

江苏百川高科新材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号：【新世纪债评(2019)010563】

评级对象：江苏百川高科新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

债项信用等级：AA-

评级时间：2019年6月3日

计划发行：不超过5.20亿元（含）

本次发行：不超过5.20亿元（含）

发行目的：项目投资

存续期限：6年

偿还方式：对未转股按年付息，到期归还本金和最后一年利息

担保情况：自有资产抵押担保

### 主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	0.51	0.19	0.39	0.14
刚性债务	2.62	3.46	1.90	1.74
所有者权益	6.18	9.95	10.37	10.10
经营性现金净流入量	1.11	0.08	0.05	-0.29
合并口径数据及指标：				
总资产	19.52	26.11	28.35	27.48
总负债	11.03	12.86	14.94	14.10
刚性债务	9.76	10.68	12.50	12.30
所有者权益	8.49	13.25	13.41	13.38
营业收入	20.53	24.65	30.27	6.33
净利润	0.80	1.05	1.06	0.24
经营性现金净流入量	1.84	2.19	2.62	0.08
EBITDA	2.37	2.53	2.63	--
资产负债率[%]	56.51	49.26	52.69	51.31
权益资本与刚性债务 比率[%]	86.95	124.06	107.29	108.79
流动比率[%]	80.60	119.19	109.29	106.82
现金比率[%]	34.02	66.69	63.40	32.21
利息保障倍数[倍]	4.29	4.90	4.84	3.80
净资产收益率[%]	9.61	9.62	7.98	1.77
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	17.43	18.60	18.91	--
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.67	9.05	1.57	--
EBITDA/利息支出[倍]	7.75	8.22	8.36	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.25	0.23	--

注：根据百川股份经审计的2016~2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

周文哲  
何婕妤

周文哲 zwwz@shxsj.com

何婕妤 hejieyu@shxsj.com

Tel: (021)63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

### 评级观点

#### 主要优势：

- 环保溶剂需求增加。随着国家环保政策趋严，涂料行业向更环保、更高性能发展，对醋酸酯类产品需求上升。
- 细分市场地位领先。百川股份醋酸酯类产品是行业内规模领先的生产企业，并参与制定了醋酸酯行业的国家标准，在细分市场具有领先地位。

#### 主要风险：

- 产品原材料价格波动风险。百川股份主要原材料冰醋酸、环氧丙烷等受煤炭、国际原油价格影响，价格波动较大，或对公司盈利产生一定影响。
- 安全环保风险。江苏响水爆炸案发生后，当地政府制定了一系列淘汰落后产能、提升准入门槛、提高安全环保要求的政策，化工企业面临着较大的安全环保治理压力。
- 产能建设投入的产出风险。本次募投项目计划在宁夏生产针状焦，宁夏与百川股份现有生产经营地有一定距离，公司对于当地的政策、交通、能源、人才等环境因素的熟悉需要一个过程，项目存在一定的异地经营风险，且目前国内技术与国外仍存在较大差距，产能投放后，收益仍存在较大不确定性。
- 对外投资风险。近年来，百川股份通过参股海基新能源，涉足新能源业务，但目前海基新能源投资不及预期，存在一定的对外投资风险。
- 实际控制人股权质押风险。百川股份实际控制人为郑铁江夫妇，截至2019年3月末，郑

铁江累计质押公司股份占其所持公司股份的 79.35%，质押比例较高，一旦公司股价出现大幅下降，或存在股权质押风险。

- 即期债务偿付压力。百川股份刚性债务逐年递增且目前均为短期，存在债务集中偿付压力。
- 本次可转换债券风险。本次债券一旦转股期内股价持续低迷等导致转股情况不理想，则百川股份需偿付本次债券本息，可能加重公司债务负担。截至 2019 年 3 月末，郑铁江夫妇合计持股比例为 29.34%，持股比例较低，本次债券一旦转股会进一步稀释实际控制人的股权，存在实际控制人变更的风险。
- 担保物减值风险。百川股份以自有的部分土地、房产、设备等资产为本次可转换公司债券提供抵押担保。一旦担保物发生减值，或将降低担保物对本次可转换公司债券本息兑付的保障程度。

#### ➤ 未来展望

通过对百川股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司主体信用等级 AA-，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券信用等级 AA-

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 江苏百川高科新材料股份有限公司

### 公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

江苏百川高科新材料股份有限公司（简称“百川股份”、“该公司”、“公司”）前身是江阴市百川化学工业有限公司，于2002年7月1日成立，注册资本1,000万元，其中：郑铁江出资750万元、郑江和惠宁分别出资100万元、王亚娟出资50万元。后经多次增资，2006年9月，郑铁江将其持有的公司975万元股权分别转让给郑江等8位自然人。同年12月根据股东会决议，公司以2006年9月30日为基准日整体变更为股份有限公司，以截至该基准日经审计的净资产5,966.37万元按1:0.9721的比例折为股本5,800万股，每股面值1元。2007年7月，中国一比利时直接股权投资基金及自然人郭勇出资780万元，公司注册资本增至6,580万元。

2010年7月该公司通过深圳证券交易所（简称“深交所”）向社会公众发行人民币普通股2,200万股，每股面值1元，股票名称为“百川股份”，股票代码：002455.SZ。发行后，公司注册资本变更为8,780万元，郑铁江和王亚娟夫妇为公司的控股股东和实际控制人，合计持股比例为61.70%。后经过多次资本公积转增资本，截至2015年末，公司注册资本变更为47,412万元。郑铁江和王亚娟夫妇仍为公司的控股股东和实际控制人，合计持股比例为36.77%。

2017年该公司非公开发行人民币普通股42,857,142股，发行价为10.01元/股，扣除发行费用后，募集资金净额为41,707.50万元。其中新增注册资本4,285.71万元，增加资本公积37,421.78万元。截至当年末，公司注册资本增至51,697.71万元。郑铁江和王亚娟夫妇仍为公司的控股股东和实际控制人，合计持股比例为33.72%。

2018年郑铁江和王亚娟夫妇为实施该公司员工持股计划，郑铁江通过深交所大宗交易方式累计减持其所持有公司无限售条件股份2,066万股，减持股份占公司总股本的4.00%；王亚娟通过东北证券明珠156号定向资产管理计划减持202.67万股，减持股份占公司总股本的0.39%。同期公司员工持股计划专户华澳·臻智110号—百川股份第一期员工持股集合资金信托计划，通过大宗交易和集中竞价交易方式累计买入公司股票2,621.09万股，占公司总股本的5.07%。本次员工持股计划购买的股票将按照规定予以锁定，锁定期为12个月，自2018年5月17日至2019年5月16日止。2018年11月以来，基于对自身

未来发展的信心以及对自身价值的认可，公司以自有资金回购公司股份。截至2019年3月末，公司回购股份数量为1,281.10万股，占公司总股本的2.48%。扣除回购专户的股份后，公司总股本为50,416.61万股，郑铁江和王亚娟夫妇合计持股比例为29.34%。其中郑铁江持有公司股份14,366万股，占公司总股本的27.79%，累计质押其持有的公司股份11,399万股，占其所持公司股份的79.35%。郑铁江除持有公司股份外，未控制其他企业。王亚娟控制或施加重大影响的其他企业包括江苏格兰德投资发展有限公司和盘锦盛世康环保科技有限公司。上述两家公司主要从事股权投资、空气净化材料等业务，不存在同业竞争的情况。

该公司主要从事醋酸酯类、多元醇类、偏苯三酸酐及酯类、醇醚类、绝缘树脂等化工产品的研发、生产和销售。截至2019年3月末，公司纳入合并范围的子公司共计6家，核心业务主体情况详见附录三。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

本次债券的发行经该公司2019年4月25日召开的第五届董事会第五次会议及2019年5月20日召开的2018年年度股东大会审议通过。本次债券拟发行金额为不超过5.20亿元人民币（含），拟发行期限为6年，募集资金拟扣除发行费用后全部用于募投项目建设。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	江苏百川高科新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过5.20亿元人民币（含）
本次发行规模:	不超过5.20亿元人民币（含）
本次债券期限:	6年期
债券利率:	票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策，市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
还本付息方式:	对未转股按年付息，到期归还本金和最后一年利息
转换标的:	公司A股股票（002455.SZ）
转股期限:	自本次债券发行结束日满6个月后的第1个交易日起至本次债券到期日止
转股价格:	<p>本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。</p> <p>在本次发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将进行转股价格的调整。当公司可能发生股份回购、公司合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护债券持有人权益的原则调整转股价格。</p> <p>本次债券存续期间，当该公司股票在任意三十个连续交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的90%时，董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决，该方案须经出席会议股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。公司董事会并不必然向股东大会提出转股价格向下</p>

	修正方案。
赎回条款:	<p>①到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转债期满后五个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转换公司债券,具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定</p> <p>②有条件回售条款</p> <p>a. 在转股期内,如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日中至少二十个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含);</p> <p>b. 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。</p>
回售条款:	<p>①有条件回售条款</p> <p>在本次发行的可转债最后两个计息年度,如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时,可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次,若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不应再行使回售权,可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>②附加回售条款</p> <p>若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化,且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的,可转债持有人享有一次回售的权利。</p>
定价方式:	按面值发行
担保情况:	本次可转换公司债券采用土地、房产、设备等资产抵押的方式提供担保。公司以自有的部分土地、房产、设备等资产作为本次可转换公司债券抵押担保的抵押物。

资料来源:百川股份,涉及到本次可转换公司债券发行条款均以最终公告的发行公告和募集说明书为准

## (2) 募集资金用途

本次债券拟发行的募集资金总额不超过 5.20 亿元(含),所募集资金扣除发行费用后将全部用于年产 5 万吨针状焦项目(简称“针状焦项目”、“募投项目”),详见下表。

图表 2. 募投项目计划投资情况(单位:万元)

实施单位	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
宁夏百川新材料有限公司	年产 5 万吨针状焦项目	65,544.65	52,000.00-发行费用

资料来源:百川股份

本次公开发行可转债募集资金到位之前,公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入,并在募集资金到位之后予以置换。本次发行扣除发行费用后实际募集资金净额低于项目投资总额部分,公司将通过自有资金和银行贷款予以解决。

