



2021年江苏锦鸡实业股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2022年 跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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員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：

2021年江苏锦鸡实业股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
锦鸡转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“锦鸡转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到公司在活性染料领域具有较高的市场地位，2021 年营业收入实现较好增长，总债务规模低，债务压力较小；同时也关注到，公司面临一定的安全和环保监管压力，成本管控压力加大，新增产能仍存在消化风险以及盈利能力偏弱等风险因素。

未来展望

- 公司在活性染料细分市场的份额占比较高，若新增项目后续投产，公司产业链将向上游延伸，同时优化公司产品结构，改善公司盈利能力。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 04 月 27 日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	21.38	15.29	15.11
归母所有者权益	13.76	12.13	12.11
总债务	6.25	1.57	1.30
营业收入	9.93	7.54	11.24
EBITDA 利息保障倍数	16.71	-	980.32
净利润	0.52	0.22	0.96
经营活动现金流净额	0.47	0.45	0.50
销售毛利率	15.68%	12.32%	21.14%
EBITDA 利润率	9.25%	5.90%	12.27%
总资产回报率	3.38%	1.81%	8.10%
资产负债率	35.64%	19.91%	19.03%
净债务/EBITDA	-4.29	-6.95	-2.33
总债务/总资本	31.23%	11.33%	9.61%
FFO/净债务	-10.07%	-8.76%	-25.91%
速动比率	4.40	2.52	2.58
现金短期债务比	6.32	3.11	3.70

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司在活性染料领域具有较高的市场地位。**公司自成立以来一直从事活性染料业务，2020年活性染料产量占全国活性染料产量的16.7%，且公司活性染料产品种类较多，是全国活性染料产品系列和品种种类较全面的企业。
- **公司产品销量增加，营业收入实现较好增长。**2021年染料下游行业景气度提升，公司营业收入同比增长31.83%，产能利用率大幅提升，产销率维持较高水平。公司年产1.5万吨环保型高档分散染料项目已完工待投产，本期债券募投项目持续推进中，若上述项目后续投产，公司产业链将向上游延伸，同时优化公司产品结构。
- **公司总债务规模低，债务压力较小。**公司货币资金较为充裕，2021年末资产受限规模很小，净债务为负值，公司速动比率和现金短期债务比等指标表现较好。

关注

- **公司面临一定的安全和环保监管压力。**公司所处的染料行业为高污染行业，应政府“能耗双控”要求，2021年9-10月子公司临时限产半个月；为满足国家监管最新要求，保持在行业的竞争力，公司在安全生产、环保技术等方面的投入不断增加。
- **公司成本管控压力加大。**环保和疫情等原因加剧行业供需波动，公司采购和库存管理压力提升；公司原材料主要依靠外购，2021年主要原材料采购均价上升，带动公司原材料成本占比提升，公司面临一定的原材料价格波动风险。
- **需关注公司新增产能的消化风险。**染料行业需求受下游印染、纺织服装行业影响较大，若下游行业景气度不及预期，公司新增产能存在消化风险。
- **公司盈利能力偏弱。**公司主要产品为活性染料，与同行业公司相比，公司销售毛利率偏低，且公司现金生成能力较弱，抗风险能力有待进一步提升。

同业比较（单位：亿元、万吨）

指标	锦鸡股份	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	博澳股份	浙江亿得	安诺其	福莱茵特	雅运股份
总资产	21.38	657.27	113.54	54.19	18.69	10.72	23.30	12.71	14.12
营业收入	9.93	166.60	52.28	18.32	14.95	8.19	9.95	9.98	8.04
净利润	0.52	37.75	7.56	2.29	3.29	0.62	1.17	1.93	0.51
销售毛利率	15.68%	33.79%	26.86%	25.44%	34.49%	20.56%	31.13%	31.57%	28.84%
资产负债率	35.64%	49.86%	17.74%	16.89%	26.08%	51.74%	24.73%	29.96%	13.94%
染料产量	4.67	22.76	15.62	6.44	4.64	3.36	2.14	2.02	1.32

注：锦鸡股份和浙江龙盛的各指标为2021年数据，其他公司的各指标均为2020年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	7
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	3		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	2		盈利状况	弱
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	3	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-4-19	马琳丽、胡长森	化学原料及化学制品制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
锦鸡转债	6.00	6.00	2021-4-19	2027-11-4

