

巨化集团有限公司

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〕4731号

联合资信评估股份有限公司通过对巨化集团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，确定维持巨化集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 巨化 K3”信用等级为 AAA_{sti}，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：

二〇二六年六月二十九日

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巨化集团有限公司（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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

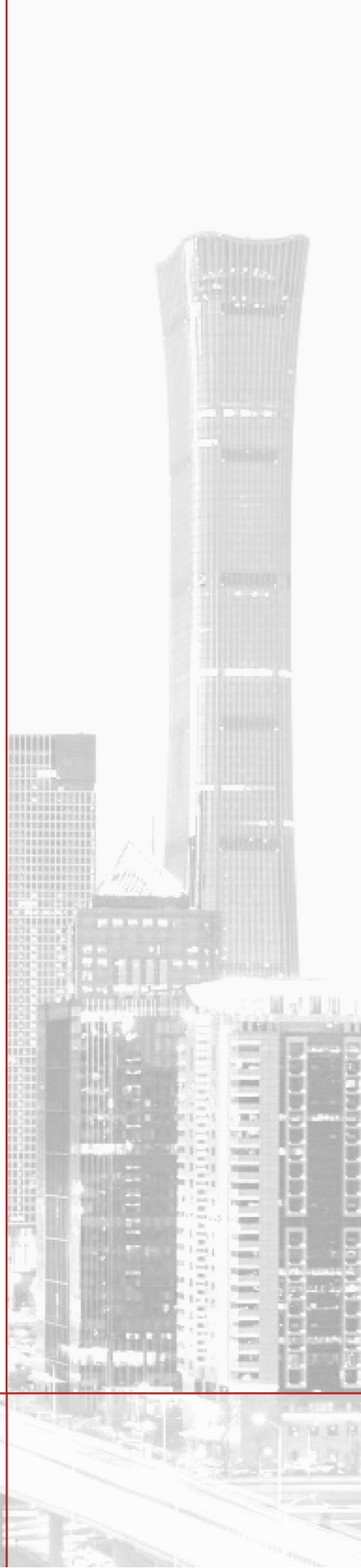
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



巨化集团有限公司

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
巨化集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/29
25 巨化 K3	AAA _{stt} /稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，巨化集团有限公司（以下简称“公司”）作为我国氟化工行业龙头企业，继续在经营规模、产品种类和产业链完整度等方面保持竞争优势。公司管理制度连续，过往履约情况良好。2025 年以来，受益于公司经营规模扩大和制冷剂销售价格持续增长，公司整体盈利水平提升，公司经营风险仍处于很低水平，但仍需持续关注化工行业周期性波动对公司盈利能力的影响。跟踪期内，公司整体资产质量佳；杠杆水平保持稳定，整体债务负担适中；公司对浙江石油化工有限公司（以下简称“浙石化”）的投资收益对利润形成有力补充。同期，公司经营活动现金流保持净流入状态，经营获现能力很强并可基本覆盖投资支出；偿债能力指标表现提升，公司整体财务风险较低。考虑到公司甘肃玉门西部基地项目投资规模很大，未来仍有一定资本支出需求。公司作为浙江省重要的省属化工产业平台，政府对其支持力度大。综合公司经营、财务风险表现以及外部支持因素，其偿还债务的能力仍属非常强，本报告所跟踪债券违约概率非常低。

个体调整：不适用。

外部支持调整：政府支持。

评级展望

随着制冷剂价格持续提升，公司盈利能力明显增强，同时公司甘肃玉门西部基地项目规模很大，未来项目投产后，公司经营规模和综合竞争力有望显著提升。公司于浙江省内地位优势显著，有望持续获得政府支持，公司整体经营有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大安全、环保事故；公司持续亏损或经营现金流明显恶化，债务负担非常重导致其偿债能力表现严重弱化；公司在建项目产能释放不及预期，进而对公司经营或财务状况产生重大不利影响等。

优势

- **公司省内地位突出，政府支持力度大。**公司为浙江省重要的省属化工产业平台，在产业发展、财政补贴和增资扩股等方面可获得政府的大力支持。2025 年，公司其他收益中各类政府补助款项约 2.01 亿元。
- **公司行业地位和规模优势显著，甘肃西部基地项目未来投产后将显著提升公司综合实力。**公司形成了完整的氟化工产业链，其中第二、三代氟制冷剂、甲烷氯化物、PVDC 和 VDC 的产能规模均处于行业领先水平。2024 年 1 月，第三代氟制冷剂配额落地，制冷剂销售价格明显回升，且公司获得的第三代氟制冷剂生产配额占比近 40%。公司在建的甘肃玉门建设西部基地项目，建设投资规模很大，未来项目投产后，公司经营规模和综合竞争力有望显著提升。
- **跟踪期内，公司利润规模同比显著提升，经营活动现金流保持净流入状态。**2025 年及 2026 年 1—3 月，公司利润总额分别为 55.43 亿元和 22.44 亿元，同比分别增长 77.63%和 135.73%；经营活动净现金流分别为 66.39 亿元和 12.60 亿元。

关注

- **公司所处行业周期性强，盈利能力易受周期波动影响。**公司和浙石化的主要产品均为化工产品，化工行业属于周期性行业，盈利状况易受宏观经济及行业景气度变化影响。近年来，化工产品及其原材料价格均波动较大，对公司主营业务盈利水平和投资收益影响显著。

- **公司对浙石化的担保规模大。**截至 2025 年底，公司对浙石化担保余额为 140.57 亿元，占期末净资产的 42.34%。
- **未来随着在建项目的持续推进，公司仍存在一定融资需求。**公司在建的甘肃玉门西部基地等项目投资规模很大，存在一定的融资需求。项目能否如期投产并实现预期效益，将对公司未来的财务状况和综合竞争力产生重大影响。

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 科技创新债券信用评级方法 V4.1.202606

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	盈利能力		1
		资本结构		1
		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：政府支持				+1
模型级别				AAA

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。

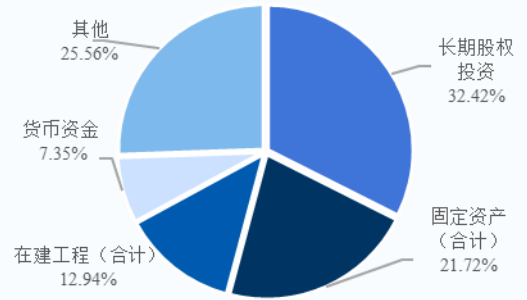
主要财务数据

合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	80.87	91.90	93.90
资产总额（亿元）	602.88	696.18	731.47
所有者权益（亿元）	289.25	332.00	352.07
短期债务（亿元）	124.68	139.81	171.82
长期债务（亿元）	104.95	122.63	106.26
全部债务（亿元）	229.63	262.43	278.08
营业总收入（亿元）	429.12	459.73	98.20
利润总额（亿元）	31.21	55.43	22.44
EBITDA（亿元）	57.58	80.53	--
经营性净现金流（亿元）	45.21	66.39	12.60
EBITDA 利润率（%）	13.42	17.52	--
总资产报酬率（%）	6.31	8.77	--
资产负债率（%）	52.02	52.31	51.87
全部债务资本化比率（%）	44.25	44.15	44.13
流动比率（%）	71.55	71.85	67.18
经营现金流动负债比（%）	22.84	28.94	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.66	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	8.15	13.95	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.99	3.26	--

