

跟踪评级公告

联合[2019]525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可转换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公开发行的“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：

二零一九年四月二十三日

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

可转换公司债券 2019 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-	2018.5.31

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：2019 年 4 月 23 日

主要财务数据：

融资人-浙江嘉澳环保科技股份有限公司

项目	2017年	2018年
资产总额（亿元）	13.31	14.42
所有者权益（亿元）	7.42	7.77
长期债务（亿元）	2.13	2.28
全部债务（亿元）	5.10	5.61
营业收入（亿元）	8.83	10.39
净利润（亿元）	0.52	0.56
EBITDA（亿元）	1.18	1.23
经营性净现金流（亿元）	1.56	-0.58
营业利润率（%）	12.37	13.13
净资产收益率（%）	7.52	7.40
资产负债率（%）	44.26	46.10
全部债务资本化比率（%）	40.73	41.92
流动比率（倍）	2.08	1.87
EBITDA全部债务比（倍）	0.23	0.22
EBITDA利息倍数（倍）	5.48	3.83
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.64	0.67

担保方-桐乡市顺昌投资有限公司

项目	2017年	2018年
资产总额（亿元）	17.62	18.13
所有者权益（亿元）	7.25	7.57
营业收入（亿元）	9.00	10.63
净利润（亿元）	0.29	0.37
经营性净现金流（亿元）	1.46	-0.66
资产负债率（%）	58.87	58.26

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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2018年随着公司新建项目和技改扩建项目建成投产，公司产能产量大幅提升，收入规模扩大，盈利能力有所提升。同时，联合评级也关注到增塑剂行业市场竞争激烈，原材料价格波动大，费用支出对利润侵蚀显著，公司权益规模仍然较小且稳定性较弱，以及公司债务压力加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着新建项目产能释放以及完善对上游产业链的整合，公司整体竞争力增强，在市场对绿色环保型增塑剂需求的不断增长的前提下，公司产量和市场占有率有望提升。

本期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。

本期债券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，其担保对本期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. 2018 年随着新建项目和技改扩建项目完工投产，公司产能产量大幅提升，收入规模快速增长，盈利水平有所提升。

2. 公司产品种类丰富，随着新增产能投产，产品结构不断优化，成本优势进一步显现，利润规模有望进一步增长。

3. 本期债券由顺昌投资提供无条件不可撤

销的连带责任保证担保，其担保对本期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。随着新建产能逐渐释放，公司环保增塑剂的产能利用率和产销率均有所下滑，未来尚需积极拓展市场以消化新增产能。

2. 公司所采购原材料价格波动较大，且原材料成本占总生产成本比例较高，不利于公司成本控制。

3. 公司债务规模有所增长，期间费用支出对利润侵蚀仍然较大；公司所有者权益规模仍属较小，未分配利润占比较高，权益结构稳定性有待改善。

分析师

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



联合信用评级有限公司

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，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 年末，公司通过可转换公司债券转股新增股本 4,935 股，公司总股本变更为 73,354,935 股，注册资本增加至 73,354,935.00 元，控股股东为顺昌投资，实际控制人为沈建。

跟踪期内，公司主要经营范围未发生变化：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）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

跟踪期内，公司组织结构未发生变化。截至 2018 年末，公司设有内部审计部、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）。2018 年，公司合并范围子公司共 8 家；在职员工合计 445 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 14.42 亿元，负债合计 6.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）7.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 7.50 亿元。2018 年，公司实现营业收入 10.39 亿元，净利润（含少数股东损益）0.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.54 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.58 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.91 亿元。

公司注册地址：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 10 月 9 日，公司收到中国证监会《关于核准浙江嘉澳环保科技股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2017]1751 号），核准公司向社会公开发行面值总额 1.85 亿元的可转换公司债券，期限 6 年。2017 年 11 月 10 日，公司完成公开发行 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。本期可转债已于 2017 年 11 月 27 日起在上海证券交易所上市，证券简称“嘉澳转债”，证券代码“113502.SH”，自 2018 年 5 月 17 日起可转换为公司 A 股普通股，初始转股价格为 45.48 元/股，公司于 2018 年 6 月实施了 2017 年年度权益分派，转股价格调整为 45.27 元/股。“嘉澳转债”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。截至 2018 年 12 月 31 日，累计共有 225,000 元“嘉澳转债”已转换成公司股票，累计转股数为 4,935 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0067%；尚未转股的可转债金额为 184,775,000 元，占可转债发行总量的 99.8784%。公司已于 2018 年 11 月 16 日支付 2017 年 11 月 10 日至 2018 年 11 月 9 日期间的利息。

本期债券由顺昌投资提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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”和归还银行短期借款。截至 2018 年 12 月 31 日，公司累计使用募集资金人民币 11,003.81 万元，募集资金年末余额 6,564.05 万元（包含利息收益和银行理财收益）。“年产 20,000 吨环保增塑剂项目”于 2018 年末已基本完工并准备进行试生产，由于部分工程款尚未与施工方结算，所以并未实际支付，导致结余资金金额较大，随着与施工方的结算，未使用的募集资金将陆续支付。

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多元醇和可再生油脂等。

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，其价格走势与原油价格走势关联性较强，2018 年前三个季度辛醇价格波动上涨，四季度受原油价格暴跌影响，辛醇价格高位回落。

