

安徽楚江科技新材料股份有限公司公开发行可转 换公司债券跟踪评级报告（2021）

项目负责人：吕卓林 zhlv@ccxi.com.cn

项目组成员：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

评级总监：刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年06月16日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0681 号

安徽楚江科技新材料股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“楚江转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十六日



评级观点：中诚信国际维持安徽楚江科技新材料股份有限公司（以下简称“楚江新材”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“楚江转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司规模优势突出，行业地位进一步提升、营业收入大幅增长、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到行业竞争激烈，2020年盈利能力弱化、经营活动净现金流持续以及杠杆水平有所升高等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

楚江新材（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	66.28	84.61	112.45	119.58
所有者权益合计（亿元）	45.03	55.98	58.98	60.28
总负债（亿元）	21.25	28.64	53.48	59.30
总债务（亿元）	12.80	19.82	42.24	46.77
营业总收入（亿元）	131.07	170.48	229.74	73.38
净利润（亿元）	4.09	4.79	3.02	1.29
EBIT（亿元）	5.26	6.04	4.38	--
EBITDA（亿元）	5.92	7.07	6.01	--
经营活动净现金流（亿元）	1.79	2.12	-4.19	-7.59
营业毛利率(%)	7.96	7.69	6.98	6.31
总资产收益率(%)	9.26	8.01	4.44	--
资产负债率(%)	32.06	33.85	47.56	49.59
总资本化比率(%)	22.14	26.15	41.73	43.69
总债务/EBITDA(X)	2.16	2.81	7.03	--
EBITDA 利息倍数(X)	12.48	12.30	4.91	--

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **规模优势突出，行业地位进一步提升。**公司铜基材料规模优势突出，2020 年募投项目投产使得高精度铜合金板带材和铜导体产能提升，其中高精度铜合金板带材市场份额稳居国内第一；此外，公司研发实力强、技术水平高，较高的产品质量以及良好的口碑使得公司产品产销率保持在较高水平。

■ **营业总收入大幅增长。**2020 年，受益于产能释放，公司金属材料产销同比增长较快，叠加产品价格上升，公司营业总收入同比大幅增长。

■ **融资渠道畅通。**截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度合计 47.76 亿元，其中尚未使用额度为 18.27 元。此外，公司作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

关注

■ **行业竞争激烈，2020 年盈利能力弱化。**我国铜加工行业仍存在产品同质化严重、产品附加值较低等问题，市场上同质化竞争激烈，行业整体盈利能力仍较弱。2020 年受疫情及募投项目尚未完全达产且期间费用上升影响，净利润下降较多，盈利指标有所弱化。

■ **应收账款和存货增长较快，经营活动净现金流持续弱化。**受经营规模扩大、资金回笼放缓及原材料和产成品价格上升等因素影响，2020 年末存货和应收账款分别同比增长 25.43% 和 35.26%，形成较高的资金占用，当期经营活动净现金流由正转负。

■ **杠杆水平有所升高。**2020 年，公司完成可转债发行，债务规模大幅增长，杠杆水平有所升高，截至 2021 年 3 月末，资产负债率和总资本化比率分别升至 49.59% 和 43.69%。

评级展望

中诚信国际认为，安徽楚江科技新材料股份有限公司信用水平在未来 12-18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，资本结构大幅优化，产能和产销量大幅提升，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**主要金属产品价格超预期下行、投资项目效益不及预期令利润持续出现大幅亏损；财务杠杆大幅攀升，流动性严重恶化，经营获现能力大幅弱化，或其他导致信用水平显著下降的因素。

同行业比较

部分有色金属企业主要指标对比表（万吨、亿元、%）						
公司名称	2020				2021.3	
	铜加工产品产量	营业总收入	净利润	经营活动净现金流	总资产	资产负债率
海亮股份	81.90	465.20	7.00	7.03	297.43	64.69
楚江新材	54.26	229.74	3.02	-4.19	119.58	49.59

注：“海亮股份”为“浙江海亮股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额	债券余额	存续期	特殊条款
楚江转债	AA	AA	2020/6/19	18.30 亿元	18.30 亿元	2020/06/04-2026/06/03	赎回、回售

注：债券余额为截至 2021 年 3 月末数据。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“楚江转债”募集资金 18.30 亿元，用于年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目、年产 6 万吨高精度铜合金压延带材改扩建项目（二、三期）、年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）、年产 2 万吨高精铜合金线材项目以及补充流动资金。截至 2021 年 3 月末，已按照募集说明书承诺用途使用募集资金使用，尚未使用余额为 13.51 亿元。其中使用闲置募集资金暂时补充流动资金 2.95 亿元；使用闲置募集资金购买保本型理财产品 5.50 亿元；公司募集资金专户存储余额 5.06 亿元（含募集资金利息收入和尚未支付的发行费用）。“楚江转债”转股期限为 2020 年 12 月 10 日至 2026 年 6 月 3 日，截至 2021 年 3 月末尚未转股金额为 182,989.29 万元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经

