

江苏武进不锈钢股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【656】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。

江苏武进不锈钢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	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
武进转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：江苏武进不锈钢股份有限公司（以下简称“武进不锈钢”或“公司”，股票代码：603878.SH）是国内工业不锈钢管的主要供应商之一，取得了较高级别的产品认证，下游行业多元、需求较有保障，主要客户资质较优且合作关系稳定，跟踪期公司顺利通过包括沙特阿美 pipe 管在内的国外大型公司认证，外销收入同比大幅增长，且公司杠杆水平仍保持较低；但中证鹏元也关注到，下游石化行业用管需求减弱对公司业绩影响较大，2024 年公司营业收入同比大幅下滑，公司存货规模较大，加大了公司的营运压力及管理难度。

评级日期

2025 年 6 月 26 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	40.83	40.46	42.58	38.17
归母所有者权益	26.28	26.01	27.99	25.81
总债务	9.43	8.79	9.12	6.30
营业收入	4.83	26.52	35.16	28.30
净利润	0.30	1.26	3.52	2.15
经营活动现金流净额	0.52	5.83	2.00	-0.21
净债务/EBITDA	--	-0.72	-0.44	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	18.06	41.83	48.43
总债务/总资本	26.40%	25.25%	24.58%	19.63%
FFO/净债务	--	-87.46%	-179.80%	-69.27%
EBITDA 利润率	--	11.38%	14.26%	12.62%
总资产回报率	--	3.77%	10.39%	6.87%
速动比率	1.29	1.62	1.92	1.51
现金短期债务比	1.05	1.99	2.22	1.83
销售毛利率	16.28%	15.16%	16.66%	14.30%
资产负债率	35.63%	35.71%	34.27%	32.39%

注：2022-2024 年末公司净债务为负。

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：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司是国内工业不锈钢管主要供应商之一，主要客户资质较优且合作关系稳定，2024 年外销收入保持较快增长。**公司是国内工业用不锈钢管主要供应商之一，取得了国家特种设备制造许可证（压力管道元件）、民用核安全设备制造许可证等。公司主要客户均为大型企业，包括中石化、中石油、中海油等石化企业及东方电气集团东方锅炉股份有限公司等各大锅炉厂，下游主要客户资质较好且已建立稳定的合作关系。2024 年公司顺利通过包括沙特阿美在内的国外大型公司认证，外销收入同比增长 56.82%，品牌力进一步提升。
- **公司财务状况稳健，杠杆水平较低。**公司负债仍以经营性负债为主，且账面现金类资产较为充裕，资产负债率仍保持较低水平，债务压力相对可控。

关注

- **下游石化行业需求减弱，对公司业绩影响较大。**跟踪期内，石化行业用管需求减弱，导致公司石油化工有限公司营业收入同比下降 54.34% 至 7.47 亿元，且 2025 年一季度，石化行业需求未现好转，公司营业收入同比下降 33.90%。
- **存货占比较高，对公司营运资金及存货管理水平提出更高要求。**不锈钢圆钢和不锈钢板材在无缝管和焊管生产成本的占比分别在 70% 和 80% 以上，公司期末存货规模较大，对营运资金形成一定占用，且原材料价格下降亦对公司存货管理能力提出更高要求。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，具有较好的生产资质与供应商认证，下游行业相对多元，与主要客户已建立较长时间的合作关系，经营风险和财务风险较为稳定。预计公司下游电站锅炉行业用管需求仍较为稳定，国际市场及核电用管需求可期。

同业比较（单位：亿元）

指标	武进不锈	久立特材
总资产	40.46	141.66
净资产	26.01	81.17
营业收入	26.52	109.18
净利润	1.26	15.20
销售净利率	4.74%	13.92%
资产负债率	35.71%	42.70%
销量：焊管（吨）	26,609	63,725
无缝管（吨）	43,458	61,191

注：（1）以上各指标均为 2024 年度（末）数据。

资料来源：Wind，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
矿业及金属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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

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
武进转债	3.10	3.0994	2024-06-21	2029-07-10

注：表中债券余额为 2025 年 6 月 26 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

“武进转债”募集资金扣除发行费用后原计划用于“年产2万吨高端装备用高性能不锈钢无缝管项目”（以下简称“募投项目”）。2024年4月24日，公司董事会同意募投项目结项，并将节余资金1,487.65万元永久补充流动资金。根据公司2024年8月24日发布的《江苏武进不锈股份有限公司关于注销募集资金专项账户的公告》，“武进转债”募集资金专用账户已销户。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，未发生重大资产重组事项。2024年5月，公司原董事长朱国良先生因个人原因辞去公司董事长、董事及董事会审计委员会委员等所有职务，2024年8月，公司先后召开了2024年第二次临时股东大会、第五届董事会第一次会议，选举朱琦为董事长，沈卫强为副董事长。截至2025年3月末，公司实收资本（股本）仍为5.61亿元，控股股东仍为朱国良，实际控制人仍为朱国良家族（即朱国良与其配偶顾坚勤、女儿朱琦、女婿沈卫强），其合计持股39.28%，持股无受限情况，公司前十大股东持股比例见下表。2025年6月20日“武进转债”转股价格调整为7.93元/股。

