

# 信用评级公告

联合〔2021〕4598号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江嘉澳环保科技股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江嘉澳环保科技股份有限公司主体长期信用等级为 A<sup>+</sup>，并维持“嘉澳转债”信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

特此公告



评级总监:

二〇二一年六月二十八日

# 浙江嘉澳环保科技有限公司 可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

## 评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙江嘉澳环保科技有限公司	A <sup>+</sup>	稳定	A <sup>+</sup>	稳定
嘉澳转债	AA <sup>-</sup>	稳定	AA <sup>-</sup>	稳定

## 债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
嘉澳转债	1.85 亿元	1.85 亿元	2023/11/10

注：最新转股价格：44.64 元/股

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V3.0.201907
化工企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		A <sup>+</sup>
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
财务风险	F3	现金流	经营分析	3
			资产质量	3
		资本结构	盈利能力	4
			现金流量	4
			偿债能力	4

调整因素和理由	调整子级
随着投产项目产能释放，未来产销量及收入规模有望提升	+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对浙江嘉澳环保科技有限公司（以下简称或“公司”）的跟踪评级反映了 2020 年环保增塑剂销售量价齐升带动公司营业收入增长，新建项目投产带动公司环保增塑剂及生物质能源产能有所提升。同时，联合资信也关注到公司受到证监会浙江监管局行政处罚、债务负担加重、原材料价格波动大、权益规模较小且稳定性较弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

“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。

未来，随着投产产能逐步释放，公司主要产品产销量将有所增长，并带动公司收入规模进一步增长，公司整体竞争力亦将持续增强。

综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A<sup>+</sup>，并维持“嘉澳转债”的信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

## 优势

1. 公司主营业务经营稳定。跟踪期内，公司环保增塑剂、环保稳定剂和生物质能源等主要业务收入均有不同程度增长，主业经营形势稳定。
2. 公司环保增塑剂及生物质能源产能扩张。跟踪期内，随着新建项目投产，公司环保增塑剂及生物质能源产能提升，主营业务竞争力增强。
3. 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。

分析师：张 崢  
刘莉婕

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

#### 关注

1. **跟踪期内，公司因涉嫌信息披露违法违规受到监管机构行政处罚，反映出公司治理存在瑕疵，损害了公司形象。**跟踪期内，公司因未将应合并未合并境外主体纳入合并财务报表范围，未根据业务实质对相关业务进行收入和成本的抵销处理，而涉嫌信息披露违法违规。中国证券监督管理委员会浙江监管局依法对公司及董事长、董事会秘书、财务总监作出行政处罚。反映出公司治理存在瑕疵，损害了公司形象。
2. **2020 年，公司债务负担加重，且面临一定集中偿付压力，同时，公司在建项目尚需投资规模较大，债务负担或将进一步加重。**截至 2020 年底，公司全部债务 10.40 亿元，较年初增长 75.12%，其中短期债务 6.61 亿元；全部债务资本化比率较上年提高 12.40 个百分点至 54.49%。截至 2020 年底，公司主要在建项目仍需投资 2.60 亿元。
3. **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。
4. **跟踪期内，公司权益规模仍属较小，且稳定性一般。**2020 年，公司所有者权益小幅增长至 8.65 亿元，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。

公司主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	3.38	2.59	3.72	2.94
资产总额（亿元）	14.42	15.63	20.35	20.50
所有者权益（亿元）	7.77	8.14	8.65	8.79
短期债务（亿元）	3.33	3.64	6.61	6.70
长期债务（亿元）	2.28	2.29	3.79	3.67
全部债务（亿元）	5.61	5.94	10.40	10.37
营业收入（亿元）	10.39	10.75	12.30	3.19
利润总额（亿元）	0.56	0.68	0.39	0.23
EBITDA（亿元）	1.18	1.32	1.17	--
经营性净现金流（亿元）	-0.58	1.33	-0.72	-0.10
营业利润率（%）	13.13	15.77	13.10	20.99
净资产收益率（%）	7.23	7.97	4.68	--
资产负债率（%）	46.10	47.95	57.50	57.13
全部债务资本化比率（%）	41.92	42.19	54.59	54.13
流动比率（%）	186.70	140.54	125.37	123.82
经营现金流动负债比（%）	-14.30	27.26	-9.50	--
现金短期债务比（倍）	1.02	0.71	0.56	0.44
EBITDA利息倍数（倍）	4.34	4.20	2.78	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.75	4.51	8.88	--

公司本部（母公司）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	13.09	13.38	15.78	16.29
所有者权益（亿元）	7.31	7.05	7.16	7.33
全部债务（亿元）	4.99	5.53	8.05	7.92
营业收入（亿元）	9.16	9.50	9.89	2.97
利润总额（亿元）	0.25	0.08	0.00	0.28
资产负债率（%）	44.16	47.32	54.60	54.98
全部债务资本化比率（%）	40.57	43.98	52.90	51.93
流动比率（%）	197.73	132.52	120.88	119.03
经营现金流动负债比（%）	-47.32	41.48	10.26	--

注：1.2021年一季度财务数据未经审计；2.2019年财务数据采用追溯调整后数据  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

担保方主要财务数据:

合并口径			
项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产(亿元)	3.42	2.73	3.94
资产总额(亿元)	18.13	19.27	23.58
所有者权益(亿元)	7.57	7.90	8.56
短期债务(亿元)	3.33	4.09	7.49
长期债务(亿元)	6.19	5.89	6.08
全部债务(亿元)	9.52	9.97	13.57
营业收入(亿元)	10.63	10.91	12.43
利润总额(亿元)	0.38	0.44	0.78
EBITDA(亿元)	1.33	1.32	1.85
经营性净现金流(亿元)	-0.66	1.49	0.94
营业利润率(%)	15.02	16.94	13.98
净资产收益率(%)	4.94	4.91	8.22
资产负债率(%)	58.26	59.03	63.70
全部债务资本化比率(%)	55.72	55.81	61.31
流动比率(%)	281.11	203.09	147.73
经营现金流流动负债比(%)	-16.48	28.78	10.86
现金短期债务比(倍)	1.03	0.67	0.53
EBITDA利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.15	7.53	7.35

注: 1. 2019年财务数据采用追溯调整后数据

资料来源: 顺昌投资财务报告

评级历史:

债项简称	债券级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
嘉澳转债	AA-	A+	稳定	2020/04/13	于彤昆 王彦	原联合信用评级有限公司化工行业企业信用评级方法	<a href="#">阅读全文</a>
嘉澳转债	AA-	A+	稳定	2017/04/01	王越 岳俊	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	<a href="#">阅读全文</a>

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由浙江嘉澳环保科技股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
  
联合资信评估股份有限公司

# 浙江嘉澳环保科技股份有限公司 可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

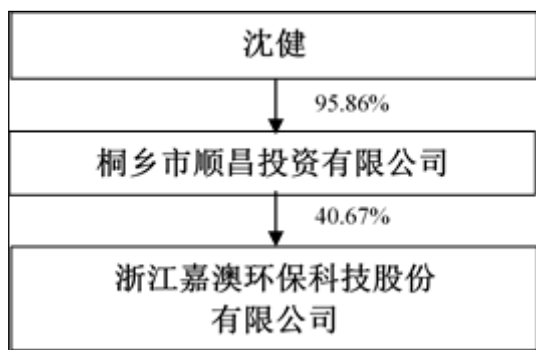
## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、主体概况

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，桐乡市顺昌投资有限公司（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 7335.00 万元。截至 2021 年 3 月底，公司通过可转换公司债券转股累计转股 7754 股，公司总股本变更为 73357754 股，注册资本增加至 73357754.00 元（其中累计回购股份 475700 股）。公司控股股东为顺昌投资（持有公司 40.67% 股份），实际控制人为沈健。股票质押方面，截至 2021 年 3 月底，顺昌投资质押公司股票 2712.00 万股，占其持有公司股份的 90.90%，占公司总股本的 36.97%。

