

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 2026 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〔2026〕4624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：

二〇二六年六月二十三日

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。

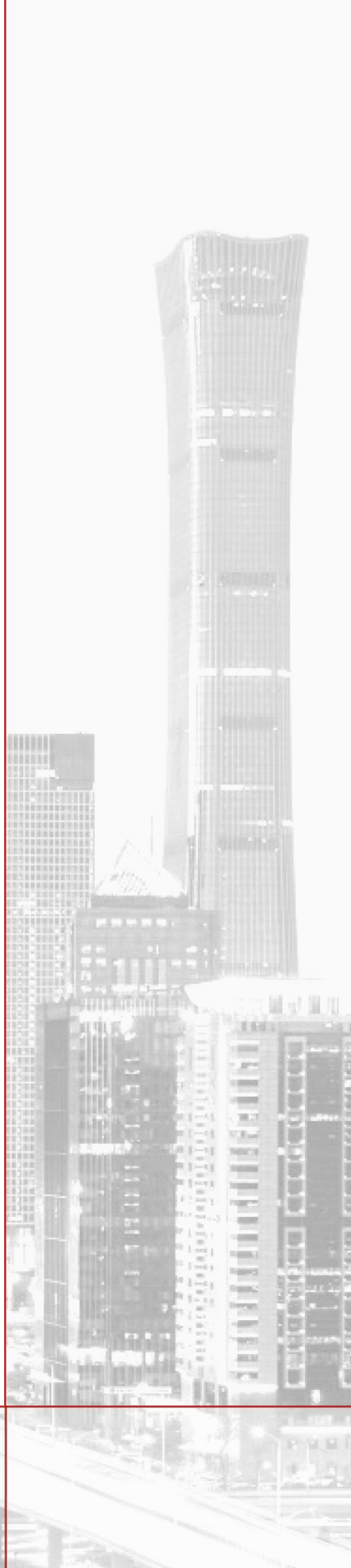
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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 2026 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	2026/06/23
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 2025 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%，整体处置情况良好。2025 年，公司主营业务收入同比基本持平，但整体盈利水平有所增长。受炼化行业存在开工率不足或停产的情况，行业竞争激烈，公司 FCC 催化剂（新剂）生产和废催化剂处置产能利用率仍处于较低状态；石油焦制氢灰渣综合利用项目为广东石化有限责任公司（以下简称“广东石化”）炼化一体化项目的配套，灰渣处置收入和副产品蒸汽收入仅来源于广东石化，公司的议价能力一般，灰渣处置、蒸汽销售价格及相关收入回款承压。公司客户集中度高，收入对主要客户的依赖度高。整体看，公司经营风险较低。财务方面，2025 年，随着公司在建项目的持续投入，资产及负债规模均大幅增加，较大规模应收账款及存货对公司营运资金形成一定占用，公司当期经营性现金流转为净流出；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。公司于 2026 年一季度完成增发，资本实力进一步提升；同时，公司债务结构较好，直接、间接融资渠道通畅，整体财务风险较低。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 2025 年经营活动现金流入量和 EBITDA 对“惠城转债”剩余额度保障程度很高，但同期经营活动现金流净额无法对“惠城转债”形成覆盖，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 2025 年底，公司拥 128 例专利授权，其中发明专利 62 例，实用新型专利 66 例。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%，整体处置情况良好。
- **公司债务结构较好。**截至 2026 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。
- **跟踪期内，公司成功向特定投资者发行 A 股股票，资本实力进一步提升。**跟踪期内，公司成功向 17 名特定投资者发行 A 股股票，募集资金总额 85000 万元，资本实力进一步得到提升。

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，行业竞争激烈，公司 FCC 催化剂（新剂）生产和废催化剂处置产能利用率处于较低状态，叠加废催化剂处置的量价齐跌，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。2025 年，公司营业利润率和利润总额虽同比有所回升，但较 2023 年已大幅下降。

- **公司前五大客户集中度高，收入对主要客户的依赖度高。**2025 年，公司前五大客户合计销售金额占年度销售总额比例提升至 77.50%，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，议价能力一般，灰渣处置、蒸汽销售价格和相关收入回款承压。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，新项目存在不及预期风险。**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、揭阳大南海石化工业区环保资源综合利用一期、1 万吨/年绿电储能新材料等项目，截至 2026 年 3 月底，公司在建项目尚需投资 14.12 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，需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 2025 年底，公司全部债务 34.35 亿元，较上年底增长 50.49%，全部债务资本化比率 67.77%，较上年底上升 7.61 个百分点。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 化工企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
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	4
			经营分析	3
财务风险	F2	盈利能力		1
		资本结构		3
		偿债能力		2
指示评级				a ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：无				--
模型级别				A ⁺

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于2026年5月及6月对《外部支持评估方法》和《化工企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

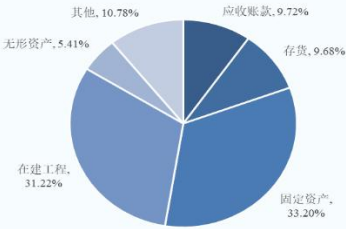
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	3.52	2.74	10.75
资产总额（亿元）	49.39	61.56	72.85
所有者权益（亿元）	15.62	16.33	24.77
短期债务（亿元）	6.24	11.60	13.71
长期债务（亿元）	16.58	22.75	22.71
全部债务（亿元）	22.82	34.35	36.42
营业总收入（亿元）	11.49	11.36	2.70
利润总额（亿元）	0.41	0.72	0.06
EBITDA（亿元）	2.87	3.70	--
经营性净现金流（亿元）	1.58	-1.93	-0.64
营业利润率（%）	23.98	28.19	27.80
EBITDA 利润率（%）	24.98	32.56	--
总资产报酬率（%）	2.08	2.41	--
资产负债率（%）	68.40	73.47	66.00
全部债务资本化比率（%）	60.16	67.77	59.53
流动比率（%）	74.61	79.94	110.17
经营现金流动负债比（%）	10.03	-9.23	--
现金短期债务比（倍）	0.56	0.24	0.78
EBITDA 利息倍数（倍）	4.28	4.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.95	9.29	--