表1 截至 2025 年 3 月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
朱国良	境内自然人	90,527,531	16.13%
朱琦	境内自然人	74,505,871	13.28%
常州富盈投资有限公司（简称“富盈投资”）	境内非国有法人	30,409,212	5.42%
吴昱成	境内自然人	21,053,055	3.75%
沈卫强	境内自然人	12,471,480	2.22%
顾坚勤	境内自然人	12,471,480	2.22%
孟庆亮	境内自然人	11,465,480	2.04%
基本养老保险基金一零零一组合	其他	10,000,000	1.78%
基本养老保险基金一零零三组合	其他	8,349,700	1.49%
中国平安人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	其他	8,110,700	1.45%
合计	-	279,364,509	49.79%

注：富盈投资由实际控制人朱国良和朱琦共同持有。

资料来源：公司 2025 年一季报，中证鹏元整理

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

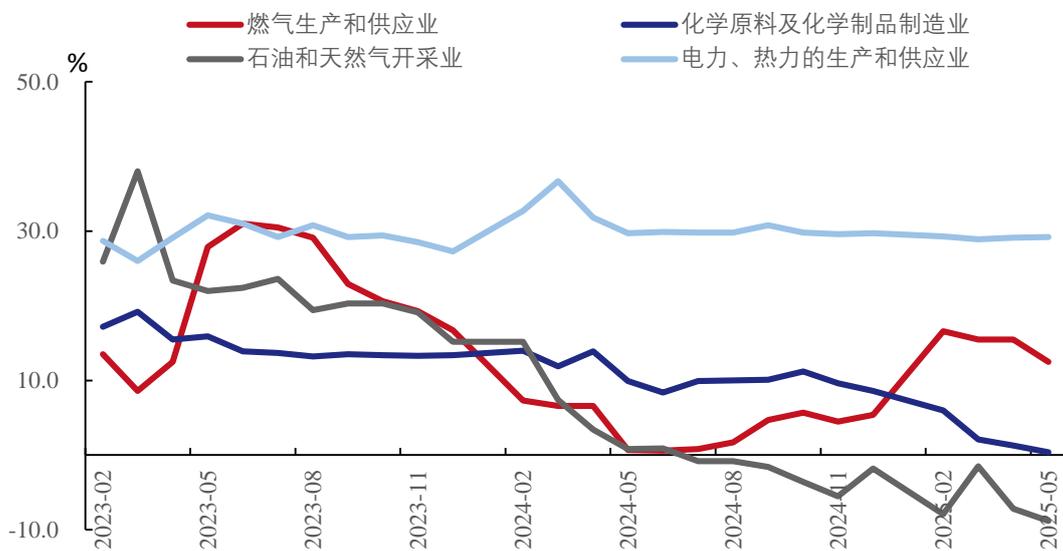
我国不锈钢管行业产能充足，高端市场存在合格供应商准入机制，竞争温和；石化行业是工业不锈钢管消费主力，但2024年以来石化行业用管需求减弱，短期内火电及核电建设仍是不锈钢管行业增长的有效支撑

我国是全球最大的不锈钢管生产国与消费国，不锈钢管行业企业数量多、分布散，产品品种多、规格灵活，地区性需求各异，因此不锈钢管行业中存在数量庞大的生产制造企业，行业集中度较低，产品市场可按需求区分层级。在常规环境中使用的不锈钢管，技术含量较低、进入门槛不高，中小钢管生产企业较多。在复杂环境（如电站锅炉、石油炼化、煤化工、天然气输送等环境）中使用的不锈钢管的各项性能整体要求较高，存在合格供应商准入机制，认证周期长，进入门槛较高，国内大规模生产厂家较少，竞争相对温和。目前参与我国工业用不锈钢管高端市场竞争的制造企业中，既包括以久立特材（002318.SZ）、武进不锈（603878.SH）、盛德鑫泰（300881.SZ）等为代表的民营企业，也包括以日本住友金属工业株式会社、瑞典山特维克材料科技公司、芬兰奥托昆普公司等为代表的国外企业，同时还有常熟华新特殊钢有限公司等台资企业及部分国有企业。