募投项目主要工程建设内容包括针状焦装置控制室、针状焦装置变配电室、原料罐组、成品罐组、煤焦油加工单元、预处理单元、焦化装置、煅烧单元等建构物。项目建成并达产后,该公司将新增 5 万吨/年的煤系针状焦生产能力。项目自 2019 年起,建设期为二年,由全资孙公司宁夏百川新材料有限公司(简称“宁夏新材料”)实施,实施地点位于宁夏宁东能源化工基地内,项目占地面积约 193.20 亩。生产装置所耗用的主要原材料和辅助材料包括无水焦油、溶剂油、洗油等,均为各种常见规格的化工原料,可从市场采购取得。

截至 2019 年 4 月 25 日，公司已合计投资 5,036.76 万元，包括基建费用、设备采购费用、土地及勘探费用、各类检测评估费用、专利使用费用等。根据项目可行性研究报告测算，项目投产后，运营期年平均收入为 93,219.10 万元，年均净利润为 18,065.60 万元，项目税后静态投资回收期为 5.60 年（含建设期 2 年），所得税后财务内部收益率（FIRR）为 25.08%，总投资收益率（ROI）为 30.86%。

募投项目主要应用于高端石墨负极和炼钢用的电极，技术采用由中钢集团鞍山热能研究院有限公司有偿转让的全套技术。多年来，中钢热能研究院针状焦技术陆续获得了原冶金部科技进步二等奖、省市级各类成果奖以及科技部火炬计划产业化示范项目、国家重点新产品等荣誉，工艺成熟可靠，已在其他项目中得到应用，可保证公司产品质量的稳定。此外，该工艺整体能耗较低、污染较少，符合安全生产和清洁生产的要求，利于项目周边的环境保护。

募投项目已取得宁夏回族自治区宁东能源化工基地管理委员会经济发展局出具的《宁夏回族自治区企业投资项目备案证》（项目代码：2018-640900-26-03-008421）；项目用地已取得《建设用地规划许可证》（宁东管（规）地字第（2019）016 号）和《不动产权证书》（宁（2019）灵武市不动产权第 L0000272 号）；项目符合国家环境保护要求，已取得宁夏回族自治区宁东能源化工基地管理委员会环境保护局出具的《关于宁夏百川新材料有限公司锂电材料的生产、锂电池材料及废催化剂回收利用项目环境影响报告书的批复》（宁东管（环）（2019）22 号）。

整体看，该公司募投项目符合国家相关产业政策及未来公司整体战略发展方向，有利于加快公司在新能源产业的布局，充分利用中西部资源优势，延长新能源产业链，促进新能源产业的快速发展，为公司创造新的利润增长点，提升公司抗风险能力。公司技术储备能够支撑募投项目的正常开工生产，相关生产用原料获取也较为便利。但新世纪评级关注到：（1）募投项目生产装置所用化工原材料，受原油价格影响，波动较大；（2）针状焦下游锂电池行业目前需求增长或较为有限。若上述因素导致募投项目产品售价和原材料成本大幅偏离预期，可能导致募投项目收益不达预期；（3）募集资金投资项目计划由宁夏新材料实施，项目实施地与公司现在生产经营地有一定的距离，公司对于当地的政策、交通、能源、人才等环境因素的熟悉需要一个过程，项目存在一定的异地经营风险。

### （3）担保情况

该公司以自有的部分土地、房产、设备等资产作为本次可转换公司债券抵押担保的抵押物。房屋构筑物主要位于如皋市长江镇粤江路 2 号的厂区内，其中房屋建筑物共 28 项、构筑物 16 项。房屋总建筑面积 66,818.11 平方米，包括员工宿舍楼 40 套，建筑面积 5,233.83 平方米，员工宿舍楼位于如皋市长江镇融港花苑，为企业于 2011 年购置的商品房，目前用于职工宿舍；厂区内各类生产、办公用房建筑面积 61,584.28 平方米，上述房屋均已办理不动产权证。

厂区内的房屋建筑物类固定资产的建造日期为 2012-2016 年。设备包括机器设备、车辆及电子设备。土地使用权 1 宗，位于如皋市长江镇粤江路 2 号，土地使用权面积共计 206,312.00 平方米，已办理不动产权证。

根据江苏中企华中天资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（苏中资评报字（2019）第 7019 号），截至 2019 年 3 月 31 日，上述抵押财产的账面价值为 72,543.48 万元，评估价值<sup>1</sup>为人民币 98,069.05 万元，其中房屋构筑物评估价值为含增值税价，设备评估价值为不含增值税价。上述抵押担保范围为经中国证监会核准发行的本次可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。但新世纪评级关注到担保物土地、房产、设备等可能存在毁损、灭失等影响担保物资产价值造成其减值的风险。一旦担保物发生减值，或将降低担保物对本次可转换公司债券本息兑付的保障程度。

图表 3. 抵押担保物情况（单位：万元）

项目	账目价值	评估价值
固定资产	68,360.51	91,434.26
其中：房屋、构筑物	19,461.12	28,518.32
设备	48,899.38	62,915.94
无形资产	4,182.97	6,634.79
其中：土地使用权	4,182.97	6,634.79
总计	72,543.48	98,069.05

资料来源：百川股份

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

<sup>1</sup> 按照市场价值



2019年一季度的全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以

及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

该公司主要从事醋酸酯类等精细化工业务，同时围绕主业向化工新材料相关领域延伸，布局发展锂电池材料行业。

### A. 醋酸酯类

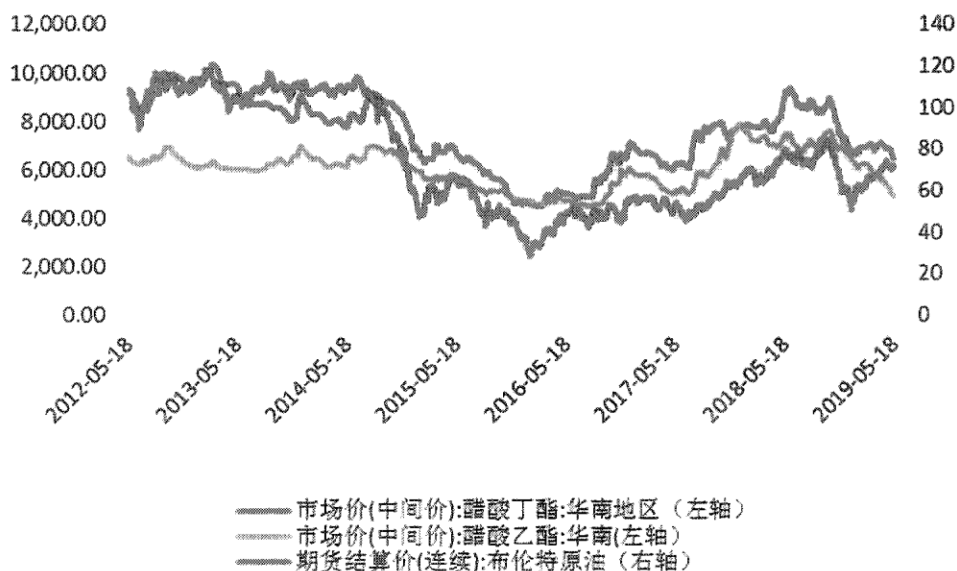
醋酸酯类产品价格与国际油价走势基本趋同，产品主要应用于涂料行业，近年来受益于涂料行业向更环保、更高性能发展，醋酸酯类产品需求有所上升，但行业仍处于产能过剩，开工率维持低位，未来随着需求释放，产能过剩情况或有所好转。目前行业格局较为稳定，市场份额主要集中在江门谦信和百川股份。

该公司醋酸酯类产品主要为醋酸乙酯、醋酸丁酯、醋酸正丙酯。醋酸酯类中的醋酸丁酯是优良的有机溶剂，并且以其低毒性、溶解性强、易挥发、残留物少等优异性能，成为油漆和涂料行业应用广泛的有机溶剂之一。此外，在医药上用于生产红霉素以及用于生产聚氨基甲酸酯、印花薄膜、香料、化妆品等，还可在各种石油加工过程中用作萃取剂和脱水剂、日光灯管中荧光粉的稀释剂等；醋酸乙酯产品是一种重要的有机化工原料，广泛应用于香精香料、油漆、医药、高级油墨、火胶棉、硝化纤维、人造革、染料等行业；醋酸正丙酯是涂料、油墨、清漆、香精香料及各种树脂的优良溶剂，还可用于生产粘合剂、光学膜。

醋酸酯类产品原材料主要为醋酸及对应的脂类。由于原材料价格受国际油价影响波动，因此醋酸酯类的价格相似度较高，且与国际油价走势趋同。2016年以来，醋酸酯类受原材料价格高企支撑，价格震荡上行，于2018年

10月17日醋酸乙酯和醋酸丁酯价格分别达到7,600元/吨和8,900元/吨的高点。之后受需求走弱影响，醋酸酯类产品价格高位回落。截至2019年5月20日，醋酸乙酯和醋酸丁酯价格分别降至4,900元/吨和6,450元/吨，较高点分别下降35.53%和27.53%。

图表 4. 我国华南地区醋酸酯类市场价（中间价）及布伦特原油价格走势



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（单位：元/吨）

2016年以来，醋酸酯类产品新增产能较少，开工率在5成左右。2018年我国醋酸乙酯和醋酸丁酯的产能大约分别在325万吨和67万吨。需求方面，近几年来随着涂料、喷漆、油墨、胶粘剂等行业的较快发展，以及国家环保要求的不断提高，下游行业对在环境中不容易降解的三苯类溶剂都在限量使用，代之以醋酸酯类的溶剂。未来醋酸酯类产品的市场需求量有望不断增长。总的来看，由于醋酸酯类产品随着需求释放，新增产能较少，开工率将有所提升。

