

山东隆华新材料股份有限公司向不 特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

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

www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2026〕1394号

联合资信评估股份有限公司通过对山东隆华新材料股份有限公司及其拟向不特定对象发行可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定山东隆华新材料股份有限公司主体长期信用等级为AA，山东隆华新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用等级为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：

高明

二〇二六年三月十六日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

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隆华新材料股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

八、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。



山东隆华新材料股份有限公司向不特定对象 发行可转换公司债券信用评级报告

债项评级结果	评级时间
AA/稳定	2026/03/16

债项概况

山东隆华新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本次债券”）发行规模不超过 9.60 亿元（含），期限为 6 年；每年付息一次，到期归还所有未转股的本次债券本金并支付最后一年利息；本次募集资金用于端氨基聚醚技改项目、8 万吨/年端氨基聚醚项目(二期)、年产 20 万吨环保型聚醚系列产品建设项目。

评级观点

山东隆华新材料股份有限公司（以下简称“公司”）是国内聚醚领域的主要生产企业，核心竞争优势集中于产能规模、技术积累与客户基础。2022—2024 年，公司通过技改扩产，经营规模扩大，营业总收入持续增长，但公司正面临聚醚行业竞争加剧的考验，产品价格下行压力持续，导致公司盈利空间收窄，主营业务毛利率处于较低水平，后续需关注行业景气度下修对公司在建项目产能释放及产能利用率的影响。

2022—2024 年底，公司有息债务规模不大，截至 2024 年末，公司资产负债率仍处于可控水平，现金类资产对短期债务的覆盖倍数高，EBITDA 对利息的保障能力非常强，即期偿债风险很低。公司盈利空间不断收缩，新项目投产前需大量铺底资金流出，公司经营活动现金流量净额波动较大，公司偿债能力的未来变化依赖于行业景气度能否企稳回升，以修复盈利与经营性现金流；在建项目能否按预期投产并实现效益，从而增强盈利能力。公司经营活动现金流入量对本次债券发行后的长期债务覆盖程度较强，本次债券设有转股价格下修、有条件赎回等条款，未来存在一定转股可能。若成功转股，可直接补充公司资本金，降低财务杠杆，对本次债券的保障能力有望增强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司产能扩建与战略实施，公司生产和经营规模有望扩大，盈利水平有望提高，信用水平有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司竞争优势凸显，销量和市场占有率明显提高，销售收入和利润总额大幅增长；公司资本实力显著提升；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：下游需求持续减弱，募投项目收益不达预期，公司业绩大幅下降；研发产出不及预期导致市场竞争力下降，盈利能力显著弱化；资产流动性严重减弱，债务规模大幅攀升，偿债能力明显下降；公司重要股东或实际控制人发生变更，对公司的经营和融资构成不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- 公司在国内聚醚行业内具有较高的品牌知名度。公司的核心技术主要应用于 POP 产品；陆续推出了牌号 LHS-50、LHS-100、LHS-200、LHH-500L、LPOP-36/30 等 POP 产品，截至 2025 年 11 月末，公司已形成年产百万吨级聚醚总产能，在国内聚醚行业内具有较高的品牌知名度。2024 年度，公司聚醚总销量为 65.62 万吨，在同期国内聚醚行业消费总量中排名靠前。
- 2022—2024 年，公司营业总收入大幅增长，利润总额波动增长。2022—2024 年，公司通过技改扩产，营业总收入持续增长，年均复合增长 33.24%，利润总额分别为 1.50 亿元、2.90 亿元、1.93 亿元，年均复合增长 13.47%。
- 公司债务负担很轻，偿债指标表现非常好。2022 年—2025 年 9 月，公司债务规模随投资增长而上升，截至 2025 年 9 月末，其资产负债率（34.01%）和现金短期债务比（2.60 倍）等关键指标仍处于健康水平。2022—2024 年，公司 EBITDA 对利息的覆盖倍数非常高，为应对当前行业波动提供了充足的财务缓冲。

关注

- **聚醚行业竞争持续加剧，公司盈利空间收窄。**2022—2024 年，尽管上游主要原材料环氧丙烷价格下跌，但公司聚醚产品价格受行业竞争持续加剧影响，价格下修幅度较大，公司综合毛利率波动下降，盈利空间收窄。
- **原材料集中采购与短期支付压力。**公司主要原材料采购金额占采购总额的比重均在 90%以上，且采购集中于环氧丙烷等少数几种大宗商品，采购集中度较高，价格波动风险敞口大，2025 年以来，公司应付票据规模显著增加，短期支付压力上升。
- **需关注未来产能的持续释放情况；募投项目收益不达预期的风险。**截至 2025 年 11 月末，公司聚醚多元醇年产能增长至百万吨，产能尚未完全释放。公司于 2024 年投产的 4 万吨/年聚酰胺树脂项目，因产能爬坡阶段，毛利率为负。同时，公司正处于大规模资本开支周期，在建及拟建项目总投资额大。然而，公司同期经营活动现金流量净额持续萎缩，不能覆盖投资支出，形成资金缺口。2026 年，公司规划本次债券募投项目暨端氨基聚醚总产能提升至 14 万吨/年，拟建年产 20 万吨环保型聚醚系列产品建设项目，需关注未来产能的持续释放情况。若本次债券募投项目不能够顺利实施、生产线未能按期达到可以使用状态、产能消化不及预期，或者投产时假设因素、市场环境等发生了重大不利变化，需关注募投项目收益不达预期的风险。

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	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	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	盈利能力	4
			现金流量	3
			资产质量	3
		资本结构		3
		偿债能力		1
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
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：不适用。

外部支持变动说明：不适用。

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。

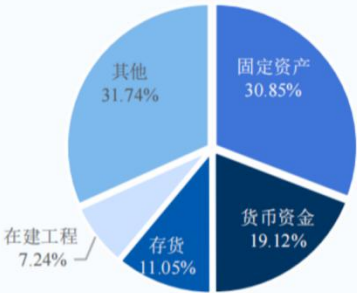
主要财务数据

合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
现金类资产（亿元）	7.71	9.73	9.29	9.78
资产总额（亿元）	19.02	26.45	32.32	35.77
所有者权益（亿元）	16.34	18.44	19.19	23.61
短期债务（亿元）	0.01	1.77	3.42	3.76
长期债务（亿元）	0.00	2.72	4.91	3.01
全部债务（亿元）	0.01	4.49	8.33	6.76
营业总收入（亿元）	31.68	50.21	56.24	44.55
利润总额（亿元）	1.50	2.90	1.93	1.13
EBITDA（亿元）	1.95	3.42	2.65	--
经营性净现金流（亿元）	2.12	2.37	0.79	0.34
营业利润率（%）	6.51	7.46	3.91	4.08
净资产收益率（%）	7.77	13.45	8.93	--
资产负债率（%）	14.10	30.30	40.63	34.01
全部债务资本化比率（%）	0.04	19.60	30.27	22.27
流动比率（%）	401.59	263.96	204.30	208.72
经营现金流流动负债比（%）	79.07	44.69	9.57	--
现金短期债务比（倍）	*	5.48	2.71	2.60
EBITDA 利息倍数（倍）	*	62.45	12.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	*	1.31	3.14	--

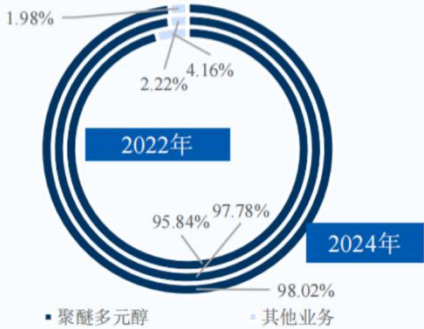
公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
资产总额（亿元）	18.99	26.18	29.87	/
所有者权益（亿元）	16.33	18.48	19.29	/
全部债务（亿元）	0.01	3.95	6.58	/
营业总收入（亿元）	31.68	50.21	56.23	/
利润总额（亿元）	1.49	2.98	2.03	/
资产负债率（%）	14.01	29.42	35.42	/
全部债务资本化比率（%）	0.04	17.62	25.44	/
流动比率（%）	426.95	299.03	280.07	/
经营现金流流动负债比（%）	44.59	27.50	5.61	/