济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳

杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年铜价受疫情影响大幅波动，4月以来受益于需求复苏快速反弹，流动性宽松叠加弱美元带动铜价于年末升至历史高位；2021年第一季度，铜价持续攀升

价格方面，2020年国际铜价呈先抑后扬态势，并于年末达到历史高位。2020年初，铜价涨至6,343美元/吨高点后，新冠肺炎事件突发，对需求端的冲击显著高于供应端，随着疫情蔓延，市场恐慌情绪显著升温，全球金融市场和商品市场普遍暴跌，铜价一路下跌，并于3月19日触及年内低点4,371美元/吨；二季度后国内疫情基本得到控制，进入4月传统旺季后，下游企业需求得到较好改善，铜价也

开始稳步攀升；2020年下半年铜价延续二季度上涨趋势。基本面方面，国内废铜和铜精矿供应紧张格局依旧不变，市场需求在四季度明显好于预期，全球铜市库存降至历史低位。宏观上来看，全球流动性宽松、美元走势低迷叠加中国经济数据表现亮眼等因素，投资者对风险资产偏好显著回升，铜的金融属性在2020年内更加凸显，多头资金持续入场推动铜价一路飙升，LME三个月期铜最高涨至8,028美元/吨，创2013年以来新高。截至2020年末，LME三个月期铜收盘价为7,753.5美元/吨，同比上涨25.68%；2020年LME三个月期铜均价为6,180美元/吨，同比上涨2.69%。2021年以来，铜价持续震荡上行，并于2月25日达到阶段性高点9,563美元/吨，截至2021年3月末，LME三个月期铜价格为8,809.5美元/吨，较年初上涨13.57%，2021年第一季度LME三个月期铜均价为8,468.8美元/吨，同比上涨49.70%。国内沪铜走势与LME市场基本一致，由于美元指数走势疲软，2020年人民币大幅升值，使得沪铜价格整体弱于伦铜。2020年末，SHFE当月期铜收盘价为57,750元/吨，同比上涨17.50%；2020年SHFE当月期铜平均价为48,699元/吨，同比上涨2.02%。截至2021年3月末，SHFE当月期铜价格为65,600.0元/吨，较年初上涨13.59%，2021年第一季度SHFE当月期铜均价为62,997.4美元/吨，同比上涨38.05%。

图1：近年来LME三个月期铜和沪铜期货价格走势



资料来源：Choice，中诚信国际整理

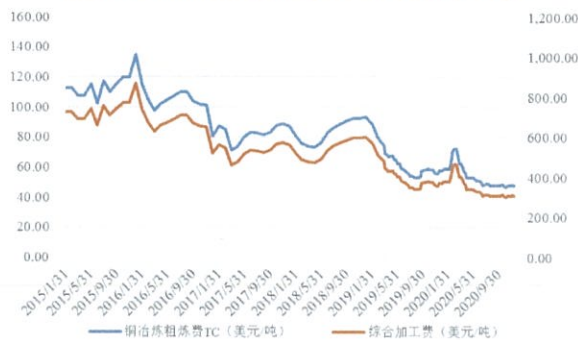
受全球铜精矿供应紧张影响，铜加工费持续下行至历史低位，冶炼和加工行业利润空间不断收窄

我国铜精矿产量、精铜产能、铜加工产能三者

的比例关系约为 1:3.6:8.2，铜产业存在结构不合理的问题，而资源自给率不足使得铜冶炼和铜加工企业在铜加工费价格谈判中处在相对劣势，在一定程度上压缩了铜冶炼和铜加工行业的利润空间。

由于国际铜精矿供给长期紧张，铜精矿加工费（TC/RC）自 2005 年上半年达到高点后逐渐回落。2020 年以来，由于全球铜精矿供应偏紧，加之国内冶炼规模扩张，TC/RC 整体仍处于下行趋势，12 月末位于 48.0 美元/吨和 4.8 美分/磅附近，已处于 2013 年以来历史低位。

图 2：近年来铜冶炼粗炼费及加工费价格走势¹



资料来源：Wind，中诚信国际整理

2020 年，受疫情影响我国铜材产销量增速显著放缓，铜材贸易继续保持净出口态势；但铜材行业仍存在产品同质化严重、产品附加值较低等问题，行业竞争激烈

铜加工行业属于铜产业链的中间环节，经过多年发展，我国铜加工行业形成了由铜板带材、铜管材、铜线材、铜棒材和铜箔材为主要细分行业的产业格局，并成为全球最大的铜材生产国和消费国。根据国家统计局公布的数据，2020 年我国铜材产量为 2,045.5 万吨，同比增长 1.4%，受疫情影响产量增速显著放缓。

