

2020 年广东美联新材料股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【967】号 01

债券简称：美联转债

债券剩余规模：
2.0674 亿元

债券到期日期：2026 年
7 月 1 日

债券偿还方式：
每年付息一次，到期归
还本金和支付最后一年
利息，附债券赎回及回
售条款

分析师

姓名：
蒋申 钟继鑫

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
化学原料及化学制品制
造企业主体长期信用评
级方法，该评级方法已
披露于中证鹏元官方网
站。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2020 年广东美联新材料股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 8 月 28 日	2020 年 1 月 2 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东美联新材料股份有限公司（以下简称“美联新材”或“公司”，股票代码：300586.SZ）及其 2020 年 7 月 1 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司色母粒产能位居行业前列，经营保持稳定，并购提升业务多样性，公司资产、收入规模同步扩大；同时中证鹏元也关注到公司整体盈利承压，新增产能是否消化存在不确定性，也面临一定的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司色母粒产能位居行业前列，经营保持稳定。公司是色母粒行业知名企业，是国内为数不多的色母粒年产能超过万吨的企业之一，2019 年公司色母粒年产能能为 4.62 万吨，同比增长 9.22%。2019 年公司色母粒业务收入实现 5.66 亿元，同比增长 15.19%；毛利率 21.30%，业务毛利率较稳定。
- 并购提升业务多样性，公司资产、收入规模同步扩大。2019 年 3 月 22 日，公司现金收购营创三征（营口）精细化工有限公司（以下简称“营创三征”）。营创三征是三聚氰胺行业内产能最大的企业，年产能 9 万吨；截至 2019 年末营创三征总资产 6.32 亿元，2019 年收入实现 9.64 亿元。并购提升了公司业务多样性，公司资产、收入规模同步扩大。

关注:

- **公司整体盈利承压。**“321 响水爆炸事故”导致营创三征重要客户停产至今，叠加 COVID-19 疫情影响，2020 年一季度营创三征营业收入、净利润分别同比下降 33.34%、78.58%。考虑到重要客户复产时间不明确、全球疫情尚未全面控制，短期内营创三征其收入、利润仍存在下滑的可能。根据公司《2020 年半年度业绩预告》，预计公司 2020 年 1-6 月盈利 5,200 万元-6,000 万元，同比下降 1.35%-14.50%。
- **公司新增产能是否消化存在不确定性。**公司首次公开发行股票（以下简称“IPO”）募投项目中年产 1.80 万吨的中高端黑色母粒产业化建设项目已于 2019 年末投产，年产 1.20 万吨的中高端白色母粒产业化建设项目于 2020 年 6 月末投产，公司产能有较大幅度的提升。公司已建待达产、在建和拟建产能规模合计 8.63 万吨，是公司当前产能的 1.87 倍，未来存在行业竞争加剧、市场需求低于预期导致公司色母粒产能无法消化的风险。
- **公司存在一定的安全生产风险和环境保护风险。**公司本部及营创三征均属于工业企业，存在因安全生产管理疏漏或员工操作失误而导致人身伤害、财产损失的安全生产风险；子公司营创三征主要生产三聚氯氰，生产过程中可能产生固体废弃物、废水以及氯气、氯化氢等废气，可能造成环境污染。
- **公司面临一定的短期偿债压力。**2020 年 3 月末公司有息债务为 6.43 亿元，较 2018 年末增长 141.56%；2020 年 4 月至 2021 年公司本部需偿还债务占比为 66.37%，公司面临一定的短期偿债压力。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	182,788.41	181,187.20	94,156.21	83,651.52
归属于母公司所有者权益合计	70,881.62	69,530.47	60,439.51	58,909.92
有息债务	64,327.93	66,775.94	26,629.70	19,379.89
资产负债率	49.94%	49.75%	35.81%	29.58%
流动比率	1.05	1.03	1.35	2.65
速动比率	0.78	0.77	0.91	2.07
营业收入	36,442.98	126,023.66	58,371.80	46,414.48
营业利润	1,948.32	10,588.09	7,040.73	6,176.82
净利润	1,706.77	10,137.42	6,329.59	5,456.92
总资产回报率	-	9.50%	8.80%	8.45%
综合毛利率	18.85%	21.16%	20.84%	22.00%

EBITDA	-	21,124.16	9,071.39	7,573.88
EBITDA 利息保障倍数	-	8.88	11.81	113.96
经营活动现金流净额	4,091.14	17,201.85	7,393.58	3,388.59

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年7月1日发行6年期2.0674亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产2万吨高浓度彩色母粒建设项目和补充流动资金。截至2020年7月31日，本期债券募集资金专项账户余额为20,236.88万元。

二、发行主体概况

2019年至2020年3月末，公司名称、控股股东、实际控制人、实收资本及注册资本均未发生变化。

截至2020年3月末，公司注册资本、实收资本均为24,000万元，实际控制人黄伟汕直接持有公司39.04%的股份，前十大股东明细如表1所示。截至2020年8月8日，黄伟汕、张朝益和张朝凯持有的未解押股权质押数量合计15,748.60万股，占其持有的股份数的65.23%，占总股本的34.54%。

表1 截至2020年3月末公司前五大股东明细（单位：万股）

股东名称	持股数量	比例	持有有限售条件股份数量
黄伟汕	9,370.00	39.04%	7,027.50
张盛业	2,890.00	12.04%	0.00
张朝益	2,201.00	9.17%	1,650.75
张朝凯	2,178.75	9.08%	0.00
张静琪	265.86	1.11%	0.00
合计	16,905.61	70.44%	8,678.25

资料来源：公司2020年一季报

公司主要从事高分子复合着色材料的研发、生产、销售和技术服务，主营产品包括白色母粒、黑色母粒、彩色母粒、功能母粒及功能新材料等系列产品，产品广泛应用于食品包装、医用包装、日用塑料制品、汽车、农业等多个领域。

2019年，公司非同一控制下企业合并了营创三征、新设了美胜新材料（东莞）有限公司。2019年8月，公司董事会通过了《关于解散汕头市美联赢达投资企业（有限合伙）的议案》，公司当初参与投资设立汕头市美联赢达投资企业（有限合伙）（以下简称“美联赢达”）的目的主要为借助美联赢达完成公司对营创三征部分股权的收购，目前公司已完成相关收购工作，为降低经营管理成本和提高营运效率，公司解散了美联赢达。

