因 PTA 一期停产，公司 PTA 产能利用率不高。若不考虑 PTA 一期产能，2024 年以来，公司 PTA 二期产能利用率较高，PTA 产销量良好。2024 年，PTA 销售价格受行业供大于求影响下降。公司 PTA 销售中内销比例根据公司 PTA 装置开工负荷和 PTA 外采便捷性综合决定，2022 年以来，公司 PTA 内部销售比例逐年下降，2024 年下降至 15.02%。

图表 5 • PTA 产销情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
产能	390.00	390.00	390.00	390.00
产量	282.64	244.20	248.90	65.27
产能利用率	72.47%	62.62%	63.82%	66.94%
销量	286.35	241.99	244.82	63.48
其中：内销	96.85	41.94	36.77	9.93
销售均价	5442.88	5203.02	4921.11	4418.71
产销率	101.31	99.10	98.36	97.26

注：1. 上述销售数据为外销与内销合计；2. 销售均价为不含税价格；3. 计算产能利用率时对当年新增装置对应产量进行年化处理
资料来源：公司提供

②化工新材料

公司 EVA 和丙烯腈产能规模仍居国内行业前列，产能利用率高。受行业供需结构变化影响，EVA 价格持续回落，但毛利率仍处于较高水平；丙烯腈盈利能力仍很弱。

公司化工新材料生产基地位于连云港徐圩新区，主要经营主体为斯尔邦。跟踪期内，化工新材料板块生产销售模式和销售结算方式未发生重大变化。2024 年底和 2025 年 2 月，公司虹景 EVA 项目分阶段投产，新增产能均为 20 万吨/年，截至 2025 年 3 月底，公司 EVA 产能增加至 70 万吨/年；2024 年以来，丙烯腈产能保持稳定。公司丙烯腈和 EVA 产能利用率维持在高水平。2024 年，丙烯腈销售价格同比下降，受益于原材料丙烷价格下降，丙烯腈毛利率维持在 1.05%，同比 2023 年保持稳定；EVA 受行业供需结构变化销售均价持续回落，影响 2024 年毛利率下降至 12.25%。2025 年一季度，随着售价回升，丙烯腈和 EVA 毛利率分别增长至 6.17%和 14.84%。

图表 6 • 斯尔邦主要产品生产能力及产能利用率情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
丙烯腈	78.00	75.29	96.53	104.00	76.42	95.32	104.00	100.66	96.79	104.00	24.27	93.35
EVA	30.00	35.04	116.80	30.00	37.42	124.73	50.00	36.51	121.70	70.00	16.90	126.75

注：1. 计算产能利用率时对当年新增装置对应产量进行年化处理；2. 丙烯腈第四套装置在 2023 年 12 月开始投产，计算产能利用率是折算为 80.17 万吨产能（26/12+78）；3. 2024 年新增 20 万吨/年 EVA 装置于 2024 年底投产，当年产能利用按 30 万吨产能计算；2025 年新增 20 万吨/年 EVA 装置于 2025 年 2 月投产，计算产能利用折算为 53.33 万吨产能（20/6+50）4. 2025 年一季度产能利用率进行了相应年化处理
资料来源：公司提供

图表 7 • 斯尔邦产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
丙烯腈	销量	75.05	74.90	100.37	24.39
	销售均价	9486.27	8274.46	8191.86	8793.16
	产销率	99.68	98.15	99.71	100.49
EVA	销量	34.23	37.43	38.85	15.46
	销售均价	18752.14	12628.52	9136.83	9697.38
	产销率	97.70	100.01	106.41	91.48

注：表中销量包含内部消耗部分，计算产销率时已剔除结转下游产品内部消耗部分影响
资料来源：公司提供

③化纤业务

2024 年，公司化纤产能持续扩张，产销量上升，但产品销售价格受成本端和需求影响整体呈下降趋势。

公司化纤板块经营主体未发生变化，仍为江苏国望高科纤维有限公司，化纤产品主要为 DTY、POY 和 FDY 等差别化功能性民用涤纶长丝，主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等下游领域。化纤板块生产销售模式和销售结算方式未发生重大变化。

产能方面，2024 年，公司化纤产品新增产能 20 万吨；2025 年一季度，公司化纤产品产能未发生变化。2024 年，化纤终端需求有所改善，产能利用率有所提升，产销量增长。但行业产能过剩形势依然严峻，行业竞争激烈，产品价格受成本端支撑作用减弱，公司 POY 和 FDY 销售均价较 2023 年均有所下降，产品盈利能力弱，DTY 产品价格略有上涨。2025 年一季度，原油价格呈现震荡下行趋势，化纤产业链成本端支撑减弱，销售均价有所下降。公司采用以销定产的方式，整体产销率较高，2025 年一季度，受春节因素影响，化纤产品产销率有所下降。

