

跟踪评级公告

联合[2018]683号

浙江嘉澳环保科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

浙江嘉澳环保科技股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

浙江嘉澳环保科技股份有限公司发行的“嘉澳转债”债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月三十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

浙江嘉澳环保科技股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：A+ 评级展望：稳定

上次评级结果：A+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
嘉澳转债	1.85 亿元	6 年	AA-	AA-	2017.4.1

担保方：桐乡市顺昌投资有限公司

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 5 月 31 日

主要财务数据：

发行人-浙江嘉澳环保科技股份有限公司

项目	2016年	2017年	2018年3月
资产总额（亿元）	10.00	13.31	13.28
所有者权益（亿元）	6.49	7.42	7.54
长期债务（亿元）	0.00	2.13	2.17
全部债务（亿元）	3.00	5.10	5.07
营业收入（亿元）	5.06	8.83	1.99
净利润（亿元）	0.43	0.52	0.09
EBITDA（亿元）	0.84	1.18	--
经营性净现金流（亿元）	0.50	1.56	-0.08
营业利润率（%）	20.85	12.37	12.19
净资产收益率（%）	8.22	7.52	1.16
资产负债率（%）	35.10	44.26	43.20
全部债务资本化比率（%）	31.64	40.73	40.22
流动比率（倍）	1.27	2.08	2.18
EBITDA全部债务比（倍）	0.28	0.23	--
EBITDA利息倍数（倍）	4.75	5.48	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.45	0.64	--

担保方-桐乡市顺昌投资有限公司

项目	2016年	2017年
资产总额（亿元）	11.94	17.62
所有者权益（亿元）	6.34	7.25
营业收入（亿元）	5.10	9.00
净利润（亿元）	0.23	0.29
经营性净现金流（亿元）	0.49	1.46
资产负债率（%）	46.85	58.87

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3、2018 年一季报未经审计，指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江嘉澳环保科技股份有限公司（以下简称“嘉澳环保”或“公司”）的跟踪评级反映了公司作为环保增塑剂领域知名上市企业，在政策支持、区位条件等方面仍然保持竞争优势。2017 年，公司新增生物柴油收入，整体收入规模大幅增长。同时，联合评级也关注到增塑剂市场竞争激烈、原材料价格波动大，以及公司对外筹资压力大、负债及债务规模大幅增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司募投项目及技改项目建成投产，公司产能规模将大幅提高，加之公司完成上游产业链收购及新产品开发，公司盈利水平有望得到提高。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

本次债券由桐乡市顺昌投资有限公司（以下简称“顺昌投资”）提供连带责任保证担保。其担保对本次债券的信用水平具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“A+”，评级展望为“稳定”；同时维持“嘉澳转债”的债项信用等级为“AA-”。

优势

1. 2017 年，公司新增生物柴油收入，整体收入规模大幅增长。

2. 公司产品种类丰富，2017 年，公司在市场价格震荡时期合理调节产品结构，取得相对的成本控制优势，形成利润规模持续增长。

3. 本次债券由顺昌投资提供连带责任保证担保。其担保对本次债券的信用水平具有一定的积极影响。

关注

1. 增塑剂行业竞争激烈，公司仍面临与传统型增塑剂生产厂商竞争的市场格局；公司产品生产工序较为简单，产品可替代性较强，产品竞争力对新产品开发力度的依赖性较高。

2. 公司所采购原材料采购价格波动较大，不利于公司成本控制；其中大豆油等较普遍采用先款后货方式，对公司经营形成资金占用。

3. 公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

李 莹

电话：010-85172818

邮箱：liying@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

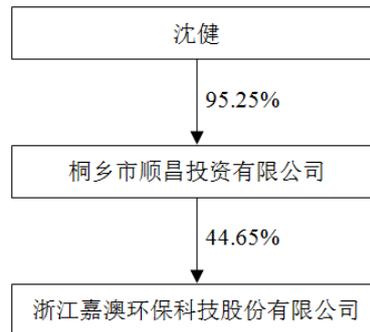
分析师：_____



一、主体概况

浙江嘉澳环保科技股份有限公司（以下简称“公司”或“嘉澳环保”）前身为 2003 年成立的桐乡嘉澳化工有限公司，初始注册资本为 250 万美元。2007 年 3 月，公司更名为“浙江嘉澳化工有限公司”。2008 年 4 月，桐乡市顺昌投资有限公司（以下简称“顺昌投资”）收购公司 75% 的股份，成为公司第一大股东。2008 年 7 月，公司更为现名。2016 年 4 月，公司在上海证券交易所首次公开发行股票并上市，证券简称为“嘉澳环保”，证券代码为“603822.SH”，注册资本增加至 7,335.00 万元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 7,335.00 万元，控股股东为顺昌投资，实际控制人为沈健。

图 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

生产销售增塑剂和热稳定剂（具体限定品种详见嘉兴市环保局批文）；化学改性的动、植物油、脂；甲酸盐；环保产品、环保工程研发，植物油脂精炼（限桐乡市洲泉镇工业园区德胜路 388 号的分支机构经营），化工原料及产品（不含危险化学品及易制毒化学品）的销售，从事进出口业务，道路货物运输（凭许可证经营）。（涉及许可证或国家专项管理规定的，凭许可证经营或照相关规定另行报批。）

截至 2017 年底，公司的设有内部审计部、法规部、国际业务部、国内业务部、采购部、基础建设部、设备工艺部、生产管理部、研究所、安全环保部、质量管理部、人力资源部、后勤保障部、宣传部、财务会计部和证券部共 16 个部门（见附件 1），合并范围子公司共 6 家；在职员工合计 324 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 13.31 亿元，负债合计 5.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7.42 亿元，归属于母公司的所有者权益 7.20 亿元。2017 年，公司实现营业收入 8.83 亿元，净利润（含少数股东损益）0.52 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.14 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 13.28 亿元，负债合计 5.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7.54 亿元，归属于母公司的所有者权益 7.32 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.99 亿元，净利润（含少数股东损益）0.09 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.41 亿元。

公司住所：浙江省桐乡市经济开发区一期工业区崇福大道 761 号；法定代表人：沈健。

二、债券发行及募集资金使用情况

2017 年 11 月，公司公开发行 1.85 亿元可转换公司债券，债券票面利率第一年为 0.4%、第二年

0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%，转股期为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，期限为 6 年，截至 2018 年 3 月底还未进入转股期，根据公司公告，本次可转换公司债券的初始转股价格为 45.48 元。本次债券的付息日为 2018 年至 2023 年每年的 11 月 10 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日；顺延期间付息款项不另计利息），到期日为 2023 年 11 月 20 日。本次可转换公司债券已于 2017 年 11 月 27 日在上海证券交易所上市，证券简称“嘉澳转债”，证券代码“113502.SH”。

截至本报告出具日，公司债券未到第一个付息日。

本次公司债券募集资金用途为投资“年产 20,000 吨环保增塑剂项目”、归还银行短期借款。截至 2018 年 4 月底，公司债券募集资金已按募集说明书约定用途使用，尚未使用完毕。

三、行业分析

目前，公司主要从事环保型增塑剂产品的研发、生产及销售，属于精细化工行业，细分领域为塑料助剂中的增塑剂行业。

1. 行业上下游及价格走势

（1）行业上游

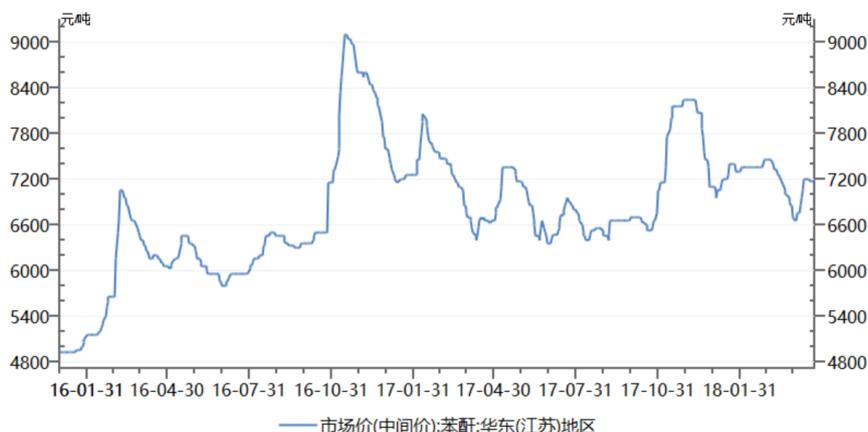
根据产品类型的不同，增塑剂行业上游原材料主要包括苯酐、多元醇、可再生油脂以及酯类。