表2 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、2019年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
营创三征（营口）精细化工有限公司	63.25%	16,800.00	生产和销售三聚氯氰及其副产品	非同一控制下企业合并
美胜新材料（东莞）有限公司	100.00%	50.00	生产、加工、销售：高性能膜材料、纳米材料、色母粒、塑胶聚合物、塑料改性、塑胶辅料、颜料	新设

2、2019年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再合并的原因
汕头市美联赢达投资企业（有限合伙）	33.96%	53,000.00	实业投资，投资管理，投资咨询	注销
营口营新化工科技有限公司	51.00%	15,000.00	尚未开展实际经营	转为合伙经营

资料来源：公司2019年报，中证鹏元整理

三、运营环境

色母粒行业集中度较低、区域集中度较高，行业竞争较激烈，需持续关注原材料价格波动给行业内企业带来的经营风险

色母粒是一种新型高分子复合着色材料，上游主要为颜料和石油化工产品，下游主要为塑料制品和纤维制品，终端应用领域包括日化、食品饮料、农业、汽车等行业。以色母粒为代表的高分子复合着色材料，是指根据客户需求将颜料与树脂、助剂等按配方比例加工制成的复合材料，其中颜料是色母粒的基本组成部分，含量一般在20%-80%之间，白色母粒通常采用钛白粉作为颜料，黑色母粒采用炭黑为颜料；树脂是色母粒的基体，经熔融剪切等工艺，树脂能使颜料均匀分布。

表3 色母粒产品的主要原材料及用途

产品	主要原材料	主要用途
白色母粒	钛白粉、树脂、填充料及助剂	药品、食品、快递、日化等包装及塑料家居用品等
黑色母粒	炭黑、树脂、填充料及助剂	包装薄膜、工业薄膜、农用薄膜及电子元器件材料等
彩色母粒	有机（或无机）颜料、树脂、填充料及助剂	电器、玩具、汽车、建筑材料等
功能母粒	功能助剂、树脂及助剂	可降解材料、导电材料、供水供气管道、LED灯反射膜等对特定性能要求较高的塑料制品
复配色粉	一种或多种色粉及助剂	色系多样化，用于满足客户的定制化需求

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

根据中国染料工业协会色母粒专业委员会，目前我国色母粒生产企业数量已经超过

7,000家，但普遍产能较小，市场集中度较低、行业竞争较激烈。色母粒产能超过万吨的企业除公司外主要有苏州宝丽迪材料科技股份有限公司（以下简称“宝丽迪”，拟IPO企业）、宁波色母粒股份有限公司（以下简称“宁波色母”，拟IPO企业）、毅兴行有限公司（以下简称“毅兴行”，1047.HK）、江苏普莱克红梅色母料股份有限公司（以下简称“红梅色母”，871968.OC）和山东道恩高分子材料股份有限公司（以下简称“道恩股份”，002838.SZ）等。

从产能看，我国色母粒总体产能在80万吨以上，红梅色母、美联新材等公司的色母粒产能占比在5%左右，行业缺乏真正的龙头企业。从产品属性来看，美联新材、红梅色母以白色母粒为主，产销量规模大但毛利率较低；宝丽迪、宁波色母分别以黑色、彩色母粒为主，该品种毛利率较高。因此，2019年宝丽迪的色母粒收入规模最大、宁波色母毛利率最高。

此外，美联新材拟增色母粒产能8.63万吨（IPO、可转债、拟定增）；宁波色母拟增产能3万吨（拟IPO），预计增加白色、黑色母粒产能；宝丽迪拟增产能4.25万吨（拟IPO），其中3万吨通用纤维母粒、0.5万吨功能母粒和0.75万吨液体母料。主要色母粒企业持续扩产，行业面临竞争加剧的可能。

表4 2019年色母粒行业领先企业比较（单位：万吨/年、万元）

企业名称	产能	营业收入	综合毛利率	色母粒业务收入	色母粒毛利率
美联新材	4.62	126,023.66	21.16%	56,603.03	21.30%
红梅色母	4.50	41,580.62	19.76%	39,767.96	-
宝丽迪	3.70	71,204.93	23.99%	71,081.55	23.92%
宁波色母	2.56	39,701.28	35.02%	38,430.00	35.07%
毅兴行	-	185,268 万港元	10.41%	29,770 万港元	-
道恩股份	2.20	273,544.08	16.91%	18,307.83	18.38%

注：毅兴行年报审计年度为2018年7月1日至2019年6月30日。

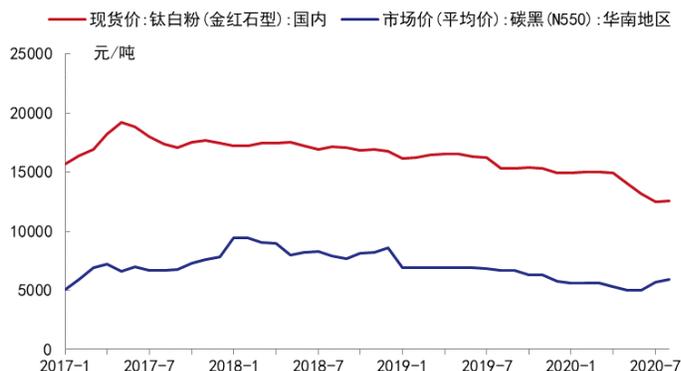
资料来源：各公司公告，中证鹏元整理

从区域竞争的角度看，根据中国染料工业协会色母粒专业委员会的统计，我国色母粒产能主要分布在广东、江苏、浙江、上海和山东等东部沿海地区，产能约占我国总产能的83%，我国色母粒产能区域集中度较高。

从上游行业看，原材料占色母粒成本的比重高达90%，原材料价格波动对色母粒的成本波动有较大影响。色母粒主要原材料有钛白粉、炭黑、树脂等。2019年以来钛白粉、炭黑价格表现下降，但仍维持高位，价格下降一方面系供给回升、另一方面系COVID-19疫情对需求端造成短期冲击导致。长远来看，我国钛白粉产能集中度正不断提升，本轮氯化法产能投放完毕后，暂时无新增产能；而需求端正随着地产竣工端数据回暖而加速复苏，

成本端钛矿价格存上涨预期，预计钛白粉价格中枢有望上移。

图1 2019年以来钛白粉及炭黑价格呈下降趋势，但仍维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

三聚氯氰为危险化学品，存在较大的安全生产风险，其生产和销售均有一定的季节性波动风险

三聚氯氰是一种精细化工中间体，通常使用氰化钠（两步法）和氢氰酸法（一步法）两种工艺路线进行工业化规模化生产，主要用于生产除草剂、活性染料和荧光增白剂。目前国内外每年约有60%的三聚氯氰用于生产三嗪类农药，约40%用于生产活性染料、荧光增白剂及其他助剂等产品，其中农业生产较为稳定，受经济运行周期波动的影响很小；活性染料、荧光增白剂及其他助剂等产品主要用于生产各种生活必需品，其需求刚性较强。