醋酸酯类产品主要下游行业为涂料。近年来，我国出台了一系列行业规划，推进涂料行业向更环保、更高性能发展。工信部发布《石化和化学工业发展规划（2016-2020年）》，提出“加强环保型涂料产品的研发和推广应用，加快航空航天等高端领域用特种涂料的开发和产业化，推广全密闭一体化涂料清洁生产工艺”，“实施挥发性有机物（VOCs）综合整治，加快涂料、胶粘剂、农药等领域有机溶剂替代和生产过程密闭化改造”等。《涂料行业“十三五”规划》亦对涂料行业提出环保、性能等要求。

近年来我国醋酸酯行业格局较为稳定。由于醋酸酯类产品价格较为透明，毛利主要取决于成本控制和规模效应，新进入企业较少。目前醋酸酯类产品市场份额主要集中在江门谦信和百川股份，产能分别为90万吨和30万吨。

## B. 针状焦

近年来随着新能源汽车及锂电负极材料行业的快速发展，对针状焦的需求大幅提升。但高端针状焦技术主要集中在国外企业，且产品对我国供应有限，导致我国针状焦供给缺口不断放大，价格自 2017 年起大幅上涨。目前我国企业在技术上研发投入较大，并取得了一定的技术突破，但与国外企业仍存在较大差距。

由于针状焦具有导电导热性能高、热膨胀系数较低的优点，近年来成为我国生产锂电负极材料和高功率、超高功率石墨电极的重要原材料。2014-2018 年受益于新能源汽车及锂离子动力电池的发展，我国锂电负极材料出货量由 5.20 万吨增长至 19.20 万吨，进而带动针状焦需求量的大幅增长。根据鑫椽资讯数据显示，2018 年我国锂电负极材料行业对针状焦的需求量同比增长 55.70% 至 21.80 万吨。另一方面，受益于我国钢铁等传统行业产业升级，电炉炼钢的发展促使超高功率石墨电极的需求出现了大幅增加。根据中国炭素行业协会不完全统计，2018 年我国石墨电极产量约 65 万吨，其中超高功率石墨电极产量约 27 万吨，同比增长 47.53%。总的来看，受石墨电极和锂电负极材料市场需求的叠加影响，我国针状焦市场将迎来较大的发展空间。

供给方面，由于国内针状焦生产起步晚，生产企业少，虽然原料资源丰富，但是生产高端针状焦技术空白。并且优质针状焦尤其是超高功率电极用针状焦作为战略物资，价格昂贵，美日严密封锁技术，国内市场被国外公司垄断，生产厂家也集中在美国、英国、日本、韩国等少数几个国家。主要生产厂商包括康菲石油、美国碳石墨集团、日本新日铁株式会社、日本兴亚株式会社、日本水岛制油所、三菱化学株式会社、韩国浦项等。由于海外主要针状焦生产厂商均无较大扩产计划，且部分厂商生产的产品会供应特定市场，因此我国市场通过进口获得针状焦规模的增长有限，亦无法有效缓解国内市场需求。随着我国针状焦市场需求的爆发，产品供给缺口不断放大，针状焦价格自 2017 年起大幅上涨，油系针状焦由 2017 年初的 4,800 元/吨一度上涨至最高点 43,000 元/吨；煤系针状焦由 2017 年初的 5,000 元/吨上一度涨至最高点 33,000 元/吨。后随着针状焦产能的释放，价格由高位回落。截至 2019 年 5 月 8 日，油系和煤系针状焦价格回落至 21,000-22,000 元/吨。

近年来国家出台了一系列政策，积极推动动力电池、储能电池及电炉炼钢的快速发展。2015 年，国务院印发《中国制造 2025》规划，提出要继续支持电动汽车、燃料电池汽车发展，提升动力电池等核心技术的工程化和产业化能力；推进新能源和可再生能源装备、先进储能装置、智能电网用输变电及用户端设备发展。2016 年，“十三五”规划提出要支持战略性新兴产业发展，实施新能源汽车推广计划，大力发展纯电动汽车和插电式混合动力汽车。2018 年，工信部、国家标准委发布《电动自行车安全技术规范》，对电动两轮车、三轮车车载电池进行了更为严格的限制。随着强制性新国标的深入实施，具备质量轻、容量大、充放电次数多等优势锂电池将成为各家电动自行车企业产品研发的主攻方向，低速车锂离子动力电池将逐步取代铅酸蓄电池。电炉炼钢方面，2016 年中国废钢铁应用协会发布《废钢铁产业十三五发

展规划》，提出到 2020 年我国炼钢废钢比要比“十二五”翻一番，达到 20%。2018 年，工信部印发《钢铁行业产能置换实施办法》，对京津冀、长三角、珠三角以外地区的置换要求由“等量置换”调整为“减量置换”，但钢铁企业内部退出转炉建设电炉是唯一可以执行等量置换的特例。该办法从政策角度对电炉炼钢予以倾斜，鼓励传统钢铁企业从长流程炼钢转为短流程，有利于电炉炼钢的进一步推广。

目前我国针状焦生产企业主要有锦州石化、宝钢化工、中钢集团（鞍山）、鞍钢集团、平煤鞍山开炭、中国石油化工集团、山西宏特、山东京阳、山东益大、黑龙江宝泰隆等。其中，山西宏特、中钢集团（鞍山）和锦州石化是最先实现工业化生产的。山西宏特和中钢集团（鞍山）为煤系针状焦产品，锦州石化为油系针状焦产品。近年来，我国企业在高品质针状焦技术方面加大研发力度，并取得一定的突破，但在技术上与国外企业仍存在差距。

### （3）区域因素

江苏响水爆炸案发生后，当地政府制定了一系列淘汰落后产能、提升准入门槛、提高安全环保要求的政策，化工企业面临着较大的安全环保治理压力。

2019 年 3 月江苏响水爆炸案发生后，当地政府高度重视化工企业的安全生产问题。2019 年 4 月 27 日，江苏省委省政府正式发布《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》（以下简称《方案》）（苏办〔2019〕96 号）。《方案》提到，大幅压减沿长江干支流两侧 1 公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园区外和规模以下化工生产企业，原则上 2020 年底前全部退出或搬迁；关闭安全和环保不达标、风险隐患突出的化工生产企业，限期取缔和关闭列入国家淘汰目录内的工艺技术落后的化工企业或生产装置，加快退出或转型产能过剩和市场低迷的一般化工品生产加工能力，取消安全环保基础设施差和管理不到位的化工园区（集中区），大幅压减低端落后化工产能；对全省化工园区（集中区）全面开展再评价，对规模化生产、产业链完备、基础设施齐全、综合管理水平高的确定为化工园区，对具有一定规模、形成一定产业集聚效应、产业层次较高、管理基础较好但产业链不够明晰的确定为化工集中区，对规模小、产业规模度低、基础设施不完善、安全环境问题突出和周边敏感目标分布密集的取消化工园区定位。

目前江苏省政府对当地化工园区及生产企业检查力度加强，将促使“小、散、乱”的企业加速淘汰，提升准入门槛，化工企业面临着较大的安全环保治理压力。根据 2018 年 9 月如皋市非国控主要污染源企业环保信用评级结果<sup>2</sup>，百川股份为蓝色。

## 2. 业务运营

该公司收入和盈利主要来源于醋酸酯类、偏苯三酸酐及酯类、醇醚类、多

<sup>2</sup> 评价结果从优到劣分为绿、蓝、黄、红、黑五个等级。

元醇类、绝缘树脂类，在醋酸丁酯、偏苯三酸酐、多元醇等产品的生产方面已具备一定的规模优势，在行业内处于领先地位。公司主业易受行业环境波动影响，2016年以来冰醋酸等原材料价格维持高位，公司产品价格得到有效支撑，但对公司原材料采购亦提出更高要求。公司在主业发展的基础上，近年来通过参股海基新能源，涉足新能源领域，但海基新能源目前投资不及预期，存在一定的对外投资风险。未来公司围绕主业向化工新材料相关领域延伸，布局发展锂电池材料行业，若投产不及预期，或将对公司资金周转带来压力。

该公司产品包括醋酸酯类、偏苯三酸酐及酯类、醇醚类、多元醇类、绝缘树脂类五大领域，在醋酸丁酯、偏苯三酸酐、多元醇等产品的生产方面已具备一定的规模优势，在行业内处于领先地位。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
醋酸酯类	全球	规模/成本
偏苯三酸酐及酯类、醇醚类、多元醇类、绝缘树脂类	全球	差异化/技术

资料来源：百川股份

注：醋酸酯类包括醋酸丁酯、醋酸乙酯、醋酸丙酯等产品；醇醚类包括丙二醇甲醚、丙二醇甲醚醋酸酯等产品；多元醇类包括三羟甲基丙烷等产品；绝缘树脂类包括绝缘漆等产品。

分产品来看，醋酸酯类产品市场价格较为透明，该公司主要以技术控制生产成本，并凭借规模优势占据市场。公司醋酸酯类是行业内规模领先的生产企业，并参与制定了醋酸酯行业的国家标准。偏苯三酸酐及酯类、醇醚类、多元醇、绝缘树脂类产品方面，公司拥有三羟甲基丙烷精制的工艺方法等多项发明专利，凭借技术优势，差异化生产等方式，提升市场地位。

此外，该公司于 2016 年通过参股方式投资江苏海基新能源股份有限公司（简称“海基新能源”），涉足新能源领域。截至 2018 年末，公司对海基新能源的直接持股比例为 23.79%，通过无锡时代百川一期产业投资基金企业（有限合伙）<sup>3</sup>（简称“时代百川”）间接持股比例为 3.84%，合计持股比例为 27.63%<sup>4</sup>。海基新能源从事锂电池及电池组的技术开发、制造和销售。截至 2018 年 2 月 13 日，年产 10 亿瓦时高性能锂电池电芯及高端电池组产品项目的自动流水线装备已经完成安装调试并试生产正常。目前海基新能源 80%的销售为储能项目，包括内蒙杭锦电厂调频项目、中电建新疆军民融合项目、江苏电网储能电站项目等。2017-2018 年海基新能源实现营业收入分别为 65.27 万元和 9,963.82 万元，净利润分别为-132.59 万元和-1,928.34 万元。