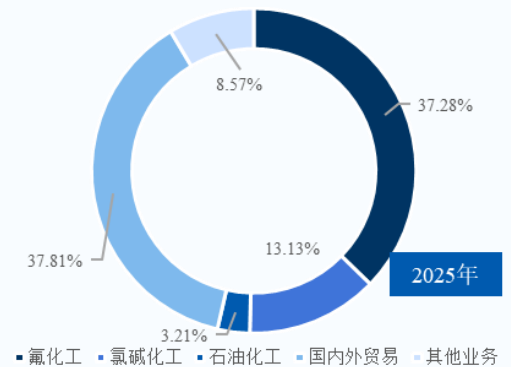
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	324.40	327.66	338.26
所有者权益（亿元）	119.41	117.51	117.59
全部债务（亿元）	196.69	198.05	206.30
营业总收入（亿元）	86.75	70.84	11.33
利润总额（亿元）	2.39	2.70	0.08
资产负债率（%）	63.19	64.14	65.24
全部债务资本化比率（%）	62.22	62.76	63.69
流动比率（%）	17.65	55.75	50.27
经营现金流动负债比（%）	7.97	-1.42	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 公司合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务，长期应付款有息部分计入长期债务；4. 公司本部其他流动负债中的有息部分计入短期债务
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

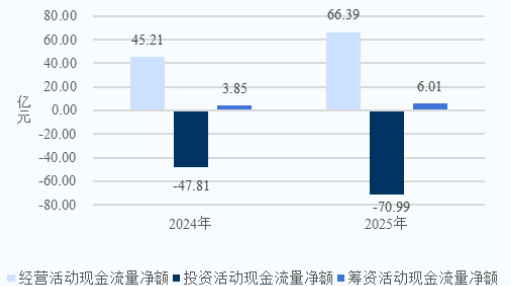
2025 年底公司资产构成



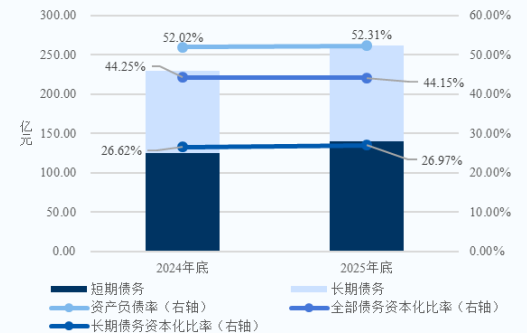
2025 年公司营业收入构成



2024—2025 年公司现金流情况



2024—2025 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
25 巨化 K3	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/04/21	债券利率调整机制、低碳转型挂钩等特殊条款

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
25 巨化 K3	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/26	王皓 蔡伊静	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
25 巨化 K3	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/10	牛文婧 毛文娟	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

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：王 皓 wanghao@lhratings.com

项目组成员：蔡伊静 caiyj@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”）关于巨化集团有限公司（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

公司创建于 1958 年，前身为衢州化工厂（后更名为衢州化学工业公司）。后经改组、引入战略投资者等，截至 2026 年 3 月底，公司注册资本为 47.07 亿元，浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）、杭州钢铁集团有限公司（以下简称“杭钢集团”）和浙江省财务开发有限责任公司分别持有公司 76.49%、15.01% 和 8.50% 的股权，浙江省国资委为公司控股股东和实际控制人。

公司主营业务为氟化工、氯碱化工、石油化工以及国内外贸易等，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，公司本部内设多个职能部门（详见附件 1-2）。截至 2025 年底，公司直接持有浙江巨化股份有限公司（以下简称“巨化股份”，证券代码：600160.SH）52.70% 的股份、浙江华江科技股份有限公司（以下简称“华江科技”，证券代码：837187.NQ）56.12% 的股份以及浙江锦华新材料股份有限公司（以下简称“锦华新材”，证券代码：920015.BJ）59.63% 的股份；公司所持上述公司的股权不存在股票质押或冻结情况。

公司注册地址：浙江省杭州市上城区泛海国际中心 2 幢 2001 室；法定代表人：周黎明。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表；“25 巨化 K3”募集资金已按规定用途使用完毕，存续期内正常付息。

图表 1 • 截至 2026 年 5 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
25 巨化 K3	10.00	10.00	2025/04/21	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。工业企业利润高位增长，“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。从主要发债细分行业来看：

（1）炼化：2025 年，我国炼油产能全球领先，但原油对外依存度偏高。行业持续推进减油增化转型，乙烯等自给率改善，未来炼化行业仍以结构优化、转型升级为主基调。（2）盐化工：2025 年，纯碱在供给增加、库存高企及玻璃下游需求不振等因素影响下，价格持续低位运行，预计 2026 年仍维持供给宽松行业格局。PVC 出口大幅增长对供过于求局面有所缓解，2026 年行业景气度有望回暖。烧碱供需紧平衡，氧化铝与新能源行业需求拉动显著。（3）化肥：2025 年农业需求稳健、工业需求向好，但尿素行业供给宽松，全年价格偏弱运行，2026 年西北地区低成本产能持续释放，行业整体仍处于供给宽松局面。磷肥受磷矿管控产能收缩，新能源行业高速增长带动工业需求走高，2026 年价格仍有望维持高位。钾肥国内集中度高、对外依赖度大，2026 年国际供应偏紧，国内需求稳增，行业整体供需紧平衡。（4）化纤：2025 年，化学纤维行业终端需求呈现“内增外韧”态势，但受外部环境影响，运行压力有所显现。预计 2026 年，纺织品服装内销温和复苏，但出口仍面临全球经济放缓及贸易摩擦增多等不利因素。（5）聚烯烃及橡胶助剂：2025 年，聚烯烃产能迎来爆发式增长，导致供需环境趋于宽松，价格中枢显著下移。2026 年，虽然国内产能扩张带来的长期供应压力依然存在，但短期内中东局势引发的原料短缺和价格飙升，将成为决定市场价格的最关键变量。2025 年，橡胶助剂总产量及出口量同比均有所增长，未来产量仍有望提升。

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。行业分析全文请参见[《2026 年化工行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司股权结构稳定。作为国内领先的氟化工生产企业，公司产业链完整，产品结构丰富，研发实力强，获得的二、三代制冷剂配额大。公司过往履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

公司为国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地，拥有氯碱化工、硫酸化工、煤化工、基础化工等氟化工必需的产业自我配套体系，并以此为基础，形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品等在内的完整的氟化工产业链，其中第二、三代氟制冷剂、甲烷氯化物、PVDC 和 VDC 的产能规模均处于国内外领先水平。公司化工产品丰富，部分产品的产能规模居国内前列，具有很强的市场竞争力。