注：1. 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；2. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3 “—”表示数据无意义或不适用，“/”表示数据未获取到，“*”表示数据过大或过小；4. 2025 年三季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

2024 年底公司资产构成



公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



主体评级历史：无

评级项目组

项目负责人：刘薇 liuwei@lhratings.com

项目组成员：张乾 zhangqian@lhratings.com

刘薇
张乾

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、主体概况

山东隆华新材料股份有限公司（以下简称“公司”）前身是山东隆华化工科技有限公司（以下简称“隆华有限”），成立于 2011 年 3 月，初始注册资本 1800.00 万元。2015 年 12 月 22 日，公司更名为现名。后历经数次股权变更及增资扩股。2021 年 11 月，公司在深圳证券交易所上市，股票简称“隆华新材”，股票代码为“301149.SZ”，发行后总股本 43000 万元。截至 2025 年 9 月末，公司第一大股东韩志刚持股 33.99%，第二大股东韩润泽持股 18.24%，合计持股 52.23%。公司实际控制人为韩志刚和韩润泽父子。截至 2025 年 9 月末，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）未发现上述股东质押公司股份。

公司主营业务为聚醚及聚酰胺树脂的研发、生产与销售。按照联合资信行业分类标准划分，适用于化工企业信用评级方法。

截至 2024 年底，公司在职员工合计 590 人；合并范围内子公司共 2 家。公司组织架构详见附件。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 32.32 亿元，所有者权益 19.19 亿元；2024 年，公司实现营业总收入 56.24 亿元，利润总额 1.93 亿元。截至 2025 年 9 月底，公司合并资产总额 35.77 亿元，所有者权益 23.61 亿元（含少数股东权益 3.19 亿元）；2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 44.55 亿元，利润总额 1.13 亿元。

截至 2025 年 9 月底，公司注册地址：山东省淄博市高青县潍高路 289 号。公司法定代表人：张萍。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1 本次可转换公司债券概况¹

公司本次拟发行证券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“本次债券”“本次可转换公司债券”或“本次可转债”）。本次债券及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所创业板上市。本次债券募集资金总额不超过 9.60 亿元（含），具体发行规模由公司股东会授权公司董事会（或其授权人士）在上述额度范围内确定。本次债券期限为自发行之日起 6 年，本次可转债的发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）。本次债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的本次债券本金并支付最后一年利息。本次债券转股期限自债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。本次债券无担保。

本次债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃优先配售权。

（1）转股条款

初始转股价格的确定依据

本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东会授权公司董事会（或其授权人士）在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式

在本次发行之后，当公司发生配股、增发、送股、派息、分立、减资及其他原因引起公司股份变动的情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；增发新股或配股： $P1=(P0+A \times k)/(1+k)$ ；上述两项同时进行： $P1=(P0+A \times k)/(1+n+k)$ ；派送现金股利： $P1=P0-D$ ；上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A \times k)/(1+n+k)$ ；其中： $P0$ 为调整前转股价， n 为派送股票股利或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后转股价。当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在深圳证券交易所网站和符合中国证监会规定条件的信息披露媒体上刊登相关公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后、转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况

¹ 具体条款请以山东隆华新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案为准

按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次可转债持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门和深圳证券交易所的相关规定来制订。

转股价格向下修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如公司决定向下修正转股价格时，公司将在符合条件的上市公司信息披露媒体上刊登相关公告，公告修正幅度、股权登记日和暂停转股期间（如需）等相关信息。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，且为转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东会授权董事会（或由董事会授权人士）根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司股东会授权的董事会（或其授权人士）有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时。当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$ ，其中 IA：指当期应计利息；B：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；i：指可转换公司债券当年票面利率；t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）回售条款

有条件回售条款

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生配股、增发、送股、派息、分立、减资及其他原因引起公司股份变动的情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度，可转换公司债券持有人可在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

在本次债券存续期间内，若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会或深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次债券持有人持有的将回售的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度回售日止的实际日历天数（算头不算尾）。

公司将在回售条件满足后披露回售公告，明确回售的期间、程序、价格等内容，并在回售期结束后披露回售结果公告。

2 本次债券募集资金用途

本次债券拟募集资金总额不超过 9.60 亿元（含），在扣除发行费用后实际募集资金净额将用于投资以下项目。

图表 1•本次可转换公司债券拟募投项目情况

序号	项目名称	预计总投入金额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）	预计产能
1	端氨基聚醚技改项目	2.00	2.00	14 万吨/年
2	8 万吨/年端氨基聚醚项目(二期)	3.00	2.00	
3	年产 20 万吨环保型聚醚系列产品建设项目	6.00	5.60	20 万吨/年
合计	--	11.00	9.60	--

注 1.公司“8 万吨/年端氨基聚醚项目”系分二期建设，其中一期设计产能为 4 万吨/年，已于 2024 年 5 月建设完毕。上表“端氨基聚醚技改项目”系对前述一期项目的技改，计划扩产 6 万吨/年产能至 10 万吨/年产能；二期设计产能为 4 万吨/年，拟使用募集资金进行投资建设。“端氨基聚醚技改项目”及“8 万吨/年端氨基聚醚项目”全部达产后，公司端氨基聚醚总产能将提升至 14 万吨/年。
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

本次募集资金投资项目由公司本部实施，募集资金到位后，公司将根据本次拟投资项目的轻重缓急陆续投入使用。若拟投资项目所需投入资金超出募集资金金额，超出部分由公司通过自有或自筹方式解决。本次募集资金到位前，公司可根据生产经营需要择机推进项目建设，如公司已使用自有或自筹资金先期投入，则待募集资金到位后使用募集资金予以置换先期投入资金。

本次债券募投项目建设地点均位于山东省淄博市，项目总投资 11.00 亿元。项目主要投资内容包括建筑工程费、设备购置费、安装工程费、工程建设其他费用、预备费、铺底流动资金等必要投资。其中，“端氨基聚醚技改项目”及“8 万吨/年端氨基聚醚项目”全部达产后，公司端氨基聚醚总产能将提升至 14 万吨/年。

若本次债券募投项目不能够顺利实施、生产线未能按期达到可以使用状态、产能消化不及预期，或者投产时假设因素、市场环境等发生了重大不利变化，需关注募投项目收益不达预期的风险。

三、宏观经济与政策环境分析

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）》。

四、行业分析

公司的主营业务为聚醚及聚酰胺树脂的研发、生产与销售。

1 产业链概况

聚醚上游主要原材料环氧丙烷供应充足，聚醚下游应用广泛，近年环氧丙烷价格波动下降，叠加聚醚行业竞争加剧，传导至下游聚醚价格波动下降。

聚醚的主要原料是环氧丙烷（PO），其产能及价格波动对聚醚生产成本影响较大。近年来，中国 PO 产能快速增长，为聚醚生产提供了充足的原料保障。聚醚多元醇是合成聚氨酯的主要原料，终端下游应用领域主要集中软体家具、汽车和冰箱冰柜等领域，并不断拓展新领域，如新能源汽车对轻量化材料的需求，增加了聚醚在汽车座椅、内饰件等方面的应用；在建筑领域，高性能减水剂用聚醚是增长最快的细分市场之一；风电与可再生能源中特种聚醚（如聚醚胺）是风电叶片环氧树脂固化剂的关键材料。

图表 2•聚醚上下游产业链



资料来源：隆众资讯

近年来环氧丙烷价格呈现波动下降趋势，叠加聚醚行业竞争加剧，传导至下游聚醚价格波动下降。

图表 3-1•近年山东环氧丙烷价格走势



资料来源：隆众资讯

图表 3-2•近年聚醚多元醇价格走势（单位：元/吨）

价格	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	五年复合增长率
软泡华东	12812	17026	10498	9867	8911	-8.7% ↓
软泡 POP 华东	11824	15886	11631	10607	9987	-4.1% ↓
高回弹华东	13149	17189	11045	10265	9505	-7.8% ↓
弹性体华东	13526	17497	10733	10293	9465	-8.5% ↓
硬泡山东	10326	13527	9459	9128	8638	-4.4% ↓