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年11月发行6年期6.00亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于精细化工产品一期项目。截至2022年4月18日，本期债券剩余3个募集资金专户，合计账户余额为981.22万元。

三、发行主体概况

截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为4.18亿元，第一大股东和实际控制人仍为赵卫国；赵卫国及其一致行动人合计持有公司43.81%股权，其中前十名股东中，肖卫兵、苏金奇、马立华、潘勇为赵卫国一致行动人。截至2021年末，赵卫国及其一致行动人肖卫兵合计质押所持公司股份6,753.11万股，占公司总股本的16.16%；全额质押持有的本期债券1.52亿元，占本期债券发行额的25.33%。

表1 截至2021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	股份质押数量
赵卫国	18.42%	7,695.18	7,695.18	4,617.11
传化智联股份有限公司	14.40%	6,015.24	0.00	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）	11.88%	4,963.05	0.00	0.00
肖卫兵	8.52%	3,560.01	3,560.01	2,136.01
上海兆亨投资有限公司	6.57%	2,742.81	0.00	0.00
许江波	5.56%	2,322.99	1,881.88	0.00
苏金奇	2.72%	1,136.55	1,136.55	0.00
马立华	1.63%	681.93	681.93	0.00
潘勇	1.63%	681.93	681.93	0.00
泰州中电信泰投资中心（有限合伙）	1.63%	679.99	0.00	0.00
合计	32.92%	13,755.61	13,755.61	6,753.11

资料来源：公司2021年年报，中证鹏元整理

2021年公司董事会、监事会成员未发生变化，但根据公司2022年4月11日发布的《关于董事会换届选举的公告》、《关于监事会换届选举的公告》和《关于选举第三届董事会职工代表董事和第三届监事会职工代表监事的公告》，提名刘国成、屈亚平为公司第三届董事会非独立董事候选人，提名何滔滔、杭正亚和鞠剑峰为公司第三届董事会独立董事候选人，提名王子道、吴杰为公司第三届监事会非职工代表监事候选人，选举王兵、季兴兰为公司职工代表董事和职工代表监事。

表2 公司董事会和监事会成员拟变更情况

	项目	目前任职人员	新提名人员
董事会	非独立董事	吴建华、周靖波、许江波	刘国成、屈亚平、王兵
	独立董事	郑梅莲、谢孔良、沈日炯	何滔滔、杭正亚、鞠剑峰
监事会	非职工代表	罗巨涛、李诗怡	王子道、吴杰
	职工代表监事	吴杰	季兴兰

注：加粗人员为公司股东传化智联股份有限公司、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）和上海兆亨投资有限公司外派至公司的董事、监事。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要产品为活性染料，是活性染料行业主要生产商之一。跟踪期内公司合并范围未发生变化，截至2021年末，纳入公司合并范围的子公司仍为3家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长

10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

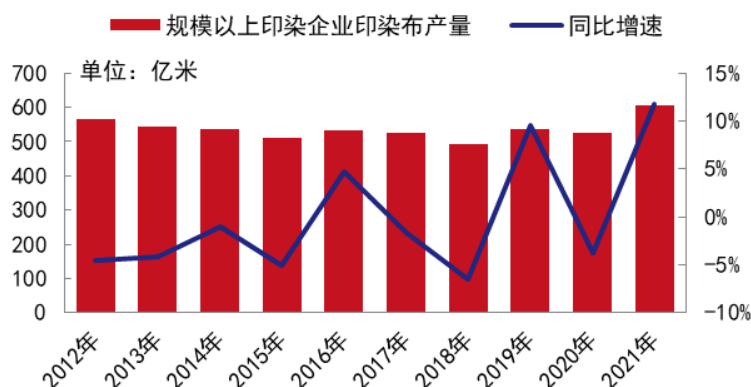
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