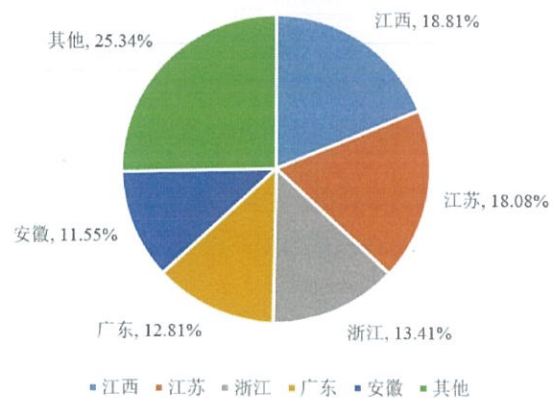
图 3：近年来我国铜加工材产量及增长情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

产量分布方面，在区域经济建设提速与加强产业集群效应的拉动下，我国的铜加工行业已形成了以江西、江苏、浙江、广东以及安徽等 5 个省份为引领的产业格局，2020 年上述 5 省铜材年产量占全国总产量的 74.66%。

图 4：2020 年我国铜加工材产量分布情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

进出口贸易方面，2020 年我国铜材（不含铜粉，因铜粉进口数据异常）继续保持净出口态势，其中进口量为 52.5 万吨，同比增加 8.3%；出口量为 53.8 万吨，同比增加 3.3%；净出口 1.3 万吨。分产品来看，铜管为主要净出口产品；铜板带及铜箔虽仍处于净进口状态，但出口量有所增长，一定程度上表明我国铜加工材创新能力在逐步提高。

据安泰科统计数据显示，2020 年我国铜加工材表观消费量达 1,837.1 万吨，同比增长 1.3%，受疫情影响增速放缓。铜材应用极为广泛，其中家电、

美元/吨。

¹设铜精矿含铜率 25%，铜精炼回收率 96.5%。如 2020 年 9 月 30 日 TC/RC 为 48.00 美元/吨及 4.80 美分/磅，则综合加工费为 $(1/25\% \times 48.00 + 4.80 \times 22.0462) / 96.5\% = 308.62$

建筑等行业需求量较大，且仍有一定增长空间。家电方面，新国标、新政策出台后，我国空调能效比标准将大幅提高，未来对散热器核心部件中高品质精密铜管的需求有望增长。建筑方面，随着相关产业环节对建筑用铜管的认知及接受程度提升，铜水管、铜气管等需求亦将提升。此外，新能源、电子、通信等行业的快速发展及新基建的持续推进将进一步驱动铜加工需求稳步增长。

价格方面，铜加工产品主要采取“原材料价格（铜价）+加工费”的定价形式，其中铜材的市场价格较为透明，铜加工企业的盈利水平主要取决于加工费用；不同领域的产品加工费存在较大差异。我国铜加工行业中的企业以中小型厂商为主，产品主要为技术含量低、相似度高的初级铜加工产品，市场上同质化竞争激烈，削弱了厂商的盈利水平；且2020年以来受疫情影响加工费不断下滑，行业效益进一步被压缩，但部分附加值较高的产品加工费仍有一定支撑。预计未来在政策和市场导向下，落后产能淘汰将加速，行业集中度会实现进一步提升。

铜基材料规模优势突出，受益于募投项目投产、产能释放，2020年以来金属材料产销量同比大幅增长

公司作为国内重要铜基材料研发和制造基地，产品规模优势突出，其中高精度铜合金板带材2020年占国内市场份额的11.90%，稳居全国第一位。2020年，募投项目铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目建成投产，且技改工程逐步实施初建成效，此外年产12万吨铜导体材料项目一期项目（3万吨）亦于年内投产，带动年末铜合金板带和铜导体材料产能有所提升，行业地位进一步增强。

表1：近年来公司金属材料主要产品产能情况（万吨/年）

产品	2018	2019	2020	2021.3
高精度铜合金板带	17.00	17.00	27.00	27.00
精密铜合金线材	3.80	3.80	5.00	5.00
铜导体材料	11.00	24.00	27.00	27.00
钢带	18.00	18.00	18.00	18.00
合计	49.80	62.80	77.00	77.00

注：产能均为期末时点数据。

未来新增产能方面，公司“年产12万吨铜导体材料项目”二期项目计划于2021年12月投产；年产30万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）已开工建设，其他项目已完成前期设计工作，项目投产后将拉动公司产能进一步提升。公司产能扩建项目投资金额较大，但资金来源主要为募集资金，整体资金压力不大。

表2：截至2021年3月末公司在建产能情况（亿元）

项目	总投资	已投资	预计投产时间	资金来源
年产12万吨铜导体材料项目	1.59	1.52	2021年12月	募集资金+自有资金
年产5万吨高精铜合金带箔材项目	7.25	0.10	2022年12月	募集资金+自有资金
年产6万吨高精密度铜合金带箔材改扩建项目（二、三期）	2.72	0.04	2022年12月	募集资金+自有资金
年产30万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）	12.72	0.90	2022年12月	募集资金+自有资金
年产2万吨高精精密铜合金线材项目	1.72	0.02	2021年12月	募集资金+自有资金
合计	26.00	2.58	--	--

