

青岛惠城环保科技集团股份有限公司 向不特定对象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〕4660号

联合资信评估股份有限公司通过对青岛惠城环保科技集团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，确定维持青岛惠城环保科技集团股份有限公司主体长期信用等级为 A^+ ，“惠城转债”信用等级为 A^+ ，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：

二〇二五年六月十八日

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青岛惠城环保科技集团股份有限公司（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。

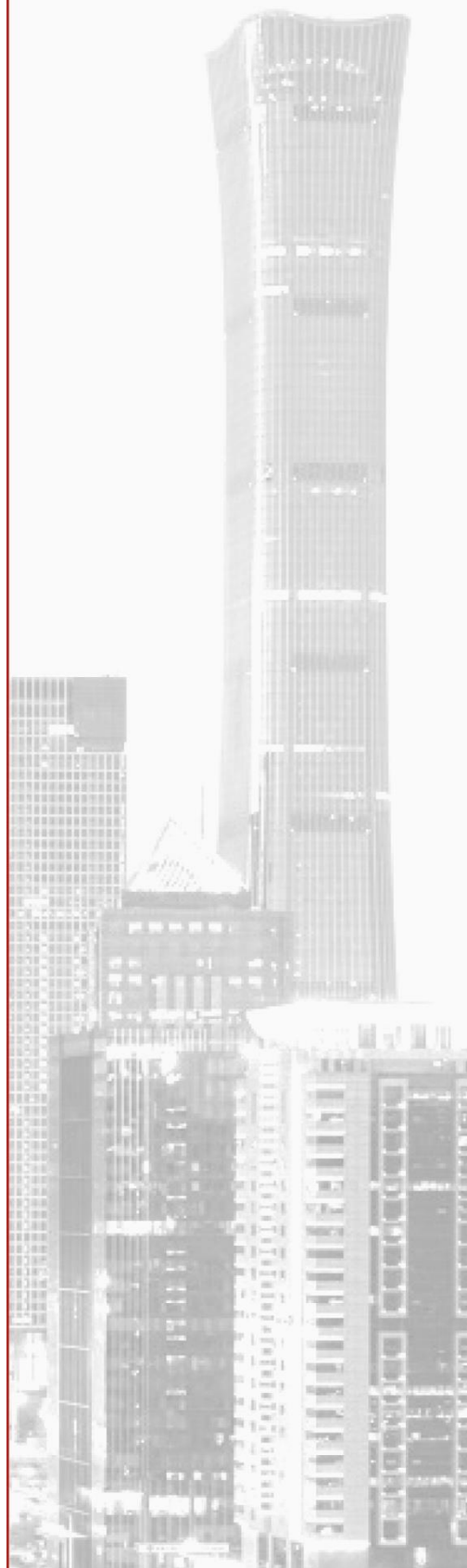
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



青岛惠城环保科技有限公司

向不特定对象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
青岛惠城环保科技有限公司	A+/稳定	A+/稳定	2025/06/18
惠城转债	A+/稳定	A+/稳定	

评级观点

跟踪期内，青岛惠城环保科技有限公司（以下简称“公司”）在危废处置再利用、催化剂生产方面仍具备较强的技术和竞争优势，截至 2024 年底，公司资源化综合利用主要产品 FCC 催化剂（新剂）合计产能达 4 万吨/年，危险废物处置全年产能为 256480 吨，其中灰渣收集处置率接近 100%，整体处置良好。公司客户集中度高，2024 年，为应对下游需求不足，公司采取降价策略拓展市场，FCC 催化剂（新剂）和废催化剂处置产能利用率均有所增长，带动营业收入同比增长。同时，受 FCC 催化剂（新剂）销售均价及废催化剂处置均价下降、石油焦制氢灰渣综合利用项目来料灰渣组分变化导致直接成本上升等因素影响，公司盈利能力及盈利规模均有所下降。2024 年，公司在建项目投入，导致公司杠杆及债务规模增长较快，且未来将持续面临一定的资本支出压力。公司债务结构较好，直接、间接融资渠道通畅，偿债能力指标表现好。综合公司经营和财务表现，公司整体偿债能力仍属较强。

公司 2024 年经营活动现金和 EBITDA 对“惠城转债”剩余额度保障程度很高，考虑到“惠城转债”已进入转股期，未来若债券持有人转股，公司偿债压力将减轻，本期债券违约概率仍属较低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司 FCC 催化剂（新剂）和废催化剂处置客户的持续拓展，公司传统业务规模有望保持稳定。此外，公司规划建设的废塑料资源综合利用项目投产后，或将为公司带来新的利润增长点，评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强，债务杠杆下降，盈利大幅增长且具有可持续性，偿债能力显著提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司主要客户流失，产能利用率长期不足，发生连续大额亏损，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。

优势

- **公司具备较强的技术和竞争优势。**截至 2024 年底，公司拥有 61 例授权专利，主要核心技术包括固体废催化剂资源化技术、高硫石油焦制氢灰渣综合利用技术、混合废塑料深度裂解制化工原料技术、工业废硫酸化学链循环利用技术、工业烟气非氨基还原除酸脱硝技术、含盐（硫酸钠）污水再利用技术等。同期末公司资源化综合利用主要产品 FCC 催化剂（新剂）合计产能达 4 万吨/年，危险废物处置全年产能为 256480 吨/年，其中灰渣收集处置率接近 100%，整体处置良好。
- **公司债务结构和偿债指标表现较好。**截至 2025 年 3 月底，公司全部债务中长期债务占 76.08%，债务结构较好且与资产结构匹配。截至 2024 年底，公司 EBITDA 对全部债务及利息的覆盖程度较高。

关注

- **催化剂下游市场需求不足，竞争加剧风险。**受炼化行业存在开工率不足或停产的情况，竞争激烈，公司通过降价拓展市场，自 2023 年以来，公司 FCC 催化剂（新剂）销售价格和废催化剂处置价格持续下降，加之折旧摊销等固定成本的支出，对公司盈利能力和盈利规模产生影响较大，2024 年，公司营业利润率为 23.98%，同比下降 7.44 个百分点，实现利润总额 0.41 亿元，同比下降 72.04%。2025 年一季度，公司利润总额-0.09 亿元，同比由盈转亏。

- **公司前五大客户集中度高，收入对主要客户的依赖度高。**2024 年，公司资源化利用产品前五大客户合计销售金额占销售收入的比例为 56.60%，集中度高。此外，石油焦制氢灰渣危废处置收入和蒸汽收入来源仅为广东石化有限责任公司（以下简称“广东石化”）。整体看，公司收入对主要客户的依赖度高。
- **公司面临一定资本支出压力，新项目不及预期风险。**公司根据自身技术储备和对现有项目的延伸规划了 20 万吨/年混合废塑料资源化综合利用示范性项目、揭阳大南海石化工业环保资源综合利用一期项目、1 万吨/年绿电储能新材料项目，截至 2025 年 3 月底，公司在建项目尚需投资 13.92 亿元，公司面临一定资产支出压力。此外，上述项目使用公司自主研发技术，其技术需要工业化持续验证和持续的研发投入，联合资信将持续关注公司在建项目进展、资金到位情况及项目效益对公司经营和偿债能力的影响。
- **债务规模增长快。**截至 2024 年底，公司全部债务 22.82 亿元，较年初增长 53.61%，全部债务资本化比率 59.37%，较年初上升 7.33 个百分点。