苯酐

通用型增塑剂的主要原料是苯酐，又名邻苯二甲酸酐（英文简称为“PA”）。产能方面，国内苯酐整体处于供过于求、消费有限的格局。截至 2017 年底，我国规模以上的苯酐企业主要包括山东宏信化工股份有限公司（18 万吨/年）、镇江联成化工公司（11 万吨/年）、上海焦化厂（10 万吨/年）、石家庄白龙化工公司（8 万吨/年）、镇海泰达化工有限公司（6 万吨/年）、东莞盛和化工有限公司（5 万吨/年）和河南安庆化工科技股份有限公司（5 万吨/年）等。

价格方面，苯酐属于石化类产品，其价格走势与原油价格走势基本保持一致。2017 年上半年国际原油价格震荡整理，密集交投区间集中于 40 美元/桶~60 美元/桶，下半年国际油价大幅上升；苯酐价格随之震荡回升，但仍处于近几年低位水平。

图 2 2016 年以来我国华东地区苯酐市场价变化情况



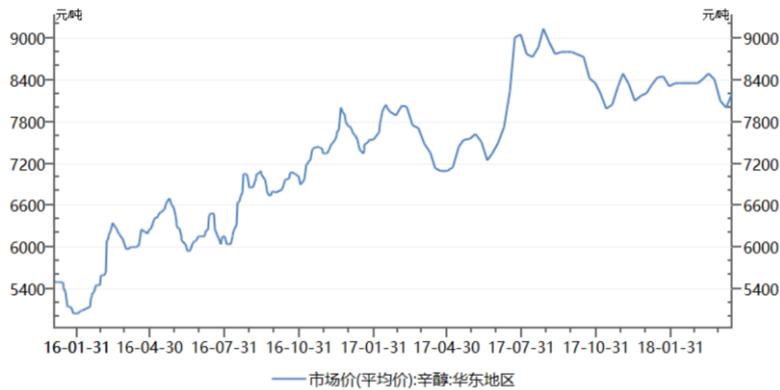
资料来源: Wind

多元醇

环保型增塑剂的化工原料主要是多元醇类，其中以辛醇为主。产能方面，目前我国辛醇行业基本处于寡头垄断态势，国内能够生产供应辛醇的企业只有中国石化齐鲁石油化工公司（以下简称“齐鲁石化”）、中国石油大庆石化公司（以下简称“大庆石化”）、北京化学工业集团有限责任公司（以下简称“北化集团”）、吉林化学工业股份有限公司（以下简称“吉林化学”）等少数厂商，国内市场供需矛盾突出。我国 90% 以上的辛醇用于 DOP、DOTP 等增塑剂的生产，随着我国 PVC 软制品产量的快速增长，对 DOP、DOTP 等增塑剂的需求快速上升，从而也带动了辛醇需求的不断攀升，市场供需矛盾凸显。

价格方面，辛醇属于石化类产品，与苯酐相似，其价格走势与原油价格走势基本保持一致。2017 年下半年，辛醇价格震荡回升，但仍处于近几年低位水平。

图 3 2016 年以来我国华东地区辛醇市场价变化情况



资料来源: Wind

可再生油脂

环保型增塑剂中的可再生油脂类原料以大豆油为主，大豆油是生产环氧大豆油的主要原材料。2008 年以来我国大豆总供需维持供大于求的格局。

价格方面，国内大豆油现货价格与豆油期货价格走势基本一致。受国际油价波动影响，国内大豆油价格出现较大波动。2016 年以来，随着国际油价的震荡回升，国内大豆油价格随之上涨，但仍处于历史低位水平；进入 2017 年之后，大豆油价格有所回落，但跌幅不大，整体处于箱体震荡格局。

图 4 2016 年以来我国豆油期货价格走势



资料来源: Wind

酯类

环保型增塑剂的酯类原料主要之一脂肪酸甲酯，是一种既可以作为燃料油又可作为重要中间体的化工品种，广泛应用于皮革化工和日用化工等行业。脂肪酸甲酯主要是将油脂与醇在催化剂作用下反应生成，包括使用动物性油脂（比如猪油、牛油等）和植物性油脂（如大豆油、棕榈油、椰子油、蓖麻油等）。

总体看，不同类型的增塑剂产品需要的原材料不同，原材料价格与国际油价走势密切相关。

（2）行业下游

近几年，在国家及行业政策的引导下，我国 PVC 企业淘汰落后或闲置产能的步调明显加速。据中塑在线资讯统计，截至 2017 年底，我国 PVC 在产产能共计约 2,250 万吨左右，全年新增产能 130 万吨，退出产能 97 万吨，净增 33 万吨，产能小幅增长，行业整体仍然处于供过于求的格局。

价格方面，PVC 价格走势与国际油价高度相关，2016 年以来受油价回升的影响，PVC 价格随之上涨。进入 2017 年后，受国际油价波动的影响，PVC 价格开始回调，截至 2017 年 12 月 29 日，国内 PVC 期货结算价格为 6,645.00 元/吨。

总体看，增塑剂的下游行业主要是 PVC 塑料制品加工行业，PVC 行业整体仍然处于供过于求的格局；PVC 价格走势与国际油价高度相关，其价格波动对未来产能扩张可能产生一定的影响。

（3）价格走势

增塑剂价格方面，石化类增塑剂产品价格与国际原油价格走势十分相近，2016 年以来止跌反弹，进入 2017 年后，价格有所调整，维持低位震荡的格局。

环保型增塑剂的价格走势与通用型石化类增塑剂产品大体保持相同的趋势，但其价格略低于石化类增塑剂产品价格。

图 5 2016 年以来齐鲁增塑剂石化类产品价格走势



总体看，石化类增塑剂产品价格与国际原油价格走势十分相近，环保型增塑剂的价格略低于石化类增塑剂产品价格。

2. 行业竞争

我国增塑剂行业内的生产企业众多，市场化程度较高。据不完全统计，目前我国增塑剂生产企业有 130 多家，总产能已超过 400 万吨，主要分布在东部沿海经济发达地区，如山东、江苏、浙江、广东等。增塑剂生产企业数量虽多，但多数企业规模相对偏小、主要产品规格单一、技术研发能力

薄弱，从而导致行业竞争呈现出相对无序的格局，大多数企业只能在低层次的市场上竞争。

市场竞争力方面，相较于环保型增塑剂而言，传统型增塑剂的发展时间更久、综合稳定性更好；行业下游客户使用环保型增塑剂后，需要配套的技术支持以调整产品配方，包括技术、设备上的技改投入可能会大幅增加。因此，目前传统通用型增塑剂生产企业占据了国内 80% 左右的市场份额，由于产业发展及政策导向等因素，环保型增塑剂对传统型增塑剂的替代进程仍将持续一段时间。

目前以传统邻苯类增塑剂为主的生产企业数量较多，总产能超过 300 万吨。国内规模较大、品种齐全的传统通用型增塑剂生产企业主要有山东齐鲁增塑剂股份有限公司、山东宏信化工股份有限公司等。相对于生产传统邻苯类增塑剂的企业，我国专业化生产环保型增塑剂的企业整体规模还较小，产品结构主要以环氧类增塑剂为主。

表 1 国内主要传统通用型增塑剂生产企业（单位：万吨）

企业名称	年产能	主要品种
山东齐鲁增塑剂股份有限公司	50	DOP,DBP,DINP,DIDP
山东宏信化工股份有限公司	25	DOP,DINP,DIBP,DBP
中国石化集团金陵石油化工有限公司	20	DOP,DBP
爱敬（宁波）化工有限公司	15	DOP,DINP,DOTP,TOTM
埃克森化工（番禺）有限公司	11	DINP