表 8 • 化纤主要产品产能及产销情况表（单位：万吨/年、万吨、元/吨）

项目	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
POY	产能	115.00	124.00	124.00	124.00
	产量	60.54	93.45	101.43	25.10
	销量	59.95	91.16	103.35	18.27
	销售均价	7365.61	7105.46	7042.05	6956.68
FDY	产能	47.30	57.30	67.30	67.30
	产量	41.04	52.00	68.16	14.65
	销量	40.32	51.31	67.63	12.07
	销售均价	8979.66	8863.73	8547.79	8062.16
DTY	产能	129.00	131.00	141.00	141.00
	产量	104.86	110.62	125.47	29.87
	销量	101.50	112.30	122.20	26.18
	销售均价	10613.69	10395.03	10487.13	10194.09
合计	产量	206.44	256.07	295.06	69.62
	销量	201.77	254.77	293.18	56.52

销售均价	9322.09	8909.58	8662.82	8690.78
产能利用率	81.34	85.18	87.16	82.77

注：POY 产能、产量、销量统计中未包含公司自用部分；产能主要以熔体计算；销售价格均为未含税价格；表格中产能利用率根据产能投产时间进行了加权
资料来源：公司提供

(3) 关联交易

公司向关联方连云港虹洋热电有限公司采购蒸汽等，2024 年关联交易金额为 48.03 亿元，交易价格按政府指导价定价，每月结算。

3 经营效率

2024 年，公司经营效率整体下降。

2024 年，公司收入规模下降叠加应收账款增长致使销售债权周转次数快速下降至 54.34 次，总资产周转次数下降至 0.70 次，成本上涨叠加存货规模减少推动存货周转次数上涨至 7.19 次。与同行业其他企业相比公司经营效率表现一般。

图表 9 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
恒逸石化股份有限公司	9.49	21.14	1.16
恒力石化股份有限公司	7.67	422.88	0.89
荣盛石化股份有限公司	5.44	56.48	0.87
公司	7.19	72.33	0.70

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

4 未来发展

未来，公司将依托盛虹炼化一体化项目的原料优势，向产品多元化场景应用进行产业链延伸。目前公司在建项目多为化工新材料产业链延伸相关项目和化纤板块产能扩建，涉及投资额较大，考虑到公司目前负债率高，将面临一定融资压力。同时，相关项目存在投建后效益不及预期的风险。

截至 2025 年 3 月底，公司重大在建项目计划总投资 263.43 亿元，已投资金额为 190.40 亿元，待投资额为 73.03 亿元。公司大额投资在建项目大多计划采用 30%左右自有资金和 70%项目贷款的形式，部分借款资金已经到位，但考虑到截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率已高达 82.17%，持续扩大融资将面临一定风险和压力。

公司重大在建项目主要涉及化工新材料和化纤板块。化纤板块涉及项目多为扩大公司差别化纤维产能，其中，国望宿迁二期年产 50 万吨超仿真功能性纤维项目后续可根据需求端变化调整投资品种，芮邦二期年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套项目正常建设中。化工新材料项目主要为利用盛虹炼化一体项目生产 C2、C3 和 C4 产品做产业链延伸，产业链协同效用较好，但公司在建项目规模大，项目建设到投产周期较长且涉及环节较多，不排除在此期间受各类不确定性因素影响，导致项目延迟、无法顺利投产或投产后效益明显不及预期等情况。

图表 10 • 截至 2025 年 3 月底公司重大在建项目情况（单位：亿元）

工程名称	涉及产品产能	项目建设目的	计划总投资	截至 2025 年 3 月底已投资	借款资金到位情况
芮邦科技二期年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套项目	25 万吨/年 POY、FDY	扩大公司差别化纤维产能	28.38	23.01	14.96
国望宿迁二期年产 50 万吨超仿真功能性纤维项目	50 万吨/年超仿真功能性纤维	提高公司涤纶长丝的生产能力，进一步丰富公司的产品品种，提高产品的超仿真功能性及差别化率	36.12	8.86	-
虹景新材料项目（一阶段）	60 万吨/年 EVA	扩大公司 EVA 产能	119.74	93.85	63.17
虹港聚酯新材料项目	13 万吨/年 PETG、5 万吨/年 CHDM	以 PTA 为原料向下游生产高附加值、高端化学品产品，优化我司原单一的产品结构，完善产业链、提升价值链	13.79	14.06	7.72
虹港石化年产 240 万吨精对苯二甲酸（PTA）三期项目	240 万吨 PTA	扩大公司 PTA 产能	39.38	38.18	15.5
荣泰化工仓储五期	/	/	26.02	12.44	8.99
合计			263.43	190.40	110.34

