

**江苏锦鸡实业股份有限公司
2021 年向不特定对象发行
可转换公司债券信用评级报告**



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。



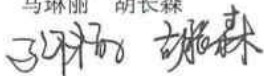
中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【313】号 03

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森



电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

评级日期：
2021年04月19日

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

江苏锦鸡实业股份有限公司 2021 年 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过 6 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

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

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”）对江苏锦鸡实业股份有限公司（以下简称“锦鸡股份”或“公司”，股票代码：300798.SZ）本次拟向不特定对象发行总额不超过 6 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司在活性染料领域具有较高的市场地位，在建产能规模较大，负债率较低，财务安全性较高；同时中证鹏元也关注到近年染料行业景气度整体走弱，公司经营压力加大，公司应收款项持续保持较大规模，以及面临一定资金压力和较大的安全环保监管压力等风险因素。

正面：

- 公司在活性染料领域具有较高的市场地位。公司是在国营泰兴染料化工总厂的基础上发展起来的，自成立以来一直从事活性染料业务，截至 2020 年末，公司拥有活性染料共 30 个系列 400 多个品种，累计获得国家发明专利授权 23 件，参与制定了国家标准 6 个、行业标准 10 个，在活性染料行业具有较强的市场竞争力。
- 公司在建及拟建产能规模较大，投产后有望完善公司产业链布局和产品结构。公司目前拥有 4.5 万吨的活性染料产能，剔除疫情的影响，近年公司产能利用率和产销率表现均较好；公司在建及拟建项目有精细化工产品项目和年产 1.5 万吨环保型高档分散染料项目，随着项目陆续建成投产，将完善公司产业链布局和产品结构，增加公司产能，同时有利于减少原材料价格波动对公司经营成本的影响。
- 公司负债率较低，财务安全性较高。截至 2020 年末，公司资产负债率为 19.91%，且负债主要由应付票据及应付账款等经营性负债构成，暂无有息债务；近年公司

流动比率和速动比率均呈波动上升趋势，2020 年末分别为 3.48、2.52，公司资产流动性尚可，财务安全性较高。

关注：

- 近年染料行业景气度整体走弱，公司经营压力加大。在全球经济增速放缓、中美贸易摩擦以及疫情等多重因素的影响下，近年染料行业景气度走弱，公司营业收入和净利润持续下降，2020 年分别为 7.54 亿元和 0.22 亿元，公司盈利能力下滑，经营压力加大。
- 近年公司应收款项持续保持较大规模，需关注其坏账风险。2020 年受疫情影响，染料行业需求偏弱，资产周转效率表现一般，应收款项规模较大且回款周期较长，截至 2020 年末，公司应收款项为 3.70 亿元（含应收票据、应收账款、应收款项融资以及其他应收款），占总资产的比重为 24.25%，合计已计提坏账准备 0.22 亿元。
- 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资金压力。截至 2020 年末，公司主要在建及拟建项目预计总投资达 19.06 亿元，尚需投资 15.94 亿元，面临一定的资金压力。
- 面临较大的安全环保监管压力。公司所处的染料行业为高污染行业，自 2018 年开始行业内安全事故频发，导致安全环保政策趋严，部分企业停产整顿或者退出市场，原材料价格受供给影响频繁波动，加大公司成本控制压力；同时，公司在环保安全方面的投入加大，也会增加公司的经营成本。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	152,862.60	151,086.43	125,648.49
归属于母公司所有者权益合计	121,348.94	121,148.46	93,028.90
资产负债率	19.91%	19.03%	25.00%
流动比率	3.48	3.65	2.57
速动比率	2.52	2.58	1.57
营业收入	75,358.67	112,405.55	120,232.24
营业利润	2,474.29	10,890.97	12,352.75
净利润	2,183.86	9,638.26	10,571.00
综合毛利率	12.32%	21.14%	20.88%
总资产回报率	1.81%	8.10%	10.43%
EBITDA	5,469.22	13,952.20	14,865.74

经营活动现金流净额	4,493.64	5,044.54	3,198.19
-----------	----------	----------	----------

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为泰兴市锦鸡染料有限公司，成立于1999年1月，注册地址江苏省泰兴市，初始注册资本488.00万元，其中：国营泰兴染料化工总厂出资200万元，为公司的控股股东；剩余出资约定由赵卫国、肖卫兵等30名自然人完成。

2016年4月，公司整体变更设立股份有限公司，公司名称变更为现用名。

经过历次增资和股权变更，2019年11月，根据中国证券监督管理委员会出具的《关于核准江苏锦鸡实业股份有限首次公开发行股票批复》（证监许可【2019】1848号）文件，公司在深圳证券交易所挂牌上市，并向社会公开发行人民币普通股4,178万股，发行价格为每股5.53元，募集资金总额为23,104.34万元，扣除各项发行费用后，募集资金净额为18,485.47万元，公司注册资本变更为41,774.89万元。

截至2020年末，公司注册资本和股本均为41,774.89万元，其中前十大股东合计持有公司31,434.76万股，占公司股份总数的75.24%；赵卫国为公司的第一大股东，同时与公司其他25名自然人股东为一致行动人¹，上述26名自然人合计持有公司43.81%股权，公司实际控制人为赵卫国。截至2020年末，赵卫国及一致行动人所持公司股权均未质押。

表 1 截至 2020 年末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股比例	持股数量	有限售条件的股份数量
赵卫国	18.42%	7,695.18	7,695.18
传化智联股份有限公司	14.40%	6,015.24	0.00
湖南臻泰股权投资管理合伙企业（有限合伙） -珠海大靖臻泰化工投资企业（有限合伙）	12.60%	5,265.30	0.00
肖卫兵	8.52%	3,560.01	3,560.01
上海兆亨投资有限公司	7.05%	2,945.90	0.00
许江波	6.01%	2,509.17	1,908.88
苏金奇	2.72%	1,136.55	1,136.55
泰州中电信泰投资中心（有限合伙）	2.26%	943.55	0.00
马立华	1.63%	681.93	681.93
潘勇	1.63%	681.93	681.93
合计	75.24%	31,434.76	15,664.49

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

公司属于化学原料和化学制品制造行业，主营业务为染料的研究、生产和销售，主要产品为活性染料，截至2020年末，纳入公司合并范围的子公司有3家。

¹ 前十大股东中，赵卫国和肖卫兵、苏金奇、马立华、潘勇为一致行动人。

表 2 截至 2020 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
泰兴锦云染料有限公司	19,441.02	100%	染料的研究、生产、销售等
泰兴锦汇化工有限公司	8,933.91	94.00%	化工产品生产等
宁夏锦兴化工有限公司	30,000.00	100%	化工产品生产销售