图 1 2016 年以来我国华东地区辛醇市场价变化情况（单位：元/吨）



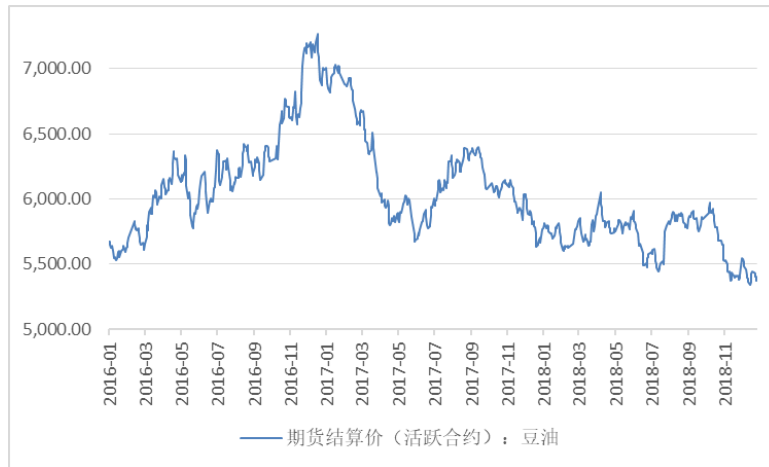
资料来源: Wind

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，2018年，大豆油价格整体呈现窄幅震荡下跌的趋势。

图2 2016年以来我国豆油期货价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

总体看，2018年，上游原材料辛醇价格整体处于高位，大豆油价格波动下降；受原油价格震荡影响，上游原材料价格第四季度降幅较大。

（2）行业下游

我国PVC行业生产企业众多，竞争激烈，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步调明显加速。2018年，受制于环保政策压力，部分计划投产及扩产企业并未按期投产，加之落后产能陆续淘汰，PVC自身供需格局改善，基本处于紧平衡状态。价格方面，2018年，PVC价格高位运行，保持窄幅震荡整体上涨趋势。

总体看，PVC作为增塑剂的下游行业，2018年，PVC市场供需处于紧平衡状态，价格波动上涨。

（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趋同，2018年震荡上涨后有所回调。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，但其价格略高于石化类增塑剂产品价格。

图3 2016年以来齐鲁增塑剂石化类产品价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

总体看，2018年，增塑剂产品价格震荡上涨后回调，环保型增塑剂的价格略高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，多种增塑剂产品间的市场竞争越发激烈，整体产能利用率处于低位水平。受到环保因素的影响，部分增塑剂市场份额下降，非邻苯类增塑剂替代需求正迅速增长。2018年，环保增塑剂的产能利用率约74%左右，远高于传统增塑剂的产能利用率不足50%的水平。随着市场对绿色环保型增塑剂需求的快速增长和相关企业科技投入的加大，传统增塑剂的消费量将进一步下降，传统增塑剂市场占有率和产能利用率的下行压力将进一步增加。环保增塑剂在塑料制品各领域的应用，尤其在家装（PVC墙纸、PVC地板为主）医疗、包装、建筑、消费品、汽车等多个领域的发展将推动环保增塑剂的市场需求。

传统增塑剂企业尽管存在产能利用率低的情况，但部分企业依旧扩张，未来行业集中度将进一步提高，大型企业市场份额继续扩大，而多数中小型企业因成本劣势、环保问题以及部分老旧装置等其他问题，而处于退守状态。环保增塑剂企业尽管产能利用率高于传统增塑剂，但规模以中小型企业为主，同样存在成本压力、环保压力和技术压力。竞争态势的逐步转变，为具备一定生产规模、生产技术先进、品牌知名度较高、销售渠道完善的环保型增塑剂企业提供了市场机遇。

总体看，目前我国增塑剂行业市场化程度较高，竞争激烈；在环保政策影响下，形成规模的环保型增塑剂企业在市场竞争中具有一定优势。

3. 行业关注

（1）原材料价格波动较大。

增塑剂行业的上游原材料主要包括辛醇和大豆油等，原材料成本占总生产成本的比例较高。辛醇和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）产品结构不合理，制约我国增塑剂行业健康发展。

目前，我国的增塑剂产品仍以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。

（3）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。

4. 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，从而有利于进一步推动对增塑剂产品的需求。

(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,增塑剂产品未来市场空间广阔,国家政策的支持以及环保理念的深化将有利于环保型增塑剂的发展。

四、管理分析

2018年,楼灿波先生因公司内部工作调整,辞去公司董事、总经理职务,同时辞去公司董事会提名委员会和薪酬与考核委员会的委员职务,现任子公司嘉兴若天新材料科技有限公司(以下简称“嘉兴若天”)董事长。2018年,公司聘任沈健先生为公司总经理,补选沈颖川先生担任公司董事。

跟踪期内,公司主要管理制度连续,管理运作正常。

总体看,跟踪期内,公司核心管理人员变动不大,管理制度变化不大,经营管理状况稳定。

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、环保稳定剂和生物质能源。2018年,公司营业收入为10.39亿元,较上年增长17.78%,主要系公司积极开拓新的销售领域,使环保增塑剂、环保稳定剂、生物质能源的销量增加所致。2018年,公司主营业务收入占总收入的比重为99.48%,主营业务突出。

表1 2017~2018年公司主营业务收入构成情况(单位:亿元、%、百分点)

产品	2017年			2018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	6.23	72.46	16.48	7.33	70.87	14.56	17.69	-1.92
环保稳定剂	0.46	5.35	25.52	0.61	5.88	25.04	32.23	-0.48
生物质能源	1.91	22.19	1.30	2.40	23.25	9.37	26.11	8.07
合计	8.59	100.00	13.59	10.34	100.00	13.97	20.34	0.38

资料来源:公司提供

从收入构成看,2018年,公司环保增塑剂、环保稳定剂和生物质能源收入占主营业务收入的比重分别为70.87%、5.88%和23.25%,较上年变化不大,占比基本保持稳定。公司环保增塑剂收入稳定增长,生物质能源成为公司新的增长点,环保稳定剂收入占比较低,且环保稳定剂产品通常应用于增塑剂的搭配使用,用量较少,环保稳定剂收入对公司整体收入及盈利水平影响较小。

从毛利率水平看,2018年,公司环保增塑剂、环保稳定剂和生物质能源毛利率分别为14.56%、25.04%和9.37%。其中,环保增塑剂毛利率较上年下降1.92个百分点,主要系原材料价格波动所致;环保稳定剂毛利率较上年下降0.48个百分点,变化幅度不大;生物质能源毛利率较上年大幅上升8.07个百分点,主要系公司通过技术研发降低消耗,降低采购成本等措施,从而降低成本所致。综上,2018年公司综合毛利率为13.97%,较上年提高0.38个百分点。

