



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

黑龙江省新产业投资集团有限公司 主体与2026年度第一期科技创新债券 信用评级报告

目录

评定等级及主要观点

发债概况

发债主体

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

公司本部信用质量分析

外部支持

评级结论



信用等级公告

DGZX-R【2026】01396

大公国际资信评估有限公司通过对黑龙江省新产业投资集团有限公司主体及其拟发行的 2026 年度第一期科技创新债券的信用状况进行分析和评估，确定黑龙江省新产业投资集团有限公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，黑龙江省新产业投资集团有限公司 2026 年度第一期科技创新债券的信用等级为 AAA_{sti}。

特此公告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

马永强

二〇二六年九月三十日



评定等级

发债主体：黑龙江省新产业投资集团有限公司

债项信用等级：AAA_{st1}主体信用等级：AAA₁₅₄₁₃₁₈

评级展望：稳定

债项概况

注册规模：10 亿元

本期发行规模：10 亿元

债券期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

对科技创新领域的相关基金和股权直投项目出资、偿还有息负债，募集资金投向科技创新领域不低于本次债务融资工具募集资金的 50%

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2026.6	2025	2024	2023
总资产	343.14	333.97	329.97	265.12
所有者权益	162.24	158.42	158.25	126.28
总有息债务	126.10	121.21	115.40	92.84
营业收入	59.98	100.11	79.05	57.67
净利润	3.63	1.80	3.33	2.99
经营性净现金流	9.86	13.91	-0.44	-3.61
毛利率	26.05	22.91	9.76	14.87
总资产报酬率	1.87	1.95	2.13	2.62
资产负债率	52.72	52.56	52.04	52.37
债务资本比率	43.73	43.35	42.17	42.37
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	4.56	4.01	4.54
经营性净现金流/总负债	5.53	8.01	-0.29	-2.60

注：公司提供了 2023~2025 年及 2026 年 1~6 月财务报表，中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2023~2025 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2026 年 1~6 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：师 歌

评级小组成员：张 曦

电话：010-67413300

传真：010-67413555

客服：4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

黑龙江省新产业投资集团有限公司（以下简称“黑龙江新产投”或“公司”）主要从事纸业、化工产品、医药产品、电力、基金、投资等业务，构建了实业经营与资本投资协同发展格局。本次评级结果表明，公司多元化的产业布局有助于分散经营风险，并且能够获得政府多方面支持；上市子公司牡丹江恒丰纸业股份有限公司（以下简称“恒丰纸业”）拥有多重壁垒，收购四川锦丰纸业有限公司（以下简称“锦丰纸业”）后将进一步完善区域布局；上市子公司九芝堂股份有限公司（以下简称“九芝堂”）具有较强的品牌效应，并购哈尔滨吉象隆生物技术有限公司（以下简称“吉象隆”）将进一步拓展公司在生物医药领域的产业布局；公司可通过两家上市子公司开展直接融资，整体融资能力较强。但同时，需持续关注基金投资企业经营情况及对公司盈利稳定性的影响，此外公司还面临一定的短期偿债压力。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 公司业务涵盖纸业、化工产品、医药产品、电力、基金、投资等板块，构建了实业经营与资本投资协同发展格局，多元化的产业布局有助于分散经营风险；
- 上市子公司恒丰纸业是卷烟配套用纸细分领域的龙头企业，拥有多重资质和技术壁垒，收购锦丰纸业后将进一步完善在西南区域布局；
- 上市子公司九芝堂具有较强的品牌效应，主力产品位列补血产品全国零售市场前列，盈利能力较强，2025 年取得吉象隆实际控制权将进一步拓展公司在生物医药领域的产业布局；
- 公司是黑龙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“黑龙江国资委”）直接控股的省级战略性新兴产业与高新技术产业



投资集团，在政府补助和税收优惠方面可获得支持；

- 公司融资渠道以银行借款和股权融资为主，并拥有两家上市子公司，能够通过证券市场直接融资，整体融资能力较强。

主要风险/挑战：

- 公司基金投资大部分项目处于投资期，易受资本市场变化影响，面临宏观经济环境和资本市场波动、退出难度加大等考验，需持续关注投资企业经营情况及对公司盈利稳定性的影响；
- 截至 2025 年末，现金及现金等价物余额无法对短期有息债务形成覆盖，公司面临一定的短期偿债压力。

展望

预计未来，公司继续保持多元化业务结构和协同发展格局，并推进产业集聚和转型升级。综合考虑，大公国际对未来 1~2 年黑龙江新产投的评级展望为稳定。



评级模型打分表结果

本评级报告中，受评主体评级所依据的评级方法与模型为《通用企业信用评级方法与模型》，版本号为 PFM-TY-2025-V. 3. 0，受评债项评级所依据的评级方法为《科技创新债券信用评级方法》，版本号为 PF-KCZ-2025-V. 1. 0，上述方法均已在 大公国际官网公开披露。本次受评主体评级所使用评级模型及结果如下表所示：

评级要素	分数
要素一：财富创造能力	5.85
（一）市场竞争力	5.83
（二）运营能力	6.00
（三）可持续发展能力	5.20
要素二：偿债来源与负债平衡	5.60
（一）偿债来源	5.21
（二）债务与资本结构	6.17
（三）保障能力分析	5.57
（四）现金流量分析	5.73
调整项	无
基础信用等级	aa+
外部支持	1
模型结果	AAA

外部支持说明：公司作为黑龙江国资委直接控股的省级战略性新兴产业与高新技术产业投资集团，在政府补助和税收优惠方面可获得支持。
注：大公国际对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。
评级模型所用的数据根据公开及公司提供资料整理。
最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
-	-	-	-	-	-



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本报告所载的主体信用等级仅作为黑龙江省新产业投资集团有限公司发行黑龙江省新产业投资集团有限公司 2026 年度第一期科技创新债券使用，未经大公国际书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

二、评级对象或其发行人与大公国际、大公国际子公司、大公国际控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公国际评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公国际及评级项目组履行了尽职调查义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公国际依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公国际对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公国际的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公国际对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

六、本报告系大公国际基于评级对象及其他主体提供材料、介绍情况作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情况、实际兑付结果不一致。大公国际对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、本报告债项信用等级有效期为本期票据的存续期，主体信用等级有效期为 2026 年 8 月 21 日至 2027 年 8 月 20 日。在有效期限内，大公国际将根据《跟踪评级安排》对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

八、本报告版权属于大公国际所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



发债概况

（一）本期票据情况

本期票据是黑龙江新产投面向全国银行间债券市场的机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）发行的科技创新债券，注册规模和本期发行金额均为 10 亿元；发行期限为 5 年，面值为 100 元，按面值平价发行；主承销商以余额包销的方式承销本期票据，由主承销商组织承销团发行。本期票据为固定利率债券，由集中簿记建档结果确定票面利率；采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期票据的本金和利息在公司破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

本期票据无担保。

（二）募集资金用途

本期票据拟将 5 亿元用于对科技创新领域的相关基金和股权直投项目的出资、其余 5 亿元用于偿还公司有息负债。募集资金投向科技创新领域不低于本次债务融资工具募集资金的 50%。

发债主体

（一）主体概况

公司成立于 1992 年 4 月，前身系由黑龙江省计划委员会组建的黑龙省电力开发公司，初始注册资本 40.00 亿元。2009 年 5 月，公司更名为黑龙江辰能投资集团有限责任公司，股东由黑龙江省计划委员会变更为黑龙江国资委。2019 年 1 月，公司变更现名。经历多次增资，截至 2026 年 6 月末公司注册资本和实收资本均为 69.04 亿元，黑龙江国资委是公司唯一股东及实际控制人（见附件 1-1）。

截至 2025 年末，公司纳入合并报表范围二级子公司共 12 家（见附件 1-2）。其中，公司拥有表决权不足半数但能够对被投资单位进行控制的上市公司共 2 家，分别为恒丰纸业（证券代码：600356.SH）和九芝堂股份有限公司（以下简称“九芝堂”，证券代码：000989.SZ）。截至 2026 年 6 月末，公司通过子公司牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司（以下简称“恒丰集团”）持有恒丰纸业 27.14%股权；公司通过黑龙江辰能工大创业投资有限公司（以下简称“辰能工大”）持有九芝堂股权，辰能工大直接持有 24.04%股权。

表 1 上市子公司主要财务情况（单位：亿元）				
恒丰纸业				
指标	2026 年 1~6 月（末）	2025 年（末）	2024 年（末）	2023 年（末）
总资产	42.99	38.10	34.73	31.67
所有者权益	31.50	28.11	26.50	25.73
营业收入	13.86	28.22	27.74	26.48
净利润	1.14	2.12	1.32	1.49
九芝堂				
指标	2026 年 1~6 月（末）	2025 年（末）	2024 年（末）	2023 年（末）
总资产	55.36	54.36	52.11	53.30
所有者权益	41.48	41.14	39.48	39.47
营业收入	16.32	22.29	23.71	29.61
净利润	3.28	2.60	2.15	2.96

数据来源：根据公司提供资料整理



（二）公司治理结构

根据章程，公司不设股东会，设党委和党的纪律检查委员会，党委领导班子成员为 7 人，设党委书记 1 名、党委副书记 2 名（专职副书记 1 名）。公司设董事会，实行集体审议、独立表决、个人负责的决策制度，由 9 名董事组成，外部董事人数应超过董事会全体成员的半数；董事会成员中包括 1 名职工董事，经由职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；设董事长 1 名，副董事长 1 名。公司不设监事会、监事，由董事会审计与风险管理委员会、内部审计等机构行使相关职权。公司设总经理 1 名，总会计师 1 名；经理层实行总经理负责制，总经理对董事会负责，向董事会报告工作。公司组织结构图见附件 1-1。

（三）征信信息

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2026 年 8 月 14 日，公司本部、黑龙江省创业投资有限公司（以下简称“黑龙江创投”）本部、恒丰集团本部和黑龙江辰能资本投资运营有限公司（以下简称“辰能资本”）本部未发生不良信贷事件，其中公司本部有 3 笔已结清关注类短期借款，恒丰集团本部有 16 笔已结清关注类短期借款；截至 2026 年 8 月 18 日，重要子公司黑龙江辰能清洁能源股份有限公司（以下简称“辰能清洁”）本部有 1 笔已结清关注类短期借款。截至本报告出具日，子公司黑龙江中盟集团有限公司（以下简称“中盟集团”）本部在债券市场发行的已到期债券按期兑付本息；公司本部及重要子公司辰能清洁本部、黑龙江创投本部、恒丰集团本部和辰能资本本部未发行过债券。

偿债环境

（一）宏观环境

2026 年上半年，我国经济顶住复杂外部环境与国内结构性压力，延续稳中有进、向新向优的运行态势，下半年经济有望逐步企稳，全年经济增长有望实现预期目标。

2026 年上半年，国民经济整体运行在合理区间，“稳、韧、新、优”特征凸显，新质生产力持续赋能经济高质量发展。经济总量稳步攀升，上半年 GDP 达 69.6 万亿元，同比增长 4.7%，尽管二季度同比增速小幅回落至 4.3%，但环比增长 0.9%，经济增长保持平稳态势。消费市场分层复苏、提质升级，上半年社会消费品和服务零售总额同比增长 2.7%，其中，服务零售额同比增速为 5.3%，显著高于商品零售额，同时，乡村消费、新型消费、入境消费等新消费增长点持续活跃。投资结构持续优化，未来产业、新型基础设施、民生领域投资增势突出，高技术产业、知识产权产品、大规模设备更新、“六张网”相关投资增速亮眼，有效对冲整体投资波动压力。外贸展现超强韧性，在全球贸易放缓、地缘冲突反复扰动的背景下，上半年货物进出口总额同比大幅增长，新质生产力主导出口结构升级，机电产品、绿色低碳产品、高端装备成为拉动出口增长的核心动力。物价水平温和回升，上半年 CPI 同比上涨 1.0%，PPI 自 3 月起结束长期下行态势，上半年同比上涨 1.5%，但 6 月 PPI-CPI 剪刀差达 3.1 个百分点，显示成本向终端传导不畅，物价回升高度依赖外部输入，而非内需全面复苏。此外，工业经济提质增效，以高技术制造业、数字产品制造业为代表的新动能对工业增长的贡献率近五成，新动能成为支撑经济增长的关键力量。