公司本部口径		
项 目	2024 年	2025 年
资产总额（亿元）	29.43	32.26
所有者权益（亿元）	11.66	11.69
全部债务（亿元）	13.71	18.14
营业总收入（亿元）	4.24	4.41
利润总额（亿元）	0.06	-0.07
资产负债率（%）	60.37	63.76
全部债务资本化比率（%）	54.04	60.80
流动比率（%）	123.75	118.20
经营现金流动负债比（%）	2.46	4.97

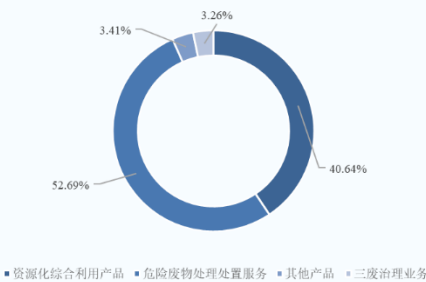
注：1.本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2.公司本部未披露2026年一季度财务数据，公司合并口径2026年一季度财务数据未经审计；3.公司合并口径已将长期应付款有息部分计入长期债务，公司本部口径的全部债务未经调整；4.“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

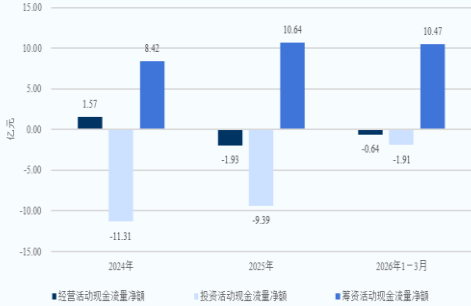
2025 年底公司资产构成



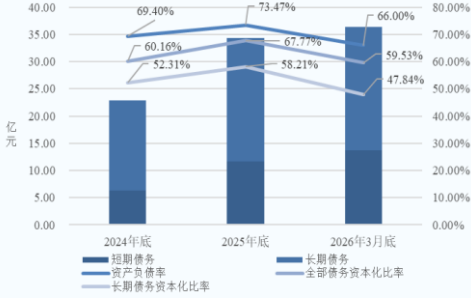
2025 年公司收入构成



2024—2025 年 2026 年 1—3 月公司现金流情况



2024—2025 年底及 2026 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	0.6550 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	2025/06/28	张垆 苏柏文	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：苏柏文 subw@lhratings.com

项目组成员：张垆 zhangtong@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 2026 年 3 月底，公司总股本 2.11 亿元，张新功直接或间接持有公司 33.51% 的股份（详见附件 1-1），为公司控股股东和实际控制人。截至 2026 年 6 月 18 日，公司控股股东、实控人及其一致行动人已将其所持公司股份中的 1570.80 万股进行质押（占其所持股份比例 16.66%）。

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 2026 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 2025 年底，公司合并范围在职人员 1375 人。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 61.56 亿元，所有者权益 16.33 亿元（含少数股东权益 2.14 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 11.36 亿元，利润总额 0.72 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 72.85 亿元，所有者权益 24.77 亿元（含少数股东权益 2.18 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.70 亿元，利润总额 0.06 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：李恩泉。

三、债券概况及募集资金使用情况

经联合资信评级的存续债券为“惠城转债”，发行额度合计 3.20 亿元。公司发行的“惠城转债”转股期为 2022 年 1 月 13 日至 2027 年 7 月 6 日。“惠城转债”初始转股价格为人民币 17.11 元/股。后经多次转股价调整，截至本报告出具日，“惠城转债”最新的转股价格为人民币 10.33 元/股。

截至本报告出具日，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，募投项目 4 万吨/年 FCC 催化新材料项目（一阶段）已于 2023 年 2 月份正式投产。跟踪期内，“惠城转债”按时兑付利息。

图表 1 • 截至本报告出具日由联合资信评级的公司存续债券概况

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	0.6550	2021/07/07	6 年

资料来源：wind

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业分析

2025年化工行业景气指数于底部温和回升，前三季度样本企业营收小幅下滑，盈利明显改善，但行业投资结构分化，行业整体债务杠杆小幅上升。具体看，近年来，中国炼油产能稳居全球第一，但原油对外依存度仍维持在高位。2025年，行业在“减油增化”政策引导下加速转型，乙烯当量自给率得到提升，但结构性矛盾依然存在。未来，随着新增产能受限及成品油需求放缓，“降油增化”与产业结构调整仍将是炼化行业发展的主旋律。2026年，化工行业供给端将持续结构优化，但传统行业需求承压，高端产品需求有望高速增长。成本端，石油价格大涨推高石油化工成本，但我国煤化工优势凸显，海外部分供给受损有望助推我国化工品出口增长。完整版行业分析详见[《2026年化工行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

2025年，公司传统业务FCC（新剂）和危险废物处置的核定产能保持稳定；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2025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2025年底，公司拥有128例专利授权，其中发明专利62例，实用新型专利66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2026年5月25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，公司完成新一届的董事会选举及高级管理人员聘任工作，对治理结构、《公司章程》及管理制度进行部分修订，上述事项不影响公司生产经营稳定性。