资料来源：隆众资讯

2 产能分布与行业竞争

中国聚醚产能在全球总产能中占比约一半，受新建产能快速增加及下游需求增速放缓影响，国内整体产能利用率不足；行业集中度不断提升。

全球聚醚多元醇产能主要集中在北美、西欧、中国及其他亚洲地区²，而中国产能已经升至全球首位，是重要的市场参与者。2020—2024 年，中国聚醚多元醇新增产能约 296 万吨，年均复合增速高达 10.3%，截至 2024 年底，中国产能达到 912 万吨，占全球总产能（1634.4 万吨/年）比重超过 55%；中国聚醚行业总产量约 555 万吨，产能利用率约 60.86%³，开工率不足。国内消费量约 408 万吨，下游需求保持增长趋势，增速放缓；2024 年，中国出口聚醚量约 168 万吨，进口聚醚量约 28 万吨，出口量持续增加，进口量持续减少。

生产工艺方面，聚醚的生产本质是环氧丙烷（PO）和/或环氧乙烷（EO）等环氧化物在起始剂和催化剂作用下的开环聚合反应。中国聚醚多元醇企业绝大部分采用 KOH、DMC(双金属氰化络合物)两种主流催化工艺并存。其中，KOH 催化工艺成熟、产品分子分布窄但需要后处理，广泛用于小分子、高回弹、慢回弹等产品。DMC 催化工艺是当前聚醚技术发展的主流方向。它能生产不饱和度极低（<0.01mmol/g）的优质聚醚，分子量分布窄，从而赋予聚氨酯制品更好的机械性能。此外，DMC 催化工艺的“简化后处理”特性，使其在环保和成本上具有巨大优势，是产业升级的重点，现阶段软泡聚醚、CASE 类聚醚更多采用 DMC 工艺。

中国头部企业也在不断研发新的生产工艺如生物基聚醚、CO₂基聚醚等。其中生物基聚醚是利用蓖麻油、大豆油等可再生资源作为起始剂，减少对石油的依赖。CO₂基聚醚利用二氧化碳（CO₂）作为原料部分替代 PO，与环氧化物共聚生成聚醚多元醇。这不仅能够降低成本，还能实现碳资源的循环利用。中国长华化学等企业正在该领域进行产业化布局。此外企业通过改进反应器设计（如环管反应器）、应用先进过程控制系统（APC）和智能制造技术，可实现生产过程的精准控制和效率提升。

国外聚醚主要厂商包括巴斯夫(BASF)、陶氏(Dow)、科思创(Covestro)；国内聚醚产能较大的企业有万华化学、隆华新材（公司）、长华化学等，行业集中度不断提升。

图表 4 中国/全球聚醚多元醇头部生产企业概况

企业	2024 年产能	2024 年营业收入 (亿元)	下游应用	中国生产基地	海外基地	在建项目
万华化学集团股份有限公司，简称“万华化学”，600309.SH	2024 年 5 月，特种聚醚项目投产，聚醚多元醇总产能约 159 万吨/年，是聚氨酯产业另一关键原料。产业链长。聚氨酯项目产能 650 万吨/年（包括 MDI 项目 380 万吨/年、TDI 项目 111 万吨/年、聚醚项目 159 万吨/年），产能利用率 88%	1820.69	供应全球家电、家居、汽车、涂料等下游行业。	推测：烟台工业园、福建工业园、宁波工业园	--	福建第二套 33 万吨 TDI/年，2025 年 5 月已投产
公司	DMC 或 KOH 催化剂法，聚醚产能 79.25 吨/年	56.24	汽车内饰、软体家具等生产企业	山东淄博高青县	--	在建聚醚产能 33 万吨/年，于 2025 年 11 月投产，公司聚醚总产能百万吨（未加权）
长华化学科技股份有限公司，简称“长华化学”，301518.SZ	软泡用 PPG、CASE 用聚醚及特种聚醚，采用间歇或连续工艺，产能 12 万吨，产能利用率 81.40%。POP（聚合物多元醇）采用连续法工艺产能 32 万吨，产能利用率 70.45%。以二氧化碳为原料的新型聚醚多元醇工艺为公司核心创新方向，具备国际先进水平	30.50	汽车内饰、软体家具等生产企业	集中于张家港江苏扬子江国际化学工业园	--	2025 年 12 月投产后，将新增 30 万吨/年聚醚多元醇产能，位于连云港生产基地。二氧化碳聚醚 8 万吨
山东一诺威聚氨酯股份有限公司，简称“一诺威”，920261.BJ	推测聚醚产量约 30 万吨（板块毛利率 6.67%），未包含自用部分；聚醚下游聚氨酯产能 92.3 万吨，产能利用率 66.11% ⁴	68.57	轻工、建筑、机械、纺织、冶金、运输、水利、印刷、医疗器械、石化、矿山、体育	山东、上海	--	20 万吨/年低碳环保型硬质聚氨酯组合聚醚项目
陶氏(Dow)	推测约 80 万吨	--	如建筑密封胶、电子胶	张家港	比利时、荷兰、西班牙、德国	专注于通过材料科学创新，推出更高性能的 DOWSIL™终端产品

资料来源：联合资信根据各企业年报整理

² 2024 年全球聚醚多元醇总产能 1634.4 万吨/年，主要产区集中在中国、欧洲、北美及除中国外的东南亚国家或地区，欧洲地区总产能 249.2 万吨/年，占比 15%左右；北美地区总产能 199.6 万吨/年占比 12%；东北亚主要是日韩装置为主，中国台湾科思创及陶氏装置产能小并且逐步关停，总产能计在 108.3 万吨/年，占比 6.6%；东南亚区域主要包含新加坡、泰国以及印度装置，总产能 102.8 万吨/年占比 6.3%。

³ 未年化。

⁴ 计算产能利用率时的产量为最终产成品的产量，不包含各公司用于进一步生产领用的产品（如聚醚、聚酯）的自用量。

3 行业政策及展望

未来聚醚行业价格有望回暖，产品结构优化升级，行业整合与集中度提升，技术迭代与创新加速。

中国的《精细化工产业创新发展实施方案》明确将聚氨酯列为重点发展方向，并鼓励发展水性、无溶剂等环境友好型产品，这直接引导着聚氨酯上游聚醚行业的绿色升级。短期随着传统需求旺季的到来以及出口市场的持续拉动，聚醚价格有望保持回暖态势。但企业仍需密切关注原料环氧丙烷的价格波动和海外贸易政策的变化。长期，行业将持续向高性能、高附加值的特种聚醚（如用于风电的聚醚胺、用于高性能减水剂的聚醚）转型。同时，绿色生产技术（如二氧化碳聚醚）也是未来的研发重点。在行业竞争加剧的背景下，行业洗牌加速，技术落后、规模小的企业将面临淘汰，而具备一体化优势和核心技术的头部企业将进一步壮大。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司聚醚多元醇产能规模较大，产能利用率有待进一步提升。

公司是国内聚醚领域的主要生产企业，采用传统 DMC 或 KOH 催化剂法生产聚醚系列产品，聚醚产品涵盖聚合物多元醇（简称“POP”，亦称接枝聚醚）、CASE 用聚醚、端氨基聚醚及通用软泡聚醚等系列。公司的核心技术主要应用于 POP 产品，陆续推出了牌号 LHS-50、LHS-100、LHS-200、LHH-500L、LPOP-36/30 等 POP 产品，在国内聚醚行业内具有较高的品牌知名度。2022—2024 年，公司不断通过对装置技术改造的方式进行产能扩充。其中，2022 年 6 月公司在原有聚醚产能 36 万吨/年的基础上新增产能 36 万吨/年，2023 年拆除聚醚老旧产能 10 万吨/年，2024 年 5 月上旬建成端氨基聚醚一期产能 4 万吨/年，2024 年 8 月末新增聚醚产能 31 万吨/年，2025 年 11 月下旬新增聚醚产能 33 万吨/年。截至 2025 年 11 月末，公司聚醚多元醇年产能达百万吨，规模较大，但产能仍处于爬坡阶段，随着产能逐步释放，公司产品单位成本有望进一步降低，市场主要参与者的地位有望进一步巩固并提升。