资料来源：公司提供

公司采取以销定产的生产模式，受益于产能提升，2020年，公司高精度铜合金板带和铜导体材料产销量增长较快，其中铜导体材料产销量增长较快主要系并表江苏鑫海高导新材料有限公司（以下简称“鑫海高导”）²全年数据所致。2020年，公司高

精度铜合金板带、精密铜合金线材、铜导体材料和钢带产能利用率为87.07%、82.80%、98.78%和89.33%，均处于很高水平。2021年第一季度，受益于产能释放，公司金属材料产销量分别同比增加42.76%和41.49%，对板块盈利能力的提升形成有效

²2019年公司完成收购鑫海高导，并于6月末将其纳入合并报表，2020年末，鑫海高导营业总收入和利润总额分别为71.76亿元和0.69亿元；2020年末总资产和净资产分别为10.68亿元和3.56亿元，其2020年业

绩承诺已经完成。

支撑。此外，公司研发实力强、技术水平高，较高的产品质量以及良好的口碑使得公司产品产销率保持在较高水平。

销售价格方面，公司产品采用“原材料+加工费”的定价模式，2020年产品价格受原材料价格波动影响整体有所增长。2020年，公司前五大客户销售额占总销售额的比例为8.90%，客户集中度较低。

表 3：近年来公司金属材料主要产品产销情况（万吨、万元/吨）

产量	2018	2019	2020	2021.1~3
高精度铜合金板带	18.21	19.62	23.51	6.81
精密铜合金线材	3.86	4.31	4.14	1.10
铜导体材料	9.90	17.77	26.67	6.17
钢带	17.11	17.39	16.08	3.89
合计	49.08	59.09	70.40	18.03
销量	2018	2019	2020	2021.1~3
高精度铜合金板带	17.92	19.36	23.25	6.69
精密铜合金线材	3.90	4.34	4.07	1.08
铜导体材料	9.90	17.72	26.48	6.28
钢带	17.07	17.38	16.23	3.92
合计	48.79	58.81	70.03	17.87
平均销售价格	2018	2019	2020	2021.1~3
高精度铜合金板带	3.63	3.53	3.62	4.36
精密铜合金线材	3.40	3.26	3.26	4.10
铜导体材料	4.36	4.15	4.44	5.52
钢带	0.45	0.43	0.43	0.51

注：1、部分小数点后差异为四舍五入所致；2、2019年铜导体材料产销量只包括鑫海高导7-12月产量数据；3、募投项目正在逐步达产，因此产量的增长低于产能。

资料来源：公司提供

公司铜基材料生产所需要的主要原材料是废杂铜、电解铜和锌锭等，原材料成本占产品总成本的比重在90%以上。公司再生原料综合利用技术水平行业领先，其中“废铜生产高精密铜合金产品资源化处理技术”获得了中国资源综合利用协会科学技术一等奖，再生原料使用占比全国同行业最高，因此具有一定的成本优势。采购集中度方面，2020年，公司向前五大供应商的采购额占采购总额的比例为39.98%。

³2020年末，顶立科技总资产和净资产分别为7.78亿元和2.98亿元。

⁴通过近几年的战略并购重组，公司在军工新材料领域的战略布局已然形成，天鸟高新在碳纤维复合材料为主导军工新材料领域的基础和优势比顶立科技更加明显，顶立科技战略定位为特种设备和特种材料的研发和

表 4：近年来公司主要原材料采购情况（万吨）

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
紫杂铜	11.68	17.70	27.71	9.07
黄杂铜	7.44	8.24	7.86	2.28
电解铜	8.36	10.03	13.69	2.69
锌锭	5.19	4.62	5.52	1.65
钢带	18.15	18.69	17.04	4.92
其他	0.12	0.12	0.11	0.00
合计	50.94	59.40	71.95	20.61

资料来源：公司提供

跟踪期内，受疫情及厂房搬迁影响，顶立科技营业收入和净利润同比下降，目前其分拆上市工作正在稳步推进

公司高端装备业务运营主体为湖南顶立科技有限公司（以下简称“顶立科技”）³，顶立科技在手订单充裕，销售客户主要为航空航天企业、新材料企业和科研机构等。2020年以来，受疫情影响，订单交付及验收延迟，同时顶立科技完成厂区整体搬迁，生产效率出现暂时性下降，同时运营及管理费用增加，使得当期营业总收入和净利润分别下滑13.42%和68.26%至1.71亿元和0.21亿元。