工业不锈钢管主要应用于石油、化工、天然气、电力设备制造及机械设备制造等行业，相对民用不锈钢管生产技术要求高，加工难度大，且具有规格多、批次多、定制化的特点。石油化工、天然气行业是周期性行业，近年来受国内外宏观经济、供需环境、基数效应、国际油价、价格走势、结构调整等多种因素影响，行业投资波动大，今年以来，受油气行业需求变化及部分外贸区域市场贸易保护政策等影

响，油气用管需求走弱，根据三桶油年报，2024年合计资本开支5,652.16亿元，同比下降1.68%；化工方面，在全球需求偏弱及产能快速增加背景下行业盈利较弱，中国化工产品价格指数从年初的4,621下降至2025年5月最低点的3,994，行业低迷导致资本开支节奏明显放缓。工业不锈钢管在电力设备制造行业主要应用于锅炉蒸汽管道，火电的战略地位及管道更新周期，保障了不锈钢管需求增长。当前电力、热力生产和供应业投资完成额月均累计增速仍维持30%左右高位。不锈钢管在核电行业的应用类似火电，但核电建设受政策影响更大，产品要求更高，资质认证更加严格。近年我国核电项目审批进程有所加快，核电新项目的建设亦会产生一部分不锈钢管需求。

图1 2023年以来主要下游行业固定资产投资完成额累计同比情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2024年不锈钢价格全年持续向下磨底，不锈钢供给较为宽松，有利于保障不锈钢管原材料的供应稳定，原材料价格低位运行利好用钢企业成本控制

2024年年初全球镍价格持续下跌，但随着我国经济持续回暖，镍价在二季度出现反弹。进入三季度后，供应宽松局面虽有小幅改善，但是下游需求仍然表现弱势，整体需求增长不及市场预期，镍价再度向下调整，镍期货价格整体表现为弱势运行；2024年国内不锈钢价格震荡下行，上下波动区间较上年波动幅度收窄，均价较上年全年大幅下移。不锈钢供大于求，使得不锈钢长期处于累库状况，导致不锈钢价格全年持续向下磨底。原材料价格低位运行利好不锈钢管企业成本控制。

图2 2023年以来镍及不锈钢价格走势

图3 2023年以来不锈钢无缝管市场价格走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务为工业用不锈钢管及管件的研发、生产与销售，产品包括工业用不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等。2024年，受公司下游行业石油化工行业需求减弱影响，公司营业收入同比下降24.57%；2025年一季度，下游石油化工行业需求仍较弱，公司营业收入同比下滑33.90%。2024年，无缝管毛利率较为稳定，焊管毛利率下降3.63个百分点，管件毛利率下降幅度较大主要受管件行业需求降低导致销量降幅较大影响。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况-按产品分类（单位：亿元、%）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
无缝管	3.52	73.01	16.78	19.85	74.87	15.95	23.62	67.20	16.50
焊管	1.16	24.14	14.81	5.89	22.23	13.57	9.43	26.82	17.20
管件	0.05	1.12	35.67	0.25	0.94	9.48	0.86	2.45	33.18
其他业务	0.08	1.74	3.28	0.52	1.96	6.11	1.24	3.53	4.11
合计	4.83	100.00	16.28	26.52	100.00	15.16	35.16	100.00	16.66

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，产品获得了较高级别的认证，跟踪期内新增沙特阿美 pipe管认证，有利于公司后续外销业务开展

公司是国内工业用不锈钢管主要供应商之一，且生产基地位于江苏常州市，而江苏是我国不锈钢八大产业集群地之一，公司具有一定的产业链优势。不锈钢管行业设置了生产许可制度，在石油天然气工业用不锈钢管、锅炉及压力容器用不锈钢管及民用核安全设施用不锈钢管生产领域，未获得相应生产许可的企业不允许进行相关产品的生产和销售活动，行业壁垒一定程度上限制了新进入者的准入。当前，公司取得了国家特种设备制造许可证（压力管道元件）、民用核安全设备制造许可证等，具有一定产品认证优势。根据公司2024年年报，截至公司2024年年报出具日，公司拥有专利93件，其中，有PCT国际专利1件，发明专利27件。哈氏合金是不锈钢管领域一种新型高端产品用材，公司完成了应用于石化行业的

哈氏合金高端产品的研发、批量生产与交付，进一步提升了公司拓展高端市场的实力。2024年，公司顺利通过多个公司认证：沙特阿美pipe管、日本TBG、俄罗斯Velosstroy、韩国SGC、新加坡MODEC、韩国Hanwha。也获得PED焊管复证证书、DNV-GL和LR船级社复证证书等证书。