2 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和较丰富的管理经验；员工以生产人员为主，整体受教育程度一般，能够满足日常经营需求。

截至 2025 年 9 月底，公司拥有董事 6 人（其中独立董事 2 人），高级管理人员 4 人。

韩志刚先生，1970 年 11 月生，大专学历，2001 年 5 月至 2015 年 10 月历任山东隆信控股集团有限公司执行董事、经理、监事、董事；2003 年 8 月至 2016 年 2 月任淄博隆信经贸有限公司监事；2004 年 10 月至 2015 年 6 月任淄博元齐生物科技有限公司董事；2005 年 5 月至 2010 年 4 月任山东隆信药业有限公司董事长；2008 年 5 月至 2014 年 9 月任山东隆盛和助剂有限公司董事；2011 年 5 月至 2013 年 5 月任隆华有限执行董事兼总经理；2013 年 5 月至 2015 年 11 月任隆华有限总经理；2015 年 11 月至今任公司董事长。韩志刚先生现兼任淄博市第十五届、第十六届人大代表。

张萍女士，1982 年 10 月生，2012 年 2 月至 2012 年 6 月任公司财务会计；2012 年 7 月至 2014 年 1 月任公司采购经理；2014 年 2 月至 2018 年 11 月任公司销售经理；2018 年 12 月至 2021 年 12 月任公司销售总监。2021 年 12 月至今任公司董事、总经理。

公司员工以生产人员为主，整体受教育程度一般，能够满足日常经营需求，技术人员稳定性尚可。公司人员构成情况如下表所示。

图表 5•公司人员构成情况

2024 年末			
岗位类别	数量（位）	教育程度	数量（人）
生产人员	329	硕士及以上	5
销售人员	87	本科	93
技术人员	67	大专	337
财务人员	14	高中及以下	155
行政人员	93		
合计	590	合计	590

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370300571684282M），截至 2026 年 3 月 11 日，公司本部存在 3 笔已结清的关注类信贷记录，未结清信贷信息中无关注类、不良类信贷记录。

截至查询日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单；联合资信未发现公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统存在重大不利记录。

六、管理分析

1 法人治理

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东会、董事会，建立了较为完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

根据《山东隆华新材料股份有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”），股东会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事，决定有关董事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告等。

根据《公司章程》，公司设董事会，对股东会负责。公司董事会由 6 名董事组成，其中股东代表董事 3 名，独立董事 2 名，职工代表董事 1 名。公司设董事长 1 人，可以设副董事长 1 人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生，董事由股东会选举或更换，并可在任期届满前由股东会解除其职务，任期 3 年。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东会，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案。

根据《公司章程》，公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

公司董事会设置审计委员会，行使《公司法》规定的监事会的职权。审计委员会成员为 3 名，为不在公司担任高级管理人员的董事，其中独立董事 2 名，由独立董事中会计专业人士担任召集人。审计委员会成员中，独立董事应过半数。董事会成员中的职工代表可以成为审计委员会成员。审计委员会负责审核公司财务信息及其披露、监督及评估内外部审计工作和内部控制。

2 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度，内部控制制度能适应公司发展需要。

公司根据部门设置制定了内部管理制度，以规范公司内部管理工作。

生产方面，公司制定了安环管理制度，明确了安全管理处罚、防爆区域安全管理、隐患排查管理；技术管理制度包括原材料进厂验收规定、检验和试验管理规定、质检留样管理规定；设备管理等制度等。

企业管理方面，公司制定了《股东会议事规则》《董事会议事规则》《监事会议事规则》《独立董事工作细则》等相关制度及规则，有利于保证公司各机构依法行使职权以及经营管理工作的顺利进行。

信息披露及内幕信息管理方面，公司明确规定了信息披露的基本原则和内容、信息披露相关人员及其职责、信息披露流程、内幕信息及知情人的范围等相关管理制度，有利于提高公司信息披露管理水平和信息披露质量，加强内幕信息保密工作，维护信息披露的公平原则，促进公司依法规范运行，保护投资者的合法权益。

对外担保方面，公司明确股东会、董事会关于对外担保事项的审批权限，以及违反审批权限和审议程序的责任追究机制。公司对外担保应尽可能要求对方提供反担保，谨慎判断反担保提供方的实际担保能力和反担保的可执行性。公司为控股股东、实际控制人及其关联方提供担保的，控股股东、实际控制人及其关联方应当提供反担保。

关联交易方面，公司明确划分了公司董事会、股东会对关联交易事项的审批权限，规定了关联交易事项的审批程序和关联人回避表决等制度，有利于规范公司及控股子公司与公司关联人之间的关联交易决策程序，防止关联交易损害公司及中小股东的利益。

公司建立了独立的财务核算体系，及较为规范的财务会计制度。公司及其控股子公司均独立建账，并按公司制定的内部会计管理制度对其发生的各类经济业务进行独立核算。

七、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，综合毛利率波动下降，利润总额波动增长。2025 年前三季度，公司营业总收入和综合毛利率均同比增长，利润总额同比大幅下降。

公司主营业务为生产和销售聚醚多元醇，占到营业总收入的 90%以上。2022—2024 年，公司持续技改扩产，营业总收入持续增长，年均复合增长 33.24%。

从毛利率来看，公司于 2022 年技改新增产能 36 万吨，2023 年拆旧产能 10 万吨，2024 年氨基聚醚一期 4 万吨及 31 万吨聚醚相继投产，因产能爬坡阶段，故产品单位成本较高；叠加聚醚行业市场竞争激烈，销售价格下降；2023 年产品市场需求反弹，利润空间扩大，综上，公司近三年综合毛利率波动下降。2022—2024 年，公司利润总额分别为 1.50 亿元、2.90 亿元、1.93 亿元，波动增长，年均复合增长 13.47%。

图表 6•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 1-9 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 (%)
聚醚多元醇、聚酰胺树脂	30.36	95.84	6.55	49.10	97.78	7.38	55.13	98.02	3.84	43.73	98.15	4.11
其他业务	1.32	4.16	9.10	1.11	2.22	17.59	1.11	1.98	15.38	0.82	1.85	--
合计	31.68	100.00	6.65	50.21	100.00	7.61	56.24	100.00	4.07	44.55	100	4.23

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. “其他业务”主要为原材料出售业务等
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

2025 年 1—9 月，公司新增聚酰胺树脂收入 0.11 亿元，因产能爬坡阶段，产量、销量和收入均较少，因单位成本较高，该产品毛利率为负；同期公司实现营业总收入同比增长 2.93%；实现利润总额 1.13 亿元，同比下降 28.22%；综合毛利率同比增加 0.29 个百分点。

2 业务经营分析

（1）原材料采购

2022—2024 年，公司上游采购集中度高，环氧丙烷占采购总额的比重较高，价格波动风险敞口大；公司主要原材料采购价格随行就市。

2022—2024 年及 2025 年前三季度，公司向前五大供应商采购中环氧丙烷占采购总额的比重较高。公司通过谈判、询比价锁定价格，结算方式/账期主要为电汇/预付一周、银行承兑汇票/6 个月；公司向前五大供应商采购金额占采购总额的比重在 50%以上，采购集中度高。公司不存在向单个供应商采购比例超过采购总额 50%或严重依赖于少数供应商的情形。

2022—2024 年及 2025 年前三季度，公司主要原材料采购价格随行就市，公司主要原材料采购总支出持续增加，前五大采购集中度波动系公司采购量增加，需要更多的供应商满足采购量，新供应商产能投放，为公司提供更多的采购渠道。公司采购模式主要为“以产定购”。公司与主要供应商每年签订框架协议，正式采购前签订具体订单合同；其他采购商为一单一签。