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	2
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		4
		偿债能力		2
指示评级				A ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				A ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				A ⁺

个体信用状况变动说明：公司个体调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
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。

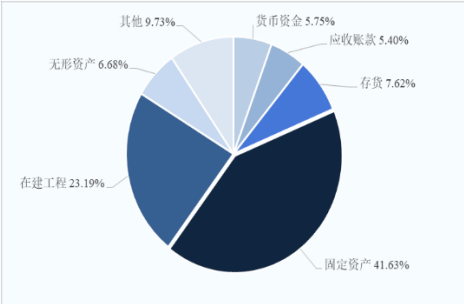
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	4.73	3.52	4.37
资产总额（亿元）	32.86	49.39	53.65
所有者权益（亿元）	13.69	15.62	15.38
短期债务（亿元）	3.73	6.24	6.84
长期债务（亿元）	11.13	16.58	21.77
全部债务（亿元）	14.86	22.82	28.62
营业总收入（亿元）	10.71	11.49	2.85
利润总额（亿元）	1.45	0.41	-0.09
EBITDA（亿元）	3.32	2.87	--
经营性净现金流（亿元）	2.63	1.58	-0.33
营业利润率（%）	31.42	23.98	19.48
净资产收益率（%）	11.21	3.05	--
资产负债率（%）	58.33	68.38	71.34
全部债务资本化比率（%）	52.05	59.37	65.05
流动比率（%）	121.89	74.61	89.23
经营现金流动负债比（%）	34.05	10.03	--
现金短期债务比（倍）	1.27	0.56	0.64
EBITDA 利息倍数（倍）	5.81	4.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.47	7.94	--

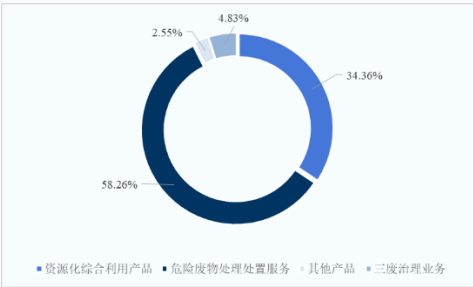
公司本部口径		
项 目	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	26.79	29.43
所有者权益（亿元）	11.78	11.66
全部债务（亿元）	9.80	13.71
营业总收入（亿元）	3.27	4.24
利润总额（亿元）	-0.38	0.06
资产负债率（%）	56.01	60.37
全部债务资本化比率（%）	45.41	54.04
流动比率（%）	124.12	123.75
经营现金流动负债比（%）	-18.90	2.46

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；2.2023 年数据为 2024 年审计报告期初数，公司 2025 年一季度财务数据未经审计；3.“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

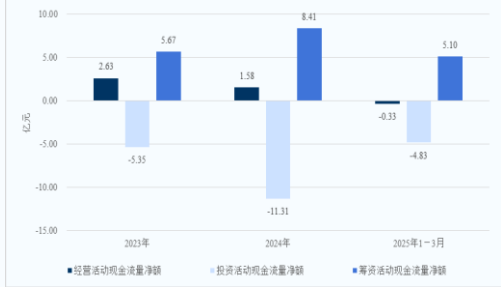
2024 年底公司资产构成



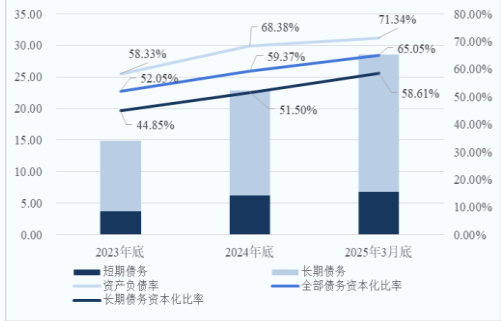
2024 年公司收入构成



2023—2024 年 2025 年 1—3 月公司现金流情况



2023—2024 年底及 2025 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
惠城转债	3.20 亿元	1.2388 亿元	2027/07/07	--

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
惠城转债	A+/稳定	A+/稳定	2024/06/21	毛文娟 邓淇匀	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
惠城转债	A+/稳定	A+/稳定	2023/06/15	毛文娟 王文燕 王皓	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
惠城转债	A+/稳定	A+/稳定	2020/08/27	任贵永 毛文娟	原联合信用评级有限公司化工行业企业信用评级方法（2018/12/21）	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：张 垌 zhangtong@lhratings.com

项目组成员：苏柏文 subw@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”）关于青岛惠城环保科技集团股份有限公司（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

公司由青岛惠城石化科技有限公司（以下简称“惠城有限”）整体变更设立，惠城有限成立于 2006 年 2 月 27 日，初始注册资本为 100 万。2015 年，公司按净资产值折股整体变更为股份有限公司，注册资本增加至 7500 万。公司于 2019 年 5 月 22 日在深圳证券交易所上市，股票代码“300779.SZ”，股票简称“惠城环保”。截至 2025 年 3 月底，公司实收资本 1.96 亿元，张新功直接或间接持有公司 34.22% 的股份（详见附件 1-1），为公司控股股东和实际控制人。截至 2025 年 3 月底，公司控股股东张新功已将其所持公司股份中的 2227 万股进行质押（占其所持股份比例 42.88%）。

公司经营范围为资源化综合利用产品销售和危险废物处理处置服务。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，公司本部根据经营管理需要设立了多个职能部门（详见附件 1-2）。截至 2024 年底，公司合并范围在职人员 1177 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 49.39 亿元，所有者权益 15.62 亿元（含少数股东权益 2.25 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 11.49 亿元，利润总额 0.41 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 53.65 亿元，所有者权益 15.38 亿元（含少数股东权益 2.23 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.85 亿元，利润总额-0.09 亿元。

公司注册地址：山东省青岛市黄岛区泊里镇港旺大道 395 号；法定代表人：林瀚。

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为“惠城转债”，详见图表 1。截至 2025 年 3 月底，募集资金已用于项目 3.03 亿元，已用于暂时补充流动资金 0.10 亿元。跟踪期内，共有 12138 张“惠城转债”完成转股，“惠城转债”按时兑付利息。

公司于 2024 年 8 月 30 日召开第三届董事会第三十六次会议和第三届监事会第三十一次会议，审议通过《关于 2022 年限制性股票激励计划首次授予部分第二个归属期及预留授予部分第一个归属期符合归属条件的议案》，本次议案预计增发限制性股票 1082200 股，新增股份登记完成后，公司总股本将由 194960076 股增加至 196042276 股。根据《募集说明书》中关于可转债转股价格调整的相关条款的约定，“惠城转债”转股价格由 11.29 元/股调整为 11.25 元/股，调整后的转股价格自 2024 年 11 月 12 日起生效。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
惠城转债	3.20	1.2388	2021/07/07	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。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

2024年，公司传统业务FCC（新剂）产能保持稳定，危险废物处置全年核定产能小幅下降；同时，公司具备较强的技术实力，自主研发的高硫石油焦制氢灰渣综合利用技术实现产业化且稳定运行。