跟踪期内，公司第三届董事会任期届满，2025年12月24日公司召开了2025年第三次临时股东大会，审议通过了《关于变更注册资本并修订〈公司章程〉的议案》，公司董事会成员人数由7人调整为9人，并选举产生了公司第四届董事会非独立董事和独立董事，与公司第五届第六次职工代表大会选举产生的职工代表董事共同组成了公司第四届董事会。同日，公司召开第四届董事会第一次会议，聘任了高级管理人员。其中，叶红女士任期届满离任后不再担任公司董事长及提名委员会委员、副总经理职务；史惠芳女士任期届满离任后不再担任公司副总经理职务，任公司董事长、战略委员会委员、审计委员会委员、薪酬与考核委员会委员职务；原总经理林瀚先生因任期届满不再担任公司总经理，仍任公司董事；李恩泉先生被选举为新任公司董事及总经理；吕灵女士被选举为新任公司董事和副总经理。

此外，公司于2025年12月9日发布了《青岛惠城环保科技集团股份有限公司关于变更注册资本、修订《公司章程》及制定、修订部分治理制度的公告》，其中，核心内容包括公司的权利机构由“股东大会”更名为“股东会”及调整相关议事规则；取消监

事会，由审计委员会行使《公司法》规定的监事会的职权；公司注册资本增加至 200115228 元；对《对外担保管理制度》、《对外投资管理制度》、《信息披露管理制度》、《关联交易管理制度》、《重大经营与投资决策管理制度》等管理制度进行修订。上述议案已由公司第三次临时股东大会表决通过。

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，公司成功向特定投资者发行 A 股股票，资本实力进一步提升。

2026 年 4 月 7 日，公司发布了《青岛惠城环保科技集团股份有限公司关于向特定对象发行 A 股股票上市公告书披露的提示性公告》和《中德证券有限责任公司关于青岛惠城环保科技集团股份有限公司 2024 年度向特定对象发行 A 股股票之上市保荐书》，公司成功向 17 名特定投资者发行 A 股股票，募集资金总额 85000 万元，用于“揭阳大南海石化工业区一般工业固废处理一期项目”、“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，公司资本实力进一步得到提升。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司主营业务收入小幅下降。其中，随着蒸汽收入占比提升，资源化综合利用产品板块毛利率同比增加，带动公司主营业务毛利率同比有所提升。2026 年一季度，公司主营业务收入同比下降，毛利率较 2025 年变动不大。

2025 年，公司主营业务收入规模较上年基本持平。其中，FCC 催化剂和蒸汽销量增长，带动资源化综合利用产品板块收入同比增长 17.26%；危险废物处理处置服务板块收入同比下降 5.56%，主要系废催化剂处置量价齐跌、灰渣处置价格下降所致；其他产品和三废治理业务板块收入占比较小，2025 年，公司农膜销售量增加，带动其他产品收入同比增长 32.74%；同期，公司残膜回收业务收入减少，三废处理业务板块收入同比下降 33.18%。

2025 年，公司主营业务毛利率同比增加 4.49 个百分点，其中，资源化综合利用产品的毛利率同比大幅增加 14.81 个百分点，主要系蒸汽收入占比提升所致；危险废物处理处置服务毛利率同比略有下降；其他产品毛利率同比大幅下降 12.69 个百分点，主要系销售价格下降所致；三废治理业务毛利率同比增加 5.09 个百分点，主要系当期毛利率较高的仓储服务收入增加所致。

2026 年 1—3 月，公司实现主营业务收入同比下降 5.30%。主营业务毛利率较 2025 年变动不大。

图表 2 • 2024—2025 年及 2026 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	2024 年			2025 年			2026 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	3.91	34.36%	24.79%	4.59	40.64%	39.60%	1.09	40.49%	49.14%
危险废物处理处置服务	6.63	58.26%	23.50%	5.94	52.69%	21.27%	1.29	48.14%	17.67%
其他产品	0.29	2.55%	23.64%	0.38	3.41%	10.95%	0.26	9.55%	7.77%
三废治理业务	0.55	4.83%	33.59%	0.37	3.26%	38.68%	0.05	1.82%	-10.71%
合计	11.38	100.00%	24.44%	11.28	100.00%	28.93%	2.68	100.00%	28.95%

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

2025 年，公司主要原料中铝粒价格小幅增加，其他原材料价格均有所下降。公司主要原材料的采购量同比变动不大；供应商仍较为集中，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，2025 年，公司生产经营较为稳定，主要原材料的采购量同比变动不大。采购价格方面，2025 年，受行业产能释放、供给充裕，叠加下游需求偏弱，拟薄水铝石、高岭土和水玻璃的采购价格下行；受下游市场需求回暖支撑，铝粒的采购均价同比小幅增长；液碱的采购均价同比变动不大。

采购集中度方面，2025 年，公司前五大供应商采购金额合计占采购总额的 43.94%（2024 年为 46.08%），均为非关联方采购，采购仍较为集中，采购内容同比变动不大。公司主要原材料供应较为稳定。

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	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
拟薄水铝石	采购量	4027.67	3800.92	1648.68
	采购均价	6193.18	5102.07	4663.68
	采购金额	2494.41	1939.26	768.89
水玻璃	采购量	20999.10	21188.04	4760.70
	采购均价	766.95	613.79	529.60
	采购金额	1610.53	1300.49	252.12
铝粒	采购量	1175.00	1156.10	210.00
	采购均价	19596.09	20081.95	22084.03
	采购金额	2302.54	2321.67	463.76
高岭土	采购量	13963.15	14593.54	4449.90
	采购均价	1555.87	1477.69	1204.98
	采购金额	2172.49	2156.47	536.20
液碱	采购量	33171.64	33078.13	4281.80
	采购均价	1596.48	1604.78	1358.41
	采购金额	5295.80	5308.31	581.64