2021年染料行业下游需求回暖，染料产量止跌回升，增速达到近十年最高

染料行业的上游主要包括石油化工和煤化工，染料行业的中游包括染料中间体制备和染料制备，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。染料行业的下游主要是纺织行业中的印染行业，印染行业中小企业居多，行业集中度较低。新冠疫情前，我国印染布产量整体呈波动下降趋势；2020年疫情在全球范围内扩散，国际物流受阻，叠加全球宏观经济增速放缓以及中美贸易摩擦等多重因素，纺织服装需求显著下降，我国规模以上印染企业印染布产量同比减少3.71%。2021年全球疫情形势有所缓解，印染企业需求回暖，我国规模以上印染企业印染布产量达到605.81亿米，同比增长11.76%，产量和增速均为近十年最高。

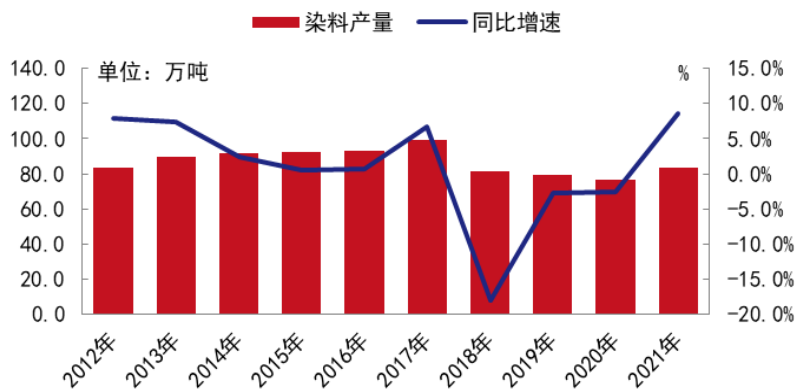
图1 我国规模以上印染企业印染布产量情况



资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

分散染料主要用于涤纶、锦纶等合成纤维的染色，由于涤纶的应用非常广泛，因此分散染料是目前国内产量最大的染料品种；活性染料主要用于棉、麻等天然纤维的染色，其需求量也较大。2012-2017年全国染料产量持续递增，2017年产量99.2万吨为近十年最高值。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，部分中小企业退出市场，叠加下游印染、纺织服装行业需求持续疲软，2018-2020年我国染料产量连续三年下降，供给收缩，2020年我国染料产量为76.9万吨，较2017年减少22.5%，其中分散染料产量为37.1万吨，占比48.2%；活性染料产量为21.1万吨，占比27.4%，两者合计占比75.7%。伴随着印染行业需求的提升，2021年我国染料产量止跌回升，为83.5万吨，同比增长8.6%，增速为近十年最高。

图 2 近年我国染料产量情况



资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

我国染料行业集中度持续提升且集中度较高，行业内龙头企业竞争优势明显；2021年全国主要染料出口数量明显增加，但出口均价保持平稳波动，行业内企业转型升级压力和成本管控压力加大

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，行业内产业集中度持续提升，完善产业链布局以及提高产品附加值成为行业内企业主要的着力点。2020年浙江龙盛（股票代码：600352.SH）、闰土股份（股票代码：002440.SZ）、吉华集团（股票代码：603980.SH）、博澳股份（股票代码：A21183.SH）、锦鸡股份、浙江亿得（股票代码：A21640.SZ）、安诺其（股票代码：300067.SZ）、福莱茵特（股票代码：605566.SH）和雅运股份（股票代码：603790.SH）9家公司染料产量合计为59.78万吨，占全国染料产量的比重达77.7%；其中浙江龙盛和闰土股份染料产量占比均在20%以上，染料行业集中度较高；产品种类上，浙江龙盛和闰土股份活性染料和分散染料产量均较大，锦鸡股份、浙江亿得和雅运股份以活性染料为主，吉华集团、博澳股份、安诺其和福莱茵特以分散染料为主。细分看，分散染料具有一定的技术壁垒，加上应用领域的不同，行业集中度高于活性染料，且行业毛利率整体也高于活性染料。从地域上看，全国染料产区主要集中在浙江省、江苏省、山东省和上海