三聚氯氰受热或遇水时放出有毒有腐蚀性的氯化氢气体，需要储存于阴凉、干燥、通风、远离热源的环境中，大部分三聚氯氰生产企业位于北半球，这些地区在5月到8月期间温度和湿度都比较高，不利于三聚氯氰的生产和储存，三聚氯氰的生产具有一定的季节性特征。

三聚氯氰产品最主要的客户为三嗪类农药生产企业。在北半球，农药的销售旺季为春季，农药生产企业一般会从上一年的9月开始满负荷生产农药产品，保持足量库存以备春季销售所需。5月之后，农药产品进入销售淡季，农药生产企业会根据在手订单的情况关停一部分生产装置，仅保持必要库存。因此，农药生产客户在每年5月到8月期间对三聚氯氰的采购需求会有所降低。受其影响，三聚氯氰的销售具有一定的季节性特征。

三聚氯氰为危险化学品，生产三聚氯氰过程中产生的氰化钠和氯气为剧毒化学品，生产三聚氯氰的原材料轻油（戊烷）、天然气（富含甲烷的）、液氨为危险化学品。危险化学品和剧毒化学品的生产、储存、使用和运输对安全生产措施要求较高，存在一定的安全生产风险和安全事故风险。

根据2018年辽宁化工学会《三聚氯氰行业分析》报告，世界各国三聚氯氰年总消耗量约21万吨，其中亚洲消耗约12万吨，美国消耗约4万吨，欧洲消耗约3万吨，其余地区消耗约2万吨。三聚氯氰生产企业主要集中在中国、德国、美国和瑞士等四个国家，生产企业数量在6-8家左右，其中营创三征产量约9万吨，河北诚信有限责任公司及其子公司产量约6万吨，德国赢创德固赛公司、瑞士先正达公司产量均约为3万吨。

四、经营与竞争

公司主要从事高分子复合着色材料及精细化工中间体的研发、生产、销售和技术服务。2019年3月22日，公司将营创三征纳入合并范围，主要产品为三聚氯氰，与公司色母粒产品是同一产业链的不同环节；2020年3月，公司布局熔喷材料、熔喷无纺布产线，与公司现有技术有一定相容性，但尚未形成大规模生产。

2019年，公司营业收入实现12.60亿元，同比增长115.90%，公司其他产品收入为公司本部原材料销售收入，营创三征液氨、含氢尾气及其他辅料销售收入。2019年，公司综合毛利率为21.16%，经营毛利较稳定。2019年，公司白色母粒的毛利率小幅下降；彩色、功能母粒的应用场景较高端，毛利率持续较高。2020年，受“321响水爆炸事故”、COVID-19疫情影响，营创三征收入、利润存在下滑的可能，公司整体盈利承压。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
色母粒	10,943.81	21.32%	56,603.03	21.30%	49,138.51	20.43%
其中：白色母粒	7,587.75	20.09%	42,166.15	19.38%	37,367.62	19.70%
黑色母粒	1,739.54	17.08%	7,850.94	23.43%	6,276.65	17.81%
彩色母粒	930.35	30.18%	3,539.87	29.76%	3,287.01	28.38%
功能母粒	686.17	33.68%	3,046.07	32.55%	2,207.23	28.35%
三聚氯氰	19,116.82	16.81%	50,359.79	19.15%	-	-
复配色粉	822.30	24.59%	5,881.18	23.26%	8,313.71	23.05%
其他产品	5,560.05	20.15%	13,179.67	27.33%	919.59	22.64%
合计	36,442.98	18.85%	126,023.66	21.16%	58,371.80	20.84%

注：本表格内2019年三聚氯氰营业收入及成本为控股子公司营创三征于2019年3月22日并表后情况。资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）色母粒

公司是色母粒行业内知名企业，产能位居行业前列；公司已建待达产、在建和拟建产

能规模较大，未来存在行业竞争加剧、市场需求低于预期导致公司色母粒产能无法消化的风险

公司主营白色母粒、黑色母粒、彩色母粒、功能母粒和功能新材料等产品，产品广泛应用于食品包装、医用包装、个人护理材料、塑料管材等多个领域。

公司本部主要厂区有月浦厂区（主要为白色母粒、彩色母粒和熔喷材料等产线）、岐山厂区（主要为白色母粒、功能母粒等产线）和濠江厂区（主要为白色母粒、黑色母粒等产线）等，均位于汕头市，其中公司IPO募投项目、可转债募投项目均位于濠江厂区，截至2020年6月末尚在建设中。

公司是国内为数不多的色母粒年产能超过万吨的企业之一，色母粒产能位居行业前列。截至2019年末，公司色母粒年产能合计4.62万吨，白色、黑色、彩色和功能母粒产能分别占比70.13%、18.18%、4.55%和7.14%。截至2019年末，公司白色母粒产能3.24万吨，同比增长13.68%，主要系公司白色母粒产线技改后产能提升所致；2019年，公司其他色母粒品种产能未有变化。公司按生产计划进行生产，2019年公司主要产品的产能利用率仍维持较高水平。

表6 公司主要产品产能情况

产品	项目	2020年1-3月	2019年	2018年
白色母粒	产能（吨/当期）	8,100.00	32,400.00	28,500.00
	产量（吨）	6,315.21	32,544.29	28,662.10
	产能利用率	77.97%	100.45%	100.57%
黑色母粒	产能（吨/当期）	3,600.00	8,400.00	8,400.00
	产量（吨）	1,719.84	8,420.63	6,646.95
	产能利用率	55.48%	100.25%	79.13%
彩色母粒	产能（吨/当期）	525	2,100.00	2,100.00
	产量（吨）	368.83	2,123.86	2,004.41
	产能利用率	70.25%	101.14%	95.45%
功能母粒	产能（吨/当期）	825.00	3,300.00	3,300.00
	产量（吨）	470.76	1,850.84	1,423.36
	产能利用率	57.06%	56.09%	43.13%

资料来源：公司提供

公司主要色母粒新增产能项目分别为 IPO 募投项目（中高端白色母粒产业化建设项目、中高端黑色母粒产业化建设项目）、本期债券募投项目（年产 2 万吨高浓度彩色母粒建设项目）及定增项目（功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目）。