资料来源：公司提供

（2）资源化综合利用产品

2025 年，公司 FCC 催化剂（新剂）产能保持稳定，同时，公司积极拓展海外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小幅增长；蒸汽产销量同比有所增长。公司客户较为稳定但集中度高，收入对主要客户依赖较大。2026 年一季度，公司 FCC 催化剂（新剂）产量和产能利用率同比变动不大，产销率保持较高水平。

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。

2025 年，公司 FCC 催化剂（新剂）产能同比未发生变化，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。但得益于公司积极拓展海外市场，FCC 催化剂（新剂）产量同比小幅增长，产能利用率同比小幅提升，但整体产能利用率仍较低。2026 年一季度，公司 FCC 催化剂（新剂）产量及产能利用率同比均变动不大。

图表 4 • 公司 FCC 催化剂（新剂）生产情况（单位：吨/年、吨）

指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
产能	40000.00	40000.00	10000.00
产量（湿基）	26085.37	26819.05	6503.31
产能利用率	65.21%	67.05%	65.03%

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取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. 2026 年一季度的产能利用率年化计算

资料来源：公司提供

销售方面，2025 年，FCC 催化剂（新剂）销量同比小幅下降，产销率保持较高水平，FCC 催化剂（新剂）销售均价同比变动不大。2026 年一季度，FCC 催化剂整体销量占 2025 年全年的 24.16%，销量继续同比下降 4.38%，FCC 催化剂（新剂）销售均价同比变动不大。

图表 5 • 公司主要产品市场销售情况（单位：万元、吨、元/吨）

产品	指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
FCC 催化剂（新剂）	销售金额	27134.30	26752.38	6271.80
	销量（湿基）	25075.26	24756.78	5981.00
	销售均价（湿基折算）	10821.14	10806.08	10486.21
	产销率	96.13%	92.31%	91.97%

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，因此仅可定向供应给广东石化，议价能力一般，但业务合作基础稳定。2025 年，受灰渣实际碳含量增加影响，公司蒸汽产销量同比增长 51.79%至 78.04 万吨，带动公司当期蒸汽实现销售收入同比增长 52.74%，结算周期仍为月度结算。此部分不摊销成本，收入即利润。

2025 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，受蒸汽销售金额增长影响，前五大客户合计销售金额占销售收入的比例同比提升 9.87 个百分点，销售集中度处于高水平。整体看，公司客户较为稳定，但对主要客户依赖较大。

图表 6 • 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	占销售金额比重
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%
2025 年	广东石化有限责任公司	蒸汽	10501.23	22.90%
	客户二	FCC 催化剂	7132.90	15.56%
	客户三	FCC 催化剂	5514.55	12.03%
	客户四	FCC 催化剂、HCRL	4435.25	9.67%
	客户五	FCC 催化剂	2892.92	6.31%
	合计	--	30476.85	66.47%

资料来源：公司提供

（3）危险废物处理处置服务

2025 年，公司废催化剂处置和石油焦制氢灰渣危废处置核准量未发生变化。受宏观经济下行、炼化行业盈利水平收缩以及废催化剂处理处置服务竞争加剧等因素影响，废催化剂处置量价齐跌，产能利用率处于较低水平；灰渣处置量同比提升，产能利用率同比增长，但受结算模式变化影响，处置单价同比下降。2026 年一季度，公司炼油废催化剂处置量同比增长。

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 2025 年底，公司废催化剂处置和石油焦制氢灰渣危废处置核准量较上年底未发生变化。

跟踪期内，公司炼油废催化剂处置服务模式、处置价格定价方式和结算方式未发生重大变化。2025 年，受宏观经济下行、炼化行业盈利水平收缩以及废催化剂处理处置服务竞争加剧等因素影响，废物处置量（废催化剂）同比下降 24.32%，平均处置价格同比下降 6.28%，产能利用率同比下降 16.99 个百分点，处于较低水平。2026 年一季度，废物处置量（废催化剂）同比增长 6.76%。

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，因而灰渣处置收入仅来自广东石化。2025 年，受石油焦制氢灰渣接收量上升影响，公司废物处置量（灰渣）同比增加 24.77%，但受结算模式影响，平均处置价格同比下降 27.30%；2026 年一季度，公司灰渣处置量同比下降 8.23%。2024 年、2025 年和 2026 年 1—3 月，公司灰渣收集处置率均接近 100%，整体处置情况良好。

图表 7 • 危险废物处理处置服务（废催化剂）情况

指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
危险废物处置核准量（废催化剂）（吨/年）	56480.00	56480.00	14120.00
废物处置量（吨）	39444.94	29850.25	5947.91
产能利用率	69.84%	52.85%	42.12%
废物收集量（吨）	38359.15	31682.78	4459.08
收集处置率	102.83%	94.22%	133.39%
平均处置价格（元/吨）	930.99	872.56	703.27

注：2026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

图表 8 • 危险废物处理处置服务（灰渣）情况

指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
危险废物处置核准量（灰渣）（吨/年）	200000.00	200000.00	50000.00
废物处置量（吨）	145437.99	181464.44	40128.03
产能利用率	72.72%	90.73%	80.26%
废物收集量（吨）	146848.99	180522.29	40313.08
收集处置率	99.04%	100.52%	99.54%
平均处置价格（元/吨）	4308.92	3132.46	3112.91

注：2026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。

截至 2026 年 3 月底，公司主要在建项目预算总金额为 31.56 亿元，尚需投资 14.12 亿元，公司存在一定资本支出压力。

截至 2026 年 5 月底，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，项目目前进入试运行阶段；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（一期）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。