<sup>3</sup>公司于 2015 年 11 月 16 日召开了第三届董事会第二十一次会议，审议通过了《关于公司对外投资参与成立无锡时代百川一期产业投资基金企业（有限合伙）的议案》，同意公司与恒大百川和其他自然人共同投资成立时代百川。其中，公司现金出资 6,000.00 万元，直接持股比例为 24.00%。恒大百川为公司的参股公司，现金出资 300.00 万元，持股比例为 1.20%，公司间接持股比例为 0.24%，合计持股比例 24.24%。

<sup>4</sup>海基新能源董事会 5 人，其中公司提名 1 名董事，故海基新能源为公司参股公司。

为了打通新能源产业链，该公司于 2018 年 4 月 9 日认购澳大利亚 MetalsTech Limited (MTC) 新发行的 1,000 万股股权，认购金额 180 万澳元（约人民币 921 万元），由公司全资子公司南通百川新材料有限公司（简称“南通百川”）出资，全资孙公司百川化学（香港）国际贸易有限公司作为认购主体具体实施前述认购行为。MTC 完成了股权登记等相关手续，公司已取得了股权证明。MTC 是一家澳大利亚上市公司拥有 6 个锂矿和 1 个钴矿勘探项目，公司通过股权投资是为了未来锂电产业发展提供资源储备，打通新能源上下游产业链。由于勘探项目需要大量的资金，且勘探周期较长，截至 2018 年末，公司投资股权浮亏 776.96 万元。

公司对新能源行业进行积极尝试和探索，规划形成化工行业和新材料行业多元化发展的模式。

### （1）主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（单位：万元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计		205,346.21	246,450.78	302,727.59	63,293.12
其中：核心业务营业收入	金额	204,287.40	245,350.43	302,019.69	63,128.38
	占比	99.48	99.55	99.77	99.74
包括：（1）醋酸酯类	金额	106,173.80	124,398.70	151,884.41	29,368.48
	占比	51.97	50.70	50.29	46.52
（2）多元醇类	金额	23,145.95	34,670.58	46,595.88	11,195.05
	占比	11.33	14.13	15.43	17.73
（3）偏苯三酸酐及酯类	金额	44,399.20	42,538.28	46,215.52	10,394.83
	占比	21.73	17.34	15.30	16.47
（4）醇醚类	金额	25,495.60	39,033.73	44,636.32	8,533.75
	占比	12.48	15.91	14.78	13.52
（5）绝缘树脂类	金额	5,072.84	4,709.15	12,687.57	3,636.27
	占比	2.48	1.92	4.20	5.76

资料来源：百川股份

2016-2018 年，该公司营业收入分别为 20.53 亿元、24.65 亿元和 30.27 亿元。2016 年以来，受益于国际油价震荡上行，上游醋酸等原材料价格高位支撑，公司醋酸酯类产品、丙二醇甲醚乙酸酯及三羟甲基丙烷的价格均呈现上涨态势，带动公司收入规模逐年增加。2019 年第一季度，公司实现营业收入 6.33 亿元，其中多元醇和绝缘树脂类占核心业务收入比例分别为 17.73% 和 5.76%，均较 2018 年同期有所上升，主要是这两个产品技术含量高，随着公司研发产品量产，将成为公司新的收入及盈利增长点。

整体看，该公司主要产品醋酸酯类主要依靠规模化生产降低边际成本以获得利润，多元醇等产品主要依靠技术研发、差别化产品占领市场，提升产品附加值。所以，规模化扩张和产品差异化是公司目前的发展方式，经营情况主要

受市场供需结构变化的影响。根据公司规划，未来将加大多元醇和绝缘树脂类等技术含量高的产品的生产，并在此基础上，对新材料产业进行积极探索和尝试，实施化工产业和新材料产业多元化发展的战略，着力发展锂电池材料行业，打造公司新的利润增长点。

### A. 主要产品生产情况

该公司生产主体为子公司南通百川，位于如皋市。公司主要产品为醋酸酯类、三羟甲基丙烷、偏苯三酸酐、丙二醇甲醚醋酸酯和绝缘树脂。2016年以来除了绝缘树脂产品外，其他主要产品的产能基本稳定。绝缘树脂产品江阴车间于2016年底搬迁至如皋市，并于2017年非公开发行股票募集资金净额4.17亿元，其中5,000万元用于投资绝缘树脂及副产甲醇项目，项目于2017年11月开始试生产，故2017年产量仅为11月和12月的产量加总。2018年起绝缘树脂产能不断释放，截至2019年3月末，绝缘树脂年产能为1.92万吨/年。公司醋酸酯类产品产能利用率维持在6-7成，略高于行业平均5成开工率；受益于市场需求较大，近两年公司三羟甲基丙烷产品产能利用率维持高位；2016年公司新增丙二醇甲醚醋酸酯，随着市场需求的增加，丙二醇甲醚醋酸酯产量随销量增加，近两年偏苯三酸酐和丙二醇甲醚醋酸酯的产能利用率维持在7-8成，2019年一季度受到春节因素影响，产能利用率略有回落；绝缘树脂产品产能在不断释放，目前产能利用率在5成左右。公司生产管理部门每月根据销售部门下达的产量目标，安排公司各环节生产计划。生产、检验部门按照行业相关标准全程监控产品质量。对于新产品，由技术开发中心负责生产工艺及产品全程质量的监控工作，各职能部门及生产车间有效实施，确保产品质量得到有效控制。

图表 7. 公司控股的主要产品生产概况<sup>5</sup> (单位: 万吨/年, 万吨, %)

项目	醋酸酯类	多元醇类	偏苯三酸酐及酯类	醇醚类	绝缘树脂类	
2016年	加权平均产能	30.00	5.50	5.48	6.82	0.50
	产量	21.68	3.70	4.42	3.34	0.51
	产能利用率	72.26	67.34	80.74	48.96	101.64
2017年	加权平均产能	30.00	5.50	5.48	6.82	0.32
	产量	20.91	4.41	4.55	4.93	0.23
	产能利用率	69.69	80.10	83.08	72.24	70.76
2018年	加权平均产能	30.00	5.50	5.48	6.82	1.76
	产量	20.37	5.54	4.49	4.69	1.01
	产能利用率	67.89	100.74	81.98	68.75	57.19
2019年第一季度	加权平均产能	7.50	1.38	1.37	1.71	0.48
	产量	5.03	1.27	0.90	1.12	0.22
	产能利用率	67.05	92.02	65.75	65.50	46.83

资料来源：根据百川股份提供的数据绘制

### B. 原料采购

该公司产品的主要原材料为冰醋酸、偏三甲苯、环氧丙烷、丙醇等，所需原材料供应充足，大部分为国内采购。2016-2018年境外采购占比分别为4.57%、10.99%和8.13%。原材料国内采购主要来自扬子石化-巴斯夫有限责任公司、中国石油天然气股份有限公司（简称“中石油”）、南京诺奥新材料有限公司、张家港市华昌新材料科技有限公司等。境外采购主要为陶氏化学、三井物产

<sup>5</sup> 加权平均产能=(年初产能+当年新增产能-当年减少产能)×当年实际生产月数/12。



和沙比克。公司原材料采购严格按照生产计划，合理预测原材料需求，在保障一定的安全库存的基础上，按月组织原材料采购。同时，公司建立了详细的供应商档案，并在综合比较产品价格、质量、供货稳定性等因素的基础上优化采购结构。公司采购定价主要采用价格浮动的模式，即与长期稳定客户签署长期的供货合同，每月按当时市场价格协商供货价格，并作为结算依据。此外，在公司接到锁定价格的销售合同后，公司根据原材料核算数量签署锁定价格的供货合同。结算方式方面，公司对中石油采取全额预付款的形式，其他供应商一般情况下为货到付款，但在原材料价格上涨较快的时候，为了锁定采购价格，公司会改为预付款的形式。

2016-2018年，该公司生产用冰醋酸采购量分别为13.22万吨、13.59万吨和14.23万吨；冰醋酸采购价格受煤价走高影响，呈现逐年上涨的态势。偏三甲苯、环氧丙烷和丙醇受到国际油价的影响，2016年以来采购价格亦有所增长。由于公司产品价格上涨滞后于原材料价格的走高，因此为了锁定采购价格，公司部分采购改为预付款的形式，但当原材料价格出现快速下降时，采购价格较高的原材料会对公司产品毛利率产生一定的影响。2018年四季度以来，醋酸和原油价格出现大幅回落，公司原材料采购价格在2019年一季度较年初有所下降。总的来看，公司原材料价格的大幅波动会对公司的经营业绩带来一定影响，对公司采购管理提出更高要求。

图表 8. 公司主要生产用原材料采购情况（单位：万吨、亿元、万元/吨）

年度	冰醋酸			偏三甲苯			环氧丙烷			丙醇		
	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价
2016年	13.22	2.39	0.18	2.42	1.30	0.54	1.53	1.22	0.80	2.40	1.66	0.69
2017年	13.59	3.68	0.27	3.03	1.75	0.58	2.24	2.09	0.93	2.54	1.91	0.75
2018年	14.23	5.54	0.39	3.15	2.20	0.70	2.17	2.24	1.04	2.95	2.27	0.77
2019年 1-3月	4.09	1.00	0.25	0.89	0.60	0.68	0.66	0.56	0.85	0.75	0.54	0.72

资料来源：根据百川股份提供的数据绘制

该公司原材料年采购规模较大，且均属于大宗商品，原材料价格波动易对公司经营造成不利影响。同时，海外采购正丙醇、正丁醛等原材料产生了一定规模的美元债务，易受汇率波动影响而出现汇兑损失。

### C. 产品销售

该公司产品同时在境内外销售，主要应用于涂料行业。在境外，公司与国际涂料巨头在海外的机构合作，成为巴斯夫，湛新，PPG，花王，沙多玛，科思创等公司的稳定供应商，2016-2018年公司境外销售占比分别为33.39%、40.83%和39.26%，其中美国的销售占比较小，2018年销售占比为1.40%，受中美贸易摩擦影响较小；在境内，公司与阿克苏诺贝尔、立邦涂料、PPG涂料、巴斯夫、威仕伯等国际涂料巨头在华设立的独资或合资企业合作，并不断丰富销售渠道，开拓新客户。目前公司与三棵树、君子兰、展辰、大宝、嘉宝莉等国内的知名涂料生产企业均建立紧密的合作关系。公司产品全部采取直销方式，公司与PPG涂料、巴斯夫等大客户按月签订销售合同，每月底依据市场