总体看,2018年,公司产品仍以环保增塑剂为主,生物质能源已成为公司收入新的增长点;受生物质能源毛利率大幅提升影响,2018年公司毛利率水平较上年略有上升。

2. 产品生产

跟踪期内，公司生产模式未发生变化。

从产能来看，公司现有环保增塑剂产能 14.60 万吨，其中，上市募集资金项目设计产能 6.00 万吨，已于 2017 年 1 月达产 1.50 万吨，其余 4.50 万吨于 2018 年 1 月达产，目前上市募集资金项目已全部达产。截至 2018 年末，公司子公司福建省明洲环保发展有限公司（以下简称“明洲环保”）年产 5 万吨氯代增塑剂技改项目进入试生产状态，子公司济宁嘉澳鼎新环保新材料有限公司（以下简称“鼎新环保”）年产 2 万吨环保增塑剂的可转债募集资金项目已完成主体工程建设，正在申请试生产阶段，公司环保增塑剂产能将在 2019 年进一步释放。公司环保稳定剂由嘉兴若天负责运营，嘉兴若天设计产能 2.00 万吨/年，现已建设产能 1.00 万吨。生物质能源由子公司浙江东江能源科技有限公司（以下简称“东江能源”）负责运营，2018 年，设计产能 7.5 万吨已全部投产，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质能源两大类。

产量方面，2018 年，受公司大力拓展新市场，以及新建项目投产影响，公司各产品产量均大幅增长；其中，环保增塑剂产量较上年增长 17.62%，环保稳定剂产量较上年增长 28.72%，生物质能源产量较上年增长 30.30%。

产能利用率方面，2018 年，公司生物质能源产能利用率超过 100.00%，环保增塑剂和环保稳定剂的产能利用率分别为 82.12% 和 57.57%，较上年大幅下降，主要系新建项目产能未完全释放所致。

表 2 2017~2018 年公司主要产品的生产情况

产品	指标	2017 年	2018 年	变动情况 (%)
环保增塑剂	产能 (万吨)	10.10	14.60	44.55
	产量 (万吨)	10.20	11.99	17.59
	产能利用率 (%)	100.99	82.12	下降 18.87 个百分点
环保稳定剂	产能 (万吨)	0.50	1.00	100.00
	产量 (万吨)	0.44	0.58	31.98
	产能利用率 (%)	87.24	57.57	下降 29.67 个百分点
生物质能源	产能 (万吨)	5.00	7.50	50.00
	产量 (万吨)	5.89	7.68	30.39
	产能利用率 (%)	117.80	102.34	下降 15.46 个百分点

资料来源：公司提供

注：生物质能源为东江能源单体报表数据，包含用于公司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类。

总体看，2018 年，随着在建项目投产，公司各产品的产能产量增长较快，但由于新建项目产能尚未完全释放，产能利用率大幅下降。

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、地沟油等废弃油脂和辛醇，辅助原材料包括甲酸、双氧水、对苯二甲酸、己二酸、癸二酸和偏苯三酸酐等化学产品，通过厂家采购与贸易商采购方式相结合。2018 年，东江能源扩建项目产能释放后，东江能源生产的脂肪酸甲酯产品优先用于满足公司环保增塑剂的原料供应，脂肪酸甲酯不再作为原材料采购。

表 3 2017~2018 年公司主要原材料采购情况

原材料	指标	2017年	2018年	变动情况(%)
大豆油	采购量(吨)	18,525.87	33,992.60	83.49
	采购均价(元/吨)	6,036.00	5,780.26	-4.24
辛醇	采购量(吨)	13,992.45	16,678.07	19.19
	采购均价(元/吨)	6,452.99	7,539.23	16.83
废动植物油	采购量(吨)	49,753.62	73,586.55	47.90
	采购均价(元/吨)	4,200.00	3,571.25	-14.97

资料来源：公司提供

2018年，公司大豆油、辛醇以及废动植物油采购量分别为33,992.60吨、16,678.07吨和73,586.55吨，较上年分别大幅增长83.49%、19.19%和47.90%，主要系公司结合自身产能扩张，以及2018年四季度原材料价格大幅下降，增加备料规模所致。采购价格方面，2018年，公司采购价格均为市场价格，其中，辛醇价格较上一年大幅上升16.83%，大豆油和废动植物油分别下降4.24%和14.97%。

2018年，公司原材料采购付款方式未发生变化。公司前五大供应商采购总额为23,610.85万元，占年度采购总额的25.53%，较上年变化不大，采购集中度较为稳定。

总体看，2018年，东江能源产能释放后，解决了公司主营产品原料脂肪酸甲酯的供应问题，公司采购价格主要取决于市场走势，采购总量受自身产能扩张和原材料价格波动影响大幅增长。

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；生物质能源中，脂肪酸甲酯及原料作为公司环保增塑剂的原料使用，其余部分作为生物质能源销售，其中作为生物质能源销售的占比较大。公司产品以国内销售为主，2018年，公司国内收入占主营业务收入的74.73%，较上年变化不大。

表4 2017~2018年公司主要产品的销售情况

产品	指标	2017年	2018年	变动情况(%)
环保增塑剂	产量(吨)	101,970.36	119,941.09	17.62
	销量(吨)	90,772.57	103,532.65	14.06
	产销率(%)	89.02	86.32	下降2.70个百分点
	销售均价(元/吨)	6,859.68	7,078.26	3.18
环保稳定剂	产量(吨)	4,472.40	5,756.85	28.72
	销量(吨)	4,381.20	5,734.60	30.89
	产销率(%)	97.96	99.61	上升1.65个百分点
	销售均价(元/吨)	10,503.22	10,610.60	1.02
生物质能源	产量(吨)	58,903.52	76,752.42	30.30
	销量(吨)	57,299.71	71,635.29	25.02
	产销率(%)	97.28	93.33	下降3.95个百分点
	销售均价(元/吨)	4,562.00	4,837.00	6.03

资料来源：公司提供

注：生物质能源为东江能源单体报表口径数据，包含用于公司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类；因此其产销量均包括作为公司环保增塑剂的原料部分。

2018年，受市场需求以及公司积极开拓新的销售领域影响，公司产品销量均大幅增长。产销率方面，公司环保稳定剂产销率较上年提升1.65个百分点，维持在较高水平；环保增塑剂和生物质能源产销率较上年分别下降2.70个百分点和3.94个百分点，主要系产能扩大所致。销售均价方面，公司主要产品销售均价均有所上升，主要系原材料价格以及市场行情波动影响。2018年，公司前五大客户销售额合计为19,210.97万元，占年度销售总额的18.48%，集中度较上年略有提升。