公司 IPO 募投项目是已完工待达产的产能项目，达产后可分别增加公司白色母粒、黑

色母粒年产能 1.20 万吨、1.80 万吨，原计划投产时间为 2018 年 3 月。项目开工后受原规划土地出让进度影响，公司多次对 IPO 募投项目的实施方式和实施期限进行调整。根据公司公告，中高端黑色母粒产业化建设项目已于 2019 年末达到预定可使用状态，截至 2020 年 7 月末，中高端黑色母粒产业化建设项目产能利用率为 30.05%，已实现效益 110.96 万元；中高端白色母粒产业化建设项目于 2020 年 6 月末达到预定可使用状态，已于 2020 年 7 月开始试产，尚未实现收益。

截至 2020 年 7 月末，本期债券募投项目已开工，建设期预计为三年，达产后预计增加公司功能母粒产能 2.00 万吨。此外，2020 年 8 月 24 日，公司召开 2020 年第三次临时股东大会，拟向特定对象发行 A 股股票用于建设功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目，该项目预计总投资 3.61 亿元，达产后可增加公司 3.63 万吨的功能母粒、生物基可降解母粒。

表7 公司主要色母粒产能项目情况（单位：万元、吨）

项目名称	预计总投资	截至 2020 年 3 月末已投资	预计增加产能	投产时间	募集资金类型
中高端白色母粒产业化建设项目	9,595.85	7,158.23	12,000.00	2020 年 6 月 30 日	首次公开发行股票（IPO）
中高端黑色母粒产业化建设项目	15,539.44	9,003.99	18,000.00	2019 年 12 月 31 日	
年产 2 万吨高浓度彩色母粒建设项目	17,913.00	49.08	20,000.00	T+2 年，2020 年 7 月开工	本期债券
功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目	36,058.31	0.00	36,300.00	T+2 年，尚未开工	拟向特定对象发行 A 股股票
合计	79,106.60	16,211.30	86,300.00	-	-

注：根据 2019 年 3 月 20 日召开的 2018 年度股东大会，中高端白色母粒产业化建设项目的投资总额调整减少土地使用权购置费用及契税 400 万元，投资总额由 9,995.85 万元变更为 9,595.85 万元；中高端黑色母粒产业化建设项目的投资总额调整减少 600 万元，投资总额由 16,139.44 万元变更为 15,539.44 万元。资料来源：公司提供、公司公告，中证鹏元整理

公司色母粒产品各产能项目建成后，能为公司带来较大程度的生产能力提升。但值得注意的是，未来色母粒行业存在竞争加剧、市场需求低于预期的可能，公司已建待达产、在建和拟建产能存在无法消化的风险。截至 2020 年 3 月末，公司拟建的色母粒产能项目（包括年产 2 万吨高浓度彩色母粒建设项目、功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目）预计总投资合计 5.40 亿元，均未正式开工，公司面临一定的资金压力。

此外，公司属于工业企业，存在因安全生产管理疏漏或员工操作失误而导致人身伤害、财产损失的安全生产风险。

公司供应商集中度较高，原材料价格波动对公司色母粒产品的经营影响较大，2019 年公司仍面临一定的成本控制压力

公司主要原材料有钛白粉、炭黑、聚乙烯、聚丙烯等，2019年公司色母粒产品的直接材料占营业成本的比重为94.81%，原材料供应的稳定性及价格的波动性对公司经营影响较大。

2019年、2020年一季度，公司钛白粉仍主要从攀枝花东方钛业有限公司、四川龙蟒钛业股份有限公司采购，公司向二者采购金额占采购总额（含营创三征）的24%-25%，公司供应商集中度仍较高。公司树脂采购转向国外企业或中外合资企业，2019年主要从GC聚合物营销有限公司采购，公司的树脂采购策略一定程度上有利于降低原材料成本，但也使公司原材料供应的稳定性易受汇率等多方面因素的影响。

原材料采购价格方面，2019年，公司钛白粉采购均价同比下降7.35%，但仍处于高位。长远来看，我国钛白粉产能集中度正不断提升，本轮氯化法产能投放完毕后，暂时无新增产能；而需求端正随着地产竣工端数据回暖而加速复苏，成本端钛矿价格存在上涨预期，预计钛白粉价格中枢有望上移，公司仍面临一定的成本控制压力。

表8 公司色母粒产品主要原料平均采购价格（单位：元/吨）

原材料	2020年1-3月	2019年	2018年
钛白粉	12,583	12,693	13,700
炭黑	6,301	8,101	7,800
树脂	6,471	7,415	8,500
颜料	48,661	51,800	47,300

资料来源：公司提供

公司色母粒销售分布变化不大，主要色母粒产品产销率保持较高水平

公司基本为“以销定产”，2019年公司主要色母粒产品产销率保持在90%以上。2019年，随着主要原材料钛白粉价格下降，公司白色母粒销售均价同比下降2.85%；同样受主要原材料炭黑价格的抬升，公司黑色母粒销售均价同比上升1.46%。2019年，公司白色母粒、黑色母粒毛利率分别同比增长-0.32、5.62个百分点。

相对主要应用于日化需求的白色母粒、应用于工业需求的黑色母粒而言，彩色和功能母粒下游需求较为高端，销售均价较高，其毛利率亦高于白色、黑色母粒；2019年，彩色、功能母粒毛利率分别增长1.38、4.20个百分点。

复配色粉是主要依据下游客户的应用需求，挑选合理的一种或数种色粉及助剂进行细化复配而成，其生产过程不占用公司生产线，故公司未统计复配色粉产能情况。受下游需求减少影响，公司复配色粉产销量持续下降。

销售模式方面，公司色母粒产品的出口比例在10%-15%之间，公司设有国内销售部和国际销售部分别负责境内销售及境外销售。公司境内销售主要客户为惠州万合包装制品有

限公司、汕头市双凤实业有限公司等塑料制品行业，部分客户为贸易商，销售方式均为直销、买断式销售。公司境外销售采用FOB、CIF的贸易方式，境外客户主要为俄罗斯波利进出口有限公司等贸易商，采用直销、买断式销售，结算方式主要为电汇和信用证。