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：江苏锦鸡实业股份有限公司2021年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行总额：不超过6亿元（含），具体发行规模提请公司股东大会授权董事会在上述额度范围内确定；

债券期限：6年；

债券利率：票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

转股价格的调整方式：本期债券发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，则转股价格相应调整；

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本期债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行；

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本期债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视

具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本期债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：

(1) 到期赎回条款

在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与 保荐人（主承销商）协商确定；

(2) 有条件赎回条款

在本期债券转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价不低于当期转股价格的120%（含120%），或本期债券未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券；

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券回售条款：

(1) 有条件回售条款

本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的60%时，本期债券持有人有权将其持有的债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；

若在前述三十个交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不

包括因本期债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算,在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况,则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算;

本期债券最后两个计息年度,本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次,若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不应再行使回售权,本期债券持有人不能多次行使部分回售权;

(2) 附加回售条款

若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化,且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的,本期债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分债券的权利。在上述情形下,本期债券持有人可以在回售申报期内进行回售,在回售申报期内不实施回售的,不应再行使附加回售权;

向原股东配售的安排: 本期债券给予公司原A股股东优先配售权,原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定,并在本期债券的发行公告中予以披露;

原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上发行相结合的方式,余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐人(主承销商)在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过60,000.00万元(含),扣除发行费用后,募集资金用于以下项目:

表3 本期债券募集资金投向明细(单位:万元)

项目名称	实施主体	项目总投资	拟使用发行股票募集资金	拟使用本期债券募集资金	合计占项目总投资比例
精细化工产品项目(一期)	宁夏锦兴化工有限公司	124,787.28	18,485.47	60,000.00	62.90%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

根据公司公告的《向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》(以下简称“可行性分析报告”),精细化工产品项目实施主体为宁夏锦兴化工有限

公司（以下简称“宁夏锦兴”），总投资为135,500.00万元，分两期建设，其中一期为本期债券募投项目，总投资为124,787.28万元，二期总投资为10,712.72万元。

本期债券募投项目资金来源包括2019年公司公开发行股票募集资金18,485.47万元²、本期债券募集资金60,000.00万元，剩余部分由公司自筹解决。本期债券募集资金到位前，公司可根据自身发展需要并结合市场情况利用自筹资金对募集资金项目进行先期投入，并在募集资金到位后按照法律法规规定的程序予以置换。

1.项目概况

本期债券募投项目位于宁夏回族自治区灵武市宁夏宁东能源化工基地国际化园区内。宁夏宁东能源化工基地规划区总面积4,639平方公里，范围覆盖宁夏灵武市、盐池县、同心县、红寺堡等4个县市区，核心区面积766平方公里，是宁东煤田建设能源化工及相关产业集群的大型工业基地，产业氛围较好。

项目建设内容为年产H酸、1.5酸、间双等精细化工产品3.40万吨；年产硫酸、醋酸等产品34.85万吨，该等产品为公司活性染料生产所需的原材料及其副产物。本期债券募投项目是在公司现有染料业务的基础上，进一步延伸上游产业链，项目建成后有助于提高公司染料产品原材料自给自足能力，降低原材料价格波动对公司经营成本的影响，另外通过增加产品品类，逐步完善公司业务布局，为公司创造新的利润增长点，提高公司盈利能力。

表 4 募投项目建设内容（单位：吨/年）

产品名称	产能	产品名称	产能
H酸	8,000	硫酸	40,000
1.5酸	1,600	发烟磺酸	5,000
2,4-二氨基苯磺酸钠（工艺一）	1,600	氯磺酸	40,000
磺化对位酯	2,800	醋酸	4,000
对位酯	20,000	稀醋酸	5,500
-	-	亚硫酸钠	6,000
-	-	硫酸钠	60,000
-	-	稀硫酸	130,000
-	-	盐酸	50,000
-	-	氯化钠	8,000
合计	34,000	合计	348,500

资料来源：公司公告的《向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，中证鹏元整理

²该募集资金原计划用于年产3万吨高档商品活性染料项目，因所处园区产业调整升级以及受2020年初疫情影响，该项目暂缓建设，2020年6月29日，公司发布公告称，将该募集资金投向变更至本期债券募投项目。

2. 项目审批、核准或备案情况

截至2021年2月末，募投项目已经完成投资备案，并取得项目建设所需的土地（宁（2021）灵武市不动产权第L0000795号）和环评批复。

3. 项目进度及经济效益

募投项目建设期为2年，截至2020年末，项目尚未开工。根据可行性分析报告，项目达产后，可实现年均营业收入94,819.58万元，税后内部收益率为20.94%，投资回收期（所得税后）含建设期6.50年（含建设期2年）。但值得注意的是，受当前行业发展情况以及项目建设成本变动影响，项目建设进度及能否获得预期收益均存在一定不确定性。

四、运营环境

下游纺织服装行业处于去库存阶段，叠加染料行业环保政策趋严，部分企业停产整顿或者退出市场，行业景气度整体走弱，未来染料产量增长承压；染料企业的生产成本主要取决于上游原材料成本，全产业链布局是行业的发展趋势

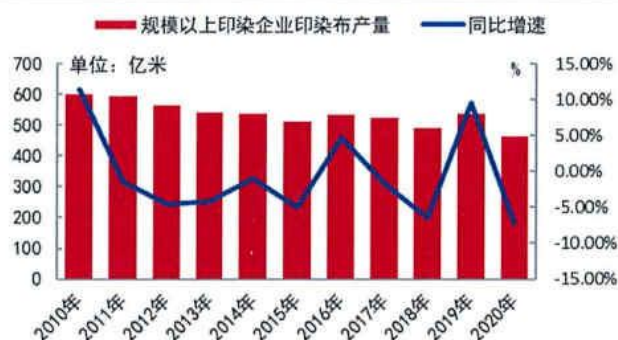
使物质显现颜色的物质统称为着色剂，着色剂主要分为颜料和染料两种，其中颜料是指不溶于水或其他溶剂的着色剂，在油墨、涂料和塑料等领域的应用比较广泛；染料则是指溶于水或其他溶剂的着色剂，主要应用于各种纺织纤维的着色。根据染料的应用方法和应用对象，可以将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、直接染料、酸性染料、还原染料等，其中分散染料和活性染料产量占比较大，合计70%左右。分散染料主要用于涤纶、棉纶等合成纤维的染色，活性染料主要用于棉、麻等天然纤维的染色，由于涤纶的应用更为广泛，因此分散染料是目前国内产量最大的染料品种。