总体看，2018年，公司主要产品销量和销售价格均有所增长，环保稳定剂产销率维持在较高水平，环保增塑剂和生物质能源产销率受产能扩张影响略有下降。

5. 在建项目

截至2018年末，公司在建项目主要包括明洲环保年产5万吨氯代增塑剂技改项目、浙江东江能源能源科技有限公司（以下简称“东江能源”）年产10万吨工业级混合油项目以及鼎新环保年产2万吨环保增塑剂项目。公司主要在建项目总投资规模3.72亿元，已完成投资额1.68亿元，仍需投资2.03亿元，投资规模较大。

表5 截至2018年末公司主要在建工程（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	剩余计划投资	资金来源
明洲环保氯代生产线技改	8,500	7,679	821	外部筹资
东江能源10万吨工业级混合油项目	15,000	1,545	13,455	外部筹资
鼎新环保2万吨环保增塑剂项目	13,704	7,644	6,060	募集资金+外部筹资
合计	37,204	16,868	20,336	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目投资规模较大，相关资金需求较大。

6. 重大事项

2018年4月4日，公司与江阴华昌食品添加剂有限公司（以下简称“江阴华昌”）股东（张华兴、王勇、姚静波和江阴飞雁创业投资有限公司）签署《发行股份及支付现金购买资产协议》及《业绩补偿协议》，约定以发行股份及支付现金的方式收购股东持有的江阴华昌食品添加剂有限公司100%股权，股权作价4.8亿元，以现金支付1.6亿元，以股份支付3.2亿元。公司及相关方就本次重大资产重组情况进行了多次论证，认为继续推进本次重大资产重组具有较大不确定性，经公司第四届董事会第十六次会议审议，决定终止实施重大资产重组项目。因公司与江阴华昌食品添加剂有限公司股东尚未就终止本次重大资产重组事项达成一致，江阴华昌食品添加剂有限公司就公司单方终止重大资产重组向江苏省无锡市中级人民法院申请公司赔付违约责任，要求公司支付违约金及赔偿总计1亿元。公司亦对江阴华昌食品添加剂有限公司股东向浙江省桐乡市人民法院申请缔约过失责任，要求江阴华昌赔偿4,800万元。

诉讼事项一判决情况：（1）确认张华兴、王勇、姚静波、江阴飞雁创业投资有限公司与浙江嘉澳环保科技股份有限公司签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》、《业绩补偿协议》于2018年10月24日解除；（2）在重组过程中，原告在接受中介机构尽职调查等支出必要合理的费用30万元，由浙江嘉澳环保科技股份有限公司于本判决生效之日起10日内支付原告；（3）驳回张华兴、王勇、姚静波、江阴飞雁创业投资有限公司的其他诉讼请求。诉讼事项二裁定情况：浙江嘉澳环保科技股份有限公司于2018年12月27日向江苏省无锡市中级人民法院提出撤诉申请。

7. 经营效率

2017~2018年，公司应收账款周转次数分别为18.04次和21.52次，主要系公司营业收入大幅增长，同时加大应收账款回收力度，应收账款增幅小于营业收入所致；受备货大幅增长影响，公司存货周转次数由4.84次下降至4.32次；总资产周转次数分别为0.76次和0.75次，变化幅度不大。

总体看，2018年，公司整体经营效率有所下降，但整体经营效率尚可。

8. 经营关注

（1）市场竞争加剧的风险

环保型增塑剂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

环保型增塑剂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。

（3）产能释放风险

2018年，随着公司新建产能逐渐释放，环保增塑剂的产能利用率和产销率均有所下滑。明洲环保和鼎新环保项目投产后，公司环保增塑剂产能将在2019年进一步释放，市场消化能力尚存不确定性。

9. 未来发展

未来，公司仍将围绕主营业务，利用在技术研发、经营管理、生产能力等方面具有的领先优势，进一步提升公司产品的市场占有率，同时在企业继续做大做强环保增塑剂、稳定剂产业、稳固公司在环保增塑剂的龙头地位和市场占有率的基础上，积极发展生物质新能源产业，真正实现向产业链上游的延伸。依托江浙沪地区丰富的地沟油资源优势，在现有产能利用率饱和的基础上，进一步考虑新增生物质能源扩建项目，进一步扩大生产能力和市场份额。

总体看，跟踪期内，公司战略规划未发生重大调整，仍将沿着既定路线发展。规划切合自身产能扩张期的发展状况，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2018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。公司财务报表按照最新的会计准则编制。从合并范围看，2018年，公司财务合并范围新增子公司桐乡澳昌贸易有限公司和浙江嘉澳绿色新能源有限公司。截至2018年末，公司纳入合并范围子公司共8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2018年末，公司合并资产总额14.42亿元，负债合计6.65亿元，所有者权益（含少数股东

权益) 7.77 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 7.50 亿元。2018 年, 公司实现营业收入 10.39 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.56 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.54 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-0.58 亿元, 现金及现金等价物净增加额-0.91 亿元。

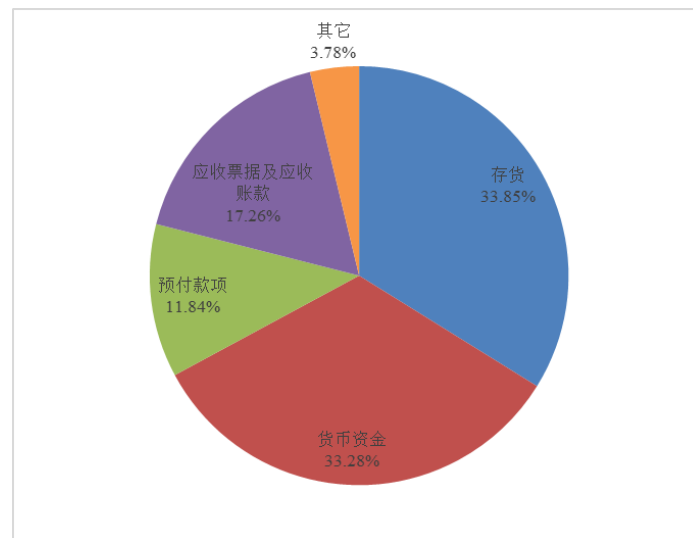
2. 资产质量

截至 2018 年末, 公司合并资产总额 14.42 亿元, 较年初增长 8.37%; 其中, 流动资产 7.57 亿元(占 52.45%), 非流动资产 6.86 亿元(占 47.55%), 公司资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