行情的波动情况、对下月原材料的预判以及库存情况进行报价，与大客户协商确定下月供货数量及结算价格。公司对其余客户采用按单报价的方式。对于 PPG 涂料、巴斯夫等大客户，公司给予 1-3 个月的账期，其余客户则采取款到发货的方式。近年来公司产销率一直保持在较高水平，特别是绝缘树脂产品，公司产量不能满足客户的需求，需要部分外购，因此产销率大幅超过 100%。从国内外销售比例来看，2016-2018 年公司国外销售占比分别为 33.57%、41.01%和 39.35%。对于国外销售，通常以信用证和电汇方式进行结算；国内销售则以银行承兑汇票及电汇方式为主。

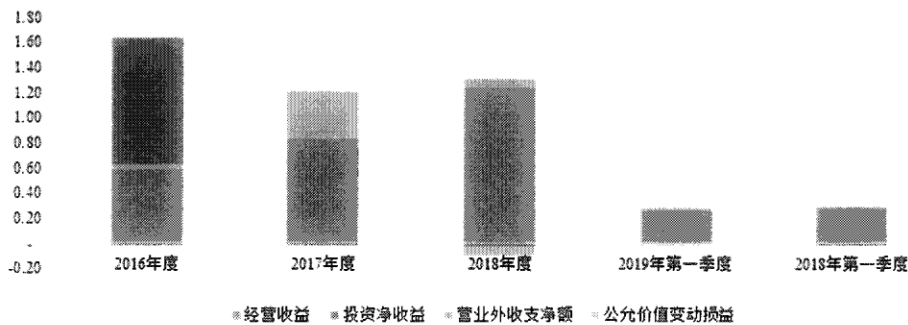
图表 9. 公司主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年第一季度		
	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率
醋酸酯类	21.83	0.49	100.72	20.27	0.61	96.96	21.10	0.72	103.60	4.71	0.62	93.58
多元醇类	3.81	0.61	102.77	4.32	0.80	98.14	5.51	0.85	99.39	1.35	0.83	106.82
偏苯三酸酐及酯类	4.23	1.05	95.68	4.41	0.96	96.91	4.46	1.04	99.26	1.06	0.98	117.61
醇醚类	3.61	0.71	108.20	4.62	0.85	93.70	4.70	0.95	100.24	1.03	0.83	91.90
绝缘树脂类	0.44	1.16	85.95	0.40	1.18	176.26	1.03	1.23	102.38	0.31	1.19	136.45

资料来源：根据百川股份提供的数据绘制

## （2）盈利性

图表 10. 公司盈利来源结构



资料来源：根据百川股份所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016-2018 年，该公司综合毛利率分别为 12.96%、12.48%和 10.92%。2016 年以来，原材料价格一直维持高位，由于公司产品价格涨价滞后于原材料价格，因此综合毛利率有所下滑。2018 年四季度起，冰醋酸等原材料价格出现大幅回落，公司 2019 年一季度综合毛利率升至 12.53%。

2016-2018 年，该公司期间费用率分别为 9.47%、8.61%和 6.50%，随着收入规模上升，公司期间费用率逐年下滑。其中，2016-2018 年公司销售费用分别为 0.78 亿元、0.77 亿元和 0.76 亿元，销售费用以运输费用为主，随着业务规模的上升，第三方物流的单位订单成本下降。另一方面公司出口销售产品运输采取大单散货运输方式，大单散货运输方式比桶装集装箱的运输费用低。同

期管理费用<sup>6</sup>分别为 0.91 亿元、0.96 亿元和 0.96 亿元。管理费用主要为工资薪酬、折旧、摊销及办公费用，2018 年公司将非管理人员的社保及公积金由管理费用调整列入销售费用和生产成本，导致 2018 年管理费用较 2017 年有所下降，但研发投入的增加，使得公司 2017-2018 年管理费用基本持平；财务费用方面，2016-2018 年财务费用分别为 0.26 亿元、0.39 亿元和 0.25 亿元。财务费用波动主要系公司产品主要销往韩国、越南、中国台湾等国家或地区，境外销售业务主要以美元作为结算货币，因此汇率波动会导致汇兑损益的产生。2019 年第一季度，公司期间费用率为 8.37%，主要系融资规模扩大致利息支出增加所致。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计（万元）	205,346.21	246,450.78	302,727.59	63,293.12
毛利率（%）	12.96	12.48	10.92	12.53
其中：（1）醋酸酯类（%）	10.26	9.06	6.40	8.79
（2）多元醇类（%）	16.39	19.24	20.14	27.20
（3）偏苯三酸酐及酯类（%）	20.94	13.36	13.85	8.94
（4）醇醚类（%）	8.68	15.51	14.60	6.59
（5）绝缘树脂类（%）	5.69	12.80	7.01	21.53
毛利（万元）	26,480.03	30,285.55	32,911.20	7,902.13
其中：（1）醋酸酯类（万元）	10,889.53	11,272.27	9,721.27	2,582.70
（2）多元醇类（万元）	3,792.48	6,671.14	9,383.48	3,045.03
（3）偏苯三酸酐及酯类（万元）	9,295.56	5,685.02	6,402.56	929.12
（4）醇醚类（万元）	2,213.69	6,054.57	6,514.97	562.22
（5）绝缘树脂类（万元）	288.77	602.55	888.91	783.06
期间费用率（%）	9.47	8.61	6.50	8.37
其中：财务费用率（%）	1.25	1.59	0.83	2.38
全年利息支出总额（亿元）	0.31	0.31	0.32	0.09
其中：资本化利息数额（亿元）	--	0.02	0.01	0.01

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

该公司利润主要来自营业毛利，投资亏损主要是公司投资的联营企业时代百川和海基新能源经营亏损所致。但同期公司理财产品收益能够覆盖部分联营企业投资亏损。同期，公司投资净亏损分别为 0.01 亿元、0.001 亿元和 0.02 亿元，金额较小，对公司盈利影响不大。公司营业外净收入分别为 0.05 亿元、0.38 亿元和 0.07 亿元。2017 年营业外收入金额较大主要系公司收到政府下发的江阴公司化工产品生产装置关停补贴，不具有可持续性；2018 年公司获得技术改造相关政府补助 601.33 万元。2016-2018 年，公司净利润分别为 0.80 亿元、1.05 亿元和 1.06 亿元。2019 年 1-3 月，公司实现净利润 0.24 亿元，同比增长 1.52%，主要是受益于公司产品综合毛利率上升，经营效益提升。

<sup>6</sup> 由于 2016 年研发费用计入管理费用，为了可比性，将 2017-2018 年研发费用计入管理费用一起分析。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益	-0.01	-0.0001	-0.02	0.03
其中：权益法核算的长期股权投资收益	-0.01	-0.01	-0.06	-0.01
营业外净收入	0.05	0.38	0.07	0.02
公允价值变动损益	-	-	-0.07	-0.00

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

### （3）运营规划/经营战略

未来该公司将围绕主业向化工新材料相关领域延伸，布局发展锂电池材料行业。公司将加强与国内外知名企业和科研院所的技术交流合作，加快新产品、新技术的研发，尤其是锂电池材料技术的研发。

截至 2019 年 3 月末，该公司主要在建工程项目为丙烯酸酯车间、三辛酯车间、针状焦项目等，未来两年合计计划投资 7.21 亿元，主要投资项目为本次可转换公司债券募投项目，丙烯酸酯车间和三辛酯车间分别为涂料和增塑剂的配套产品，资金为 2017 年 10 月非公开发行股票募投资金，其余项目主要为循环经济的甲酯化项目和中水回用项目，投资资金为公司自有资金。总的来看，公司存在一定的资本支出压力。

图表 13. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	开工时间	竣工时间	2019 年 4-12 月 计划投资	2020 年 计划投资
南通宿舍楼	2,200.00	2,034.87	2016 年 9 月	2019 年底	100.00	--
丙烯酸酯车间	9,490.00	5,265.37	2017 年 11 月	2019 年底	4,000.00	--
三辛酯车间	4,200.00	1,724.57	2017 年 11 月	2019 年底	2,000.00	--
甲酯化项目	2,000.00	1,494.43	2017 年 11 月	2019 年底	500.00	--
中水回用项目	1,500.00	1,004.21	2018 年 12 月	2019 年底	500.00	--
针状焦项目	65,545.00	202.33	2019 年 1 月	2020 年 6 月	40,000.00	25,000.00
合计	84,935.00	11,725.78	--	--	47,100.00	25,000.00

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司产权结构稳定，并建立了较为完善的公司管理制度体系。截至 2019 年 3 月末，公司实际控制人为郑铁江和王亚娟夫妇，合计持股比例为 29.34%，实际控制人持股比例较低，本次发行的可转债一旦转股会进一步稀释实际控制人的股权，存在实际控制人变更的风险。郑铁江累计质押持有的公司股份

11,399 万股，占其所持公司股份的 79.35%，质押比例较高，一旦公司股价出现大幅下降，或存在股权质押风险。

### (1) 产权关系

近三年，该公司产权结构稳定。受非公开发行股票影响，公司的股本总额由 2016 年末的 4.74 亿元增至 2018 年末的 5.17 亿元。截至 2019 年 3 月末，郑铁江和王亚娟夫妇合计持股比例为 29.34%，为公司的实际控制人。其中，郑铁江累计质押持有的公司股份 11,399 万股，占其所持公司股份的 79.35%。

### (2) 主要关联方及关联交易

该公司以厂房土地评估作价向海基新能源投资，但公司仍需继续使用目前的办公楼进行办公经营，公司向海基新能源支付租金，租用目前使用的办公楼面积 1,884.35 平米，租金根据当地市场行情确定为每年 120 元/平米，2017-2018 年分别确认租赁费用 22.61 万元。