2020年12月，公司公告称，原实施主体为顶立科技的总投资3.28亿元的募投项目智能热工装备及特种复合材料产业化项目终止⁴，顶立科技将公司先期以借款方式投入到该募投项目的资金以及相应孳息（按照双方约定方式实际结算的金额为准）全部归还至公司募集资金专户，将全部变更用于永久补充流动资金。2020年6月，公司正式启动顶立科技分拆上市的准备工作，顶立科技增资扩股相关工作已经过公司董事会和股东大会审议通过，目前已按照总体方案逐步落实顶立科技股改工作，中诚信国际将持续关注上述事项的进展。

受益于军工新材料订单增长及产品附加值提升，2020年天鸟高新营业收入和净利润同比大幅增长，需关注其账款收回情况

产业化，已不具备实施“智能热工装备及特种复合材料产业化项目”的比较优势，因此公司决定提前终止该募投项目。

公司军工新材料业务运营主体为江苏天鸟高新技术股份有限公司（以下简称“天鸟高新”）⁵，目前天鸟高新销售客户全部为军工企业，全部以销定产。2020年，天鸟高新实现营业总收入和净利润分别为4.00亿元和1.50亿元，分别同比增长29.41%和34.31%，完成业绩承诺，主要受益于军工新材料订单数量增长及产品结构优化使得附加值提升。

此外，天鸟高新募投项目碳刹车预制体扩能建设项目等预计均将于2021年6月投产，达产后将拉动产能大幅提升。

表 5：天鸟高新未来新增产能情况（亿元）

项目	设计产能	总投资	2021年3月末已投资	预计投产时间
飞机碳刹车预制体扩能建设项目	480 吨/年	1.92	1.50	2021.06
碳纤维热场预制体产业化项目	650 吨/年	2.26	1.99	2021.06
江苏省碳纤维织物工程技术中心项目	--	0.29	0.20	2021.06

资料来源：公司提供

中诚信国际注意到，近年来公司通过外延式并购收购顶立科技、天鸟高新和鑫海高导，进入军工领域并取得了较为稳定的在手订单，同时铜导体材料竞争力亦有所增强。截至目前，顶立科技和天鸟高新的业绩承诺均已完成，鑫海高导2019~2020年业绩承诺亦已完成。但上述收购形成较高商誉，2020年末为12.13亿元，需持续关注其后续经营情况。此外，军工业务账期较长，应收账款形成一定的资金占用，需持续关注其账款收回情况。

财务分析

以下分析基于经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年度审计报告以及未经审计的2021年一季报⁶。2018~2020年财务数据均为审计报告期末数。

2020年受疫情及募投项目尚未完全达产等因素影

⁵2020年末，天鸟高新总资产和净资产分别为10.90亿元和5.25亿元。

⁶2019年，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）更名为容诚会计

响，毛利润下滑且资产减值损失亦有一定影响，因此净利润下降较多，盈利指标有所弱化；2021年一季度，盈利能力已逐步回升

2020年，受益于铜合金板带等产品产能提升带动产销量大幅增加，叠加下半年金属材料受铜价上涨影响价格同比略有上升，以及军工新材料订单数量同比增长等因素，当年营业总收入大幅增长。但受新冠疫情影响，公司一季度延迟复工，此外募投项目正处于逐步达产过程中，盈利能力尚未完全体现，同时加工费略有下降，以上共同使得金属材料产品毛利率同比下降0.69个百分点，其收入占比的提升令全年整体营业毛利率下滑。2021年1~3月，公司营业总收入同比增长88.09%，主要系金属材料产品量价提升所致。同时募投项目达产使得产品结构进一步优化，叠加军工新材料业务持续向好，营业毛利率同比上升1.71个百分点。

表 6：近年来公司分板块收入和毛利率情况（亿元，%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
金属材料研发及制造	129.16	165.95	224.04	71.99
高端装备、碳纤维复合材料研发及制造	1.91	4.53	5.70	1.39
营业总收入	131.07	170.48	229.74	73.38
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
金属材料研发及制造	7.26	6.51	5.82	5.43
高端装备、碳纤维复合材料研发及制造	54.54	50.90	52.41	52.18
营业毛利率	7.96	7.69	6.98	6.31

资料来源：公司提供

2020年，公司加大研发投入，研发费用同比增加2.79亿元；同时受原材料价格上涨，流动资金需求增加且支付可转债利息，财务费用同比增加0.53亿元，使得期间费用增长较多，但受益于营业总收入增加，期间费用率小幅下降。2020年经营性业务利润小幅下降，仍为公司利润总额的主要来源；同期，资产减值损失有所增加，其中由于一季度铜价下跌公司计提存货跌价损失及合同履约成本减值损失0.80亿元，对利润总额侵蚀较重；投资收益为负主要系不满足套期保值评价高度有效条件的期