2019年，公司并购营创三征后，客户结构发生较大变化；公司色母粒产品客户仍保持稳定、销售分布变化不大，客户整体集中度不高。

表9 公司主要产品的产销情况

产品	项目	2020年1-3月	2019年	2018年
白色母粒	销量(吨)	6,158.30	32,524.95	28,003.02
	均价(元/吨)	12,320.49	12,964.25	13,344.14
	产销率	97.52%	99.94%	97.70%
黑色母粒	销量(吨)	1,829.87	8,000.40	6,489.64
	均价(元/吨)	9,506.36	9,813.17	9,671.79
	产销率	106.40%	95.00%	97.63%
彩色母粒	销量(吨)	485.33	1,952.26	1,898.85
	均价(元/吨)	18,877.38	18,132.18	17,310.53
	产销率	131.59%	91.92%	94.73%
功能母粒	销量(吨)	444.54	1,879.08	1,337.29
	均价(元/吨)	15,435.73	16,210.42	16,505.22
	产销率	94.43%	101.53%	93.95%

资料来源：公司提供

(二) 三聚氯氰

营创三征是三聚氯氰行业内产能最大的企业，客户集中度较高；“321响水爆炸事故”导致重要客户停产至今，叠加 COVID-19 疫情影响，营创三征短期内收入、利润存在下滑的可能

2019年3月，公司以现金方式购买汕头市美联盈通投资有限公司（以下简称“美联盈通”）、盛海投资和营口福庆化工合伙企业（有限合伙）（以下简称“福庆化工”）合计持有的营创三征61%的股权，交易对价为45,377.50万元；交易完成后，公司合计持有营创三征63.25%的股权，营创三征成为公司的控股子公司，合并日为2019年3月22日。

营创三征的主营业务为生产、销售三聚氯氰。三聚氯氰的下游颜料、染料行业是公司色母粒产品的上游行业，三聚氯氰与色母粒为同一产业链的不同环节。营创三征拥有9万吨/年的三聚氯氰产能，是产能最大的企业。2019年，营创三征的三聚氯氰产能无变化。

表10 营创三征三聚氯氰产能、产销情况

产品	项目	2020年1-3月	2019年	2018年
三聚氯氰	产能（吨/当期）	22,500.00	90,000.00	90,000.00
	产量（吨）	20,546.91	75,157.56	82,258.80
	产能利用率	91.32%	83.51%	91.40%
	销量（吨）	20,039.55	76,561.20	84,289.33
	均价（元/吨）	9,358.91	11,016.29	11,181.89
	产销率	97.53%	101.87%	102.47%

资料来源：公司提供、公司公告，中证鹏元整理

营创三征三聚氯氰产品的三嗪类农药客户占比 60% 以上，活性染料客户约 15%，荧光增白剂客户约 13%，助剂及其他客户约占 12%。

三嗪农药市场需求对公司产品订单情况影响较大。2017-2019 年，营创三征前五大客户集中度分别为 49.93%、41.89%、45.20%⁶，营创三征的客户集中度较高。

2019 年 3 月 21 日，江苏响水化工园区发生重大爆炸事故，园区内所有企业全部停产；其中，营创三征重要除草剂客户响水中山生物科技有限公司（以下简称“中山生物”）停产至今。中山生物与安徽中山化工有限公司同受浙江中山化工集团股份有限公司（以下简称“浙江中山”）控制，浙江中山原为营创三征第一大客户，2017-2018 年其对浙江中山的销售金额分别为 2.88 亿元、2.26 亿元，占营创三征营业收入的 30.96%、20.25%。响水爆炸事故对公司三聚氯氰订单产生重大影响，2019 年 4-12 月，营创三征对浙江中山的销售金额减少至 9,997.01 万元。中山生物复产时间不确定，营创三征未来订单恢复情况存在不确定性。

由于产品储存、运输易受生产地天气条件影响，下游市场三嗪农药的使用也有一定季节性，三聚氯氰的生产和销售具有较为明显的季节性特征，第二、三季度为淡季。公司三聚氯氰产品一部分向国内农药生产企业进行销售（占比约 80%），另一部分用于出口（占比约 20%），主要向印度等地区直销，或通过大连凯美进出口集团有限公司等国际贸易公司经销。

2020 年一季度，COVID-19 疫情全面爆发，国内延长春节假期、企业复工时间延迟，三聚氯氰未能实现一季度的旺季销售计划；此外，营创三征主要出口印度地区的疫情尚未全面控制，三聚氯氰直销出口受阻。

受上述因素影响，2020 年一季度，营创三征营业收入、净利润分别为 23,747.53 万元、1,457.22 万元，同比下降 33.34%、78.58%。考虑到中山生物仍未复产，全球 COVID-19

⁶ 前五客户集中度=营创三征前五大客户销售金额/营业收入；2019 年统计的客户集中度是并表后 2019 年 4-12 月情况。

疫情尚未全面控制，短期内营创三征的收入及利润仍存在下滑的可能。

表11 营创三征主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
总资产	67,168.71	63,191.00	68,071.93
所有者权益合计	43,522.30	45,425.08	39,538.44
营业收入	23,747.53	96,410.50	111,701.68
营业利润	1,724.92	13,621.32	18,210.56
净利润	1,457.22	11,907.27	15,588.96
综合毛利率	19.81%	26.49%	28.34%
经营活动现金流净额	3,889.58	16,139.44	41,031.80

资料来源：营创三征 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

三聚氯氰及其生产原料液碱、液氨、氢氰酸系危险化学品，其生产原材料的氰化钠和氯气系国家公安部门监控管理的剧毒化学品，存在安全生产风险。营创三征生产过程中产生的污染物主要为固体废弃物、废水以及氯气、氯化氢等废气，2019 年营创三征主要委托具有固体废弃物处理资质的公司进行处理。

采购方面，营创三征采购类型包括原材料采购、辅料采购、能源采购三类。三聚氯氰的原材料主要为轻油（戊烷）、焦粒、液氨，生产过程中消耗的能源主要是电力，营创三征已与营口供电公司签署高压供电合同，营口供电公司协助营创三征在厂区内建设一个高压变电站以供给全厂区用电，为其提供较为稳定的能源供应。2019 年及 2020 年 1-3 月，营创三征采购结构未变化，主要原材料液氨、戊烷、电力的采购价格均有所下降。

营创三征在建项目主要为污水处理等改造项目、氯气处理和三聚氯氰捕集工艺等研发项目、固体氰化钠等产品线在建，不涉及三聚氯氰产能的增加。截至 2019 年末，营创三征主要在建项目预计总投资 2.49 亿元，尚需投资 1.64 亿元。