染料行业的上游主要包括石油化工和煤化工，但是染料生产所需的原材料在上述行业的产业链中处于相对下游的位置，且消耗量占比不高，因此染料行业与石油化工和煤化工行业的关联度相对较小。染料行业的中游包括染料中间体制备和染料制备，中间体行业是精细化工的子行业，生产活性染料的中间体主要包括对位酯、H酸和J酸等，生产分散染料的中间体主要包括间苯二胺、间苯二酚以及还原物等，由于分散染料产量较大，间苯二胺是目前应用最为广泛的中间体。染料行业的下游主要是纺织行业中的印染行业，即对纺织品等物质着色，印染行业中小企业居多，行业集中度较低。

我国是纺织服装生产、消费和出口大国，庞大的人口基数为纺织服装行业发展提供了广阔的市场空间。伴随着我国居民收入不断增长和消费结构逐步升级，纺织服装消费的个性化、多样化以及高端化需求显现，推动印染行业加速升级，向高质量方向转型，2010年以来，纺织服装行业整体处于去库存阶段，且近年受全球宏观经济增速放缓以及中美贸

易摩擦影响，叠加印染行业安全生产、环保政策趋严，国内印染布产量呈现波动下降趋势，2020年受疫情影响，纺织服装需求显著下降，2020年我国规模以上印染企业印染布产量为525.03亿米，同比减少3.71%。

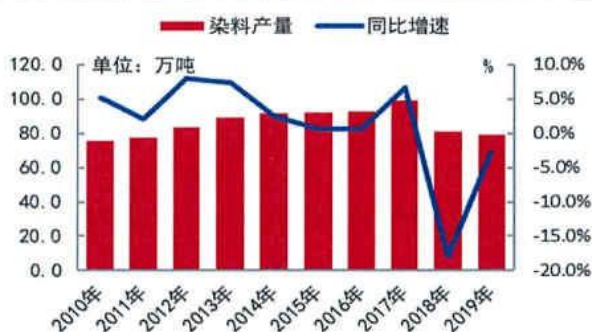
图1 近年我国印染布产量呈现波动下降趋势



资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

2010年以来全国染料产量持续递增，2017年达到最高值99.0万吨，但行业环保政策趋严导致部分染料生产企业停产进行设备改造升级，同时部分中小企业退出市场，近两年染料供给减少，行业景气度整体走弱，2019年我国染料产量为79.0万吨，较2017年减少20.20%；其中分散染料产量为33.8万吨，占比42.8%；活性染料产量为22.1万吨，占比28.0%。但近年印染布产量波动下降，长期来看，未来染料产量增长承压。

图2 近两年全国染料产量持续下滑



资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

染料的生产成本主要包括原材料、直接人工、制造费用等，其中原材料在染料生产成本中的比重超过70%，因此控制原材料生产成本对降低企业生产成本至关重要，而染料中间体又在原材料成本的占主导地位。染料企业的生产成本主要取决于上游原材料成本，但近年来染料的上游原材料供应商受安全、环保等政策影响，频繁出现停工整顿、限产等监管措施，导致部分原材料在一定时间内供应紧张，并引发原材料价格出现较大波动，严重

影响染料企业日常生产经营计划，同时也容易造成短期内企业生产成本大幅波动。拥有染料中间体的企业在市场上拥有更多的定价权，因此全产业链布局是行业的发展趋势。近年我国染料中间体产量保持稳定上升态势，2019年全国中间体产量为46.3万吨，同比增长5.95%。

图3 近年染料中间体产量稳步上升



资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

国内环保监管形势趋严，导致部分中小企业逐步退出市场，行业集中度较高

国内染料行业的中小企业较多，但市场份额相对集中。国内环保监管形势趋严，导致部分生产技术落后、成本控制能力有限的中小企业逐步退出市场，而行业内龙头企业凭借自身技术、资金、管理方面的优势优化产业布局，增强市场竞争力，行业内产业集中度有所提高。目前国内活性染料主要的生产企业有锦鸡股份、浙江龙盛、闰土股份和吉华集团等企业，分散染料主要的生产企业有浙江龙盛、闰土股份、吉华集团和安诺其等企业。2019年浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、锦鸡股份和安诺其染料产量合计为488,979吨，合计占全国染料产量的比重达61.9%，染料行业集中度较高。

表5 国内主要企业2019年染料产量情况（单位：吨）

项目	锦鸡股份	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	安诺其	合计
染料产量	48,281	182,012	162,945	69,362	26,379	488,979
染料产量全国占比	6.1%	23.0%	20.6%	8.8%	3.3%	61.9%

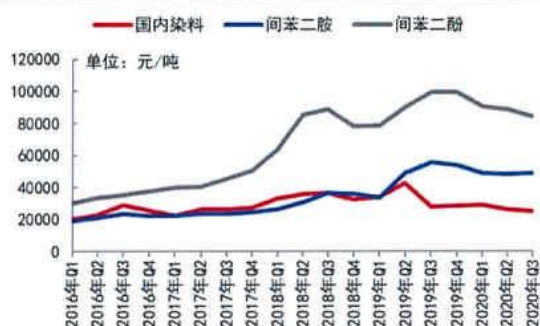
资料来源：各企业2019年年度报告，中证鹏元整理

目前染料整体库存偏少，短期内染料价格将触底反弹；长期来看，苏北园区产能受限，安全环保政策持续收紧行业有效产能，染料价格具备一定的上涨潜力

自2018年开始，化工行业环保安全事故不间断发生，多家化工企业被迫停产整顿，至2019年3月江苏天嘉宜化工有限公司（以下简称“天嘉宜化”）爆炸事故发生后，响水化工园区全面停产，同时江苏省政府发布《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》，要求对所有化工生产企业进行评估，不达标的立即停产、限期整改，不具备整改条件和逾期整

改不到位的予以关闭，染料供应减少，价格高位运行。但2020年受疫情影响，下游纺织服装需求疲软，出口显著减少，行业消费信心不足，此外全球石油价格下跌也对染料价格产生较大影响，染料价格明显回落。

图 4 受疫情影响，染料销售价格明显回落一段



注：浙江龙盛染料平均销售价格情况，其中国内染料系分散与活性两种加权平均售价。
资料来源：浙江龙盛相关债券募集说明书，中证鹏元整理

疫情造成染料生产企业备货意愿减少，目前染料整体库存偏少，行业供应紧张，且疫情对国内纺织服装行业的影响逐渐降低，下游服装纺织需求回暖，行业进入补库存周期，目前行业整体呈现复苏态势，短期内染料将触底反弹。长期来看，苏北园区产能受限，安全环保政策持续收紧行业有效产能，染料价格具备一定的上涨潜力。