公司 20 万吨/年混合废塑料资源化综合利用示范性项目使用公司针对“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 9 • 截至 2026 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 2026 年 3 月底 已投资	2026 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	自有资金、银行贷款、超长期特别国债	15.00	12.99	0.80
10 万吨/年废塑料资源综合利用项目	自筹资金、国债、银行贷款	2.30	1.50	0.80
1 万吨/年绿电储能新材料项目	自有资金、银行贷款	3.94	0.98	0.80
东粤广场项目	自筹资金	5.00	1.61	1.97
揭阳大南海石化工业区环保资源综合利用一期项目	自筹资金、募集资金	5.32	0.74	0.11
合计	--	31.56	17.44	4.48

注：1. 东粤广场项目和一万吨绿电储能新材料项目计划总投资与年报存在差异，主要系年报只披露上述项目的一期投资额所致；2. 尾差系四舍五入所致
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 2025 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 2026 年 1—3 月财务数据未经审计。

2025 年，公司合并范围变化不大，对生产经营和业绩没有重大影响，公司财务数据可比性强。

1 资产质量及资本结构

跟踪期内，随着新项目持续投入，公司外部融资规模和资产规模同步提升，资产仍以非流动资产为主，其中，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。2026 年一季度末，公司债务负担继续加重，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 2025 年底，随着在建项目持续投入，公司合并资产总额较年初增长 24.65%，资产以非流动资产为主，符合公司业务特性。

截至 2025 年底，受销售现金回款下降、项目建设持续现金支出影响，公司货币资金较年初下降 23.11%，其中因银行承兑汇票保证金受限金额 1243.06 万元，受限比例较低；应收账款较年初增加 3.32 亿元，主要系销售回款延期所致，其中期限一年以内的占比 91.93%，应收账款余额前五大合计占比 76.87%，集中度较高，坏账准备累计余额 0.49 亿元；存货较年初增长 58.41%，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。2025 年，公司保持较大规模的资本支出，期末在建工程（合计）较年初增长 67.85%；期末固定资产较年初变动不大，累计计提折旧 6.79 亿元。截至 2025 年底，公司无形资产较年初变动不大，主要为土地使用权。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底继续增长 18.32%，主要系公司收到定增资金使得货币资金增加及在建工程持续投入所致；受货币资金增加影响，公司资产结构中的流动资产占比较上年底提升，但仍以非流动资产为主。

图表 10 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2025 年初		2025 年末		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	11.73	23.74%	16.71	27.14%	26.24	36.02%
货币资金	2.84	5.75%	2.18	3.55%	10.09	13.85%
应收账款	2.67	5.40%	5.98	9.72%	6.91	9.49%
存货	3.76	7.62%	5.96	9.68%	6.10	8.37%
非流动资产	37.66	76.26%	44.86	72.86%	46.60	63.98%
固定资产（合计）	20.56	41.64%	20.44	33.21%	20.07	27.55%
在建工程（合计）	11.46	23.19%	19.23	31.23%	20.32	27.89%
无形资产	3.30	6.68%	3.33	5.41%	4.03	5.53%
资产总额	49.39	100.00%	61.56	100.00%	72.85	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2026 年 3 月底，公司受限资产较低，受限资产主要为因售后回租受限的固定资产以及用于抵质押借款的应收账款和无形资产。

图表 11 • 截至 2025 年底公司资产受限情况

受限资产科目	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.12	0.20%	银行承兑汇票保证金
应收票据	0.06	0.09%	期末已背书尚未到期未终止确认的应收票据
应收账款	4.23	6.88%	质押借款
固定资产	2.03	3.29%	售后回租固定资产
无形资产	1.85	3.01%	抵押借款
合计	8.29	13.47%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告和提供资料整理

资本结构方面，截至 2025 年底，公司所有者权益 16.33 亿元，较上年底增长 8.08%，主要系利润留存、“惠城转债”因转股增加资本公积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 86.90%，少数股东权益占比为 13.10%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 12.30%、55.10%和 20.58%。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、短期借款均有所上升。截至 2025 年底，公司负债总额较年初增长 31.95%，负债结构仍以非流动负债为主。其中，应付账款较年初均增长 18.61%，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；其他应付款较年初下降 16.16%，主要系购建长期资产款项规模下降所致。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 24.48%、144.22%和 40.91%，新增部分主要为信用借款和抵押借款。其中，长期借款主要由抵押借款 3.66 亿元、质押借款 2.75 亿元和信用借款 14.66 亿元构成。截至 2025 年底，公司应付债券较年初下降 24.20%，主要系报告期内转股所致。

截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底继续增长 6.30%，负债结构变动不大。所有者权益规模较上年底增长 51.61%，主要系因报告期内公司完成定向增发导致资本公积大幅增加所致，结构较上年底变化不大。

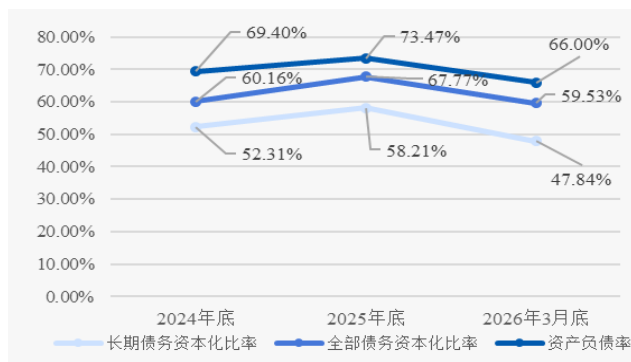
截至 2025 年底，公司全部债务 34.35 亿元，较年初增长 50.49%，其中，短期债务占比 33.76%，长期债务占比 66.24%。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 4.07 个百分点、7.61 个百分点和提高 5.90 个百分点。公司在建项目的持续投入推升债务规模，期末债务负担较重。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 36.42 亿元，较上年底继续增长 6.04%。