资料来源：公司提供

未来，公司将执行“1+N”的产业战略格局，依托盛虹炼化一体化项目、醇基多联产、丙烷产业链项目构建的原料平台，把握产业链至下而上延伸，产品链至上而下拓展的经营方向，以差异化、技术创新、高附加值、绿色环保为导向，围绕新能源材料、高性能新材料、低碳绿色产业，全面推进战略新兴产业转型，构建“1”个核心平台+“N”个新能源、新材料、电子化学、生物技术等多元化产业链条的“1+N”新格局。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2025 年一季度财务报表未经审计。公司 2024 年财务报表采用《企业会计准则解释第 17 号》（财会〔2023〕21 号）和《企业会计准则解释第 18 号》（财会〔2024〕24 号）相关规定，根据累计影响数，对财务报表相关科目进行调整。合并范围方面，2024 年，公司合并范围新增 4 家公司，减少 3 家公司。其中，公司通过追加投资将江苏新视界先进功能纤维创新中心有限公司及其子公司纳入合并范围，通过现金购买将辽宁省石油化工规划设计院有限公司和连云港方虹港口储运有限公司纳入合并范围，新设苏州盛泽市场经营管理有限公司；并注销 3 家子公司。截至 2024 年底，公司纳入合并范围公司共 52 家。2025 年一季度，公司新设 1 家子公司，并注销 1 家子公司。整体看，公司合并范围虽有变化，但公司进行了数据追溯调整，整体财务数据可比性较强。为增强财务数据可比性，本报告 2022 年数据采用 2023 年期初数，2023 年数据采用 2024 年期初数。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，随着公司项目投资投建，公司业务规模扩大，公司资产持续增长，公司流动资产中存货占比较高，由于公司原材料原油和产成化工品价格波动较大，公司存货存在一定的减值风险，非流动资产以固定资产和在建工程为主，公司固定资产成新率高。公司近年所投项目装置技术先进，整体资产质量很好。

2024 年，随着项目投资建设逐步推进，固定资产和在建工程增加带动公司资产总额增长。受益于经营获现规模增加及投资支出减少，截至 2024 年底，公司货币资金较年初大幅增长 36.23%，受限比例一般（11.93%）。由于未结算信用证增加，公司期末应收账款较年初大幅增长，账龄以 1 年以内为主（98.68%），坏账计提比例为 3.78%，但集中度较高，截至 2024 年底，前五大欠款方合计占比为 66.02%。截至 2024 年底，公司存货较年初有所下降，存货主要由原材料 74.68 亿元和库存商品 57.67 亿元构成，存货跌价准备余额 1.24 亿元。由于原材料原油和产成化工品价格波动较大，公司存货存在一定的减值风险。2024 年，随着项目逐步投产，公司在建工程转入固定资产 97.98 亿元，但当年固定资产计提折旧 70.98 亿元，公司期末固定资产较年初变化不大，成新率高（83.33%），计提减值准备 3.41 亿元。同期，虹景新材料项目和虹港石化年产 240 万吨 PTA 三期项目投资增加带动公司期末在建工程较年初大幅增长。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底小幅增长，主要系货币资金和存货增加所致，随着虹威化工 POSM 及多元醇项目和虹景 EVA 项目陆续转固，公司固定资产增加，整体资产结构仍以非流动资产为主。考虑到公司近年所投项目装置技术先进，整体资产质量很好。

图表 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年初		2024 年初		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	338.60	19.83	327.89	17.24	369.26	18.07	473.38	22.04
货币资金	124.08	36.64	100.10	30.53	136.36	36.93	159.81	33.76
应收账款	7.02	2.07	14.79	4.51	23.28	6.30	28.67	6.06
存货	175.41	51.80	182.08	55.53	168.73	45.69	221.67	46.83
非流动资产	1369.18	80.17	1574.26	82.76	1673.86	81.93	1674.68	77.96
固定资产	431.99	31.55	1234.28	78.40	1272.98	76.05	1338.12	79.90
在建工程	809.26	59.11	182.40	11.59	250.27	14.95	185.11	11.05
资产总额	1707.78	100.00	1902.15	100.00	2043.12	100.00	2148.05	100.00