### (3) 公司治理

该公司按照《公司法》和国家其它有关法律、行政法规制定公司《章程》，并不断完善公司法人治理结构，规范公司运作，切实维护公司及全体股东利益。公司股东大会、董事会、监事会、各经营层职责明确，各董事、监事和高级管理人员勤勉尽责，确保了公司安全、稳定、健康、持续的发展。

该公司设股东大会、董事会、监事会。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；董事会由 5 人组成，其中董事长 1 人。监事会由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 人，职工监事 1 人。非职工代表监事由股东会选举产生，职工代表由公司职工代表大会民主选举产生。

该公司已建立较完善的信息披露制度且执行情况较好，近三年公司未出现财务报表披露延期、重大差错等问题。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司根据自身经营和管理需要，下设董事会办公室、审计部、销售部、原料采购部、财务部、战略投资部等（详见附录二）。各部门分工明确，职责清晰。

### (2) 经营决策机制与风险控制

该公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》和中国证监会有关其他规范性文件等的要求，不断地完善法人治理结构，建立健全内部管理和控制制度，规范公司运作。公司

内控体系日益健全，治理水平的规范化程度持续提高。

在供销管理方面，该公司制定了《销售管理制度》、《原辅材料采购制度》、《销售合同管理制度》等措施来控制下属子公司在采购、销售阶段风险。公司物资采购采用招投标方式。公司主要大宗原材料由本部统一管理并负责统一采购。

该公司实行了全面质量管理体系，构建了从原材料采购、检测、入库、产品生产、出厂到安全生产、环境保护等全过程的管理控制体系，并针对原材料检测、产品出厂检测等环节设置了专门的职能部门和专业人员进行管理和控制。

该公司为防止重大生产安全事故的发生，先后制定了一系列安全生产管理制度，主要包括《安全生产责任制》、《安全生产会议管理制度》、《安全费用投入保障制度》、《安全奖惩制度》、《安全教育培训制度》等，并通过各类教育培训，让员工了解并践行，确保了公司安全运营。

### （3）投融资及日常资金管理

该公司制定了《预算管理制度》、《内部审计制度》等各项财务制度。公司加强预算管理，优化内部资源整合与配置，以降低运营成本，加强财务风险防范，并通过内部审计实施内部监督。

募投资金管理制度方面，该公司制定《募集资金管理制度》，规定募集资金将存放于董事会指定的专项账户中，由保荐机构、存管银行和公司共同监管募集资金按照承诺用途和金额使用。募集资金到位后，公司和保荐机构将持续监督募集资金使用情况，保证募集资金合理规范使用，合理防范募集资金使用风险。

对外投资方面，该公司制定《对外投资管理制度》，规定短期投资和长期股权投资由财务部归口管理，公司进行长期股权投资应经董事会审批，并对受资单位进行资信调查，包括其注册资本、经营范围、经营状况、隶属关系或主管部门。股权投资的项目须由公司技术部组织生产、销售、财务等部门进行可行性论证，提出可行性方案，制订合同，章程草案。

关联交易方面，该公司制定《关联交易决策规则》，对关联交易的决策权限、决策程序及关联董事、关联股东的回避表决制度进行了详细的规定，以保证公司董事会、股东大会关联交易决策对其他股东利益的公允性。

### （4）不良行为记录

该公司本部提供了 2019 年 4 月 16 日查询的《企业征信报告》（银行版），公司有两笔欠息记录，分别为 2008 年 12 月人民币 147,230.39 元和 2013 年 7 月 9,560.55 美元。其中 2008 年欠息系公司误以为是自动扣款，后及时补交了该笔利息；2013 年欠息系中国银行江阴云亭支行工作人员失误，没有手工扣收该笔利息。另外，公司有 1 笔关注类贷款，系人行系统问题所致。新世纪

评级于 2019 年 5 月 21 日查询了国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局重大税收违法案件信息公布栏和最高人民法院失信被执行人信息查询平台，未发现 2016 年以来公司本部及下属核心子公司存在重大不良记录。

## 财务

随着业务的发展，该公司刚性债务规模有所上升，且均为短期借款，存在较大的即期偿付压力。随着化工行业景气度改善及税收优惠，公司经营活动现金流持续净流入，但 2018 年以来投资活动现金流出增加，导致现金流平衡对筹资活动依赖性上升。未来，随着宁夏针状焦项目开展，预计公司刚性债务规模仍将扩大。公司资产中现金类资产占比较高，加之存货为化工原料，较容易变现，能够对公司债务偿付提供一定保障。同时，公司本次发行的可转债存在到期未转股风险，将对公司财务结构带来一定变化。

### 1. 数据与调整

江苏公证天业会计师事务所对该公司的 2016-2018 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、应用指南及其他相关规定，并按照财政部颁布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）的规定编制财务报表。

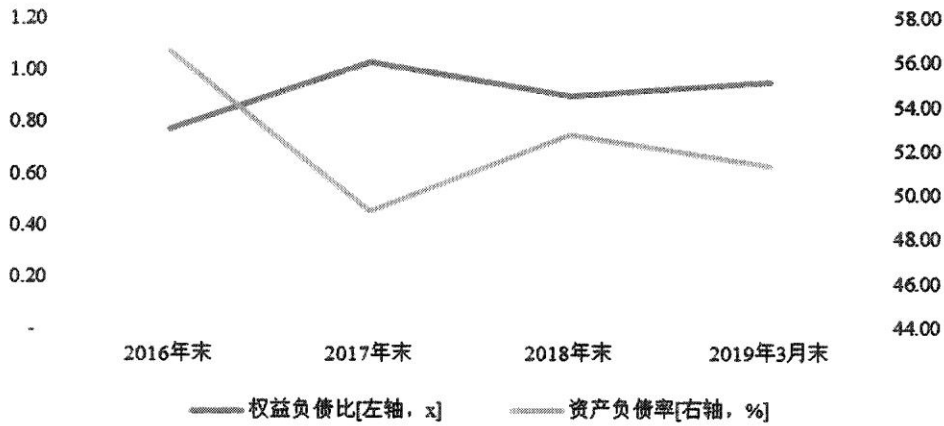
合并范围变化方面，2016 年该公司注销了如皋百川置业有限公司；2018 年，公司纳入合并范围的子公司共 6 家，比上年度增加 3 家。公司新设宁夏新材料、南通百川新能源有限公司<sup>7</sup>（简称“南通百川新能源”）、宁夏百川科技有限公司三家公司。

<sup>7</sup> 2019 年 2 月 11 日，鉴于公司拟在宁夏建设生产基地且南通百川新能源目前尚未开展实际生产经营活动，为进一步节约公司现有资源，优化公司业务结构和治理架构、降低企业管理成本、提高运营效率，公司通过审慎考虑决定注销南通百川新能源，并授权公司经营层负责办理注销、清算等相关事宜。公司本次注销南通百川新能源将使公司合并报表范围发生相应变化，但不会对公司合并报表产生重大影响，不会对公司整体业务发展和盈利水平产生重大影响。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势

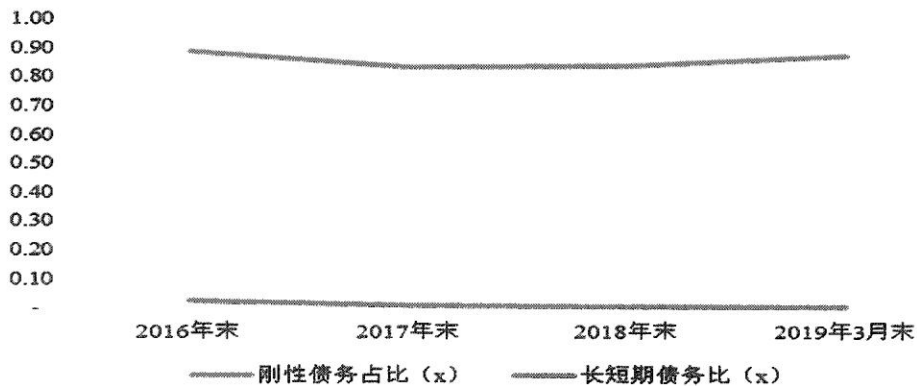


资料来源：根据百川股份所提供数据绘制

随着绝缘树脂工程、丙烯酸酯等项目的推进，2018年该公司负债规模有所上升。截至2018年末，公司负债总额14.94亿元，较上年末增长16.15%；2017年公司非公开发行股票，股本由4.74亿元增至5.17亿元。2016-2018年公司宣布以上期总股本未基数，向股东现金分红分别为0.47亿元、0.47亿元和0.52亿元。另外受益于公司持续盈利，未分配利润逐年增加，2018年末所有者权益增至13.41亿元，较上年末增长1.24%。2016-2018年末公司资产负债率分别为56.51%、49.26%和52.69%；权益负债比分别为0.77、1.03和0.90。截至2019年3月末，公司贸易融资有所下降，资产负债率小幅降至51.31%，权益负债比为0.95。

### (2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
刚性债务 (亿元)	9.76	10.68	12.50	12.30
应付账款 (亿元)	0.88	1.75	2.07	1.56



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
预收账款 (亿元)	0.24	0.25	0.22	0.15
其他应付款 (亿元)	0.02	0.02	0.02	0.02
刚性债务占比 (%)	88.52	83.03	83.67	87.24
应付账款占比 (%)	8.02	13.61	13.86	11.04
预收账款占比 (%)	2.14	1.96	1.51	1.05
其他应付款占比 (%)	0.14	0.12	0.13	0.12

资料来源：根据百川股份所提供数据绘制

债务构成方面，该公司负债以刚性债务和应付账款为主，2018 年末分别占负债总额的 83.67%和 13.86%。2018 年末，公司应付账款 2.07 亿元，主要为原材料采购款，近两年随着公司业务规模的扩大，应付账款也呈现上升的趋势；预收账款 0.22 亿元，全部为下游客户的预付货款，由于公司对于长期合作的客户给予 1-3 个月的账期，对其他客户则采取款到发货，因此款到发货的客户数量变化会导致公司预收账款金额有所波动；其他应付款 0.02 亿元，主要为押金及保证金。从债务期限结构来看，公司以流动负债为主。截至 2018 年末，公司长短期债务比为 0.30%，存在较大的即期偿债压力。