企业竞争力和规模方面。跟踪期内，公司传统业务仍为危险废物处理处置服务和资源化综合利用产品的生产和销售。截至2024年底，公司资源化综合利用主要产品FCC催化剂（新剂）合计产能为4万吨/年；危险废物处理处置全年产能为256480吨/年，其中，公司为广东石化有限责任公司（以下简称“广东石化”）炼化一体化项目配套的石油焦制氢灰渣综合利用项目（以下简称“灰渣综合利用项目”）危险废物处理处置产能20万吨/年，近年来，灰渣收集处置率均接近100%，整体装置运行良好。截至2024年底，公司拥有61例授权专利，其中发明专利48例，实用新型13例。

历史信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，跟踪期内，公司未新增未结清、已结清信贷中不良/违约类贷款。截至2025年5月29日，公司本部未结清信贷中无不良/违约类贷款，存在1笔已结清的关注类短期借款记录，1笔已结清的关注类银行保函；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本部存在逾期或违约记录。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，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上存在重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，史惠芳女士因工作调整，申请辞去公司董事会秘书职务，新任董事会秘书为公司前证券代表茹凡。公司法人治理结构未发生变化。

2025年4月18日，公司制定了新的《信息披露管理制度》。此外，由于可转换公司债券转股及2022年限制性股票激励计划首次授予部分第二个归属期及预留授予部分第一个归属期的股份归属，导致公司注册资本、总股本发生变更，2025年4月17日，公司发布《关于变更注册资本并修订《公司章程》的公告》，拟同时对《公司章程》中第六、第十九条款，其他条款不变。上述事项已于2024年度股东大会审议通过。

上述事项不影响公司生产经营稳定性。

（三）重大事项

跟踪期内，公司拟向特定投资者发行A股票，发行成功后公司资本实力或将进一步提升。

2025年4月8日，公司发布了《2024年度向特定对象发行A股股票之募集说明书（申报稿）》的公告，公司预计向对象不超过35名（含35名）特定投资者发行A股股票，募集资金总额不超过85000万元，用于“石油焦制氢灰渣综合利用项目（二阶

段) ”、“揭阳大南海石化工业区环保资源综合利用一期项目”和补充流动资金，该事项已经公司第三届董事会第三十三次会议、第三届监事会第二十八次会议及 2024 年第三次临时股东大会审议通过。截至本报告出具日，本次向特定对象发行股票事项仍处于监管审核流程中，若此次定向发行股票事项成功，公司资本实力或将进一步得到提升。

(四) 经营方面

1 业务经营分析

2024 年，资源化综合利用产品业务和三废治理业务收入有所增长，使得公司主营业务收入小幅提升。但 FCC 催化剂销售价格下降、废催化剂处置价格下降、石油焦制氢灰渣综合利用项目来料灰渣组分变化，直接成本上升等因素导致公司主营业务毛利率下降明显。2025 年一季度，公司主营业务收入及毛利率同比均有所下降。

2024 年，公司主营业务收入同比增长 6.95%。其中，FCC 催化剂销量增长，带动资源化综合利用产品板块收入同比增长 22.57%；危险废物处理处置服务板块收入同比下降 5.56%，主要系灰渣接收量、处置量下滑所致；其他产品和三废治理业务板块收入占比小，2024 年，公司残膜回收业务收入增加，带动三废处理业务板块收入同比大幅增长 205.56%。

2024 年，公司主营业务毛利率同比下降 7.93 个百分点，其中，资源化综合利用产品的毛利率同比下降 4.95 个百分点，主要系行业竞争加剧，催化剂产品销售价格下降，叠加广东石化压降蒸汽采购价格所致；危险废物处理处置服务毛利率同比下降 10.37 个百分点，主要系东粤石油焦制氢灰渣综合利用项目随着广东石化项目来料灰渣组分变化，酸碱消耗增多，直接材料成本上升，同时制造费用、人工成本所致；其他产品及三废治理业务毛利率同比变动不大。

2025 年一季度，公司实现主营业务收入 2.83 亿元，同比下降 3.74%。主营业务毛利率同比下降 3.38 个百分点。其中，随着蒸汽售价继续下降，公司资源化综合利用产品毛利率较 2024 年继续下降。

图表 2 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	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
资源化综合利用产品	3.19	29.98%	29.74%	3.91	34.36%	24.79%	0.94	33.22%	18.20%
危险废物处理处置服务	7.02	65.98%	33.87%	6.63	58.26%	23.50%	1.74	61.48%	23.44%
其他产品	0.25	2.35%	23.87%	0.29	2.55%	23.64%	0.14	4.95%	2.93%
三废治理业务	0.18	1.69%	31.76%	0.55	4.83%	33.59%	0.01	0.35%	-63.34%
合计	10.64	100.00%	32.37%	11.38	100.00%	24.44%	2.83	100.00%	20.24%

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差
资料来源：公司提供，联合资信整理

(1) 采购

2024 年，公司主要原料中铝相关材料价格仍保持高位，其他原材料价格均有所下降。随着 FCC 催化剂（新剂）产量提升以及原料结构调整，拟薄水铝石和铝粒采购量同比下降，其他主要原材料采购量同比增长；公司供应商仍较为集中，但主要原料供应较为稳定。

跟踪期内，公司原材料采购流程、供应商选择、采购方式和采购结算方式未发生重大变化。

采购量方面，2024 年，随着公司 FCC 催化剂（新剂）产量提升，生产对原材料的需求量也相应增加，水玻璃、高岭土采购量同比分别增长 17.57%和 31.56%；拟薄水铝石和铝粒采购量同比分别下降 36.31%和 5.73%，主要系公司使用氧化铝替代产品、控制铝溶胶库存所致；受来料灰渣组分变化导致酸碱消耗增加影响，液碱的采购量同比增长 43.01%。2025 年一季度，FCC 催化剂（新剂）产量同比继续提升，各原料采购量同比均有所增长，拟薄水铝石采购量同比继续下降；同期，在灰渣处置量下降的情况下，液碱的采购量同比继续提升 8.88%。

采购价格方面，2024 年，铝行业波动放缓，基本维持供需平衡，但由于一直处于库存低位，使铝相关原材料价格仍居高不下，以致公司对该类原料的采购价格仍处于高位，其他原材料采购均价均有所下降。

图表 3 • 近年公司主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元）

项目	采购状况	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
拟薄水铝石	采购量	6324.06	4027.67	1205.60
	采购均价	6260.48	6193.18	5848.85
	采购金额	3959.17	2494.41	705.14
水玻璃	采购量	17861.16	20999.10	5487.02
	采购均价	865.60	766.95	693.06
	采购金额	1546.05	1610.53	380.28
铝粒	采购量	1246.40	1175.00	294.00
	采购均价	18566.52	19596.09	19849.14
	采购金额	2314.13	2302.54	583.56
高岭土	采购量	10613.80	13963.15	3633.40
	采购均价	1632.08	1555.87	1539.60
	采购金额	1732.26	2172.49	559.40
液碱	采购量	23195.49	33171.64	9206.44
	采购均价	1798.35	1596.48	1791.19
	采购金额	4171.37	5295.80	1649.05

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司 20 万吨/年混合废塑料资源化综合利用示范性项目进入生产试运行准备阶段，为储备生产原料，公司前五大供应商发生一定变化，供应商集中度同比有所下降，仍处于较高水平。