注：1.流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；2.固定资产科目包括固定资产和固定资产清理，在建工程科目包括在建工程和工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司资产受限比例为 36.22%，受限比例偏高。

图表 12 • 截至 2025 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	23.19	抵押、质押
固定资产	728.07	流动资金贷款、项目贷款、融资租赁、银行承兑汇票、供应链融资、信用证、预付款融资
无形资产	26.77	流动资金贷款、项目贷款、供应链融资、银行承兑汇票、信用证
合计	778.02	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（2）资本结构

跟踪期内，少数股东增资带动公司权益规模扩大，公司长期债务很大，随着公司项目的投产，营运资金需求加大，短期债务显著增加，公司债务负担很重。

截至 2024 年底，公司所有者权益 374.72 亿元，较年初增长 5.58%，主要系子公司引入少数股东增资²带动公司资本公积和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.82%，少数股东权益占比为 9.18%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 25.62%、51.45%和 9.19%。所有者权益结构稳定性较强。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 383.02 亿元，较上年底增长 2.21%，规模和结构较上年底变化不大。

2024 年，流动负债增加致使公司负债总额较年初增长 7.83%。随着公司业务量的持续增长，公司增加了向银行的短期借款融资，截至 2024 年底，公司短期借款以保证借款（占 70.81%）和信用借款（占 17.10%）为主。此外，随着应付货款减少，公司应付账款较期初有所下降。临近到期的长期借款增加导致公司期末一年内到期的非流动负债有所增加，长期借款相应减少；公司应付债券规模较为稳定，为存续“盛虹转债”。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 5.79%，主要因为原材料采购运营负债增加使得应付款项增加，公司为补充流动性增加短期借款融资，负债结构较上年底变化不大。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

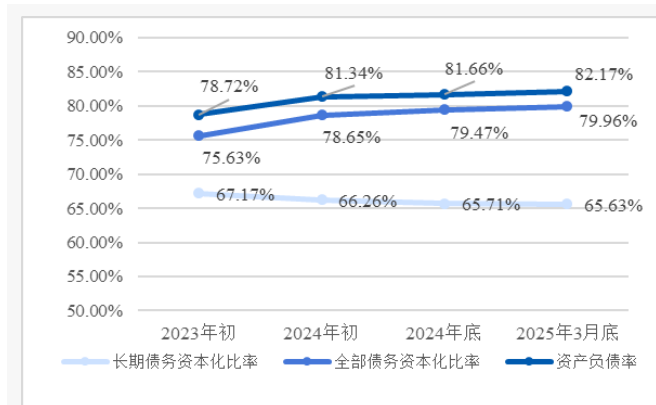
项目	2023 年初		2024 年初		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	567.24	42.19	820.78	53.05	920.99	55.20	1003.43	56.85
短期借款	261.75	46.15	416.98	50.80	526.82	57.20	582.86	58.09
应付账款	136.84	24.12	159.51	19.43	142.51	15.47	163.79	16.32
一年内到期的非流动负债	98.54	17.37	189.74	23.12	205.69	22.33	213.18	21.24
非流动负债	777.09	57.81	726.44	46.95	747.41	44.80	761.60	43.15
长期借款	677.68	87.21	627.21	86.34	609.88	81.60	621.88	81.65
应付债券	41.43	5.33	43.68	6.01	45.69	6.11	46.20	6.07
负债总额	1344.33	100.00	1547.23	100.00	1668.40	100.00	1765.03	100.00

注：1.流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

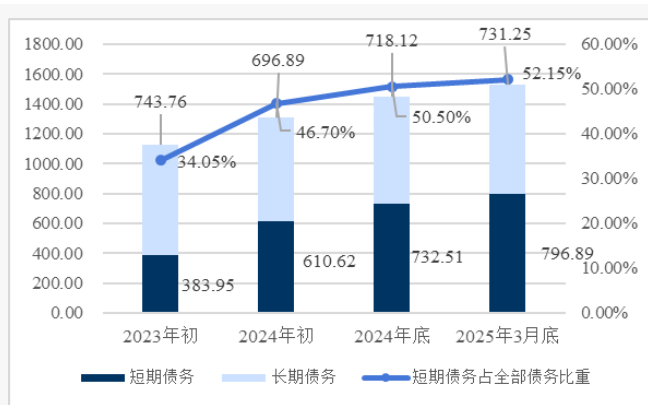
² 公司子公司斯尔邦石化与工银金融资产投资有限公司、建信金融资产投资有限公司、中银金融资产投资有限公司、中国中信金融资产管理股份有限公司等签署增资协议，合计增资24亿元，少数股东合计持有斯尔邦石化股权7.766991%。公司子公司国望高科与建信金融资产投资有限公司、工银金融资产投资有限公司、农银金融资产投资有限公司、中银金融资产投资有限公司等签署增资协议，合计增资24亿元，少数股东合计持有国望高科股权20.168067%。