表12 截至 2019 年末营创三征主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
氰乙酸酯及丙二酸酯系列产品	10,171.00	516.37
2*1 万吨/年固体氰化钠项目	5,979.20	2,796.67
氯气处理工艺研发项目	5,565.00	4,000.48
污水处理技术改造	2,260.00	490.10
三聚氯氰捕集工艺研发	956.00	774.75
合计	24,931.20	8,578.38

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年 4 月，公司以自有资金 7,650 万元向营口营新化工科技有限公司（以下简称“营新科技”）增资；2019 年 11 月 28 日，公司与山东未名天源生物科技有限公司（以下简称“未名生物”）、营口至同化工合伙企业（有限合伙）（以下简称“至同化工”）和营口盛海

投资有限公司（以下简称“盛海投资”）签订了《合资经营合同》，未名生物以 6,600 万元人民币认缴营新科技新增的注册资本，同时公司、盛海投资分别将 90 万元、180 万元出资额转让给至同化工。截至 2020 年 6 月末，公司持有营新科技 35% 的股权。营新科技主要依托氢氰酸产业链，布局下游生产。2019 年，营新科技尚未开展实际经营，未实现营业收入。

（三）熔喷材料及其他

2020 年公司新增建设熔喷材料及熔喷无纺布生产线，与公司现有技术有一定相容性，但随全球疫情的控制，公司相关产能存在无法消化的风险、项目盈利也存在不确定性

2020 年 3 月 11 日，公司公告预计投资 12,000 万元用于建设高档熔喷材料及熔喷无纺布技术改造项目，计划对现有厂房进行洁净工程改造，采购 2 条熔喷材料、静电驻极母粒生产线及 9 条熔喷无纺布生产线；全部达产后，公司将拥有 1 万吨的熔喷材料、200 吨的静电驻极母粒和 8,000 吨的熔喷无纺布年产能。公司具备色母粒和功能材料生产经验，通过购买聚丙烯原料和其他助剂，可采用与生产现有产品 PP 功能母粒和 PP 功能新材料近似的技术和工艺，应用于静电驻极母粒和熔喷专用材料生产中，公司现有技术与熔喷材料、熔喷无纺布生产有一定相容性。

2020 年 5 月 1 日，公司公告已完成了 1 条熔喷材料生产线以及 1 条熔喷无纺布生产线的建设工作并投产。截至 2020 年 6 月末，公司熔喷无纺布已建成产线的月产能 450.00 吨；已实现销售 194.55 吨，熔喷布收入实现 3,667.58 万元、熔喷料实现 124.16 万元。

值得注意的是，COVID-19 疫情使得医疗口罩需求突然爆发式增长，导致口罩专用熔喷料制成的熔喷无纺布需求激增，由此导致了短期产能瓶颈、熔喷材料及熔喷无纺布价格大幅增长。未来随全球疫情的控制，口罩需求量或将下降，熔喷无纺布价格有持续下降的可能，公司熔喷无纺布产能面临无法消化的风险、项目盈利也存在不确定性。

表13 公司熔喷无纺布产能、产销情况

产品	项目	2020 年 1-6 月
熔喷无纺布	产能（吨/当期）	450.00
	产量（吨）	281.29
	产能利用率	62.51%
	销量（吨）	194.55
	均价（元/吨）	188,516.00
	产销率	69.16%

资料来源：公司提供

此外，公司于 2017 年设立子公司广东美联隔膜有限公司，拟投资 50,310 万元用于建设动力锂电池湿法隔膜产业化建设项目（以下简称“隔膜项目”），截至 2019 年末，该项目仅投入 29.37 万元。由于公司尚未取得隔膜项目用地的土地使用权，公司隔膜项目建设进度不及预期，未来收益的实现存在不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年，公司合并范围新增、减少各2家子公司，详见表2。

资产结构与质量

2019年合并营创三征后，公司资产规模大幅增长，资产以厂房、设备、土地使用权等为主，资产流动性一般

公司资产规模持续增长，2020年3月末公司总资产达到18.28亿元，较2018年末增长94.13%，主要系公司于2019年合并营创三征所致。从资产结构来看，近年公司流动资产占比呈波动下降趋势；截至2020年3月末，公司非流动资产占比为63.22%。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20,010.64	10.95%	23,650.47	13.05%	16,832.72	17.88%
应收账款	18,321.42	10.02%	14,668.25	8.10%	10,461.18	11.11%
存货	17,017.48	9.31%	16,146.29	8.91%	14,652.60	15.56%
流动资产合计	67,234.64	36.78%	64,926.48	35.83%	44,462.85	47.22%
长期股权投资	7,346.39	4.02%	7,555.06	4.17%	17,048.07	18.11%
固定资产	50,173.89	27.45%	52,112.29	28.76%	10,616.70	11.28%
在建工程	24,732.61	13.53%	24,715.92	13.64%	12,346.22	13.11%
无形资产	17,096.84	9.35%	17,254.08	9.52%	4,556.00	4.84%
商誉	7,933.98	4.34%	7,933.98	4.38%	0.00	0.00%
非流动资产合计	115,553.77	63.22%	116,260.72	64.17%	49,693.36	52.78%
资产总计	182,788.41	100.00%	181,187.20	100.00%	94,156.21	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年3月末公司货币资金为2.00亿元，主要为银行存款，其中有3,073.60万元的货币资金为质押的定期存单、银行承兑汇票和信用证保证金，使用权受限。2019年末应收账款为1.47亿元，账龄主要在1年以内，其中应收账款前五大单位余额合计为2,143.37万元，占应收账款的13.82%，集中度较低。公司存货主要为原材料和部分库存商品，2019年末为1.61亿元，较上年末有所增长。

2019年末公司长期股权投资大幅减少，主要系公司将原持股公司营创三征纳入合并范围所致。

固定资产主要为机器设备、房屋及建筑物，2019年同比增长390.85%至5.21亿元，一方面是企业合并增加，另一方面是公司在建工程逐步完工转固。截至2019年末，公司有两处厂房未办妥权证，账面价值合计3,582.38万元；31,491.29万元的房屋和设备已受限，用于获取综合授信，抵押的账面价值占比为60.43%。

在建工程主要有公司本部的色母粒产能项目（IPO募投项目，位于濠江厂区），营创三征改造、研发和产品线项目等，2019年末在建工程为2.47亿元。公司无形资产主要为土地使用权、专利权，2019年末为1.73亿元，同比大幅增长系合并营创三征后土地使用权增加所致。截至2019年末，公司尚有4,990.00万元土地使用权未办妥权证，主要为隔膜项目厂房用地；有账面价值为4,029.26万元的土地使用权用于抵押借款，抵押的账面价值占比为23.35%。截至2019年末，公司商誉7,933.98万元，系合并营创三征形成。考虑到中山生物仍未复产，全球COVID-19疫情尚未全面控制，短期内营创三征的收入及利润仍存在下滑的可能，公司商誉亦存在减值的可能。