图表 4 • 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	购买材料	采购金额	占总采购金额比重
2023 年	广东石化有限责任公司	水、蒸汽、污水处理	15302.36	24.78%
	广东驰阳环保建材有限公司	硅钙粉处置费	7663.89	12.41%
	供应商三	液碱	3495.49	5.66%
	供应商四	天然气	3018.03	4.89%
	供应商五	拟薄水铝石	2137.61	3.46%
	合计	--	31617.38	51.20%
2024 年	广东石化有限责任公司	水、蒸汽、污水处理	13357.84	16.01%
	广东驰阳环保建材有限公司	硅钙粉处置费	8301.89	9.95%
	供应商三	废塑料	7419.21	8.89%
	供应商四	液碱	5604.46	6.72%
	供应商五	废塑料	3767.59	4.52%
	合计	--	38450.99	46.08%

资料来源：公司提供

（2）资源化综合利用产品

2024 年，公司 FCC 催化剂（新剂）产能保持稳定，公司通过降低销售价格等方式开拓市场，以应对下游行业开工率不足情况，产量、产能利用率及产销率均有所增长，但销售价格持续下降。公司客户较为稳定但集中度高，收入对主要客户依赖较大。2025 年一季度，公司 FCC 催化剂（新剂）产量同比增长，产销率仍保持较高水平。

跟踪期内，公司资源化综合利用产品生产模式、销售模式、销售定价方式、销售结算方式未发生重大变化。

2024 年，公司 FCC 催化剂（新剂）产能达 4 万吨/年，同比未发生变化，由于山东地区炼化行业延续开工率不足或停产情况，对催化剂需求不足，以致公司 FCC 催化剂（新剂）装置未实现满产，公司通过降低销售价格等方式开拓市场，带动 FCC 催化剂（新剂）产量同比增长 26.55%，产能利用率同比提升 13.68 个百分点，但整体产能利用率仍较低。2025 年一季度，考虑到季节性停工对产品成本及公司利润的冲击，同时考虑到出口订单发货的变动性因素较大，因此本年度春节公司正常开工，未发生季节性停工，公司产量及产能利用率同比均有所增长。

图表 5 • 公司 FCC 催化剂（新剂）生产情况（单位：万吨/年、吨）

指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
产能	40000.00	40000.00	10000.00
产量（湿基）	20612.54	26085.37	6491.423
产能利用率	51.53%	65.21%	64.91%

注：1. 公司 FCC 催化剂（新剂）均使用湿基进行日常的生产及销售统计，公司与客户结算时按照行业惯例一般采用使用催化剂干基重量进行结算，结算比例按照与客户谈判约定为准，干湿基比例按照行业惯例约为 1:1.1；2. 2025 年 1-3 月的产能利用率年化计算

资料来源：公司提供

销售方面，2024 年，FCC 催化剂（新剂）销量同比增长 39.35%，产销率有所提升，但 FCC 催化剂（新剂）销售均价同比下降 2.21%。2025 年一季度，FCC 催化剂整体销量占 2024 年全年的 24.94%，销量同比下降 19.19%，但产销率仍保持较高水平，FCC 催化剂（新剂）销售均价持平。

复活催化剂和再生平衡剂主要应用于催化裂化装置的开工阶段、催化剂跑损和催化剂重金属中毒的置换过程中，因而下游客户生产运行的稳定性会直接影响其需求和销量，但复活催化剂和再生平衡剂的产量受公司废催化剂的处理量和质量影响，因而存在产销率的波动。2024 年，公司复活催化剂销售金额同比下降 27.75%，再生平衡剂销售金额同比增加 11.25%。

图表 6 • 公司主要产品市场销售情况（单位：万元、吨、元/吨）

产品	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
FCC 催化剂（新剂）	销售金额	19912.22	27134.30	6784.55
	销量（湿基）	17994.66	25075.26	6255.00
	销售均价（湿基折算）	11065.63	10821.14	10846.60
	产销率	87.30%	96.13%	96.36%
复活催化剂	销售金额	2249.91	1625.49	756.80
	销量（湿基）	3409.92	2366.69	1048.00
	销售均价（湿基折算）	6598.12	6868.20	7221.34
	产销率	99.04%	98.74%	80.04%
再生平衡剂	销售金额	1089.49	1212.11	778.04
	销量（湿基）	4216.17	4788.94	1258.82
	销售均价（湿基折算）	2584.08	2531.06	6180.76
	产销率	67.00%	66.92%	75.73%

注：FCC 催化剂（新剂）销售时一般按照干基签订合同，少部分出口按照湿基签订合同，且由于生产一般按照湿基计量，为方便数据比较，此表将 FCC 催化剂（新剂）销量、销售均价和产销率均折成湿基进行计算

资料来源：公司提供

公司资源化综合利用产品中的蒸汽为石油焦制氢灰渣处置装置的配套产品，公司尚未搭建外接管网，因此仅可以销售给广东石化，议价能力低。2024 年，公司蒸汽产销量同比增长 37.68%至 51.42 万吨，但报告期内广东石化压低采购价格，公司当期蒸汽实现销售收入 0.69 亿元，同比变动不大，结算周期仍为一个月。此部分不摊销成本，收入即利润。

2024 年，公司资源化利用产品下游客户仍主要为炼油企业或向炼油企业提供物资采购企业，前五大客户合计销售金额占销售收入的比例为 56.60%，在部分原炼油企业经营不佳的影响下客户结构有所变化，销售集中度有所下降但仍处于高水平。整体看公司客户较为稳定但对主要客户依赖较大。

图表 7 • 近年公司资源化利用产品前五大销售客户情况（单位：万元、%）

年份	销售客户名称	购买材料	销售金额	占销售金额金额比重
----	--------	------	------	-----------

2023 年	客户一	FCC 催化剂	7552.00	23.70%
	广东石化有限责任公司	蒸汽	6715.69	21.08%
	客户三	FCC 催化剂、HCRL	2910.98	9.14%
	客户四	FCC 催化剂、HCRL、HCFP	2661.16	8.35%
	客户五	FCC 催化剂	1516.15	4.76%
	合计	--	21355.98	67.03%
2024 年	客户一	FCC 催化剂	7188.63	18.38%
	广东石化有限责任公司	蒸汽	6875.15	17.58%
	客户三	催化剂	3216.85	8.23%
	客户四	催化剂	2568.00	6.57%
	客户五	催化剂	2282.21	5.84%
	合计	--	22130.84	56.60%

资料来源：公司提供

（3）危险废物处理处置服务

跟踪期内，公司炼油废催化剂处置核定产能同比有所下降，石油焦灰渣处理产能保持稳定，危险废物处理处置量小幅增长。石油焦制氢灰渣综合利用项目收集处置率均接近 100%；公司采取降价形式拓展客户以应对下游需求不足，炼油废催化剂处置产能利用率同比有所提升，处置价格下降。2025 年一季度，因下游客户开工率不足，公司炼油废催化剂处置量同比下降。

公司危险废物处理处置服务主要为石油化工行业提供危险废物处理处置服务并将危险废物进行有效循环再利用，截至 2024 年底，公司危险废物处理处置服务处置核准量 256480 吨/年，其中，废催化剂处置核准量 56480 吨/年，石油焦制氢灰渣危废处置核准量 20 万吨/年。

