

跟踪评级公告

联合〔2020〕684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公开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：

二〇二〇年四月十三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<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 2020 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-	2019.4.23

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：2020 年 4 月 13 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	2019年
资产总额（亿元）	13.31	14.42	15.63
所有者权益（亿元）	7.42	7.77	8.13
长期债务（亿元）	2.13	2.28	2.29
全部债务（亿元）	5.10	5.61	5.94
营业收入（亿元）	8.83	10.39	12.54
净利润（亿元）	0.52	0.56	0.64
EBITDA（亿元）	1.18	1.18	1.30
经营性净现金流（亿元）	1.56	-0.58	1.32
营业利润率（%）	12.37	13.13	13.44
净资产收益率（%）	7.52	7.40	8.03
资产负债率（%）	44.26	46.10	48.02
全部债务资本化比率（%）	40.73	41.92	42.22
流动比率（倍）	2.08	1.87	1.40
EBITDA全部债务比（倍）	0.23	0.21	0.22
EBITDA利息倍数（倍）	5.48	4.34	4.17
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.64	0.64	0.71

担保方-桐乡市顺昌投资有限公司

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	17.62	18.13	19.27
所有者权益（亿元）	7.25	7.57	7.89
营业收入（亿元）	9.00	10.63	12.69
净利润（亿元）	0.29	0.37	0.38
经营性净现金流（亿元）	1.46	-0.66	1.48
资产负债率（%）	58.87	58.26	59.09

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 4. 公司长期应付款中的刚性债务已调整至长期债务中测算

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（以下简称或“公司”）的跟踪评级反映了 2019 年随着公司新建产能的释放及生物质能源板块相关产品售价的增长，收入规模有所增长，盈利能力保持稳定且经营性现金流由负转正。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、主要产品产销率下滑、公司权益规模仍然较小且稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司对市场的积极开拓，相关产品产销率将有所回升，收入规模将进一步增长，公司整体竞争力亦将持续增强。

“嘉澳转债”的条款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。

“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，其担保对“嘉澳转债”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. 公司生物质能源板块收入规模增速较快，该板块对收入增长的贡献程度进一步提升。跟踪期内，随着相关产能的释放及产品价格的上升，公司生物质板块收入规模同比大幅增长。

2. 债券的担保条款对其信用水平具有一定积极影响。“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，其担保对“嘉澳转债”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，公司环保增塑剂产能有所扩张，但产销率出现下滑。**跟踪期内，公司产品种类及产品结构无重大变化，随着新建产能逐渐释放，公司环保增塑剂的产能利用率有所提升，但产销率有所下滑，未来公司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，不利于公司成本控制。**跟踪期内，公司主要原材料价格波动明显，虽然公司主要产品的销售价格可随原材料价格波动以及产品供需情况进行调整，但原材料价格波动过于剧烈不利于公司进行成本控制。

3. **跟踪期内，公司权益规模仍属较小，且稳定性一般。**2019年，公司所有者权益小幅增长，但规模仍属较小，且未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

分析师

于彤昆 登记编号（R0040219020001）

王彦 登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：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他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：

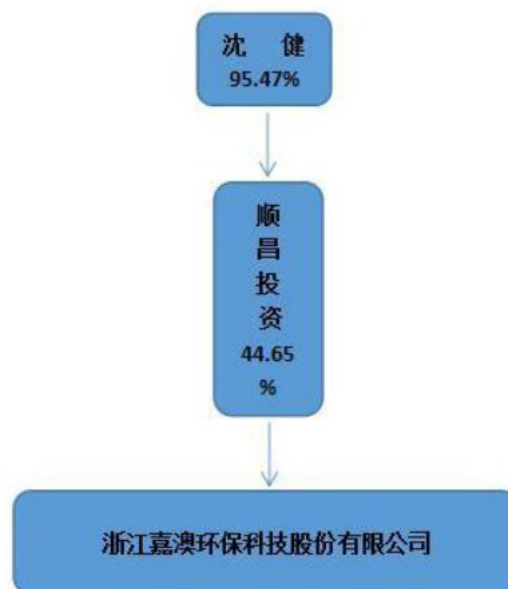


联合信用评级有限公司

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（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 2019 年底，公司通过可转换公司债券转股新增股本 5,023 股，公司总股本变更为 73,355,023 股，注册资本增加至 73,355,023.00 元。公司控股股东为顺昌投资，持有公司 44.65% 股份，较 2018 年末无变动，实际控制人为沈健。股票质押方面，截至 2019 年底，顺昌投资质押公司股票 2,452.15 万股，占其持有公司股份的 74.87%，占公司总股本的 33.43%。

图 1 截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司主要经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司组织结构未发生变化。截至 2019 年底，公司合并范围子公司共 7 家；在职员工合计 531 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 15.63 亿元，负债合计 7.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）8.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 7.79 亿元。2019 年，公司实现营业收入 12.54 亿元，净利润（含少数股东损益）0.64 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.32 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.54 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。“嘉澳转债”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,“嘉澳转债”的转股价格调整为45.27元/股;公司于2019年5月实施了2018年年度权益分派,“嘉澳转债”的转股价格调整为45.04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。公司已按时足额支付“嘉澳转债”存续期期间的利息。

转股情况:截止2019年12月31日,累计共有229,000元“嘉澳转债”已转换成公司股票,累计转股数为5,023股,占可转债转股前公司已发行股份总额的0.0068%。