截至 2019 年 3 月末，公司预收账款较年初减少 31.82%，主要是公司款到发货的客户数量减少所致。同期受春节与供应商结算影响，应付账款较年初下降 0.51 亿元至 1.56 亿元。2019 年 3 月末，公司贸易融资下降，使得公司短期债务有所减少，长短期债务比上升至 0.38%。

### (3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	9.51	10.68	12.50	12.30
其中：短期借款	6.14	6.16	8.35	8.72
一年内到期长期借款	--	0.15	0.25	--
应付票据	3.22	4.27	4.15	3.58
中长期刚性债务合计	0.25	--	--	--
其中：长期借款	0.25	--	--	--

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

截至 2018 年末，该公司刚性债务 12.50 亿元，较上年末增长 17.05%。刚性债务全部为一年以内的银行借款及贸易融资。同期末，公司短期借款为 8.35 亿元，同比增长 35.60%。公司短期借款以保证借款为主，占比 92.42%，其中郑铁江夫妇为公司担保 2,000 万元，其余保证借款为公司为子公司提供的担保。截至 2019 年 3 月末，公司短期借款为 8.72 亿元，以保证借款为主，公司综合融资成本在 4.50%左右。

图表 17. 2019 年 3 月末公司银行借款构成（单位：亿元）

借款类型	保证借款	信用借款	贸易融资
短期借款	8.10	0.53	0.09

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

整体看，随着该公司业务的发展，有息债务规模有所上升，且均为短期借款，面临较大的即期偿债压力。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	74.58	75.88	72.30	--
营业收入现金率（%）	107.58	84.51	80.42	92.68
业务现金收支净额（亿元）	2.85	3.13	3.85	0.36
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.01	-0.94	-1.23	-0.28
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.84	2.19	2.62	0.08
EBITDA（亿元）	2.37	2.53	2.63	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.25	0.25	0.23	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.75	8.22	8.36	--

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016-2018 年该公司营业周期分别为 74.58 天、75.88 天和 72.30 天，2018 年公司存货增加，导致营业周期有所拉长。同期公司受益于退税<sup>8</sup>等现金流入，业务现金收支净额保持良好的净流入，2016-2018 年经营性现金净流量分别为 1.84 亿元、2.19 亿元和 2.62 亿元。

近三年该公司 EBITDA 受益于行业环境的改善，呈现逐年上升的态势。2016-2018 年 EBITDA 分别为 2.37 亿元、2.53 亿元和 2.63 亿元。但 2018 年公司刚性债务规模有所增长，EBITDA 对刚性债务的覆盖能力减弱至 0.23，但对利息支出的保障程度仍有所增强。

<sup>8</sup> 根据《财政部、国家税务总局关于进一步推进出口货物实行免抵退办法的通知》(财税[2002]7号)和《国家税务总局关于发布〈出口货物劳务增值税和消费税管理办法〉的公告》(国家税务总局公告 2012 年第 24 号)等文件精神，公司自营出口货物增值税实行“免、抵、退”办法。出口货物增值税退税率根据财政部、国家税务总局相关规定执行。

## (2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.44	0.01	-0.05	-3.05
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.78	-1.12	-2.35	-1.02
投资环节产生的现金流量净额	-1.22	-1.11	-2.40	-4.06

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

2016-2018年及2019年第一季度，该公司投资性现金流均呈现净流出态势，公司投资活动主要是新建产品生产线，2018年以来，随着宁夏新材料项目建设，公司资本支出规模有所上升，一旦投产不及预期，公司面临一定的资金周转压力。

## (3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
权益类净融资额	-0.47	3.71	-0.52	--
债务类净融资额	-0.40	-0.44	1.63	0.26
其中：现金利息支出	0.29	0.31	0.31	0.11
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	--	-0.01	-0.38	-0.27
筹资环节产生的现金流量净额	-0.87	3.26	0.73	-0.01

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

2016-2018年及2019年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为-0.87亿元、3.26亿元、0.73亿元和-0.01亿元，2017年公司非公开发行股票，权益类净融资额大幅上升。2016-2018年公司分配红利现金流流出分别为0.47亿元、0.47亿元和0.52亿元。2018年公司通过银行借款，债务类净融资额有所增加。总的来看，公司投资项目所导致的资金缺口，主要依赖筹资活动维持现金流平衡。

## 4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.69	15.23	16.28	15.00
	44.51	58.32	57.41	54.60
其中：货币资金（亿元）	1.76	6.29	7.50	3.23
应收款项（亿元）	1.79	1.97	2.13	2.00
存货（亿元）	2.28	3.40	3.63	3.85
预付账款（亿元）	0.91	1.20	0.95	1.26
其他应收款（亿元）	0.00	0.03	0.06	0.08
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.83	10.88	12.07	12.48

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
	55.49	41.68	42.59	45.40
其中：固定资产（亿元）	8.39	7.67	7.88	7.66
在建工程（亿元）	0.40	1.15	1.46	1.80
长期股权投资（亿元）	1.22	1.23	1.18	1.05
无形资产（亿元）	0.67	0.73	0.74	1.07
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.05	2.51	2.30	1.57
受限资产账面余额/总资产（%）	10.50	9.61	8.11	5.71

资料来源：根据百川股份所提供数据整理。

随着该公司经营规模的扩大，资产规模总体呈增长趋势。截至 2018 年末，公司资产总额为 28.35 亿元，同比增长 8.58%。随着针状焦业务的推进，公司非流动资产占比上升。同期末非流动资产占总资产的比重为 42.59%。2019 年 3 月末，随负债减少，公司资产总额下降 3.07%至 27.48 亿元，其中非流动资产占比提升至 45.40%。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、存货。2018 年末，货币资金为 7.50 亿元，占流动资产的比例为 46.07%，随着公司融资力度的增强，货币资金余额较大，其中受限的货币资金 0.88 亿元，全部为银行承兑汇票保证金。2019 年 3 月末，公司货币资金有所下滑，主要是公司利用募集资金购买理财，转为其他流动资产。由于公司业务以现款为主，应收账款金额较小，主要是应收立邦涂料、PPG 涂料、巴斯夫等客户的货款，期限基本在一年以内，风险可控。公司存货为库存材料和产成品，且均未受限。2018 年末，公司存货同比增长 6.90%至 3.63 亿元，主要是公司经营规模扩大，库存材料及产成品均同步增加。

该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、长期股权投资、无形资产等。公司固定资产以房屋建筑物和专用设备为主，合计占比 97.17%，其中，房屋建筑物以生产性用房为主；专用设备为化工产品生产设备，因而金额合计占比相对较高。2016-2018 年末公司固定资产有所波动，主要是一方面在建工程逐步转为固定资产，另一方面生产设备处置报废。2018 年末公司固定资产为 7.88 亿元。公司在建工程主要是丙烯酸酯车间、南通宿舍楼、三辛酯车间等，近年来公司在建工程亦呈增长趋势，2018 年末在建工程为 1.46 亿元。2018 年末，公司长期股权投资为 1.18 亿元，主要系权益法核算的联营企业股权，包括海基新能源 0.83 亿元，以及为投资海基新能源而成立的恒大百川 0.01 亿元和时代百川 0.33 亿元两家产业基金公司。公司无形资产主要是土地使用权，2018 年末无形资产为 0.74 亿元。

根据该公司提供的资料，2019 年 3 月末，公司受限资产总计 1.57 亿元，占资产总额的 5.71%。其中，货币资金受限 0.65 亿元，银行承兑汇票质押 0.93 亿元。总的来看，公司受限资产占比小，风险可控。

整体看，该公司流动资产中现金类资产占比较高，加之存货为化工原料，较容易变现；非流动资产中长期股权投资，为非上市公司股权，变现存在一

定难度。公司受限资产金额较小，整体资产流动性尚可，能够为债务偿付提供一定保障。

## 5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	80.60	119.19	109.29	106.82
速动比率 (%)	51.01	83.18	78.50	70.39
现金比率 (%)	34.02	66.69	63.40	32.21

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

该公司负债基本为流动负债，流动资产对流动负债保障程度一般。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动比率分别为 80.60%、119.19%、109.29%和 106.82%。随着公司业务规模增长，存货逐年上升，速动比率分别为 51.01%、83.18%、78.50%和 70.39%。公司货币资金较为充裕，现金比率处于较好水平，2018 年末为 63.40%，可为债务偿付提供良好支撑。

## 6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保，亦无未决诉讼。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事原料贸易业务。截至 2018 年末，公司本部总资产为 12.45 亿元，主要包括 11.37 亿元的长期股权投资和 0.39 亿元的货币资金；总负债为 2.08 亿元，主要包括 1.90 亿元的刚性债务和 0.11 亿元的应付账款；所有者权益为 10.37 亿元。2018 年公司本部实现收入 8.79 亿元，净利润 1.31 亿元；经营性现金净流量为 0.05 亿元。整体来看，公司本部具有一定的债务偿付能力。公司借款主要由下属子公司负责，本部提供担保支持，货币资金亦主要沉淀在下属子公司。

## 外部支持因素

### 1. 政府支持

2016-2018 年度该公司获得的政府补助收入分别为 180.40 万元、3,550.16 万元和 601.33 万元。政府补助项目主要为如皋财政局发放的稳定外贸增长奖励、如皋市工业企业技术改造奖、如皋市工业企业技术标准奖等。2017 年政府补助金额较大，主要是江阴公司化工企业生产装置关停补贴款。总的来看，政府补助金额不大，但能对公司盈利提供一定的补充。

## 2. 集团/控股股东支持或干预

截至 2018 年末，该公司控股股东郑铁江、王亚娟夫妇为公司本部融资提供的担保为 0.20 亿元。

## 3. 国有大型金融机构支持

该公司目前可用授信较充足。截至 2019 年 3 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 19.63 亿元，其中未使用额度 6.12 亿元。此外，作为上市公司，公司直接融资渠道较为通畅。

图表 23. 截至 2019 年 3 月末来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模/余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	19.63	13.51	4.35%-4.79%	--
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	10.07	6.64	4.35%-4.70%	保证担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	51.30	49.15	--	--