资料来源：中国增塑剂行业协会及各公司网站

受规模扩张及竞争不断加剧的影响，传统邻苯类增塑剂生产企业的利润空间被不断压缩，行业竞争焦点开始逐渐转向产品品质、品牌知名度及多用途产品等方面，性价比高、绿色环保、无污染、无毒、多功能的产品市场前景较好。竞争态势的逐步转变，为生产环保型增塑剂的企业提供了市场机遇，特别是具备一定生产规模、生产技术先进、品牌广为人知、销售渠道完善的企业，逐渐在复杂激烈的市场竞争中脱颖而出，其市场空间也不断积聚。

总体看，目前我国增塑剂行业市场化程度较高，国内增塑剂市场仍以传统型增塑剂为主，一段时间内环保型增塑剂生产厂商仍将面临与传统型增塑剂生产厂商竞争的市场格局。

3. 行业政策

增塑剂行业属于精细化工领域，行业政策主要涉及到国家重点支持的高新技术领域、国家重点新产品计划支持领域以及国家在环境保护和资源节约方面的政策及法规等，相关政策如下表所示。

表 2 近年来我国增塑剂行业相关政策

主要政策	发布部门	发布时间	相关政策内容
“十三五”国家科技创新规划	国务院	2016.08	围绕重点基础产业、战略性新兴产业和国防建设对新材料的重大需求，加快新材料技术突破和应用。发展先进结构材料技术，重点是高温合金、高品质特殊钢、先进轻合金、特种工程塑料、高性能纤维及复合材料、特种玻璃与陶瓷等技术及应用。发展先进功能材料技术，重点是第三代半导体材料、纳米材料、新能源材料、印刷显示与激光显示材料、智能/仿生/超材料、高温超导材料、稀土新材料、膜分离材料、新型生物医用材料、生态环境材料等技术及应用。发展变革性的材料研发与绿色制造新技术，重点是材料基因工程关键技术与支撑平台，短流程、近终形、高效率、低排放为特征的材料绿色制造技术及工程应用。
石化和化学工业“十三五”发展规划	工信部	2016.10	围绕航空航天、高端装备、电子信息、新能源、汽车、轨道交通、节能环保、医疗健康以及国防军工等领域，适应轻量化、高强度、耐高温、稳定、减震、密封等方面的要求，提升工程塑料工业技术，加快开发高性能碳纤维及复合材料、特种橡胶、石墨烯等高端产品，加强应用研究。提升为电

			子信息及新能源产业配套的电子化学品工艺技术水平。发展用于水处理、传统工艺改造以及新能源用功能性膜材料。重点开发新型生物基增塑剂和可降解高分子材料。
“十三五”产业技术创新规划	工信部	2016.11	在新材料方面，加快基础材料升级换代，做好战略前沿材料提前布局和研制，关注颠覆性新材料对传统材料的影响，以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、先进无机非金属材料 and 先进复合材料为发展重点，加快研发新材料制备关键技术和装备。

资料来源：国务院、国家能源局和工信部等部门网站。

为建设节约型及环保型社会，国家各部委近年来纷纷出台相关产业政策，支持新型塑料在建材等多个领域对钢铁和木材等材料的替代应用，以实现“以塑代钢”、“以塑代木”等。未来，国家将加快高性能复合材料等特种工程塑料及高性能改性材料等生产和应用，紧紧围绕高效、低毒及无害化，大力发展绿色环保的增塑剂、热稳定剂等的生产 and 应用。可以预见，增塑剂行业的转型与升级将逐步推进。

总体看，国家陆续制定了政策措施规范并指引新型材料及增塑剂行业的健康发展，高效、低毒及无害化是未来新型材料规划发展的主方向，将有力推进增塑剂行业的转型与升级。

4. 行业关注

(1) 原材料价格波动较大

增塑剂行业上游原材料包括苯酐、辛醇、大豆油和脂肪酸甲酯等，原材料成本占总生产成本的比例达到约 80% 左右。苯酐、辛醇等化工产品以及大豆油均属于大宗商品，其价格易受市场供求变化、宏观经济形势波动等因素的影响，原材料价格波动对行业内企业的生产成本存在较大影响。若原材料市场供应态势发生较大变化，价格波动超出预期，行业整体风险将增加。

(2) 下游行业产能过剩

增塑剂行业下游 PVC 行业产能过剩严重，业内企业开工率低，出现大面积亏损。在国家及行业政策的引导下，我国 PVC 企业淘汰落后或闲置产能的步调明显加速，行业总产能回升，但供过于求的格局仍未改变。

(3) 产品结构不合理，制约我国增塑剂行业健康发展

我国目前的增塑剂产品仍以 DOP 等传统邻苯类增塑剂为主，其占据国内增塑剂总消费量达到 80%，近年来许多新建规模化装置也主要集中在 DOP 等少数传统品种上，无毒、耐久、综合性能较好的高端增塑剂品种所占比例仍然较小。传统通用型增塑剂的生产已逐渐向大型化、连续化、自动控制化等方向发展，造成了行业内非环保型的低端产品过剩、高端产品却主要依赖进口的畸形市场态势，进而束缚了我国增塑剂行业的持续健康发展。

(4) 国内增塑剂应用规范滞后，行业标准缺失

目前，欧美等发达国家和地区已出台多个法规禁止在食品包装、医疗用品、儿童玩具等与人体接触的制品中使用邻苯类产品，鼓励采用环氧类、柠檬酸酯类等安全环保增塑剂作为更新替代产品，而我国在这方面的规范力度相对较弱，同时增塑剂行业标准缺失，导致产品品质规范不统一，制约了我国增塑剂行业的持续健康发展。

5. 行业发展

(1) 随着塑料包装、塑料建材、车用塑料、改性塑料、可降解塑料等市场需求的进一步扩张，PVC 塑料制品的应用范围将不断增大，具有广阔的发展空间，从而有利于进一步推动对增塑剂产品特别是环保型增塑剂产品的需求。

(2) 未来随着国家对环保型新材料鼓励政策的不断落实,人们对绿色环保材料的需求会不断增长,环保型增塑剂对传统类增塑剂的替代性也将逐渐凸显,这都将为环保型增塑剂行业带来更为广阔的市场空间。

总体看,PVC行业的多样化发展将为我国增塑剂行业的持续发展带来较大的助力,国家政策的支持以及环保理念的深化将给环保型增塑剂的发展带来更广阔的市场空间。

四、管理分析

跟踪期内,公司未发生重大管理变更事项。公司高管团队人员基本稳定,相关管理制度延续以往模式,公司经营状况稳定,管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为塑料助剂的生产与销售,主要产品为环保增塑剂、环保稳定剂和生物柴油。2017年,公司营业收入为8.83亿元,较上年增长74.35%,主要系公司大力开拓国内环保增塑剂市场、销量增加所致;同时,公司收购浙江东江能源科技有限公司(以下简称“东江能源”),将脂肪酸甲酯进一步深加工制成符合欧盟技术指标要求的生物柴油,并实现出口欧盟,成为公司主营业务的有力补充。2017年,主营业务收入占总收入的比为97.28%,公司主营业务突出。

表3 2016~2017年公司主营业务收入构成情况(单位:亿元、%、百分点)

产品	2016年			2017年			收入变化情况	毛利率变化情况
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
环保增塑剂	4.79	95.21	21.32	6.23	72.46	16.48	30.02	-4.84
环保稳定剂	0.24	4.79	27.14	0.46	5.35	25.52	90.86	-1.62
生物柴油	--	--	--	1.91	22.19	1.30	--	--
合计	5.03	100.00	21.60	8.59	100.00	14.43	70.84	-7.17

资料来源:公司提供

从收入构成看,2017年,公司环保增塑剂、环保稳定剂和生物柴油收入占主营业务收入的比分别为72.46%、5.35%和22.19%,公司环保增塑剂收入稳定增长,稳定剂收入占比较低,且稳定剂产品通常应用于增塑剂的搭配使用,用量较少,稳定剂收入对整体收入及盈利水平影响较小。2017年公司新增生物柴油收入主要系东江能源于2017年2月纳入合并报表编制范围。