未转股可转债情况:截至2019年12月31日,尚未转股的可转债金额为184,771,000元,占可转债发行总量的99.8762%。

“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。

公司可转换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2019年12月31日,公司累计使用募集资金人民币14,417.27万元,募集资金年末余额3,229.83万元(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”已基本完工并进行试生产调试。由于部分工程款尚未满足技术指标要求和付款条件,尚未付款,导致存在部分结余。

三、行业分析

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辛醇和可再生油脂等。

2019年,受石油价格波动影响,上游原材料辛醇价格整体保持震荡态势;大豆油价格触底反弹,且自下半年以来价格大幅攀升。2020年后,受原油产量增加,及新冠肺炎疫情的综合影响,原油价格断崖式下降,辛醇价格随之大幅下降。同时,新冠肺炎疫情对大豆进出口及下游需求均造成负面影响,使得大豆油价格自2020年初以来大幅断崖式下跌。未来,考虑到新冠肺炎疫情在一定时期内对下游需求及产品进出口造成不利影响,辛醇及大豆油价格均有较大可能持续波动。

辛醇

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,但存在一定滞后性。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。2019年以来,原油价格自年初开始反弹,而辛醇价格则在

年中开始反弹。2019 年下半年，辛醇价格保持震荡整理态势。2020 年伊始，受新冠肺炎疫情影响，原油需求下降，加之俄罗斯、沙特增加原油产量，导致短期供需平衡关系被打破，原油价格出现断崖式下跌，辛醇价格亦随之出现大幅下降。

图 2 2016 年以来我国辛醇现货价及 OPEC 一揽子原油价格



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。价格方面，受大豆生长周期、短期供需关系及大豆相关产品进出口的综合影响，2016 年以来我国大豆油价格波动较大。国内大豆油现货价格自 2018 年以来呈现窄幅震荡下跌的趋势，到 2018 年底触底反弹，冲高态势保持到 2019 年一季度末后快速下跌，下跌态势一直延续到 2019 年 6 月初，随后在下半年持续冲高，并于 2019 年底达到最高点。由于我国大豆的进口依赖性较高，2019 年全年，除上述因素影响大豆价格走势外，中美贸易战的进展亦持续影响大豆价格走势，美国大豆出口受阻则推动我国大豆价格上升，但随着美国暂停对部分农产品的关税上调，我国进口大豆比例增加，从而抑制国内大豆油的价格的进一步上升。进入 2020 年后，受新冠肺炎疫情对产品进出口及下游需求的综合影响，我国大豆油价格断崖式下跌，并自 3 月中旬以来触底反弹。未来，考虑到新冠肺炎疫情持续时间的不确定性，以及疫情过后中美贸易战的走向，我国大豆油价格仍将有可能面临较大幅度的波动。

图3 2016年以来我国大豆油（压榨成品：一级）市场价格走势



资料来源：Wind

（2）行业下游

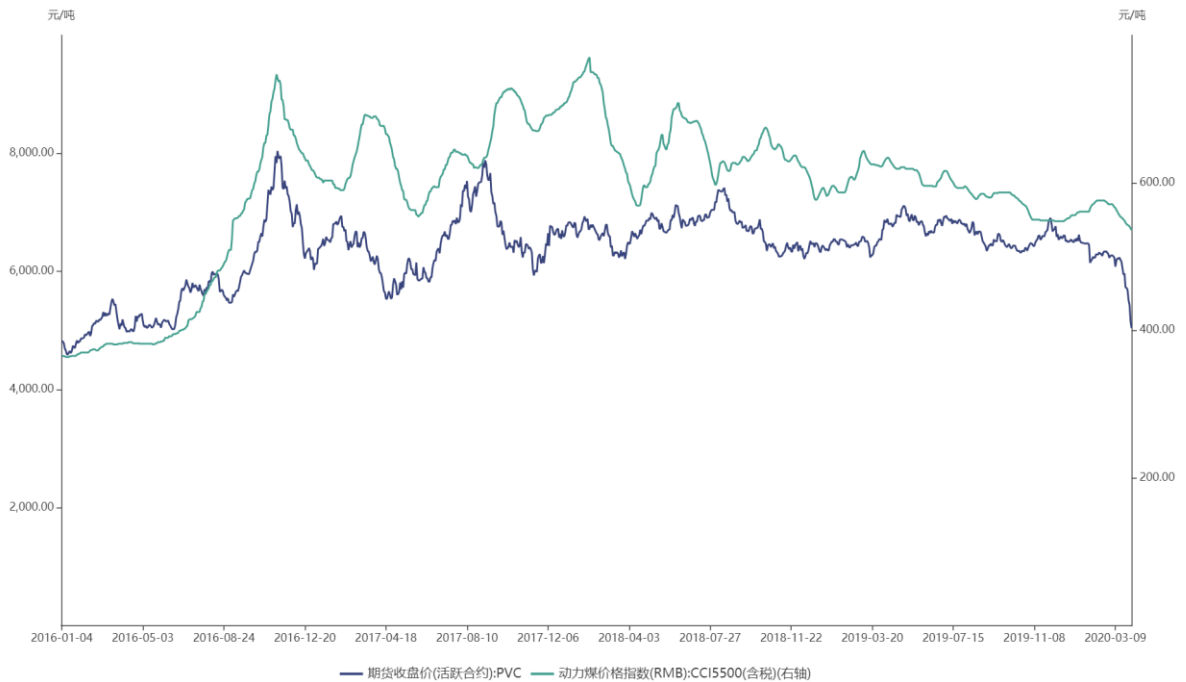
PVC 塑料制品为增塑剂的下游行业。由于 PVC 与 PVC 制品相关性高，本段以 PVC 代替 PVC 制品进行价格分析。根据最新数据统计，我国 PVC 塑料制品产量及销量均同比增长，行业发展稳定，相关产品的高端应用领域逐步强化，为塑料制品的后续发展提供了市场空间。价格方面，受煤炭价格波动影响，2019 年 PVC 价格呈冲高回落态势，2020 年受新冠肺炎疫情影响，PVC 价格断崖式下跌。