图表 14 • 公司债务杠杆情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，跟踪期内，综合考虑公司在建项目和投产运营的资金需求仍较大，公司短期债务显著增长，带动全部债务增长，且短期债务占比持续上升，公司短期流动性压力加大。截至 2024 年底，公司各项债务指标均略有上升，融资结构以银行借款为主。截至 2025 年 3 月底，公司债务规模和各项债务指标进一步增长，整体债务负担很重。

图表 16 • 截至 2025 年 3 月底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	银行借款	债券	非标	合计
1 年以内（含 1 年）	521.38	0.00	14.56	535.94
1-3 年（含 3 年）	104.19	46.20	16.59	166.97
3-5 年（含 5 年）	91.56	0.00	4.18	95.74
5 年以上	579.18	0.00	13.05	592.22
合计	1296.30	46.20	48.38	1390.88

注：上表不含应付票据、租赁负债、及重分类计入短期借款的票据和信用证贴现部分，包含了长短期借款、应付债券、长期应付款及相应的利息

资料来源：公司提供

（3）盈利和现金流

2024 年，产品价格下降使得公司营业总收入同比下降，当期成本和税费支出增加以及资产减值损失对利润总额产生影响，公司出现较大规模亏损。随着炼化一体化项目全面投产并稳定运行，公司投资强度减弱，但经营活动仍然无法覆盖投资活动现金流出，融资压力依然很大。

2024 年，由于产品价格下降，公司营业总收入略有下降，炼化一体化项目全面投产后折旧规模扩大推动公司营业成本上涨。随着公司业务规模和融资规模的扩大，2024 年，公司期间费用大幅增长，由于债务负担很重，财务费用在期间费用中占比高达 68.44%，公司期间费用控制能力一般。公司所处的石化、化纤行业具有显著的周期性，2024 年，在原油、天然气等能源价格及绝大多数石化产品价格下降的背景下，资产减值损失（主要为存货跌价损失）对公司利润总额形成一定侵蚀，公司当期计提存货跌价损失 7.11 亿元，主要为炼化成品油以及化纤产品计提存货跌价损失。2024 年，由于营业成本上涨，叠加较大规模的税金及附加（成品油消费税）及资产减值损失影响，公司利润总额及净利润出现较大规模亏损，各项盈利指标同比下降，盈利能力整体弱化。2025 年一季度，公司营业总收入同比下降 17.50%，主要系产品价格下降所致；利润总额同比大幅增长，主要系其他收益大幅增长所致。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	638.73	1404.40	1376.75	303.09
营业成本	588.64	1246.13	1260.62	273.11
税金及附加	7.07	86.60	84.07	17.54
期间费用	33.59	53.64	71.21	16.23
期间费用率（%）	5.26	3.82	5.17	5.35
其他收益	1.20	5.94	9.72	7.82
资产减值损失	-10.01	-22.10	-7.27	-1.18

利润总额	5.32	3.11	-37.14	3.26
净利润	6.00	7.11	-22.84	3.49
营业利润率(%)	6.73	5.10	2.33	4.11
总资本收益率(%)	1.82	2.59	1.49	--
净资产收益率(%)	1.65	2.00	-6.09	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与所选同行业公司比较，公司整体盈利能力指标处于偏弱水平。

图表 18 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	营业收入(亿元)	销售毛利率(%)	利润总额(亿元)	总资产报酬率(%)	净资产收益率(%)
恒逸石化股份有限公司	1254.63	3.66	0.30	2.76	-0.21
恒力石化股份有限公司	2502.69	9.76	88.47	4.07	7.13
荣盛石化股份有限公司	3264.75	11.48	19.06	2.38	2.24
公司	1376.75	8.43	-37.14	0.63	-6.09

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

随着公司炼化一体化项目全面投产并稳定运行，公司经营获现规模大幅上升，购建固定资产支付的现金减少。2024 年，公司收入实现质量保持高水平，经营活动现金净流入同比增长 25.55%，公司投资活动现金净流出规模下降，但经营活动仍然无法覆盖投资活动现金流出，叠加项目借款陆续进入偿还期，公司筹资需求很大。2025 年 1—3 月，由于采购支出增加，公司经营活动现金流为净流出，公司融资需求大。