表3 公司生产经营资质情况

证书名称	证书编号	发证单位	登记备案日期	有效期至
中华人民共和国特种设备制造许可证（压力管道元件）	TS2732D02-2026	国家市场监督管理总局	2022.10.28	2026.11.26
民用核安全设备制造许可证	国核安证字 Z（23）27 号	国家核安全局	2023.9.18	2028.9.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产模式方面，公司根据客户需求多品种、多规格、小批量的特点，以销定产，对于部分小批量小口径或涉及热挤压等特殊工艺的产品，存在一定的委外加工，产销表现较好。生产周期方面，无缝管和焊管分别在2-4个月之间和1-3个月之间，根据不同板材及库存情况上下有所调整。生产工艺方面，无缝管产品采用热穿孔工艺开坯，坯管至成品以冷轧工艺为主，冷轧、冷拔互相结合，产品成材率高，单位材料与能源消耗低，具备一定的成本优势；焊管则利用JCO成型等先进工艺生产，能够实现焊接钢管柔性成型，成材率高，较无缝管成本投入更低。截至2024年末，公司不锈钢管设计年产能11万吨，较2023年末维持不变。2024年公司无缝管和焊管产能利用率均下降，主要系市场需求减少而公司产能有所增加影响。

表4 公司近年来主要产品生产情况（单位：吨）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
无缝管	18,500	9,363	50.61%	74,000	41,374	55.91%	74,000	56,068	75.77%
焊管	9,000	6,596	73.29%	36,000	26,997	74.99%	36,000	35,214	97.82%
合计	27,500	15,959	-	110,000	68,371	-	110,000	91,282	-

注：2025年1-3月产能数据为季度产能数据，未年化。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游供应商建立了稳定的合作关系，原材料供给较为充足，成本中原材料占比较高，原材料价格下降利好公司成本控制

公司主要原材料为不锈钢圆钢和不锈钢板材，在无缝管和焊管生产成本的占比分别在70%和80%以上，其中焊管多为定制产品，按需订料，签订销售合同时可在一定程度上锁定不锈钢板材采购价格，而圆钢为批量采购，有一定的备料周期，因而不锈钢圆钢价格波动对公司无缝管盈利具有较大影响。2024年，不锈钢圆钢和不锈钢板材采购单价分别下降21.58%和23.80%，且2025年一季度仍有小幅下降。原材料价格下降利好公司成本控制。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：亿元、元/吨、吨）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	单价	数量	金额	单价	数量	金额	单价	数量

不锈钢圆钢	2.2	19,743.34	11,143	9.80	20,841.75	47,021	13.49	26,578.53	50,754
不锈钢板材	0.98	13,637.63	7,186	3.62	14,091.63	25,689	6.79	18,493.91	36,719

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据销售订单和生产计划，公司采取持续分批量的形式向国内外合格供应商进行采购。近年来公司与宝钢、太钢、永兴特钢等供应商建立了长期稳定的合作关系，2024年前五大供应商集中度为69.70%，较上年有所上升。因原材料同质化较高，上游不锈钢供给较为充足，公司不会受单一供应商产能制约，生产持续性较有保障。

公司下游领域较为多元，有利于分散经营风险，主要客户资质较好且合作稳定但较为强势；高附加值产品增加对产品毛利空间有一定支撑

公司的不锈钢管均为直销，业务开拓通过报送书面材料、参加用户评审以进入该用户单位的合格供应商目录实现。在国内，公司进入了中石化、中石油、中海油等石化企业及东方电气集团东方锅炉股份有限公司等各大锅炉厂的供货单位目录，获得了中核集团、中国核动力研究设计院等单位的合格供方资格证书；在国际上，公司是Sabic（沙特基础工业公司）、BHEL（印度巴拉特重型电力有限公司）、KNPC（科威特国家石油公司）、PDO（阿曼石油发展公司）、JGC（日本日挥株式会社）等单位的合格供方。2024年公司顺利通过沙特阿美pipe管认证，相关产品在2025年陆续交付。合格供应商资格认定为行业奠定了一定的进入壁垒，较长的认证周期有利于公司保持先发优势，且下游客户资质较好，通常单笔投资规模较大，公司产品需求有一定的保障。