截至 2018 年末, 公司流动资产合计 7.57 亿元, 较年初增长 5.94%, 主要系存货增长所致; 公司流动资产主要由货币资金(占 33.28%)、存货(占 33.85%)、应收票据及应收账款(占 17.26%)和预付款项(占 11.84%)构成。

图 4 截至 2018 年末公司流动资产构成情况



数据来源: 公司年报

截至 2018 年末, 公司货币资金 2.52 亿元, 较年初下降 23.31%, 主要系公司项目投资和经营备货较多, 导致货币资金支出较大; 公司货币资金以银行存款(占 99.40%)为主; 货币资金中有 0.14 亿元受限资金, 受限比例为 5.68%, 受限比例低。

截至 2018 年末, 公司存货 2.56 亿元, 较年初增长 62.52%, 主要系公司结合自身产能扩张和原材料价格波动增加备料规模, 以及新增产能尚未完全消化, 库存商品增加所致; 存货主要由库存商品(占 49.28%)、原材料(占 41.67%)、自制半成品(占 7.46%)、周转材料(占 0.82%)和在产品(占 0.77%)构成; 公司对存货未计提跌价准备, 由于公司原材料价格变动较大, 未来公司存货存在一定跌价风险。

截至 2018 年末, 公司应收票据及应收账款合计 1.31 亿元, 较年初增长 2.24%。具体看, 截至 2018 年末, 公司应收票据 0.87 亿元, 较年初下降 0.41%, 变化不大; 公司应收票据主要为银行承兑汇票(占 99.83%), 回收风险较低。截至 2018 年末, 公司应收账款账面价值 0.44 亿元, 较年初增长 7.91%。截至 2018 年末, 公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 98.93%, 计提坏账准备 181.49 万元, 计提比例 3.72%。公司按账龄组合计提坏账准备的应收账款中, 1 年以内的占比为 90.41%, 1~2 年的占比为 2.67%, 2~3 年占比为 2.93%, 其余为 3 年以上。公司按单项金额不重大但

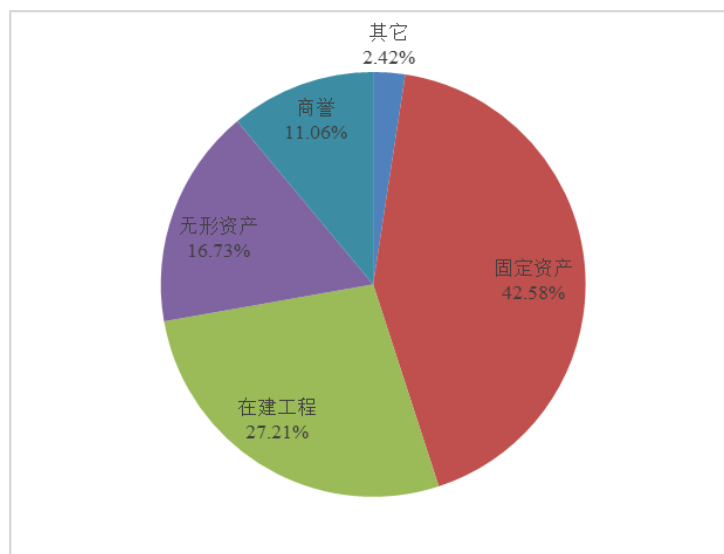
单独计提坏账准备的应收账款 52.54 万元，计提比例 100%。截至 2018 年末，公司前 5 名欠款方所欠应收账款账面余额合计 0.13 亿元，占全部应收账款 25.54%，欠款集中度较低。

截至 2018 年末，公司预付款项 0.90 亿元，较年初增长 6.33%；从账龄看，公司 1 年以内预付款项占 99.78%，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 0.51 亿元，占全部预付款项 57.49%。

（2）非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产合计 6.86 亿元，较年初增长 11.19%，主要系在建工程增长所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 42.58%）、在建工程（占 27.21%）、无形资产（占 16.73%）和商誉（占 11.06%）构成。

图 5 截至 2018 年末公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

截至 2018 年末，公司固定资产 2.92 亿元，较年初增长 0.07%，变化不大；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 31.49%）和机器设备（占 66.71%）构成；公司固定资产成新率为 62.13%，成新率一般。

截至 2018 年末，公司在建工程 1.87 亿元，较年初增长 76.63%，主要系子公司嘉澳鼎新及东江能源项目投资增加所致；公司在建工程主要包括明洲环保 5 万吨生产线技改项目、2 万吨环保增塑剂项目；公司对在建工程未计提减值准备。

截至 2018 年末，公司无形资产 1.15 亿元，较年初下降 10.24%，主要系公司为方便全资子公司绿色新能源实施年产 10 万吨生物柴油项目，对现有厂区洲泉分公司土地面积 34902.63 平方米向当地政府申请置换所致；公司无形资产主要由土地使用权（占 47.86%）和专利权（占 52.10%）构成；公司无形资产累计摊销 2,037.29 万元，占账面余额的 17.75%。

截至 2018 年末，公司商誉为 0.76 亿元，较年初变化不大，经公司委托资产评估公司减值测算，未发现商誉有减值情况，未计提减值准备。

截至 2018 年末，公司受限资产 1.16 亿元，占总资产比重为 8.03%，主要为受限的房屋及建筑物和土地使用权。

总体看，2018 年，公司资产规模稳定增长，资产结构变化不大，受限资产规模较小，整体资产质量尚可。

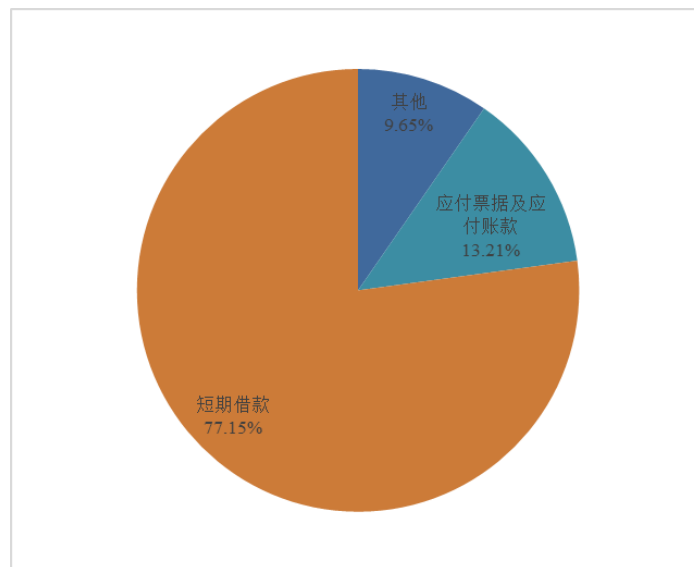
3. 负债及所有者权益

截至 2018 年末，公司负债总额 6.65 亿元，较年初增长 12.87%，其中流动负债占 60.95%，非流动负债占 39.05%。公司负债仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