从毛利率水平看,2017年,公司环保增塑剂、环保稳定剂和生物柴油毛利率分别为16.48%、25.52%和1.30%,其中环保增塑剂毛利率较上年下降4.84个百分点主要系公司全资子公司福建省明洲环保发展有限公司(以下简称“明洲环保”)仍处于技改状态,公司环保增塑剂品种之一氯代环保增塑剂产品主要靠外购和外协加工等方式,该产品2017年销量占公司总体环保增塑剂销量的12%左右,毛利较低,对公司环保增塑剂整体毛利有一定的影响;环保稳定剂毛利率较上年下降1.62个百分点主要系在拓展新市场、新领域过程中,各项成本有所增加,并部分让利新客户所致;生物柴油毛利率较低主要系2017年是公司首次尝试开发欧洲生物质能源市场,在开拓新市场阶段,费用和成本增加所致。综上,2017年公司综合毛利率为14.43%,较上年下降7.17个百分点。

2018年1~3月,公司实现营业收入1.99亿元,同比增长8.49%;实现营业利润0.08亿元,由上

年同期-0.01 亿元转为正值；实现净利润 0.09 亿元，同比增长 109.63%，主要系子公司东江能源增值税返还的其他收益大幅增长所致。

总体看，2017 年，公司产品仍以增塑剂为主，受公司合并范围扩大影响，新增生物柴油收入，已成为公司另一主要收入来源；受环保增塑剂毛利率下降影响，2017 年公司毛利率水平较上年有所下降。

2. 产品生产

生产模式方面，公司生产计划主要依据销售计划和销售订单情况，并综合考虑公司产成品库存状况、当前市场整体供需状况、市场价格走向等因素而制定，与增塑剂行业生产模式基本一致。为保证客户的正常需求和即时需要，公司通常还会在订单数量的基础上做一定的产品储备。

从产能来看，公司现有环保增塑剂产能 10.10 万吨，其中，上市募集资金项目设计产能 6.00 万吨/年，已于 2017 年 1 月达产 1.50 万吨/年，其余 4.50 万吨环保增塑剂生产线项目已经完工，处于扫尾状态，于 2018 年 1 月进入试生产状态。公司环保稳定剂由子公司嘉兴若天新材料科技有限公司（以下简称“嘉兴若天”）负责运营，嘉兴若天由广东搬迁至浙江后，报批设计产能 2.00 万吨/年，现已建设产能 0.50 万吨。生物柴油由东江能源负责运营，扩建项目已于 2017 年四季度试生产，现有产能 7.50 万吨，生物柴油包含用于公司生产环保增塑剂所使用的脂肪酸甲酯原料及用于燃料出口的生物物质能源两大类。

产量方面，2017 年，受公司大力拓展新市场影响，公司环保增塑剂产量较上年增长 23.81%；环保稳定剂产量较上年增长 92.81%，主要系子公司嘉兴若天自 2016 年 8 月底纳入合并范围所致。产能利用率方面，2017 年，公司环保增塑剂、生物柴油产能利用率均超过 100.00%，环保稳定剂产能利用率为 87.24%。整体看，公司产能利用率维持在较高水平。

表 4 2016~2017 年公司主体产品的生产情况

产品	指标	2016 年	2017 年
环保增塑剂	产能（吨）	90,000.00	101,000.00
	产量（吨）	82,361.07	101,970.36
	产能利用率（%）	91.56	100.99
环保稳定剂	产能（吨）	5,000.00	5,000.00
	产量（吨）	2,319.54	4,472.40
	产能利用率（%）	46.39	87.24
生物柴油	产能（吨）	--	50,000.00
	产量（吨）	--	58,903.52
	产能利用率（%）	--	117.80

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司环保增塑剂产量大幅增长，公司产能利用率维持在较高水平。

3. 原材料采购

公司生产所需的主要原材料包括大豆油、脂肪酸甲酯、辛醇，辅助原材料包括甲酸、双氧水、对苯二甲酸、己二酸、癸二酸、偏苯三酸酐等化学产品，通过厂家采购与贸易商采购方式。

公司建立了专门的采购部门，配备专职采购人员，主要采用持续分批的形式，直接面向市场向合格供应商（生产商或经销商）采购各类原辅材料。公司结合销售计划、销售订单以及现有库存状

况，并综合考虑当前市场供需情况、主要供应商的供货状况、市场价格走向以及正常合理储备需求等因素制定采购计划。

公司已经建立了严格的供应商评审考核体系，从供应商的经营实力、从业经验、经营诚信等方面，结合其供货的质量、价格、及时性等因素，对供应商进行严格筛选，并建立供应商分类数据库，持续保持主要物料拥有多家合格供应商备选，从而保证了公司日常生产所需原辅材料的供应稳定。

表 5 2016-2017 年公司主体产品主要原材料采购情况

原材料	指标	2016 年	2017 年
大豆油	采购量 (吨)	23,038.54	18,525.87
	采购均价 (元/吨)	4,999.83	6,036.00
脂肪酸甲酯	采购量 (吨)	24,725.90	53,903.41
	采购均价 (元/吨)	3,660.57	4,529.91
辛醇	采购量 (吨)	13,494.21	13,992.45
	采购均价 (元/吨)	5,191.98	6,452.99
地沟油	采购量 (吨)	--	49,753.62
	采购均价 (元/吨)	--	4,200.00

资料来源：公司提供

公司环氧大豆油系列产品与环氧脂肪酸甲酯系列产品，共用环氧植物油脂增塑剂生产线，产品生产的转换成本不高，由于总产能有限，两个系列产品的产量存在此消彼长的关系，因此，对应生产原料大豆油和脂肪酸甲酯采购量同样存在此消彼长的关系。2017 年，公司油脂类原材料（大豆油和脂肪酸甲酯）合计采购量为 7.24 万吨，较上年增长 51.64%，主要系公司结合市场需求及自身产能扩张情况，扩大生产规模所致。2017 年，公司辛醇采购量为 13,992.45 吨，较上年增长 3.69%，变化不大。采购价格方面，公司大豆油、脂肪酸甲酯和辛醇采购价格均为市场价格，与原油价格走势一致，均较上年有所增长。

公司原材料采购付款方式为款到发货或者货到付款，其中货到付款的方式下，账期一般为一个月以内。公司在款到发货的采购付款方式下存在预付款情况，一方面，公司所采购大豆油等原材料较普遍采用先款后货方式；另一方面，预付款可获取生产厂家发货优先权，以及在短期价格低位锁定采购价格。公司原材料采购支付方式包括现金支付和销售端收取的票据背书转让两类。

2017 年，公司前五大供应商采购总额为 16,937.28 万元，占年度采购总额的 25.53%，考虑到公司原材料以大宗商品为主，采购集中度属合理范围。

总体看，2017 年，公司采购原材料仍以大宗商品为主，采购总量受市场需求及自身产能扩张影响而变化，采购均价受大宗商品市场影响变动显著，易对公司利润水平产生影响。

4. 产品销售

公司产品对外销售可以分为内销和外销，分别由国内业务部和国际业务部负责实施。由于环保型增塑剂产品下游应用广泛，客户数量众多，且分布于不同的区域和细分行业，因此公司在直销为主的基础上，也会借助经销商的销售渠道作为补充，这有利于市场开拓的同时节约销售和管理成本，且能提高流动资金周转的灵活性。在外销市场上，公司环保型增塑剂等产品的出口目前主要采用国外经销商的模式。利用国外经销商在其所属国家或地区的资源和信息优势，公司产品能够更加便捷地实现出口销售。2017 年，公司国内收入占主营业务收入的 79.68%，公司产品以国内销售为主。

表 6 2016~2017 年公司主体产品的销售情况

产品	指标	2016 年	2017 年
环保增塑剂	产量 (吨)	82,361.07	101,970.36
	销量 (吨)	78,703.31	90,772.57
	产销率 (%)	95.56	89.02
	销售均价 (元/吨)	6,084.92	6,859.68
环保稳定剂	产量 (吨)	2,319.54	4,472.40
	销量 (吨)	2,280.43	4,381.20
	产销率 (%)	98.31	97.96
	销售均价 (元/吨)	10,572.61	10,503.22