总体而言，2019年合并营创三征后，公司资产规模大幅增长，资产以厂房、设备、土地使用权等为主，资产流动性一般。

资产运营效率

营创三征营运效率较高，但未来受下游需求影响或有下降；公司本部营运效率较弱，营运资本占用较多资金

2019年，公司将营创三征纳入合并范围后，营运效率各指标表现为较大变化。营创三征的三聚氯氰生产周期较短（一周左右），存货周转率较高；此外，营创三征能够持续占用供应商款项、客户回款较快，由此营创三征营运效率较快，净营运周期为负。但值得注意的是，2019年3月，“321响水爆炸事故”发生后，营创三征主要客户订单受较大影响；2020年一季度，COVID-19疫情爆发，营创三征订单恢复存在不确定性。受下游需求影响，未来营创三征营运效率或有下降。

相比而言，公司本部色母粒生产的存货周转天数较长，对供应商的话语权不强，应付账款周转天数较快，致使营运资本占用公司本部较多资金。公司本部的流动资产、固定资产和总资产周转天数也较慢。

表15 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	合并口径		公司本部		营创三征	
	2019年	2018年	2019年	2018年	2019年	2018年
应收账款周转天数	35.89	57.84	60.75	57.84	11.95	9.21
存货周转天数	55.80	111.16	102.24	111.16	8.44	8.56
应付账款周转天数	33.92	32.67	18.64	12.92	38.56	35.48
净营业周期	57.77	136.32	144.35	156.08	-18.17	-17.71
流动资产周转天数	156.24	333.08	263.03	316.09	85.50	136.49
固定资产周转天数	89.60	68.43	173.55	68.43	124.48	118.82
总资产周转天数	393.27	548.30	640.19	548.26	245.07	270.03

资料来源：公司、营创三征 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受益于营创三征合并，公司收入、利润大幅增长；但2020年公司整体盈利承压

公司主要从事高分子复合着色材料及精细化工中间体的研发、生产、销售和技术服务。2019年，公司营业收入实现12.60亿元，同比增长115.90%，主要系公司于2019年3月22日合并营创三征所致。营创三征主要产品为三聚氯氰，与公司主导产品色母粒是同一产业链的不同环节，并购提升了公司业务多样性。公司其他产品收入为公司本部原材料销售及营创三征液氨、含氢尾气及其他辅料销售收入，同比亦大幅增长。2020年3月，公司布局熔喷材料、熔喷无纺布产线，与公司现有技术有一定相容性，但尚未形成大规模生产。

2019年，公司综合毛利率为21.16%，其中色母粒毛利率在21%左右稳定波动。2020年，受“321响水爆炸事故”、COVID-19疫情影响，营创三征收入、利润存在下滑的可能，公司整体盈利承压。2020年1-3月，公司综合毛利率为18.85%；净利润为1,706.77万元，同比下降51.73%。根据公司《2020年半年度业绩预告》，预计公司2020年1-6月盈利5,200万元-6,000万元，同比下降1.35%-14.50%。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	36,442.98	126,023.66	58,371.80
营业利润	1,948.32	10,588.09	7,040.73
利润总额	1,985.68	10,703.97	7,055.91

净利润	1,706.77	10,137.42	6,329.59
综合毛利率	18.85%	21.16%	20.84%
期间费用率	12.87%	14.36%	9.90%
营业利润率	-	8.40%	12.06%
总资产回报率	-	9.50%	8.80%
净资产收益率	-	13.38%	10.61%
营业收入增长率	160.61%	115.90%	25.76%
净利润增长率	-51.73%	60.16%	15.99%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金生成能力较强，随着公司产能项目的持续投入，投资活动产生的现金预计将持续流出，面临一定的资金压力

公司经营现金生成能力较强。2019年公司FFO为1.78亿元，同比增长140.80%，主要系公司合并营创三征所致。2019年，公司存货和经营性应收项目增加，营运资本对资金的占用有所增加。整体来看，2019年公司经营活动现金流净流入1.72亿元，表现尚可。

2019年，公司投资活动产生的现金流大额净流出，主要系公司IPO募投项目持续投入、增加对营新科技的股权投资所致。随着公司可转债募投项目、后续拟定增项目的开工，预计公司投资活动产生的现金持续表现为净流出。截至2020年3月末，公司拟建的色母粒产能项目预计总投资5.40亿元，均未正式开工，公司面临一定的资金压力。

公司筹资活动现金净流入主要来源于发行股票募集资金以及取得借款收到现金，筹资活动现金流出主要系偿还债务本息以及分配股息红利支付现金。2019年，公司借款规模扩大，筹资活动产生的现金流量净额达4.23亿元。2020年6月，本期债券发行成功，2020年8月公司公告拟向特定对象发行A股股票，若顺利实施，有助于缓解资金压力。

表17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.01	0.90
净利润	10,137.42	6,329.59
非付现费用	8,217.46	1,361.12
非经营损益	-570.26	-305.04
FFO	17,784.62	7,385.68
营运资本变化	-582.78	7.91
其中：存货减少（减：增加）	-1,493.69	-769.73
经营性应收项目的减少（减：增加）	-12,063.21	-2,694.74

经营性应付项目的增加（减：减少）	12,974.13	3,472.37
经营活动产生的现金流量净额	17,201.85	7,393.58
投资活动产生的现金流量净额	-53,726.98	-7,001.73
筹资活动产生的现金流量净额	42,300.25	643.27
现金及现金等价物净增加额	5,856.01	1,119.72