五、公司治理与管理

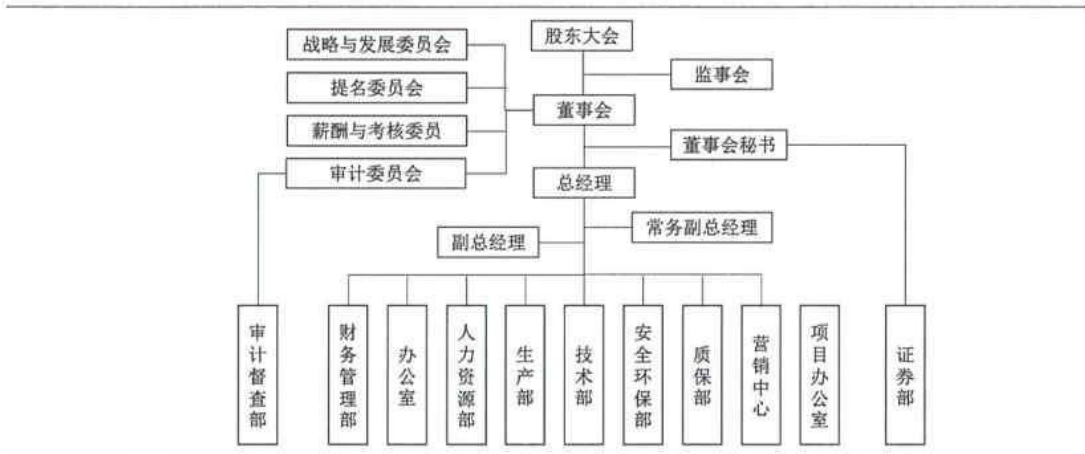
公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他相关规定，制定了公司章程，建立了由股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书以及其他高级管理层组成的公司治理机构，形成了有效的责任分工和法人治理结构。

根据《公司章程》，股东大会是公司的权力机构，具有决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会报告、审议批准监事会报告以及审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。公司董事会由 9 名董事组成，包括 6 名非独立董事和 3 名独立董事，设董事长 1 人；公司董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生，其他董事由股东大会选举或更换，任期三年。公司监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。经理层是公司的执行机构，负责公司的日常经营管理。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

组织机构方面，公司董事会设立审计、提名、薪酬与考核、战略与发展等 4 个董事会专门委员会，各专门委员会直接对董事会负责；公司下设财务管理部、办公室、人力资源

部、生产部、技术部、安全环保部、质保部、营销中心和项目办公室等部门，另外审计委员会分管审计督查部、董事会秘书分管证券部。

图 5 截至 2020 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

制度建设方面，近年公司制定了涵盖股东大会履行职责、董事会履行职责、财务管理和审计督查等各项生产经营活动的制度，包括《股东大会议事规》、《董事会议事规则》、《监事会议事规》、《董事会秘书工作细则》、《对外担保管理办法》、《对外投资管理办法》、《融资管理办法》、《独立董事工作制度》、《资金管理制度》、《控股股东及实际控制人行为规范》、《控股子公司管理办法》以及其他相关联的规章制度。

人员素质方面，公司主要高级管理人员从业时间较早，具有较丰富的管理经验和较高的专业职称，且较为稳定，公司实际控制人赵卫国、董事会秘书肖卫兵自公司成立之日起就在公司任职。公司在职员工以生产人员和行政人员居多，截至 2020 年末，公司共有员工 686 人。

六、经营与竞争

公司主营业务为染料的研究、生产和销售，主要产品为活性染料，在活性染料领域具有较高的市场地位。按产品应用技术分类，公司活性染料产品可以分为染色用活性染料和印花用活性染料两大类，其中染色染料收入最近三年占比均在80%以上，是公司最主要的收入来源。近三年公司营业收入逐年下降，其中2019年营业收入下降主要受中美贸易摩擦影响，公司下游纺织服装产品出口需求疲软，对染料的需求随之减少；2020年营业收入下降主要受疫情影响，公司染料销量和平均销售价格均显著下滑。公司其他业务收入包括原材料及包装物对外销售产生的收入，规模较小。

综合毛利率方面，2018-2019年公司综合毛利率较为稳定；2020年受疫情影响，公司综合毛利率降至12.32%，较2019年下降8.82个百分点。

表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	销售金额	毛利率	销售金额	毛利率	销售金额	毛利率
染色染料	67,871.52	11.72%	100,522.71	20.28%	110,194.16	20.24%
印花染料	7,294.31	17.63%	11,584.68	27.90%	9,792.55	26.48%
主营业务	75,165.83	12.29%	112,107.39	21.07%	119,986.71	20.75%
其他业务	192.84	22.84%	298.15	47.66%	245.53	84.40%
合计	75,358.67	12.32%	112,405.55	21.14%	120,232.24	20.88%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司活性染料产品种类较多，剔除疫情的影响，近年公司产能利用率和产销率表现均较好，但是染料销售价格和销量走低，导致近年公司营业收入持续下降，经营压力加大

公司生产经营任务主要由各子公司承担，本部不负责具体的产品生产任务，泰兴锦云染料有限公司（以下简称“锦云染料”）主要负责活性染料的研究、生产和销售，泰兴锦汇化工有限公司（以下简称“锦汇化工”）主要负责染料中间体的研究和生产。生产模式上，实行以销定产和适量备货相结合的生产模式，公司根据客户订单的要求进行生产，但由于客户需求较为多样化，而公司生产线数量有限，公司会预留一定量的库存，以减少生产线频繁转换产生的附加成本。公司活性染料产品种类较多，在活性染料行业具有较强的市场竞争力，截至2020年末，公司拥有活性染料共30个系列400多个品种，是活性染料行业中产品系列和品种较全面的企业，其中用于染色的活性染料共23个系列产品，用于印花的活性染料共7个系列产品。

截至2020年末，公司累计获得国家发明专利授权23件，核准注册商标43件；公司参与编制了亚洲染料联合会标准1个、国家标准6个、中国染料工业协会的团体标准2个；参与制定了行业标准10个。研发投入方面，2018-2020年，公司研发投入占营业收入的比重分别为3.73%、3.86%和3.26%。

产量及产能方面，公司2020年末拥有4.5万吨的活性染料产能，除2020年受疫情影响，公司产能利用率有所下降外，2018-2019年公司均为满负荷生产状态，且最近3年公司产销率均在95%以上，表现较好。此外，公司正在建设年产1.5万吨环保型高档分散染料项目，待项目建成完工后公司产能将进一步增长。

表 7 公司活性染料产销平衡情况（单位：吨）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
----	--------	--------	--------

产能	45,000.00	45,000.00	45,000.00
生产数量	35,201.08	48,280.86	49,015.26
销售数量	36,223.31	47,164.92	47,464.58
产能利用率	78.23%	107.29%	108.92%
产销率	102.90%	97.69%	96.84%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从活性染料的细分产品来看，近年公司染色染料平均销售单价和销售数量持续下降，2020年分别为2.02万元/吨、33,620.94吨，导致公司营业收入持续下降；印花染料的平均销售单价和销售数量波动下降，其中2020年下降主要受疫情影响。