资料来源：公司提供

2017 年，受市场需求、合并范围变化影响，公司产品销量均大幅增长；受产销模式影响，公司产销率维持在较高水平，其中环保增塑剂产销率较上年有所下降，主要系受产能扩大影响所致；销售均价方面，环保增塑剂销售均价上升主要系原材料价格以及市场行情波动影响，环保稳定剂销售均价变化不大。生物柴油包含用于嘉澳生产环保增塑剂所使用的脂肪酸甲酯原料，以及用于燃料出口的生物质能源两大类，该部分主要在公司全资子公司东江能源厂区内生产，2017 年东江能源生物柴油的生产量、销售量、库存量分别为 58,903.52 吨、57,299.71 吨和 3,150.40 吨。

2017 年，公司前五大客户销售额合计为 14,857.70 万元，占年度销售总额的 16.84%，集中度较低。

总体看，2017 年，公司产品销量均大幅增长，产销率维持在较高水平；

5. 在建项目

截至 2017 年底，公司重大在建项目主要包括子公司福建省明洲环保发展有限公司（以下简称“明洲环保”）生产线连续化技改项目和 6 万吨环保增塑剂项目，目前在建项目已大部分完工。

6. 重大事项

2017 年 1 月，公司完成以自有资金 20,000.00 万元收购东江能源 100% 股权。东江能源注册资本 4,500 万元。经营范围：生产销售生物柴油、甘油、橡胶软化剂；废旧油脂的回收（限本企业自用）。收购完成后，有利于提高公司脂肪酸甲酯等原材料的自给比例。同月，公司发布新产品研发成功的公告，在脂肪酸甲酯产品基础上，研发完成符合欧盟 EC 法规要求的出口用生物柴油产品。

总体看，公司对东江能源的收购有利于提高脂肪酸甲酯等原材料的自给比例，新产品的研发成功有利于公司业务进一步拓展。

7. 经营效率

2017 年，受营业收入及营业成本大幅提高影响，公司经营效率指标均有所好转。近两年，受应收账款减少影响，公司应收账款周转次数分别为 14.74 次和 18.04 次；受营业成本大幅提高影响，存货周转次数分别为 2.78 次和 4.84 次；受营业收入大幅提高影响，总资产周转次数分别为 0.57 次和 0.76 次。

总体看，2017 年，受营业收入及营业成本大幅提高影响，公司经营效率指标均有所提升。

8. 经营关注

（1）市场竞争加剧的风险

公司以生产销售环保型增塑剂为主，但由于下游企业对传统增塑剂需求的惯性依赖，以及我国尚未像欧美等发达国家一样广泛出台相关法规限制以邻苯类为主的传统型增塑剂的使用等原因，公

司不仅要与环保型增塑剂生产厂商的竞争，还要与传统型增塑剂生产厂商竞争。近年来，增塑剂生产企业纷纷通过产能扩张、向产业链上游延伸等方式增强竞争力，进一步加剧了行业竞争态势。

（2）原材料价格波动的风险

本公司产品销售定价以原材料价格为基础，综合考虑市场竞争、供需导向等因素确定，随原材料供应价格变化等因素适时调整。但是，如果大豆油、脂肪酸甲酯和辛醇的市场供应态势发生较大变化，价格波动超出预期，而产品售价又无法及时作出调整时，公司持续盈利能力将面临较大风险。

9. 未来发展

2018年，伴随着公司募集资金项目的逐步达产，以及公司收购上述相关企业股权后，经营业绩逐步释放，公司盈利规模预计将保持持续增长，在此基础上，公司未来发展战略如下：有计划、有步骤的实施募集资金项目以及高端环保增塑剂建设项目，缓解公司环保增塑剂产能供不应求的问题；加快济宁嘉澳鼎新环保新材料有限公司高端无苯增塑剂建设节奏，力争2018年实现该产品的产业化，早日填补国内高端环保增塑剂产品的空白。提升公司子公司东江能源和公司子公司明洲环保现有装置生产水平，提升明洲环保装置开工率，改善明洲环保盈利能力；积极实施清洁生产、节能环保、循环经济等项目，不断提升公司的环保形象与社会责任；以节能降耗为契机，开展低能耗改造、循环经济再利用，积极回收三废中有效成分，完善绿色制造工艺，全面推进清洁生产，从而提升整个产业链经济效益。进一步在食品包装、医疗器械、薄膜等领域有重点的开发和拓展市场，充分利用嘉澳环保核心技术优势，不断优化产品结构，丰富产品品种，提升产品品质；不断拓展华南、华北、山东等新销售领域，提升产品市场占有率。积极发展国际贸易，目前公司环保增塑剂出口业务国内排名前三，嘉澳环保将通过积极的出口政策措施，不断提升嘉澳环保的国际形象和国际地位。立足全资子公司东江能源生物柴油平台，大力发展绿色生物质新能源。

总体看，公司战略规划切合自身产能扩张期的发展状况，依托自身优势积极拓展产业链整合与延伸，为提升企业规模与综合竞争力提供了较好的方向指引。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2017年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第33号发布、财政部令第76号修订）、于2006年2月15日及其后颁布和修订的42项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》（2014年修订）的披露规定编制。

2017年，公司财务合并范围新纳入子公司东江能源和浙江嘉穗进出口有限公司。截至2017年底，公司纳入合并范围子公司共6家。公司财务报表合并范围变动较小，会计政策连续，主营业务未发生改变，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额13.31亿元，负债合计5.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计7.42亿元，归属于母公司的所有者权益7.20亿元。2017年，公司实现营业收入8.83亿元，净利润（含少数股东损益）0.52亿元，归属于母公司所有者的净利润0.51亿元；经营活动产生的现金流量净额1.56亿元，现金及现金等价物净增加额2.14亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 13.28 亿元，负债合计 5.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7.54 亿元，归属于母公司的所有者权益 7.32 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.99 亿元，净利润（含少数股东损益）0.09 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.08 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.41 亿元。

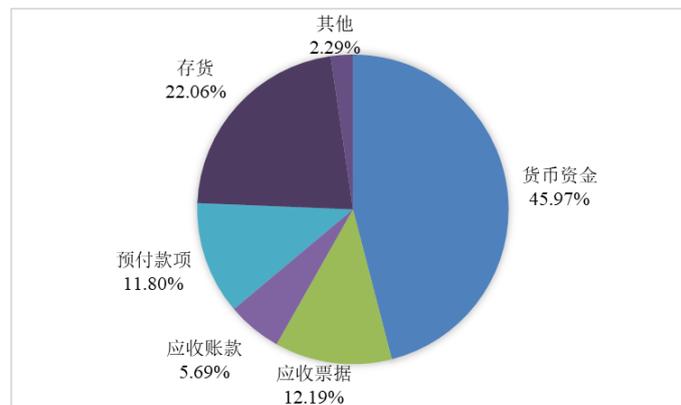
2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 13.31 亿元，较年初大幅增长 33.06%；其中，流动资产 7.14 亿元（占 53.66%），非流动资产 6.17 亿元（占 46.34%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 7.14 亿元，较年初大幅增长 65.82%；流动资产主要由货币资金（占 45.97%）、应收票据（占 12.19%）、应收账款（占 5.69%）、预付款项（占 11.80%）和存货（占 22.06%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

截至 2017 年底，公司货币资金为 3.28 亿元，较年初大幅增长 186.79%，主要系公司发行可转换公司债券募集资金增加及销售增加回款良好所致。截至 2017 年底，公司货币资金以银行存款（占 99.89%）为主。

截至 2017 年底，公司应收票据 0.87 亿元，较年初大幅增长 46.29%，主要系公司销售增长所致，公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应收账款为 0.41 亿元，较年初减少 9.69%。截至 2017 年底，公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 91.18%，计提坏账准备 523.74 万元，计提比例 11.41%。公司下游客户集中度很低，成立初期制定了较为谨慎的会计政策并延续至今，坏账准备计提比例较高。账龄组合计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占比为 90.42%，1 至 2 年的占比为 3.54%，2 至 3 年占比为 2.48%，其余为 3 年以上。公司按单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款 50.66 万元，计提比例 100%，正在诉讼解决。截至 2017 年底，公司前 5 名欠款方所欠应收账款合计 892.12 万元，占全部应收账款 19.23%，欠款集中度较低。公司应收账款集中度较为合理，坏账准备计提较为充分。