(1) 流动负债

截至 2018 年末，公司流动负债 4.05 亿元，较年初增长 18.14%，主要系短期借款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 77.15%）和应付票据及应付账款（占 13.21%）构成。

图 6 截至 2018 年末公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

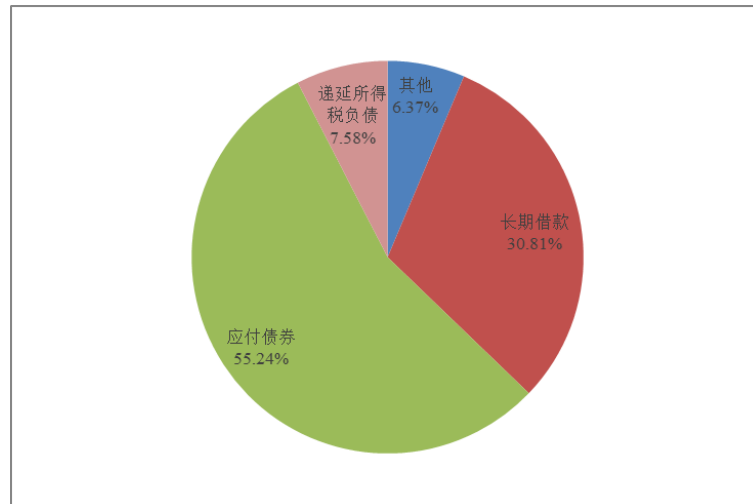
截至 2018 年末，公司短期借款 3.13 亿元，较年初大幅增长 21.89%；其中，抵押加保证借款占 29.68%，抵押借款占 17.59%，保证借款占 16.97%，信用借款占 35.76%。

截至 2018 年末，公司应付票据及应付账款合计 0.54 亿元，较年初增长 0.53%。具体看，截至 2018 年末，公司应付票据 0.10 亿元，较年初下降 75.00%，主要系公司减少票据结算方式所致。截至 2018 年末，公司应付账款 0.44 亿元，较年初增长 228.84%，主要系公司备货增加，以及部分工程款尚未与施工方结算所致；公司应付账款主要由材料款（占 32.16%）和工程设备款（占 65.81%）构成。

(2) 非流动负债

截至 2018 年末，公司非流动负债 2.60 亿元，较年初增长 5.52%；公司非流动负债主要由长期借款（占 30.81%）、应付债券（占 55.24%）和递延所得税负债（占 7.58%）构成。

图 7 截至 2018 年末公司非流动负债构成情况



数据来源：公司年报

截至 2018 年末，公司长期借款 0.80 亿元，较年初变化不大；公司长期借款均为质押借款，质押物为公司持有的浙江东江能源科技有限公司 100% 股权。从长期借款还款期限来看，1~2 年（含 2 年）金额为 3,000 万元，2~3 年（含 3 年）金额为 1,000 万元，3~4 年（含 4 年）金额为 4,000 万元，集中偿付压力较小。

截至 2018 年末，公司应付债券 1.43 亿元，较年初增长 7.54%，主要系溢折价摊销所致；公司递延所得税负债 0.20 亿元，较年初变化不大。

截至 2018 年末，公司债务总额 5.61 亿元，较年初增长 10.07%；其中，短期债务占 59.34%，长期债务占 40.66%，债务结构仍以短期债务为主，较年初变化不大。截至 2018 年末，公司短期债务 3.33 亿元，较年初增长 12.32%；长期债务 2.28 亿元，较年初增长 6.94%。截至 2018 年末，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分别为 46.10%、41.92% 和 22.69%，较年初分别提高 1.84 个百分点、1.19 个百分点和 0.35 个百分点，公司债务负担有所加重，但仍属于合理范围。

总体看，2018 年，公司负债和债务规模快速增长，债务结构有待改善，整体负债水平不高，债务负担较轻。

（3）所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益合计 7.77 亿元，较年初增长 4.80%，变化幅度不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.42%，少数股东权益占比为 3.58%。归属于母公司所有者权益为 7.50 亿元，主要由实收资本（占 9.78%）、其它权益工具（占 5.46%）、资本公积（占 32.38%）、盈余公积（占 5.51%）和未分配利润（占 46.87%）构成；未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。

总体看，2018 年，公司所有者权益变化幅度不大，所有者权益规模仍属较小，且未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 10.39 亿元，较上年增长 17.78%，主要系公司产品销量和销售价格增加所致。2018 年，公司实现营业利润 0.55 亿元，较上年增长 27.93%，主要系主要产品销售价格增加所致。2018 年，公司实现净利润 0.56 亿元，较上年增长 7.49%；其中，归属于母公司所有者净利润为 0.54 亿元，较上年增长 5.42%。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额为 1.12 亿元，较上年增长 20.84%；其中，销售费

用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为 21.11%、32.55%、23.19%和 23.14%。具体看，销售费用为 0.24 亿元，较上年大幅增长 30.58%，主要系销量增加，运费增加所致；管理费用为 0.36 亿元，较上年增长 5.30%；财务费用为 0.26 亿元，较上年增长 9.67%，主要系公司债务规模扩大导致利息支出增加；研发费用为 0.26 亿元，较上年大幅增长 59.34%，主要系研发项目及研发投入增加所致。2017~2018 年，公司费用收入比分别为 10.49%和 10.76%，公司费用对利润侵蚀较多，费用控制能力有待提高。