公司产品定价模式为“原材料/成材率+加工费+合理的利润”的成本导向型，其中原材料价格受市场供求影响而波动，成材率则主要由不锈钢管的材质、外径、壁厚、工艺、技术等因素综合决定，成材率越高，产品生产成本越低，加工费通常根据产品的规格确定。受成本、技术及市场竞争等内外因素的影响，公司在产品定价上处于一定的被动地位。通常情况，无缝管由于工艺复杂、生产周期长、投入成本高，产品价格相对较高，焊管因工艺相对简单、生产周期短等因素，产品价格较低，利润空间相对更低。2024年虽然原材料单价普遍降价，但是由于下游需求减弱及市场竞争加剧影响，无缝管及焊管吨钢毛利水平仍有一定幅度下降。

表6 公司主要产品单位售价和单位毛利情况（单位：元）

项目名称	2025年 1-3月		2024年		2023年	
	吨钢售价	吨钢毛利	吨钢售价	吨钢毛利	吨钢售价	吨钢毛利
无缝管	45,220.41	7,587.44	45,685.70	7,284.66	46,214.83	7,616.38
焊管	19,833.89	2,938.25	22,152.00	3,005.66	24,829.97	4,619.25

资料来源：公司提供

公司产品主要应用领域为石油（主要用于自行维修和建造相关炼化设施）、化工（主要用于生产热交换器及各种化工容器的连接管道）、电力设备制造（主要用于生产电站锅炉）等，下游行业较为多元，有利于抵御行业风险。石化行业是公司优势行业，行业认知度较高，但跟踪期内，石化行业整体较为低

迷，客户需求减弱导致公司石油化工营业收入同比下降54.34%。天然气行业销售收入增加，主要是单笔订单总额较高，营业收入大幅增长，但由于市场竞争激烈，公司单价低导致天然气行业板块毛利率大幅下降。2024年，电站锅炉行业市场需求仍较为旺盛，相关收入同比增长40.79%。得益于电站建设需求增加及火电锅炉管道进入更新升级周期，预计电力设备行业的需求在未来1-3年仍可维持高位。机械设备制造行业销售收入减少主要系石化化工等项目大幅减少，设备用管需求也同比降低。近年，我国核电机组审批加速，在建装机容量逐步扩大，核电市场用管需求稳定增长。2025年，公司专门成立了核电大客户部，积极参与核电用管需求的投标及市场开拓。

表7 公司营业收入及毛利率情况-按行业分类（单位：亿元、%）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
石油化工	1.09	22.62	12.28	7.47	28.16	15.91	16.35	46.51	16.29
机械设备	1.51	31.23	22.14	5.45	20.57	15.68	7.12	20.24	17.79
电力设备	1.14	23.64	22.50	6.78	25.59	17.71	4.82	13.71	13.19
天然气	0.22	4.55	15.12	0.99	3.73	5.44	0.37	1.04	31.05
其他	0.87	17.97	3.25	5.82	21.96	12.41	6.50	18.50	18.11
合计	4.83	100.00	16.28	26.52	100.00	15.16	35.16	100.00	16.66

资料来源：公司提供、公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

公司国内市场主要分布在沿海区域、西北区域以及大型石化基地等，相对较为分散，国外市场主要分布在中东、俄罗斯等国家。2024年，得益于公司在中东、南美等国际市场的积极拓展，公司外销收入同比增长56.82%。同时国际市场需求订单旺盛，公司外销收入基数较低，后续增长空间仍较大。

公司在产业链上的议价能力较弱，导致净营业周期偏长

从采购端来看，公司上游不锈钢行业集中度高，议价能力强，且部分下游客户会指定供应商，公司部分采购需预付一定比例货款。从销售端来看，公司下游多为央国企或大型跨国公司，较为强势，公司议价能力相对较弱，结算方式多为先货后款，且收款账期较长。为加强资金与存货管理，公司单笔订单通常不超过5,000万元，对于较大订单会采用拆分或框架协议的形式，提高资金使用效率，并要求单张合同投料时间不超过2周，以提高存货周转效率。2024年存货周转效率下降主要受收入基数下降后结转成本同步减少影响。公司跟踪期内与上下游的信用政策未发生变化，但对于上游非核心原材料的采购改用银行承兑汇票支付，因此2024年应付账款及应付票据周转天数较上年明显拉长。

表8 公司经营效率指标（单位：天）

财务指标	2024年	2023年
净营业周期（含应收应付票据）	164.35	131.95
存货周转天数	184.45	144.40
应收账款及应收票据周转天数	102.13	80.31
应付账款及应付票据周转天数	122.23	92.76

注：应收账款及应收票据周转天数已考虑期末公司应收款项融资余额

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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2025年1-3月财务报表。

跟踪期内，公司资产规模有所减少，整体资产流动性仍较好，但应收账款计提的坏账损失准备有所增加，需关注应收账款回款风险；受石化行业市场需求减弱影响，公司营业收入有所下滑，盈利能力有所下降，但未来盈利水平仍有望受益于电站锅炉行业用管需求旺盛、国际市场需求旺盛及核电投资高景气度等因素回升；公司账面货币资金较为充裕，债务压力不大