展望下半年，我国经济运行仍面临多重内外压力：外部层面，国际地缘冲突所导致的输入性价格扰动将持续存在，叠加全球经济与贸易增速放缓，出口对经济的拉动效应将有所减弱；国内层面，前期财政靠前发力后增量空间收窄，房地产市场调整压力尚未完全消解，部分传统行业产能出清、转型压力较大，对经济稳步复苏形成一定制约。为对冲各类风险压力、巩固经济向好态势，宏观政



策将延续积极有为基调，协同施策。财政政策聚焦提质增效，加快新型政策性金融工具、专项债落地投放，抓实“六张网”、重大工程、设备更新、民生补短板项目建设，持续扩大有效投资、夯实内需底盘。货币政策维持适度宽松基调，保持市场流动性充裕，依托各类结构性工具精准赋能科技创新、小微企业、绿色发展等重点领域，促进新动能成长提速，夯实经济增长核心根基。同时，依托完备产业链优势，持续提升高附加值产品出口竞争力，有效对冲全球外需放缓压力。综合来看，在政策协同、动能升级、外贸韧性加持下，下半年经济有望逐步企稳，全年经济增长有望实现预期目标。

（二）行业环境

石化化工行业是国民经济重要基础产业、支柱产业，目前正面临深刻的结构性调整。

石化化工行业是国民经济的重要基础产业、支柱产业，经济总量大、产业关联度高，事关工业稳定增长、经济平稳运行。2025 年，行业增加值占工业的 13.7%，增速高于工业平均水平。炼油、乙烯等 20 多类基础化学品产能居世界首位。当前，我国化工行业正经历从规模扩张向内涵式增长的关键转型期。作为全球最大的石化产品生产与消费国，行业在维持国民经济支柱地位的同时，也面临深刻的结构性调整。基础原料领域呈现阶段性能充裕态势，市场竞争加剧，部分大宗产品利润空间承压。与此同时，高端精细化工领域则显现出供给短板，电子化学品、高性能材料等产品对外依存度仍处于高位，难以完全匹配战略性新兴产业日益攀升的品质需求。传统下游市场的增长惯性逐步放缓，叠加外部贸易环境的波动，共同构成了行业发展的复杂背景。面向未来，行业演进的核心在于通过系统性升级培育新的竞争力。数字智能转型将成为普遍选择，从生产运营到供应链管理，以数据驱动决策、以模型优化流程的模式将重塑行业生态。

近年来，随着城乡居民收入水平提高、人口老龄化、医疗卫生体制改革加快推进以及社会保障体系的不断完善，我国医药行业进入以创新驱动发展为主线的高质量发展阶段；但受药品集采等政策影响，药品价格仍存在下行压力，医药企业利润有所承压。

随着我国经济的发展，城乡居民收入不断提高，居民对自身健康的关注程度和医疗保健意识不断提高。2023~2025 年，全国居民人均消费支出分别为 2.68 万元、2.82 万元和 2.95 万元，城镇居民人均消费支出分别为 3.30 万元、3.46 万元和 3.59 万元，农村居民人均消费支出分别为 1.82 万元、1.93 万元和 2.03 万元；2025 年全国人均医疗保健消费支出 2,573 元，占人均消费支出的比重为 8.7%。我国农村居民的医疗保健水平相对较低，随着城镇化进程的快速推进，人口集中度提高，消费能力上升，将进一步带动医疗消费的增量。同时，人口老龄化将对药品消费起到持续推动的作用，为医药产品提供市场空间。

中国制药行业按照产品划分为化学原料药、化学制剂药、中成药、中药饮片、生物制药等子行业；其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地位；同时生物制药行业近年发展良好。我国医疗卫生体制改革加快推进，加上社会保障体系的不断完善，我国医药行业进入以创新驱动发展为主线的高质量发展阶段。2025 年 10 月 27 日，第十一批国家组织药品集中带量采购产生中选结果。此次集采共纳入 55 种药品，覆盖抗感染、抗过敏、抗肿瘤、降血糖、降血压、降血脂、消炎镇痛等领域常用药品，总体实现“稳临床、保质量、反内卷、防围标”预期目标。全国药品集采和医保谈判常态化，准入模式已转向产品和价格优势导向，扩大了对经济支付弱势人群的医疗保障程度，对下游药品需求的释放起到很好的支撑作用，但药品价格仍存在下行压力，医药企业收入和利润水平有所承压。根据国家统计局数据，2025 年，全国规模以上医药制造业实现营业收入 24,870.0 亿元，同比下降 1.2%，实现利润总额 3,490.0 亿元，同比增长 2.7%，2026



年 1~4 月,规模以上医药制造业营业收入同比下降 0.2%,利润总额同比下降 3.5%。随着人工成本、原材料、厂房设备折旧费用持续攀升,医药企业普遍面临成本控制挑战,但从中长期来看,在高质量、高层级的需求作用下,伴随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深,药品集采和医保谈判常态化对医药制造行业的负面影响将逐渐弱化,加之医疗反腐力度加强,有助于行业高质量发展,医药制造行业作为推进健康中国建设的重要保障,其长期向好趋势不变。

纸类销售面临阶段性能过剩与需求增长放缓的双重压力,在“反内卷”的政策导向和市场自发调节下,部分落后产能有望出清,产品将向高附加值方向升级,技术创新将成为关键。

纸业方面,纸类销售面临阶段性能过剩与需求增长放缓的双重压力,市场竞争激烈。2025 年全行业纸及纸板总产量 14,135 万吨、同比增长 3.74%,消费量 13,879 万吨、同比仅增加 1.80%,产量增速显著高于需求增速,行业呈现“增量不增利”特征,全年规上造纸企业营收同比下滑 2.6%、利润总额同比下降 13.6%。其中烟草工业用纸作为特种纸的重要门类,市场格局相对稳定且集中度高。机械光泽纸主要应用于食品饮料、消费品和医疗卫生等领域的包装,其市场发展与高端消费和工业需求紧密相关,目前全球市场由少数国际厂商占据领先地位,中国市场正在发展之中。薄型印刷纸则代表了造纸工业的高精尖技术方向,国内企业已实现重大突破,例如成功研发并量产了仅 19 克重、厚度 0.025 毫米的世界最薄印刷纸,应用于高端词典等精品印刷领域,这背后是持续的工艺革命和智能制造体系的支撑。作为造纸业基础的纸浆市场,目前供应端,进口纸浆量持续增长,港口库存维持高位,货源充裕对价格形成压制;需求端则主要由下游纸厂的刚性需求主导,不同纸种开工率的分化导致对纸浆的需求支撑力度不一;这种原材料市场的波动进一步传导至下游,加剧了成品纸市场的竞争复杂性。展望未来,在“反内卷”的政策导向和市场自发调节下,部分落后产能有望出清,市场份额将向拥有成本、技术和规模优势的头部企业集中,这可能推动行业盈利能力的逐步修复。同时产品将向高附加值方向升级,行业竞争焦点将从规模化生产转向满足高端化、个性化、功能化的市场需求,例如特种纸、高端包装纸和生活用纸等领域,技术创新将成为决定企业未来的关键。

(三) 区域环境

黑龙江省在我国区域布局中肩负“三基地一屏障一高地”重要使命,且“十五五规划”提出扎实推动东北全面振兴取得新突破,为当地提供发展机遇;近年来,黑龙江省地区生产总值和一般公共预算收入保持增长态势,为公司发展提供了良好的外部环境。

黑龙江省是中国位置最北、纬度最高的省份,地处东北亚区域腹地,边境线长 2,981 公里,是亚洲与太平洋地区陆路通往俄罗斯及欧洲大陆的重要通道,作为我国沿边开放的重要窗口和对俄及其他独联体国家开放的前沿,具有独特的区位枢纽功能。黑龙江省在国家发展大局中被定位为国家重要商品粮生产基地、重型装备生产制造基地、重要能源及原材料基地、北方生态安全屏障和向北开放新高地;《黑龙江省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》提出加快构建“五区”发展格局,即加快建设“藏粮于地、藏粮于技”粮食安全产业带核心区,推进松嫩平原、三江平原现代农业发展,加快建设哈大齐自主创新示范区、打造哈大齐协同一体的科创走廊和工业走廊,加快建设资源型地区转型发展区,发展壮大现代农业、绿色食品、高端装备、特种装备、绿色化工、新能源、生物制造、石墨新材料、低空经济、文化旅游等接续替代产业,加快建设大小兴安岭生态功能区,更好构筑祖国北方生态安全屏障,加快建设沿边开放开发合作区,发挥独特区位优势。



为助力区域经济实现高质量可持续发展，在黑龙江省积极谋求转型升级的基础上，中央自 2003 年提出东北振兴战略以来，相关政策持续深入推进，全面赋能黑龙江省发展。近年来，黑龙江省地区生产总值保持增长态势，亦为公司发展提供了良好的外部环境；黑龙江省规模以上工业增加值增速由负转正，其中 2025 年，制造业增加值增长 1.7%。2023~2025 年，黑龙江省固定资产投资增速大幅波动，其中 2025 年，医药制造业投资增长 27.1%。2025 年 10 月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出扎实推动东北全面振兴取得新突破，未来国家新一轮东北全面振兴政策将持续为黑龙江省提供发展机遇。“十五五”期间，黑龙江省将实施新一轮制造业重点产业链高质量发展行动，提升能源、化工、食品等传统产业质量效益和竞争力；培育壮大数字智能、生物经济等 12 个千亿级特色产业集群。但同时截至 2025 年末，全省常住人口 3,001 万人，同比进一步减少；其中，65 岁及以上人口占比为 20.5%，同比有所上升，且高于全国平均水平，面临一定人口流失及老龄化的挑战。

表 2 2023~2025 年黑龙江省主要经济财政指标（单位：亿元、%）						
主要指标	2025 年		2024 年		2023 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	16,878.0	4.2	16,476.9	3.2	15,883.9	2.6
规模以上工业增加值	-	2.8	-	-3.1	-	-3.3
固定资产投资（不含农户）	-	-10.3	-	6.0	-	-14.8
一般公共预算收入	1,534.98		1,452.34		1,396.15	
其中：税收收入	859.69		871.83		859.65	
政府性基金收入	180.88		167.20		148.18	
一般公共预算支出	6,565.00		6,454.54		5,776.44	

数据来源：根据公开资料整理

财政收入方面，2023~2025 年，黑龙江省一般公共预算收入逐年增长，税收收入保持 55%以上。同期，黑龙江省政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，规模逐年增长。财政支出方面，近年来，黑龙江省一般公共预算支出逐年增长。整体来看，黑龙江省财政自给率较差。

2023~2025 年末，黑龙江省地方政府债务余额分别为 8,497.29 亿元、9,627.55 亿元和 10,819.54 亿元，逐年增长。其中 2025 年末，一般债务余额为 5,953.22 亿元，专项债务余额为 4,866.33 亿元，面临一定债务压力。

财富创造能力

公司业务涵盖纸业、化工产品、医药产品、电力、基金、投资等板块，已构建实业经营与资本投资协同发展格局，多元化的产业布局有助于分散经营风险；2023~2025 年，公司营业收入逐年增长。

公司主要从事纸业、化工产品、医药产品、电力、基金、投资等业务，构建了实业经营与资本投资协同发展格局，多元化的产业布局有助于分散经营风险。

2023~2025 年，公司营业收入逐年增长。从各板块收入来看，2023~2025 年，公司纸业板块收入基本保持稳定¹；化工板块收入有所波动，其中 2024 年同比大幅增长，主要系黑龙江省龙江化工有限公司（以下简称“龙江化工”）聚碳酸酯联合项目一期建成投产所致。2025 年，公司新增医药板

¹ 未包含恒丰纸业其他主营收入和其他业务收入。



块收入 21.43 亿元²，主要系九芝堂产生的营收入合并所致。2023~2025 年，公司电力板块收入基本保持稳定，以热电销售、风力发电和生物质发电为主。2023~2025 年，受房地产行情影响，公司房地产板块收入逐年下降，主要运营主体有黑龙江中盟爱地房地产开发有限公司、黑龙江辰能同发置业有限责任公司等；截至 2025 年末，公司存货下土地使用权共一宗，取得时间为 2012 年，土地面积 10.49 万方，用途为住宅、商务金融等，需关注在手地块开发及去化情况。近年来，公司供水收入逐年小规模减少，主要由子公司鸡西辰能水务有限责任公司（以下简称“辰能水务”）负责，辰能水务主要从事鸡西市、七台河市跨区域原水干线工程的投资建设、运维管理及原水输送保障工作，不承担自来水净化加工职能。同期，公司其他业务收入持续小幅上升，包括销售材料以及冰面试车、房屋出租、水面出租收入等，较为多元。整体看，公司房地产、供水和其他业务板块收入规模较小，对公司营业收入的贡献度较低。