PVC 塑料制品系增塑剂下游行业，塑料制品产量不断增长，市场空间仍然较大。截至到 2019 年 8 月，中国塑料制品产量为 6,066.9 万吨，同比增长 50.5%。从销量来看，截至到 2019 年上半年，中国塑料制品销量为 3,129.9 万吨，同比增长 1.6%。在满足社会一般性需求的基础性应用领域保持稳步增长情况下，塑料制品的高端应用领域在逐步强化。“以塑代钢”、“以塑代木”的发展趋势为塑料制品业的发展提供了市场空间。

在产业布局方面，华东地区、华南地区以及华中地区是中国塑料制品行业相对较为集中的区域，形成了一批有较大影响力的产业集群。

价格方面，本段以 PVC 代替 PVC 塑料制品进行价格分析。PVC 价格与煤炭价格相关性较强。自 2019 年初以来，随着煤炭价格回暖，PVC 价格震荡上行。由于煤炭价格自 2019 年 3 月后开始波动下降，PVC 价格在一季度冲高后，自 5 月起呈现震荡回落态势。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，PVC 价格断崖式下跌，但由于电力行业为保证用电侧的用电稳定，仍处于平稳运营状态，因此动力煤价格受新冠肺炎疫情影响较小，下降幅度较小。

图 4 2016 年以来 PVC 期货收盘价（活跃合约）及动力煤炭价格指数情况



(3) 价格走势

2019 年，增塑剂产品价格波动下行后维持震荡态势，环保型增塑剂的价格略高于石化类增塑剂产品价格。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，增速剂主要产品价格大幅下跌。

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。自 2018 年下半年以来呈波动下行趋势，自 2019 年一季度末开始出现震荡。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。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，增速剂主要产品价格大幅下跌。

图 5 2016 年以来齐鲁增塑剂石化类产品价格走势（单位：元/吨）



2. 行业竞争

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。

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。环保增塑剂的产能利用率远高于传统增塑剂的产能利用率。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状况，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。尽管环保增塑剂企业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。

3. 行业关注

跟踪期内，行业仍然面临原材料价格波动、产品结构的不合理及应用滞后以及相关行业标准的缺失等因素的制约。

（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

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。

（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。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队稳定，管理制度未发生重大调整，经营管理状况有序。

跟踪期内，公司监事杨建清退休。2019年11月22日，公司召开第四届监事会第十八次会议，并补选徐韶钧担任公司第四届监事会监事。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司产品仍以环保增塑剂为主，生物质能源已成为公司新的收入增长点；公司主营业务毛利率较上年基本保持稳定。

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。2019年，公司营业收入为12.54亿元，较上年增长20.63%，主要系公司主要业务板块收入有所增加所致。公司主营业务收入占总收入的比重超过99%，主营业务突出。具体来看，2019年，环保增塑剂收入规模保持稳定增长；环保稳定剂收入同比小幅下降；生物质能源收入同比大幅提升，主要系公司子公司浙江东江能源科技有限公司（以下简称“东江能源”）生物质能源板块产能扩张，随着产能的释放，相关产品销售量提升所致。

表1 2017-2019年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	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	7.84	62.57	13.13
环保稳定剂	0.46	5.35	25.52	0.61	5.88	25.04	0.56	4.47	28.75
生物质能源	1.91	22.19	1.30	2.40	23.25	9.37	4.14	33.04	12.71
合计	8.59	100.00	13.59	10.34	100.00	13.97	12.53	100.00	14.06

资料来源：公司提供

从收入构成看，2019年，公司环保增塑剂仍为公司最主要收入来源；随着生物质能源板块的迅速发展，环保增塑剂收入占比有所下降；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，2019年，公司环保增塑剂毛利率同比下降1.43个百分点，主要系原材料价格波动及销售价格调整所致；环保稳定剂毛利率同比上升3.71个百分点；生物质能源毛利率同比上升3.34个百分点，主要系市场需求提升，相关产品价格上涨所致。综上，2019年公司主营业务毛利率为14.06%，较上年基本保持稳定。

2. 产品生产

2019年，随着在建项目投产，公司主要产品的产能产量增长较快，整体生产情况保持稳定。跟踪期内，公司生产模式未发生变化。

从产能来看，跟踪期内，公司稳定剂产能较2018年无变化；环保增塑剂产能由14.60万吨增长至17.60万吨；生物质能源产能由7.50万吨增长至10.00万吨，且新建产能已全部投产。

产量方面，2018年，得益于市场需求增长，公司积极拓展新市场以及新建项目的投产，公司增塑剂及生物质能源产品产量均有所增长；稳定剂产量小幅下降，且整体产量较小。

产能利用率方面，2019年，公司增塑剂及生物质能源的产能利用率保持在较高水平，但稳定剂产能利用率较低。

表2 2017-2019年公司主要产品的生产情况

产品	指标	2017年	2018年	2019年
环保增塑剂	产能(万吨)	10.10	14.60	17.60
	产量(万吨)	10.20	11.99	14.59
	产能利用率(%)	100.99	82.12	82.90
环保稳定剂	产能(万吨)	0.50	1.00	1.00
	产量(万吨)	0.45	0.58	0.54
	产能利用率(%)	90.00	58.00	54.00
生物质能源	产能(万吨)	5.00	7.50	10.00
	产量(万吨)	5.89	7.68	10.90
	产能利用率(%)	117.80	102.40	109.00