图表 19 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	850.02	1673.57	1816.38	426.78
经营活动现金流出小计	832.60	1590.14	1711.63	453.70
经营现金流量净额	17.42	83.43	104.75	-26.92
投资活动现金流入小计	51.56	26.13	11.25	3.53
投资活动现金流出小计	384.25	246.59	132.24	23.80
投资活动现金流量净额	-332.70	-220.46	-120.99	-20.27
筹资活动前现金流量净额	-315.28	-137.03	-16.24	-47.18
筹资活动现金流入小计	737.87	729.38	1035.91	308.97
筹资活动现金流出小计	421.26	629.55	961.72	245.71
筹资活动现金流量净额	316.61	99.83	74.19	63.26
现金收入比(%)	108.00	110.78	123.65	132.24

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

炼化一体化项目稳定运行后，公司短期偿债能力指标表现稳中有升，但整体表现仍较弱，长期偿债能力指标表现弱化，整体看，公司偿债能力指标表现一般。公司授信规模大，但考虑到其在建投入以及大量债务置换等因素，公司再融资渠道有待拓展。

2024 年，随着公司炼化一体化项目的产能释放，公司经营性现金流净额同比增长，对债务和利息的保障能力稳中有升。但受短期债务规模较大影响，资产流动性较弱因素影响，公司短期偿债能力指标表现较弱。同期，公司 EBITDA 规模略有下降，叠加债务规模上升，EBITDA 对债务和利息的保障能力有所弱化。整体看，公司偿债能力指标表现一般。

图表 20 • 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(%)	59.69	39.95	40.09
	速动比率(%)	28.77	17.76	21.77

长期偿债指标	经营现金/流动负债（%）	3.07	10.16	11.37
	经营现金/短期债务（倍）	0.05	0.14	0.14
	现金类资产/短期债务（倍）	0.33	0.18	0.20
	EBITDA（亿元）	51.69	87.72	85.22
	全部债务/EBITDA（倍）	21.82	14.91	17.03
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	0.06	0.07
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.11	1.74	1.59
	经营现金/利息支出（倍）	0.37	1.65	1.95

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

截至 2025 年 3 月底，公司无对外担保，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月底，公司已取得银行授信额度总额为 1700.22 亿元，尚未使用的授信额度为 220.92 亿元。同时，公司作为上市公司，拥有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司主要业务在子公司层面开展，公司本部资产主要为持有的子公司股权，债务负担轻，利润出现亏损。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 582.35 亿元，主要为其他应收款 14.79 亿元和长期股权投资 540.59 亿元，公司本部货币资金为 9.92 亿元。同期末，公司本部负债总额 197.02 亿元，全部债务 110.12 亿元，资产负债率为 33.83%，全部债务资本化比率 22.23%，公司本部债务负担轻。

2024 年，公司本部营业总收入为 9.88 亿元，同比大幅下降，主要系当期贸易业务按净额法记账所致，利润总额为-4.56 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.04 亿元，利息费用 7.41 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 23.03 亿元，投资活动现金流净额-2.68 亿元，筹资活动现金流净额-16.47 亿元。

（五）ESG 方面

公司 ESG 表现良好，对公司信用水平无负面影响。

环境方面，公司及其子公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，按照国家及当地政府相关要求，公司各下属分子公司完成各项监测和环境治理工作。公司未因环境问题受到行政处罚。为响应政府号召及各界期待，降低企业运营风险，盛虹炼化、斯尔邦石化、盛虹石化（连云港）港口储运有限公司等企业均购买环境污染责任险。斯尔邦石化投用污水处理装置低含盐污水处理系统，按照“分类收集、分质处理”的原则，实现了厂区低盐污水全部回用的目的。公司严格执行排污许可和环保税制度，加强在线监测，对废气管理从制度上做到无死角管理，对超标排放、异常排污等“零容忍”。公司建立废弃物台账，土壤污染隐患排查制度，保证持续有效防止有毒有害物质渗漏、流失、扬散。

社会责任方面，公司保障员工合法权益，坚持男女同工同酬，建立健全员工培训、发展体系。公司各下属企业通过职业健康安全管理体系认证，每三年进行一次职业危害因素评价。公司明确以安全生产标准化为公司 HSE 管理体系的基础，融入 AQ3034、过程安全 PSM 管理要素，形成了具有特色的 HSE 管理体系。2024 年，公司未发生重大安全事故。

治理方面，公司已经建立了较为完善的法人治理结构，拥有独立健全的公司运营体系，能满足目前的经营规模和发展需要，并且在管理、技术开发等方面储备了数量较多的人才。公司构建了年度报告、专题报告和常态化信息披露双向结合的 ESG 信息披露体系。