表 3 2023~2025 年及 2026 年 1~6 月公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）								
项目	2026 年 1~6 月		2025 年		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	59.98	100.00	100.11	100.00	79.05	100.00	57.67	100.00
纸业板块	13.77	22.95	27.95	27.91	27.35	34.60	26.22	45.47
化工板块	13.58	22.64	25.28	25.26	26.74	33.82	3.85	6.67
医药板块	15.86	26.43	21.43	21.41	0.00	0.00	0.00	0.00
电力板块	10.95	18.26	20.31	20.29	19.90	25.17	19.80	34.33
房地产板块	0.75	1.26	1.72	1.72	1.86	2.36	5.13	8.90
供水板块	0.98	1.64	1.38	1.38	1.70	2.14	1.78	3.09
其他业务	4.09	6.82	2.04	2.03	1.51	1.90	0.89	1.55
毛利润	15.63	100.00	22.94	100.00	7.71	100.00	8.58	100.00
纸业板块	2.71	17.34	5.47	23.86	4.93	63.93	4.56	53.15
化工板块	0.17	1.10	0.48	2.11	0.70	9.13	-0.03	-
医药板块	9.46	60.51	12.77	55.67	0.00	0.00	0.00	0.00
电力板块	2.00	12.80	1.72	7.48	0.39	5.01	1.33	15.50
房地产板块	-0.10	-	0.82	3.59	0.28	3.58	1.48	17.25
供水板块	0.61	3.88	0.70	3.05	0.67	8.71	0.86	10.02
其他业务	0.78	5.00	0.98	4.25	0.74	9.63	0.38	4.45
毛利率	26.05		22.91		9.76		14.87	
纸业板块	19.69		19.58		18.03		17.39	
化工板块	1.27		1.91		2.64		-0.83	
医药板块	59.63		59.57		-		-	
电力板块	18.26		8.45		1.94		6.72	
房地产板块	-13.01		47.74		14.83		28.84	
供水板块	61.65		50.63		39.64		48.20	
其他业务	19.10		47.92		49.34		42.78	

数据来源：根据公司提供资料整理

从各板块毛利润和毛利率来看，2023~2025 年，公司毛利润和毛利率均有所波动；其中 2025 年纸业和药业板块是毛利润主要来源。近年来，公司纸业板块毛利率逐年小幅增长；化工板块毛利率有所波动，其中 2024 年扭亏为盈，主要系龙江化工投产所致，受市场行情影响，2025 年小幅下降。2025 年，公司新增医药板块的毛利率为 59.57%。近年来，公司电力板块毛利率有所波动，其中 2024

² 未包含九芝堂其他主营业务收入和其他业务收入。



年较低，主要系公司扩大收储半径跨区域远距离采购生物质导致成本增长所致。2023~2025 年，房地产、供水和其他业务板块毛利率均有所波动，其中 2025 年房地产板块毛利率大幅增长，主要系物业管理 and 车位销售业务扭亏为盈叠加当期销售房产毛利率较高所致。

2026 年 1~6 月，公司实现营业收入 59.98 亿元，同比有所增长；毛利润为 15.63 亿元，其中医药板块毛利润增幅较大，一方面系吉象隆并表带来利润的增长，另一方面系九芝堂主业优化并降本增效；房地产板块产生亏损，主要系房地产市场下行、存量资产降价去化、各项刚性运营及财务支出叠加所致。

(一) 纸业板块

上市子公司恒丰纸业作为卷烟配套用纸细分领域的龙头企业，是国内最大、世界前列卷烟辅料用纸生产基地，拥有多重资质和技术壁垒，收购锦丰纸业后将进一步完善在西南区域布局；2025 年恒丰纸业烟草工业用纸主要供应商集中度较高。

公司纸业板块运营主体为上市子公司恒丰纸业。恒丰纸业源于 1952 年 8 月成立的牡丹江国营造纸厂，拥有 70 余年特种纸研发制造积淀，为国家烟草总公司定点卷烟辅料生产基地、国内首批造纸行业重点高新技术企业，是卷烟配套用纸细分领域的龙头企业；并于 2001 年在上交所上市，是国内最大、世界前列卷烟辅料用纸生产基地。同时，恒丰纸业具备多重资质壁垒，是国内首个明确科学碳目标（SBTi）的特种纸企业，持有 FSC/PEFC 国际森林认证，为国际烟草供应链核心准入厂商；同时作为行业标准制定核心参与单位，是高端特种进口替代主力；并掌握麻浆全无漂白、低定量薄型纸制备、卷烟纸功能性改性、滤棒纸高端定制、生物基涂层等核心生产工艺，可量产超低克重薄型纸、降焦减害卷烟、高透气滤棒纸、新型烟草防渗透/导热专用等高定制化产品，技术壁垒优势突出。

恒丰纸业以烟草工业用纸等特种纸为核心，机械光泽纸、薄型印刷纸及其他纸类为重要补充。烟草工业用纸覆盖传统与新型烟草两大领域，包含卷烟纸、滤棒成形纸、烟用接装纸原纸及新型烟草用纸等系列产品，其中滤棒成形纸国内市场覆盖率达 100%，具有坚实的市场壁垒。薄型印刷纸、其他纸类产品主要面向印刷工业、医疗保健、食品接触等领域。

表 4 2023~2025 年纸业板块分产品情况（单位：亿元、%） ³									
产品	2025 年			2024 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
烟草工业用纸	18.77	67.18	27.70	18.72	68.44	25.38	18.73	71.45	24.85
机械光泽纸	3.25	11.62	9.44	3.44	12.57	7.96	3.33	12.69	2.40
薄型印刷纸	1.28	4.60	-0.69	1.59	5.82	2.03	1.01	3.87	3.58
纸浆	-	-	-	0.42	1.54	15.68	0.05	0.19	-49.70
其他纸类	4.64	16.61	-0.55	3.18	11.63	-6.03	3.09	11.80	-6.05
合计	27.95	100.00	19.58	27.35	100.00	18.03	26.22	100.00	17.39

数据来源：根据公司提供资料整理

2023~2025 年，恒丰纸业生产、销售均实现稳步增长，产销比有所波动。2023 年，当年结合整体招标安排及国内外烟草公司等下游客户需求预判，恒丰纸业主动加大备货力度，适度增加库存储备，期末库存量达 19,108 吨。2024 年，行业需求回暖，恒丰纸业产能利用率提升，产销同步扩张；依托旺盛下游需求，销量增速明显高于产量增速，恒丰纸业消化前期储备库存，期末库存量回归合理区间，产销衔接有所优化。2025 年，恒丰纸业延续产销扩张节奏，生产端提速更为明显，基于年

³ 按照公司合并口径进行披露。



度招标规划及国内外客户订单需求预判，再次适度加大原料及产成品备货，期末库存大幅增长。恒丰纸业产能逐年增长，产能利用率达 80%以上；截至 2025 年末，恒丰纸业拥有 22 条造纸生产线。

表 5 2023~2025 年（末）恒丰纸业机制纸产销量情况（单位：吨）

指标	2025 年（末）	2024 年（末）	2023 年（末）
产能	270,000	270,000	230,000
生产量	240,071	219,921	212,171
销售量	234,189	227,039	203,734
库存量	17,872	11,990	19,108
产销比	97.55	103.24	96.02

数据来源：根据公司提供资料整理

2025 年 5 月，恒丰纸业披露《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）摘要（修订稿）》，拟通过发行股份的方式收购锦丰纸业 100%股权，交易价格为 2.68 亿元⁴。2026 年 5 月，恒丰纸业发布《关于发行股份购买资产暨关联交易之标的资产过渡期损益情况的公告》，标志在法律和财务程序上全部完成锦丰纸业 100%股权的收购。锦丰纸业是持有《烟草专卖生产企业许可证》的企业之一，本次收购完成后，恒丰纸业可利用锦丰纸业成都基地生产线有效扩充产能，强化产品与技术协同；同时锦丰纸业紧邻云南中烟、四川中烟等核心客户，并可依托中欧班列优化出口物流，将进一步完善在西南区域产业布局。但同时本次收购并未设置任何业绩补偿条款，需持续关注未来经营和业绩表现。

烟草工业用纸原材料采购方面，2025 年恒丰纸业主要供应商集中度较高，采购相对集中；产品销售方面，恒丰纸业全部采用直销模式，无经销分销，直接对接下游大客户，客户群体以国内各大中烟工业企业为核心。产销区域方面，恒丰纸业销售以境内市场为主，同时涉猎境外市场。

表 6 2025 年恒丰纸业烟草工业用纸主要供应商及客户情况（单位：万元、%）⁵

主要供应商			
供应商	原材料	采购金额	占比
供应商1	木浆	58,221.00	27.38
供应商2	木浆	17,612.00	8.29
供应商3	木浆	16,708.00	7.86
供应商4	电	11,856.00	5.58
供应商5	纸制品	11,154.00	5.25
合计	-	115,551.00	54.36
主要客户			
客户	产品	销售金额	占比
客户1	烟草工业用纸	112,012.00	39.69
客户2	烟草工业用纸	12,311.00	4.36
客户3	烟草工业用纸	7,742.00	2.74
客户4	食品食材接触用纸	6,350.00	2.25
客户5	烟草工业用纸	4,458.00	1.58
合计	-	142,873.00	50.62

数据来源：根据公司提供资料整理

⁴ 实际交易对价为 2.54 亿元，新增股份 3,081 万股（占总股本 9.35%），发行价 8.25 元/股。

⁵ 合计数存在尾差，下同。



（二）化工板块

2025 年，公司化工销售产品以双酚 A 等为主，需持续关注未来销售价格和销量的稳定性。

公司化工板块主要由子公司中盟集团和龙江化工负责运营，其中中盟集团下属化工子公司主要从事以甲基丙烯酸甲酯（MMA）为主的化工产品生产、销售；龙江化工则位于大庆市林源化工园区，投资建设聚碳酸酯联合项目。公司主要化工产品包括双酚 A、苯酚、丙酮和甲基丙烯酸甲酯等。

表 7 2023~2025 年及 2026 年 1~3 月公司化工产品分类别收入情况（单位：万元、%）⁶

产品	2026 年 1~3 月		2025 年		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
双酚 A	32,860.62	50.94	135,990.67	52.10	131,932.94	47.27	687.75	1.79
苯酚	15,487.97	24.01	49,467.88	18.95	50,582.61	18.12	2,700.55	7.02
丙酮	11,830.83	18.34	43,439.42	16.64	51,848.37	18.58	1,863.66	4.84
甲基丙烯酸甲酯	2,337.66	3.62	21,933.99	8.40	32,271.85	11.56	24,575.91	63.86
硫酸铵	674.53	1.05	4,239.31	1.62	4,642.88	1.66	5,515.52	14.33
丙酮氰醇	1,312.86	2.04	5,048.16	1.93	4,713.57	1.69	-	-
纯苯	-	-	828.03	0.32	2,800.31	1.00	-	-
甲基丙烯酸	-	-	55.44	0.02	282.64	0.10	3,105.65	8.07
聚氯乙烯加工助剂	-	-	29.85	0.01	13.04	0.00	32.74	0.09
合计	64,504.47	100.00	261,032.75	100.00	279,088.20	100.00	38,481.79	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

上游原料采购方面，目前公司化工产品生产所需核心原料为甲苯与丙烯，其中甲苯年需求量约 25 万吨、丙烯年需求量约 10.5 万吨，两类原料均主要向中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油天然气公司”）下属分公司采购并通过管道/外输输送进厂；同时公司生产所需配套公用工程同样实现本地化稳定供应，其中氮气、仪表风等工业用气采取对外采购模式，装置自产燃料气优先满足自用，富余燃料气对外输送变现。2024~2025 年，公司从中石油天然气公司下属分公司购买的甲苯、丙烯采购额占全年原材料采购总额的 70%左右，大庆高新博源热电有限公司、国网黑龙江省电力有限公司（以下简称“黑龙江电力”）、哈尔滨三友运输有限公司、大庆石化建设有限公司分别负责蒸汽、电力、物流运输与装置维保服务，是公司稳定的供应商。整体来看，公司原材料采购集中度较高，本地化配套资源完善，管输结合汽运的供货模式可有效控制原材料运输成本，保障原材料及配套服务的稳定性。