注：生物质能源主要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
资料来源：公司提供

3. 原材料采购

2019年，公司主要原材料的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较大。

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。

表3 2017-2019年公司主要原材料采购情况

原材料	指标	2017年	2018年	2019年
大豆油	采购量(吨)	18,525.87	33,992.60	30,947.61
	采购均价(元/吨)	5,632.57	5,115.28	5,223.55
辛醇	采购量(吨)	13,992.45	16,678.07	18,493.67
	采购均价(元/吨)	6,770.78	7,444.80	6,977.81
废动植物油	采购量(吨)	49,753.62	73,586.55	102,087.62
	采购均价(元/吨)	3,993.52	3,571.25	4,314.95

资料来源：公司提供

2019年，公司大豆油采购量有所下降，主要系公司库存储备充足所致；其价格较上年小幅上升。公司辛醇采购量有所增长，主要系公司增塑剂产量增长，对原材料需求增加所致；其价格较2018年有所下降，主要系公司在辛醇市场价较低时增加备货所致；公司废动植物油采购规模有所增长，主

要系 2019 年公司生物质能源产能进一步扩张，产量随之增长，对原材料需求增加所致；其采购均价较 2018 年有所增长，主要系产品销售价格随需求上升快速上涨，并带动原材料价格随之上涨所致。

2019 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 38,159.32 万元，占年度采购总额的 35.40%，上年为 25.53%，采购集中度有所上升。

4. 产品销售

2019 年，公司主要产品销量均有所增长，受产量增长较快影响，公司主要产品产销率有所下降，但公司积极进行客户开拓，以缓解相关产品的去库存压力。售价方面，公司主要产品中环保增塑剂产品受原材料降价影响销售均价明显下滑，生物质能源下游需求旺盛销售均价大幅增长。

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，2019 年，公司国内收入占主营业务收入的 63.42%，较上年的 74.73% 有所下降，公司海外销售占比有所增加。

从销量来看，2019 年，公司主要产品的销售情况良好，均较上年有所增长。但环保增塑剂产销率有所下滑，主要系新增产能释放后产量大幅增长，因市场竞争激烈，销售存在滞后，相关产品库存量增加所致。虽然短期内公司主要产品的库存量有所增加，但公司积极对市场进行开拓，以缓解产品的去库存压力。

销售均价方面，公司主要产品的销售价格主要受原材料价格变动及市场需求两方面因素影响。2019 年，公司环保增塑剂产品销售均价明显下滑，主要系主要原材料辛醇的采购价下降，公司随之调整增塑剂售价所致。公司生物质能源销售均价大幅增长，主要系下游需求旺盛所致。

表 4 2017 - 2019 年公司主要产品的销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	指标	2017 年	2018 年	2019 年
环保增塑剂	产量	10.20	11.99	14.59
	销量	9.08	10.35	11.93
	产销率	89.02	86.32	81.76
	销售均价	6,859.68	7,078.26	6,569.05
环保稳定剂	产量	0.45	0.58	0.54
	销量	0.44	0.57	0.52
	产销率	97.78	98.28	96.30
	销售均价	10,503.22	10,610.60	10,738.11
生物质能源	产量	5.89	7.68	10.90
	销量	5.73	7.16	10.20
	产销率	97.28	93.23	93.58
	销售均价	4,562.38	4,837.91	5,434.13

注：生物质能源主要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
资料来源：公司提供

销售集中度方面，2019 年，公司前五大客户销售额合计为 20,794.87 万元，占年度销售总额的

16.58%，较上年的 18.48% 有所下降，销售集中度较低。

5. 在建项目

公司在建项目规模一般，资本支出压力不大。未来公司在建项目完工达产后，公司盈利规模将进一步增长。

截至 2019 年底，公司主要在建项目均与现有业务相关度高，未来完工投产后可为公司主营业务收入的增长带来贡献。公司主要在建项目固定资产投资预算为 7.96 亿元，已投资 3.19 亿元，仍需投资 4.77 亿元。公司在建项目资金来源主要为可转债募集资金及定增资金，项目建设相关的资本支出压力不大。

表 5 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资项目 固定资产投资预算	已投资金额	尚需 投资	资金来源
氯代生产线技改	1.03	0.87	0.16	自筹
2 万吨环保增塑剂	1.37	1.16	0.21	可转债募集
10 万吨工业级混合油	1.5	0.81	0.69	自筹（公开发行股票）
10 万吨生物柴油	4.06	0.35	3.71	自筹（公开发行股票）
合计	7.96	3.19	4.77	--

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2019 年，公司应收款项回收力度加大，资金周转速度提升，但存货量增加，一定程度影响了公司经营效率，整体经营效率尚可。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 18.04 次、21.52 次和 27.16 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所致；受备货大幅增长影响，公司存货周转次数持续下降，分别为 4.84 次、4.32 次和 3.85 次，逐年下降，主要系公司扩产后存货有所增长所致；总资产周转次数波动增长，分别为 0.76 次、0.75 次和 0.83 次。

7. 经营关注

企业在经营过程中仍面临市场竞争加剧、原材料价格波动和产能释放的不确定性等相关风险。

（1）市场竞争加剧的风险

目前我国增塑剂行业内的企业数量较多，且国际知名化工类跨国企业纷纷进军中国市场，在国内建立增塑剂生产基地。从企业数量上来看，目前我国增塑剂行业的市场化程度已经较高，市场竞争较为充分。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，公司不仅要参与环保型增塑剂细分市场的竞争，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