图 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2020 年底，公司合并范围子公司共 9 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 20.35 亿元，所有者权益合计 8.65 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 12.30 亿元，利润总额 0.39 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 20.50 亿元，所有者权益合计 8.79 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，利润总额 0.23 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。

## 三、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；公司于 2020

年4月实施了2019年年度权益分派，“嘉澳转债”的转股价格调整为44.79元/股；公司于2021年6月实施了2020年年度权益分派，“嘉澳转债”的转股价格调整为44.64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10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：截至2021年3月31日，累计共有352000元“嘉澳转债”已转换成公司股票，累计转股数为7754股，占可转债转股前公司已发行股份总额的0.0106%。

未转股可转债情况：截至2021年3月31日，尚未转股的可转债金额为184648000元，占可转债发行总量的99.8097%。

“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20000吨环保增塑剂项目”和归还银行短期借款。截至2020年底，公司募集资金已全部使用完毕。“年产20000吨环保增塑剂项目”已基本完工并进行试生产调试。

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数  
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理



**投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。**2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

**工业企稳回升，服务业持续改善。**2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

**居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格**

**指数同比降幅扩大。**2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

**社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。**截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

**财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。**2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，

上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

#### 就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

#### 2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策

工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50% 左右

### 五、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。

**2020 年初，受新冠肺炎疫情爆发的影响，辛醇和大豆油价格均出现了阶段性大幅下降。2020 年二季度以来，随着疫情防控形势的好转，辛醇及大豆油价格持续震荡上行，目前二者价格均处于近两年相对高位。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。**

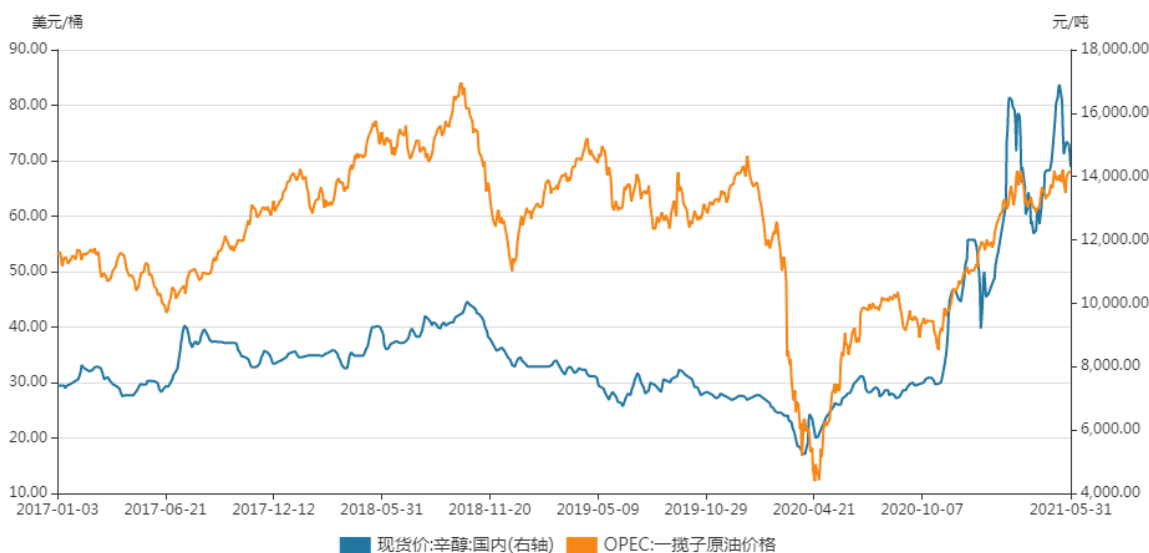
##### 辛醇

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。2020 年伊始，受新冠肺炎疫情疫情影响，原油需求下降，3 月的 OPEC+ 会议主要产油国未能达成减产协议，沙特、俄罗斯以及美国为争夺全球原油市场份额增加原油产量，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。5 月初，OPEC+ 开始减产 970 万桶/日后，原油价格触底反弹，油价逐渐回升至 40 美元/桶水平区间波动多月。辛醇价格也随之提升。11 月新冠疫苗研发实现重大突破，叠加 OPEC+ 决定减缓 2021 年增产速度，进一步引领油价及石化产品价格回升。目前辛醇价格处于近两年高位。

图 2 2017 年以来我国辛醇现货价及 OPEC 一揽子原油价格



Wind

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。2020 年年初以来，受新冠肺炎疫情对下游需求的影

响，年初，国内大豆油价格出现断崖式下跌。自 3 月中旬以来，随着国内防疫形势的好转，下游需求增加，但国外疫情蔓延加剧，对大豆进出口影响较大，大豆油供需格局转变使得价格触底反弹并持续震荡上行。目前大豆油价格处于近两年高位。

图3 2017年以来我国大豆油（压榨成品：一级）市场价格价格走势



资料来源：Wind

(2) 行业下游

**PVC 塑料制品为增塑剂的下游行业。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 年初受新冠肺炎疫情影响，PVC 价格断崖式下跌。2020 年 4 月以来，随着相关行业复工复产，PVC 价格整体提升。**

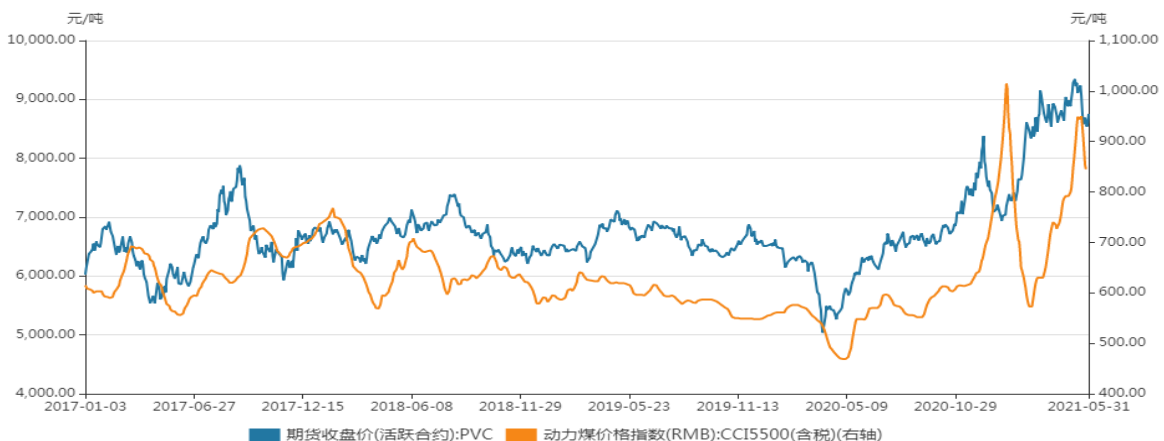
PVC 塑料制品系增塑剂下游行业，塑料制品产量不断增长。截至到 2019 年 8 月，中国塑料制品产量为 6066.9 万吨，同比增长 50.5%。从销量来看，截至到 2019 年上半年，中国塑料制品销量为 3129.9 万吨，同比增长 1.6%。在满足社会一般性需求的基础性应用领域保持稳步增长情况下，塑料制品的高端应用领域在逐步

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。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，但由于电力行业为保证供电侧的稳定，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相对较小，但 PVC 受下游需求减少影响显著，价格断崖式下跌，PVC 行业成本压力加剧。2020 年 4 月以来，随着相关行业复工复产，PVC 价格整体提升较快且保持持续向上态势，而煤炭市场供需和价格反映相对迟缓，PVC 景气度上行。入冬以来，部分地区煤炭供需偏紧，煤炭市场价格出现大幅波动。