表 8 公司活性染料业务分产品销售概况（单位：万元、吨、万元/吨）

项目		2020 年	2019 年	2018 年
染色染料	销售金额	67,871.52	100,522.71	110,194.16
	销售数量	33,620.94	43,465.70	44,077.66
	平均销售单价	2.02	2.31	2.50
印花染料	销售金额	7,294.31	11,584.68	9,792.55
	销售数量	2,602.37	3,699.22	3,330.80
	平均销售单价	2.80	3.13	2.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户类型上看，公司销售模式主要为直接销售，销售客户可分为印染型客户、贸易型客户和染料加工型客户，其中印染型客户占比较大，近年在营业收入中占比均在60%以上，客户结构较为稳定。印染型客户主要采购染料作为原材料直接用于印染，是染料行业的直接下游客户；贸易型客户自身拥有销售渠道，靠产品进销差价获取利润；染料加工型客户购入染料后会进行再加工，然后对外销售。

表 9 公司活性染料按客户类型销售分布（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
印染型客户	50,615.69	67.17%	69,128.29	61.66%	88,153.03	73.47%
贸易型客户	21,167.01	28.09%	38,108.95	33.73%	22,171.82	18.27%
染料加工型客户	3,575.97	4.75%	5,168.31	4.61%	9,907.39	8.26%
合计	75,358.67	100.00%	112,405.55	100.00%	120,232.24	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司营销中心统一负责公司产品营销和市场推广，截至2020年末，公司拥有销售和应用服务等人员40多人，主要分布在江苏、上海、浙江、山东、广东和福建等地，近年公司80%以上的收入也来自上述区域。从销售区域上看，公司染料产品以内销为主，出口比例较小，近三年内销占比均在90%以上，国外疫情对公司经营的直接影响较小。

表 10 公司活性染料分区域销售概况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
内销	69,946.09	92.82%	108,915.42	96.89%	117,686.81	97.87%
外销	5,412.58	7.19%	3,490.12	3.10%	2,545.43	2.12%
合计	75,358.67	100.00%	112,405.55	100.00%	120,232.24	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018-2020年，公司前五大客户销售金额合计占营业收入的比重分别为22.34%、20.91%和17.67%，且前五大客户的销售金额占比较为均衡，公司对单一客户的依赖性较小。

表 11 公司活性染料业务前五名客户情况（单位：万元）

年份	公司名称	销售金额	占比	主要销售产品
2020 年	客户一	5,142.90	6.82%	活性红、活性黄、活性黑
	客户二	2,238.35	2.97%	活性红、活性黄、活性黑
	客户三	2,048.77	2.72%	活性红、活性黄、活性黑
	客户四	2,027.66	2.69%	活性红、活性黄、活性黑
	客户五	1,858.32	2.47%	活性红、活性黄、活性黑
	合计	13,316.00	17.67%	-
2019 年	客户一	6,860.80	6.10%	活性超级黑
	客户二	6,733.29	5.99%	活性嫩黄、活性橙
	客户三	4,331.53	3.85%	活性黑、活性红、活性黄
	客户四	2,852.85	2.54%	活性黑、活性红、活性黄
	客户五	2,727.85	2.43%	活性黑、活性红、活性黄
	合计	23,506.32	20.91%	-
2018 年	客户一	7,902.95	6.57%	活性超级黑
	客户二	6,904.28	5.74%	活性嫩黄、活性橙
	客户三	4,420.49	3.68%	活性黄、活性超级黑
	客户四	3,993.08	3.32%	活性特深黑、活性红
	客户五	3,646.35	3.03%	活性超级黑
	合计	26,867.15	22.34%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料成本是公司最主要的经营成本，由于染料行业景气度走弱，近年公司大部分原材料采购均价持续下降；近年公司上游供应商较为稳定，但对单个供应商依赖较大，议价能力受限

公司营业成本主要由直接材料、制造费用、直接人工、能源动力、包装物和运费构成。2018-2020年，公司原材料成本占比均在70%以上。近年染料行业景气度整体走弱，公司染料生产数量减少，对原材料的需求及其他相关的人工、能源的投入减少；同时染料行业需

求偏弱，生产染料所需的主要原材料价格亦呈现下行趋势，因此近年公司染料成本下降较多，其中2020年表现较为明显。

表 12 公司活性染料营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	营业成本	占比	营业成本	占比	营业成本	占比
直接材料	49,369.75	74.72%	70,932.59	80.02%	78,268.70	82.28%
直接人工	1,629.69	2.47%	2,063.71	2.33%	2,062.16	2.17%
制造费用	6,817.16	10.32%	7,161.90	8.08%	6,417.34	6.75%
能源动力	5,418.38	8.20%	6,854.28	7.73%	6,649.22	6.99%
包装物	1,233.97	1.87%	1,633.32	1.84%	1,725.46	1.81%
运费	1,604.76	2.43%	0.00	-	0.00	-
合计	66,073.71	100.00%	88,645.78	100.00%	95,122.88	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购模式上，公司营销中心按照公司生产计划、原辅材料需求清单及材料库存编制采购计划；各子公司分别设立采购部，采购部依据采购计划，对新采购的物品实施三家询价机制；采购的物资运到公司后，由质保部进行质量检验，合格后进行入库。H酸和对位酯是生产活性染料最主要的两类原材料，受安全及环保政策影响，行业内部分原材料供应商应政府要求停产整顿或限制生产，导致近年该两类原材料的市场供应波动较大，因此对于该类原材料，公司主要根据销售订单、库存量和市场价格选择适度备货以降低原材料市场波动给公司正常生产经营带来的冲击。对于其他辅助原材料，公司主要根据生产计划进行采购。

近年锦云染料采购的主要原材料包括生产活性染料所用的H酸、对位酯、J酸、K酸、磺化吐氏酸和三聚氯氰等。2018-2020年，除J酸和磺化吐氏酸的采购价格有一定波动外，锦云染料主要原材料采购价格呈现下降态势。

表 13 锦云染料主要原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目	2020 年			2019 年			2018 年		
	采购量	采购金额	采购均价	采购量	采购金额	采购均价	采购量	采购金额	采购均价
H 酸	3,803.57	11,022.22	2.90	4,764.91	16,772.40	3.52	6,004.02	25,134.84	4.19
对位酯	3,219.44	4,827.28	1.50	6,868.79	13,377.66	1.95	6,670.85	18,352.03	2.75
J 酸	646.87	2,650.75	4.10	654.82	3,604.15	5.50	373.43	2,017.73	5.40
K 酸	1,235.90	2,600.28	2.10	1,737.81	4,467.96	2.57	1,600.88	5,248.18	3.28
磺化吐氏酸	1,002.04	2,286.60	2.28	794.04	2,504.83	3.15	744.14	2,010.68	2.70
三聚氯氰	1,273.50	1,242.38	0.98	1,912.50	2,131.33	1.11	1,948.00	2,381.17	1.22