资本实力与资产质量

2024年，公司派发2023年度现金股利2.97亿元，导致期末所有者权益规模有所下降，但公司总负债规模尚可，净资产对总负债的保障程度仍较好。

2024年仍有部分厂房及设备从在建工程转入固定资产，期末固定资产账面价值仍有所上升。公司存货和应收账款占比变动不大，但周转速度低于同行久立特材表现，若原材料价格波动或行业需求发生变动，可能面临一定的减值风险。2024年，公司存货计提跌价损失0.21亿元，与上年规模基本持平，但应收账款及应收票据分别计提坏账损失0.28亿元和0.16亿元，较上年规模有所扩大，仍需关注应收账款回款风险。公司现金类资产包含货币资金、交易性金融资产、应收款项融资等项目，规模较大，且为提高资金收益率，2024年以来公司将部分货币资金用于购买一年期以上的银行存单及R2级别理财产品，导致期末非流动资产有所增加。

图4 公司资本结构

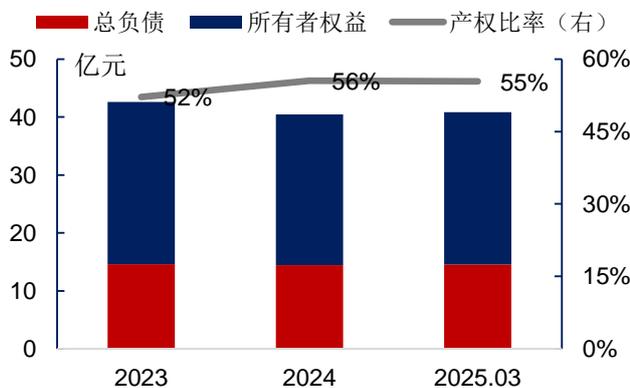
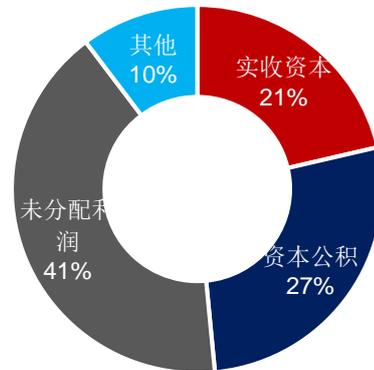


图5 2025年3月末公司所有者权益构成



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

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 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	2.78	6.81%	6.02	14.88%	6.40	15.03%
交易性金融资产	3.45	8.46%	3.48	8.59%	4.53	10.65%
应收账款	3.76	9.21%	5.14	12.71%	6.35	14.92%
应收款项融资	2.52	6.17%	1.02	2.52%	0.99	2.32%
存货	10.70	26.22%	10.16	25.11%	11.90	27.94%
流动资产合计	24.93	61.06%	27.86	68.87%	31.80	74.69%
固定资产	8.15	19.96%	8.19	20.23%	7.89	18.53%
在建工程	0.12	0.29%	0.18	0.45%	0.75	1.76%
无形资产	1.38	3.38%	1.39	3.44%	1.32	3.10%
其他非流动资产	5.67	13.89%	2.27	5.60%	0.27	0.63%
非流动资产合计	15.90	38.94%	12.60	31.13%	10.78	25.31%
资产总计	40.83	100.00%	40.46	100.00%	42.58	100.00%

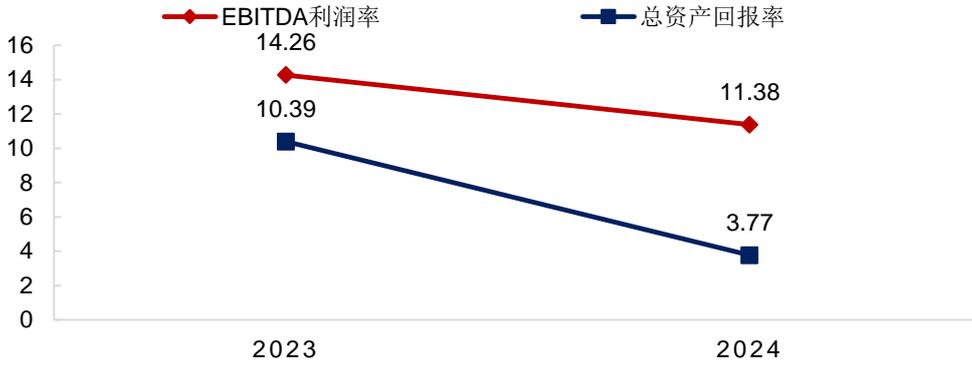
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年，主要受下游石化行业需求大幅减弱影响，公司营业收入同比下降24.57%。且总资产回报率降幅明显大于EBITDA利润率降幅，主要系2024年信用减值损失及各项期间费用均较上年增加。2025年一季度，石化行业用管需求仍低迷，公司营业收入及净利润分别同比下降33.90%和55.43%。