图4 2017年以来 PVC 期货收盘价（活跃合约）及动力煤炭价格指数情况



资料来源：Wind

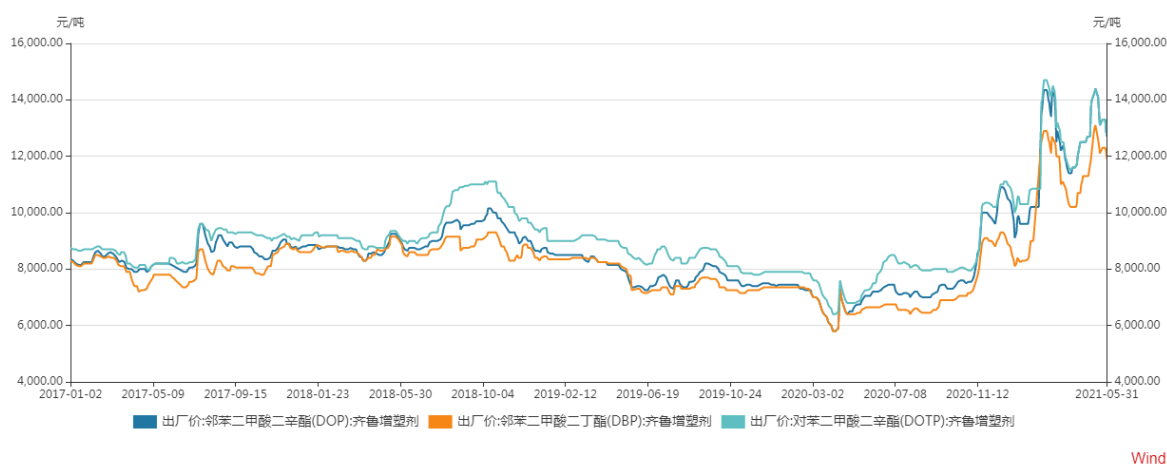
### (3) 价格走势

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，增塑剂主要产品价格大幅下跌。2020 年 4 月以来，随着下游需求复苏，增塑剂主要产品价格大幅提升。

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 2020 年一季度，受新

冠肺炎疫情影响，国际原油价格大幅波动，增塑剂主要产品价格大幅下跌。2020 年 4 月以来，随着下游需求复苏，增塑剂主要产品价格大幅提升。环保型增塑剂的价格走势与通用型石化类增塑剂产品大体保持相同的趋势，但其价格略高于石化类增塑剂产品价格。

图 5 2017 年以来齐鲁增塑剂石化类产品价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

## 4. 行业发展

增塑剂产品未来市场空间广阔，国家政策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。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 73357754.00 元，控股股东为顺昌投资（持股比例 40.67%），实际控制人为沈健。

### 2. 企业规模及竞争力

公司环保增塑剂生产规模大、品种多样。

公司是从事塑料助剂的生产与销售的上市公司，主要产品为环保增塑剂、环保稳定剂和生物质能源。公司环保型植物油脂基增塑剂生产规模大、品种多样，拥有环氧大豆油、环氧脂肪酸甲酯、DOA、DOS、TOTM、DOTP 等多个增塑剂品种。截至 2021 年 3 月底，公司环保增塑剂产能为 20.60 万吨/年。

### 3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（中征码：3304250000211037），截至 2021 年 6 月 7 日，公司未结清债务中不存在不良或关注类信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司董事、财务总监辞职，主要管理制度连续。

2021年5月18日，嘉澳环保董事会发布《关于公司董事、财务总监辞职的公告》称，因个人原因，查正蓉女士申请辞去公司董事、财务总监职务，辞职后不在公司担任任何职务。查正蓉持有公司股份情况，不存在应当履行的股份锁定承诺。公司将尽快按法定程序补选新任董事和财务总监，在新的财务总监到任之前，总经理沈健先生代行公司财务总监职责。

2020年8月，公司针对监管处罚事项进行整改，建立《新增业务单位关联关系核查制度》，建立申报备案机制，通过申报及审核联动机制识别关联方关系及合并范围。

跟踪期内，除上述新增制度外，公司主要管理制度连续。

## 八、重大事项

跟踪期内，公司因涉嫌信息披露违法违规受到监管机构行政处罚，反映出公司治理存在瑕疵，损害了公司形象。

2020年12月23日，中国证券监督管理委员会对公司出具《调查通知书》（浙证调查字2020946号），因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，决定对公司立案调查。

2021年5月26日，公司收到中国证券监督管理委员会浙江监管局出具的《行政处罚决定书》（〔2021〕6号），公司因未将应合并未合并境外主体纳入合并财务报表范围，未根据业务实质对相关业务进行收入和成本的抵销处理，

导致公司披露的2019年年度报告、2020年第一季度报告、2020年半年度报告和2020年第三季度报告存在虚假记载而涉嫌信息披露违法违规。中国证监会浙江监管局依法对公司及董事长、董事会秘书、财务总监作出行政处罚：对嘉澳环保责令改正，给予警告，并处以100万元罚款；对沈健给予警告，并处以100万元罚款；对查正蓉、王艳涛给予警告，并分别处以50万元罚款。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

2020年，公司产品仍以环保增塑剂为主，销量提升带动主营业务收入增长，但受原材料价格波动、国外疫情以及与收入相关的销售费用转入营业成本等因素影响，公司主营业务毛利率同比下降。

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。2020年，公司营业收入为12.30亿元，同比增长14.39%，主要系环保增塑剂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97%，主营业务突出。具体来看，2020年，环保增塑剂收入规模保持稳定增长，同比增长10.42%，主要系环保增塑剂产品量价齐升所致，仍为公司最主要收入来源，收入占比保持稳定。环保稳定剂收入同比增长18.36%至0.66亿元，主要系销量增长所致，环保稳定剂产品通常与增塑剂搭配使用，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。生物质能源收入同比增长16.45%至2.74亿元，主要系当期售价大幅增长所致。

表2 2018-2020年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品	2018年			2019年			2020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	7.33	70.87	14.56	7.84	72.92	13.73	8.65	71.78	13.50
环保稳定剂	0.61	5.88	25.04	0.56	5.21	28.75	0.66	5.48	23.65
生物质能源	2.40	23.25	9.37	2.35	21.87	22.83	2.74	22.74	12.24
合计	10.34	100.00	13.97	10.74	100.00	16.50	12.05	100.00	13.77

注：2019年收入及毛利率数据为调整后数据  
资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2020年，环保增塑剂毛利率同比下降0.23个百分点；环保稳定剂毛利率同比下降5.10个百分点，主要系原材料脂肪酸价格波动所致；生物质能源毛利率同比下降10.59个百分点，降幅较大主要系公司新增甲醇精馏塔加大含水甲醇处理量，蒸汽耗用量随之增加，提升生产成本，以及原材料废动植物油采购成本上涨等因素共同影响所致。此外，收入相关的销售费用转入营业成本对公司各业务板块毛利率水平亦有一定影响。综上，2020年公司主营业务毛利率为13.77%，同比下降2.73个百分点。

2021年1-3月，公司实现营业收入3.19亿元，较上年同期增长32.53%，主要系环保增塑剂销售量价提升所致；综合毛利率21.55%，较2020年大幅提升，主要系公司在前期原材料价格低位时囤原料所致。

## 2. 产品生产

2020年，随着在建项目投产，公司环保增塑剂及生物质能源产能增长较快，但由于新增产能投产时间较晚，以及生物质能源设备检修及技改等因素影响，环保增塑剂及生物质能源产能利用率有所下降。