图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2025 年初		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	16.23	47.33%	20.90	46.21%	23.82	49.54%
短期借款	2.73	7.96%	3.40	7.51%	3.95	8.21%
应付账款	2.52	7.35%	2.99	6.60%	3.24	6.73%
其他应付款（合计）	6.76	19.72%	5.67	12.53%	6.16	12.80%
一年内到期的非流动负债	3.08	8.99%	7.52	16.63%	9.18	19.09%
非流动负债	18.05	52.67%	24.33	53.79%	24.26	50.46%
长期借款	14.95	43.61%	21.06	46.57%	20.45	42.54%
应付债券	1.27	3.70%	0.96	2.13%	0.96	2.00%
负债总额	33.77	100.00%	45.23	100.00%	48.08	100.00%

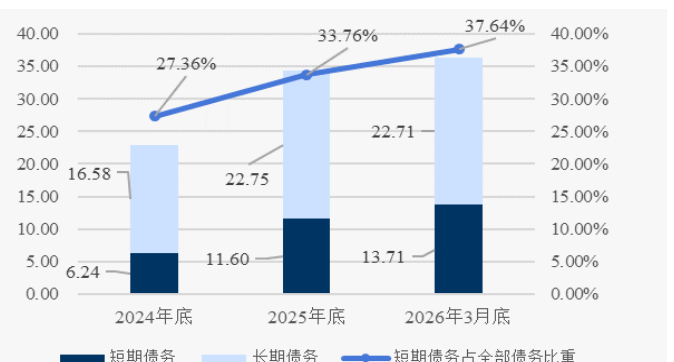
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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

2025 年，公司营业总收入同比小幅下降，期间费用对公司利润侵蚀严重，非经常性损益对公司利润影响较大，得益于营业利润率提升，公司利润总额同比有所增加，各盈利指标同比有所提升；受备货增加及销售回款延长影响，公司 2025 年经营活动现金流转为净流出，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。

公司营业总收入同比小幅下降。2025 年，公司积极拓展海外市场，催化剂销售均价提升，同时蒸汽销售收入占比提升，公司 EBITDA 利润率同比提升 7.58 个百分点。同期，公司费用总额同比变动不大，主要以管理费用和财务费用为主，期间费用率为 22.13%，同比变动不大，对整体利润侵蚀比例较高。2025 年，公司信用减值损失同比大幅增长，主要系销售回款延期导致计提减值增加所致；其他收益同比增长 68.33%，主要系政府补助增加所致；整体看，公司当期非经常性损益对公司的利润影响较大。综合影响下，2025 年，公司利润总额同比增长 78.50%，各盈利指标同比有所提升。2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比下降 5.34%；当期公司高硫石油焦制氢灰渣综合利用装置持续优化运行，蒸汽收入增加；同时，公司加强管理，降本增效，资源化产品成本有所下降；此外，公司当期 20 万吨/年混合废塑料资源化项目试运行，实现产品销售；综上使得公司利润同比由亏转盈。

现金流方面，2025 年，公司经营活动现金流同比转为净流出，主要系原材料采购支付的现金增加、销售回款延长导致应收占款所致，公司现金收入比同比下降 14.19 个百分点，公司经营获现能力较弱。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。2025 年，公司筹资活动保持净流入状态，净流入规模同比增长 26.47%。2026 年 1—3 月，受销售回款减少影响，经营活动现金净流出规模同比增加 92.35%；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	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	11.49	11.36	2.70
营业成本	8.65	8.05	1.92
费用总额	2.43	2.51	0.67
其中：销售费用	0.34	0.35	0.09
管理费用	1.23	1.14	0.31
研发费用	0.24	0.24	0.06
财务费用	0.61	0.78	0.21
信用减值损失	-0.04	-0.18	-0.05
其他收益	0.07	0.12	0.04
利润总额	0.41	0.72	0.06
EBITDA 利润率	24.98%	32.56%	--
总资产报酬率	2.50%	2.68%	--
净资产收益率	3.05%	3.43%	--

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	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	10.66	8.04	1.57
经营活动现金流出小计	9.09	9.97	2.21
经营现金流量净额	1.58	-1.93	-0.64
投资活动现金流入小计	4.24	5.06	0.00
投资活动现金流出小计	15.55	14.45	1.91
投资活动现金流量净额	-11.31	-9.39	-1.91
筹资活动前现金流量净额	-9.73	-11.32	-2.55
筹资活动现金流入小计	15.32	19.42	12.78
筹资活动现金流出小计	6.91	8.78	2.31
筹资活动现金流量净额	8.41	10.64	10.47
现金收入比（%）	78.39	64.20	54.12

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

偿债指标方面，2025 年，随着短期银行借款增加同时货币资金规模下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。经营活动现金转为净流出，无法对短期债务和流动负债形成覆盖。2025 年，公司 EBITDA 为 3.70 亿元，同比增加 28.81%，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，但仍属很好。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
短期偿债指标	经营现金/流动负债（%）	10.03	-9.23	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.25	-0.17	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.56	0.24	0.78
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	2.87	3.70	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.94	9.29	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	-0.06	--
	EBITDA/利息倍数（倍）	4.29	4.01	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.35	-2.09	--

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 2026 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 2026 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 662.61 万元，占当期净资产的 0.41%，或有负债风险小。

银行授信方面，截至 2026 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 41.68 亿元，剩余未使用授信额度 8.54 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 FCC 催化剂（新剂）生产销售和大部分的废催化剂处置，本部资产规模占合并资产的比重较高，2025 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小幅增长，但投资收益同比大幅下降，利润由盈转亏。