师事务所（特殊普通合伙）。

货合约平仓产生的亏损所致。受上述因素共同影响，2020 年利润总额同比下降 37.69%。EBIT 和 EBITDA 均有所下降，导致 EBIT 利润率和总资产收益率同比下降，盈利指标有所弱化。2021 年 1~3 月，受益于营业毛利润增加，公司净利润为 1.29 亿元，同比增长 2.41 亿元。根据 2021 年一季报，公司 2021 年上半年归属于上市公司股东的净利润为 2.20~2.70 亿元，同比大幅增长。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	7.13	9.65	12.12	3.64
期间费用率	5.44	5.66	5.28	4.96
经营性业务利润	4.74	5.24	4.97	1.59
资产减值损失	0.24	-0.03	1.02	0.01
投资收益	0.15	0.25	-0.34	-0.17
利润总额	4.79	5.47	3.41	1.50
净利润	4.09	4.79	3.02	1.29
EBIT	5.26	6.04	4.38	--
EBITDA	5.92	7.07	6.01	--
EBIT 利润率	4.02	3.54	1.91	--
总资产收益率	9.26	8.01	4.44	--

注：中诚信国际在分析时将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来，经营规模扩大及可转债发行带动公司资产总额增长；债务规模上升较快，财务杠杆有所升高

2020 年以来，经营规模扩大及可转债成功发行带动期末资产总额有所增长。公司资产以流动资产为主，2020 年末流动资产占比为 62.26%，主要为存货、应收账款和货币资金等。2020 年公司成功发行规模为 18.30 亿元的“楚江转债”，使得期末货币资金大幅增长，其中受限比例为 4.50%，主要为各项保证金等；交易性金融资产增加主要系以闲置募集资金购买理财产品所致。应收账款随业务规模的扩大逐年增加，2020 年末一年以内应收账款占比超过 90%，当期末其坏账准备余额为 0.78 亿元。2021 年 3 月末，受产品价格提升及产销量增加影响，应收账款进一步增至 19.84 亿元，需对未来回款情况保持关注。军工业务账期较长，形成较大规模的资金占用，但账款质量尚可。存货方面，随着经营规

模的扩大和原材料及产成品价格上升影响，存货规模亦逐年上升，形成资金占用。非流动资产方面，2020 年末，募投项目铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目投产转固使得固定资产大幅增长。此外，公司收购形成一定规模的商誉，2021 年 3 月末为 12.13 亿元，目前无减值。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	8.08	9.49	16.96	13.69
交易性金融资产	0.35	4.87	7.44	5.28
应收账款	7.56	10.85	14.68	19.84
存货	10.64	12.62	15.82	21.99
固定资产	7.50	10.78	19.22	19.58
在建工程	1.96	7.73	3.81	4.02
商誉	11.32	12.13	12.13	12.13
总资产	66.28	84.61	112.45	119.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来，业务规模持续扩大，流动资金需求增加推升短期债务规模；此外，2020 年“楚江转债”发行使得期末应付债券大幅增加，债务规模上升较快，杠杆水平有所升高；截至 2021 年 3 月末，资产负债率和总资本化比率分别升至 49.59% 和 43.69%，但仍处于适中水平。所有者权益方面，2020 年以来实收资本较为稳定，随着利润积累，所有者权益合计有所上升。

表 9：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	12.80	17.20	24.54	28.87
应付账款	1.86	4.62	4.79	5.77
应付债券	0.00	0.00	16.54	16.71
短期债务	12.80	19.82	25.64	29.83
总债务	12.80	19.82	42.24	46.77
总负债	21.25	28.64	53.48	59.30
实收资本	11.97	13.34	13.34	13.34
资本公积	22.02	28.33	28.49	28.51
未分配利润	9.95	14.27	15.56	16.76
所有者权益合计	45.03	55.98	58.98	60.28
资产负债率	32.06	33.85	47.56	49.59
总资本化比率	22.14	26.15	41.73	43.69

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受债务规模扩张及盈利、经营获现能力下降影响，2020 年各项偿债指标均有所弱化

2020年，存货和应收账款资金占用增加，且经营性应付项目下降，当期经营活动净现金流由正转负，公司经营获现能力弱化。购买理财产品等使得投资活动净现金流出同比有所增加；公司加大融资力度加之成功发行转债使得筹资活动净现金流入大幅增加。2021年1~3月，受业务规模扩大，周转用存货及正常信用期内应收账款占用资金增加以及铜价上涨带来运营资金投入增加等影响，经营活动净流出规模进一步增加，上年同期为-1.54亿元，中诚信国际将持续关注公司经营活动净现金流情况。