公司核心产品第二、三代氟制冷剂（HCFCs、HFCs）按照国家核定的生产配额、国家相关配额管理规定组织生产销售。根据《蒙特利尔公约书》及其基加利修正案规定，HCFCs 配额总量正处于加速削减进程，HFCs 配额总量现已冻结、未来逐步削减，市场供给受配额量限制。2025 年 12 月 30 日，生态环境部发布了《关于核发 2026 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额的通知》，公司拥有第二代氟制冷剂 HCFC-22 生产配额 3.84 万吨，占全国同类品种合计份额的 26.30%，其中内用配额占全国 31.55%，为全国第一；公司拥有第三代氟制冷剂（HFCs）生产配额 29.99 万吨，占全国同类品种合计份额的 39.30%。公司在第二、三代氟制冷剂领域市场地位显著。未来，在生产配额约束下，氟制冷剂行业供需格局、竞争格局不断优化，公司经营业绩和市场竞争能力有望进一步提升。

公司拥有完善的研发体系和国内行业领先的氟化工产业研发实力，建有国家级企业技术中心、国家氟材料工程技术研究中心、院士（博士）工作站等，积累了一批先进的自有技术和技术储备。公司是国内用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产的企业，截至 2025 年底，公司运营两套主流 HFOs 生产装置，产能约 8000 吨/年；计划通过新建及技术改造新增产能至 5 万吨。近年来，公司不断加强先进氟氯新材料、新型绿色氟制冷剂与发泡剂、含氟精细化学品等新产品新应用研发，生产装置技术提升，产业链向价值中高端延伸。2025 年，甘肃巨化新材料有限公司高性能氟氯新材料一体化提升项目环评获批，在建 2 万吨 H-R1234yf、拟建 1.5 万吨 T-R1234yf 装置；浙江衢化氟化学有限公司在建 0.6 万吨 R1234yf 装置。2025 年，公司保持较大规模研发投入，研发费用为 13.67 亿元。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2026 年 5 月 6 日，公司本部无未结清的关注和不良类信贷记录；根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。截至 2026 年 6 月 26 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司管理制度连续；取消监事会。

跟踪期内，公司取消监事会，原监事会人员职务同时免去，由董事会审计委员会履行相应职责；公司管理制度未发生重大变动。

2025 年 12 月，公司董事会成员由 7 人变更为 9 人，增补诸葛斌和胡屏岗 2 名董事。截至 2026 年 3 月底，公司仍有 1 名外部董事缺位，联合资信将持续关注相关人员补位情况。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，受益于经营规模扩大，制冷剂销售价格持续增长等因素影响，公司整体盈利水平提升。

2025 年，受益于制冷剂价格增长以及原材料价格下降，公司营业总收入同比增长 7.13%，营业成本同比小幅下降 0.57%；营业利润率同比增长 6.05 个百分点。

从收入构成来看，2025 年，受益于制冷剂价格大幅增长，公司氟化工板块收入同比大幅增长 28.75%；受食品包装材料量价齐跌影响，氯碱化工板块收入同比下降 7.40%；石化板块收入同比大幅下降 24.91%，主要系产品价格同比大幅下跌以及公司退出己内酰胺相关产业链所致；贸易板块收入同比变化不大。从毛利率水平来看，2025 年，公司氟化工毛利率同比增长 16.36 个百分点；氯碱化工和贸易板块毛利率同比变化不大；产品价格下降使得石化业务经营出现亏损。综上影响，2025 年，公司综合毛利率同比增长 6.26 个百分点。

2026 年 1—3 月，除氟化工板块外，公司各板块收入规模同比均有所下降，公司营业收入同比下降 4.26%；受主要原材料价格下降影响，营业成本同比下降 8.87%；综合毛利率较上年全年增长 3.31 个百分点。

图表 2 • 2024—2025 年及 2026 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况（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（%）
氟化工	133.04	31.02	22.84	171.29	37.28	39.20	41.86	42.65	42.88
氯碱化工	65.16	15.19	17.70	60.34	13.13	17.74	13.23	13.47	17.26
石油化工	19.67	4.59	6.79	14.77	3.21	-5.44	2.31	2.35	4.25
国内外贸易	166.09	38.73	1.38	173.72	37.81	1.66	28.96	29.51	0.93
公用配套	6.92	1.61	25.08	6.11	1.33	20.22	1.53	1.56	9.04
其他业务	37.94	8.85	25.49	33.29	7.24	25.88	10.26	10.46	16.50
合计	428.82	100.00	13.28	459.51	100.00	19.54	98.15	100.00	22.85

注：1. 公司营业总收入和营业收入的差额为利息收入；2. 尾数差异系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

（1）化工业务

公司以氟化工业务为核心，并与氯碱化工和石油化工形成产业协同效应。跟踪期内，公司化工业务运营情况良好，受益于淄博飞源化工有限公司并表及第三代氟制冷剂配额落地，制冷剂价格大幅增长；化工产品价格和原材料价格受市场供需影响有所分化。

公司是大型化工联合体，化工板块之间形成了较好的产业链协同效应，氯碱化工板块可为氟化工提供液氯，同时氯碱化工板块的副产品又是石油化工板块的重要原料。公司化工业务运营主体为下属子公司巨化股份。

跟踪期内，巨化股份化工业务采购模式未发生重大变化，通过采取市场价格高位时降低库存、低位时增量等错峰波段采购措施，应对原材料市场波动。受地缘冲突、国内环保趋严等因素影响，硫磺及无水氟化氢价格持续增长；在“供强需弱”的背景下，四氯乙烷、甲醇、工业盐、电石、VCM 等原材料价格持续下降。

图表 3 • 巨化股份主要原材料采购均价情况（单位：元/吨，不含税）

原材料	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
萤石	3095.18	3069.74	2895.81
无水氟化氢	9231.84	9763.73	10600.34
甲醇	2411.10	2276.98	2178.12
四氯乙烷	2571.92	2504.43	/
工业盐	374.67	318.39	302.42
电石	3024.70	2792.59	2707.57
VCM	4593.15	3999.64	3733.52
苯	7595.27	6056.64	/
烟煤	1074.24	864.64	903.78
硫磺	1200.09	2193.75	3601.30

资料来源：联合资信根据巨化股份主要经营数据公告整理

巨化股份氟化工产品主要分为氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品等。截至 2025 年底，巨化股份氟化工原料年产能 128.24 万吨，制冷剂年产能 84.08 万吨（较上年底增长 1.90 万吨），含氟聚合物材料年产能 21.00 万吨（较上年底增长 1.00 万吨），含氟精细化学品年产能 2.21 万吨（较上年底增长 0.40 万吨）。跟踪期内，公司产销和结算模式未发生重大变化；氟化工产品整体产销量基本保持稳定。价格方面，跟踪期内，第二、三代氟制冷剂在生产配额制下，供需格局、竞争格局、竞争秩序优化，下游需求改善等，产品价格理性回归上行，制冷剂产品价格持续大幅增长。2025 年，受供需影响，氟化工原料和含氟聚合物材料产品价格均同比小幅下降；2026 年一季度上述价格有所反弹。含氟精细化学品单品规模较小，但技术含量和附加价值高，跟踪期内，该类产品销售均价呈持续增长趋势。