表 8 2025 年化工产品主要原材料采购情况（单位：万元、%）⁷

供应商	原材料	采购金额	占比
中石油天然气公司下属分公司	甲苯，丙烯	183,142.56	69.24
齐齐哈尔鲁傲化工有限公司	精煤	3,749.19	1.42
中国石油天然气股份有限公司大庆炼化分公司	丙酮氰醇	3,594.99	1.36
中石油天然气公司下属分公司	液氨	2,284.20	0.86
山东海江化工有限公司	丙酮	963.51	0.36
合计		193,734.45	73.24

数据来源：根据公司提供资料整理

⁶ 含公司内部互供，存在尾差。

⁷ 中石油天然气公司下属分公司为多家分公司的合计。



生产工艺方面，公司聚碳酸酯联合项目加工主要采用上下游一体化串联生产工艺。其中，纯苯装置采用甲苯加氢脱甲基+天然气制氢工艺，依靠固定床催化与 PSA 制氢技术，副产燃料气回收利用，实现有效管控能耗；苯酚、丙酮采用异丙苯法，苯与丙烯烷基化生成异丙苯，再经氧化浓缩、酸解、多段精馏、AMS 加氢、酚回收工序提炼成品；为控制产品纯度、满足高端原料适配需求，双酚 A 依托苯酚、丙酮催化缩合工艺，搭配两级结晶、真空闪蒸、氮气汽提精制工艺。

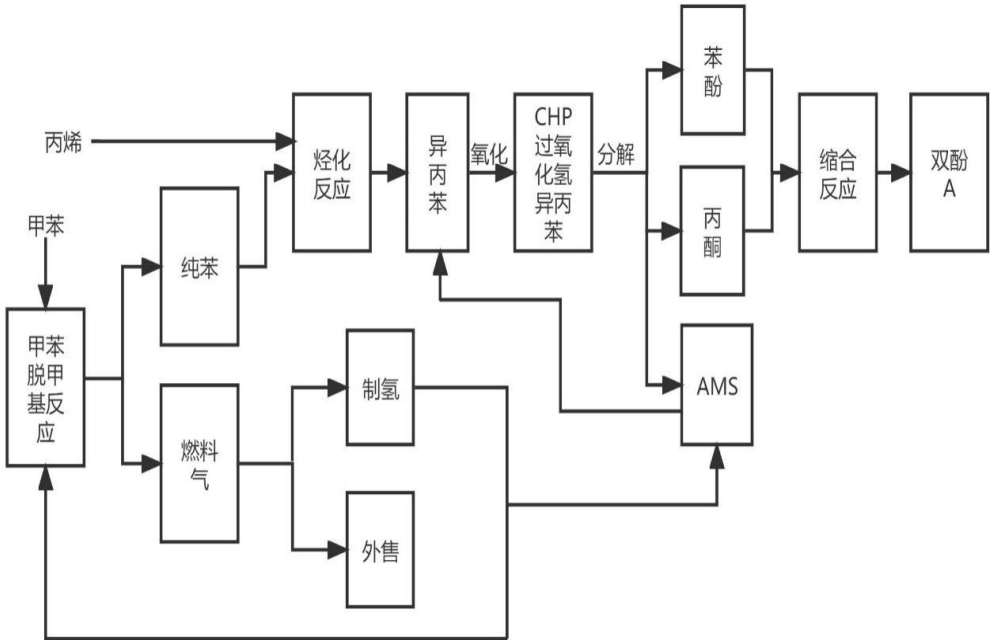


图 1 聚碳酸酯联合项目主要加工流程图

数据来源：根据公司提供资料整理

自 2023 年底龙江化工聚碳酸酯联合项目一期建成投产以来，公司实现甲苯至双酚 A 全流程一体化生产，形成年产约 20 万吨纯苯、35 万吨苯酚、丙酮、20 万吨双酚 A 的规模化产能, 2025 年上述产品产能利用率达到 90%以上。此外，公司拟投资 35 亿元开展二期项目建设，用于生产聚碳酸酯等新材料，完善全产业链布局。

表 9 2023~2025 年及 2026 年 1~3 月公司主要化工产品产量及产能情况（单位：万吨/年、万吨）					
产品	2025 年末规划 产能	实际产量（含互供）			
		2026 年 1~3 月	2025 年	2024 年	2023 年
纯苯	20.88	5.11	19.87	19.46	0.29
异丙苯	30.00	8.50	31.80	28.31	1.98
苯酚	21.68	6.38	24.26	21.36	1.01
丙酮	13.33	3.95	15.03	13.31	0.64
双酚 A	20.00	4.62	18.59	16.07	0.12
丙酮氰醇	-	0.26	0.94	0.64	0.00
甲基丙烯酸甲酯	7.50	0.28	2.42	2.90	2.91
硫酸铵	15.00	0.65	5.27	6.46	7.36
甲基丙烯酸	1.50	0	0.03	0.05	0.33

数据来源：根据公司提供资料整理

下游产品销售方面，2025 年，公司化工销售产品以双酚 A 等为主，产品销售网络辐射东北、华



东、华中、华南等化工产业聚集区，产成品主要采用公路汽运完成外销。公司产品应用场景明晰，其中双酚 A 核心应用于聚碳酸酯与环氧树脂生产领域，苯酚广泛应用于酚醛树脂、医药中间体制造，丙酮则是甲基丙烯酸甲酯、有机溶剂、异丙醇产品的关键原料。公司与聚焦环氧树脂、新材料、电子化工、橡塑制造、节能环保建材等领域的大中型终端企业建立合作，通常以年度框架合约、月度定量保供为主要形式锁定长期订单。2025 年，公司主要客户包括铜陵善纬新材料科技有限公司、中国石油天然气股份有限公司、立邦投资有限公司等。

表 10 2025 年公司化工产品主要客户情况（单位：万元，%）			
客户	产品	销售金额	占比
铜陵善纬新材料科技有限公司	双酚 A	30,739.53	10.56
中国石油天然气股份有限公司吉林石化分公司	丙酮	27,479.55	9.69
中石化湖南石油化工有限公司	双酚 A	27,221.37	9.35
立邦投资有限公司	双酚 A	23,761.73	8.16
河南三木表层材料工业园有限公司	双酚 A	18,494.32	6.35
合计		127,696.50	44.12
数据来源：根据公司提供资料整理			

与此同时，环氧树脂、新材料产业持续发展也为公司化工产品销售提供了一定的市场空间，有效消化现有产能；2025 年，公司主要化工产品的产销率达到 97%以上（见附件 2-1）。近年来，公司主要化工产品平均销售价格大多有所波动，主要系化工行业整体处于下行周期；苯酚、丙酮、双酚 A 等产品销量持续增长，甲基丙烯酸甲酯等产品销量有所下降，主要系公司调整化工产品结构所致，需持续关注销售价格和销量的稳定性。

表 11 2023~2025 年及 2026 年 1~3 月公司主要化工产品销售及价格情况（单位：万吨、万元/吨）					
产品/数据		2026 年 1~3 月	2025 年	2024 年	2023 年
苯酚	销量	2.61	8.33	7.48	0.42
	平均价格	0.59	0.59	0.68	0.65
丙酮	销量	2.56	9.31	8.46	0.32
	平均价格	0.46	0.47	0.61	0.59
双酚 A	销量	4.38	18.60	15.98	0.08
	平均价格	0.75	0.73	0.83	0.83
丙酮氰醇	销量	0.26	0.94	0.64	0
	平均价格	0.51	0.54	0.73	-
甲基丙烯酸甲酯	销量	0.28	2.46	2.90	2.91
	平均价格	0.78	0.89	1.16	0.96
硫酸铵	销量	0.65	5.26	6.46	7.36
	平均价格	0.09	0.08	0.07	0.08
数据来源：根据公司提供资料整理					

（三）医药板块

因九芝堂纳入合并范围，公司 2025 年新增医药板块收入；九芝堂具有较强的品牌效应，主力产品位列补血产品全国零售市场前列，盈利能力较强；同年，九芝堂取得吉象隆实际控制权，将进一步拓展公司在生物医药领域的产业布局。但同时，需持续关注九芝堂和吉象隆业绩承诺完成情况。

公司医药板块运营主体为上市子公司九芝堂。2024 年，公司完成对九芝堂的收购，并于 2024 年末将其纳入合并报表范围；自 2025 年初，九芝堂产生的营业收入纳入公司合并范围，公司新增医药



板块收入。九芝堂成立于 1999 年 5 月，源于公元 1650 年“劳九芝堂药铺”，以中药研发、生产和销售等业务为核心，于 2000 年在深交所上市。九芝堂拥有“九芝堂”、“友搏”两个“中国驰名商标”；2006 年 9 月，“九芝堂”被国家商务部认定为“中华老字号”，2008 年 6 月，九芝堂传统中药文化被列入国家级非物质文化遗产保护目录，具有较强的品牌效应。2026 年第一季度，九芝堂在国内 66 家中药同业上市企业中营收和净利润均位列前 20 名（含第 20 名），当期毛利率为 60.59%，高于行业平均水平，整体盈利能力较强。

2025 年，九芝堂出资 3.10 亿元取得对吉象隆实际控制权，并将其纳入合并范围，吉象隆专业从事多肽药品研发、生产、销售业务；拥有 8 项核心技术、10 个原料药批文，其中司美格鲁肽、替尔泊肽已在美国 FDA USDMF 备案，销往海外。截至 2025 年末，吉象隆总资产 4.35 亿元，净资产 2.91 亿元；2025 年实现营业收入 2.94 亿元，净利润 0.97 亿元。本次并购完成将进一步拓展公司在生物医药领域的产业布局。公司收购九芝堂和吉象隆时均约定了业绩补偿条款，需持续关注两家公司业绩承诺完成情况。

表 12 收购交易对价及业绩承诺情况（单位：亿元）			
项目	总交易对价	2025 年末商誉	业绩承诺
辰能工大收购九芝堂	12.49	2.73	管理层股东承诺 2025~2027 年经审计的累计扣非净利润之和不低于人民币 9.00 亿元，若累计净利润未达标，管理层股东需以现金方式补偿。
九芝堂收购吉象隆	3.10 (2.10 亿元 股权受让和 1.00 亿元现 金增资)	1.39	管理层股东承诺 2025~2027 年累计净利润不低于 1.65 亿元，各年度目标分别为 5,000 万元、5,500 万元、6,000 万元。若累计净利润未达标，管理层股东需以现金或股权方式向九芝堂补偿。特别约定 2027 年净利润若低于 4,500 万元，将单独触发补偿条款。

数据来源：根据公司提供资料整理

九芝堂（含子公司）以 OTC、处方药为核心支柱，同时布局大健康产品、原料药、生物化工品。截至 2025 年末，其拥有国家药品注册批文 432 个，其中独家品种 35 个，涉及 OTC 类、处方药类、原料药类产品，品类覆盖心脑血管、补肾、补血、妇儿、五官科等各个领域，已量产的第一梯队产品包括疏血通注射液、六味地黄丸、逍遥丸、安宫牛黄丸、驴胶补血颗粒、阿胶、足光散等，第二梯队产品包括小金丸、补肾固齿丸、归脾丸等，并孵化独家、特色的阿珍养血口服液、生发丸等第三梯队产品；其中主力产品驴胶补血颗粒位列补血产品全国零售市场前列，并上榜 2025H1 中国城市实体药店市场妇科中成药品牌 TOP20。2025 年，九芝堂（含子公司）拥有的国家药品注册批文中共有 253 个品种被列入 2025 年版国家医保目录，其中甲类 155 个，乙类 98 个，独家品种 9 个；共有 134 个品种进入国家基本药物目录。截至 2025 年末，九芝堂研发人员 504 人，占总员工人数比重 13.72%，推进在研新药、已上市产品二次开发及新药研发，需持续关注产品落地投产情况及未来市场表现。

表 13 2025 年及 2026 年 1~3 月九芝堂医药板块分产品情况（单位：亿元、%）⁸

产品	2026 年 1~3 月			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
OTC	3.88	40.96	52.23	8.77	40.90	42.37
处方药	3.79	40.00	72.95	11.25	52.50	72.26
大健康产品	0.03	0.27	87.77	0.21	1.00	71.39
原料药	0.10	1.09	65.01	0.31	1.46	79.79
生物化工品	1.67	17.67	51.51	0.89	4.13	58.61
合计	9.47	100.00	60.63	21.43	100.00	59.57