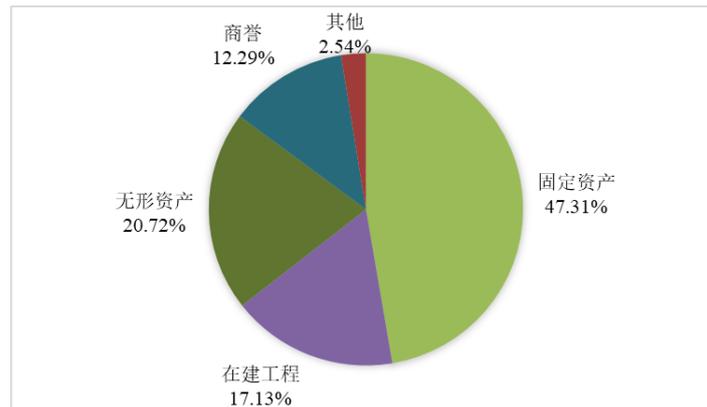
截至 2017 年底，公司预付款项 0.84 亿元，较年初大幅增长 84.74%，主要系公司为生产规模扩大带来的预付原材料采购款增加所致。从账龄看，公司 1 年以内预付款项占比 99.85%，预付款项账龄较短；公司对前 5 名预付供应商支付的预付款项合计 5,376.35 万元，占全部预付款项 63.84%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 1.58 亿元，较年初减少 0.72%。截至 2017 年底，公司存货主要由原材料（占 43.26%）、自制半成品（占 3.67%）和产成品（占 52.26%）构成；公司对存货未提取跌价准备。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 6.17 亿元，较年初增长 8.29%；非流动资产主要由固定资产（占 47.31%）、在建工程（占 17.13%）、无形资产（占 20.72%）和商誉（占 12.29%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

截至 2017 年底，公司固定资产为 2.92 亿元，较年初大幅增长 11.54%，主要系部分在建工程转固所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 28.19%）和机器设备（占 67.48%）构成；公司固定资产成新率为 65.98%，成新率尚可。

截至 2017 年底，公司在建工程为 1.06 亿元，较年初大幅增长 32.32%，主要系募投项目投入以及子公司东江能源增加所致。截至 2017 年底，公司在建工程主要由生产线技改、6 万吨环保增塑剂项目等构成。

截至 2017 年底，公司无形资产为 1.28 亿元，较年初大幅增长 163.00%，主要系收购子公司东江能源增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 50.40%）和专利权（占 49.55%）构成；公司无形资产累计摊销 1,780.99 万元，占账面余额的 12.23%。

截至 2017 年底，公司商誉为 0.76 亿元，较年初大幅增长 423.62%，主要系溢价收购子公司东江能源增加所致。

截至 2017 年底，公司受限资产 0.90 亿元，占总资产的 6.78%，主要为受限的房屋及建筑物和土地使用权。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 13.28 亿元，较年初减少 0.22%。其中，流动资产占 53.33%，非流动资产占 46.67%，较年初变化不大。

总体看，2017 年，受公开发行可转换公司债券影响，公司资产规模大幅增长；公司存货主要由大宗商品构成，有较好的变现能力，公司受限资产规模较小，整体资产质量尚可。

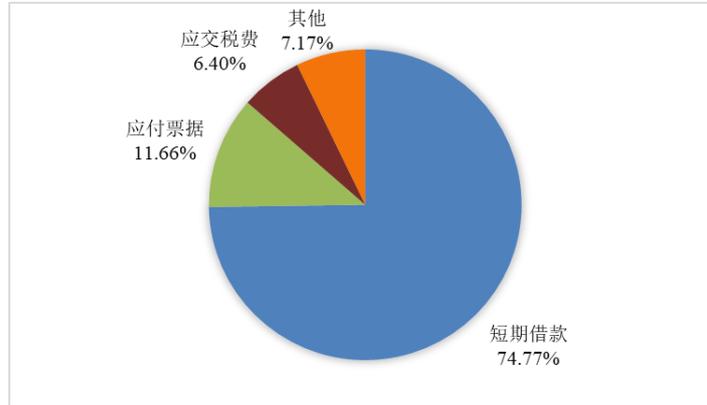
3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债规模合计 5.89 亿元，较年初大幅增长 67.80%，其中流动负债 3.43 亿元（占 58.23%），非流动负债 2.46 亿元（占 41.77%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 3.43 亿元，较年初增长 1.44%；流动负债主要由短期借款（占 74.77%）、应付票据（占 11.66%）和应交税费（占 6.40%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

截至 2017 年底，公司短期借款为 2.56 亿元，较年初大幅减少 14.62%，主要系公司调整债务结构并偿还部分短期借款所致。从短期借款构成来看，2017 年公司短期借款中抵押加保证借款占 38.80%、抵押借款占 23.00%、保证借款占 25.21%、信用借款占 12.98%。

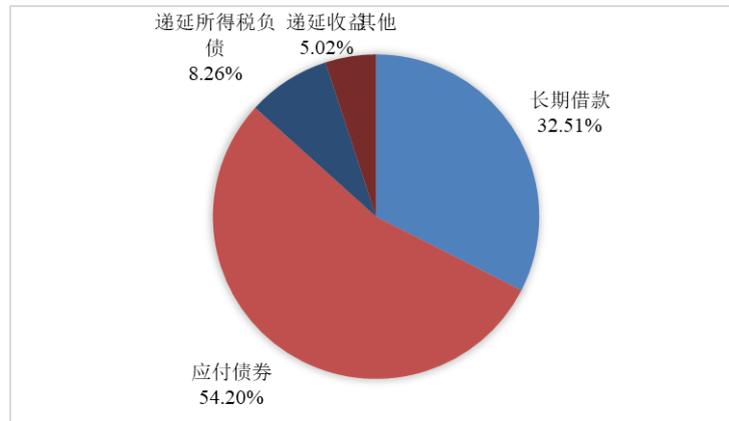
截至 2017 年底，公司新增应付票据 0.40 亿元，主要系采购规模扩大，用于采购货物所致。

截至 2017 年底，公司应交税费账面价值为 0.22 亿元，较年初大幅增长 120.73%，主要系增加子公司东江能源以及公司税费增加所致。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 2.46 亿元，较年初大幅增长 1,807.29%；非流动负债主要由长期借款（占 32.51%）、应付债券（占 54.20%）、递延所得税负债（占 8.26%）和递延收益（占 5.02%）构成。

图 9 截至 2017 年底公司非流动负债构成情况



数据来源：公司年报

2017 年，公司新增长期借款为 0.80 亿元，主要系公司调整负债结构，用子公司东江能源股权进行的质押借款。从长期借款还款期限来看，2~3 年（含 3 年）金额为 3,000 万元，3~4 年（含 4 年）

金额为 1,000 万元，4~5 年（含 5 年）金额为 4,000 万元，不存在集中偿付压力。

2017 年，公司新增应付债券为 1.33 亿元，主要系公司于 2017 年 11 月 10 日发行的 1.85 亿元可转换公司债券，本次发行的可转换公司债券票面利率为第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。