跟踪期内，公司生产模式未发生变化。

从产能来看，截至2020年底，公司环保稳定剂产能较2019年无变化；环保增塑剂产能由17.60万吨/年增长至20.60万吨/年，主要由于2020年12月子公司福建省明洲环保发展有限公司氯代增塑剂生产线技改项目完工，新增产能3万吨/年；生物质能源方面，子公司浙江东江能源科技有限公司（以下简称“东江能源”）10万吨工业混合油技改项目分阶段实施，2018-2020年分别新增工业混合油年产能2.50万吨、2.50万吨和5.00万吨，2020年该项目全部验收达产，至此东江能源具备15万吨/年的生物质能源产能。

产量方面，2020年，公司环保增塑剂产量同比下降3.83%至14.03万吨，主要系受疫情影响，春节后复工时间相对往年较晚所致；环保稳定剂产量同比增长9.35%至0.59万吨，但整

体产量规模仍较小；受设备检修及技改等影响，生物质能源产量同比下降28.14%至7.64万吨。

产能利用率方面，2020年，受环保增塑剂及生物质能源新增产能投产时间较晚，以及生物质能源设备检修及技改等因素共同影响，公司环保增塑剂和生物质能源产能利用率同比有所下降；环保稳定剂产能利用率小幅提升至59.00%。

表3 2018-2020年公司主要产品的生产情况

(单位: 万吨/年、万吨、%)

产品	指标	2018年	2019年	2020年
环保增塑剂	产能	14.60	17.60	20.60
	产量	11.99	14.59	14.03
	产能利用率	82.12	82.90	68.11
环保稳定剂	产能	1.00	1.00	1.00
	产量	0.58	0.54	0.59
	产能利用率	58.00	54.00	59.00
生物质能源	产能	7.50	10.00	15.00
	产量	7.68	10.90	7.64
	产能利用率	102.40	109.00	50.93

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；产能利用率计算未将新增产能按实际投产时间折算

资料来源：公司提供

## 3. 原材料采购

2020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、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。采购渠道通过厂家采购与贸易商采购方式相结合。

表4 2018-2020年公司主要原材料采购情况

(单位: 吨、元/吨)

原材料	指标	2018年	2019年	2020年
大豆油	采购量	33992.60	30947.61	38340.92
	采购均价	5115.28	5223.55	5672.6
辛醇	采购量	16678.07	18493.67	26252.65
	采购均价	7444.80	6977.81	6115.32
废动植物油	采购量	73586.55	66799.69	53847.46
	采购均价	3571.25	3904.83	4677.90

资料来源：公司提供

2020年，公司大豆油采购量同比增长23.89%至3.83万吨，主要系公司在2020年上半年大豆油价格低位时增加库存所致；受市场行情影响，采购价格同比小幅增长。公司辛醇采购量同比增长41.95%至2.63万吨，采购价格较2019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大幅下降，主要系2020年公司生物质能源产量下降，对原材料需求减少所致；采购均价较2019年有所增长，主要系市场行情带动原材料价格上涨所致。

2020年，供应商对原材料采购付款方式的要求有所提高。公司前五大供应商采购总额为3.12亿元，占年度采购总额的28.60%，采购集中度基本稳定。

#### 4. 产品销售

2020年，公司环保增塑剂及稳定剂销量有所增长，产销率稳步提升；售价方面，公司主要产品中环保增塑剂产品受原材料上涨影响销售均价有所提升，生物质能源销售均价大幅增长。

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，2020年，公司国内收入占主营业务收入的70.80%，较上年的73.96%有所下降。

从销量来看，2020年，公司环保增塑剂销售情况良好，均较上年有所增长，产销率有所提升，但仍不足90%，主要系公司部分产品及

新产品根据市场情况提前生产，留有一定库存所致；环保稳定剂产销率进一步提升97.81%；生物质能源产销率水平不高，主要系生产的部分原料为产成品进一步加工的原料，不直接对外销售。

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。2020年，公司环保增塑剂及稳定剂产品销售均价有所提升。受原材料价格上涨及下游需求带动，公司生物质能源销售均价大幅增长28.97%，但产品盈利能力大幅下降，主要系销售费用中运费调整至营业成本、公司新增甲醇精馏塔加大含水甲醇处理量，蒸汽耗用量随之增加，提升生产成本，以及原材料废动植物油采购成本上涨等因素共同影响所致。

表5 2018-2020年公司主要产品的销售情况

(单位: 万吨、%、元/吨)

产品	指标	2018年	2019年	2020年
环保增塑剂	产量	11.99	14.59	14.03
	销量	10.35	11.93	12.47
	产销率	86.32	81.76	88.90
	销售均价	7078.26	6569.05	6936.80
环保稳定剂	产量	0.58	0.54	0.59
	销量	0.57	0.52	0.58
	产销率	98.28	96.30	97.81
	销售均价	10610.60	10738.11	11415.64
生物质能源	产量	7.68	10.64	7.64
	销量	4.97	4.08	3.69
	产销率	64.71	38.38	48.22
	销售均价	4837.91	5756.35	7424.10

注：2018-2020年生物质能源为合并口径数据，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；因此其产量包括作为公司环保增塑剂的原料部分，销量不包括自用部分，因而产销率统计数据偏低。

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2020年，公司前五大客户销售额合计为2.74亿元，占年度销售总额的22.29%，较上年有所上升，销售集中度仍处于较低水平。

#### 5. 经营效率

2020年，公司销售债权周转次数有所提升，存货周转次数和总资产周转次数有所下降，整体经营效率尚可。



2018—2020年，公司销售债权周转次数持续提升，分别为8.05次、10.17次和12.72次；受原材料备货量增长影响，公司存货周转次数持续下降，分别为4.32次、3.21次和3.12次；总资产周转次数持续下降，分别为0.75次、0.72次和0.68次。

表6 截至2020年底同行业公司经营效率情况对比  
(单位:次)

公司名称	公司	晶瑞股份	蓝晓科技
销售债权周转次数	12.72	3.76	3.55
存货周转次数	3.12	8.08	1.52
总资产周转次数	0.68	0.60	0.38

注:苏州晶瑞化学股份有限公司简称“晶瑞股份”,西安蓝晓科技新材料股份有限公司简称“蓝晓科技”  
资料来源:联合资信根据公开资料整理

表7 截至2020年底公司主要在建项目情况(单位:亿元)

所属公司	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
浙江嘉澳绿色新能源有限公司	10万吨生物柴油	4.07	2.08	1.99	自筹
济宁嘉澳鼎新环保新材料有限公司	2万吨环保增塑剂	1.87	1.32	0.55	可转债
福建省明洲环保发展有限公司	氯代生产线辅助工程	0.25	0.19	0.06	自筹
合计		6.19	3.59	2.60	--

资料来源:公司提供

## 7. 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。**

未来,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。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司2020年度合并财务报表经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并因截至审计报告日中国证监会对公司立案调查尚无最终结果,无法判断立案调查结果对财务报表整体可能产生的影响而出具了保留审计意见。2021年6月4日,大信会计师事务所(特殊普通合伙)出具《关于浙江嘉澳环保科技有限公司2020年度审计报告非标意见所涉及事项影响已消除的审核报告》,称公司在2020年年报中追

### 6. 在建项目

**公司在建项目与现有业务相关度高,存在一定资本支出压力。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2020年底,公司主要在建项目均与现有业务相关度高,未来完工投产后可带动公司主营业务收入增长。公司主要在建项目固定资产投资预算为6.19亿元,已投资3.59亿元,仍需投资2.60亿元,存在一定的资本支出压力。

溯调整及差错更正的金额与2021年5月26日收到中国证监会浙江证监局《行政处罚决定书》((2021)6号)一致,处罚所涉及事项已于2020年年报中更正,2020年审计报告中保留意见涉及事项的影响已全部消除,无需再对2020年度财务报表做追溯调整。

公司2021年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看,截至2020年底,公司纳入合并范围子公司共9家,较上年新增1家,减少1家。2020年3月子公司上海坤和国际贸易有限公司办理注销手续,不再纳入合并报表范围;2020年9月新设全资子公司嘉澳国际贸易(新加坡)有限公司,纳入合并报表范围。公司财务报表合并范围变动较小,主营业务未发生改变,财务数据可比性较强。