市等地方。

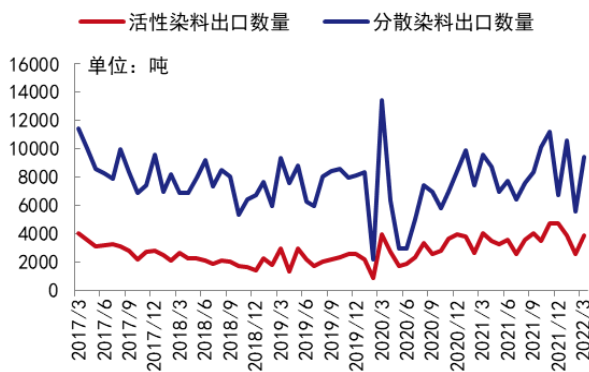
表3 2020年全国主要染料企业染料产量情况（单位：万吨）

项目	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	博澳股份	锦鸡股份	浙江亿得	安诺其	福莱萸特	雅运股份	合计
染料产量	20.72	15.62	6.44	4.64	3.52	3.36	2.14	2.02	1.32	59.78
全国占比	26.9%	20.3%	8.4%	6.0%	4.6%	4.4%	2.8%	2.6%	1.7%	77.7%

资料来源：数据取自各公司2020年年度报告或招股说明书，中证鹏元整理

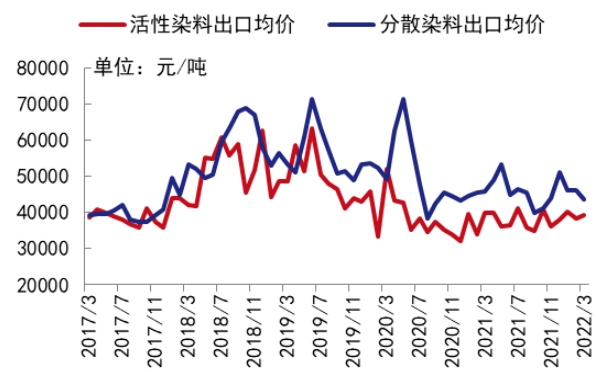
当前发达国家已经基本退出基础染料合成业务，主要依靠从中国、印度等国进口染料半成品进行来料加工或通过OEM方式贴牌定制的经营模式，我国是全球染料生产、出口和消费的第一大国，染料产量约占全球总产量的70%左右。2021年以来，国内疫情整体得到较好控制，印度和东南亚国家部分染料订单转移至我国，全国染料出口数量，尤其是分散染料出口数量明显增加，但出口均价保持平稳波动，国外市场对染料的消费能力未完全恢复。

图3 全国主要染料出口数据¹



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

图4 全国主要染料出口均价



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

长期来看，染料行业属于高污染行业，国家环保政策现状使得行业新增项目的审批难度较大，尤其是对中小型企业而言，行业内产能增速将持续放缓，行业集中度仍有提升的可能。为配合政府“能耗双控”的要求，2021年全国多家染料企业实施了临时“限电限产”，“碳中和、碳达峰”背景下，行业内企业转型升级压力较大。短期来看，近年因环保导致企业临时限产限电和疫情反复等原因，染料行业上下游企业开工率波幅加大，对企业采购和库存管理的要求提升，同时疫情使得货物运输成本增加。

五、经营与竞争

¹图中分散染料具体指“分散染料及其为基本成分的制品”，海关总署商品编码为“32041100”；活性染料具体指“活性染料及其为基本成分的制品”，海关总署商品编码为“32041600”。

公司活性染料分为染色用活性染料和印花用活性染料两大类，2021年染色染料收入占比91.56%，仍是公司最主要的收入来源。2021年公司营业收入同比增长31.83%，主要系染色染料收入增加所致。毛利率方面，公司染色染料和印花染料毛利率均有所提高，使得2021年公司销售毛利率同比增加3.36个百分点，但与同行业公司相比，公司销售毛利率仍偏低。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
染色染料	90,961.43	15.20%	67,871.52	11.72%
印花染料	7,929.55	22.01%	7,294.31	17.63%
主营业务	98,890.98	15.75%	75,165.83	12.29%
其他业务	456.11	0.52%	192.84	22.84%
合计	99,347.09	15.68%	75,358.67	12.32%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