2020年受盈利能力下滑且债务规模增长较快影响，EBITDA/总债务及EBIT利息保障倍数均有所下降。叠加获现能力弱化影响，经营活动净现金流及剔除支付利息、分配股利后经营活动净现金流无法对债务本息形成有效覆盖。2020年末短期债务增长较快，但可转债的发行使得货币资金对短期债务的覆盖倍数有所波动提升。加之公司募集资金尚未使用完毕，2020年末银行理财金额7.31亿元，亦可对短期债务的偿付形成一定保证，但随着后续在建项目的推进，短期债务偿付能力或将有所弱化，中诚信国际将对公司短期流动性压力的变化情况保持关注。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	1.79	2.12	-4.19	-7.59
投资活动净现金流	-2.66	-8.85	-10.52	-0.02
筹资活动净现金流	1.73	7.39	22.71	4.41
EBITDA/总债务	46.24%	35.65%	14.22%	--
EBIT 利息保障倍数	11.10	10.52	3.58	--
经营活动净现金流/利息支出	3.78	3.70	-3.42	--
经调整的 CFO/总债务	2.25%	7.14%	-14.86%	--
货币资金/短期债务	0.63	0.48	0.66	0.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

尚未使用的银行授信和畅通的股权融资渠道能够对公司偿债提供一定支持；公司无重大未决诉讼和对外担保，或有风险可控

截至2021年3月末，公司共获得银行授信额度合计47.76亿元，其中尚未使用额度为18.27亿

元。此外，公司作为A股上市公司，股权融资渠道通畅。

截至2020年末，公司受限资产合计3.06亿元，占当期末总资产的2.72%，其中用于保证金的货币资金0.59亿元、用于质押开具应付票据的0.24亿元、用于抵押借款及担保而受限的其他资产合计2.23亿元。此外，截至2021年4月26日，控股股东安徽楚江投资集团有限公司（以下简称“楚江集团”）持有公司32.37%股权，质押占其持股的20.96%。

截至2020年末，公司无对外担保；无重大未决诉讼等或有事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2021年6月2日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

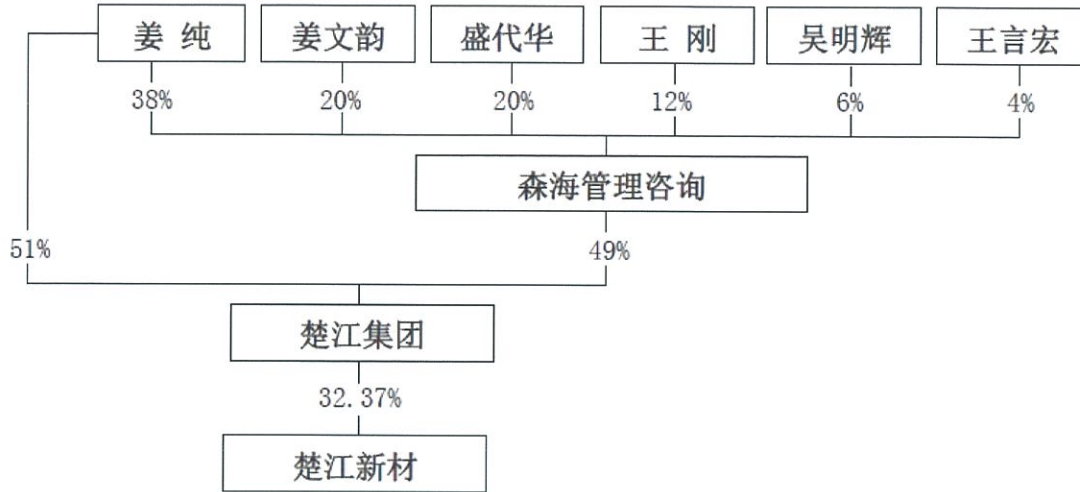
作为实际控制人控制的最核心企业，其对公司支持意愿很强；但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限

公司控股股东为楚江集团，实际控制人为自然人姜纯，其控股企业还包括芜湖森海企业管理咨询中心（有限合伙），系楚江集团的第二大股东；楚江新材为实际控制人控制的最核心企业，其对公司的支持意愿很强。但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限。