会计差错更正方面,FOUNTAIN HIGH HK TRADING LIMITED(成立于2019年2月27日,以下简称“FOUNTAIN”)和HIGH CHANNEL LIMITED(成立于2019年8月19日,以下简称“HIGH”)两家公司主要服务于公司进出口业务,基于两家公司主营业务开展、

具体运营管理等因素考虑，从实质重于形式的原则应将其纳入公司合并财务报表范围。公司对 2019 年度合并财务报表进行追溯调整，具体

调整情况如下表。本报告 2019 年财务数据采用追溯调整后数据。

表 8 公司会计差错追溯调整情况（单位：元）

会计差错更正的内容	处理程序	2019 年度受影响的报表项目名称	累积影响数
将 FOUNTAIN、HIGH 纳如 2019 年度合并财务报表范围，同时对 2019 年度本公司子公司浙江嘉穗进出口有限公司、浙江东江能源科技有限公司与 RICH TIME TRADING 发生的销售、采购业务从实质重于形式的原则进行抵销处理。	2021 年 4 月 29 日，公司第五届董事会第九次会议审议通过。	货币资金	2548442.86
		预付账款	-2743650.00
		预收账款	-2720200.00
		其他应付款	1474636.32
		未分配利润	1050356.54
		营业收入	-178543449.83
		营业成本	-179623604.78
		财务费用	-29798.41
		销售商品、提供劳务收到的现金	-168083928.19
		收到其他与经营活动有关的现金	1002.52
		购买商品、接受劳务支付的现金	-169187533.14
		支付其他与经营活动有关的现金	15576.54
		取得借款收到的现金	1440029.00
		汇率变动对现金及现金等价物的影响	19382.93

资料来源：公司年报

截至 2020 年底，公司合并资产总额 20.35 亿元，所有者权益合计 8.65 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 12.30 亿元，利润总额 0.39 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 20.50 亿元，所有者权益合计 8.79 亿元（含少数股东权益 0.37 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.19 亿元，利润总额 0.23 亿元。

## 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构相对均衡，受限资产规模较小，资产流动性尚可。

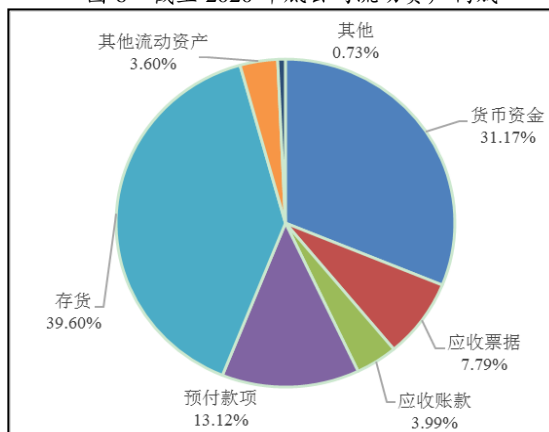
截至 2020 年底，公司合并资产总额 20.35 亿元，较年初增长 30.17%，主要系固定资产增长所致。其中，流动资产占 46.87%，非流动资产占 53.13%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

### （1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 9.54 亿元，较年初增长 38.72%，主要系货币资金、预付款项及存货增长所致。公司流动资产主要由货币

资金（占 31.17%）、应收票据（占 7.79%）、预付款项（占 13.12%）和存货（占 39.60%）构成。

图 6 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金 2.97 亿元，较年初增长 38.33%，主要系当期借款规模增加所致。货币资金中有 141.24 万元受限资金，受限比例为 0.48%，为远期结汇保证金和信用证保证金。

截至 2020 年底，公司应收票据 0.74 亿元，较年初增长 67.74%，主要系销售回款收取的银

行电子承兑汇票增加所致。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 0.38 亿元，较年初增长 3.74%。应收账款账龄以 1 年内为主（占 89.42%），累计计提坏账 548.33 万元，计提比例 12.59%，计提比例较高；应收账款前五大欠款方合计金额为 0.12 亿元，占比为 27.80%，集中度一般。

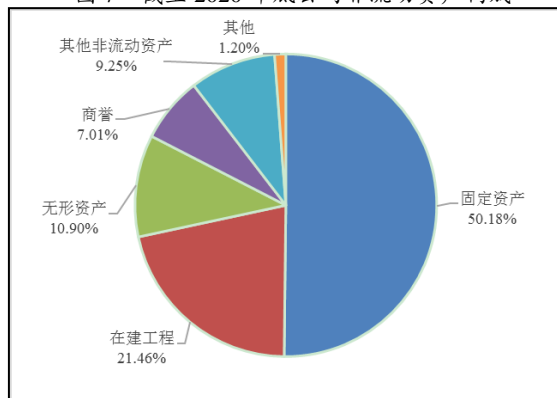
截至 2020 年底，公司预付款项 1.25 亿元，较年初增长 166.51%，主要系未执行的采购合同增加所致。

截至 2020 年底，公司存货 3.78 亿元，较年初增长 24.48%，主要系公司在原材料价格相对低位时增加备货所致。存货主要由原材料（占 48.44%）、产成品（15.52%）和库存商品（14.61%）构成，未计提跌价准备。

### （2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 10.81 亿元，较年初增长 23.45%，公司非流动资产主要由固定资产（占 50.18%）、在建工程（占 21.46%）、无形资产（占 10.90%）、商誉（占 7.01%）和其他非流动资产（占 9.25%）构成。

图 7 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司固定资产 5.42 亿元，较年初增长 50.01%，主要系东江能源 10 万吨工业级混合油项目和氯代生产线技改项目部分完工转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 26.35%）和机器设备（占 72.91%）构成，累计计提折旧 2.21 亿元；固定资产成新率 71.05%，成新率较高。公司在建工程 2.32 亿元，较年初下降 16.75%，主要系部分项目完工转固

所致。公司无形资产 1.18 亿元，较年初下降 4.38%。公司无形资产主要由土地使用权和专利技术构成，累计摊销 0.31 亿元，未计提减值准备。其他非流动资产 1.00 亿元，较年初增长 252.06%，主要系预付的工程和设备款增加所致。

截至 2020 年底，公司受限资产 0.79 亿元，占净资产比重为 9.10%，受限比例较低。

表 9 截至 2020 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	141.24	保证金受限
固定资产	3965.15	抵押借款
无形资产	3759.16	抵押借款
合计	7865.55	--

资料来源：公司年报

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 20.50 亿元，规模及结构较 2020 年底变化不大。

### 3. 资本结构

#### （1）所有者权益

跟踪期内，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 2020 年底，公司所有者权益 8.65 亿元，较年初增长 6.28%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.68%，少数股东权益占比为 4.32%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 8.48%、29.45%和 48.02%。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。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 8.79 亿元，规模及结构较 2020 年底变化不大。

#### （2）负债

跟踪期内，公司负债和债务规模均快速增长，债务负担加重，且面临一定集中偿付压力，同时，公司在建项目尚需投资规模较大，债务负担或将进一步加重。

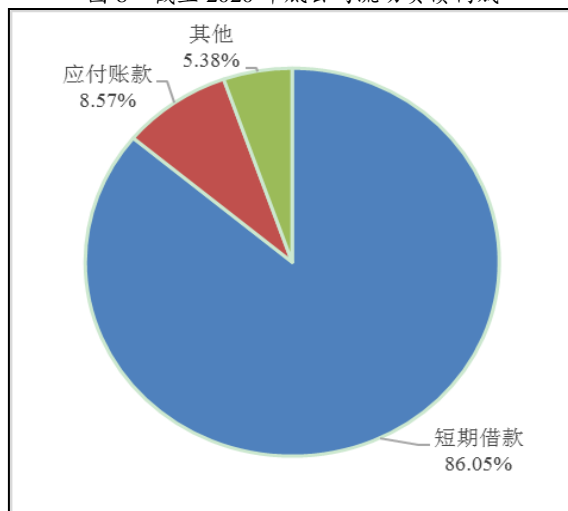
截至 2020 年底，公司负债总额 11.70 亿元，较年初增长 56.09%，主要系短期借款增长所致。其中，流动负债占 65.01%，非流动负债占