数据来源：根据公司提供资料整理

原材料采购方面，九芝堂综合采用招标和产地直采直购等方式完成对原药采购，对辅料及包装材料的采购，通过加大供应商开发力度，降低采购成本。九芝堂医药产品主要原材料为当归、白术、黄芪、水蛭等中药材及药用辅料、包材，从 2025 年数据来看，主要供应商集中度较低。经过长期实践，九芝堂建立了以销定产、以产促销，产销协同的运营模式。药品销售方面，九芝堂采用自营与招商代理并存的销售模式，搭建覆盖全国医疗机构、连锁药店、终端门店的营销网络，同时布局线上渠道，客户涵盖全国各级医疗机构、连锁药房、零售终端及医药商业公司，结构较为分散。销售区域方面，九芝堂以华中市场为核心根基，辐射华东、东北、华南等重点区域，西北、西南作为补充市场。

表 14 2025 年九芝堂医药板块主要供应商及客户情况（单位：万元、%）

主要供应商			
供应商	原材料	采购金额	占比
供应商 1	驴皮	3,198.67	3.58
供应商 2	苯甲酸、硼酸	1,740.96	1.95
供应商 3	水蛭	1,540.65	1.73
供应商 4	熟地黄、麸炒白术、大枣、柴胡、人参、熟地黄、麸炒白术、干姜、萆薢等	1,451.49	1.62
供应商 5	药品（含中成药、西药、生物制品）	1,406.61	1.57
合计	-	9,338.38	10.45
主要客户			
客户	产品	销售金额	占比
客户 1	疏血通注射液	13,086.95	5.87
客户 2	驴胶补血颗粒、六味地黄丸、足光散、补肾固齿丸、小金丸、天麻钩藤颗粒等	10,051.91	4.51
客户 3	安宫牛黄丸、六味地黄丸、阿胶、驴胶补血颗粒、足光散、小金丸、补肾固齿丸、生发丸、桂枝茯苓丸、玉泉丸等	7,637.09	3.43
客户 4	六味地黄丸、驴胶补血颗粒等	6,672.63	2.99
客户 5	天麻钩藤颗粒、苏合香丸	4,763.91	2.14
合计	-	42,212.50	18.94

数据来源：根据公司提供资料整理

⁸ 按照公司合并口径进行披露，存在尾差。



（四）电力板块

公司电力板块涉及多种发电方式，其中风力发电业务在属地项目拿地、电网并网协调、地方新能源政策申领等方面具有一定本土优势。

公司电力板块包括风力发电、水力发电、生物质发电以及热电销售等。

风力发电方面，该业务运营主体为辰能清洁。辰能清洁承接黑龙江省“风光储一体化”、“碳达峰碳中和”省级能源战略，是黑龙江省内省属国企规模领先的风光水电综合运营平台，统筹落实全省清洁能源消纳、新能源基地建设任务。辰能清洁拥有佳木斯、双鸭山、绥化、黑河等省内核心风能区域优质开发点位，储备风光水项目总规模超 500 万千瓦，在属地项目拿地、电网并网协调、地方新能源政策申领等方面具有一定本土优势。

截至 2026 年 3 月末，辰能清洁拥有 9 家电厂，风电装机 69.60 万千瓦，发电总装机规模为 69.60 万千瓦。截至 2025 年末，辰能清洁在建风电项目主要为富锦市中宇 90MW 风力发电以大代小等容改造项目，该项目于 2025 年 9 月开工，计划总投资 3.96 亿元，已完成投资 2.04 亿元，建设资金以银行借款为主，自有资本金占比 20%，已全部到位。近年来，风力发电业务核心盈利来源于上网电力销售，其 97% 以上的发电量均可实现上网；上网电量以市场化交易为主，核心客户为黑龙江电力，并与省内工业企业、集团内部龙江化工等大型用电单位开展直接交易；销售区域集中于黑龙江省内，无省外自建风场布局；销售价格以国家批复的电价为主，包含标杆电价和补贴电价两部分，批复的上网电价扣除标杆部分即为补贴电价。

表 15 2023~2025 年及 2026 年 1~3 月风电技术经济指标情况⁹

指标	2026 年 1~3 月（末）	2025 年（末）	2024 年（末）	2023 年（末）
并网装机容量（万千瓦）	69.60	69.60	73.63	43.63
发电量（万千瓦时）	44,520.97	175,085.12	143,379.95	139,188.74
上网电量（万千瓦时）	43,436.81	170,807.20	140,274.92	136,255.88
其中：市场化交易上网电量（万千瓦时）	43,292.91	148,566.05	129,532.05	121,235.05
平均上网电价（不含税，元/千瓦时）	0.31	0.28	0.33	0.31
其中：市场化交易上网电价（不含税，元/千瓦时）	0.31	0.27	0.33	0.29
发电厂用电率（%）	2.47	2.53	2.09	2.16

数据来源：根据公司提供资料整理

热电销售方面，该业务运营主体为子公司黑龙江省鸡东热电有限公司（以下简称“鸡东热电”）和绥化中盟热电有限公司（以下简称“中盟热电”）等负责。鸡东热电通过热电联产的方式负责鸡东县区域内的供热，并将电力销售给黑龙江电力；鸡东热电 2025 年供热量为 136 万吉焦，现有 4 台 75 吨循环流化床锅炉、3 台 15 兆瓦双抽凝汽式汽轮机，总装机容量 45 兆瓦，年发电能力 3 亿千瓦时，2025 年度上网电量 11,177 万千瓦时。中盟热电采用热电联产的方式，锅炉燃烧产生的高温蒸汽通过汽轮发电机组发电做功，汽轮机的排汽加热热水网水直供终端用户用于冬季采暖，产生的电能统一并入国家电网，按现货交易价格销售给黑龙江电力；中盟热电为绥化市主城区供热单位，现有供热面积 1,370 万平方米，占绥化市集中供热面积的 60% 以上，2025 年全年实际上网电量 20,003 万千瓦时。

⁹ 存在尾差。2025 年末及 2026 年 3 月末并网装机容量未包含正在更新改造的部分。



生物质发电方面，该业务运营主体主要为子公司黑龙江辰能新能源股份有限公司（以下简称“辰能新能源”），辰能新能源权属生物质发电项目 9 个，分布于黑龙江省内市县，单台装机容量 30MW，总装机容量 270MW，2025 年全年发电量完成 15.36 亿千瓦时，上网电量完成 13.62 亿千瓦时。

水力发电方面，该业务运营主体为子公司黑河辰能西沟水电有限责任公司（以下简称“西沟水电公司”）和逊克辰能宝山水电有限责任公司（以下简称“宝山水电公司”）。其中西沟水电公司下辖两个水电站、三个水库，总装机容量 43.26 兆瓦，年均上网电量 11,500 万千瓦时；宝山水电公司下辖一个水电站，总装机容量 21.60 兆瓦，年平均设计发电量 5,330 万千瓦时。

（五）投资板块

公司聚焦清洁能源、数字经济、生物经济、高端装备、新材料等战略性新兴产业开展股权和债权投资业务，从已退出的自有资金股权投资项目来看整体收益可覆盖前期投资。

公司投资板块重点聚焦清洁能源、数字经济、生物经济、高端装备、新材料等战略性新兴产业，主要运营主体包括公司本部、子公司黑龙江省科力高科技产业投资有限公司（以下简称“科力产投”）、黑龙江创投、辰能工大等，具体包括股权投资和债权投资业务。

1、股权投资

公司股权投资主要职能为按照黑龙江省发展规划，发挥国有资本导向作用，推动省内优势产业和实体经济发展，并通过收缴股息、现金分红及项目处置获得收益，实现国有资产保值增值。按照资金来源，具体可分为政府专项资金股权投资和一般股权投资两类。

政府专项资金股权投资的资金来源主要为黑龙江省财政厅对于省产业结构调整项目获准股权投资的专项资金拨付，运营主体系子公司科力产投，公司作为股权投资项目的具体操作单位（即“受托管理机构”），按照黑龙江省发展和改革委员会及黑龙江省财政厅下达的关于省产业结构调整资金项目投资计划的相关通知以及《股权投资项目操作要点》开展股权投资活动，单个项目投资额度最高不超过 2,000 万元，原则上不超过总股本的 30%且不为第一大股东。截至 2025 年末，公司受托管理的产业调整资金股权投资项目共计 19 个，累计投资金额 1.98 亿元，已回收金额 0.53 亿元，投资余额 1.45 亿元（见附件 2-2）。

一般股权投资即公司以自有资金进行直接股权投资，参与被投资企业经营管理，按持股比例获取分红，对已投项目实行差异化管理，并通过 IPO、挂牌转让、企业回购等方式择机退出，损益自行承担，运营主体主要为子公司黑龙江创投及辰能工大。截至 2025 年末，公司一般股权投资余额为 19.89 亿元，投资领域包括高端制造、医药、化工等，其中主要投资项目见附件 2-3；同期末，公司产业直投项目共有 24 家实现了退出，累计投资金额 3.84 亿元，退出方式为回购、转让、清算等，累计收回投资 8.22 亿元；主要直投项目退出情况见附件 2-4，整体收益可覆盖前期投资。

2、债权投资

债权投资业务系以公司自有资金对项目进行债权投资，运营主体为子公司科力产投。2013 年，黑龙江省产业结构调整专项资金项目投资管理过程中，公司为配合省政府确定的重点产业项目建设，以自有资金对部分产调项目企业进行跟投；收益方式主要为公司按照协议约定收取利息，并在约定期限届满或企业具备条件后收回本金，投资产生的盈亏由公司实际承担。截至 2025 年末，公司债权投资账面价值为 3.05 亿元，整体业务以存量管理、运营为主，暂无计划开展新增项目。



（六）基金板块

公司基金投资大部分项目处于投资期，易受资本市场变化影响，面临宏观经济环境和资本市场波动、退出难度加大等考验，需持续关注投资企业经营情况及对公司盈利稳定性的影响。

基金板块主要由公司本部、子公司科力产投、辰能工大等负责，包括作为 LP 参与投资、作为 GP 管理基金两种业务模式，收入主要来自于基金业务的收益分红及管理费等。

作为 GP 管理基金方面，公司对部分政府引导基金母基金或省内重大基金项目进行募、投、管、退全流程投资管理，并参与市场化股权投资基金产品的投资及管理工作。截至 2025 年末，公司在管基金 11 支，其中母基金 2 支；管理基金实缴规模 23.16 亿元（见附件 2-5）。同期末，公司在管基金已投项目数量 139 个（含子基金或直投企业），已退出项目 46 个（含子基金或直投企业）。

作为 LP 投资基金方面，公司是黑龙江省政府授权的产业投资平台，以 LP 身份参与国家级/央地合作战略基金、省级重点产业专项基金以及区域配套/创业投资基金的投资，在基金存续期末进行上市后退出或者股权回购退出，从而实现相应的投资收益。截至 2025 年末，公司作为 LP 主动参与的在投基金 14 只，基金总规模 160.71 亿元，实缴规模 128.44 亿元；其中公司参投认缴规模 16.38 亿元，实缴规模 13.96 亿元；投资项目涉及生物医药、大健康、大医疗、新能源、新能源汽车、电子信息、新材料、高端装备与机器人、新一代信息技术与人工智能、资源与环境、现代农业、航空航天、节能环保等行业。

截至 2025 年末，公司在投基金所持上市公司共 4 家，部分处于限售状态，截至本报告出具日，哈尔滨新光光电科技股份有限公司已完成减资，注册资本变更为 9,950 万元，其 2025 年被上海证券交易所采取自律监管措施，需重点关注持有期经营表现和退出时点的选择。整体来看，公司基金投资大部分项目处于投资期，易受资本市场变化影响，面临宏观经济环境和资本市场波动、退出难度加大等考验，需持续关注投资企业经营情况及对公司盈利稳定性的影响。