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，面临一定的偿债压力

2019 年公司将营创三征纳入合并报表范围，并新增并购贷款、固定资产贷款等借款，使得公司负债总额大幅增加；截至 2020 年 3 月末，公司负债总额达 9.13 亿元，较 2018 年末增长 170.72%。受经营积累及子公司并表影响，截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益达 9.15 亿元，较 2018 年末增长 51.41%。综合来看，截至 2020 年 3 月末，公司产权比率为 99.75%，较 2018 年末提升 43.96 个百分点，所有者权益对负债的覆盖程度降低。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
负债总额	91,277.97	90,148.73	33,716.70
所有者权益合计	91,510.44	91,038.48	60,439.51
产权比率	99.75%	99.02%	55.79%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2019 年末，公司短期借款上升至 3.11 亿元，主要为抵押、信用和保证借款。2019 年末公司应付票据为 0.79 亿元，同比下降 25.91%。2019 年末，公司长期借款 2.33 亿元及一年内到期的长期借款 0.45 亿元，系公司以持有子公司营创三征 63.25% 的股权作为质押获取的融资借款，利率为 5.1450%，实际控制人黄伟汕提供保证担保。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,100.00	30.79%	31,100.00	34.50%	16,000.00	47.45%
应付票据	8,427.93	9.23%	7,875.94	8.74%	10,629.70	31.53%
一年内到期的非流动负债	4,500.00	4.93%	4,500.00	4.99%	0.00	0.00%
流动负债合计	64,185.15	70.32%	63,211.31	70.12%	32,928.54	97.66%
长期借款	23,300.00	25.53%	23,300.00	25.85%	0.00	0.00%
非流动负债合计	27,092.82	29.68%	26,937.42	29.88%	788.16	2.34%
负债总额	91,277.97	100.00%	90,148.73	100.00%	33,716.70	100.00%

其中：有息债务	64,327.93	70.47%	66,775.94	74.07%	26,629.70	78.98%
---------	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和长期借款构成，截至 2020 年 3 月末，公司有息债务为 6.43 亿元，较 2018 年末增长 141.56%，有息债务增长较快。此外，本期债券于 2020 年 6 月末发行，募集资金规模为 2.0674 亿元，公司有息债务规模持续增长。

根据公司提供的有息债务偿还期限分布表（不含应付票据），2020 年 4 月至 2021 年公司本部需偿还债务占比为 66.37%，公司面临一定的短期偿债压力。

表20 截至 2020 年 3 月末公司本部有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	2023 年及以后
债务本金	15,600	21,500	4,500	14,300

注：表中债务本金不含应付票据。

资料来源：公司提供

从公司主要偿债指标看，截至 2020 年 3 月末公司资产负债率达 49.94%，预计短期内将持续提升。2019 年，公司合并营创三征后，流动比率和速动比率表现为小幅下降；EBITDA 同比增长 132.87% 至 2.11 亿元，但 2019 年公司借款规模亦表现为大幅增加，EBITDA 对有息债务及利息的保障表现为有所下降。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	49.94%	49.75%	35.81%
流动比率	1.05	1.03	1.35
速动比率	0.78	0.77	0.91
EBITDA（万元）	-	21,124.16	9,071.39
EBITDA 利息保障倍数	-	8.88	11.81
有息债务/EBITDA	-	3.16	2.94

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2017 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2020 年 7 月 23 日）、营创三征（报告查询日：2020 年 7 月 28 日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

公司是色母粒行业知名企业，是国内为数不多的色母粒年产能超过万吨的企业之一，经营保持稳定。2019年3月，公司现金收购三聚氯氰行业内产能最大的企业营创三征，三聚氯氰与色母粒为同一产业链的不同环节，并购提升了公司业务多样性，公司资产、收入规模同步扩大。

同时中证鹏元也关注到“321响水爆炸事故”导致营创三征重要客户停产至今，叠加COVID-19疫情影响，短期内营创三征收入、利润仍存在下滑的可能，整体来看公司盈利承压；公司已建待达产、在建和拟建产能规模较大，未来存在行业竞争加剧、市场需求低于预期导致公司色母粒产能无法消化的风险，同时公司存在一定的安全生产风险和环境保护风险，也面临一定的短期偿债压力等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA-，公司主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	20,010.64	23,650.47	16,832.72	15,908.19
应收账款	18,321.42	14,668.25	10,461.18	8,294.90
存货	17,017.48	16,146.29	14,652.60	13,882.87
固定资产	50,173.89	52,112.29	10,616.70	11,575.92
在建工程	24,732.61	24,715.92	12,346.22	2,506.54
无形资产	17,096.84	17,254.08	4,556.00	4,678.17
总资产	182,788.41	181,187.20	94,156.21	83,651.52
短期借款	28,100.00	31,100.00	16,000.00	10,000.00
一年内到期的非流动负债	4,500.00	4,500.00	0.00	0.00
长期借款	23,300.00	23,300.00	0.00	0.00
总负债	91,277.97	90,148.73	33,716.70	24,741.60
有息债务	64,327.93	66,775.94	26,629.70	19,379.89
所有者权益总额	91,510.44	91,038.48	60,439.51	58,909.92
归属于母公司所有者权益合计	70,881.62	69,530.47	60,439.51	58,909.92
营业收入	36,442.98	126,023.66	58,371.80	46,414.48
营业利润	1,948.32	10,588.09	7,040.73	6,176.82
净利润	1,706.77	10,137.42	6,329.59	5,456.92
经营活动产生的现金流量净额	4,091.14	17,201.85	7,393.58	3,388.59
投资活动产生的现金流量净额	-2,652.73	-53,726.98	-7,001.73	-25,665.42
筹资活动产生的现金流量净额	-3,831.01	42,300.25	643.27	7,053.81
财务指标	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（天）	-	35.89	57.84	54.43
存货周转天数（天）	-	55.80	111.16	118.50
应付账款周转天数（天）	-	33.92	32.67	23.44
净营业周期（天）	-	57.77	136.32	149.49
流动资产周转天数（天）	-	156.24	333.08	434.44
固定资产周转天数（天）	-	89.60	68.43	92.40
总资产周转天数（天）	-	393.27	548.30	583.63
综合毛利率	18.85%	21.16%	20.84%	22.00%
期间费用率	12.87%	14.36%	9.90%	9.61%
营业利润率	5.35%	8.40%	12.06%	13.31%
总资产回报率	-	9.50%	8.80%	8.45%
净资产收益率	-	13.38%	10.61%	9.56%
营业收入增长率	160.61%	115.90%	25.76%	11.16%

净利润增长率	-51.73%	60.16%	15.99%	15.33%
收现比	0.91	1.01	0.90	0.91
资产负债率	49.94%	49.75%	35.81%	29.58%
产权比	99.75%	99.02%	55.79%	42.00%
流动比率	1.05	1.03	1.35	2.65
速动比率	0.78	0.77	0.91	2.07
EBITDA (万元)	-	21,124.16	9,071.39	7,573.88
EBITDA 利息保障倍数	-	8.88	11.81	113.96
有息债务/EBITDA	-	3.16	2.94	2.56

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。