图表 7•公司主要原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—9 月	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
环氧丙烷	18.09	69.27	31.38	71.3	37.99	69.31	28.10	66.71
苯乙烯	3.76	14.41	5.89	13.38	7.11	12.97	5.59	13.27

丙烯腈	1.93	7.40	2.84	6.45	3.92	7.15	3.12	7.42
环氧乙烯	1.16	4.45	2.43	5.52	3.67	6.7	3.11	7.38
合计	24.94	95.53	42.53	96.65	52.69	96.13	39.93	94.79

注：尾差系数据四舍五入所致；“占比”是占采购总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

2022—2024 年及 2025 年前三季度，主要原材料采购金额占公司采购总额的比重均在 90%以上，因此公司盈利受原材料价格影响很大。为规避原材料价格波动风险，公司采购订单和销售订单期限基本匹配，但在原材料价格低谷时，公司也会囤货降低成本。

（2）生产与销售

2022—2024 年，公司产能增长，生产负荷处于行业均值以上水平，产销率基本维持在 90%以上。公司下游客户较为分散。

公司现有 8 个生产车间，公司核心员工具备多生产线操作能力，可根据市场需求在不同车间灵活调配，会备 10 天左右安全库存。

近三年公司有拆旧或建新产能项目发生，2022—2024 年，公司产能增长，聚醚多元醇产量和销售量均持续增加；2023 年以来公司生产负荷处于行业均值以上水平，产销率基本维持在 90%以上。受聚醚多元醇市场竞争加剧的影响，公司产品销售均价持续下降。2024 年 11 月至 2025 年前三季度，公司一期 16 万吨/年尼龙 66 项目中年产 4 万吨生产项目在调试、试生产期间有少量产品产出，目前尚处于产能爬坡阶段。

图表 8•公司聚醚多元醇、聚酰胺树脂产能、产销情况（单位：万吨、万元/吨）

聚醚多元醇项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
产能	57.00	72.00	79.25	72.75
产量	29.91	54.23	66.94	58.20
销量	29.61	54.16	65.62	57.51
库存量	1.34	1.42	2.81	2.95
产销率	99.00%	99.87%	98.03%	98.81%
销售均价	1.03	0.91	0.84	0.76
聚酰胺树脂项目				
产能	--	--	1.00	3.00
产量	--	--	0.01	0.10
销量	--	--	--	0.08
产销率	--	--	--	80.00%
销售均价	--	--	--	1.38

注：尾差系四舍五入所致，上述产能按照项目投产月份进行年度加权计算，聚醚产量不包含端氨基聚醚副产氨水的产量
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

销售模式方面，公司主要采用“先款后货”的销售模式。公司在订单签订后收取定金，以保证订单的顺利执行。公司执行严格的信用政策，仅对于少数信誉度较高或稳定合作的优质客户综合考虑其资质、合作情况及销售规模等因素，给予一定信用额度及信用期。结算方式主要为电汇/银行承兑汇票。

客户集中度方面，2022—2024 年，公司前五大客户销售金额占当年营业总收入比重较低，不存在最大单一客户超过 10%的情况，下游客户较为分散；2025 年前三季度公司存在最大单一客户销售占比超过 10%的情况，系该客户采购公司聚醚出口量增加所致。

海外市场

公司海外收入主要通过上海、浙江分公司及本部完成。截至 2025 年 9 月末，公司在东南亚、南亚、东欧等地区拥有重要客户群体。此外在美国、巴西、印度、俄罗斯、伊朗等地也有少量客户⁵。

⁵ 公司海外贸易政策风险主要有美国高关税；巴西、印度两个国家对原产地中国的聚醚反倾销调查；公司目前出口到上述国家的占比极低。其他出口国家基本不存在上述贸易政策风险。

3 经营效率

2022—2024 年，公司整体经营效率尚可。

从经营效率指标看，2022—2024 年，公司销售债权周转次数分别为 25.67 次、25.81 次和 22.39 次；存货周转次数分别为 13.36 次、20.75 次和 17.72 次；总资产周转次数分别为 1.74 次、2.21 次和 1.91 次。公司总资产周转率和存货周转率处于行业一般水平，应收账款周转率处于行业较高水平。

图表 9•2024 年同行业经营效率比较（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
920261.BJ	一诺威	40.19	21.99	2.84
600309.SH	万华化学	16.97	6.82	0.67
301518.SZ	长华化学	18.63	21.62	1.75
301149.SZ	隆华新材	83.37	17.72	1.91

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

4 未来发展

截至 2025 年 9 月底，公司重要在建项目未来存在一定的资金支出压力。

截至 2025 年 9 月底，公司重要在建项目尚需投资金额较大。公司重要在建项目未来存在一定的资金支出压力。

图表 10•截至 2025 年 9 月底，除本次可转债募投项目外，公司重要在建项目情况

在建				
项目名称	在建工程余额	资金来源	累计投入	项目进度
一期 16 万吨/年尼龙 66 项目	2.26 亿元	其他	固定资产、在建工程、无形资产合计 5.51 亿元	一期 16 万吨/年尼龙 66 项目中年产 4 万吨生产装置于 2024 年 11 月投产，于 2025 年 9 月部分转固，年产 8 万吨预计 2026 二季度完工
年产 33 万吨聚酯多元醇扩建项目	0.79 亿元	其他	0.79 亿元	已于 2025 年 11 月建成投产
合计	3.05 亿元	--	--	--

资料来源：联合资信根据子公司财务报告、Wind 及公司提供资料整理

公司一期 16 万吨/年尼龙 66 项目中的年产 4 万吨生产项目在调试、试生产期间有少量产品产出，尚处于产能爬坡过程，因此 2025 年前三季度聚酰胺树脂销量和收入较少。

未来，公司将聚焦产业升级、深耕新材料领域，通过提高项目建设水平，提升工艺装备自动化水平，积极进行产能升级和产品结构调整，加速完成产业布局，快速形成规模优势。在聚氨酯领域，公司将延链扩链、一体化发展。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年三季度财务报表未经审计。

公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。公司 2024 年财务报告已按照《企业会计准则解释第 17 号》，对“关于流动负债与非流动负债的划分”“关于供应商融资安排的披露”“关于售后租回交易的会计处理”三方面内容进行进一步规范及明确；按照《企业会计准则应用指南汇编 2024》《企业会计准则解释第 18 号》对保证类质保费用计入营业成本，不涉及前期财务数据追溯调整，执行该规定对公司报告期内财务报表无重大影响。

从合并范围来看，截至 2023 年底，公司合并范围内子公司共 1 家，较 2022 年底无变化。截至 2024 年底，公司合并范围较 2023 年底新增 1 家，期末合计 2 家子公司。2025 年前三季度公司合并范围较年初无变化。公司近年新设子公司对合并报表影响不大，财务数据可比性强。

1 资产质量

2022—2024 年底，公司固定资产增长较快，成新率较高，资产整体质量较高。

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 30.35%。截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 22.19%。其中货币资金、存货、固定资产占比均在 10%以上。

图表 11•公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底		2024 年 同比增量	2025 年 9 月底同比 增量
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)		
流动资产	10.77	56.60	13.98	52.85	16.81	52.01	18.95	52.98	2.83	2.14
货币资金	3.99	20.97	4.42	16.71	6.18	19.12	8.42	23.53	1.76	2.24
交易性金融资产	2.79	14.66	3.28	12.39	1.46	4.52	0.50	1.40	-1.82	-0.96
应收票据	0.00	0.00	1.61	6.08	1.02	3.15	0.86	2.40	-0.59	-0.16
应收账款	0.35	1.84	0.58	2.20	0.77	2.38	1.63	4.56	0.19	0.86
预付款项	0.13	0.67	0.63	2.37	0.86	2.65	1.84	5.13	0.23	0.98
存货	1.95	10.27	2.52	9.51	3.57	11.05	4.16	11.63	1.06	0.59
非流动资产	8.25	43.40	12.47	47.15	15.51	47.99	16.82	47.02	3.04	1.31
债权投资	1.32	6.94	1.47	5.54	0.62	1.92	0.11	0.32	-0.84	-0.51
固定资产（合计）	3.63	19.06	3.99	15.07	9.97	30.85	10.87	30.40	5.99	0.90
在建工程（合计）	0.78	4.13	4.25	16.07	2.34	7.24	3.36	9.40	-1.91	1.02
无形资产	0.79	4.13	2.06	7.80	2.04	6.32	2.01	5.62	-0.02	-0.03
资产总额	19.02	100.00	26.45	100.00	32.32	100.00	35.77	100.00	5.87	3.45