表 16 截至 2025 年末公司在投基金所持上市公司股权情况（单位：万元、万股）

投资项目	板块	投资金额	投资主体	归属公司实际投资金额	持股数量	持股市值	限售要求
中航直升机股份有限公司	沪市主板	28,000	黑龙江振兴先进制造业私募股权基金合伙企业（有限合伙）	9,250.74	824.01	29,771.12	无
哈尔滨新光光电科技股份有限公司	科创板	11,970	黑龙江科力北方投资企业（有限合伙）	161.60	164.94	10,529.84	无
哈尔滨大鹏工业股份有限公司	北交所	2,000	黑龙江融汇工创业投资企业（有限合伙）	33.00	90.93	7,245.30	限售股
沐曦集成电路（上海）股份有限公司	科创板	15,000	黑龙江科力北方投资企业（有限合伙）	202.50	336.47	195,185.38	限售股

数据来源：根据公司提供资料整理



偿债来源与负债平衡

（一）偿债来源

1、盈利能力

2023~2025 年，公司期间费用逐年上升，其中 2025 年因九芝堂纳入合并范围带来期间费用大幅增长，对利润形成一定侵蚀；资产减值损失规模持续扩大；总资产报酬率和净资产收益率逐年下降，整体盈利能力有待提升。

2023~2025 年，公司期间费用逐年增长，期间费用率有所波动，对利润形成一定侵蚀；其中 2024 年期间费用有所上升主要系龙江化工投产带来运营费用增加，叠加有息债务增长带来财务费用增加；2025 年同比大幅上升，主要系九芝堂并表带来销售和管理费用增加所致。2023~2025 年，公司以政府补助为主的其他收益规模逐年增长，投资收益有所波动，2024 年投资收益大幅增长，主要系九芝堂纳入合并范围后，原持有股权以收购日股价按公允价值重新计量产生的利得，叠加前期持股形成、计入资本公积的其他权益结转计入当期投资收益所致；其他收益和投资收益是利润的有益补充，需关注政府补助和投资收益的稳定性。2023~2025 年，因存货、固定资产等产生跌价和减值，公司持续产生资产减值损失且规模逐年扩大。近年来，公司净利润规模有所波动，总资产报酬率和净资产收益率逐年下降，整体盈利能力有待提升。

2026 年 1~6 月，公司期间费用率为 18.23%；实现净利润 3.63 亿元，同比大幅增长，主要系来自于医药板块和电力板块的净利润大幅增长所致。

表 17 2023~2025 年及 2026 年 1~6 月公司盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2026 年 1~6 月	2025 年	2024 年	2023 年
期间费用	10.94	21.68	9.41	7.78
销售费用	4.47	7.64	0.81	0.84
管理费用	3.65	7.49	4.71	4.40
研发费用	1.16	3.25	0.99	0.84
财务费用	1.67	3.29	2.90	1.70
期间费用/营业收入	18.23	21.65	11.91	13.49
其他收益	0.83	2.21	1.87	1.54
投资收益	0.17	1.86	5.46	2.80
资产减值损失	-0.02	-1.47	-0.73	-0.57
营业利润	4.56	2.85	4.03	4.55
利润总额	4.57	3.17	4.09	4.78
净利润	3.63	1.80	3.33	2.99
总资产报酬率	1.87	1.95	2.13	2.62
净资产收益率	2.24	1.14	2.10	2.37

数据来源：根据公司提供资料整理

2、筹资能力及资产可变现性

公司融资渠道以银行借款和股权融资为主，并拥有两家上市子公司，能够通过证券市场直接融资，整体融资能力较强。

公司融资渠道主要包括银行借款和股权融资等。银行借款方面，截至 2025 年末，公司获得银行授信总额 251.01 亿元，未使用授信余额 132.58 亿元，待使用授信充足，具有一定备用流动性。同



期末，公司长短期借款中信用借款占比 52.32%。此外，公司拥有两家上市子公司，恒丰纸业和九芝堂作为 A 股上市公司拥有增发股权的融资渠道，能够通过证券市场直接融资，整体融资能力较强。

近年来，公司资产规模逐年增长，其中固定资产规模及占比较高，资产流动性受到一定影响。

2023~2025 年末，公司资产规模逐年增长，结构以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货等构成。2023~2025 年末，公司货币资金规模逐年上升；截至 2025 年末，受限货币资金 0.91 亿元，主要系保证金和预付结构性存款冻结款及定期存款。2023~2025 年末，公司交易性金融资产逐年增长，主要为分类以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；截至 2025 年末，主要投资标的有龙江银行股份有限公司、国投聚力并购股权投资基金(上海)合伙企业（有限合伙）和黑龙江天有为电子股份有限公司等；公司应收账款有所波动，主要为应收电费款和供水款等；截至 2025 年末，公司应收账款账龄集中在 2 年以内，坏账准备余额 2.03 亿元，前五大应收对象分别为黑龙江电力、鸡西市供水有限公司、七台河市供排水有限责任公司、黑龙江宁康医药有限公司和哈尔滨市松北区住房和城乡建设局，合计占比 75.51%。2023~2025 年末，公司存货规模有所波动；截至 2025 年末，主要由库存商品（产成品）19.20 亿元、原材料 15.16 亿元和自制半成品及在产品 2.35 亿元等构成。

表 18 2023~2025 年末及 2026 年 6 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2026 年 6 月末		2025 年末		2024 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25.35	7.39	23.13	6.93	20.59	6.24	16.94	6.39
交易性金融资产	15.30	4.46	11.64	3.49	10.20	3.09	7.26	2.74
应收账款	49.63	14.46	44.83	13.42	45.56	13.81	33.06	12.47
存货	36.97	10.77	38.79	11.62	40.63	12.31	31.52	11.89
流动资产合计	146.42	42.67	138.50	41.47	135.68	41.12	101.41	38.25
长期股权投资	16.57	4.83	16.74	5.01	15.70	4.76	22.16	8.36
其他非流动金融资产	10.39	3.03	10.43	3.12	10.30	3.12	11.97	4.51
固定资产	124.69	36.34	127.17	38.08	121.57	36.84	74.87	28.24
在建工程	8.47	2.47	4.55	1.36	11.70	3.55	35.79	13.50
无形资产	15.37	4.48	15.06	4.51	14.64	4.44	7.58	2.86
非流动资产合计	196.72	57.33	195.47	58.53	194.29	58.88	163.71	61.75
资产总计	343.14	100.00	333.97	100.00	329.97	100.00	265.12	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、其他非流动金融资产、固定资产、在建工程 and 无形资产等构成。2023~2025 年末，公司长期股权投资有所波动，其中 2024 年末同比有所下降，主要系当期收购九芝堂取得控制权对其核算方法进行调整以及联营企业派发现金股利等所致。2023~2025 年末，以黑龙江龙启投资企业（有限合伙）和黑龙江龙科先进制造投资合伙企业（有限合伙）为主的其他非流动金融资产小幅波动；以房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备和其他等为主的固定资产逐年增长，其中 2024 年末同比大幅上升，主要系当期九芝堂并表及子公司龙江化工完成生产线投建所致；截至 2025 年末，公司固定资产累计折旧合计 84.19 亿元，减值准备合计 0.03 亿元。2023~2025 年末，公司在建工程逐年大幅减少，主要系项目完工转出所致；以土地使用权、专利权和非专利技术为主的无形资产逐年增长，其中 2024 年末规模大幅增长，主要系九芝堂纳入合并范围叠加土地使用权增加等。整体看，公司固定资产规模及占比较高，资产流动性受到一定影响。



2026 年 6 月末，因货币资金、交易性金融资产、应收账款和在建工程等增加，公司资产规模较 2025 年末有所上升，资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2025 年末，公司受限资产规模 21.96 亿元，占总资产比重为 6.58%，占净资产比重为 13.86%。此外，公司还有部分未来收益权被质押。截至 2026 年 6 月末，公司受限资产增至 22.36 亿元，仍主要由货币资金、固定资产、长期股权投资等构成。

表 19 截至 2025 年末公司受限资产情况（单位：万元）

所属科目	账面价值	受限原因
货币资金	9,063.43	保证金、预购结构性存款冻结款及定期存款等
存货	5,430.62	黑龙江辰能同发置业有限责任公司持有的存货-房产抵押给人防办
固定资产	95,105.68	抵押担保
无形资产	2,510.22	公司将持有的土地使用权，权属证明为土地黑（2019）集贤县不动产权第 0005123 号、面积为 118,236.00 平方米抵押给中国农业发展银行集贤县支行
在建工程	12,035.40	长期借款抵押物
长期股权投资	95,450.00	公司持有的国能双鸭山发电有限公司股权 16,250 万股质押给国家开发银行，恒丰集团股权 79,200 万股质押给中国银行股份有限公司、中国光大银行股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司
合计	219,595.35	-

数据来源：根据公司提供资料整理

（二）债务及资本结构

近年来，公司负债总额逐年增长，负债结构转为以流动负债为主。

2023~2025 年末，公司负债总额持续增长，2024 年末转为以流动负债为主，资产负债率基本保持稳定。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2023~2025 年末，公司短期借款逐年增长，主要为信用借款；应付账款逐年下降，账龄主要集中在 1 年以内（含 1 年）。同期，公司其他应付款有所波动，其中 2024 年末同比大幅上升，主要系当年预提费用、应付保证金及押金大幅增长所致。2023~2025 年末，公司一年内到期的非流动负债有所波动，主要为一年内到期的长期借款等。

表 20 2023~2025 年末及 2026 年 6 月末公司负债情况（单位：亿元、%）¹⁰

项目	2026 年 6 月末		2025 年末		2024 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	55.75	30.82	49.74	28.34	47.09	27.42	30.12	21.69
应付账款	15.75	8.70	16.14	9.19	18.69	10.88	19.28	13.89
其他应付款	10.84	5.99	9.74	5.55	11.02	6.42	3.07	2.21
一年内到期的非流动负债	7.56	4.18	8.79	5.01	9.34	5.44	7.30	5.26
流动负债合计	100.23	55.41	96.69	55.08	95.75	55.76	67.20	48.41
长期借款	61.32	33.89	60.94	34.71	57.96	33.75	54.98	39.60
长期应付款	9.30	5.14	9.16	5.22	8.65	5.03	9.56	6.89
非流动负债合计	80.67	44.59	78.85	44.92	75.97	44.24	71.63	51.59
负债总额	180.90	100.00	175.54	100.00	171.72	100.00	138.83	100.00
短期有息债务	64.60	35.71	60.15	34.27	57.32	33.38	37.82	27.24
长期有息债务	61.50	33.99	61.06	34.78	58.08	33.82	55.03	39.64
总有息债务	126.10	69.70	121.21	69.05	115.40	67.20	92.84	66.87
资产负债率	52.72		52.56		52.04		52.37	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款等构成。2023~2025 年末，公司长期借款逐年增长；以省创业投资政府引导基金、省政府资金和市政府资金等专项应付款为主的长期应付款小幅波动。

截至 2026 年 6 月末，因长短期借款等增加，公司负债总额较 2025 年末有所上升，负债结构仍以流动负债为主。

2023~2025 年末，公司总有息债务规模持续增长，占总负债比重较高；截至 2025 年末，现金及现金等价物余额无法对短期有息债务形成覆盖，公司面临一定的短期偿债压力。

2023~2025 年末，公司总有息债务规模持续增长，占总负债比重持续处于较高水平。截至 2025 年末，公司短期有息债务为 60.15 亿元；现金及现金等价物余额为 22.23 亿元，无法对短期有息债务形成覆盖，公司面临一定的短期偿债压力。2026 年 6 月末，公司短期有息债务和总有息债务较 2025 年末有所上升，现金及现金等价物余额仍无法覆盖短期有息债务。

截至 2025 年末及 2026 年 6 月末，公司无对外担保。

2023~2025 年末，因取得九芝堂、吉象隆、锦丰纸业等企业实际控制权，公司少数股东权益持续增长，并带动所有者权益逐年上升。

2023~2025 年末，受益于少数股东权益增加，公司所有者权益持续增长。近年来，公司实收资本均为 69.04 亿元；资本公积 2024 年末有所减少，主要系九芝堂纳入合并报表范围后，视同处置原股权，计入资本公积中的其他权益结转计入当期投资收益所致。2023~2025 年末，公司未分配利润小幅波动；少数股东权益持续增加，其中 2024 年末，规模大幅增长，主要系九芝堂纳入合并报表范围所致，2025 年末同比继续增长，主要系吉象隆纳入九芝堂合并范围所致。2026 年 6 月末，公司所有者权益较 2025 年末有所增加，主要系恒丰纸业并购锦丰纸业带动资本公积和少数股东权益等上升所致。