预计公司盈利水平仍有较大回升的潜力。首先，公司外销收入基数较低，随着2024年成功取得沙特阿美pipe管认证，外销收入增长具有较大潜力，且由于外销业务毛利率水平高于内销，外销收入占比提升亦可带动公司盈利水平提升。其次，电站锅炉行业用管需求仍旺盛，且由于原材料不锈钢圆管及板材长期供应大于需求，原材料价格的低位运行利于公司成本控制。再次，近年核电用管需求呈增长趋势，公司作为少数几家核电央企的合格供应商，相关收入仍有望受益于核电投资的高景气度而保持增长。

图6 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

跟踪期内，公司负债仍以经营性负债为主，刚性债务期限结构变动不大。公司短期债务主要由应付票据构成，银行借款规模较小，2025年一季度，公司新增短期借款0.45亿元主要系新增美元外币借款，目的是减少公司外币敞口同时可通过外汇掉期操作适当增加公司富余资金收益率水平。公司账面现金类资产较为充裕，债务压力不大。公司经营性负债主要是应付账款及合同负债。

表10 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	0.45	3.12%	0.00	0.00%	0.45	3.09%
应付票据	5.83	40.05%	5.10	35.31%	4.52	30.99%
应付账款	2.43	16.68%	2.43	16.83%	3.22	22.06%
合同负债	1.50	10.29%	1.77	12.28%	1.05	7.22%
一年内到期的非流动负债	0.19	1.28%	0.76	5.23%	0.55	3.77%
流动负债合计	11.00	75.64%	10.93	75.68%	10.37	71.08%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.79	5.38%
应付债券	2.96	20.36%	2.93	20.28%	2.81	19.28%
长期应付款	0.05	0.37%	0.05	0.37%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	0.53	3.63%	0.53	3.67%	0.62	4.26%
非流动负债合计	3.54	24.36%	3.51	24.32%	4.22	28.92%
负债合计	14.55	100.00%	14.45	100.00%	14.59	100.00%
总债务	9.43	64.81%	8.79	60.82%	9.12	62.52%
其中：短期债务	6.47	68.58%	5.86	66.66%	5.52	60.55%
长期债务	2.96	31.42%	2.93	33.34%	3.60	39.45%

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

跟踪期内，公司现金回款表现较好，经营活动净现金流较上年增幅较大，现金流对债务的保障能力较强，资产负债率仍控制较好，公司现金类资产充足，2024年末净债务为负值，净资产对总债务仍有较

好的覆盖能力。考虑到公司短期内无大额资本支出计划及融资需求，FFO/净债务能够较为客观地反映公司杠杆比率波动性，随着未来经营积累增加，杠杆或进一步下降。

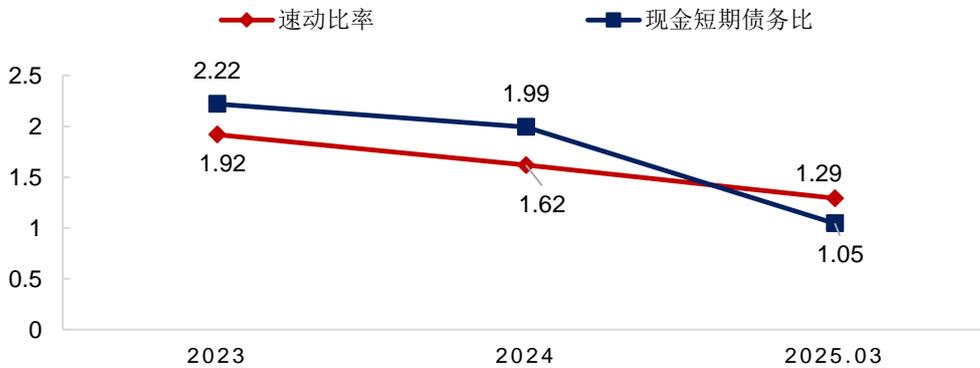
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.52	5.83	2.00
FFO（亿元）	--	1.90	3.99
资产负债率	35.63%	35.71%	34.27%
净债务/EBITDA	--	-0.72	-0.44
EBITDA 利息保障倍数	--	18.06	41.83
总债务/总资本	26.40%	25.25%	24.58%
FFO/净债务	--	-87.46%	-179.80%
经营活动现金流净额/净债务	18.63%	-268.70%	-90.04%
自由现金流/净债务	17.17%	-229.03%	-50.15%