图表 4 • 巨化股份主要氟化工产品产销情况（单位：万吨、元/吨，不含税）

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	产量	外销量	销售均价	产量	外销量	销售均价	产量	外销量	销售均价
氟化工原料	111.44	34.71	3555.76	113.00	35.00	3482.89	27.16	6.34	3864.41
制冷剂	59.14	35.30	26764.50	57.98	34.30	39490.23	15.22	7.06	44522.65
含氟聚合物材料	13.18	4.73	38912.71	13.81	4.92	37830.39	3.76	1.35	40570.81
含氟精细化学品	0.53	0.51	55042.42	0.70	0.66	59306.52	0.21	0.22	65183.58

注：外销量低于产量，主要为部分产品作为内部下游产品原料所致
资料来源：联合资信根据巨化股份主要经营数据公告整理

2025 年，巨化股份新增 2 万吨/年 PVDC 产能，产品市场占有率国内第一。截至 2025 年底，巨化股份食品包装材料产能为 23.73 万吨/年；基础化工产品产能为 406.87 万吨/年。2025 年，受产能扩张与需求疲软等因素影响，食品包装材料产品量价齐跌，基础化工产品价格同比小幅下降。2026 年一季度，受地缘冲突、原材料价格增长、春节检修等因素影响，食品包装材料产品供应偏紧，产品价格较上年有所回升。

图表 5 • 巨化股份主要氯碱化工产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	产量	外销量	销售均价	产量	外销量	销售均价	产量	外销量	销售均价
食品包装材料	16.71	8.40	11020.32	15.25	6.73	10850.06	3.75	1.52	11663.70
基础化工产品及其它	304.02	178.52	1552.86	290.55	183.92	1485.38	63.51	39.17	1478.74

注：外销量低于产量，主要为部分产品作为内部下游产品原料所致
资料来源：联合资信根据巨化股份主要经营数据公告整理

巨化股份石油化工产品主要为己内酰胺、环己酮、丁酮肟、正丙醇、异丙醇和环氧氯丙烷等。其中，环己酮为己内酰胺的原料

料，主要自用于己内酰胺的生产，基本不对外销售。跟踪期内，巨化股份 15 万吨/年 PDO/PTT 一体化装置顺利投产，形成年产 15 万吨 PTT 切片、7.2 万吨 PDO 的规模化产能；环氧氯丙烷装置技改后产能增至 20 万吨/年；巨化股份调整石化板块产业结构，退出环己酮-己内酰胺产业。截至 2025 年底，巨化股份石化产品产能增至 102.01 万吨/年。2025 年，受产业结构调整、市场供需等因素影响，石化产品外销量同比小幅增长，但销售价格同比下降。

图表 6 • 巨化股份石油化工产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
产量	60.71	59.95	11.06
外销量	52.21	53.95	10.98
销售均价	7713.75	6944.27	7482.78

注：外销量低于产量，主要为部分产品作为内部下游产品原料所致
资料来源：联合资信根据巨化股份主要经营数据公告整理

（2）国内外贸易业务

公司围绕自身产业链开展贸易业务，贸易业务毛利率水平低，对利润贡献有限。

公司国内外贸易业务主要围绕自身产业链开展，从事煤炭、铜和各类化工品等商品的国内流通及进出口业务，以国内贸易为主。公司贸易业务主要是通过购销差价获取利润，盈利水平很低，对公司利润贡献有限。跟踪期内，公司贸易模式未发生重大变化。

图表 7 • 公司贸易业务主要品种情况

项目	2024 年		2025 年		2026 年 1—3 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
煤炭	32.54	19.59%	31.74	18.27%	4.82	16.66%
矿石	2.08	1.25%	0.84	0.48%	--	--
钢材	0.06	0.04%	0.01	0.01%	0.27	0.94%
苯	10.33	6.22%	8.98	5.17%	1.65	5.69%
铜	37.81	22.76%	34.15	19.66%	8.45	29.17%
合计	82.82	49.86%	75.72	43.59%	15.19	52.46%

注：占比为该品种贸易金额占当期贸易业务收入的比重
资料来源：公司提供

（3）重大股权投资

公司对浙江石油化工有限公司（以下简称“浙石化”）项目投资规模较大。浙石化项目规模优势显著，综合竞争力强。跟踪期内，浙石化盈利水平提升，对公司的利润贡献增加。未来，需关注浙石化投资收益波动以及现金分红情况。

公司、浙江荣盛控股集团有限公司、桐昆控股集团有限公司和舟山海洋综合开发投资有限公司共同发起并设立浙石化。浙石化“4000 万吨/年炼化一体化”项目分两期建设，规划总投资 1730.85 亿元。浙石化一期和二期项目分别于 2019 年底和 2022 年初完全投产，具备 4000 万吨/年炼油、880 万吨/年对二甲苯（PX）及 420 万吨/年乙烯的生产能力。截至 2025 年底，公司已为浙石化提供等值人民币 140.57 亿元担保（根据持股比例 20%担保，未达担保金额上限）。跟踪期内，浙石化经营情况良好。

图表 8 • 浙石化主要财务数据（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
资产总额	2943.01	2944.18
所有者权益	949.14	1002.97
营业总收入	2617.48	2375.95
净利润	35.42	53.08
浙石化为公司贡献的投资收益	7.07	10.59
浙石化投资收益/公司利润总额	22.66%	19.11%
当期取得的浙石化现金分红	10.00	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 未来发展

公司目前在建项目剩余投资压力尚可，但甘肃玉门西部基地项目投资规模很大，未来仍有一定资本支出需求。公司在建项目投产后，经营规模和综合竞争力有望显著提升。

基于未来发展和成本优势等方面的考虑，公司计划在甘肃玉门建设西部基地项目，建设投资规模很大。其中，高性能氟氯新材料一体化提升项目拟投资 184.25 亿元，该项目主要涉及氢氟酸、含氟聚合物等主要生产装置，该项目预计于 2026 年中实现中期交付；15 万吨/年特种聚酯切片新材料项目已进入试生产阶段。截至 2026 年 3 月底，公司主要在建项目预计总投资 252.83 亿元，尚需投资 150.72 亿元。项目建设完成后，将有助于公司进一步扩大生产规模，降低能耗和生产成本，公司经营规模和综合竞争力有望显著提升。

图表 9 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2026 年 3 月底已投金额	计划投资		
			2026 年 4—12 月	2027 年	2028 年
15 万吨/年特种聚酯切片新材料项目	14.77	13.89	0.50	0.28	0.10
新增 10000t/a 高品质可熔树脂及配套项目	8.19	5.80	1.68	0.53	0.18
聚砜 20kt / a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目	3.41	2.56	0.50	0.24	0.11
高性能氟氯新材料一体化提升项目	184.25	54.89	47.84	50.00	31.52
甘肃巨化玉门 1GW 风电场工程项目	42.22	24.98	6.54	8.56	2.13
合计	252.83	102.11	57.07	59.61	34.04

注：1.尾差系四舍五入所致；2.高性能氟氯新材料一体化提升项目系西部基地一期项目，二期项目主要为硅产业链相关；3.高性能氟氯新材料一体化提升项目计划总投资为固定资产计划投资额度，不含 12 亿元前期铺底流动资金
资料来源：公司提供

(四) 财务方面

公司提供了 2024—2025 年财务报告，浙江天平会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围内新增甘肃巨化矿业有限公司、巨化新能源(玉门)有限公司和浙江华江复合材料有限公司；巨化集团上海融资租赁有限公司和衢州巨化房地产开发有限公司清算注销，浙江巨能压缩机有限公司进入破产清算，不再纳入公司合并范围。上述公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产及负债情况