¹⁰ 2026 年 6 月末短期有息债务和总有息债务不含计入其他应付款的应付利息。



表 21 2023~2025 年末及 2026 年 6 月末公司权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2026 年 6 月末		2025 年末		2024 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	69.04	42.55	69.04	43.58	69.04	43.63	69.04	54.67
资本公积	12.70	7.83	9.79	6.18	9.79	6.18	11.34	8.98
未分配利润	22.94	14.14	22.54	14.23	23.96	15.14	22.33	17.68
少数股东权益	57.96	35.73	57.55	36.32	55.91	35.33	24.48	19.38
所有者权益合计	162.24	100.00	158.42	100.00	158.25	100.00	126.28	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

近年来，公司盈利对利息和有息债务覆盖水平有所波动；公司可变现资产可对整体债务偿还形成一定保障。

2023~2025 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.54 倍、4.01 倍和 4.56 倍，盈利对利息覆盖水平有所波动；同期，公司总有息债务/EBITDA 分别为 7.46 倍、8.30 倍和 7.77 倍，盈利对有息债务覆盖水平有所波动。

2023~2025 年末及 2026 年 6 月末，公司流动比率分别为 1.51 倍、1.42 倍、1.43 倍和 1.46 倍；速动比率分别为 1.04 倍、0.99 倍、1.03 倍和 1.09 倍，流动资产对流动负债覆盖程度较好。公司可变现资产包括应收账款、存货和固定资产等，可对整体债务偿还形成一定保障。

（三）现金流

2025 年，公司经营性现金流转为净流入，筹资性现金流转为净流出；2023~2025 年，投资性现金流持续为净流出。

2023~2025 年，公司经营性净现金流持续改善；其中 2025 年，受益于九芝堂药品销售现金流入规模较大，公司经营性现金流由净流出转为净流入，对债务和利息具有一定保障能力。2023~2025 年，公司投资性现金流持续为净流出，其中 2024 年，净流出规模大幅缩窄，主要系收到央企贫困基金收益且投资支出减少所致，2025 年，随着收回投资收到现金的增加及购建固定资产等支付现金的减少，净流出规模继续收窄。2023~2025 年，公司筹资性现金流由净流入转为净流出，主要系当期偿债较多所致。

表 22 2023~2025 年及 2026 年 1~6 月公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元）

项目	2026 年 1~6 月	2025 年	2024 年	2023 年
经营性净现金流	9.86	13.91	-0.44	-3.61
投资性净现金流	-4.52	-10.76	-13.08	-23.54
筹资性净现金流	-2.58	-1.24	17.36	23.01
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	5.21	4.07	-0.13	-1.32
经营性净现金流/流动负债（%）	10.02	14.46	-0.55	-5.38
经营性净现金流/总负债（%）	5.53	8.01	-0.29	-2.60

数据来源：根据公司提供资料整理

2026 年 1~6 月，公司经营性现金流为净流入状态；投资性现金流为净流出。同期，公司筹资性现金流为净流出。



公司本部信用质量分析

公司本部主要承担对各子公司进行战略性规划、资金募集和投资决策等职责，未来需关注其对子公司的控制力及自身业务开展情况。

公司本部未大规模开展业务，主要承担对各子公司进行战略性规划、资金募集和投资决策等职责，业务主要由子公司负责。2023~2025 年，公司本部营业收入为 0.09 亿元、0.10 亿元和 0.08 亿元，主要为资产租赁收入；期间费用以管理费用和财务费用为主，近年来均有所波动；同期，因对子公司进行股权投资，公司本部可获得投资收益分别为 1.64 亿元、2.55 亿元和 3.88 亿元，是本部利润最主要的来源；公司本部实现净利润 0.45 亿元、1.38 亿元和 2.97 亿元。

截至 2025 年末，公司本部总资产为 130.64 亿元，以长期股权投资为主；总负债为 34.50 亿元，主要为短期借款和其他应付款；所有者权益合计 96.14 亿元，主要为实收资本为 69.04 亿元和资本公积 15.62 亿元；期末现金及现金等价物 2.18 亿元。总体来看，未来需关注其对子公司的控制力及自身业务开展情况。

2026 年 6 月末，公司本部总资产较 2025 年末有所增长；未分配利润和净资产较 2025 年末有所减少。2026 年 1~6 月，公司本部实现营业收入 342.59 万元，因未大规模确认投资收益，净利润为 -6,525.22 万元。

外部支持

公司是省级战略性新兴产业与高新技术产业投资集团，受黑龙江国资委直接控股，在其所在经营区域的地位十分重要，并在推进产业集聚和转型升级中发挥重要作用，近年来，公司在政府补助和税收优惠方面获得支持。

公司是省级战略性新兴产业与高新技术产业投资集团，受黑龙江国资委直接控股，在其所在经营区域的地位十分重要，并在推进产业集聚和转型升级中发挥重要作用。

近年来，公司在政府补助和税收优惠方面获得支持。2023~2025 年，公司计入其他收益的政府补助分别为 1.53 亿元、1.69 亿元和 2.08 亿元。税收优惠方面，子公司恒丰纸业、黑龙江恒元汉麻科技有限公司、九芝堂、龙江化工和黑龙江中盟龙新化工有限公司等被认定为高新技术企业，享受 15% 企业所得税优惠。

评级结论

综合分析，大公国际评定黑龙江新产投信用等级为 AAA，评级展望为稳定。评定本期票据信用等级为 AAA_{stt}。



跟踪评级安排

在本信用评级报告所载信用等级有效期内，大公国际将持续关注评级对象外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及评级对象履行债务的情况，并根据相关监管规定以及评级委托协议约定对其进行跟踪评级。

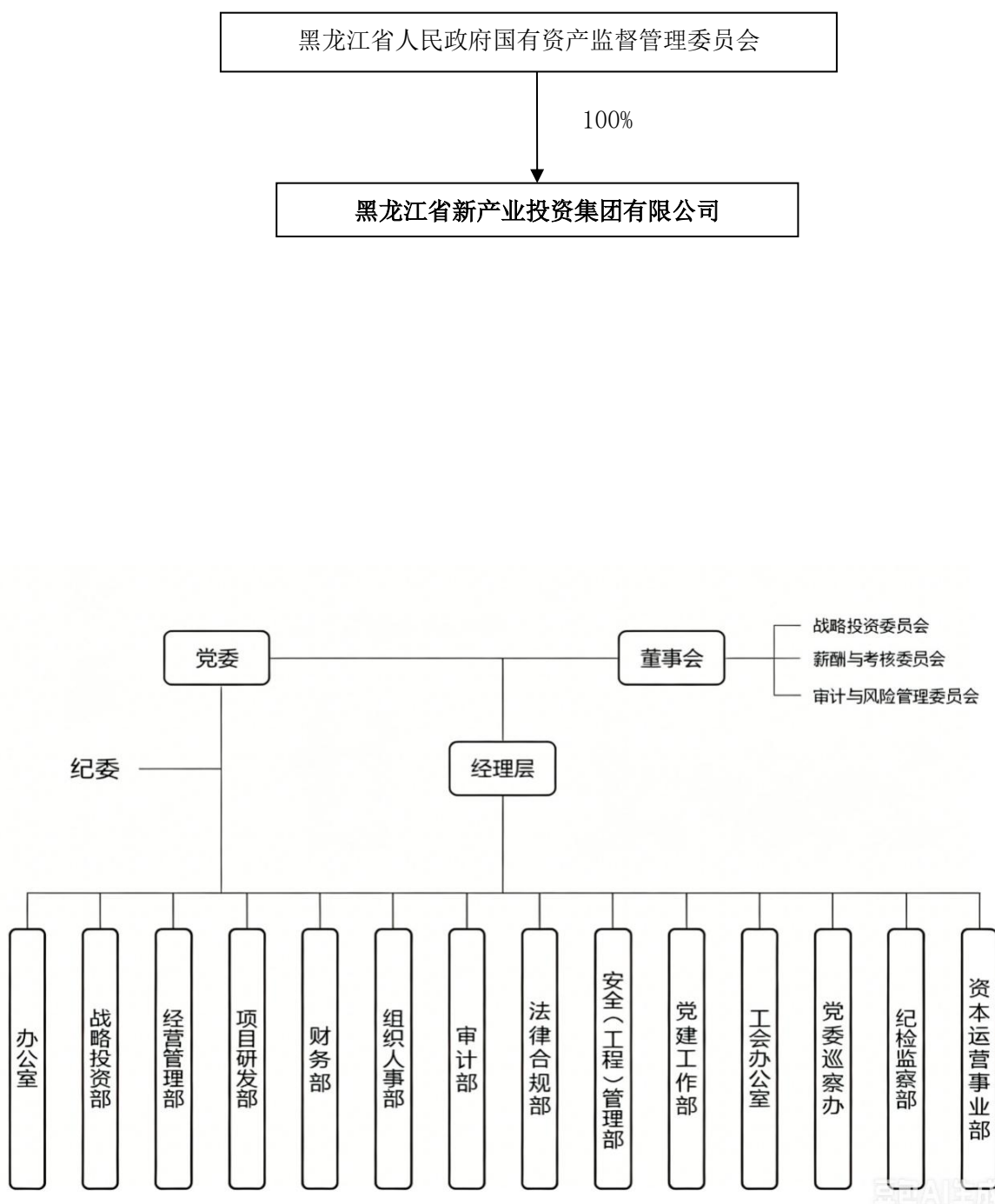
大公国际将在发生可能影响评级对象信用质量的重大事项后，启动不定期跟踪评级程序，并在评级分析结束后，将跟踪评级报告和评级结果向评级对象、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

如未能及时提供跟踪评级所需资料，或出现监管规定的其他情形，大公国际可根据相关监管规定延迟披露跟踪评级报告，或根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或采取宣布评级报告所公布的信用等级暂时失效、终止评级等评级行动。



附件 1 公司治理

1-1 截至 2026 年 6 月末黑龙江省新产业投资集团有限公司股权结构及组织结构图



资料来源：根据公司提供资料整理



1-2 截至 2025 年末黑龙江省新产业投资集团有限公司合并范围内二级子公司情况

(单位：万元、%)

序号	企业名称	持股比例
1	黑龙江中盟集团有限公司	100.00
2	黑龙江省科力高科技产业投资有限公司	100.00
3	黑龙江辰能清洁能源股份有限公司	100.00
4	五常辰能生物质发电有限公司	65.00
5	黑龙江辰能新能源股份有限公司	88.13
6	黑龙江辰能置业集团有限公司	100.00
7	黑龙江省创业投资有限公司	100.00
8	黑龙江省龙江化工有限公司	80.00
9	牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司	100.00
10	黑龙江数智产业投资有限公司	100.00
11	黑龙江新产业发展研究院有限公司	100.00
12	黑龙江辰能资本投资运营有限公司	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理



附件 2 经营指标

2-1 截至 2025 年末公司化工产品产销情况

(单位：万吨、%)

产品	产量 (不含互供)	销量 (不含互供)	产销率
苯酚	8.53	8.33	97.58
丙酮	9.46	9.31	98.46
双酚 A	18.59	18.60	100.07
丙酮氰醇	0.94	0.94	100.00
甲基丙烯酸甲酯	2.42	2.46	101.65
硫酸铵	5.27	5.26	99.81
甲基丙烯酸	0.03	0.03	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理



2-2 截至 2025 年末政府专项资金主要投资项目情况

(单位: 万元)

投资标的	投资金额	回收金额	余额
大庆佳昌晶能信息材料有限公司	2,000	0	2,000
哈尔滨圣吉药业股份有限公司	2,000	0	2,000
黑龙江参鸽药业有限公司	1,500	0	1,500
黑龙江国药双兰星制药有限公司	1,300	1,300	0
哈尔滨市龙生北药生物工程股份有限公司	1,500	0	1,500
大庆百湖影视传媒有限责任公司	2,000	0	2,000
黑龙江省格润药业有限责任公司	2,000	2,000	0
黑龙江威凯洱生物技术有限公司	2,000	0	2,000
大兴安岭大森林木业有限责任公司	500	0	500
肇东市东龙节能新技术有限公司	500	0	500
大庆乾晟润水江环保科技有限公司	500	0	500
大庆金星燃气股份有限公司	500	0	500
大庆明达韦尔信息系统服务有限公司	500	500	0
哈尔滨国力电气有限公司	500	0	500
哈尔滨旭康农业高科技有限公司	500	0	500
鹤岗市三江平原米业集团有限公司	500	0	500
哈尔滨缘博孵化器有限公司	500	500	0
哈尔滨朗威电子技术开发有限公司	500	500	0
齐齐哈尔和平重工集团有限公司	500	500	0
合计	19,800	5,300	14,500