34.99%。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。

### 流动负债

截至 2020 年底，公司流动负债 7.61 亿元，较年初增长 55.51%，主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 86.05%）和应付账款（占 8.57%）构成。

图 8 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司短期借款 6.55 亿元，较年初增长 105.85%，主要系新增 1.00 亿元防疫专项贷款用于购买原材料及用于项目投资支出增加，公司可用自有资金下降所致。公司应付账款 0.65 亿元，较年初下降 3.31%，账龄以 1 年以内为主（占 80.22%）。

### 非流动负债

截至 2020 年底，公司非流动负债 4.09 亿元，较年初增长 57.19%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 52.17%）和应付债券（占 40.45%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 2.14 亿元，较年初增长 184.73%，主要系项目贷款增加所致；长期借款主要由保证借款（1.73 亿元）和质押借款（0.40 元，质押子公司浙江东江能源科技有限公司 100% 股权）构成。公司应付债券 1.66 亿元，较年初增长 7.32%，主要系“嘉澳转债”进行折溢价摊销所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 10.40 亿元，较年初增长 75.12%，主要系借款规模增长所致。债务结构方面，短期债务占 63.53%，长期债务占 36.47%，以短期债务为主，其中，短期债务 6.61 亿元，较年初增长 81.26%，主要系短期借款增长所致；长期债务 3.79 亿元，较年初增长 65.36%，主要系长期借款增长所致。从债务指标来看，截至 2020 年底，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 57.50%、54.59% 和 30.48%，较年初分别提高 9.55 个百分点、提高 12.40 个百分点和提高 8.49 个百分点。公司债务负担加重。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 11.71 亿元，全部债务 10.37 亿元，规模及结构均较 2020 年底保持稳定。

从债务到期分布情况来看，公司短期债务 6.61 亿元，将于 2021 年到期；长期债务中较大规模将于 2023 年和 2026 年到期，公司后期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 10 截至 2020 年底公司长期债务期限结构

(单位：亿元)

到期年份	2022 年	2023 年	2025 年	2026 年	小计
长期借款	0.40	0.00	0.65	1.08	2.13
应付债券	0.00	1.66	0.00	0.00	1.66
合计	0.40	1.66	0.65	1.08	3.79

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

## 4. 盈利能力

2020 年，环保增塑剂销售收入增长带动公司营业收入有所提升，成本和费用控制能力一般，盈利能力小幅下降。因部分项目产能未能完全释放，公司主要盈利指标降幅较大。2021 年一季度，受益于环保增塑剂销售量价提升，公司收入及盈利能力有所提升。

2020 年，公司实现营业收入 12.30 亿元，同比增长 14.39%，主要系环保增塑剂销售收入增长所致。营业成本为 10.62 亿元，同比增长 18.29%，增幅高于营业收入增幅，主要系根据新收入准则，公司当期将与收入有关的运输费

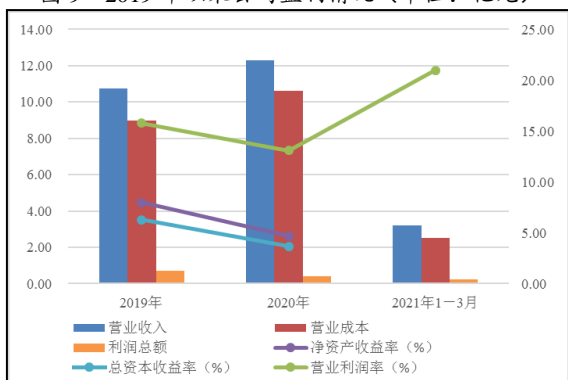
调整至营业成本所致。营业利润率为 13.10%，同比下降 2.67 个百分点。

期间费用方面，2020 年，公司费用总额为 1.35 亿元，同比增长 7.16%。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 7.33%、40.88%、31.70% 和 20.09%，以管理费用为主。其中，销售费用为 0.10 亿元，同比下降 67.26%，主要系与收入有关的运输费调整至营业成本所致；管理费用为 0.55 亿元，同比增长 25.11%，主要系职工薪酬及折旧费增加所致；研发费用为 0.43 亿元，同比增长 48.07%，主要系研发投入增加所致；财务费用为 0.27 亿元，同比增长 19.29%，主要系贷款增加导致利息支出增加所致。2020 年，公司期间费用率为 10.94%，同比下降 0.74 个百分点，公司期间费用对整体利润侵蚀程度一般。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现其他收益 0.16 亿元，同比下降 37.14%；其他收益占营业利润比重为 37.78%，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。

受上述因素共同影响，2020 年，公司利润总额 0.39 亿元，同比下降 42.77%。

图 9 2019 年以来公司盈利情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.67% 和 4.68%，同比分别下降 2.62 个百分点和 3.30 个百分点。

2021 年 1-3 月，受益于环保增塑剂销售量价提升，公司实现营业收入 3.19 亿元，同比增长 32.53%；利润总额 0.23 亿元，同比增长 475.60%；营业利润率为 20.99%，同比增长 7.74

个百分点。

## 5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出状态，收入实现质量较好。随着在建项目的开发，公司投资支出增加，经营活动现金流净额无法覆盖其投资支出，公司仍保持一定的外部融资需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 12.58 亿元，同比增长 27.03%，主要系销售收入增长所致；经营活动现金流出 13.30 亿元，同比增长 55.23%，主要系公司当期加大采购力度所致。2020 年，公司经营活动现金净流出 0.72 亿元，同比净流入转为净流出。2020 年，公司现金收入比为 92.13%，同比提高 5.30 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 27.25 万元，同比下降 97.48%，主要系 2019 年公司工业用地被政府收储补偿所致；投资活动现金流出 2.15 亿元，同比增长 26.87%，主要系随着在建项目的开发，投资支出增加所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 2.15 亿元，同比增长 35.34%。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -2.87 亿元，净流出规模同比大幅增长，经营现金流净额不能覆盖投资支出。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 9.77 亿元，同比增长 85.79%，主要系借款规模增加所致；筹资活动现金流出 5.82 亿元，同比增长 5.42%。2020 年，公司筹资活动现金净流入 3.95 亿元，同比净流出转为净流入。

表 11 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
经营活动现金流入量	9.90	12.58	3.02
经营活动现金流出量	8.57	13.30	3.12
经营活动现金净流量	1.33	-0.72	-0.10
现金收入比	86.83	92.13	91.59
投资活动现金净流量	-1.59	-2.15	-0.26
筹资活动前现金流量净额	-0.25	-2.87	-0.37
筹资活动现金净流量	-0.26	3.95	-0.22

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021年1—3月,公司经营活动产生的现金流量净流出0.01亿元;投资活动产生的现金流量净流出0.26亿元;筹资活动产生的现金流量净流出0.22亿元。

#### 6. 偿债能力

**2020年,公司偿债能力指标减弱,短期偿债能力较强,长期偿债能力一般。考虑到公司收入规模持续增长,疫情过后公司主业经营形势向好,公司偿债能力较强。**

从短期偿债能力指标看,截至2020年底,公司流动比率与速动比率分别由年初的140.54%和78.51%下降至125.37%和下降至75.72%,流动资产对流动负债的保障程度很强。2020年,公司经营现金流动负债比率为-9.50%,同比下降36.76个百分点。截至2020年底,公司现金短期债务比由年初的0.71倍下降至0.56倍,现金类资产对短期债务的保障程度下降。整体看,公司短期偿债能力减弱。