跟踪期内，公司资产及负债规模保持增长，资产受限比例非常低，整体资产质量佳；所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性有待提升；杠杆水平保持稳定，整体债务负担适中。

截至 2025 年底，公司合并资产总额较上年底增长 15.48%，资产结构较上年底变化不大，符合化工行业企业特征。其中，受经营获现留存和少量筹资获现影响，公司货币资金较上年底大幅增长，货币资金主要由银行存款构成（占 63.66%）；长期股权投资较上年底小幅增长，主要系对浙石化权益法下确认的投资损益 10.59 亿元所致；公司对高性能氟氯新材料一体化提升项目、玉门北山 1GW 风电场项目等项目的持续投资使得在建项目较上年底显著增长；商誉主要系对浙江巨化股份有限公司（1.78 亿元）和淄博飞源化工有限公司（5.28 亿元）投资形成，当期商誉未计提减值损失。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底小幅增长，资产结构较上年底变化不大。截至 2026 年 3 月底，公司受限资产合计 22.97 亿元，占期末资产总额的 3.14%；受限资产主要包括货币资金 16.35 亿元和应收票据 6.62 亿元。整体看，资产受限比例非常低。

图表 10 • 公司主要资产情况

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	141.61	23.49	164.81	23.67	175.29	23.96
货币资金	38.63	6.41	51.18	7.35	52.09	7.12

存货	32.35	5.37	33.36	4.79	38.01	5.20
非流动资产	461.27	76.51	531.37	76.33	556.18	76.04
长期股权投资	217.20	36.03	225.70	32.42	234.69	32.09
固定资产（合计）	158.19	26.24	151.24	21.72	148.60	20.31
在建工程（合计）	31.57	5.24	90.10	12.94	97.16	13.28
商誉	7.75	1.29	7.75	1.11	7.75	1.06
资产总额	602.88	100.00	696.18	100.00	731.47	100.00

注：固定资产（合计）包含固定资产清理，在建工程（合计）包含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2025 年底，公司所有者权益 332.00 亿元，较上年底增长 14.78%，主要系经营业绩提升使得未分配利润累积以及少数股东权益增加所致。其中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 14.18%、5.08%、43.63%和 36.35%，未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益结构稳定性有待提升。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 352.07 亿元，较上年底增长 6.05%，结构较上年底变化不大。

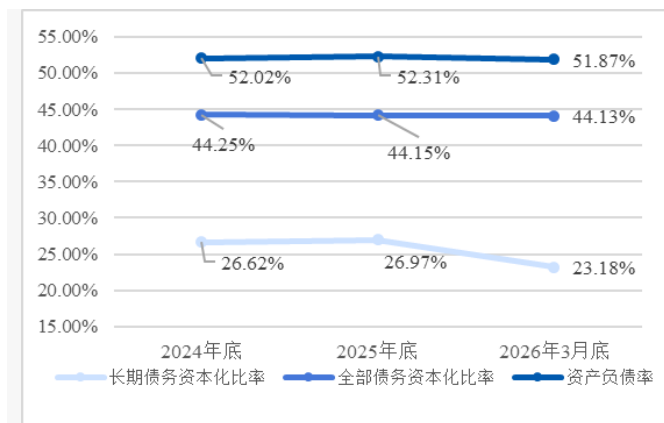
图表 11 • 公司主要负债情况

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	197.92	63.11	229.40	62.99	260.92	68.77
短期借款	39.31	12.53	54.78	15.04	56.43	14.87
应付票据	18.48	5.89	35.91	9.86	33.37	8.80
应付账款	34.91	11.13	50.53	13.87	48.75	12.85
一年内到期的非流动负债	61.87	19.73	44.09	12.11	76.97	20.29
非流动负债	115.71	36.89	134.79	37.01	118.49	31.23
长期借款	67.28	21.45	79.38	21.80	74.05	19.52
应付债券	35.00	11.16	41.00	11.26	30.00	7.91
负债总额	313.63	100.00	364.18	100.00	379.40	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

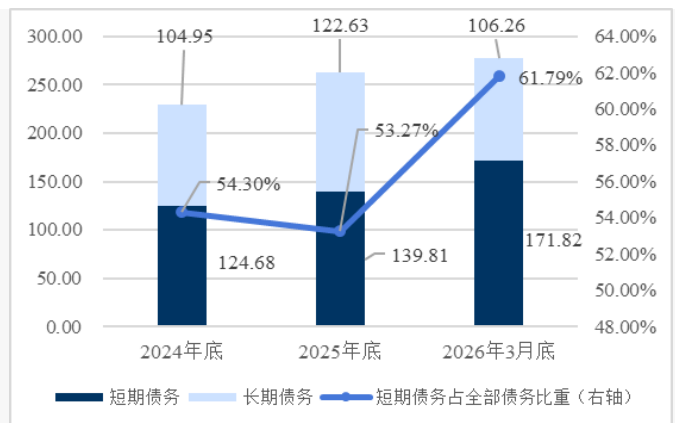
截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 16.12%，负债结构较上年底变化不大。其中，短期借款和应付票据较上年底显著增长；项目应付工程款增加使得应付账款较上年底大幅增长；随着到期债券的兑付，一年内到期的非流动负债较上年底大幅下降；长期借款和应付债券分别较上年底增长 17.99%和 17.14%。截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底小幅增长 4.18%，受债务期限变化影响，流动负债占比较上年底有所增长。

图表 12 • 2024—2025 年底及 2026 年 3 月底公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 2024—2025 年底及 2026 年 3 月底公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司全部债务 262.43 亿元，较上年底增长 14.29%。债务结构方面，短期债务占 53.27%，长期债务占 46.73%，结构相对均衡。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 0.29 个百分点、下降 0.11 个百分点和提高 0.35 个百分点。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 278.08 亿元，较上年底增长 5.96%，

短期债务占 61.79%，短期债务占比进一步提升。从债务指标来看，截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降 0.44 个百分点、0.02 个百分点和 3.79 个百分点。

（2）盈利能力及现金流情况

2025 年，公司营业总收入保持增长，期间费用控制能力良好，受益于制冷剂价格增长以及浙石化投资收益增加，公司利润规模同比显著提升。2025 年以来，公司经营活动现金流保持净流入状态，经营获现能力很强并可基本覆盖投资支出，考虑到公司在建项目资本支出规模很大，未来仍有一定融资需求。

2025 年，受制冷剂价格增长以及部分原材料价格下滑影响，公司实现营业总收入同比增长 7.13%；营业成本同比小幅下降 0.57%；EBITDA 利润率同比提高 4.10 个百分点。2025 年，公司费用总额同比小幅增长 3.17%，期间费用率为 7.90%，整体费用控制能力良好。

非经常性损益方面，2025 年，公司投资收益同比大幅增长 29.76%，主要系浙石化经营业绩提升，当期确认投资收益 10.59 亿元所致，投资收益占营业利润比重为 18.78%，对利润形成有力补充；其他收益同比下降 29.72%，主要系各项补助和进项税加计抵减同比减少所致；资产减值损失同比显著增加，主要由对闲置设备等固定资产计提减值损失 3.56 亿元以及存货计提跌价损失 1.24 亿元所致。综上影响，2025 年，公司利润总额同比显著增长 77.63%。盈利指标方面，2025 年，公司各项盈利指标均同比有所提升。