从利润构成来看，2018 年，公司新增理财投资收益 0.03 亿元，投资收益对营业利润影响不大；其他收益 0.30 亿元，较上年大幅增长 16.71%，主要系政府补助与退税返还增加所致；资产处置收益 -183.55 万元，较上年的 4.37 万元大幅减少，主要系土地置换而产生的处置损益；营业外收入 0.01 亿元，较上年下降 93.52%，主要系上年度债务重组收益影响所致。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 13.13%，较上年提高 0.76 个百分点，变化不大；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.44%、5.98%和 7.40%，较上年分别下降 0.27 个百分点、0.85 个百分点和 0.12 个百分点。公司盈利指标均有所下降，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提升。

总体看，2018 年，公司营业收入大幅增长，期间费用增长较快，费用控制能力有待提高。考虑到公司处于扩张时期，产能未完全释放，盈利指标有所下降，但整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，由于公司产销规模扩张，2018 年，公司经营活动现金流的整体规模大幅增长；其中，经营活动现金流入 10.15 亿元，较上年增长 20.18%；经营活动现金流出 10.73 亿元，较上年增长 55.76%。综上，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.58 亿元，由上年的净流入转为净流出，主要系年底积极备货增加导致经营活动现金流出增加所致。2017~2018 年，公司现金收入比为 87.52%和 91.12%，公司收入实现质量有所提高。

从投资活动来看，受公司利用闲置资金投资短期理财影响，公司投资活动现金流波动幅度较大，2018 年，公司投资活动现金流入 7.69 亿元，较上年增加 7.69 亿元；投资活动现金流出 8.40 亿元，较上年增加 7.57 亿元。综上，2018 年，公司投资活动产生的现金净流出 0.71 亿元，较上年下降 14.00%。

从筹资活动来看，由于上年公司发行可转换债券而本年度无此类融资项目，2018 年，公司筹资活动现金流的整体规模大幅下降；其中，筹资活动现金流入 4.02 亿元，较上年下降 43.24%；筹资活动现金流出 3.61 亿元，较上年下降 36.18%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。综上，2018 年，公司筹资活动现金流净额为 0.41 亿元，较上年下降 71.28%。

总体看，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出状态，收入实现质量有待提高。公司在建项目均已接近尾声，投资压力不大，未来随着公司在建项目产能的逐步释放，公司经营活动现金流有望好转，公司未来筹资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017~2018 年，公司流动比率分别为 2.08 倍和 1.87 倍，公司速动比率分别为 1.62 倍和 1.24 倍，现金短期债务比分别为 1.40 倍和 1.02 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降，但整体看公司的偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 1.23 亿元，较上年增长 3.96%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧(占 27.96%)、计入财务费用的利息支出(占 22.12%)、利润总额(占 45.29%)

以及摊销(占 4.63%)构成。2018 年,公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.48 倍下降至 3.83 倍,EBITDA 对利息的保障程度降低;公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.23 倍下降至 0.22 倍,EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看,公司长期债务偿债能力较强。

截至 2018 年末,公司共获银行授信额度总额约 9.39 亿元,已使用 3.55 亿元,未使用授信总额约 5.84 亿元,尚有一定的间接融资空间。同时,公司为 A 股上市公司,具有直接融资能力。

截至 2018 年末,公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月末,公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告(机构信用代码:G1033048300011240X),截至 2019 年 1 月 3 日,公司未结清债务中不存在不良或关注类信息,已结清债务中存在欠息 1 笔。

总体看,2018 年,公司偿债能力指标有所下降,但公司融资渠道畅通,利润总额持续增长,偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看,截至 2018 年末,公司现金类资产(货币资金、应收票据)为 3.38 亿元,约为“嘉澳转债”待偿本金(1.85 亿元)的 1.83 倍,公司现金类资产对“嘉澳转债”的覆盖程度高。截至 2018 年末,公司净资产为 7.77 亿元,为“嘉澳转债”待偿本金(1.85 亿元)的 4.21 倍,公司净资产对“嘉澳转债”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看,2018 年,公司 EBITDA 为 1.23 亿元,为“嘉澳转债”待偿本金(1.85 亿元)的 0.67 倍,公司 EBITDA 对“嘉澳转债”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看,2018 年,公司经营活动产生的现金流入为 10.15 亿元,为“嘉澳转债”待偿本金(1.85 亿元)的 5.49 倍,公司经营活动产生的现金流入对“嘉澳转债”的覆盖程度较高。

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“嘉澳转债”的偿还能力较强。

八、债权保护条款分析

“嘉澳转债”由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 2018 年末,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 2018 年末,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,2017~2018 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。

顺昌投资注册地址: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 2018 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,出具了标准无保留审计意见。

截至 2018 年末,顺昌投资合并资产总额 18.13 亿元,负债合计 10.56 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 7.57 亿元,其中归属于母公司所有者权益 2.95 亿元。2018 年,顺昌投资实现营

业收入 10.63 亿元，净利润（含少数股东损益）0.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.01 亿元。

截至 2018 年末，顺昌投资未获得银行授信额度。

截至 2018 年末，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（机构信用代码：G10330483000950104），截至 2019 年 4 月 15 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。

2. 债权保护效果

截至 2018 年末，顺昌投资持有嘉澳环保股份 3,275.00 万股，以 2018 年最后一个交易日收盘价 23.29 元/股计算，市值合计 7.63 亿元，为“嘉澳转债”待偿本金（1.85 亿元）的 4.13 倍。截至 2018 年末，顺昌投资持有公司总股本的 44.65%，顺昌投资累计质押其持有的公司股份总数为 24,521,500 股，占其持有公司股份总数的 74.87%，占公司总股本的 33.43%。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，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“嘉澳转债”的到期还本付息具有一定的积极保护作用。

九、综合评价

2018 年随着公司新建项目和技改扩建项目建成投产，公司产能产量大幅提升，收入规模扩大，盈利能力有所提升。同时，联合评级也关注到增塑剂行业市场竞争激烈，原材料价格波动大，费用支出对利润侵蚀显著，公司权益规模仍属较小且稳定性较弱，以及公司债务压力加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