跟踪期内，公司炼油废催化剂处置服务经营模式、处置价格定价方式和结算方式未发生重大变化。2024 年，公司废催化剂处置核准量 56480 吨/年，同比下降 3.42%，主要系淮河路厂区新证书核定处置量下降所致；同时，公司采取降价形式拓展客户以应对下游需求不足，当期公司平均处置价格同比下降 8.59%，废物处置量同比增长 12.65%，产能利用率同比提升 9.97 个百分点，但整体产能利用率仍处于较低水平。2025 年一季度，因下游客户开工率不足，废物处置量同比下降 19.81%。

石油焦制氢灰渣危废处置服务模式无变化，石油焦制氢灰渣综合利用项目是广东石化炼化一体化项目的配套项目，因而广东石化炼化一体化项目所产生的灰渣量直接影响公司该产能的有效利用率情况，由于该配套项目合作合同约定了灰渣结算单价，同时按照委托年处理总量计算月平均量（下方统称“合同约定平均量”）；若灰渣接收量未达合同约定平均量，按照合同约定平均量计算费用；若灰渣接收量超过合同约定平均量，除支付按合同约定平均量计算的费用外，超出部分另行结算。该结算模式使得产能利用率波动对公司收入影响较小。2024 年，公司灰渣处置量同比减少 7.50%，但在保底结算模式下，使东粤环保 2024 年收入较 2023 年降低 3.24%¹，降低幅度相对较小；2025 年一季度，公司灰渣处置量同比增长 47.55%。公司 2023 年、2024 年和 2025 年 1—3 月，公司灰渣收集处置率均接近 100%，整体处置良好。

图表 8 • 危险废物处理处置服务（废催化剂）情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
危险废物处置核准量（废催化剂）（吨/年）	58480	56480	14120
废物处置量（吨）	35014.63	39444.94	5571.46
产能利用率	59.87%	69.84%	39.46%
废物收集量（吨）	35124.38	38359.15	5606.20
收集处置率	99.69%	102.83%	99.38%
平均处置价格（元/吨）	1018.53	930.99	857.71

注：2025 年一季度产能利用率已经年化处理
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

¹ 2023 年，东粤环保营业收入 7.38 亿元，2024 年，东粤环保营业收入 7.14 亿元

图表 9 • 危险废物处理处置服务（灰渣）情况

指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
危险废物处置核准量（灰渣）（吨/年）	200000	200000	50000
废物处置量（吨）	157234.59	145437.99	43727.87
产能利用率	78.62%	72.72%	87.46%
废物收集量（吨）	157599.59	146848.99	43225.94
收集处置率	99.77%	99.04%	101.16%
平均处置价格（元/吨）	4239.72	4308.92	3871.97

注：2025年一季度产能利用率已经年化处理
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 未来发展

公司重要在建工程主要是废塑料资源综合利用项目，存在一定资本支出压力，发展规划围绕“三废”资源化项目，有一定可行性。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目预算总金额为 26.12 亿元，尚需投资 13.92 亿元，公司存在一定资本支出压力。

截至本报告出具日，公司 20 万吨/年混合废塑料资源化综合利用示范性项目已经完成中交，现进入试运行准备阶段；10 万吨年废塑料综合利用项目于 2024 年 5 月 16 日取得揭阳市生态环境局环评批复，项目目前处于建设中，预计 2025 年 10 月底试运行；1 万吨绿电储能新材料项目（一期 1000 吨/年）于 2024 年 10 月 25 日取得了九江市生态环境局环评批复，项目目前处于建设中；东粤广场项目工程进度 60%。此外，跟踪期内公司新增揭阳大南海石化工业区环保资源综合利用一期项目，实施主体为广东东粤环境科技有限公司（以下简称“东粤环境”），该项目已取得施工许可证，目前正在建设前期阶段。

跟踪期内，公司 20 万吨/年混合废塑料资源化综合利用示范性项目于 2024 年 3 月在广东石揭阳市开工建设，目前该项目已进入生产试运行准备阶段。该项目使用公司针对“三废”自主研发的混合废塑料深度催化裂解技术（CPDCC）技术，实现一步法将混合废塑料直接制成液化塑料裂解气、塑料裂解轻油等高附加值化工产品。未来该项目投产后，或将为公司带来新的利润增长点。

图表 10 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	资金来源	计划总投资	截至 2025 年 3 月底 已投资	2025 年 4—12 月 预计资金投入
20 万吨/年混合废塑料资源化综合利用示范性项目	资本金、贷款、超长期特别国债	15.00	8.83	6.17
10 万吨/年废塑料资源综合利用项目	自有资金	2.30	0.71	1.59
1 万吨/年绿电储能新材料项目（一期 1000 吨/年）	自有资金、贷款	1.00	0.84	0.16
东粤广场项目	自有资金	2.50	1.12	0.80
揭阳大南海石化工业区环保资源综合利用一期项目	自有资金、借款	5.32	0.70	0.55
合计	--	26.12	12.20	9.27

资料来源：公司提供

（五）财务方面

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年度合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司提供的 2025 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2024 年，公司合并范围新设 10 家三级子公司，3 家四级子公司，公司上述合并范围内变动主要为公司发展 20 万吨/年混合塑料资源化综合利用示范性项目、1 万吨/年绿电储能新材料项目和揭阳大南海石化工业区环保资源综合利用一期项目而设立，报告期对公司生产经营和业绩没有重大影响。2025 年一季度，公司合并范围无变化。公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着新项目持续投入，公司资产总额和负债总额均有所增长，其中，较大规模应收账款及存货对公司营运资金形成一定占用。整体上，公司资产质量较好。期末公司债务负担加重，债务中长期债务占比较高，与资产结构匹配度高。

资产方面，截至 2024 年底，随着公司经营规模的扩大，公司合并资产总额较年初增长 50.32%，资产以非流动资产为主，符合公司业务特性。

截至 2024 年底，受项目建设，资金支出增大影响，公司货币资金较年初下降 33.31%，其中因银行承兑汇票保证金受限金额 976.74 万元，受限比例低；应收账款较年初增长 36.22%，主要系催化剂新增客户欠款增加，同时广东石化部分账款未回所致，其中期限一年以内的占比 88.07%，应收账款余额前五大合计占比 57.25%，集中度较高，坏账准备累计余额 0.32 亿元；存货较年初增长 94.34%，主要系新建项目储备原料增加所致；较大规模的应收账款及存货对公司营运资金形成一定占用。2024 年，公司保持较大规模的资本支出，用于在建项目厂房、机器设备的投入，期末固定资产（合计）和在建工程（合计）较年初分别增长 13.07%和 585.47%，其中，固定资产累计计提折旧 4.95 亿元。无形资产增加主要系公司当年新购的土地使用权。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额较年初增长 8.62%，资产结构较上年底变化不大。

截至 2025 年 3 月底，公司受限资产 3.96 亿元，受限资产占总资产比重为 8.01%，受限比例低，受限资产主要为因售后回租受限的固定资产和在建工程以及用于质押借款的应收账款。

图表 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年初		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	9.41	28.63%	11.73	23.74%	13.40	24.99%
货币资金	4.26	12.95%	2.84	5.75%	2.82	5.26%
应收账款	1.96	5.96%	2.67	5.40%	2.97	5.54%
存货	1.94	5.89%	3.76	7.62%	3.96	7.39%
非流动资产	23.45	71.37%	37.66	76.26%	40.24	75.01%
固定资产（合计）	18.19	55.36%	20.56	41.64%	19.56	36.45%
在建工程（合计）	1.67	5.09%	11.46	23.19%	15.38	28.66%
无形资产	1.73	5.25%	3.30	6.68%	3.26	6.08%
资产总额	32.86	100.00%	49.39	100.00%	53.65	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