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

2025年一季度，受短期债务增加影响，公司流动性指标有所下降，但现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可，流动性比率仍处于较好水平。公司作为上市公司，项目资金压力小，公司外部融资能力尚可；截至2025年3月末，公司银行授信尚未使用授信为9.10亿元，流动性资源储备情况尚可。

图7 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

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月20日），公司本部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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，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17日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

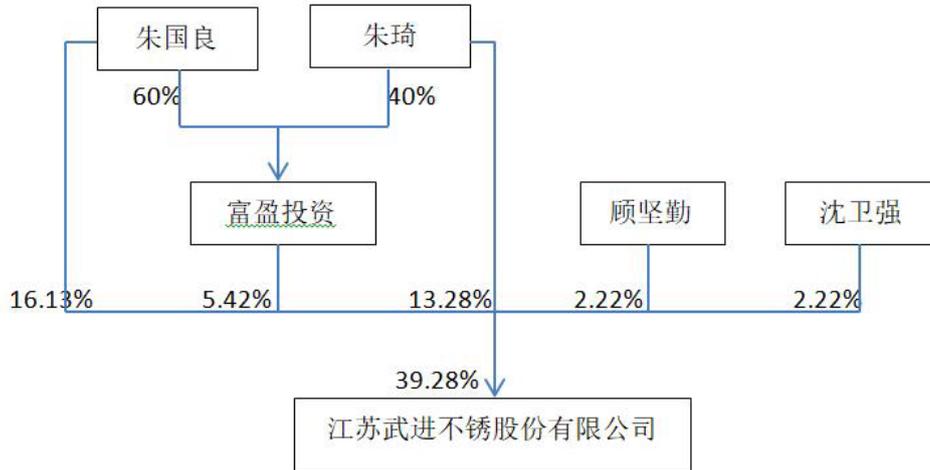
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	2.78	6.02	6.40	5.06
存货	10.70	10.16	11.90	10.53
流动资产合计	24.93	27.86	31.80	28.04
固定资产	8.15	8.19	7.89	6.50
其他非流动资产	5.67	2.27	0.27	0.64
非流动资产合计	15.90	12.60	10.78	10.13
资产总计	40.83	40.46	42.58	38.17
短期借款	0.45	0.00	0.45	1.70
应付票据	5.83	5.10	4.52	4.05
应付账款	2.43	2.43	3.22	3.30
合同负债	1.50	1.77	1.05	1.98
一年内到期的非流动负债	0.19	0.76	0.55	0.00
流动负债合计	11.00	10.93	10.37	11.56
长期借款	0.00	0.00	0.79	0.55
应付债券	2.96	2.93	2.81	0.00
长期应付款	0.05	0.05	0.00	0.00
非流动负债合计	3.54	3.51	4.22	0.80
负债合计	14.55	14.45	14.59	12.36
总债务	9.43	8.79	9.12	6.30
其中：短期债务	6.47	5.86	5.52	5.75
长期债务	2.96	2.93	3.60	0.55
所有者权益	26.28	26.01	27.99	25.81
营业收入	4.83	26.52	35.16	28.30
营业利润	0.31	1.41	4.06	2.33
净利润	0.30	1.26	3.52	2.15
经营活动产生的现金流量净额	0.52	5.83	2.00	-0.21
投资活动产生的现金流量净额	-3.45	-1.46	-1.66	0.87
筹资活动产生的现金流量净额	-0.16	-4.31	0.97	-0.24
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.02	5.01	3.57
FFO（亿元）	--	1.90	3.99	2.41
净债务（亿元）	2.79	-2.17	-2.22	-3.48
销售毛利率	16.28%	15.16%	16.66%	14.30%
EBITDA 利润率	--	11.38%	14.26%	12.62%
总资产回报率	--	3.77%	10.39%	6.87%
资产负债率	35.63%	35.71%	34.27%	32.39%

净债务/EBITDA	--	-0.72	-0.44	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	18.06	41.83	48.43
总债务/总资本	26.40%	25.25%	24.58%	19.63%
FFO/净债务	--	-87.46%	-179.80%	-69.27%
经营活动现金流净额/净债务	18.63%	-268.70%	-90.04%	5.92%
速动比率	1.29	1.62	1.92	1.51
现金短期债务比	1.05	1.99	2.22	1.83

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 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季报及公开资料，中证鹏元整理

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