2017 年，公司新增递延所得税负债 0.20 亿元，主要系收购子公司东江能源资产评估增值部分计提的递延所得税负债。

截至 2017 年底，公司递延收益为 0.12 亿元，较年初减少 4.22%，主要由 2014 产业升级项目资金（占 99.27%）构成。

截至 2017 年底，公司短期债务为 2.96 亿元（占 58.15%），较年初减少 1.31%；公司长期债务为 2.13 亿元（占 41.85%）。2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 44.26%、40.73% 和 22.34%，分别较上年上升 9.16 个百分点、9.10 个百分点和 22.34 个百分点，主要系发行 1.85 亿元可转换公司债券所致。整体看，公司负债水平不高，债务负担较轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债规模合计 5.74 亿元，较年初减少 2.60%，其中流动负债 3.25 亿元（占 56.60%），非流动负债 2.49 亿元（占 43.40%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 5.07 亿元，较年初减少 0.47%。其中，公司短期债务为 2.91 亿元（占 57.29%），较年初减少 1.95%；公司长期债务为 2.17 亿元（占 42.71%），较年初增长 1.58%，较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司负债及债务规模大幅增长，债务结构有待改善，但整体负债水平不高、债务负担较轻。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 7.42 亿元，较年初大幅增长 14.28%，主要系可转换公司债券中 0.41 亿元计入权益部分，以及未分配利润增长所致；其中归属于母公司的所有者权益占 97.03%。归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 10.19%）、其它权益工具（占 5.69%）、资本公积（占 34.86%）、盈余公积（占 5.41%）和未分配利润（占 43.85%）构成；未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 7.54 亿元，较年初增长 1.68%，其中归属于母公司的所有者权益占 97.08%，较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司所有者权益大幅增长；所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 8.83 亿元，较上年大幅增长 74.35%，主要系公司大力开拓国内环保增塑剂市场、销量增加所致。2017 年，公司实现营业利润 0.43 亿元，较上年减少 8.87%，主要系原材料成本上涨所致。2017 年，公司实现净利润 0.52 亿元，较上年大幅增长 20.45%。

从期间费用来看，2017 年，公司费用总额为 0.93 亿元，同比增长 63.30%。其中，销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 19.54%、54.91% 和 25.55%。具体看，2017 年，公司销售费用为 0.18 亿元，较上年大幅增长 53.63%，主要系销量增加、运费增加所致。2017 年，公司管理费用为 0.51 亿元，较上年大幅增长 50.74%，主要系研究开发费、工资成本、折旧费及摊销增加所致。2017 年，公司财务费用为 0.24 亿元，较上年大幅增长 111.26%，主要系经营需要银行贷款增加导致利息净支出增加所致。2017 年，公司费用收入比为 10.49%，较上年 11.20% 小幅下降，公司费用控制能力一

般。

2017年，公司所取得的营业外收入为0.15亿元，（占当年公司营业利润25.84%），较上年大幅增长204.24%，主要为新增债务重组利得1,373.87万元。

从盈利指标来看，2017年，公司营业利润率为12.37%，较上年下降8.48个百分点，主要系公司产品综合毛利率下降所致；2017年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为6.72%、6.83%和7.52%，分别较上年上升0.01个百分点、下降0.44个百分点、下降0.69个百分点。考虑到公司处于扩张时期，部分产能尚未建设完成或尚未全部释放，公司未来盈利指标有望保持稳定。

2018年1~3月，公司实现营业收入1.99亿元，同比增长8.49%；实现营业利润0.08亿元，由上年同期-0.01亿元转为正值；实现净利润0.09亿元，同比增长109.63%，主要系子公司东江能源增值税返还的其他收益大幅增长所致。

总体看，2017年，公司营业收入、净利润大幅增长，公司期间费用增长较快，费用控制能力有待提高；公司盈利能力尚可，但稳定性一般。

5. 现金流

从经营活动来看，由于公司产销规模扩张，2017年，公司经营活动现金流的整体规模显著增长；其中，经营活动现金流入小计为8.45亿元，较上年大幅增长91.98%；经营活动现金流出小计为6.89亿元，较上年大幅增长76.68%。综上影响，2017年，公司经营活动现金净额为1.56亿元，较上年增长211.11%，主要系销售增加所致。2016~2017年，公司现金收入比率为84.58%和87.52%，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入小计为19.95万元。2017年，公司投资活动现金流出小计为0.83亿元，较上年大幅减少54.46%，主要系投资所支付的现金减少所致。综上影响，2017年，公司投资活动现金净额为-0.82亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入小计为7.09亿元，较上年大幅增长31.83%，主要系发行可转换公司债券收到的现金增加所致。2017年，公司筹资活动现金流出小计为5.66亿元，较上年大幅增长43.97%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。综上影响，2017年，公司筹资活动现金净额为1.43亿元，较上年减少1.23%。

2018年1~3月，公司经营活动现金净额为-780.04万元，投资活动现金净额为-1.24亿元，筹资活动现金净额为-0.09亿元。

总体看，2017年，公司经营活动现金净额大幅提升，收入实现质量有待提高；公司发行可转换公司债券缓解了部分资金压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2017年，公司流动比率分别为1.27倍和2.08倍，公司速动比率分别为0.80倍和1.62倍，呈上升态势；2016~2017年，公司现金短期债务比分别为0.58倍和1.40倍，呈上升态势。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016~2017年，公司EBITDA分别为0.84亿元和1.18亿元，呈上升态势。公司2017年EBITDA主要由利润总额（占49.01%），计入财务费用的利息支出（占18.25%），折旧（占28.30%），以及摊销（占4.43%）构成。2016~2017年，公司EBITDA全部债务比分别为0.28倍和0.23倍，保障程度较高。2016~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为4.75倍和5.48倍，

保障程度较高。公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司共获银行授信额度总额约 8.89 亿元，已使用 3.71 亿元，未使用授信总额约 5.18 亿元，尚有一定的间接融资能力。公司为 A 股上市公司，具有直接融资能力。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保，无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据中国人民银行出具的征信报告，截至 2018 年 4 月 19 日，公司无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息。

总体看，2017 年，短期偿债能力较强；公司利润总额持续增长，长期偿债能力较强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、应收票据）达 2.62 亿元，约为“嘉澳转债”（本金 1.85 亿元）的 1.42 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产 7.54 亿元，约为债券本金（1.85 亿元）的 4.08 倍，公司现金类资产和净资产能够对“嘉澳转债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 1.18 亿元，约为债券本金（1.85 亿元）的 0.64 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 8.45 亿元，约为债券本金合计（1.85 亿元）的 4.57 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

从本次债券的发行条款看，公司作出了转股价格修正条款：当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决；同时制定了有条件赎回条款：在转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

上述条款的设置有利于鼓励债券持有人将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，实际需要偿付的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债水平将进一步降低，公司的偿债能力将有所增强。

综合以上分析，并考虑到公司行业地位、研发能力和区位分布等方面所具备的优势，联合评级认为，公司对本次债权融资计划的偿还能力较强。

八、债权保护条款分析

“嘉澳转债”由桐乡市顺昌投资有限公司（以下简称“顺昌投资”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。针对本次担保事宜，顺昌投资已经出具了《担保函》，签署了《担保协议》。

1. 担保人信用分析

顺昌投资成立于 2007 年 4 月，由沈健等 5 名自然人投资设立，初始注册资本 600 万元。经历次增资与股权转让，截至 2017 年底，顺昌投资注册资本为人民币 3,275 万元，控股股东及实际控制人为沈健先生，持有顺昌投资 95.25% 的股权。

顺昌投资经营范围：投资实业。截至 2017 年底，顺昌投资合并范围子公司仅嘉澳环保 1 家，本部业务规模很小，2016~2017 年，顺昌投资实现营业收入规模与构成与嘉澳环保基本一致。

顺昌投资住所：桐乡市梧桐街道校场路复兴路口；法定代表人：沈健。

顺昌投资 2016 年度合并财务报表经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。

截至 2017 年底，顺昌投资合并资产总额 17.62 亿元，负债合计 10.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 7.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 2.86 亿元。2017 年，顺昌投资实现营业收入 9.00 亿元，净利润（含少数股东损益 0.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-84.59 万元；经营活动产生的现金流量净额 1.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.14 亿元。

截至 2017 年底，顺昌投资未获得银行授信额度。

截至 2017 年底，顺昌投资除对子公司嘉澳环保担保外无其他对外担保。

根据中国人民银行出具的征信报告，截至 2018 年 4 月 19 日，顺昌投资无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息。