资本结构方面，截至 2024 年底，公司所有者权益 15.62 亿元，较年初增长 14.07%，主要系当年“惠城转债”转股导致股本增加，以及收到少数股东投资款增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 85.58%，少数股东权益占比为 14.42%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 12.55%、53.61%和 19.06%。所有者权益结构稳定性较强。

跟踪期内，随着公司主要在建项目的持续投入建设和投产，公司运营资金需求和项目贷款需求上升，与此对应的公司应付款项、长、短期借款均上升明显。截至 2024 年底，公司负债总额较年初增长 76.21%，负债结构仍以非流动负债为主。其中，应付账款和其他应付款较年初均大幅增长，主要系应付供应商原材料及作业服务款、项目建设应支付工程款项增加所致。同期末公司短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款较年初分别增长 104.13%、67.93%和 67.98%，新增部分主要为信用借款和质押借款。其中，长期借款主要由抵押借款 2.58 亿元、质押借款 6.79 亿元和信用借款 5.59 亿元构成。长期应付款（合计）较年初下降 52.74%，主要系当期公司偿还融资租赁资金所致。

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底继续增长，负债结构变动不大。所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

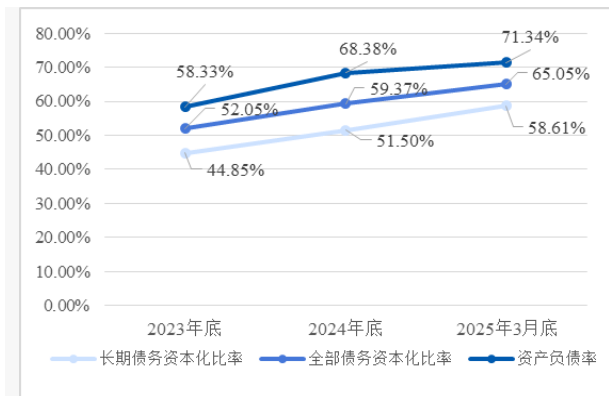
截至 2024 年底，公司全部债务 22.82 亿元，较年初增长 53.61%，其中，短期债务占比 27.36%，长期债务占比 72.64%，公司债务中长期债务占比较高，鉴于公司项目建设所需资金多采用长期借款及可转换公司债券，债务结构与资产构成匹配度高。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升 10.05 个百分点、下降 7.33 个百分点和提高 6.65 个百分点，公司债务负担加重。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 28.62 亿元，较上年底继续增长 25.37%。

图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年初		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	7.72	40.27%	15.72	46.54%	15.02	39.25%
短期借款	1.34	17.31%	2.73	17.36%	2.57	17.08%
应付账款	1.02	13.26%	2.52	16.02%	2.02	13.44%
其他应付款（合计）	2.42	31.40%	6.25	39.78%	5.60	37.30%
一年内到期的非流动负债	1.83	23.77%	3.08	19.60%	3.48	23.14%
非流动负债	11.45	59.73%	18.05	53.46%	23.25	60.75%
长期借款	8.90	77.73%	14.95	82.80%	20.13	86.57%
应付债券	1.47	12.85%	1.27	7.03%	1.28	5.51%
长期应付款（合计）	0.76	6.65%	0.36	1.99%	0.36	1.55%
负债总额	19.17	100.00%	33.77	100.00%	38.27	100.00%

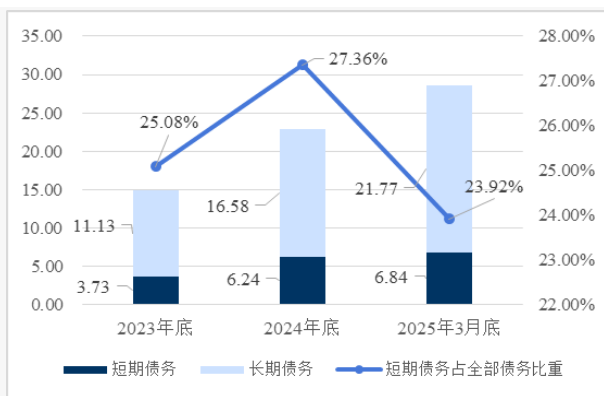
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 盈利能力、现金流及偿债指标变化

2024 年，公司催化剂销量增长带动营业总收入有所增长，但受降价拓展催化剂市场、灰渣处置业务来料组分变化导致成本上升、期间费用增长等因素影响，公司利润总额同比大幅下降，各盈利指标趋弱。2025 年一季度，公司发生亏损。受原材料库存及应收占款增加影响，跟踪期内公司经营性现金流净流入规模下降，且保持较大投资支出规模，融资需求较大。公司债务负担加重，但直接、间接融资渠道通畅，整体偿债能力较强。

盈利指标方面，2024 年，公司催化剂销量增加，营业总收入同比增加 7.33%。但公司通过降价拓展催化剂市场，同时，灰渣处置业务来料组分变化导致处置成本增加，公司营业利润率同比下降 7.44 个百分点。随着公司加大市场拓展力度、持续布局新业务，各项费用均有所增长，期间费用率同比提升 3.84 个百分点至 21.13%，对整体利润侵蚀比例较高。2024 年，公司信用减值损失同比大幅增长，主要系去年同期收回部分其他应收款而今年未有应收类款项收回所致；同期非经常性损益对公司的利润影响较小。综上，2024 年，公司利润总额同比下降 72.04%，各盈利指标同比均有所下降。2025 年 1—3 月，广东石化从报告期初至 2 月底未接收蒸汽且继续压降蒸汽价格，催化剂竞争加剧导致销量同比下降，同时，公司继续布局新业务导致期间费用同比增长，综合影响下，当期公司实现营业总收入 2.85 亿元，同比下降 4.27%；利润总额-0.09 亿元，同比由盈转亏。

现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流净流入规模同比下降 39.99%，主要系原材料采购支付的现金及支付职工的现金增加所致，公司现金收入比有所提高，但整体仍较低。因项目建设支出增加，公司仍保持较大规模的投资活动净流出；公司筹资活动前现金流继续为负，公司经营活动无法满足其投资需求，外部融资需求较高。2024 年，公司筹资活动保持净流入状态，净流入规模同比增长 48.36%。2025 年 1—3 月，公司购买原材料支付的现金及支付给职工的现金同比增加，经营活动现金同比由净流入转为净流出；同期，公司投资活动现金保持净流出状态，筹资活动现金保持净流入状态。