公司环保增塑剂和生物质能源产品生产所需主要原材料为大豆油、辛醇和废弃油脂，该三类原材料合计采购金额占全部原辅材料采购的比重相对较高。受市场供求变化、宏观经济形势波动和政府监管力度等因素的影响，2019 年大豆油、废弃油脂和辛醇采购价格持续波动，对公司生产成本存

在较大影响。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、废弃油脂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

2019年，随着公司新建产能逐渐释放，主要产品产销率有所下滑，库存量有所增长，未来市场消化能力尚存不确定性。

8. 未来发展

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，以提升现有产业规模和竞争力。

2020年，公司在积极提升现有环保增塑剂、稳定剂、生物质能源产能利用率、生产工艺技术水平的基础上，加快推进各类在建项目的建设，确保上述核心产品稳定增长。2019年，我国聚氯乙烯产品的出口的市场主要是马来西亚、印尼越南等“一带一路”东南亚地区，而环保增塑剂、稳定剂产品是生产聚氯乙烯下游制品的关键原料，“一带一路”国家的制造业发展给增塑剂行业带来了潜在的机遇，未来公司将积极拓展“一带一路”海外市场，以持续增强竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2019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，截至2019年末，公司纳入合并范围子公司共7家，较上年减少1家。2019年3月子公司桐乡澳昌贸易有限公司办理简易注销手续，不再纳入合并报表范围。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2019年末，公司合并资产总额15.63亿元，负债合计7.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）8.13亿元，其中归属于母公司所有者权益7.79亿元。2019年，公司实现营业收入12.54亿元，净利润（含少数股东损益）0.64亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.61亿元；经营活动产生的现金流量净额1.32亿元，现金及现金等价物净增加额-0.54亿元。

2. 资产质量

2019年，公司资产规模稳定增长，非流动资产占比上升，受限资产规模较小，整体资产质量尚可。

截至2019年末，公司合并资产总额15.63亿元，较年初增长8.39%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占43.98%，非流动资产占56.02%（占比较2018年底上升8.47个百分点），占比上升较快。

（1）流动资产

截至2019年末，公司流动资产6.88亿元，较年初下降9.12%，其中货币资金、应收账款、应收票据及预付款项均有不同幅度下降。公司流动资产主要由货币资金（占30.88%）、应收票据（占6.44%）、应收账款（占5.34%）、预付款项（占7.23%）和存货（占44.12%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 2.12 亿元，较年初下降 15.66%，主要系公司增加部分原材料采购规模，支付采购款增加所致。应收票据及应收账款账面价值 0.81 亿元，较年初下降 37.98%；其中应收账款 0.37 亿元，较年初下降 16.37%，主要系公司加大应收账款催收力度，相关款项回收增加所致；应收账款账龄以一年以内为主，占比 84.15%，应收账款累计计提坏账 542.74 万元，计提比例为 12.89%，计提比例较高；应收账款前五大欠款方合计占比为 18.02%，集中度较低。应收票据为 0.44 亿元，较年初下降 48.91%，主要系公司使用电子银行承兑汇票支付货款增加所致。预付款项 0.50 亿元，较年初下降 44.51%，主要系部分采购合同执行完毕所致；预付款项主要为预付原材料采购款。存货账面价值 3.03 亿元，较年初增长 18.47%，主要系增塑剂产量增加，因竞争激烈产品销售存在滞后，库存量随之增长所致；存货主要由原材料及产成品构成，由于公司存货周转速度较快，因此相关科目未计提跌价准备。

(2) 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 8.76 亿元，较年初增长 27.70%，主要系固定资产及在建工程大幅增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 41.29%）、在建工程（占 31.82%）、无形资产（占 14.07%）和商誉（占 8.66%）、构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 3.62 亿元，较年初增长 23.84%，主要系在建工程完工转固所致；固定资产主要由机器设备和房屋及建筑物构成，累计计提折旧 2.11 亿元；固定资产成新率 63.18%，成新率一般。在建工程 2.79 亿元，较年初增长 49.32%，主要系产线扩张所致。无形资产 1.23 亿元，较年初增长 7.41%，主要系购置土地使得土地使用权增加所致。商誉 0.76 亿元，较年初无变化。

截至 2019 年末，公司受限资产 1.30 亿元，具体如下表所示。受限资产占总资产比重为 8.31%，受限比例尚可。

表 6 截至 2019 年底公司资产受限情况（单位：万元）

项目	年末账面价值	受限原因
货币资金	82.09	保证金受限
货币资金	2,793.52	账户冻结
固定资产	5,910.81	抵押借款
无形资产	4,203.34	抵押借款
合计	12,989.75	--

注：公司与江阴华昌食品添加剂有限公司（以下简称“江阴华昌”）股东达成调解协议，相关银行账户均已解除冻结
资料来源：公司提供

母公司资产方面，截至 2019 年末，母公司资产合计 13.38 亿元，较年初小幅增长 2.22%。母公司资产以其他应收款（占 13.09%）、存货（占 17.14%）、长期股权投资（占 40.03%）和固定资产（占 15.23%）为主。其中，其他应收款为 1.75 亿元，主要包含母子公司内部往来款项，较年初减少 40.22%；存货为 2.29 亿元，较年初增长 13.10%；长期股权投资 5.36 亿元，较年初增长 36.67%；固定资产 2.04 亿元，较年初增长 3.84%。