下游行业景气度提升，2021年公司产能利用率大幅提升，产销率维持较高水平，染色染料收入大幅上升；公司客户结构较为稳定，且对单一客户的依赖性较小

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，子公司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；此外，锦汇化工的分散染料项目已完工待投产，子公司宁夏锦兴化工有限公司在建染料中间体项目。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2021年末，公司活性染料共32个系列400多个品种，较2020年末新增2个系列，其中用于染色的活性染料共25个系列产品，用于印花的活性染料共7个系列产品，是全国活性染料产品系列和品种种类较全面的企业。研发投入方面，2021年公司研发投入占营业收入的比重为3.34%，与上年基本持平。此外，2021年公司参与制定活性染料团体标准2项。

2021年公司生产和销售模式未发生变化，仍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，同时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。截至2021年末，公司销售和售后服务团队共40多人，主要分布在浙江、广东、山东、江苏、上海和福建等地，同期公司80%以上的收入也来自上述区域。公司所在的长江三角洲区域，是我国染料和印染行业的集聚区，原材料采购和产品销售较为便捷。

2021年公司活性染料产能未发生变化，仍为4.5万吨，但当年公司下游印染行业景气度提升，公司活性染料生产数量和销售数量均大幅提升，产能利用率、产销率分别提升至103.82%和103.42%。2021年公司染料产量占全国染料产量的5.6%，较上年增加1.0个百分点。公司在活性染料领域具有较高的市场地位，2020年活性染料产量占全国活性染料产量的16.7%。

表5 公司活性染料产销平衡情况（单位：吨）

项目	2021年	2020年
产能	45,000.00	45,000.00
生产数量	46,721.00	35,201.08
销售数量	48,317.02	36,223.31
产能利用率	103.82%	78.23%
产销率	103.42%	102.90%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从细分产品来看，2021年公司染色染料销售数量同比增长35.53%，平均销售单价与上年相比略有下降；印花染料的销售数量和平均销售单价均小幅增长。

表6 公司活性染料分产品销售概况（单位：万元、吨、万元/吨）

项目		2021年	2020年
染色染料	销售金额	90,961.43	67,871.52
	销售数量	45,565.57	33,620.94
	平均销售单价	2.00	2.02
印花染料	销售金额	7,929.55	7,294.31
	销售数量	2,751.45	2,602.37
	平均销售单价	2.88	2.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域上看，仍以内销为主，2021年内销金额为8.46亿元，占比85.11%；但外销占比提升，主要系2021年全球疫情较上年缓和，公司主要外销客户购买量增加所致。从客户类型上看，公司销售模式主要为直接销售，客户可分为印染型客户、贸易型客户和染料加工型客户，2021年公司印染型客户占比仍在60%以上。

表7 公司分区域销售概况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	销售金额	占比	销售金额	占比
内销	84,554.88	85.11%	69,946.09	92.82%
外销	14,792.20	14.89%	5,412.58	7.19%
合计	99,347.09	100.00%	75,358.67	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年，公司前五大客户销售金额合计占营业收入的比重为23.45%，较2020年略有提升，但前五大客户的销售金额占比较为均衡，公司客户结构较为稳定，且对单一客户的依赖性较小。

表8 公司前五名客户情况（单位：万元）

2021年		2020年			
公司名称	销售金额	占比	公司名称	销售金额	占比
客户一	8,484.50	8.54%	客户一	5,142.90	6.82%

客户二	5,632.48	5.67%	客户二	2,238.35	2.97%
客户三	4,039.28	4.07%	客户三	2,048.77	2.72%
客户四	3,093.31	3.11%	客户四	2,027.66	2.69%
客户五	2,045.93	2.06%	客户五	1,858.32	2.47%
合计	23,295.50	23.45%	合计	13,316.00	17.67%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料主要依靠外购，2021年主要原材料采购均价上升，导致公司成本管控压力加大；公司与上游供应商的关系较为稳定，但采购集中度提升

2021年公司营业成本构成总体变化不大，其中原材料成本同比增加31.87%，高于公司营业成本增幅；占比小幅增至77.72%，主要系下游原材料平均价格上升所致，公司面临一定的原材料价格波动风险。

表9 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	营业成本	占比	营业成本	占比
直接材料	65,105.78	77.72%	49,369.75	74.72%
直接人工	2,179.39	2.60%	1,629.69	2.47%
制造费用	7,298.19	8.71%	6,817.16	10.32%
能源动力	5,595.78	6.68%	5,418.38	8.20%
包装物	1,817.51	2.17%	1,233.97	1.87%
运费	1,776.53	2.12%	1,604.76	2.43%
合计	83,773.19	100.00%	66,073.71	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