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

近三年，随着公司新建、技改项目陆续完工转固，固定资产持续增加，其中2024年末公司固定资产较上年底增长较快，主要系一期16万吨/年尼龙66项目、8万吨端氨基聚醚项目和31万吨/年聚醚装置改扩建项目按照进度完工转固所致。2024年末，公司固定资产主要为房屋建筑物、生产设备等，成新率为78.86%，处于较高水平。

公司上下游采购中多以现汇结算为主，近三年公司货币资金占比均较大；交易性金融资产主要为结构性存款；债权投资主要为大额存单。公司对少数客户给与一定账期，2024年末，应收账款前五大集中度较高，占同期应收账款余额比例超40%，应收账款坏账计提比例5%，账龄主要在1年以内。预付款主要为原材料预付款。公司在原材料价低时会囤货，各期末存货主要为库存商品和周转材料。

公司无形资产包括土地使用权和软件技术，2024 年末土地使用权账面价值 2.02 亿元。

截至 2024 年底，公司资产受限情况如下表所示，总体看，公司受限资产占资产总额的比重为 6.47%，占比很小。

图表 12•截至 2024 年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	0.07	涉诉冻结资金、外币交易保证金、土地复垦费用保证金
固定资产	1.63	贷款抵押
无形资产	0.39	贷款抵押
合计	2.09	--

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 9 月底，公司资产总额较上年有所增加，资产结构较上年底变化不大。

2 资本结构

(1) 所有者权益

2022—2024 年底，公司所有者权益规模持续增长，权益稳定性有待提升。

图表 13•公司主要权益情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底		2024 年同 比增量	2025 年 9 月底 同比增量
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)		
实收资本	4.30	26.31	4.30	23.32	4.30	22.41	4.30	18.22	0.00	0.00
资本公积	5.74	35.15	5.74	31.16	5.74	29.94	6.32	26.76	0.00	0.57
盈余公积	0.71	4.32	0.96	5.21	1.14	5.93	1.27	5.40	0.18	0.14
未分配利润	5.23	32.03	7.03	38.14	7.62	39.72	8.14	34.50	0.59	0.52
归属于母公司所有者权益合计	16.34	100.00	18.44	100.00	19.19	100.00	20.42	86.49	0.75	1.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.19	13.51	0.00	3.19
所有者权益合计	16.34	100.00	18.44	100.00	19.19	100.00	23.61	100.00	0.75	4.42

注：尾差系数数据四舍五入所致；

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022—2024 年底，公司所有者权益年均复合增长 8.36%，主要系利润累积所致。公司未分配利润占比较高，权益稳定性有待提升。

2025 年 9 月底，公司权益规模较上年底增长系少数股东对子公司山东隆华高分子材料股份有限公司增资，少数股东权益增加所致。

(2) 负债

2022—2024 年底，公司负债总额持续增长；公司有息债务规模不大，债务结构以短期债务为主，债务负担很轻。

2022—2024 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 121.32%，主要系技改、新建项目贷款增加，同时结合自身经营流动性需求调整短期债务融资规模。2022—2024 年末，公司应付账款整体呈增长态势，主要系应付设备、工程和材料款。

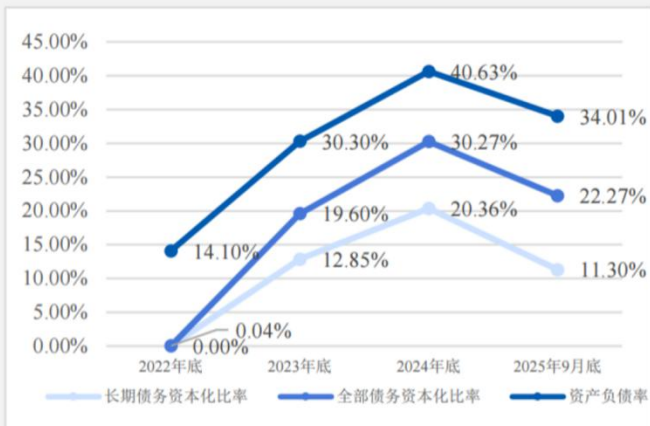
图表 14•公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底		2024 年同比 增量	2025 年 9 月底同比 增量
	金 额	占比 (%)	金 额	占比 (%)	金 额	占比 (%)	金 额	占比 (%)		
流动负债	2.68	100.00	5.30	66.07	8.23	62.65	9.08	74.63	2.93	0.85
短期借款	0.00	0.00	1.36	17.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.36	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.53	12.53	0.00	1.53
应付账款	0.82	30.53	1.32	16.42	2.42	18.46	2.20	18.06	1.11	-0.23
一年内到期的非流动负债	0.01	0.24	0.04	0.46	3.19	24.32	2.23	18.33	3.16	-0.96
合同负债	1.35	50.21	1.55	19.31	1.79	13.66	2.13	17.46	0.25	0.33
其他流动负债	0.14	5.23	0.54	6.73	0.41	3.13	0.65	5.36	-0.13	0.24
非流动负债	0.00	0.00	2.72	33.93	4.91	37.35	3.09	25.37	2.19	-1.82
长期借款	0.00	0.00	2.71	33.85	4.90	37.32	3.00	24.68	2.19	-1.90
负债总额	2.68	100.00	8.02	100.00	13.13	100.00	12.17	100.00	5.12	-0.97

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15•公司债务指标情况图表



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 16•公司债务构成情况（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，2022—2024 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 3511.90%。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 85.35%，短期债务占比波动下降；从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率均较上年大幅增长。2025 年 9 月底，公司归还银行到期债务，债务规模和杠杆水平下降明显。整体看，公司有息债务规模不大，债务负担很轻。

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，利润总额波动增长；公司盈利指标处于行业中等水平；公司盈利能力一般。

2022—2024 年，公司营业总收入及利润总额的具体分析详见本报告“七、经营分析”的“经营概况”部分。

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 9 月
营业总收入	31.68	50.21	56.24	44.55
营业成本	29.57	46.39	53.95	42.67
费用总额	0.67	0.85	0.94	0.88
其中：销售费用	0.25	0.32	0.33	0.29
管理费用	0.42	0.45	0.42	0.38
研发费用	0.09	0.11	0.17	0.15
财务费用	-0.09	-0.03	0.02	0.06
投资收益	0.09	0.07	0.12	0.08
利润总额	1.50	2.90	1.93	1.13
营业利润率（%）	6.51	7.46	3.91	4.08
总资本收益率（%）	7.77	10.98	6.69	--
净资产收益率（%）	7.77	13.45	8.93	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 18•2024 年同行业企业盈利指标比较（单位：%）

证券代码	证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
920261.BJ	一诺威	7.49	11.85	6.34
600309.SH	万华化学	6.48	14.22	16.16
301518.SZ	长华化学	3.40	4.06	4.31
301149.SZ	隆华新材	6.04	9.11	4.07

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

从期间费用看，2022—2024 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 17.98%。2022—2024 年，公司期间费用率分别为 2.12%、1.68% 和 1.67%。公司投资收益主为理财投资收益，规模很小；资产减值损失主要为存货跌价及合同履约成本减值损失和固定资产减值，信用减值损失主要为应收账款和其他应收款坏账损失。公司各项盈利指标有所波动，但从 2024 年同行业企业比较来看，公司盈利指标处于行业中等水平，盈利能力一般。