注：以上数据不包括锦云染料向锦汇化工采购原材料的金额和数量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

锦汇化工采购的主要原材料系生产染料中间体对位酯所需的苯胺、氯磺酸、环氧乙烷和32%烧碱等，2018-2020年，锦汇化工的主要原材料采购价格也呈下降态势。锦汇化工的主要产品为对位酯，而对位酯是锦云染料的主要原材料，目前锦汇化工的对位酯产量能够满足公司染料生产的大部分需求，公司通过布局上下游产业链业务，以提高原材料供应的保障程度，同时有利于稳定公司的综合生产成本。

表 14 锦汇化工主要原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目	2020年			2019年			2018年		
	采购量	采购金额	采购均价	采购量	采购金额	采购均价	采购量	采购金额	采购均价
苯胺	3,148.05	1,671.96	0.53	2,807.17	1,567.42	0.56	2,712.29	2,215.84	0.82
氯磺酸	14,295.72	1,046.22	0.07	14,096.68	912.53	0.06	13,275.43	1,559.69	0.12
环氧乙烷	1,967.97	1,240.82	0.63	1,852.93	1,305.67	0.70	1,769.35	1,599.19	0.90
32%烧碱	19,882.79	1,090.66	0.05	18,030.55	1,305.01	0.07	15,856.70	1,460.19	0.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受园区安全及环保政策限制，锦汇化工产能扩张受限，因此公司在宁夏新设子公司宁夏锦兴，负责精细化工产品项目，该项目主要生产的产品包括H酸、吐氏酸、1.5酸、磺化对位酯、间双和对位酯等，这些产品主要用于锦云染料生产活性染料，剩余部分外销，项目建成后将有利于降低公司原材料采购成本和采购风险。

公司上游供应商较为稳定，2018-2020年公司前五大供应商采购原材料的比例呈波动上升趋势，2020年为36.73%，较为集中，公司议价能力受限。

表 15 公司活性染料业务前五名供应商情况（单位：万元）

年份	公司名称	采购金额	占比	主要采购内容
2020年	供应商一	11,249.00	16.93%	H酸
	供应商二	5,501.47	8.28%	H酸
	供应商三	2,788.22	4.20%	H酸、对位酯、K酸、J酸、磺化吐氏酸、磺对位酯
	供应商四	2,675.83	4.03%	燃气
	供应商五	2,191.91	3.30%	间苯二胺
	合计	24,406.42	36.73%	-
2019年	供应商一	25,706.80	26.75%	H酸、对位酯、K酸、J酸、磺化吐氏酸、磺对位酯
	供应商二	4,111.40	4.28%	燃气
	供应商三	4,084.57	4.25%	间苯二胺
	供应商四	3,051.36	3.18%	电

2018年	供应商五	2,753.74	2.87%	H酸
	合计	39,707.86	41.33%	-
	供应商一	12,782.79	11.65%	H酸、对位酯、K酸、磺化吐氏酸
	供应商二	5,746.86	5.24%	H酸
	供应商三	5,165.45	4.71%	对位酯
	供应商四	4,599.65	4.19%	K酸
	供应商五	3,752.08	3.42%	燃气、设备
	合计	32,046.83	29.21%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建及拟建项目产能规模较大，待建成投产后有望完善公司产业链布局和产品结构，但是收益未来能否达预期存在一定的不确定性

截至2020年末，公司主要在建项目有四期染料中间体及稀酸再生技改项目工程（以下简称“四期技改项目”）、年产1.5万吨环保型高档分散染料项目、废水优化项目及本期债券募投项目，合计总投资179,878.18万元，已投资31,166.23万元；拟建项目为精细化工产品项目（二期），计划总投资10,712.72万元，随着上述项目陆续建成投产，将减少原材料价格波动对公司经营成本的影响，完善公司产业链布局和产品结构，但同时中证鹏元也关注到，若后续行业景气度未明显回升，这些项目的收益能否达预期存在一定的不确定性。截至2020年末，公司主要在建及拟建项目合计尚需投资159,424.67万元，规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

表 16 截至 2020 年末公司主要在建及拟建项目概况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
精细化工产品项目(一期)	124,787.28	497.16	124,290.12
四期染料中间体及稀酸再生技改项目工程 ³	38,209.60	15,841.70	22,367.90
三期分散染料工程 ⁴	14,841.64	12,872.15	1,969.49
废水处理优化项目	2,039.66	1,955.22	84.44
在建项目合计	179,878.18	31,166.23	148,711.95
精细化工产品项目（二期）	10,712.72	0.00	10,712.72
拟建项目合计	10,712.72	0.00	10,712.72
合计	190,590.90	31,166.23	159,424.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司所处的染料行业为高污染行业，自2018年开始行业内安全事故频发，导致安全环

³ 2021年4月19日，公司发布公告称，应江苏省泰兴经济开发区环保政策要求，该项目中的染料中间体项目停止建设，稀酸再生项目继续进行。同时，计划利用染料中间体项目现有建成厂房（14,425.92 m²）实施数码印花墨水及喷墨打印墨水色料项目（以下简称“喷墨项目”），目前喷墨项目尚未备案。

⁴ 即1.5万吨环保型高档分散染料项目。

保政策趋严，部分企业停产整顿或者限制生产，原材料供给波动，导致其价格频繁波动，加大公司成本控制压力；同时，应各级政府的政策要求，公司在环保安全方面的投入加大，也增加了公司的经营成本。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告和2020年带强调事项段的无保留意见审计报告（天健审〔2021〕3368号），报告均采用新会计准则编制。近年合并报表范围变化情况：2018-2019年公司合并范围未发生变化；2020年，公司新增一家合并子公司宁夏锦兴，宁夏锦兴注册资本为30,000万元，由锦云染料100%持股。截至2020年末，纳入公司合并范围内的子公司为3家。

公司2020年审计报告（天健审〔2021〕3368号）中强调，公司于2021年3月19日二届十二次董事会批准报出的财务报表（《审计报告》（天健审〔2021〕998号））将运输活动支出误列报于销售费用。根据企业会计准则相关要求，经公司2021年4月16日二届十三次董事会审议批准，公司对上述事项进行了更正，相应调增营业成本1,604.76万元，调减销售费用1,604.76万元。本段内容不影响已发表的审计意见。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，且以流动资产为主，公司资产流动性尚可；但公司应收款项持续保持较大规模，需关注其坏账风险

由于公司首次公开发行股票募集资金到账以及公司业务的持续推进，近年公司资产规模持续增长，2020年末为152,862.60万元，较2018年末增长21.66%；从资产构成来看，以流动资产为主，且流动资产占比持续提高，2020年末为66.39%。