图表15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	10.71	11.49	2.85
营业成本	7.26	8.65	2.27
费用总额	1.85	2.43	0.66
其中：销售费用	0.26	0.34	0.09
管理费用	0.87	1.23	0.33
研发费用	0.20	0.24	0.08
财务费用	0.52	0.61	0.16
信用减值损失	-0.004	-0.04	-0.02
其他收益	0.08	0.07	0.02
资产处置收益	-0.001	0.02	-0.001
利润总额	1.45	0.41	-0.09
营业利润率	31.42%	23.98%	19.48%
总资本收益率	7.04%	2.86%	--
净资产收益率	11.21%	3.05%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	9.05	10.66	2.33
经营活动现金流出小计	6.42	9.09	2.67
经营现金流量净额	2.63	1.58	-0.33
投资活动现金流入小计	2.46	4.24	1.15
投资活动现金流出小计	7.82	15.55	5.98
投资活动现金流量净额	-5.35	-11.31	-4.83
筹资活动前现金流量净额	-2.72	-9.73	-5.16
筹资活动现金流入小计	10.85	15.32	6.15
筹资活动现金流出小计	5.18	6.91	1.05
筹资活动现金流量净额	5.67	8.41	5.10
现金收入比（%）	74.26	78.39	78.55

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

偿债指标方面，截至 2024 底，随着公司在建项目持续投入，短期银行借款及应付工程款增长，同时货币资金规模下降，公司流动比率和速动比率下降明显，现金类资产已无法覆盖其短期债务。受经营活动现金净流入规模下降影响，其对短期债务和流动负债的覆盖程度均有所下降。2024 年，公司 EBITDA 为 2.87 亿元，同比下降 13.46%，同时，公司全部债务规模增长，EBITDA 对全部债务及利息的覆盖程度下降。整体看，公司偿债能力指标表现趋弱，但仍属较好。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	121.89	74.61	89.23
	速动比率（%）	96.81	50.67	62.85
	经营现金/流动负债（%）	34.05	10.03	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.71	0.25	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.27	0.56	0.64
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	3.32	2.87	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.47	7.94	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.18	0.07	--
	EBITDA/利息倍数（倍）	5.81	4.29	--
	经营现金/利息支出（倍）	4.60	2.35	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在超过 500 万元的重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月底，公司对关联公司山东惠亚环保科技有限公司进行连带责任担保，余额为 383.60 万元，占当期净资产的 0.25%，或有负债风险小。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 42.78 亿元，剩余未使用授信额度 15.72 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部业务主要为公司 FCC 催化剂(新剂)生产销售和大部分的废催化剂处置产能,本部资产规模占合并资产的比重较高,2024 年末公司资产、负债及债务均有所增长,当期公司本部收入规模有所增长,利润由亏转盈。

公司本部业务主要为公司 FCC 催化剂(新剂)生产销售和大部分的废催化剂处置产能。截至 2024 年底,本部资产较年初增长 9.86%,主要系公司本部向子公司提供借款用于子公司投资及项目建设增加导致其他应收款增加所致,负债总额较年初增长 18.41%,主要系公司本部长、短期借款增加所致。期末全部债务较年初增长 39.87%,全部债务资本化比率增长 8.36 个百分点至 54.04%,债务负担加重。2024 年,公司本部营业总收入同比增长 29.73%,利润总额 0.06 亿元,同比由亏转盈利,经营活动产生的现金净流入 0.21 亿元,同比由负转正,公司本部利润及经营获现规模较小,偿债资金主要依靠新增借款置换及子公司归还借款。整体上,公司本部经营情况较稳定。

图表 18 • 2024 年合并报表与公司本部财务数据比较 (单位: 亿元)

科目	合并报表	公司本部
资产总额	49.39	29.43
负债总额	33.77	17.77
所有者权益	15.62	11.66
全部债务	22.82	13.71
营业总收入	11.49	4.24
利润总额	0.41	0.06
经营活动现金流入	10.66	3.41
经营活动现金流量净额	1.58	0.21

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

(六) ESG 方面

公司环境和社会责任方面表现良好, 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, 生产过程中涉及到废水、废气和废弃物的排放, 公司废水、废气均达到相关标准后排放, 废弃物均委托有资质的第三方危险废物处置单位处置, 符合国家相关要求。2024 年, 公司及子公司合计投入环保费用 12330.64 万元, 运行成本 3646.62 万元, 2023 年, 公司缴纳环保税 6.15 万元。公司未因环境问题受到行政处罚。

社会责任方面, 公司解决就业 1177 人, 公司贯彻执行《劳动合同法》《社会保险法》等各项法律法规, 为员工提供福利保障; 公司结合公司运营管理现状, 制定了较为完善的安全生产管理制度, 明确安全管理组织机构、运营管理程序, 未发生安全事故。

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。

七、债券偿还能力分析

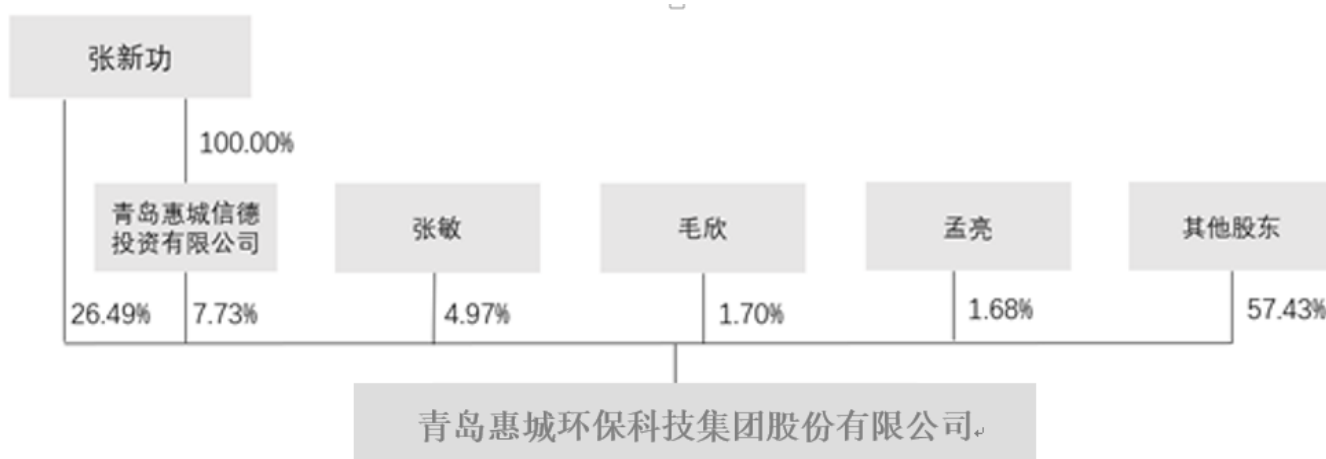
2024 年, 公司经营活动现金和 EBITDA 对“惠城转债”剩余额度保障程度很高。

2024 年, 公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 10.66 亿元、1.58 亿元和 2.87 亿元, 为截至 2025 年 3 月底“惠城转债”剩余额度(1.2388 亿元)的 8.61 倍、1.24 倍和 2.32 倍, 对“惠城转债”剩余额度的保障程度很高。此外, 考虑到“惠城转债”已进入转股期, 公司股票价格显著高于转股价格(11.25 元/股), 未来若债券持有人转股, 公司偿债压力将减轻。