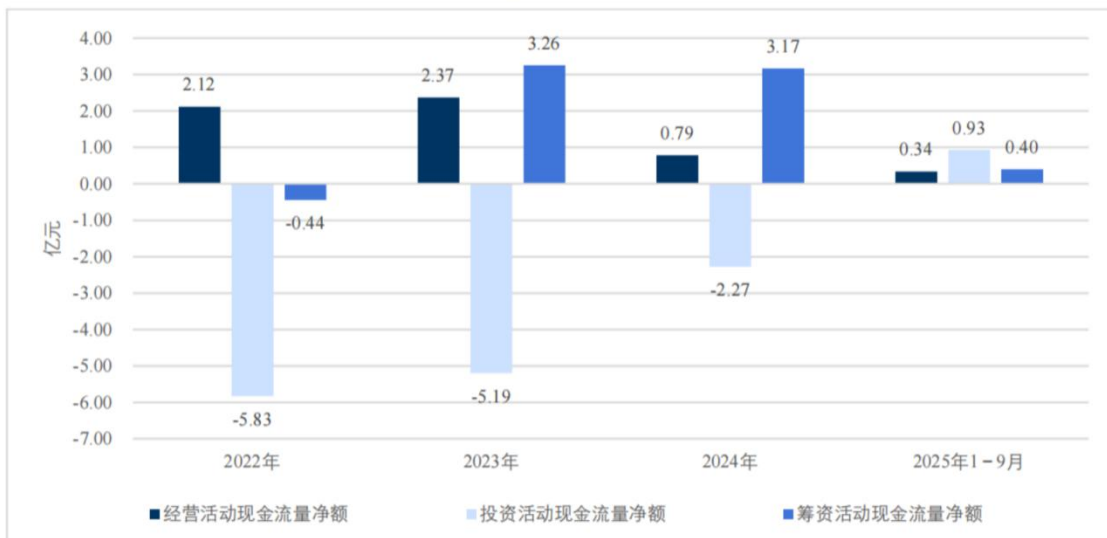
2025 年前三季度，公司营业总收入同比增长 2.93%，利润总额同比下降 28.22%，主要系期间费用同比增长 32.50%所致。

4 现金流

2022—2024 年，由于行业竞争加剧，公司虽产销增长较快，但盈利空间不断收缩，新项目投产前需大量铺底资金流出，公司

经营活动现金流量净额波动下降，不能满足投资活动净支出，公司存在一定筹资需求。

图表 19•公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，由于行业竞争加剧，公司虽产销增长较快，但盈利空间不断收缩，新项目投产前需大量铺底资金流出，公司经营活动现金流量净额波动下降。2022—2024 年，公司现金收入比分别为 109.75%、110.34%和 117.23%，持续增长，收入实现质量好。

从投资活动来看，2022—2024 年，公司投资活动现金流入分别为 7.18 亿元、6.13 亿元和 27.01 亿元，波动增长，年均复合增长 94.01%；投资活动现金流出分别为 13.00 亿元、11.32 亿元和 29.28 亿元，波动增长，年均复合增长 50.06%，投资活动现金流净流出规模持续减少系债权投资流入、流出规模较大扰动所致。

从筹资活动来看，2022—2024 年，公司筹资活动现金流入分别为 0.00 亿元、3.93 亿元和 5.66 亿元，持续增长；筹资活动现金流出分别为 0.44 亿元、0.67 亿元和 2.50 亿元，持续增长，年均复合增长 138.26%。

公司经营活动现金流量净额波动下降，不能满足投资活动净支出，公司存在一定筹资需求。

2025 年前三季度，公司经营活动现金流、投资活动现金流和筹资活动现金流均呈现净流入态势。

5 偿债指标

公司整体偿债指标表现非常好，或有负债风险很低，融资渠道较为畅通。

图表 20•公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
短期偿债指标	流动比率（%）	401.59	263.96	204.30	208.72
	速动比率（%）	328.71	216.45	160.88	162.91
	经营现金流动负债比（%）	79.07	44.69	9.57	--
	经营现金/短期债务（倍）	332.07	1.33	0.23	0.09
	现金短期债务比（倍）	*	5.48	2.71	2.60
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.95	3.42	2.65	--
	全部债务/EBITDA（倍）	0.00	1.31	3.14	--
	经营现金/全部债务（倍）	332.07	0.53	0.09	0.05
	EBITDA 利息倍数（倍）	*	62.45	12.21	--
	经营现金/利息支出（倍）	*	43.23	3.63	3.20

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“*”表示数据过大或过小

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2022—2024 年，公司流动比率和速动比率均持续下滑，经营活动现金流量净额波动下降，公司短期偿债指标下滑明显，但综合三年来看，短期偿债指标非常强。截至 2025 年 9 月末，公司短期偿债指标仍属非常强。需关注，2025 年以来，公司应付票据规模显著增加，短期支付压力上升。

从长期偿债能力指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 波动增长。2024 年，由于公司利润总额下降，EBITDA 同比下降 22.44%，公司 EBITDA 主要由折旧（占 20.56%）和利润总额（占 72.76%）构成。2022—2024 年，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力非常强。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现非常强。

需关注若行业持续下修，公司经营活动现金流净额对短期债务的覆盖倍数将持续减弱；经营活动现金流净额对全部债务的偿债能力持续下降。

对外担保方面，截至 2025 年 9 月底，联合资信未发现公司存在对外担保事项。

未决诉讼方面，截至 2025 年 9 月底，联合资信未发现公司作为被告存在重大未决诉讼或仲裁事项。

融资渠道方面，截至 2025 年 9 月底，公司共获得银行授信额度为 18.40 亿元，未使用额度约 12.04 亿元，间接融资渠道较为畅通；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

截至 2025 年 9 月末，公司本部是公司经营主体，主要财务指标分析可参考合并口径数据。

九、ESG 分析

公司 ESG 管理符合公司现阶段可持续发展要求。

环境方面，公司 2024 年以来在强化环境管理、节能减排降耗、绿色低碳运营等方面表现较好。2024 年，联合资信未发现公司发生重大环境污染事故，未发生因环境问题受到行政处罚的情况。

社会责任方面，公司纳税情况良好。公司在稳健经营、创造利润的同时，平衡经济、环境和社会三者的关系，在不断发展的同时，重视履行社会责任，通过不断对社会做贡献，充分体现企业的社会价值，提升企业的形象和认知度，进而提高企业的综合竞争力。

公司治理方面，详见本报告“六、管理分析”。

十、债券偿还风险分析

本次债券发行后，短期内公司资产负债率和债务负担加重；公司经营活动现金流入量对本次债券发行后的长期债务覆盖程度较强。考虑到本期债券设置有转股条款，若债券持有人转股，公司资本实力有望进一步增强，公司债务负担或将低于预测值，公司对本次债券的保障能力有望增强。

1 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行规模为不超过 9.60 亿元（含），按发行金额上限 9.60 亿元测算，分别是公司 2024 年底长期债务和全部债务的 1.96 倍和 1.15 倍，对公司现有债务结构有显著影响。以 2024 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 40.63%、30.27%和 20.36%上升至 54.23%、48.30%和 43.05%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2 本次可转换公司债券偿还能力

以 2024 年底的财务数据为基础，按本次债券发行额度上限（9.60 亿元）测算，本次可转换公司债券发行后，公司长期债务将上升至 14.51 亿元；经营活动现金流入量对发行后长期债务总额覆盖倍数较强；经营活动现金流净额对发行后长期债务总额覆盖倍数及对发行后长期债务总额的覆盖倍数较弱。

图表 21•本次债券偿还能力测算

项目	2024 年底
发行后长期债务（亿元）	14.51
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	4.65
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.05
发行后长期债务/EBITDA（倍）	5.47