表 17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20,947.05	13.70%	16,117.26	10.67%	8,003.88	6.37%
交易性金融资产	9,021.06	5.90%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

应收票据	107.68	0.07%	549.08	0.36%	15,778.15	12.56%
应收账款	22,223.94	14.54%	20,032.92	13.26%	20,747.39	16.51%
应收款项融资	14,592.08	9.55%	16,384.06	10.84%	0.00	0.00%
存货	28,032.70	18.34%	29,257.03	19.36%	29,731.56	23.66%
其他流动资产	4,379.57	2.87%	15,694.94	10.39%	615.06	0.49%
流动资产合计	101,492.70	66.39%	99,601.27	65.92%	76,600.97	60.96%
固定资产	19,139.64	12.52%	27,747.34	18.37%	21,390.76	17.02%
在建工程	23,263.76	15.22%	14,707.30	9.73%	17,626.58	14.03%
非流动资产合计	51,369.90	33.61%	51,485.17	34.08%	49,047.53	39.04%
资产总计	152,862.60	100.00%	151,086.43	100.00%	125,648.49	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司货币资金为20,947.05万元，较2018年末增加较多，主要系公司首次公开发行股票募集资金到账所致；其中受限使用金额6,050.00万元，为银行承兑汇票保证金。交易性金融资产系公司用闲置募集资金购买的理财产品，2020年末为9,021.06万元。2019年公司应收票据大幅减少，主要系公司按照新金融工具准则的规定，将应收票据中的银行承兑汇票重分类至应收款项融资科目所致，截至2020年末，公司应收款项融资为14,592.08万元。近年公司应收账款持续保持较大规模，2020年末账面价值为22,223.94万元，占总资产的14.54%，计提坏账准备2,132.64万元，主要系对下游印染企业应收货款计提的坏账；前五大应收对象合计应收账款余额为4,948.29万元，占比20.31%，公司应收账款较为集中，需关注其回收风险。公司存货主要为原材料和库存商品，近年规模较为稳定，2020年末为28,032.70万元，其中原材料和库存商品的占比分别为68.18%、27.27%。近年公司其他流动资产波动较大，主要系公司使用闲置募集资金购买及赎回理财产品所致。

公司固定资产主要由房屋建筑物和专用设备构成，近年规模有所波动，2020年末为19,139.64万元，其中房屋建筑物和专用设备的占比分别为65.10%、33.91%，房屋建筑物主要包括公司办公楼、生产车间、厂房及仓库等；2019年末公司固定资产增加主要系四期技改项目达到预定可使用状态，由在建工程转至该科目所致；2020年公司固定资产减少主要系四期技改项目部分需要整改，转回至在建工程科目核算所致。公司在建工程主要包括四期技改项目、三期分散染料工程、废水处理优化项目以及本期债券募投项目等，2020年末为23,263.76万元，较2018年末增长31.98%。截至2020年末，公司使用受限的货币资金、固定资产以及无形资产账面价值合计为10,949.88万元，占总资产的比重为7.16%，受限原因系开立银行承兑汇票提供的保证金或抵押担保。

整体来看，公司资产主要由货币资金、应收款项、存货、固定资产和在建工程构成，且主要以流动资产为主，公司资产流动性尚可。

资产运营效率

受环保监管政策以及疫情影响，公司资产运营效率明显下降，且表现一般

公司实行以销定产和适量备货有机结合的生产模式，公司根据客户订单要求安排生产，由于客户需求较为多样化而公司生产线数量有限，且生产线的频繁转产会提高成本、降低效率，因此公司通常每批产品的生产量会超过订单量，故产生一定量的产品库存。2018年以来，由于行业环保政策趋严，导致公司生产所需的部分原材料市场供应紧张，价格波动较大，为保证生产需要以及控制采购成本，公司根据销售订单、库存量和市场价格选择适度备货，且染料行业易受宏观经济波动影响，疫情导致染料行业下游需求减弱，公司产品销售周期延长，公司应收款项结算周期及应付款项的信用周期均相应延长，在上述因素的综合影响下，公司净营业周期从2018年的120.37天延长至2020年的165.76天。

受营业收入持续下降影响，近年公司流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数持续增加，2020年分别为480.33天、111.99天和726.01天，公司资产运营效率明显下降，且表现一般。

表 18 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2020年	2019年	2018年
应收款项周转天数	137.36	117.69	109.01
存货周转天数	156.07	119.78	102.98
应付票据及应付账款周转天数	127.67	97.17	91.61
净营业周期	165.76	140.29	120.37
流动资产周转天数	480.33	282.16	224.72
固定资产周转天数	111.99	78.69	60.18
总资产周转天数	726.01	443.15	360.52

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

表 19 2019 年行业内主要上市公司资产周转效率情况（单位：天）

项目	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	安诺其	雅运股份
应收款项周转天数	100.64	162.11	107.19	112.08	126.46
存货周转天数	678.01	124.26	125.03	199.07	189.04
总资产周转天数	874.52	579.85	717.22	629.81	486.30

资料来源：上市公司年报，中证鹏元整理

盈利能力

受疫情影响，2020年公司盈利能力明显下降，经营压力加大

公司主要生产活性染料，受全球经济增速放缓、中美贸易摩擦以及疫情影响，染料行业的需求减弱，近年公司营业收入和利润持续下降，2020年公司营业收入为75,358.67万元，较2018年下降37.32%；净利润为2,183.86万元，较2018年下降79.34%。2020年疫情对公司经营造成的影响较大，疫情造成染料行业需求减少，染料销售价格明显回落，公司综合毛利率下降较多，净利润受到挤压，资产收益率亦随之下降。

表 20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
营业收入	75,358.67	112,405.55	120,232.24
营业利润	2,474.29	10,890.97	12,352.75
利润总额	2,743.88	11,194.64	12,542.44
净利润	2,183.86	9,638.26	10,571.00
综合毛利率	12.32%	21.14%	20.88%
期间费用率	8.96%	10.65%	10.07%
营业利润率	3.28%	9.69%	10.27%
总资产回报率	1.81%	8.10%	10.43%
净资产收益率	1.78%	8.90%	11.75%
营业收入增长率	-32.96%	-6.51%	12.56%
净利润增长率	-77.34%	-8.82%	-4.06%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现尚可，但现金生成能力持续减弱，存在一定的资金支出压力。近年公司收入和净利润持续下降，致使公司现金生成能力持续减弱，2020年FFO为4,686.99万元。近年公司经营活动现金流均为净流入，合计金额为12,736.37万元，净流入规模整体不大。