八、跟踪评级结论

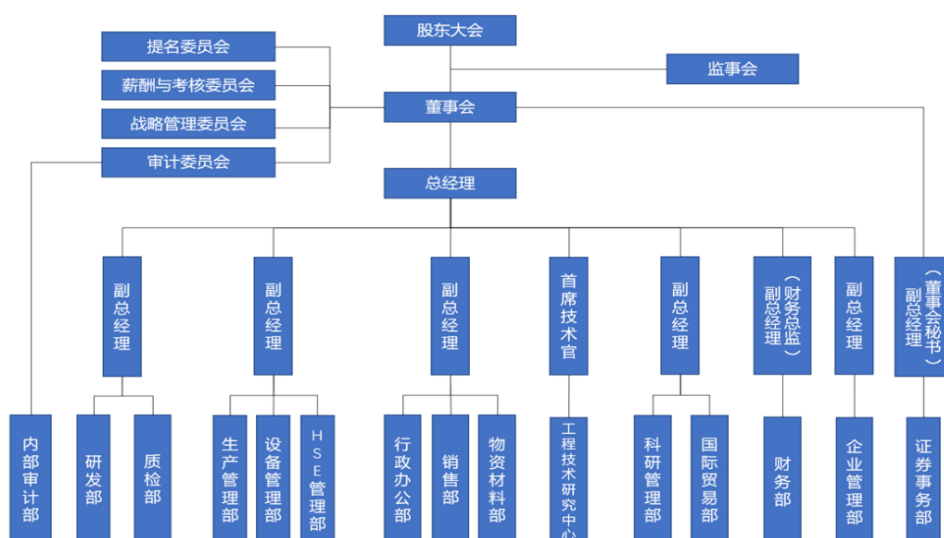
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺, 维持“惠城转债”的信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定。

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 2024 年底）

公司	城市	具体业务	注册资本	直接/间接持股比例（%）
九江惠城环保科技有限公司	江西省九江市	危废回收处置利用、城市生活垃圾经营性服务	1.57 亿元	100.00%
青岛惠城欣隆实业有限公司	山东省青岛市	租赁及物业管理；餐饮管理；住宿	0.10 亿元	100.00%
北海惠城环保科技有限公司	广西壮族自治区 北海市	化工固废、危废的回收、处置	0.50 亿元	100.00%
青岛惠城环境科技有限公司	山东省青岛市	固体废物治理、再生资源回收、碳减排、碳转化、技术服务、技术推广、技术转让	1.50 亿元	100.00%
Forland Petrochemical Technology LLC	美国	贸易	0.14 亿元	100.00%
广东东粤环保科技有限公司	广东省揭阳市	危险废物的回收处置利用、热力生产和供应	2.47 亿元	93.21%
巴州惠疆环保治理有限公司	新疆	塑料制品销售、塑料制品制造、化工产品销售（不含许可类化工产品）、专用化学产品销售、废旧农膜回收	1.00 亿元	80.00%
青岛惠城环境工程有限公司	山东省青岛市	设备销售	0.40 亿元	60.00%
广东东粤化学科技有限公司	广东省揭阳市	再生资源回收、加工、销售；化工产品生产、销售；合成材料制造（不含危险化学品）；资源循环利用服务技术咨询；资源再生利用技术研发；余热余压余气利用技术研发；技术服务、技术开发；	5.80 亿元	68.97%

注：公司持有九江惠城环保科技有限公司（以下简称“九江惠城”）95.541%股权，实际控制人张新功持有九江惠城 4.459%股权，截至 2024 年 12 月 31 日，公司实际控制人张新功对九江惠城持股尚未出资到位，根据九江惠城《公司章程》规定，九江惠城弥补亏损和提取公积金后所余年度税后利润，由股东按照实缴的出资比例分配，因此，在实际控制人张新功出资到位前，公司仍按 100%比例享有子公司九江惠城之权益

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.73	3.52	4.37
应收账款（亿元）	1.96	2.67	2.97
其他应收款（亿元）	0.19	0.27	0.33
存货（亿元）	1.94	3.76	3.96
长期股权投资（亿元）	0.24	0.22	0.24
固定资产（合计）（亿元）	18.19	20.56	19.56
在建工程（合计）（亿元）	1.67	11.46	15.38
资产总额（亿元）	32.86	49.39	53.65
实收资本（亿元）	1.38	1.96	1.96
少数股东权益（亿元）	0.50	2.25	2.23
所有者权益（亿元）	13.69	15.62	15.38
短期债务（亿元）	3.73	6.24	6.84
长期债务（亿元）	11.13	16.58	21.77
全部债务（亿元）	14.86	22.82	28.62
营业总收入（亿元）	10.71	11.49	2.85
营业成本（亿元）	7.26	8.65	2.27
其他收益（亿元）	0.08	0.07	0.02
利润总额（亿元）	1.45	0.41	-0.09
EBITDA（亿元）	3.32	2.87	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.95	9.01	2.24
经营活动现金流入小计（亿元）	9.05	10.66	2.33
经营活动现金流量净额（亿元）	2.63	1.58	-0.33
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.35	-11.31	-4.83
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.67	8.41	5.10
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.76	4.21	--
存货周转次数（次）	4.83	3.04	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.28	--
现金收入比（%）	74.26	78.39	78.55
营业利润率（%）	31.42	23.98	19.48
总资本收益率（%）	7.04	2.86	--
净资产收益率（%）	11.21	3.05	--
长期债务资本化比率（%）	44.85	51.50	58.61
全部债务资本化比率（%）	52.05	59.37	65.05
资产负债率（%）	58.33	68.38	71.34
流动比率（%）	121.89	74.61	89.23
速动比率（%）	96.81	50.67	62.85
经营现金流动负债比（%）	34.05	10.03	--
现金短期债务比（倍）	1.27	0.56	0.64
EBITDA 利息倍数（倍）	5.81	4.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.47	7.94	--

注：1. 2023 年数据为 2024 年审计报告期初数，公司 2025 年一季度财务数据未经审计；3. “--” 表示指标不适用
 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	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	3.25	1.80
应收账款（亿元）	1.88	2.11
其他应收款（亿元）	2.13	4.20
存货（亿元）	1.55	1.43
长期股权投资（亿元）	8.36	9.85
固定资产（合计）（亿元）	7.23	6.99
在建工程（合计）（亿元）	0.44	0.59
资产总额（亿元）	26.79	29.43
实收资本（亿元）	1.38	1.96
少数股东权益（亿元）	--	--
所有者权益（亿元）	11.78	11.66
短期债务（亿元）	3.32	4.90
长期债务（亿元）	6.48	8.81
全部债务（亿元）	9.80	13.71
营业总收入（亿元）	3.27	4.24
营业成本（亿元）	2.51	3.28
其他收益（亿元）	0.05	0.05
利润总额（亿元）	-0.38	0.06
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.32	3.14
经营活动现金流入小计（亿元）	7.35	3.41
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.42	0.21
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.62	-4.10
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.28	2.16
财务指标		
销售债权周转次数（次）	1.55	1.82
存货周转次数（次）	2.03	2.20
总资产周转次数（次）	0.14	0.15
现金收入比（%）	70.83	74.08
营业利润率（%）	21.59	21.58
总资本收益率（%）	0.08	2.34
净资产收益率（%）	-2.66	1.21
长期债务资本化比率（%）	35.50	43.03
全部债务资本化比率（%）	45.41	54.04
资产负债率（%）	56.01	60.37
流动比率（%）	124.12	123.75
速动比率（%）	103.52	106.70
经营现金流动负债比（%）	-18.90	2.46
现金短期债务比（倍）	0.98	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：“/”表示数据未获得，“--”表示指标不适用
 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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