3. 负债及所有者权益

2019 年，公司负债和债务规模均有所增长，债务结构有待改善，整体负债水平不高，债务负担较轻但面临一定集中偿付压力。

截至 2019 年末，公司负债总额 7.51 亿元，较年初增长 12.92%，主要系流动负债增长所致。其

中，流动负债占 65.31%（占比较 2018 年底上升 4.36 个百分点），非流动负债占 34.69%。公司负债仍以流动负债为主。公司资产结构和负债结构匹配性较差，债务结构有待改善。

（1）流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债 4.90 亿元，较年初增长 21.01%，主要系应付票据、应付账款和其他应付可增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 64.84%）、应付票据（占 5.10%）、应付账款（占 13.75%）和其他应付款（占 7.72%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 3.18 亿元，较年初增长 1.71%，较年初变化不大。应付票据为 0.25 亿元，较年初增长 150%，主要系国内业务信用证支付比例增加所致。应付账款为 0.67 亿元，较年初增长 54.95%，主要系应付的工程款及采购款增加。其他应付款 0.38 亿元，较年初增长 168.78%，主要系公司支付的诉讼补偿款及业绩奖励款所致。

（2）非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 2.60 亿元，较年初增长 0.30%，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占 28.80%）、应付债券（占 59.24%）和递延所得税负债（占 7.63%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 0.75 亿元，较年初下降 6.25%，主要系部分长期借款将于一年内到期所致。应付债券 1.54 亿元，较年初增长 7.57%，主要系“嘉澳转债”进行折溢价摊销所致。递延所得税负债 0.20 亿元，较年初增长 0.97%，较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司全部债务 5.94 亿元，较年初增长 5.80%。其中，短期债务占 61.38%（上年占比为 59.34%），长期债务占 38.62%，仍以短期债务为主。短期债务 3.64 亿元，较年初增长 9.44%。长期债务 2.29 亿元，较年初增长 0.49%。截至 2019 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 48.02%、42.22% 和 22.01%，较年初分别提高 1.93 个百分点、提高 0.30 个百分点和下降 0.68 个百分点，债务负担保持稳定。

从债务到期分布情况来看，如下表所示，公司有息债务中较大规模将于 2020 年及 2023 年到期，公司面临一定的集中偿付压力，但应付债券为可转换债券，若转股比例较高，将缓解公司的集中偿付压力。

表 7 截至 2019 年底公司有息债务期限结构（单位：万元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年及以后到期	合计
短期借款	31,796.40	-	-	-	-	31,796.40
一年内到期的非流动负债	2,145.88					2,145.88
应付票据	2,500.00	-	-	-	-	2,500.00
长期借款		2,000.00	4,000.00	1,500.00		7,500.00
应付债券	-	-	-	15,427.53	-	15,427.53
合计	36,442.28	2,000.00	4,000.00	16,927.53	-	59,369.81
占比	61.38	3.37	6.74	28.51	0.00	100.00

资料来源：公司提供

母公司负债方面，截至 2019 年底，母公司负债合计 6.33 亿元，较年初增长 9.53%，其中流动负债占比 67.74%，非流动负债占比 32.26%。母公司负债主要由短期借款（占 47.80%）、应付账款（占 5.37%）、其他应付款（占 5.61%）、长期借款（占 7.90%）和应付债券（占 24.36%）构成。其中，短期借款 3.03 亿元，较年初增长 14.16%；应付账款 0.34 亿元，较年初减少 20.34%；其他应付款 0.35 亿元，较年初大幅增长 1.78 倍；长期借款 0.50 亿元，较年初减少 37.50%；应付债券 1.54 亿元，较

年初增长 7.57%。

(3) 所有者权益

2019 年，公司所有者权益小幅增长，但规模仍属较小，且未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 8.13 亿元，较年初增长 4.51%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.81%，少数股东权益占比为 4.19%。归属于母公司所有者权益 7.79 亿元，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 9.42%、29.19%、5.25% 和 50.84%，构成较上年变化不大。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

母公司所有者权益方面，截至 2019 年底，公司所有者权益合计 7.05 亿元，较年初小幅减少 3.56%，其中股本占 10.41%、其他权益工具占 5.80%、资本公积占 32.28%、盈余公积占 5.85%、未分配利润占 45.66%。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入大幅增长，成本和费用控制能力尚可。公司盈利指标均有所上升，盈利能力较强。

2019 年，公司实现营业收入 12.54 亿元，较上年增长 20.63%，主要系生物质能源销售收入增长所致。营业成本为 10.78 亿元，较上年增长 20.57%，主要系销量的增长所带来营业成本的增加所致。营业收入增幅略高于营业成本增幅。实现营业利润 0.74 亿元，较上年增长 34.19%。营业利润率为 13.44%，较上年提高 0.30 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 1.26 亿元，较上年增长 12.23%，其中销售费用、管理费用及研发费用均有所增加。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 24.00%、35.02%、22.95% 和 18.02%。其中，销售费用为 0.30 亿元，较上年增长 27.60%，略高于收入增幅；管理费用为 0.44 亿元，较上年增长 20.74%；研发费用为 0.29 亿元，较上年增长 11.30%；财务费用为 0.23 亿元，较上年下降 12.78%，主要系公司出口业务在签订合同时根据外汇汇率变动情况进行锁定汇率，降低了汇兑损失风险所致。2019 年，公司费用收入比为 7.72%，较上年下降 0.56 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司实现其他收益 0.25 亿元，较上年下降 18.03%；其他收益占营业利润比重为 33.55%，对营业利润影响较大。公司其他收益主要由即征即退增值税构成。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 13.44%，较上年提高 0.30 个百分点，较上年变化不大；2019 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.37%、6.06% 和 8.03%，较上年分别提高 0.30 个百分点、提高 0.43 个百分点和提高 0.63 个百分点。公司各盈利指标有所提升。