七、债券偿还能力分析

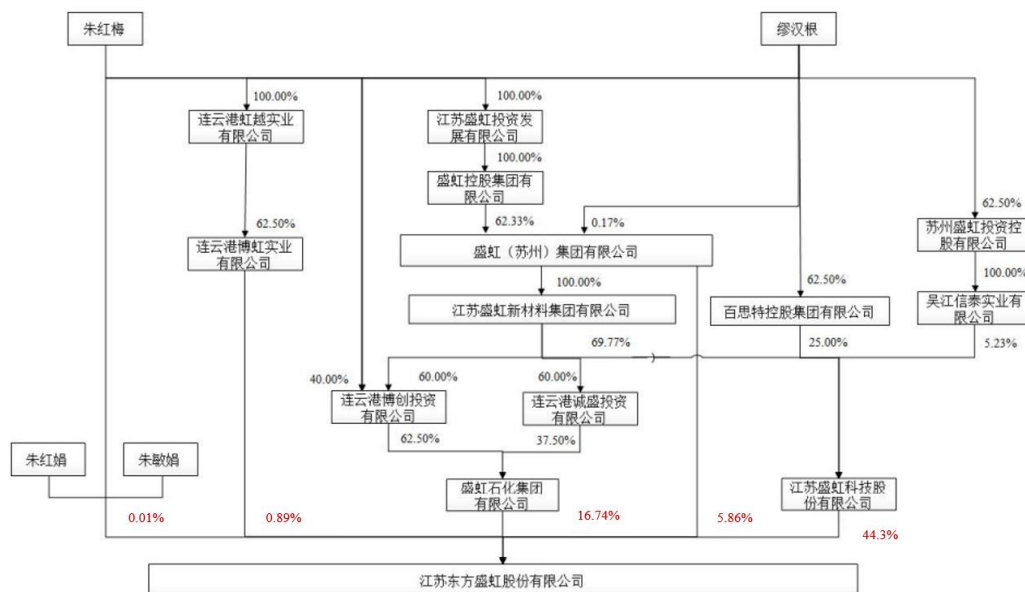
公司经营活动现金和 EBITDA 对存续债券的保障能力很强。

截至本报告出具日，公司存续债券为“盛虹转债”，余额为 49.98 亿元。2024 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为存续债券余额的 36.35 倍、2.10 倍和 1.71 倍，可以覆盖“盛虹转债”存续债券余额。考虑到“盛虹转债”未来的转股因素，公司对存续债券的偿债能力将增强。

八、跟踪评级结论

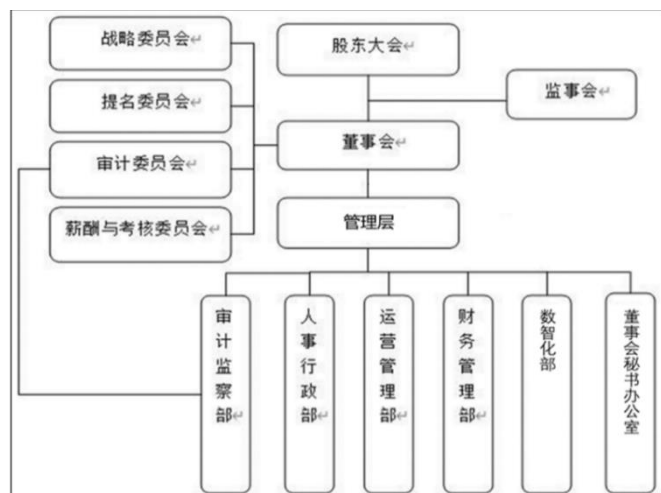
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“盛虹转债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



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）

公司	城市	具体业务	注册资本（亿元）	持股比例
江苏国望高科纤维有限公司	平望	差别化化学纤维生产	61.32	79.83%
江苏斯尔邦石化有限公司	江苏省连云港市	化工新材料	60.59	92.23%
盛虹炼化（连云港）有限公司	江苏省连云港市	石油及化工产品	235.45	100.00%
江苏虹港石化有限公司	江苏省连云港市	PTA	45.70	100.00%