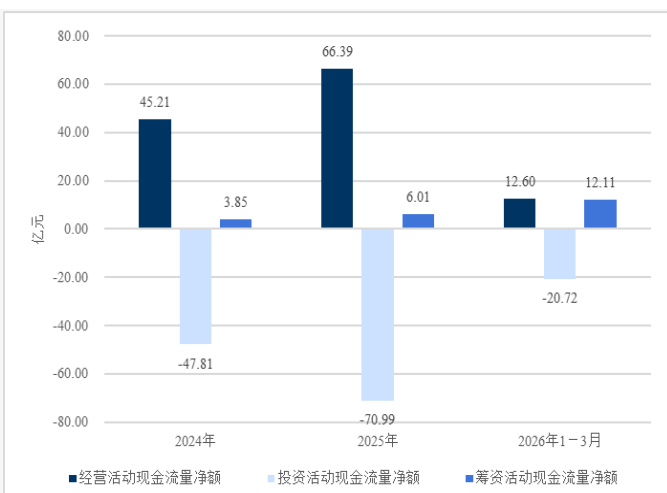
2026 年 1—3 月，公司营业总收入和营业成本同比分别下降 4.26%和 8.87%；利润总额同比显著增长 135.73%。

图表 14 • 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	429.12	459.73	98.20
营业成本	371.86	369.73	75.72
期间费用	35.19	36.30	7.62
其他收益	3.96	2.78	0.34
投资收益	8.13	10.54	9.00
资产减值损失	-1.55	-5.26	-0.46
利润总额	31.21	55.43	22.44
EBITDA 利润率	13.42%	17.52%	--
总资产报酬率	6.31%	8.77%	--
净资产收益率	9.30%	14.43%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 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，2025 年，公司经营活动现金流入量同比变化不大，受原材料价格下降以及票据结算规模扩大，公司经营活动现金流出量同比小幅下降；公司经营活动现金净流入量同比显著增长 46.83%。同期，随着在建项目持续投入，公司投资活动现金净流出规模同比增长 48.47%；公司筹资活动前现金流净流出 4.60 亿元，净流出规模较小。2025 年，公司筹资活动现金保持净流入，净流入规模小。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债能力指标表现有所提升。公司融资渠道畅通，备用流动性充足。公司按股权比例为浙石化融资提供担保，担保规模大，考虑到浙石化经营状况良好，公司或有负债风险很低。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债指标	经营现金流流动负债比	22.84%	28.94%
	现金短期债务比（倍）	0.65	0.66
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	57.58	80.53
	全部债务/EBITDA（倍）	3.99	3.26
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.15	13.95

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

2025 年，受益于经营获现增加，公司现金类资产增长，经营现金流动负债比和现金短期债务比均有所提升。同期，受益于利润规模扩大，公司 EBITDA 同比增长 39.86%，EBITDA 对债务本息覆盖能力均较上年有所提升。整体看，公司偿债能力指标表现非常好。

对外担保方面，截至 2025 年底，公司对浙石化担保余额为 140.57 亿元，占期末净资产的 42.34%。浙石化经营情况良好，公司对外担保的或有负债风险很低。

未决诉讼方面，公司项目采用合作方赵承军提供的技术，相关工程设计公司于 2022 年 6 月因涉中国石油化工股份有限公司石家庄炼化分公司（以下简称“石家庄炼化公司”）商业秘密刑事案被立案，2023 年 5 月，4650 万元资金被冻结。2025 年 3 月，检察院出具不起诉决定，账户本应解冻，但同年 8 月法院终审认定赵承军侵犯商业秘密罪成立，又于 10 月重新冻结该笔资金。目前，公司与石家庄炼化公司未协商一致侵权赔偿事宜，本年已就该事项计提 4650 万元预计负债。2025 年，公司全资子公司浙江巨化物流有限公司及其下属汽运公司因复合肥贸易业务形成预付上游货款 28496.22 万元及预收下游货款 28804.75 万元。上游供应商涉嫌合同诈骗，并于 2025 年 11 月被立案，下游两家客户分别发起诉讼，案件于 2026 年 5 月 8 日开庭。公司组建专项工作组应诉追偿。出于谨慎性，公司将预付货款转入其他应收款并全额计提 28496.22 万元坏账，预收货款计入其他流动负债。截至 2025 年底，除上述案件外，联合资信未发现公司存在 5000 万元以上的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2026 年 3 月底，公司获得主要贷款银行授信额度合计 810.93 亿元，尚未使用的授信额度为 608.15 亿元，备用流动性充足。此外，公司核心子公司巨化股份为 A 股上市企业，股权融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

截至 2025 年底，公司本部资产规模和结构均较上年底变化不大；公司本部债务负担尚可。当期，公司本部主营业务盈利能力较弱，利润仍主要来自投资收益。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 327.66 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 69.35 亿元，主要由应收票据（占 5.82%）、其他应收款（合计）（占 10.27%）和其他流动资产（占 77.56%）构成；非流动资产 258.31 亿元，主要由长期股权投资（占 69.32%）和其他非流动资产（占 26.09%）构成。

截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 117.51 亿元。其中，实收资本 47.07 亿元（占 40.05%），资本公积 63.75 亿元（占 54.25%），未分配利润合计 5.48 亿元（占 4.66%）。截至 2025 年底，公司本部负债总额 210.15 亿元，较上年底增长 2.52%。其中，流动负债主要由短期借款（占 51.29%）、一年内到期的非流动负债（占 31.64%）和其他流动负债（占 9.85%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 50.76%）和应付债券（占 47.81%）构成。同期末，公司本部资产负债率为 64.14%；全部债务 198.05 亿元，全部债务资本化比率 62.76%。

2025 年，公司本部营业总收入为 70.84 亿元，利润总额为 2.70 亿元，投资收益为 6.09 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为 -1.76 亿元，投资活动现金流净额 5.17 亿元，筹资活动现金流净额 -4.50 亿元。

（五）ESG 方面

跟踪期内，公司整体 ESG 表现较好。

环境方面，作为化工企业，公司在生产运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。巨化股份作为公司化工业务运营主体，建立自上而下的节能管理监控体系，对重点用能企业实行用能预算分级管理，持续推动下属企业完善能源管理体系和能源计量体系。巨化股份建立了覆盖全流程的节水管理制度体系，将用水计划纳入年度综合计划专项管理，并通过考核机制将节水指标与节能降耗、目标成本管控深度挂钩。2025 年，巨化股份温室气体排放总量为 613.80 万吨 CO₂，二氧化碳回收利用量 14.51 万吨 CO₂；废气和废水排放合格率达 100%；一般工业固体废物综合利用率达到 96.46%，危险废物填埋率降至 0.97%。

社会责任方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全。作为化工企业，化学品的安全使用与管理至关重要，为此，公司健康安全环保部年初制定年度安全、环保及职业健康工作具体任务，并与各二级单位签订环保目标责任书，明确责任分工。定期召开工作例会，跟踪目标进展，每季度开展检查考评，年终进行综合考核，确保各项环保目标有效落实。