母公司盈利能力方面，2019 年，母公司收入 9.50 亿元，同比增长 3.77%；营业利润 0.15 亿元，同比减少 41.52%；净利润 0.06 亿元，同比减少 73.05%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额由净流出转为净流入状态，收入实现质量尚可。随着在建项目的开发，公司投资支出增加，未来投入压力不大且随着公司在建项目产能逐步释放，公司经营活动现金流有望进一步提升。但公司经营活动现金流净额无法满足其投资支出，公司仍保持一定的外部融资需求，融资方式以间接融资为主。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入11.58亿元，较上年增长14.13%；经营活动现金流出10.26亿元，较上年下降4.36%。2019年，公司经营活动现金净流入1.32亿元，较上年净流出转为净流入，主要系销售回款控制良好，采购支付减少所致。2019年，公司现金收入比为87.88%，较上年下降3.24个百分点。考虑到公司应收账款规模持续减少，应收账款周转率较高，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入0.11亿元，较上年下降98.60%；投资活动现金流出1.69亿元。2019年，公司投资活动现金净流出1.59亿元，较上年增长123.76%，主要系子公司项目建设中，投资支出增加所致。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入5.25亿元，较上年增长30.40%；筹资活动现金流出5.52亿元，较上年增长52.84%。2019年，公司筹资活动现金净流出0.28亿元，较上年净流入转为净流出。

母公司现金流方面，2019年，母公司经营活动净现金流为1.78亿元，上年同期为-1.66亿元；投资活动现金流净额为-1.56亿元，上年同期为-1.10亿元；筹资活动现金流净额为-0.21亿元，上年同期为-0.09亿元。

6. 偿债能力

2019年，公司偿债能力指标有所下降，短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可。考虑到公司融资渠道畅通，收入规模持续增长，重大诉讼得以妥善解决，公司偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的1.87倍和1.24倍分别下降至1.40倍和下降至0.78倍，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的1.02倍下降至0.70倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为1.30亿元，较上年增长10.45%。从构成看，公司EBITDA由折旧和摊销（占30.23%）、计入财务费用的利息支出（占18.12%）、利润总额（占51.66%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的4.34倍下降至4.17倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比由上年的0.21倍提高至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尚可。

截至2019年末，公司共获银行授信额度总额约9.66亿元，未使用授信总额约5.23亿元，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2019年末，公司无对外担保。

重大诉讼方面，2018年4月4日公司与江阴华昌股东签署《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，随后公司决定终止实施重大资产重组项目。因公司与江阴华昌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。

2020年1月21日，在江苏省高级人民法院的主持下，公司与江阴华昌股东达成调解协议，公司向江阴华昌股东支付600万元款项，作为对方在本次重大资产重组过程中所花费的各项成本的补

偿。江阴华昌股东承诺在本协议签订当日向人民法院申请解除对公司的所有财产保全措施。1月22日，公司相关银行账户均已解除冻结。1月23日，公司根据协议约定向江阴华昌股东支付600万元。

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2020年1月7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。

七、公司债券偿债能力分析

综合以下分析，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。

从资产情况来看，截至2019年末，公司现金类资产为2.57亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.85亿元）的1.39倍，公司现金类资产对“嘉澳转债”的覆盖程度高；公司净资产为8.13亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.85亿元）的4.40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，2019年，公司EBITDA为1.30亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.85亿元）的0.70倍，公司EBITDA对“嘉澳转债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为11.58亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.85亿元）的6.26倍；公司经营活动产生的现金净流入1.32亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.85亿元）的0.71倍。公司经营活动现金流对“嘉澳转债”的覆盖程度高。

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“嘉澳转债”的还本付息有一定的积极作用。

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2019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95.47%的股权。

顺昌投资经营范围：投资实业。截至2019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，2018—2019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2019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2019年末，顺昌投资合并资产总额19.27亿元，负债合计11.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计7.89亿元，其中归属于母公司所有者权益3.05亿元。2019年，顺昌投资实现营业收入12.69亿元，净利润（含少数股东损益）0.38亿元，其中归属于母公司所有者的净利润120.40万元；经营活动产生的现金流量净额1.48亿元，现金及现金等价物净增加额-0.54亿元。

截至2019年末，顺昌投资暂无银行授信额度。

截至2019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2020年1月

7日，顺昌投资无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息。

2. 债权保护效果

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。

截至2019年末，顺昌投资持有嘉澳环保股份3,275.00万股，以2019年最后一个交易日收盘价27.87元/股计算，市值合计9.13亿元，为“嘉澳转债”待偿本金（1.85亿元）的4.94倍。截至2019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。

九、综合评价

联合评级对公司的跟踪评级反映了2019年随着公司新建产能的释放及生物质能源板块相关产品售价的增长，收入规模有所增长，盈利能力有所提升，且经营性现金流由负转正。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、主要产品产销率下滑、公司权益规模仍然较小且稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