近年公司投资活动现金流有所波动，主要系申购和赎回理财产品所致。

2018年及2020年公司筹资活动现金净流出规模不大，2019年筹资活动现金净流入规模较大，主要系公司首次公开发行股票募集资金到账所致。

截至2020年末，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

表 21 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
净利润	2,183.86	9,638.26	10,571.00
非付现费用	3,111.23	3,118.21	2,460.64
非经营损益	-608.10	19.67	55.86

FFO	4,686.99	12,776.14	13,087.50
营运资本变化	-223.51	-7,731.60	-9,661.23
其中：存货减少（减：增加）	1,111.16	307.75	-5,122.66
经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,775.01	-6,646.48	-3,396.27
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,440.34	-1,392.86	-1,142.30
经营活动产生的现金流量净额	4,493.64	5,044.54	3,198.19
投资活动产生的现金流量净额	2,245.28	-17,098.43	-2,174.79
筹资活动产生的现金流量净额	-1,144.39	18,667.64	-2,581.28
现金及现金等价物净增加额	5,479.79	6,623.38	-1,593.96

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债率较低，债务均为经营性负债，财务安全性较高

2019年公司向社会公众公开发行人民币普通股4,178万股，增加实收资本4,178.00万元，增加资本公积14,307.47万元，截至2020年末，公司所有者权益为122,427.02万元，较2018年末增长29.91%；公司负债规模较小，且近年变动不大，2020年末为30,435.58万元。公司产权比率呈波动下降趋势，2020年末为24.86%，公司所有者权益对总负债的保障程度较高。

表 22 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年	2019 年	2018 年
负债总额	30,435.58	28,753.63	31,409.42
所有者权益	122,427.02	122,332.80	94,239.07
产权比率	24.86%	23.50%	33.33%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

应付票据及应付账款为公司的主要负债构成，该类负债均为经营性负债。应付票据均系锦云染料开立的银行承兑汇票，2020年末为15,650.00万元，较2018年末增长16.24%；应付账款主要包括应付货款及运输费、应付工程及设备款等，2020年末为8,338.98万元，较2018年末减少27.60%，应付货款及运输费减少主要系公司原材料采购数量减少所致，应付工程及设备款减少主要系四期染料中间体及稀酸再生技改项目工程部分款项结算所致。

表 23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	15,650.00	51.42%	13,000.00	45.21%	13,463.51	42.86%
应付账款	8,338.98	27.40%	9,874.01	34.34%	11,518.00	36.67%

流动负债合计	29,170.48	95.84%	27,253.39	94.78%	29,831.10	94.98%
非流动负债合计	1,265.11	4.16%	1,500.24	5.22%	1,578.32	5.02%
负债合计	30,435.58	100.00%	28,753.63	100.00%	31,409.42	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司账面无有息债务，负债水平不高，2020年末资产负债率为19.91%，但若本期债券发行成功，公司有息债务及资产负债率将大幅上升。近年公司流动比率和速动比率均呈波动上升趋势，2020年末分别为3.48、2.52，公司资产流动性尚可，财务安全性较高。

表 24 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	19.91%	19.03%	25.00%
流动比率	3.48	3.65	2.57
速动比率	2.52	2.58	1.57
EBITDA（万元）	5,469.22	13,952.20	14,865.74
债务总额/EBITDA	5.56	2.06	2.11
经营性净现金流/流动负债	0.15	0.19	0.11
经营性净现金流/负债总额	0.15	0.18	0.10

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目产生的收益是公司偿债资金的主要来源。根据可行性分析报告，募投项目达产后，预计可实现年均营业收入94,819.58万元，税后内部收益率为20.94%。但值得注意的是，受当前行业发展情况以及项目建设成本变动影响，项目建设进度以及能否获得预期收益均存在一定不确定性。

其次，公司日常经营所得是公司偿债资金的另一重要来源。2018-2020年，公司分别实现营业收入120,232.24万元、112,405.55万元和75,358.67万元；且近三年公司经营活动现金流均为净流入，合计金额为12,736.37万元，表现尚可。但同时中证鹏元也关注到，2020年疫情对公司收入及利润影响较大，全球宏观经济增速放缓和中美贸易摩擦仍旧存在，染料行业下游的需求变动可能对公司经营情况造成一定影响。

此外，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需付息，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年1月11日），公司本部及锦云染料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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

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	2019年	2018年
货币资金	20,947.05	16,117.26	8,003.88
应收票据	107.68	549.08	15,778.15
应收账款	22,223.94	20,032.92	20,747.39
应收款项融资	14,592.08	16,384.06	0.00
存货	28,032.70	29,257.03	29,731.56
其他流动资产	4,379.57	15,694.94	615.06
固定资产	19,139.64	27,747.34	21,390.76
在建工程	23,263.76	14,707.30	17,626.58
资产总计	152,862.60	151,086.43	125,648.49
应付票据	15,650.00	13,000.00	13,463.51
应付账款	8,338.98	9,874.01	11,518.00
负债合计	30,435.58	28,753.63	31,409.42
所有者权益合计	122,427.02	122,332.80	94,239.07
营业收入	75,358.67	112,405.55	120,232.24
营业利润	2,474.29	10,890.97	12,352.75
净利润	2,183.86	9,638.26	10,571.00
经营活动产生的现金流量净额	4,493.64	5,044.54	3,198.19
投资活动产生的现金流量净额	2,245.28	-17,098.43	-2,174.79
筹资活动产生的现金流量净额	-1,144.39	18,667.64	-2,581.28
财务指标	2020年	2019年	2018年
EFO（万元）	4,686.99	12,776.14	13,087.50
应收款项周转天数（天）	137.36	117.69	109.01
存货周转天数（天）	156.07	119.78	102.98
应付账款及应付票据周转天数（天）	127.67	97.17	91.61
净营业周期（天）	165.76	140.29	120.37
流动资产周转天数（天）	480.33	282.16	224.72
固定资产周转天数（天）	111.99	78.69	60.18
总资产周转天数（天）	726.01	443.15	360.52
综合毛利率	12.32%	21.14%	20.88%
期间费用率	8.96%	10.65%	10.07%
营业利润率	3.28%	9.69%	10.27%
总资产回报率	1.81%	8.10%	10.43%
净资产收益率	1.78%	8.90%	11.75%
营业收入增长率	-32.96%	-6.51%	12.56%

净利润增长率	-77.34%	-8.82%	-4.06%
资产负债率	19.91%	19.03%	25.00%
流动比率	3.48	3.65	2.57
速动比率	2.52	2.58	1.57
EBITDA（万元）	5,469.22	13,952.20	14,865.74
债务总额/EBITDA	5.56	2.06	2.11
经营性净现金流/流动负债	0.15	0.19	0.11
经营性净现金流/负债总额	0.15	0.18	0.10

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，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
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收款项融资余额} + \text{期末应收款项融资余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	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
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。