公司本部业务主要为 FCC 催化剂（新剂）生产销售和大部分的废催化剂处置。截至 2025 年底，本部资产较年初增长 9.64%，主要系本部向子公司追加投资导致长期股权投资增加所致，负债总额较年初增长 15.78%，主要系公司本部长期借款增加所致。期末全部债务较年初增长 32.28%，全部债务资本化比率增长 6.76 个百分点至 60.80%，债务负担加重。2025 年，公司本部营业总收入同比增长 3.91%，投资收益同比大幅下降，利润总额同比由盈利转为亏损，经营活动产生的现金净流入 0.49 亿元，公司本部利润亏损且经营获现规模较小，偿债资金主要依靠新增借款置换、子公司归还借款或分配收益。

图表 18 • 2025 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	61.56	32.26
负债总额	45.23	20.57
所有者权益	16.33	11.69
全部债务	33.64	18.14
营业总收入	11.36	4.41
利润总额	0.72	-0.07
经营活动现金流入	8.04	4.15
经营活动现金流量净额	-1.93	0.50

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。

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。2025 年，公司未发生环境事故或因环境问题受到行政处罚。

社会责任方面，公司解决就业 1375 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。

公司治理方面，公司法人治理结构完善，董事会由 9 名不同专业领域和职业背景的成员构成，包含独立董事 3 名，女性董事 3 名。跟踪期内公司完成了第四届董事会换届选举及聘任高级管理人员，同时修订了部分管理制度，具体情况详见本报告“（二）、管理水平”章节。整体上，公司董事会及高级管理层运作情况良好；公司管理制度建设较为全面。

七、债券偿还能力分析

2025 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“惠城转债”剩余额度保障程度很高，但经营活动现金流净额无法对“惠城转债”形成覆盖。未来若债券转为公司股票，到期偿还压力将进一步减轻。

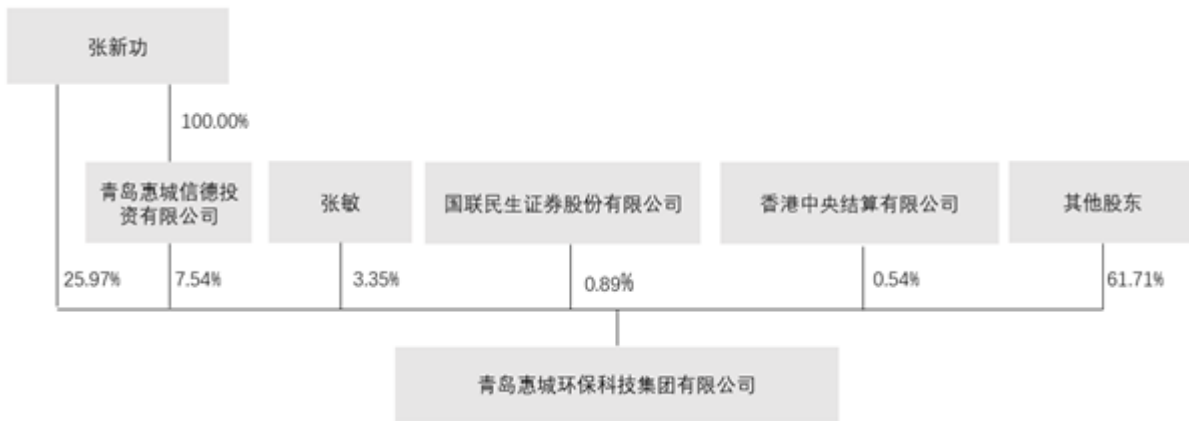
2025 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 8.04 亿元、-1.93 亿元和 3.70 亿元，为截至目前“惠城转债”剩余额度（0.6550 亿元）的 12.27 倍、-2.95 倍和 5.65 倍；其中，公司 2025 年经营活动现金流净额转负，无法对“惠城转债”剩余额度形成覆盖，但公司经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对“惠城转债”剩余额度的保障程度很高。此外，

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（11.11 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

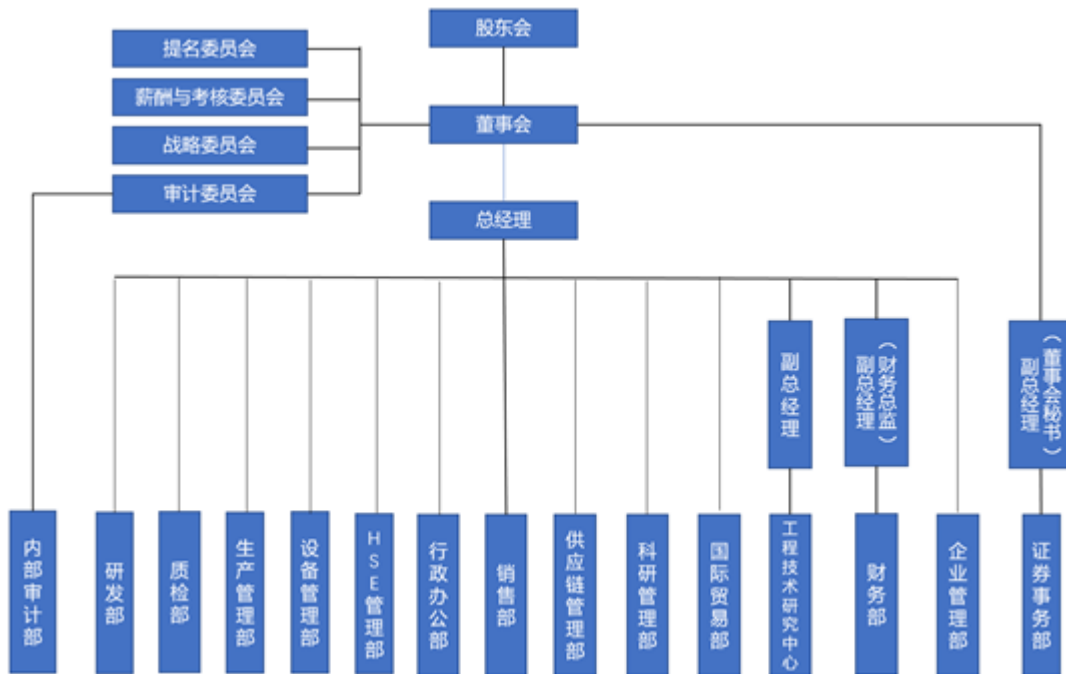
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“惠城转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 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%
青岛惠城环境科技集团有限公司	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	2.50 亿元	100.00%
Forland Petrochemical Technology LLC	美国	贸易、技术服务	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、设备制造	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%
惠疆环保科技（新疆）有限公司	山东省青岛市	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%
青岛惠城化学有限公司	山东省青岛市	技术开发、支持、服务	0.32 亿元	54.55%