锦汇化工的主要产品为对位酯，其生产的对位酯能够满足公司染料生产的大部分需求，公司其他原材料主要依靠外购。随着锦汇化工产能利用率的提升，2021年公司对位酯外购数量同比减少2,364.51吨。2021年公司采购金额较大的原材料为H酸、K酸和苯胺，三者也是公司采购金额增加最多的原材料。采购价格上，整体是增加的，其中K酸和苯胺采购均价增加较多，其次为对位酯和H酸，公司成本管控压力加大。

表10 公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目	2021年			2020年		
	采购数量	采购金额	采购均价	采购数量	采购金额	采购均价
H酸	6,198.39	19,121.00	3.08	3,803.57	11,022.22	2.90
K酸	1,509.33	3,935.31	2.61	1,235.90	2,600.28	2.10
苯胺	3,909.70	3,831.41	0.98	3,148.05	1,671.96	0.53
J酸	846.99	3,203.69	3.78	646.87	2,650.75	4.10
三聚氯氰	1,729.00	1,848.79	1.07	1,273.50	1,242.38	0.98
32%烧碱	24,871.11	1,836.40	0.07	23,824.08	1,303.90	0.05
环氧乙烷	2,372.39	1,678.96	0.71	1,967.97	1,240.82	0.63

对位酯	854.93	1,493.97	1.75	3,219.44	4,827.28	1.50
氯磺酸	17,264.67	1,493.09	0.09	14,737.27	1,070.65	0.07
合计	59,556.51	38,442.62	-	53,856.65	27,630.24	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要供应商较为稳定，2021年前五大供应商采购金额合计占总采购金额的比重为41.27%，较2020年提升4.54个百分点，主要系对第一大供应商苏州天时德邦环保科技有限公司H酸的采购金额增加所致，公司供应商集中度较高。

表11 公司前五名供应商情况（单位：万元）

公司名称	2021年		公司名称	2020年	
	采购金额	占比		采购金额	占比
供应商一	18,369.72	24.25%	供应商一	11,249.00	16.93%
供应商二	4,718.72	6.23%	供应商二	5,501.47	8.28%
供应商三	3,323.05	4.39%	供应商三	2,788.22	4.20%
供应商四	2,493.98	3.29%	供应商四	2,675.83	4.03%
供应商五	2,354.14	3.11%	供应商五	2,191.91	3.30%
合计	31,259.61	41.27%	合计	24,406.42	36.73%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

待新项目后续投产，有利于完善公司产业布局和优化公司产品结构，但需关注公司新增产能的消化风险及“能耗双控”对公司经营的影响

截至2021年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目，合计总投资12.48亿元，已投资0.87亿元，其中1.85亿元由IPO募集资金承担、6.00亿元由本期债券募集资金承担，合计占总投资的62.90%，项目仍存在一定资金缺口；拟建项目为精细化工产品项目（二期）和2,000吨数码印花墨水与1,000吨喷墨打印墨水项目，合计计划总投资1.88亿元；另外，公司年产1.5万吨环保型高档分散染料项目已完工待投产。若上述项目后续投产，一方面公司产业链将向上游延伸，完善产业布局；另一方面，将有助于优化公司产品结构，增加收入来源，改善公司盈利能力。同时，应当注意，染料行业需求受下游印染、纺织服装行业影响较大，若下游行业景气度不及预期，公司新增产能仍存在消化风险。

表12 截至2021年末公司主要在建及拟建项目概况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	主要建设内容及产能	项目状态
精细化工产品一期项目	124,787.28	8,722.63	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	在建项目
精细化工产品项目（二期）	10,712.72	-	年产间双（工艺二）、吐氏酸、硫化钠等产品2.56万吨	拟建项目
2,000吨数码印花墨水与1,000吨喷墨打印墨水项目	8,100.69	-	年产纺织数码印花（喷墨印花）墨水2,000吨、喷墨打印墨水高纯度色料1,000吨	拟建项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