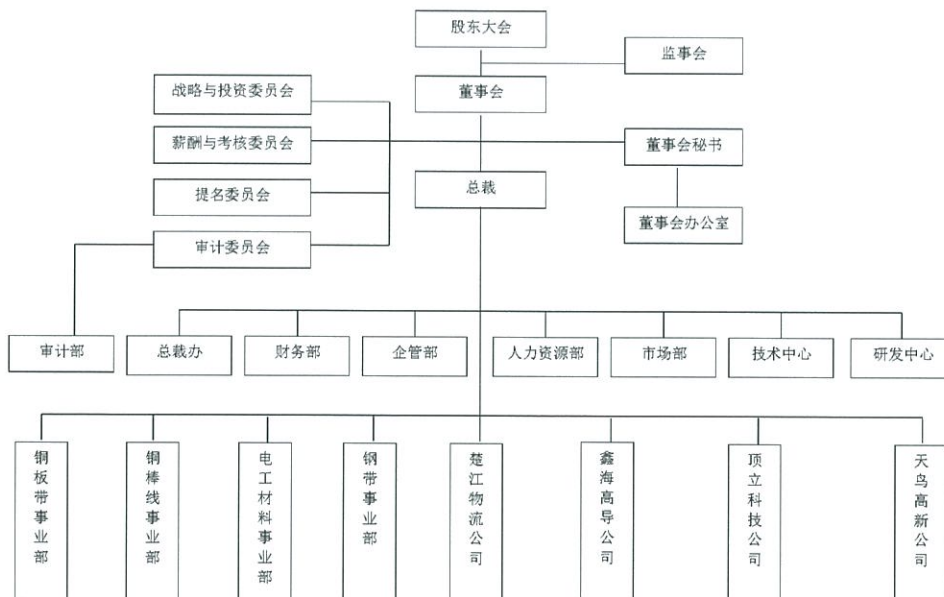
评级结论

综上所述，中诚信国际维持安徽楚江科技新材料股份有限公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“楚江转债”的债项信用等级为AA。

附一：安徽楚江科技新材料股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



全称	主营业务	持股比例
清远楚江铜业有限公司	铜板带生产、制造、销售	100.00%
安徽楚江高新电材有限公司	导电铜杆、电线、电缆、生产、制造、销售	100.00%
湖南顶立科技有限公司	3D 打印技术的研发与应用服务；智能装备制造、销售	100.00%
江苏天鸟高新技术股份有限公司	航空航天结构技术、新型复合材料技术、化纤新材料技术、碳纤维纺织技术开发应用	90.00%
江苏鑫海高导新材料有限公司	金属制品的制造、加工，无氧铜杆线、光亮铜杆等加工	80.00%



资料来源：公司提供

附二：安徽楚江科技新材料股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	80,839.35	94,870.93	169,644.19	136,914.25
应收账款净额	75,636.97	108,529.88	146,799.90	198,412.16
其他应收款	12,464.51	20,264.03	24,966.32	28,596.58
存货净额	106,379.56	126,164.61	158,245.36	219,919.70
长期投资	8,767.75	3,485.21	3,427.35	3,406.98
固定资产	75,002.65	107,832.45	192,174.29	195,834.38
在建工程	19,605.56	77,309.89	38,095.97	40,178.97
无形资产	27,812.63	40,416.71	41,295.81	46,325.19
总资产	662,761.55	846,146.10	1,124,546.69	1,195,786.20
其他应付款	29,069.37	2,893.97	3,681.93	12,551.14
短期债务	128,038.00	198,245.09	256,398.85	298,335.28
长期债务	0.00	0.00	166,036.84	169,359.98
总债务	128,038.00	198,245.09	422,435.69	467,695.26
净债务	47,198.65	103,374.16	252,791.51	330,781.01
总负债	212,451.05	286,380.86	534,791.07	592,962.03
费用化利息支出	4,743.36	5,745.36	9,716.17	--
资本化利息支出	0.00	0.00	2,529.20	--
所有者权益合计	450,310.50	559,765.24	589,755.62	602,824.17
营业总收入	1,310,710.65	1,704,797.21	2,297,409.20	733,787.63
经营性业务利润	47,435.97	52,399.33	49,710.94	15,949.87
投资收益	1,471.81	2,473.58	-3,428.85	-1,659.17
净利润	40,890.69	47,922.98	30,169.52	12,874.05
EBIT	52,628.55	60,423.47	43,786.63	--
EBITDA	59,206.98	70,673.19	60,069.40	--
经营活动产生现金净流量	17,915.08	21,234.91	-41,872.19	-75,920.82
投资活动产生现金净流量	-26,607.74	-88,488.69	-105,175.64	-248.83
筹资活动产生现金净流量	17,327.30	73,899.58	227,128.73	44,111.43
资本支出	46,890.91	69,739.16	69,307.56	22,272.70
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	7.96	7.69	6.98	6.31
期间费用率(%)	5.44	5.66	5.28	4.96
EBIT 利润率(%)	4.52	4.15	2.61	--
总资产收益率(%)	9.26	8.01	4.44	--
净资产收益率(%)	10.30	9.49	5.25	8.64
流动比率(X)	1.94	1.76	2.05	1.90
速动比率(X)	1.41	1.29	1.59	1.35
存货周转率(X)	12.17	13.53	15.03	14.54*
应收账款周转率(X)	19.96	18.51	17.50	16.49*
资产负债率(%)	32.06	33.85	47.56	49.59
总资本化比率(%)	22.14	26.15	41.73	43.69
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	60.70	63.79
经营活动净现金流/总债务(X)	0.14	0.11	-0.10	-0.65*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	0.11	-0.16	-1.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.78	3.70	-3.42	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	2.25	7.14	-14.86	--
总债务/EBITDA (X)	2.16	2.81	7.03	--
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.36	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	12.48	12.30	4.91	--
EBIT 利息保障倍数(X)	11.10	10.52	3.58	--

注：1、2021 年度一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
盈利能力	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。