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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.52	2.74	10.75
应收账款（亿元）	2.67	5.98	6.91
其他应收款（合计）（亿元）	0.27	0.37	0.38
存货（亿元）	3.76	5.96	6.10
长期股权投资（亿元）	0.22	0.22	0.21
固定资产（合计）（亿元）	20.56	20.44	20.07
在建工程（合计）（亿元）	11.46	19.22	20.32
资产总额（亿元）	49.39	61.56	72.85
实收资本（亿元）	1.96	2.01	2.11
少数股东权益（亿元）	2.25	2.14	2.18
所有者权益（亿元）	15.62	16.33	24.77
短期债务（亿元）	6.24	11.60	13.71
长期债务（亿元）	16.58	22.75	22.71
全部债务（亿元）	22.82	34.35	36.42
营业总收入（亿元）	11.49	11.36	2.70
营业成本（亿元）	8.65	8.05	1.92
其他收益（亿元）	0.07	0.12	0.04
利润总额（亿元）	0.41	0.72	0.06
EBITDA（亿元）	2.87	3.70	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.01	7.29	1.46
经营活动现金流入小计（亿元）	10.66	8.04	1.57
经营活动现金流量净额（亿元）	1.58	-1.93	-0.64
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.31	-9.39	-1.91
筹资活动现金流量净额（亿元）	8.41	10.64	10.47
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.21	2.48	--
存货周转次数（次）	3.04	1.66	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.20	--
现金收入比（%）	78.39	64.20	54.12
营业利润率（%）	23.98	28.19	27.80
EBITDA 利润率（%）	24.98	32.56	--
总资本收益率（%）	2.86	2.62	--
净资产收益率（%）	3.05	3.43	--
总资产报酬率（%）	2.08	2.41	--
长期债务资本化比率（%）	51.50	58.21	47.84
全部债务资本化比率（%）	59.37	67.77	59.53
资产负债率（%）	68.38	73.47	66.00
流动比率（%）	74.61	79.94	110.17
速动比率（%）	50.67	51.43	84.57
经营现金流动负债比（%）	10.03	-9.23	--
现金短期债务比（倍）	0.56	0.24	0.78
EBITDA 利息倍数（倍）	4.29	4.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.94	9.29	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款有息部分计入长期债务核算；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	2024 年	2025 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	1.80	1.79
应收账款（亿元）	2.11	2.67
其他应收款（亿元）	4.20	5.19
存货（亿元）	1.43	1.50
长期股权投资（亿元）	9.85	11.72
固定资产（合计）（亿元）	6.99	6.91
在建工程（合计）（亿元）	0.59	0.35
资产总额（亿元）	29.43	32.26
实收资本（亿元）	1.96	2.01
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	11.66	11.69
短期债务（亿元）	4.90	8.02
长期债务（亿元）	8.81	10.12
全部债务（亿元）	13.71	18.14
营业总收入（亿元）	4.24	4.41
营业成本（亿元）	3.28	3.13
其他收益（亿元）	0.05	0.05
利润总额（亿元）	0.06	-0.07
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.14	3.82
经营活动现金流入小计（亿元）	3.41	4.15
经营活动现金流量净额（亿元）	0.21	0.50
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.10	-3.20
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.16	2.72
财务指标		
销售债权周转次数（次）	1.82	1.69
存货周转次数（次）	2.20	2.14
总资产周转次数（次）	0.15	0.14
现金收入比（%）	74.08	86.71
营业利润率（%）	21.58	27.77
总资本收益率（%）	2.34	1.24
净资产收益率（%）	1.21	-0.44
长期债务资本化比率（%）	43.03	46.40
全部债务资本化比率（%）	54.04	60.80
资产负债率（%）	60.37	63.76
流动比率（%）	123.75	118.20
速动比率（%）	106.70	103.16
经营现金流动负债比（%）	2.46	4.97
现金短期债务比（倍）	0.37	0.22
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)
应收账款周转次数	营业总收入 / 平均应收账款净额
存货周转次数 ¹	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ² ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA / 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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×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
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA / 利息支出
全部债务 / 调整后 EBITDA	全部债务 / 调整后 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 ³	(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%
销售商品提供劳务收到的现金 / 流动负债	销售商品提供劳务收到的现金 / 流动负债合计
经营活动现金流入 / 流动负债	经营活动现金流入 / 流动负债合计
经营活动现金流入 / (流动负债-合同负债)	经营活动现金流入 / (流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

¹ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本 / (平均存货净额+平均合同资产)
² 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率= (利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%
³ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率= (流动资产合计-存货-合同资产) / 流动负债合计×100%

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断