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

## 债项信用分析

### 1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换公司债券，转股期限自可转债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，在可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款和回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在转股期内，公司股票连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）未转股余额不足 3,000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转债一旦面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，

同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

## 2. 其他偿付保障措施

### (1) 盈利保障分析

2016-2018 年和 2019 年第一季度，该公司营业毛利分别为 2.65 亿元、3.03 亿元、3.29 亿元和 0.79 亿元；净利润分别为 0.80 亿元、1.05 亿元和 1.06 亿元和 0.24 亿元。2016 年以来，公司盈利能力有明显改善，可为本次债券本息偿付提供基础保障。

### (2) 偿债资金来源保障分析

2016-2018 年和 2019 年第一季度，该公司营业收入现金率保持较高水平，分别为 107.58%、84.51%、80.42%和 92.68%；经营活动产生的现金净流量分别为 1.84 亿元、2.19 亿元、2.62 亿元和 0.08 亿元，经营创现能力较强。且作为上市公司，公司能够保持较强的再融资能力，可为本次债券的到期偿付提供有力保障。

## 评级结论

该公司收入和盈利主要来源于醋酸酯类、偏苯三酸酐及酯类、醇醚类、多元醇类、绝缘树脂类，在醋酸丁酯、偏苯三酸酐、多元醇等产品的生产方面已具备一定的规模优势，在行业内处于领先地位。公司主业易受行业环境波动影响，2016 年以来冰醋酸等原材料价格维持高位，公司产品价格得到有效支撑，但对公司原材料采购亦提出更高要求。公司在主业发展的基础上，近年来通过投资海基新能源，涉足新能源领域，但海基新能源投资不及预期，对公司净利润产生负面影响。未来公司围绕主业向化工新材料相关领域延伸，布局发展锂电池材料行业，一旦投产不及预期，或将对公司资金周转带来压力。

该公司产权结构稳定，按照相关法律法规建立了较为完善的公司管理制度体系。截至 2019 年 3 月末，公司实际控制人为郑铁江和王亚娟夫妇，合计持股比例为 29.34%，实际控制人持股比例较低，本次发行的可转债一旦转股会进一步稀释实际控制人的股权，存在实际控制人变更的风险。郑铁江累计质押持有的公司股份 11,399 万股，占其所持公司股份的 79.35%，质押比例较高，一旦公司股价出现大幅下降，或存在股权质押风险。

近年来随着公司业务多元化发展，刚性债务规模有所上升，且全部为短期借款，存在较大的即期偿债风险。但公司流动资产中现金类资产占比较高，且受限资产比例较低。公司业务盈利稳步增长，经营性现金流状况良好，且作为上市公司，公司能够保持较强的再融资能力，可为本次债券的到期偿付提供有力保障。总体上，本次债券还本付息能力强。同时，公司本次发行

的可转债存在到期未转股风险，将对公司财务结构带来一定变化。



## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

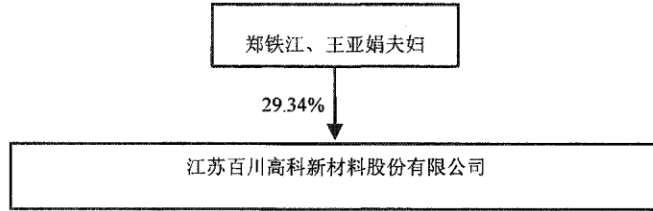
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

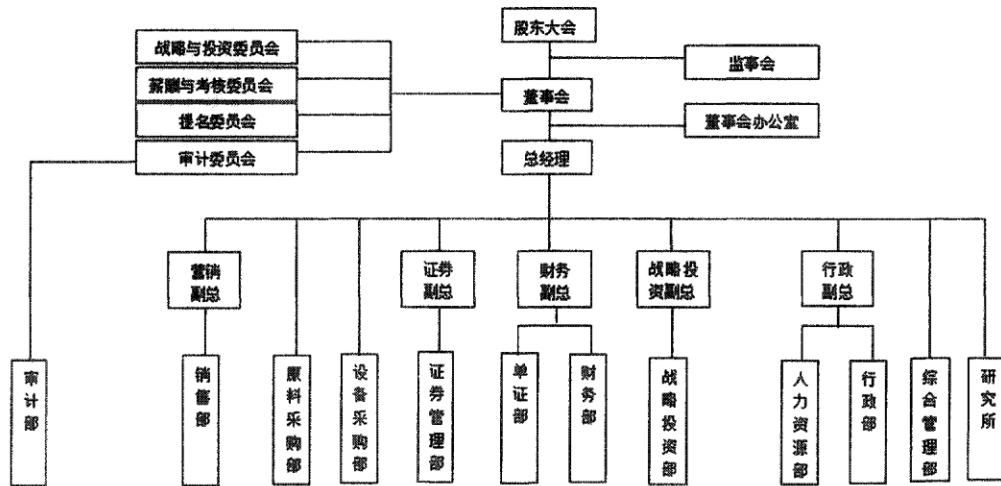
### 公司与实际控制人关系图



注：根据百川股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据百川股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

**附录三：**
**相关实体主要数据概览**

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据 (亿元)					备注	
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)		EBITDA (亿元)
江苏百川高科新材料股份有限公司	百川股份	本级	—	贸易	0.50	10.37	8.79	1.31	0.05	—	母公司口径
如皋百川化工材料有限公司	如皋百川	核心二级子公司	100.00	化工产品生产与销售	--	2.01	18.17	0.20	--	--	
南通百川新材料有限公司	南通新材料	核心子公司	100.00	化工产品生产与销售	10.42	13.01	22.83	1.12	2.58	2.63	

注：根据百川股份2018年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	19.52	26.11	28.35	27.48
货币资金 [亿元]	1.76	6.29	7.50	3.23
刚性债务[亿元]	9.76	10.68	12.50	12.30
所有者权益 [亿元]	8.49	13.25	13.41	13.38
营业收入[亿元]	20.53	24.65	30.27	6.33
净利润 [亿元]	0.80	1.05	1.06	0.24
EBITDA[亿元]	2.37	2.53	2.63	0.37
经营性现金净流入量[亿元]	1.84	2.19	2.62	0.08
投资性现金净流入量[亿元]	-1.22	-1.11	-2.40	-4.06
资产负债率[%]	56.51	49.26	52.69	51.31
权益资本与刚性债务比率[%]	86.95	124.06	107.29	108.79
流动比率[%]	80.60	119.19	109.29	106.82
现金比率[%]	34.02	66.69	63.40	32.21
利息保障倍数[倍]	4.31	4.90	4.84	3.80
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	79.79	75.88	72.30	--
毛利率[%]	12.96	12.48	10.92	12.53
营业利润率[%]	4.68	3.42	3.80	4.18
总资产报酬率[%]	6.84	6.62	5.60	--
净资产收益率[%]	9.61	9.62	7.98	--
净资产收益率*[%]	9.61	9.62	7.98	--
营业收入现金率[%]	107.58	84.51	80.42	92.68
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.43	18.60	18.91	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.67	9.05	1.57	--
EBITDA/利息支出[倍]	7.75	8.22	8.36	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.25	0.23	--

注：表中数据依据百川股份经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(期末流动资产余额-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



# 营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
 类型 有限责任公司(国内合资)  
 住所 上海市杨浦区控江路1535号A座103室K-22  
 法定代表人 朱荣恩  
 注册资本 人民币3000.0000万元整  
 成立日期 1992年7月30日  
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限

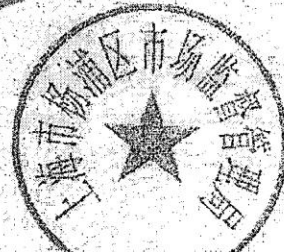
经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。  
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

## 年报提示

请于每年1月1日至6月30日  
 申报年报, 逾期  
 将列入经营异常名录



登记机关



2016年08月18日

用 技 项 级 评 限 公 司

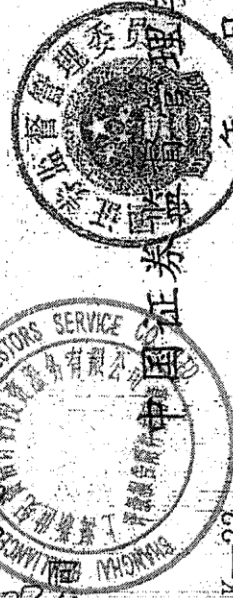
中 华 人 民 共 和 国 用

证 券 市 场 资 信 评 级 业 务 许 可 证

公 司 名 称：上 海 新 世 纪 资 信 评 级 有 限 公 司  
业 务 许 可 种 类：证 券 市 场 资 信 评 级  
法 定 代 表 人：朱 荣 恩

注 册 地 址：上 海 市 杨 浦 区 控 江 路 1555 号 A 座 103 室 K—22

编 号：ZPJ003



2012 年 11 月 2 日  
证 券 监 督 管 理 委 员 会 (公 章)



# 中国证券业执业证书

执业注册记录



仅供内部使用



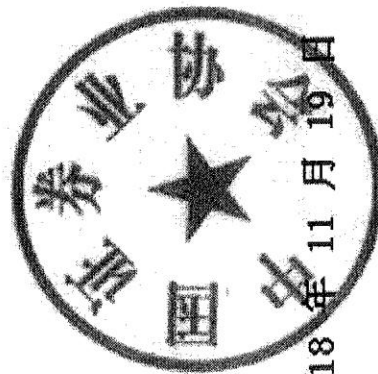
姓名: 周文哲

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070216080004



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

# 中国证券业执业证书

执业注册记录



仅供评级项目使用



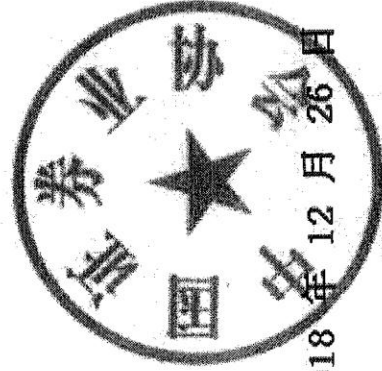
姓名: 何婕妤

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070218120007



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。