应江苏省泰兴经济开发区管委会“能耗双控”要求，锦云染料和锦汇化工自2021年09月22日起实施临时限产，并自2021年10月08日起恢复正常生产，公司利用临时限产时间，对机器进行了年度检修，总体来看，该事件对公司经营未产生重大不利影响，但“能耗双控”为长期政策导向，需关注后续该类事件持续发生的可能性及对公司经营的影响。为保持在行业内的竞争力，公司需按照国家最新环保政策的要求，不断增加环保资金投入，以改善生产工艺和流程，降低污染物的排放以及对环境的污染，同时为强化安全生产管理，也会增加公司经营成本。

六、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）审计并出具带强调事项段的无保留意见2020年审计报告（天健审（2021）3368号）和标准无保留意见的2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2021年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

由于本期债券的发行以及公司业务的持续推进，公司资产规模增长较快，资产流动性较好

截至2021年末，公司总资产为21.38亿元，同比增长39.85%，主要系本期债券募集资金到位和公司业务的持续推进所致。从资产构成来看，流动资产占比继续提高，2021年末为70.85%。

截至2021年末，公司货币资金为3.31亿元，其中受限使用金额为1.11亿元，为银行承兑汇票保证金。2021年公司交易性金融资产和其他流动资产同比增加较多，主要系用本期债券募集资金购买理财产品所致。2021年末公司应收账款、应收款项融资、存货和固定资产科目同比变化均不大，其中应收账款坏账准备为2,235.66万元，前五名应收对象应收账款余额合计占比为19.99%；应收款项融资均为银行承兑汇票；存货主要为原材料和库存商品；固定资产主要由办公楼、生产车间以及生产设备等构成。截至2021年末，公司在建工程为2.90亿元，同比增长24.45%，主要系年产1.5万吨环保型高档分散染料项目和本期债券募投项目投入增加所致。

截至2021年末，公司包括货币资金、固定资产和无形资产在内的受限资产账面价值为1.59亿元，在总资产中占比7.43%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.31	15.47%	2.09	13.70%
交易性金融资产	3.91	18.31%	0.90	5.90%
应收账款	2.13	9.97%	2.22	14.54%

应收款项融资	1.64	7.66%	1.46	9.55%
存货	2.29	10.72%	2.80	18.34%
其他流动资产	1.74	8.13%	0.44	2.87%
流动资产合计	15.14	70.85%	10.15	66.39%
固定资产	2.16	10.09%	1.91	12.52%
在建工程	2.90	13.54%	2.33	15.22%
非流动资产合计	6.23	29.15%	5.14	33.61%
资产总计	21.38	100.00%	15.29	100.00%

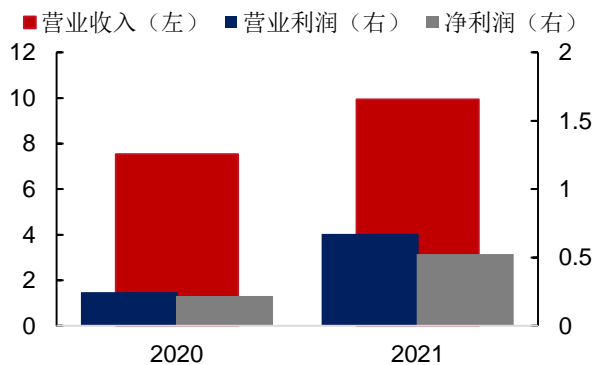
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司营业收入和净利润实现较好增长，但盈利能力仍偏弱

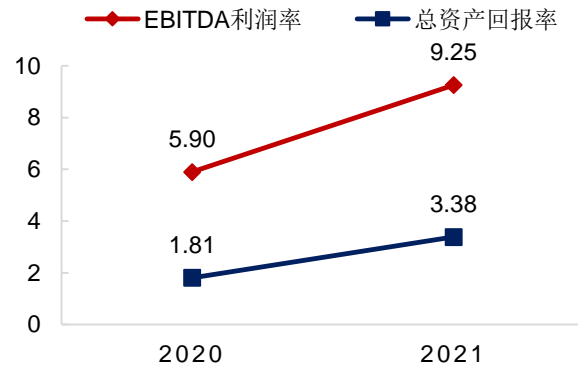
受益于市场行情好转，2021年公司活性染料销量大幅提升，带动公司营业收入和净利润同比分别增长31.83%、140.29%。2021年公司销售毛利率为15.68%，同比增加3.36个百分点，但水平仍偏低，主要系公司当前产品主要为活性染料，而毛利相对较高的分散染料业务尚未产生收入。2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率同比均有所提升，但整体盈利能力仍偏弱。若后续公司年产1.5万吨环保型高档分散染料项目和本期债券募投项目投产，预计公司盈利能力有望得到改善。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）