从长期偿债能力指标看,2020年,公司EBITDA为1.17亿元,同比下降10.98%;EBITDA利息倍数由上年的4.20倍下降至2.78倍,EBITDA对利息的覆盖程度较高;全部债务/EBITDA由上年的4.51倍提高至8.88倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看,公司长期债务偿债能力减弱。

截至2020年底,公司共获银行授信额度总额12.72亿元,未使用授信总额4.45亿元,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,但受证监会处罚事项影响,公司直接融资渠道未来或受阻。

截至2020年底,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4800万元。

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。

#### 7. 同业对比

与同业公司相比,公司资产规模一般,营业利润率较低,债务负担较重。

表12 公司及同行业企业2020年主要财务指标

项目	公司	晶瑞股份	蓝晓科技
资产总额(亿元)	20.35	20.83	25.53
所有者权益(亿元)	8.65	13.86	16.73
全部债务(亿元)	10.40	3.83	2.98
资产负债率(%)	57.50	33.47	34.48
全部债务资本化比率(%)	54.59	21.64	15.14
营业收入(亿元)	12.30	10.22	9.23
利润总额(亿元)	0.39	0.94	2.17
营业利润率(%)	13.10	21.13	45.37

资料来源:联合资信整理

#### 8. 母公司财务分析

**母公司主营业务为年产能14.60万吨的环保助剂项目。母公司资产以长期股权投资为主,债务负担尚可,因期间费用规模大,盈利能力较弱。**

母公司资产方面,截至2020年底,母公司资产总额15.78亿元,较年初增长17.94%,主要系货币资金和预付款项增长所致。母公司资产以其他应收款(占11.11%)、存货(占16.95%)、长期股权投资(占34.72%)和固定

资产（占 13.06%）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，较年初保持稳定；存货为 2.67 亿元，较年初增长 16.60%，主要系母公司当期加大原材料采购力度所致；长期股权投资 5.48 亿元，较年初保持稳定；固定资产 2.06 亿元，较年初保持稳定。

母公司所有者权益方面，截至 2020 年底，公司所有者权益 7.16 亿元，较年初保持稳定，其中股本占 10.24%、其他权益工具占 5.71%、资本公积占 35.59%、盈余公积占 5.76%、未分配利润占 42.70%。

母公司负债方面，截至 2020 年底，母公司负债合计 8.61 亿元，较年初增长 36.10%，主要系短期借款增长所致，其中流动负债占比 76.14%，非流动负债占比 23.86%。母公司负债主要由短期借款（占 60.81%）、应付票据（占 8.01%）、长期借款（占 4.65%）和应付债券（占 19.21%）构成。其中，短期借款 5.24 亿元，较年初增长 73.16%；应付票据 0.69 亿元，较年初大幅增长；长期借款 0.40 亿元，较年初下降 19.89%；应付债券 1.66 亿元，较年初增长 7.32%。截至 2020 年底，母公司全部债务 8.05 亿元。其中，短期债务占 74.45%、长期债务占 25.55%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 52.90%，母公司债务负担尚可。

母公司盈利能力方面，2020 年，母公司收入 9.89 亿元，同比增长 4.05%；期间费用 1.07 亿元，同比增长 19.70%，主要系研发费用增长所致；利润总额 23.08 万元，同比大幅下降 97.13%，主要系当期无资产处置收益所致。因公司管理模式为子公司只负责生产，采购销售及投融资等由母公司统一管理，母公司期间费用规模大，盈利能力较弱。

母公司现金流方面，2020 年，母公司经营活动净现金流为 0.67 亿元，同比有所下降；投资活动净现金流为 -0.72 亿元，净流出规模同比有所下降；筹资活动净现金流为 1.54 亿元，同比由净流出转为净流入。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 16.29 亿元，规模及结构较 2020 年底保持稳定；所有

者权益 7.33 亿元，规模及结构较 2020 年底保持稳定。截至 2021 年 3 月底，母公司负债总额 8.96 亿元；资产负债率 54.98%；全部债务 7.92 亿元，全部债务资本化比率 51.93%。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 2.97 亿元，利润总额 0.28 亿元。

## 十一、 存续期债券偿债能力分析

**综合分析，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，联合资信认为，公司对“嘉澳转债”的偿还能力较强。**

从资产情况来看，截至 2020 年底，公司现金类资产为 3.72 亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.85 亿元）的 2.01 倍，公司现金类资产对“嘉澳转债”的覆盖程度高。

2020 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 12.58 亿元、-0.72 亿元、1.17 亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.85 亿元）的 6.81 倍、-0.39 倍和 0.63 倍。公司 EBITDA 对“嘉澳转债”的覆盖程度高。

“嘉澳转债”已进入转股期，公司为本次发行可转换公司债券而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款有利于促进债券持有人实施转股。考虑到本次可转换公司债券未来转股因素，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。

## 十二、 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 2020 年底，顺昌

投资注册资本为人民币 3275 万元，控股股东及实际控制人为沈健先生，持有顺昌投资 95.86% 的股权。

顺昌投资业务主要为投资实业。截至 2020 年底，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，2019—2020 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 2020 年度合并财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并因截至审计报告日中国证监会对子公司嘉澳环保立案调查尚无最终结果，无法判断立案调查结果对财务报表整体可能产生的影响而出具了保留审计意见，2021 年 6 月 4 日，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）出具《关于桐乡市顺昌投资有限公司 2020 年度审计报告非标意见所涉及事项影响已消除的审核报告》，称顺昌投资子公司嘉澳环保在 2020 年年报中追溯调整及差错更正的金额与 2021 年 5 月 26 日收到中国证监会浙江证监局《行政处罚决定书》（〔2021〕6 号）一致，处罚所涉及事项已于 2020 年年报中更正，2020 年审计报告中保留意见涉及事项的影响已全部消除。

截至 2020 年底，顺昌投资合并资产总额 23.58 亿元，所有者权益 8.56 亿元（含少数股东权益 4.90 亿元）；2020 年，顺昌投资实现营业收入 12.43 亿元，利润总额 0.78 亿元。

截至 2020 年底，顺昌投资暂无银行授信额度。

截至 2020 年底，顺昌投资除对子公司嘉澳环保担保外，对同一实际控制人的关联方浙江宏能物流有限公司担保 1000 万元。

根据中国人民银行出具的征信报告（统一社会信用代码：91330483660582026E），截至 2021 年 6 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一般，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。