总体看，顺昌投资合并范围与嘉澳环保差异不大，经营实体与嘉澳环保基本一致其担保对本期债券的还本付息有一定的积极作用。

3. 债权保护效果

截至 2017 年底，顺昌投资持有嘉澳环保股份 3,275.00 万股，以 2017 年最后一个交易日收盘价 34.94 元/股计算，市值合计 11.44 亿元，为本次债券发行规模的 6.18 倍。根据公司出具的公告，截至 2017 年 11 月 27 日，顺昌投资持有公司股份为 32,750,000 股，占公司总股本的 44.65%，顺昌投资累计质押其持有的公司股份总数为 21,562,800 股，占其持有本公司股份总数的 65.84%，占公司总股本的 29.40%，其中，无限售条件流通股股份为 0 股，有限售条件流通股股份 21,562,800 股。顺昌投资资信状况良好，具备资金偿还能力，质押风险可控，贷款到期后顺昌投资以自有资金、投资回收的资金、投资分红等偿还，不会导致公司实际控制权发生变更。

总体看，顺昌投资持有嘉澳环保股份市值对债权的保护程度较高，但考虑到代偿条款的触发与嘉澳环保股价存在较高的相关性，其担保对于本次债券的到期还本付息具有一定的积极保护作用。

九、综合评价

公司作为环保增塑剂领域知名上市企业，在政策支持、区位条件和研发能力等方面仍然保持竞争优势。2017 年，公司新增生物柴油收入，整体收入规模大幅增长。同时，联合评级也关注到增塑剂市场竞争激烈、原材料价格波动大，以及公司对外筹资压力大、负债及债务规模大幅增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

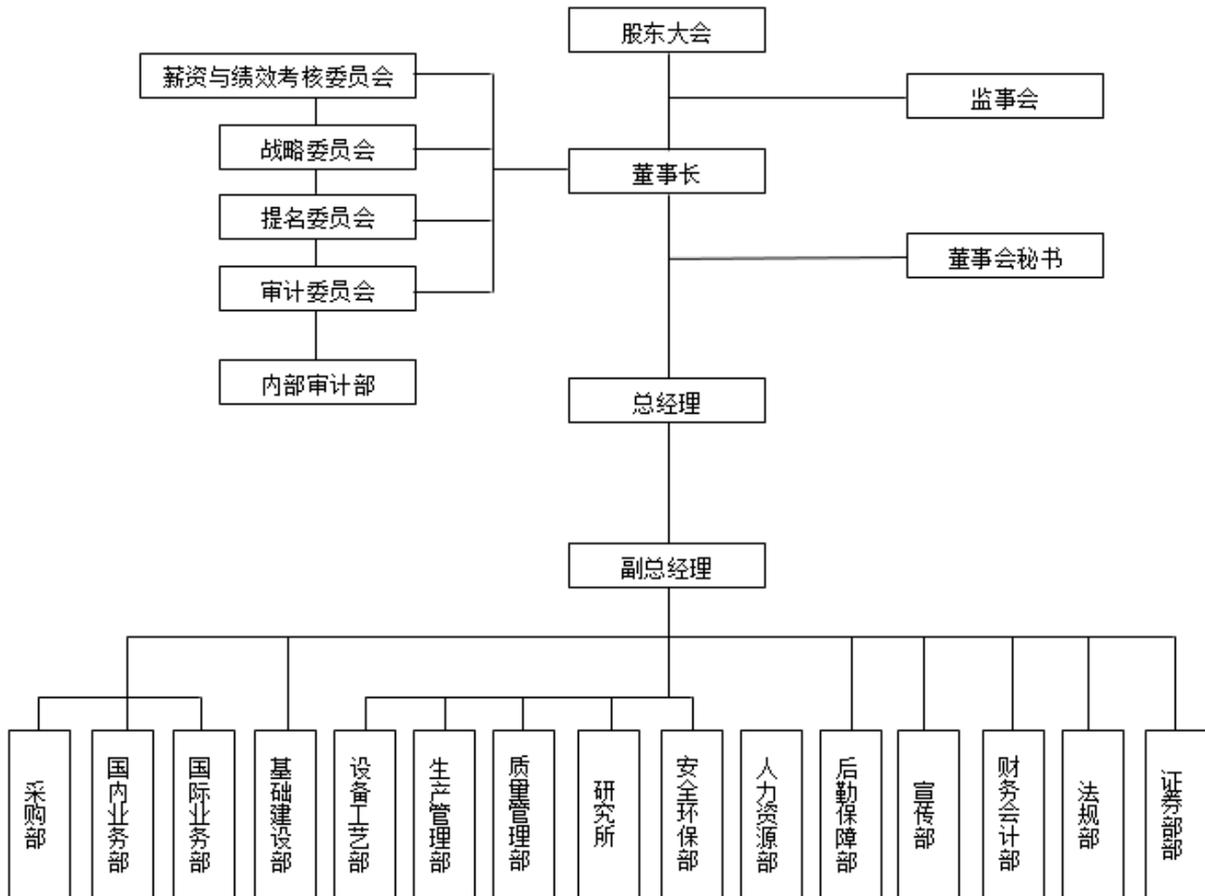
未来，随着公司募投项目及技改项目建成投产，公司产能规模将大幅提高，加之公司完成上游产业链收购及新产品开发，公司盈利水平有望得到提高。

本次可转换公司债券条款的设置有利于债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

本次债券由桐乡市顺昌投资有限公司提供连带责任保证担保。其担保对本次债券的信用水平具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“A+”，评级展望为“稳定”；同时维持“嘉澳转债”的债项信用等级为“AA-”。

附件 1 浙江嘉澳环保科技股份有限公司 组织结构图



附件 2 浙江嘉澳环保科技股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	10.00	13.31	13.28
所有者权益 (亿元)	6.49	7.42	7.54
短期债务 (亿元)	3.00	2.96	2.91
长期债务 (亿元)	0.00	2.13	2.17
全部债务 (亿元)	3.00	5.10	5.07
营业收入 (亿元)	5.06	8.83	1.99
净利润 (亿元)	0.43	0.52	0.09
EBITDA (亿元)	0.84	1.18	--
经营性净现金流 (亿元)	0.50	1.56	-0.08
应收账款周转次数 (次)	14.74	18.04	--
存货周转次数 (次)	2.78	4.84	--
总资产周转次数 (次)	0.57	0.76	--
现金收入比率 (%)	84.58	87.52	0.92
总资本收益率 (%)	6.70	6.72	0.69
总资产报酬率 (%)	7.27	6.83	0.66
净资产收益率 (%)	8.22	7.52	1.16
营业利润率 (%)	20.85	12.37	12.19
费用收入比 (%)	11.20	10.49	10.84
资产负债率 (%)	35.10	44.26	43.20
全部债务资本化比率 (%)	31.64	40.73	40.22
长期债务资本化比率 (%)	0.00	22.34	22.32
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.75	5.48	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.28	0.23	--
流动比率 (倍)	1.27	2.08	2.18
速动比率 (倍)	0.80	1.62	1.61
现金短期债务比 (倍)	0.58	1.40	0.90
经营现金流流动负债比率 (%)	14.81	45.41	-2.40
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.45	0.64	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3、2018 年一季报未经审计，指标未年化。

附件3 桐乡市顺昌投资有限公司 主要财务指标

项目	2016年	2017年
资产总额(亿元)	11.94	17.62
所有者权益(亿元)	6.34	7.25
短期债务(亿元)	3.00	2.96
长期债务(亿元)	2.08	6.56
全部债务(亿元)	5.08	9.52
营业收入(亿元)	5.10	9.00
净利润(亿元)	0.23	0.29
EBITDA(亿元)	0.67	1.17
经营性净现金流(亿元)	0.49	1.46
应收账款周转次数(次)	14.85	18.40
存货周转次数(次)	2.78	4.84
总资产周转次数(次)	0.52	0.61
现金收入比率(%)	83.96	85.80
总资本收益率(%)	4.14	5.12
总资产报酬率(%)	4.79	5.27
净资产收益率(%)	4.48	4.23
营业利润率(%)	21.43	14.07
费用收入比(%)	11.79	12.95
资产负债率(%)	46.85	58.87
全部债务资本化比率(%)	44.48	56.78
长期债务资本化比率(%)	24.69	47.50
EBITDA利息倍数(倍)	3.26	2.68
EBITDA全部债务比(倍)	0.13	0.12
流动比率(倍)	1.84	3.28
速动比率(倍)	1.38	2.83
现金短期债务比(倍)	0.62	1.44
经营现金流流动负债比率(%)	14.62	41.86
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.36	0.63

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币。

附件 4 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。