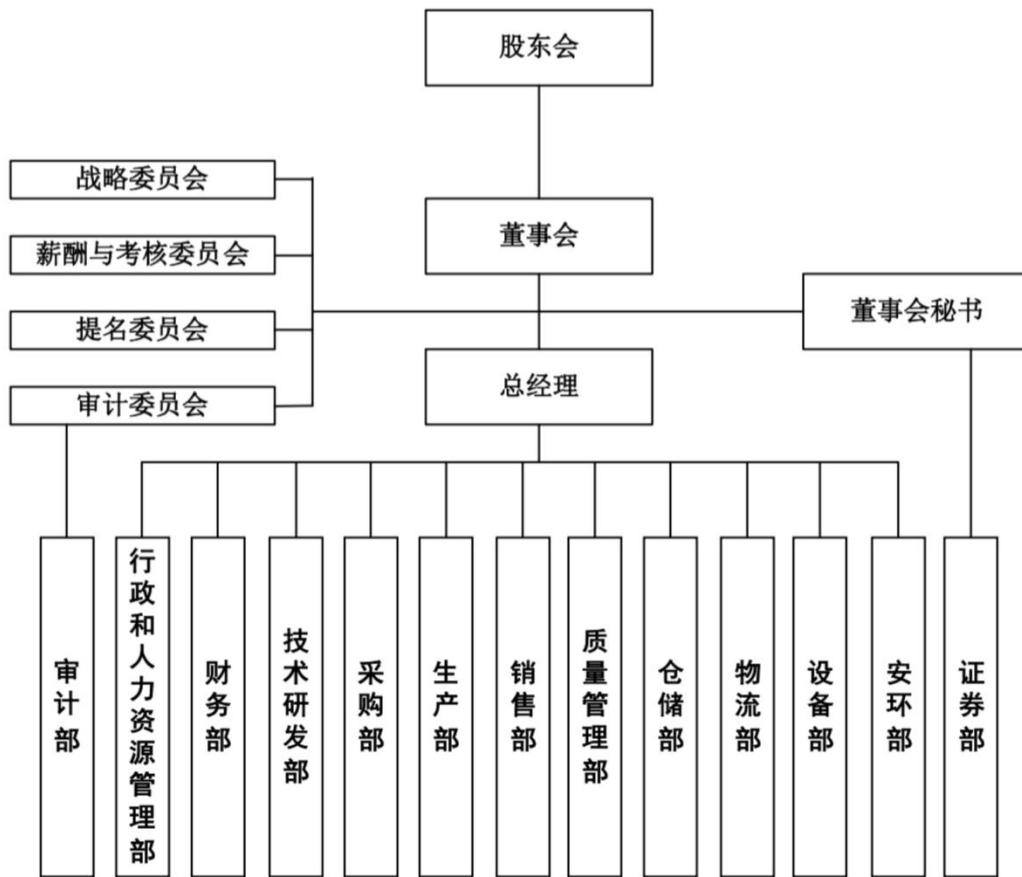
注：发行后长期债务为将本次债券发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从本次债券的发行条款来看，在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东会审议，有利于降低转股价；同时制定了有条件赎回条款（公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格高于当期转股价格的 130%（含 130%）或本次债券未转股余额不足 3000 万元时，公司董事会有权决定公司按照以债券面值加上当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能。

十一、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本次债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
山东隆华高分子材料股份有限公司	9.13 亿元	聚酰胺树脂产品涵盖尼龙 66、长碳链尼龙（生物基）、透明尼龙、高温尼龙等	65.69%	--	于 2022 年 3 月设立
隆华(上海)高分子材料有限公司	3.00 亿元	一般项目：工程塑料及合成树脂制造【分支机构经营】；工程塑料及合成树脂销售等	100%	--	于 2024 年 1 月设立
山东隆华国际物流有限公司	500 万元	国际/国内货运代理等	100%		于 2026 年 1 月设立

资料来源：根据公司提供资料及公开资料整理。

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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.71	9.73	9.29	9.78
应收账款（亿元）	0.35	0.58	0.77	1.63
其他应收款（亿元）	0.58	0.12	0.01	0.02
存货（亿元）	1.95	2.52	3.57	4.16
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计（亿元）	3.63	3.99	9.97	10.87
在建工程合计（亿元）	0.78	4.25	2.34	3.36
资产总额（亿元）	19.02	26.45	32.32	35.77
实收资本（亿元）	4.30	4.30	4.30	4.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	3.19
所有者权益（亿元）	16.34	18.44	19.19	23.61
短期债务（亿元）	0.01	1.77	3.42	3.76
长期债务（亿元）	0.00	2.72	4.91	3.01
全部债务（亿元）	0.01	4.49	8.33	6.76
营业总收入（亿元）	31.68	50.21	56.24	44.55
营业成本（亿元）	29.57	46.39	53.95	42.67
其他收益（亿元）	0.01	0.03	0.55	0.26
利润总额（亿元）	1.50	2.90	1.93	1.13
EBITDA（亿元）	1.95	3.42	2.65	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	34.77	55.40	65.93	46.56
经营活动现金流入小计（亿元）	35.72	57.36	67.39	47.99
经营活动现金流量净额（亿元）	2.12	2.37	0.79	0.34
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.83	-5.19	-2.27	0.93
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.44	3.26	3.17	0.40
财务指标				
销售债权周转次数（次）	25.67	25.81	22.39	--
存货周转次数（次）	13.36	20.75	17.72	--
总资产周转次数（次）	1.74	2.21	1.91	--
现金收入比（%）	109.75	110.34	117.23	104.51
营业利润率（%）	6.51	7.46	3.91	4.08
总资本收益率（%）	7.77	10.98	6.69	--
净资产收益率（%）	7.77	13.45	8.93	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	12.85	20.36	11.30
全部债务资本化比率（%）	0.04	19.60	30.27	22.27
资产负债率（%）	14.10	30.30	40.63	34.01
流动比率（%）	401.59	263.96	204.30	208.72
速动比率（%）	328.71	216.45	160.88	162.91
经营现金流动负债比（%）	79.07	44.69	9.57	--
现金短期债务比（倍）	*	5.48	2.71	2.60
EBITDA 利息倍数（倍）	*	62.45	12.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	*	1.31	3.14	--

注：1.本报告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；2 “--” 表示数据无意义或不适用，“*” 表示数据过大或过小；3.2025 年 3 季报数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

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	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.47	8.89	8.43	/
应收账款（亿元）	0.35	0.58	0.77	/
其他应收款（亿元）	1.49	2.00	2.65	/
存货（亿元）	1.95	2.52	3.32	/
长期股权投资（亿元）	1.00	1.60	1.60	/
固定资产（合计）（亿元）	3.62	3.98	8.18	/
在建工程（合计）（亿元）	0.70	3.01	0.15	/
资产总额（亿元）	18.99	26.18	29.87	/
实收资本（亿元）	4.30	4.30	4.30	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	16.33	18.48	19.29	/
短期债务（亿元）	0.01	1.39	2.65	/
长期债务（亿元）	0.00	2.57	3.94	/
全部债务（亿元）	0.01	3.95	6.58	/
营业总收入（亿元）	31.68	50.21	56.23	/
营业成本（亿元）	29.57	46.39	53.95	/
其他收益（亿元）	0.01	0.03	0.55	/
利润总额（亿元）	1.49	2.98	2.03	/
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	34.77	55.40	65.92	/
经营活动现金流入小计（亿元）	35.70	59.37	68.84	/
经营活动现金流量净额（亿元）	1.19	1.41	0.37	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.21	-4.17	-0.35	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.44	3.09	1.85	/
财务指标				
销售债权周转次数（次）	25.66	25.80	22.39	/
存货周转次数（次）	13.36	20.75	18.49	/
总资产周转次数（次）	1.74	2.22	2.01	/
现金收入比（%）	109.75	110.34	117.23	/
营业利润率（%）	6.52	7.47	3.91	/
总资本收益率（%）	7.68	11.47	7.35	/
净资产收益率（%）	7.69	13.72	9.20	/
长期债务资本化比率（%）	0.00	12.19	16.95	/
全部债务资本化比率（%）	0.04	17.62	25.44	/
资产负债率（%）	14.01	29.42	35.42	/
流动比率（%）	426.95	299.03	280.07	/
速动比率（%）	353.46	250.03	230.09	/
经营现金流动负债比（%）	44.59	27.50	5.61	/
现金短期债务比（倍）	*	6.42	3.19	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 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；2. 除特别说明外，均指人民币；3. “/”表示数据未获取到，“*”表示数据过大或过小
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

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

期间费用率=费用总额/营业总收入

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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东隆华新材料股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。