公司治理方面，公司法人治理结构完善，内部管理制度健全，执行情况良好。此外，公司子公司巨化股份建立了职责清晰的可持续发展和 ESG 管治体系，并定期披露 ESG 报告，ESG 管理情况良好。

七、外部支持

公司为浙江省重要的省属化工产业平台，政府对其支持力度大。

1 支持能力

浙江省地处东南沿海长三角经济带，经济发展内在动力和活力强，GDP 排名位于国内前列。2025 年，浙江省生产总值为 9.45 万亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.5%。2025 年，浙江省一般公共预算收入 8865 亿元，同比增长 1.8%。其中，税收收入 7173 亿元，同比增长 2.5%。2025 年全年全体居民人均可支配收入为 70240 元，比上年增长 4.8%。

2 支持可能性

公司是浙江省国资委直属企业和重要的省属化工产业平台，省内地位突出。2019 年，浙江省政府推动杭州钢铁集团作为战略投资者入股，进一步优化了公司股权结构和治理能力，体现了政府在资源整合层面的大力支持。作为浙江省政府大力扶持的国有企业，公司享受多项税收、补贴政策优惠，2025 年，公司其他收益中各类政府补助款项约 2.01 亿元。地方政府在公司重大项目建设上给予优先审批和资源倾斜。公司所在地衢州市政府也在积极推动“衢州巨化一体化”的工作，力争将公司的市场竞争优势转化为发展经济的区域核心优势。

八、债券偿还能力分析

“25 巨化 K3”规模不大，公司对其偿还能力非常强。

“25 巨化 K3”本金余额合计 10.00 亿元。2025 年，公司经营活动现金流和 EBITDA 对“25 巨化 K3”本金余额的覆盖程度非常高，对其偿还能力非常强。

图表 17 • 公司债券偿还能力指标

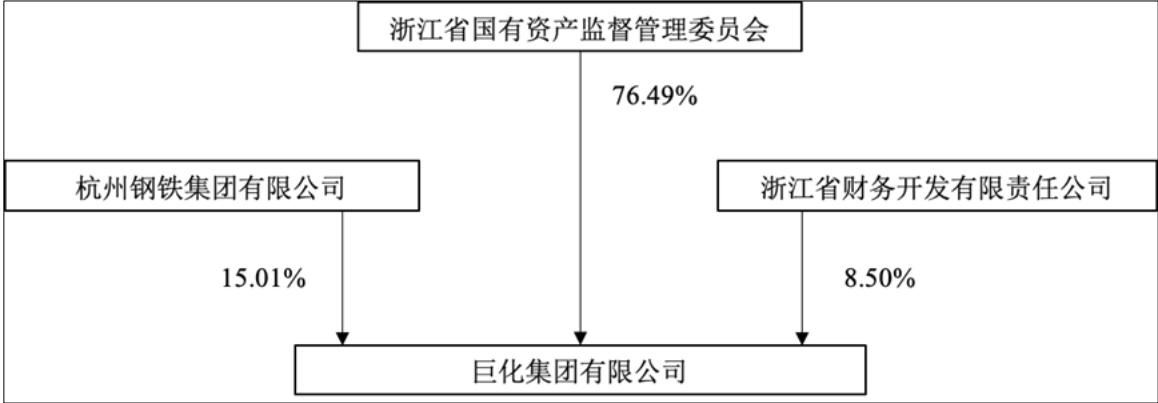
项目	2025 年
“25 巨化 K3”本金余额（亿元）	10.00
经营现金流入/“25 巨化 K3”本金余额（倍）	48.68
经营现金/“25 巨化 K3”本金余额（倍）	6.64
“25 巨化 K3”本金余额/EBITDA（倍）	0.12

注：经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2025 年度数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

九、跟踪评级结论

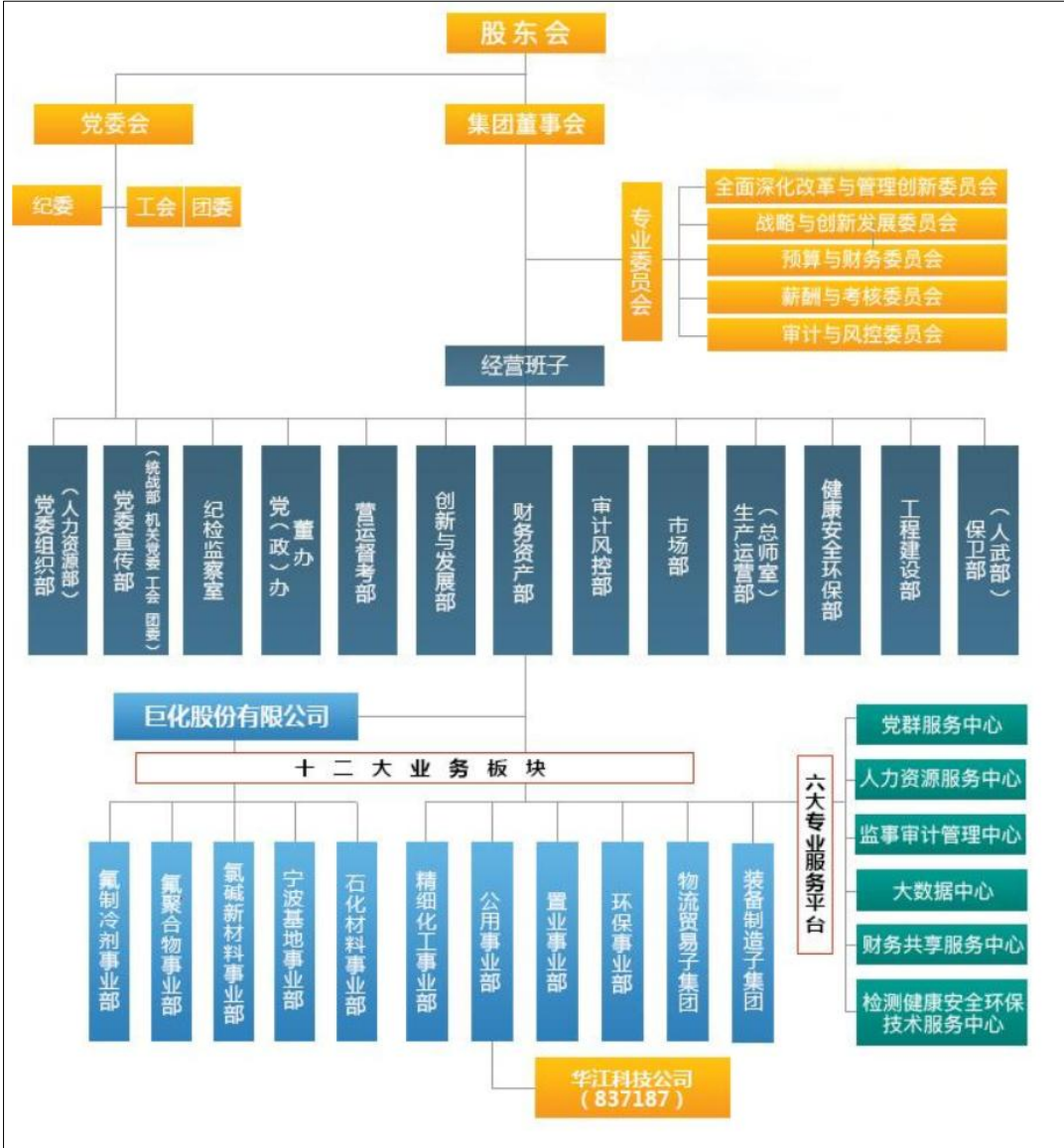
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 巨化 K3”的信用等级为 AAA_{st}，评级展望为稳定。