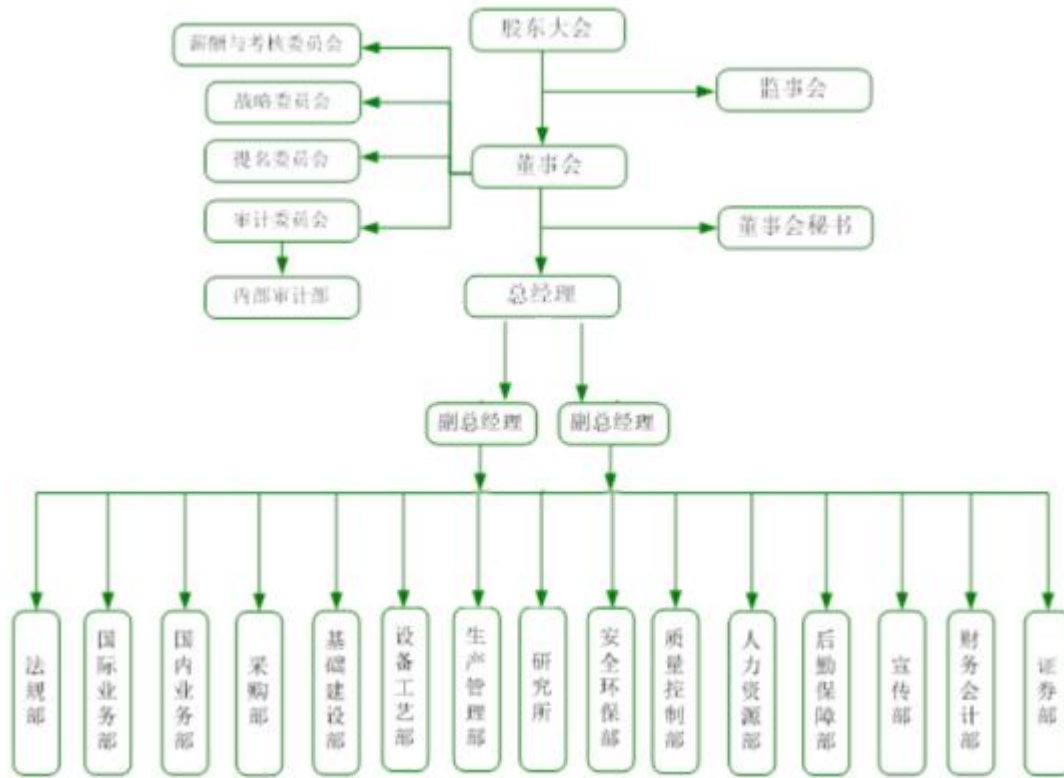
截至 2020 年底，顺昌投资持有嘉澳环保股份 2983.55 万股，以 2020 年最后一个交易日收盘价 18.57 元/股计算，市值合计 5.54 亿元，为“嘉澳转债”待偿本金（1.85 亿元）的 2.99 倍。截至 2021 年 3 月底，顺昌投资持有公司 40.67% 股份，质押公司股票 2712.00 万股，占其持有公司股份的 90.90%，占公司总股本的 36.97%。

## 十三、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A<sup>+</sup>；维持“嘉澳转债”的信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。



附件 1-1 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

## 附件 1-2 截至 2020 年底公司合并报表范围内的子公司

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)	
					直接	间接
1	福建省明洲环保发展有限公司	邵武市	邵武市	工业	100.00	
2	嘉兴若天新材料科技有限公司	嘉兴市	嘉兴市	工业	60.00	
3	济宁嘉澳鼎新环保新材料有限公司	济宁市	济宁市	工业	90.00	
4	浙江东江能源科技有限公司	桐乡市	桐乡市	工业	100.00	
5	浙江嘉穗进出口有限公司	桐乡市	桐乡市	贸易	100.00	
6	浙江嘉澳绿色新能源有限公司	桐乡市	桐乡市	工业	100.00	
7	嘉澳国际贸易（新加坡）有限公司	桐乡市	新加坡	贸易	100.00	
8	HIGH CHANNEL LIMITED	桐乡市	英属维尔京群岛	贸易		100.00
9	FOUNTAIN HIGH HK TRADING	桐乡市	香港	贸易		100.00

注：FOUNTAIN 和 HIGH 两家公司自 2020 年 9 月起已经不再开展营业务，截至本报告出具日，FOUNTAIN 已提交了注销申请，HIGH 已注销完毕

资料来源：公司年报

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	3.38	2.59	3.72	2.94
资产总额（亿元）	14.42	15.63	20.35	20.50
所有者权益（亿元）	7.77	8.14	8.65	8.79
短期债务（亿元）	3.33	3.64	6.61	6.70
长期债务（亿元）	2.28	2.29	3.79	3.67
全部债务（亿元）	5.61	5.94	10.40	10.37
营业收入（亿元）	10.39	10.75	12.30	3.19
利润总额（亿元）	0.56	0.68	0.39	0.23
EBITDA（亿元）	1.18	1.32	1.17	--
经营性净现金流（亿元）	-0.58	1.33	-0.72	-0.10
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	8.05	10.17	12.72	--
存货周转次数（次）	4.32	3.21	3.12	--
总资产周转次数（次）	0.75	0.72	0.68	--
现金收入比（%）	91.12	86.83	92.13	91.59
营业利润率（%）	13.13	15.77	13.10	20.99
总资本收益率（%）	5.87	6.29	3.67	--
净资产收益率（%）	7.23	7.97	4.68	--
长期债务资本化比率（%）	22.69	21.98	30.48	29.48
全部债务资本化比率（%）	41.92	42.19	54.59	54.13
资产负债率（%）	46.10	47.95	57.50	57.13
流动比率（%）	186.70	140.54	125.37	123.82
速动比率（%）	123.51	78.51	75.72	71.53
经营现金流流动负债比（%）	-14.30	27.26	-9.50	--
现金短期债务比（倍）	1.02	0.71	0.56	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	4.34	4.20	2.78	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.75	4.51	8.88	--

注：1.2021 年一季度数据未经审计；2.本报告 2019 年财务数据采用追溯调整后数据  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	0.60	0.64	2.13	1.72
资产总额（亿元）	13.09	13.38	15.78	16.29
所有者权益（亿元）	7.31	7.05	7.16	7.33
短期债务（亿元）	2.75	3.49	5.99	5.98
长期债务（亿元）	2.23	2.04	2.06	1.94
全部债务（亿元）	4.99	5.53	8.05	7.92
营业收入（亿元）	9.16	9.50	9.89	2.97
利润总额（亿元）	0.25	0.08	0.00	0.28
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-1.66	1.78	0.67	0.67
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	9.31	11.26	12.23	--
存货周转次数（次）	5.09	3.95	3.53	--
总资产周转次数（次）	0.71	0.72	0.68	--
现金收入比（%）	94.48	91.13	85.73	96.50
营业利润率（%）	11.69	9.93	10.99	20.32
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	3.20	0.89	0.38	--
长期债务资本化比率（%）	23.41	22.47	22.30	20.92
全部债务资本化比率（%）	40.57	43.98	52.90	51.93
资产负债率（%）	44.16	47.32	54.60	54.98
流动比率（%）	197.73	132.52	120.88	119.03
速动比率（%）	139.78	79.05	80.12	78.77
经营现金流流动负债比（%）	-47.32	41.48	10.26	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.18	0.36	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1.2021 年一季度数据未经审计；2.公司本部 2019 年财务数据采用追溯调整后数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### 附件 3 桐乡市顺昌投资有限公司主要财务指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产 (亿元)	3.42	2.73	3.94
资产总额 (亿元)	18.13	19.27	23.58
所有者权益 (亿元)	7.57	7.90	8.56
短期债务 (亿元)	3.33	4.09	7.49
长期债务 (亿元)	6.19	5.89	6.08
全部债务 (亿元)	9.52	9.97	13.57
营业收入 (亿元)	10.63	10.91	12.43
利润总额 (亿元)	0.38	0.44	0.78
EBITDA (亿元)	1.33	1.32	1.85
经营性净现金流 (亿元)	-0.66	1.49	0.94
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数 (次)	8.23	10.31	12.86
存货周转次数 (次)	4.32	3.21	3.12
总资产周转次数 (次)	0.59	0.58	0.58
现金收入比 (%)	89.12	85.92	91.25
营业利润率 (%)	15.02	16.94	13.98
总资本收益率 (%)	5.38	4.93	5.79
净资产收益率 (%)	4.94	4.91	8.22
长期债务资本化比率 (%)	45.00	42.72	41.53
全部债务资本化比率 (%)	55.72	55.81	61.31
资产负债率 (%)	58.26	59.03	63.70
流动比率 (%)	281.11	203.09	147.73
速动比率 (%)	217.23	144.50	104.01
经营现金流动负债比 (%)	-16.48	28.78	10.86
现金短期债务比 (倍)	1.03	0.67	0.53
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.15	7.53	7.35

注：1. 顺昌投资 2019 年财务数据采用追溯调整后数据  
资料来源：顺昌投资提供

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

### 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

### 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