资料来源: 根据公司提供资料整理



2-3 截至 2025 年末公司主要一般股权投资项目情况

(单位: 万元、年、%)

投资标的	行业	投资金额	投资时间	账面余额	持股比例
龙江银行股份有限公司	金融业	13,730.00	2011	14,038.07	1.71
黑龙江迪龙制药有限公司	化学药品制剂制造	8,304.00	2011	15,796.15	25.92
黑龙江天有为电子股份有限公司	机械零部件加工	2,000.00	2022	9,972.83	0.68
哈尔滨玻璃钢研究院有限公司	科学研究和技术服务业	4,000.00	2023	4,475.76	0.77
深圳联合飞机科技有限公司	飞机制造	5,000.00	2023	4,473.28	0.50
哈尔滨航威智能装备有限公司	其他专用设备制造	1,500.00	2023	3,000.02	8.96
哈尔滨新达峰成形科技有限公司	其他技术推广服务	1,000.00	2024	2,700.00	7.54
黑龙江八达通用微电子有限公司	专用仪器仪表制造	3,230.00	2004	2,542.39	27.46
黑龙江股权交易中心有限责任公司	其他商务服务业	2,000.00	2020	2,099.03	20.00
哈尔滨科能熔敷科技股份有限公司	其他水利管理业	2,300.00	2020	1,753.80	2.91
哈尔滨工程北米科技有限公司	米、面制品及食用油批发	850.00	2019	1,303.55	7.29
哈尔滨庆功林泵业股份有限公司	泵及真空设备制造	1,287.00	2010	1,057.97	20.84
哈尔滨星网动力技术有限公司	工程和技术研究和试验发展	1,000.00	2024	1,000.00	6.00
哈尔滨易安智海防务科技有限公司	工程和技术研究和试验发展	1,000.00	2025	1,000.00	7.04
哈尔滨东盛金材科技(集团)股份有限公司	金属工具制造	3,996.28	2022	1,429.40	2.00
哈尔滨能创数字科技有限公司	其他技术推广服务	800.00	2021	862.02	8.00
哈尔滨新干线轨道交通科技有限公司	环保技术推广服务	750.00	2019	750.00	3.85
黑龙江省数字安全运营有限公司	互联网安全服务	840.00	2022	745.32	28.00
哈尔滨时代宏图科技开发有限公司	其他未列明信息技术服务业	500.00	2014	715.96	16.19
哈尔滨科能熔敷科技股份有限公司	其他水利管理业	700.00	2020	535.88	1.10
哈尔滨哈船声科信息技术有限公司	信息系统集成服务	500.00	2025	500.00	8.10
黑龙江用友网络科技有限公司	其他技术推广服务	200.00	2022	201.95	5.88
黑龙江辰能生物质燃料有限公司	生物质致密成型燃料加工	200.00	2018	197.12	32.38
合计		55,687.28	-	71,150.50	-

数据来源: 根据公司提供资料整理



2-4 截至 2025 年末公司主要产业直投项目退出情况

(单位: 万元、%)

项目名称	投资金额	资金来源	回收金额 ¹¹	退出方式	收益水平
北京产权交易所有限公司	750	自有资金	16,625	挂牌转让	2,116.67
哈尔滨九洲集团股份有限公司	3,280	自有资金	29,354	二级市场减持	794.94
哈尔滨云工大环保科技有限公司	4,508	自有资金	6,750	挂牌转让	49.73
哈尔滨光宇蓄电池股份有限公司	4,200	自有资金	6,142	挂牌转让	46.24
哈尔滨光宇电源股份有限公司	4,026	自有资金	4,756	股权转让	18.13
中航直升机股份有限公司	10,000	自有资金	11,085	二级市场减持	10.85
北京中百信工程咨询有限公司	960	自有资金	1,000	挂牌转让	4.17
北京中百信软件技术有限公司		自有资金		挂牌转让	
哈尔滨巨邦科技投资有限公司	3,000	自有资金	3,000	挂牌转让	0.00
合计	30,724	-	78,712	-	-

资料来源: 根据公司提供资料整理

¹¹ 合计数存在尾差。



2-5 截至 2025 年末公司作为 GP 共同或独立管理的主要基金情况

(单位: 万元、个)

基金名称	基金类型	投资行业	存续期限	实缴规模	公司实缴规模		已投数量	退出数量
					自有资金	代管资金		
黑龙江融汇工创创业投资企业(有限合伙)	股权投资基金	智能装备制造、新一代信息技术与人工智能、航空航天等领域,除了关注处于高速成长期的企业外,同步注重早期军工科技成果的培育与转化。重点关注具备高科技壁垒的科技型、军民融合产业项目。	7 年(投资期 5 年,退出期 2 年)	17,666.70	282.00	5,800.00	13	1(部分退出)
黑龙江科力天使创业投资有限公司	股权投资基金	新材料、机器人、高端装备制造、智能制造、新一代信息技术、生物医药、军民融合等领域。	20 年(投资期 15 年,退出期 5 年)	10,000.00	2,100.00	7,000.00	26	14(1 家部分退出)
省科技创业投资政府引导基金	母基金	引导基金以母基金的方式,与省内外优秀私募股权投资管理机构合作发起设立基金,或以跟投方式投向科技型中小企业。	长期	111,000.00	0	111,000.00	52	14
省大学生创新创业引导基金	母基金	扶持黑龙江省大学生创新创业企业发展,充分发挥省大学生创新创业投资引导基金的作用,全力服务创业投资企业和大学生双创企业。	长期	8,700.00	0	8,700.00	5	0
黑龙江省龙江天使投资基金合伙企业(有限合伙)	股权投资基金	黑龙江省战略性新兴产业和高新技术产业及其细分领域。重点投资黑龙江省新质生产力领域的种子期、初创期的科技创新型企业,主要支持科技成果转化项目。	10 年(投资期 5 年,退出期 5 年)	25,250.00	250.00	0	12	0
黑龙江凯致天使创业投资企业(有限合伙)	股权投资基金	符合国家产业发展方向的工业 4.0、互联网+等战略性新兴产业以及新材料、高端装备制造、TMT、大数据、生物医药、生命科学、现代服务业、现代农业等。	11 年(投资期 4 年,退出期 4 年,延长期 3 年)	12,020.00	106.41	6,321.11	17	13(6 家部分退出)
哈尔滨朗江创新股权投资企业(有限合伙)	股权投资基金	符合国家产业发展方向的战略性新兴产业以及新材料、高端装备制造、TMT、大数据、生物医药、生命科学、现代服务业、现代农业等行业领域。	11 年(投资期 3 年,退出期 4 年,延长期 4 年)	9,000.00	63.90	2,055.15	7	3(2 家部分退出)
黑龙江龙兴森工壹号投资合伙企业(有限合伙)	股权投资基金	定向投资于深圳联合飞机科技有限公司。	7 年(投资期 2 年,退出期 5 年)	12,000.00	1,500.00	500.00	1	0
哈尔滨科力君和创业投资企业(有限合伙)	股权投资基金	定向投资于黑龙江科力北方投资企业(有限合伙)。	10 年(投资期 6 年,退出期 4 年)	20,000.00	1,117.35	9,874.00	1	0



基金名称	基金类型	投资行业	存续期限	实缴规模	公司实缴规模		已投数量	退出数量
					自有资金	代管资金		
哈尔滨融汇创利环保产业投资合伙企业（有限合伙）	股权投资基金	定向投资于安徽思凯瑞环保科技有限公司。	8 年（3 年投资期，退出期 2 年，3 年延长期）	5,000.00	10.00	0	1	0
哈尔滨融汇同创创业投资合伙企业（有限合伙）	股权投资基金	高端装备与机器人；新一代信息技术与人工智能；新材料；航空航天；生物与新医药；新能源与节能；资源与环境；现代农业。	8 年（投资期 3 年，回收期 3 年，可延长 2 次，每次延期不超过 1 年）	1,000.00	10.00	0	4	1（部分退出）
合计 ¹²				231,636.70	5,439.66	151,250.26	139	46
数据来源：根据公司提供资料整理								

¹² 合计数存在尾差。



附件 3 主要财务指标

3-1 黑龙江省新产业投资集团有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2026 年 1~6 月 (末) (未经审计)	2025 年 (末)	2024 年 (末)	2023 年 (末)
货币资金	253,526	231,323	205,913	169,431
总资产	3,431,394	3,339,667	3,299,701	2,651,165
短期有息债务	646,000	601,528	573,244	378,162
总有息债务	1,260,974	1,212,086	1,153,999	928,426
总负债	1,809,017	1,755,436	1,717,201	1,388,326
所有者权益合计	1,622,378	1,584,231	1,582,500	1,262,839
营业收入	599,841	1,001,136	790,479	576,737
净利润	36,283	17,986	33,295	29,946
经营性净现金流	98,641	139,141	-4,445	-36,124
投资性净现金流	-45,216	-107,604	-130,810	-235,390
筹资性净现金流	-25,775	-12,391	173,600	230,146
毛利率 (%)	26.05	22.91	9.76	14.87
总资产报酬率 (%)	1.87	1.95	2.13	2.62
净资产收益率 (%)	2.24	1.14	2.10	2.37
资产负债率 (%)	52.72	52.56	52.04	52.37
债务资本比率 (%)	43.73	43.35	42.17	42.37
流动比率 (倍)	1.46	1.43	1.42	1.51
速动比率 (倍)	1.09	1.03	0.99	1.04
存货周转天数 (天)	153.72	185.23	182.05	231.13
应收账款周转天数 (天)	141.72	162.52	179.03	206.38
经营性净现金流/流动负债 (%)	10.02	14.46	-0.55	-5.38
经营性净现金流/总负债 (%)	5.53	8.01	-0.29	-2.60
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	5.21	4.07	-0.13	-1.32
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.56	4.01	4.54
现金回笼率 (%)	97.11	106.41	96.21	90.83
担保比率 (%)	0	0	-	-



3-2 黑龙江省新产业投资集团有限公司（本部）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2026 年 1~6 月（末） （未经审计）	2025 年（末）	2024 年（末）	2023 年（末）
货币资金	25,029	21,793	14,759	30,939
长期股权投资	905,809	905,509	893,823	875,681
总资产	1,347,257	1,306,362	1,255,975	1,213,076
短期借款	277,300	235,128	216,000	88,000
长期借款	35,421	32,327	26,925	35,413
负债合计	392,344	344,999	315,571	281,311
实收资本	690,400	690,400	690,400	690,400
资本公积	156,234	156,234	156,234	156,170
所有者权益	954,913	961,362	940,404	931,764
营业收入	343	764	1,032	943
净利润	-6,525	29,700	13,769	4,495
经营活动产生的现金流量净额	-545	-40,410	-132,503	64,457
投资活动产生的现金流量净额	-31,713	31,749	7,792	-80,620
筹资活动产生的现金流量净额	35,494	15,695	108,531	24,151



附件 4 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式 ¹³
毛利率（%）	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销
EBITDA 利润率（%）	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率（%）	$\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
现金回笼率（%）	$\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
债务资本比率（%）	$\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债（应付短期债券）+ 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款（付息项）+ 其他短期有息债务
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款（付息项）+ 其他长期有息债务
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营性净现金流/流动负债（%）	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
经营性净现金流/总负债（%）	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
存货周转天数 ¹⁴	$360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
应收账款周转天数 ¹⁵	$360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金比率（%）	$(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数（倍）	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
EBITDA 利息保障倍数（倍）	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	$\text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹³ 2023 年经营性净现金流/流动负债、经营性净现金流/总负债、存货周转天数和应收账款周转天数等指标使用的是当年期末数计算。

¹⁴ 半年度取 180 天。

¹⁵ 半年度取 180 天。



附件 5 信用等级符号和定义

5-1 一般主体评级信用等级符号及定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC		偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

5-2 中长期科技创新债券信用等级符号及定义

信用等级		定义
AAA _{sti}		科技创新债券的偿还能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _{sti}		科技创新债券的偿还能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{sti}		科技创新债券的偿还能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{sti}		科技创新债券的偿还能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{sti}		科技创新债券的偿还能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{sti}		科技创新债券的偿还能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _{sti}		科技创新债券的偿还能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _{sti}		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还科技创新债券。
C _{sti}		不能偿还科技创新债券。

注：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。