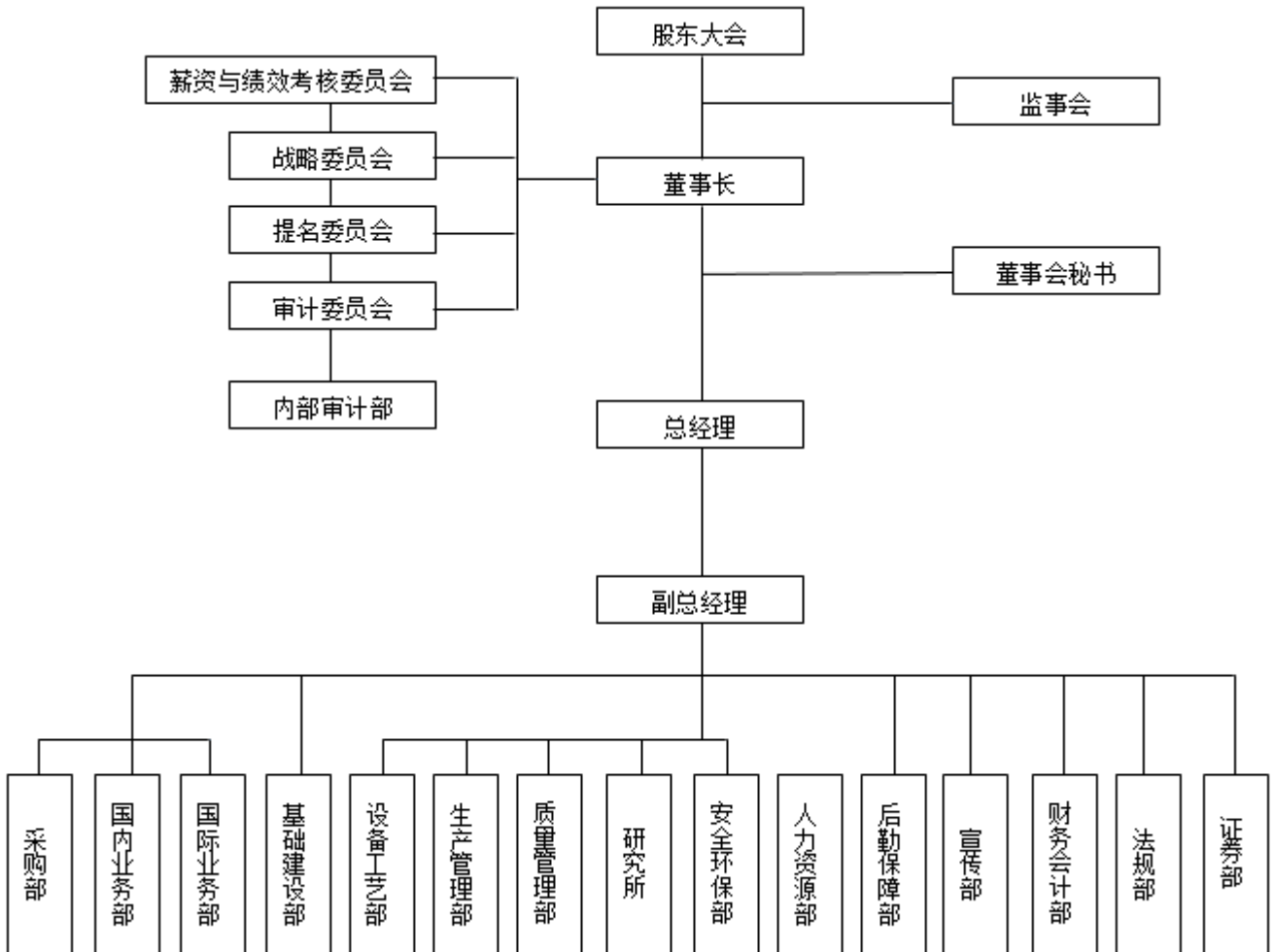
未来，随着新建项目产能释放以及完善对上游产业链的整合，公司整体竞争力增强，在市场对绿色环保型增塑剂需求的不断增长的前提下，公司产量和市场占有率有望提升。

本期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。

本期债券由顺昌投资提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保对本期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	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	13.31	14.42
所有者权益 (亿元)	7.42	7.77
短期债务 (亿元)	2.96	3.33
长期债务 (亿元)	2.13	2.28
全部债务 (亿元)	5.10	5.61
营业收入 (亿元)	8.83	10.39
净利润 (亿元)	0.52	0.56
EBITDA (亿元)	1.18	1.23
经营性净现金流 (亿元)	1.56	-0.58
应收账款周转次数 (次)	18.04	21.52
存货周转次数 (次)	4.84	4.32
总资产周转次数 (次)	0.76	0.75
现金收入比率 (%)	87.52	91.12
总资本收益率 (%)	6.72	6.44
总资产报酬率 (%)	6.83	5.98
净资产收益率 (%)	7.52	7.40
营业利润率 (%)	12.37	13.13
费用收入比 (%)	10.49	10.76
资产负债率 (%)	44.26	46.10
全部债务资本化比率 (%)	40.73	41.92
长期债务资本化比率 (%)	22.34	22.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.48	3.83
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.23	0.22
流动比率 (倍)	2.08	1.87
速动比率 (倍)	1.62	1.24
现金短期债务比 (倍)	1.40	1.02
经营现金流动负债比率 (%)	45.41	-14.30
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.64	0.67

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件3 桐乡市顺昌投资有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年
资产总额(亿元)	17.62	18.13
所有者权益(亿元)	7.25	7.57
短期债务(亿元)	2.96	3.33
长期债务(亿元)	6.56	6.19
全部债务(亿元)	9.52	9.52
营业收入(亿元)	9.00	10.63
净利润(亿元)	0.29	0.37
EBITDA(亿元)	1.17	1.33
经营性净现金流(亿元)	1.46	-0.66
应收账款周转次数(次)	18.40	22.00
存货周转次数(次)	4.84	4.32
总资产周转次数(次)	0.61	0.59
现金收入比率(%)	85.80	89.12
总资本收益率(%)	5.12	2.31
总资产报酬率(%)	5.27	2.25
净资产收益率(%)	4.23	5.05
营业利润率(%)	14.07	15.02
费用收入比(%)	12.95	13.35
资产负债率(%)	58.87	58.26
全部债务资本化比率(%)	56.78	55.72
长期债务资本化比率(%)	47.50	45.00
EBITDA利息倍数(倍)	2.68	2.44
EBITDA全部债务比(倍)	0.12	0.14
流动比率(倍)	3.28	2.81
速动比率(倍)	2.83	2.17
现金短期债务比(倍)	1.44	1.03
经营现金流动负债比率(%)	41.86	-16.48

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。