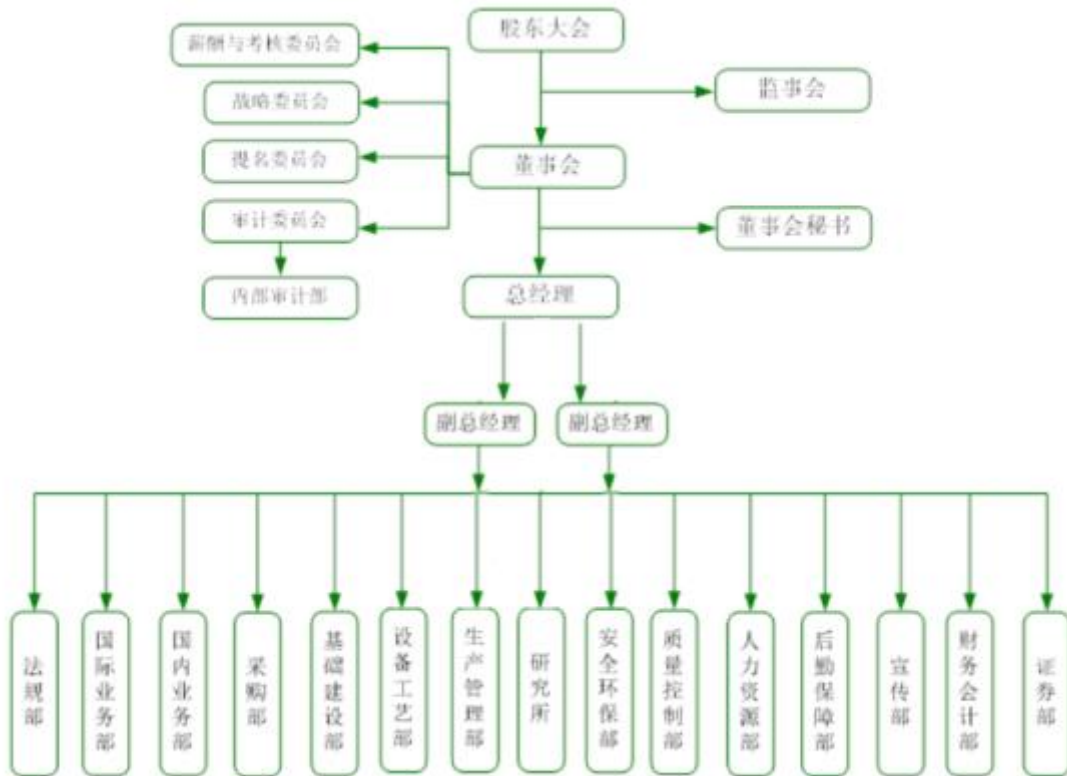
未来，随着公司对市场的积极开拓，相关产品产销率将有所回升，收入规模将进一步增长，公司整体竞争力亦将持续增强。

“嘉澳转债”的条款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。

“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，其担保对“嘉澳转债”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 截至 2019 年底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	2019 年
资产总额 (亿元)	13.31	14.42	15.63
所有者权益 (亿元)	7.42	7.77	8.13
短期债务 (亿元)	2.96	3.33	3.64
长期债务 (亿元)	2.13	2.28	2.29
全部债务 (亿元)	5.10	5.61	5.94
营业收入 (亿元)	8.83	10.39	12.54
净利润 (亿元)	0.52	0.56	0.64
EBITDA (亿元)	1.18	1.18	1.30
经营性净现金流 (亿元)	1.56	-0.58	1.32
应收账款周转次数 (次)	18.04	21.52	27.16
存货周转次数 (次)	4.84	4.32	3.85
总资产周转次数 (次)	0.76	0.75	0.83
现金收入比率 (%)	87.52	91.12	87.88
总资本收益率 (%)	6.72	6.07	6.37
总资产报酬率 (%)	6.83	5.63	6.06
净资产收益率 (%)	7.52	7.40	8.03
营业利润率 (%)	12.37	13.13	13.44
费用收入比 (%)	8.65	8.27	7.72
资产负债率 (%)	44.26	46.10	48.02
全部债务资本化比率 (%)	40.73	41.92	42.22
长期债务资本化比率 (%)	22.34	22.69	22.01
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.48	4.34	4.17
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.23	0.21	0.22
流动比率 (倍)	2.08	1.87	1.40
速动比率 (倍)	1.62	1.24	0.78
现金短期债务比 (倍)	1.40	1.02	0.70
经营现金流流动负债比率 (%)	45.41	-14.30	26.97
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.64	0.64	0.71

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；4、公司长期应付款中的刚性债务已调整至长期债务中进行测算

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	2019年
资产总额(亿元)	17.62	18.13	19.27
所有者权益(亿元)	7.25	7.57	7.89
短期债务(亿元)	2.96	3.33	4.09
长期债务(亿元)	6.56	6.24	5.89
全部债务(亿元)	9.52	9.57	9.97
营业收入(亿元)	9.00	10.63	12.69
净利润(亿元)	0.29	0.37	0.38
EBITDA(亿元)	1.17	1.28	1.31
经营性净现金流(亿元)	1.46	-0.66	1.48
应收账款周转次数(次)	18.40	22.00	27.49
存货周转次数(次)	4.84	4.32	3.85
总资产周转次数(次)	0.61	0.59	0.68
现金收入比率(%)	85.80	89.12	87.07
总资产收益率(%)	5.12	5.13	4.98
总资产报酬率(%)	5.27	4.93	4.92
净资产收益率(%)	4.23	5.05	4.89
营业利润率(%)	14.07	15.02	14.47
费用收入比(%)	11.15	10.91	9.76
资产负债率(%)	58.87	58.26	59.09
全部债务资本化比率(%)	56.78	55.84	55.85
长期债务资本化比率(%)	47.50	45.19	42.75
EBITDA利息倍数(倍)	2.68	2.35	2.31
EBITDA全部债务比(倍)	0.12	0.13	0.13
流动比率(倍)	3.28	2.81	2.03
速动比率(倍)	2.83	2.17	1.44
现金短期债务比(倍)	1.44	1.04	0.66
经营现金流流动负债比率(%)	41.86	-16.48	28.50

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) ⁿ (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。