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）

子公司名称	持股比例（%）	注册资本金（万元）	业务范围
浙江巨化股份有限公司	52.70	269974.61	制造业
浙江锦华新材料股份有限公司	59.63	13556.67	制造业
浙江巨化化工矿业有限公司	100.00	59000.00	矿业
巨化集团（香港）有限公司	100.00	732.95	商业
衢州氟硅技术研究院	100.00	312.96	技术研究
浙江巨化投资有限公司	100.00	100000.00	房地产开发
衢州衢化宾馆有限公司	100.00	630.00	宾馆服务
浙江巨化热电有限公司	100.00	25562.02	生产
浙江巨化能源有限公司	100.00	5000.00	商业
浙江巨化物流有限公司	100.00	32500.00	物流服务
上海巨化实业发展有限公司	100.00	7500.00	商业
浙江巨化装备工程集团有限公司	100.00	36525.00	装备制造
浙江巨化汉正新材料有限公司	61.00	8000.00	化工
衢州巨化传媒有限公司	100.00	200.00	新闻服务
浙江巨化清安检测科技有限公司	100.00	565.00	检测
浙江歌瑞新材料有限公司	100.00	19000.00	化工
浙江巨化集团进出口有限公司	100.00	2150.00	商业
浙江工程设计有限公司	55.00	3000.00	工程设计
巨化集团公司兴化实业有限公司	100.00	2000.00	服务
温州衢化东南工贸有限公司	100.00	2000.00	商业
深圳市巨化华南投资发展有限公司	100.00	1600.00	投资
浙江巨化塑胶有限责任公司	100.00	2100.00	化工
浙江巨化信息技术有限公司	85.00	1000.00	信息技术
巨化控股有限公司	100.00	40000.00	投资
巨化集团财务有限责任公司	100.00	120000.00	金融
浙江华江科技股份有限公司	56.12	6700.00	技术
浙江巨化环保科技有限公司	100.00	21600.00	服务
浙江巨柯私募基金管理有限公司	80.00	1200.00	服务
浙江开放大学巨化学院	100.00	63.00	教育

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	80.87	91.90	93.90
应收账款（亿元）	11.02	14.44	19.88
其他应收款（合计）（亿元）	1.26	0.84	0.46
存货（亿元）	32.35	33.36	38.01
长期股权投资（亿元）	217.20	225.70	234.69
固定资产（合计）（亿元）	158.19	151.24	148.60
在建工程（合计）（亿元）	31.57	90.10	97.16
资产总额（亿元）	602.88	696.18	731.47
实收资本（亿元）	47.07	47.07	47.07
少数股东权益（亿元）	98.91	120.68	126.44
所有者权益（亿元）	289.25	332.00	352.07
短期债务（亿元）	124.68	139.81	171.82
长期债务（亿元）	104.95	122.63	106.26
全部债务（亿元）	229.63	262.43	278.08
营业总收入（亿元）	429.12	459.73	98.20
营业成本（亿元）	371.86	369.73	75.72
其他收益（亿元）	3.96	2.78	0.34
利润总额（亿元）	31.21	55.43	22.44
EBITDA（亿元）	57.58	80.53	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	470.16	474.15	92.61
经营活动现金流入小计（亿元）	495.69	486.76	97.78
经营活动现金流量净额（亿元）	45.21	66.39	12.60
投资活动现金流量净额（亿元）	-47.81	-70.99	-20.72
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.85	6.01	12.11
财务指标			
销售债权周转次数（次）	10.81	10.71	--
存货周转次数（次）	12.44	11.25	--
总资产周转次数（次）	0.75	0.71	--
现金收入比（%）	109.56	103.14	94.31
营业利润率（%）	12.83	18.88	22.07
总资本收益率（%）	6.51	9.01	--
净资产收益率（%）	9.30	14.43	--
EBITDA 利润率（%）	13.42	17.52	--
总资产报酬率（%）	6.31	8.77	--
长期债务资本化比率（%）	26.62	26.97	23.18
全部债务资本化比率（%）	44.25	44.15	44.13
资产负债率（%）	52.02	52.31	51.87
流动比率（%）	71.55	71.85	67.18
速动比率（%）	55.21	57.30	52.61
经营现金流动负债比（%）	22.84	28.94	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.66	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	8.15	13.95	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.99	3.26	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2 公司合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务，长期应付款有息部分计入长期债务；3. “—”表示不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.85	6.83	11.51
应收账款（亿元）	0.07	0.11	1.19
其他应收款（合计）（亿元）	1.31	2.56	0.00
存货（亿元）	0.64	0.63	0.87
长期股权投资（亿元）	168.94	179.06	179.68
固定资产（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	324.40	327.66	338.26
实收资本（亿元）	47.07	47.07	47.07
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	119.41	117.51	117.59
短期债务（亿元）	120.21	113.52	144.96
长期债务（亿元）	76.48	84.53	61.34
全部债务（亿元）	196.69	198.05	206.30
营业总收入（亿元）	86.75	70.84	11.33
营业成本（亿元）	84.07	68.49	10.33
其他收益（亿元）	0.28	0.16	0.01
利润总额（亿元）	2.39	2.70	0.08
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	97.07	80.25	11.09
经营活动现金流入小计（亿元）	106.37	80.67	34.98
经营活动现金流量净额（亿元）	10.08	-1.76	0.81
投资活动现金流量净额（亿元）	-24.03	5.17	1.97
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.92	-4.50	2.03
财务指标			
销售债权周转次数（次）	20.57	15.50	--
存货周转次数（次）	103.17	107.65	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.22	--
现金收入比（%）	111.90	113.28	97.89
营业利润率（%）	2.88	3.00	8.54
总资本收益率（%）	2.70	2.42	--
净资产收益率（%）	2.00	2.30	--
EBITDA 利润率（%）	/	/	--
总资产报酬率（%）	2.63	2.33	--
长期债务资本化比率（%）	39.04	41.84	34.28
全部债务资本化比率（%）	62.22	62.76	63.69
资产负债率（%）	63.19	64.14	65.24
流动比率（%）	17.65	55.75	50.27
速动比率（%）	17.15	55.24	49.72
经营现金流动负债比（%）	7.97	-1.42	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.06	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部其他流动负债中的有息部分计入短期债务；3. “--”表示数据不适用，“*”表示数据过大或过小，“/”表述未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{sti}、AA_{sti}、A_{sti}、BBB_{sti}、BB_{sti}、B_{sti}、CCC_{sti}、CC_{sti}、C_{sti}。除 AAA_{sti} 级、CCC_{sti} 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 _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sti}	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sti}	科技创新债券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 _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

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