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	127.04	107.21	143.77	168.72
应收账款（亿元）	7.02	14.79	23.28	28.67
其他应收款（亿元）	8.31	7.18	10.09	9.53
存货（亿元）	175.41	182.08	168.73	221.67
长期股权投资（亿元）	1.17	0.83	0.91	0.91
固定资产（亿元）	431.99	1234.28	1272.98	1338.12
在建工程（亿元）	809.26	182.40	250.27	185.11
资产总额（亿元）	1707.78	1902.15	2043.12	2148.05
实收资本（亿元）	96.00	96.00	96.00	96.00
少数股东权益（亿元）	0.42	0.41	34.38	37.28
所有者权益（亿元）	363.45	354.92	374.72	383.02
短期债务（亿元）	383.95	610.62	732.51	796.89
长期债务（亿元）	743.76	696.89	718.12	731.25
全部债务（亿元）	1127.71	1307.51	1450.63	1528.14
营业总收入（亿元）	638.73	1404.40	1376.75	303.09
营业成本（亿元）	588.64	1246.13	1260.62	273.11
其他收益（亿元）	1.20	5.94	9.72	7.82
利润总额（亿元）	5.32	3.11	-37.14	3.26
EBITDA（亿元）	51.69	87.72	85.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	689.80	1555.79	1702.32	400.81
经营活动现金流入小计（亿元）	850.02	1673.57	1816.38	426.78
经营活动现金流量净额（亿元）	17.42	83.43	104.75	-26.92
投资活动现金流量净额（亿元）	-332.70	-220.46	-120.99	-20.27
筹资活动现金流量净额（亿元）	316.61	99.83	74.19	63.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	68.21	92.98	54.34	--
存货周转次数（次）	4.98	6.97	7.19	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.78	0.70	--
现金收入比（%）	108.00	110.78	123.65	132.24
营业利润率（%）	6.73	5.10	2.33	4.11
总资本收益率（%）	1.82	2.59	1.49	--
净资产收益率（%）	1.65	2.00	-6.09	--
长期债务资本化比率（%）	67.17	66.26	65.71	65.63
全部债务资本化比率（%）	75.63	78.65	79.47	79.96
资产负债率（%）	78.72	81.34	81.66	82.17
流动比率（%）	59.69	39.95	40.09	47.18
速动比率（%）	28.77	17.76	21.77	25.08
经营现金流动负债比（%）	3.07	10.16	11.37	--
现金短期债务比（倍）	0.33	0.18	0.20	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	1.11	1.74	1.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.82	14.91	17.02	--

注：1. 本报告 2022 年和 2023 年财务数据分别为 2023 年和 2024 年追溯调整后数据；2. 长期应付款和其他非流动负债中有息部分计入债务；3. 公司其他应收款、固定资产、在建工程分别为其他应收款（合计）、固定资产（合计）和在建工程（合计）；4. 2025 年一季度数据未经审计
 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	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	58.10	7.10	15.66
应收账款（亿元）	1.05	1.34	1.20
其他应收款（亿元）	8.93	26.94	14.79
存货（亿元）	0.32	0.21	0.24
长期股权投资（亿元）	535.59	534.48	540.59
固定资产（亿元）	3.58	3.47	3.11
在建工程（亿元）	0.02	0.00	0.01
资产总额（亿元）	617.45	583.20	582.35
实收资本（亿元）	66.11	66.11	66.11
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	400.34	398.29	385.32
短期债务（亿元）	41.39	53.18	45.86
长期债务（亿元）	85.47	74.58	64.26
全部债务（亿元）	126.86	127.76	110.12
营业总收入（亿元）	67.57	72.84	9.88
营业成本（亿元）	65.37	69.84	6.35
其他收益（亿元）	0.06	0.07	0.00
利润总额（亿元）	-5.33	3.11	-4.56
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	180.98	197.63	216.66
经营活动现金流入小计（亿元）	449.08	326.50	319.83
经营活动现金流量净额（亿元）	13.46	2.41	23.03
投资活动现金流量净额（亿元）	-78.89	11.66	-2.68
筹资活动现金流量净额（亿元）	118.13	-64.94	-16.47
财务指标			
销售债权周转次数（次）	67.12	60.27	2.62
存货周转次数（次）	275.59	260.30	28.12
总资产周转次数（次）	0.12	0.12	0.02
现金收入比（%）	267.83	271.30	2192.58
营业利润率（%）	2.78	3.84	32.39
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	-0.93	1.14	-1.65
长期债务资本化比率（%）	17.59	15.77	14.29
全部债务资本化比率（%）	24.06	24.29	22.23
资产负债率（%）	35.16	31.71	33.83
流动比率（%）	53.24	32.86	24.71
速动比率（%）	52.99	32.66	24.53
经营现金流动负债比（%）	10.45	2.21	17.74
现金短期债务比（倍）	1.40	0.13	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：公司未披露 2025 年一季度公司本部报表
 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% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
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/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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