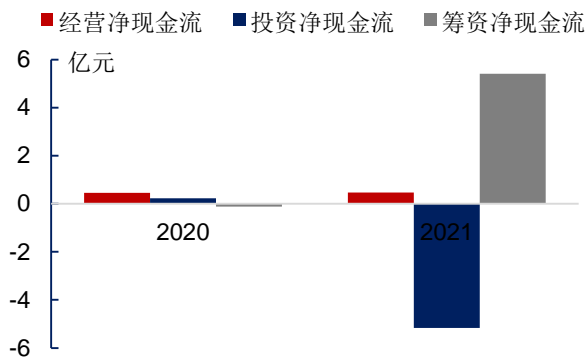


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

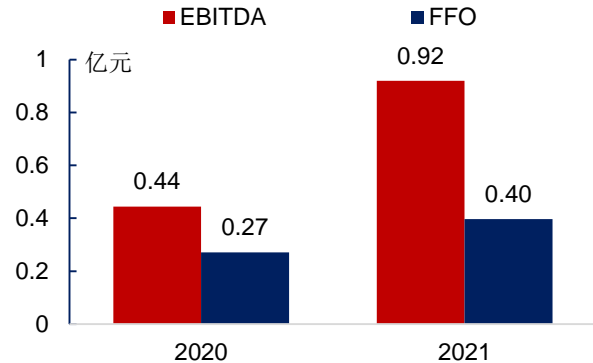
现金流

2021年公司筹资活动净现金流大幅增加，EBITDA同比增加较多，但现金生成能力仍较弱

2021年公司投资活动现金净流出金额和筹资活动现金净流入金额均大幅增加，主要系收到本期债券募集资金，以及将该资金购买理财产品和用于项目建设所致。得益于营业收入和利润规模的增长，2021年公司EBITDA同比增加较多，但FFO增幅不明显，主要系当年支付的税费增加所致，公司现金生成能力较弱。IPO募集资金和本期债券募集资金缓解了公司项目建设资金需求，但仍存在一定缺口。

图 7 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

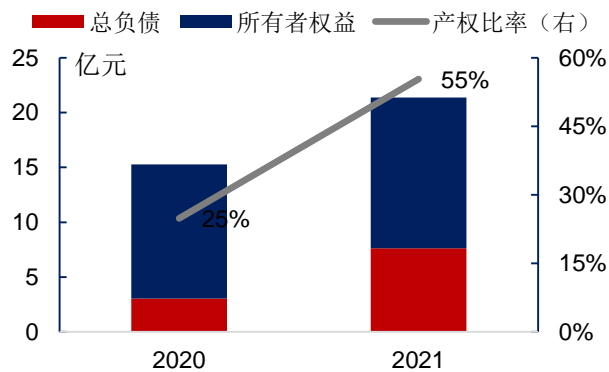
图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

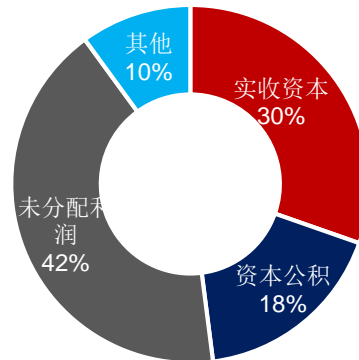
资本结构与偿债能力

公司总债务规模低，货币资金较为充裕，债务压力较小

截至 2021 年末公司所有者权益为 13.76 亿元，同比增长 12.38%，主要系本期债券的权益部分新增所有者权益 1.21 亿元所致。截至 2021 年末，公司总负债增至 7.62 亿元，产权比率升至 55.37%，公司所有者权益对负债的保障程度仍较好。

图 9 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 10 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

应付票据及应付账款为公司经营性负债，其中应付票据均为银行承兑汇票，应付账款主要为货款及运输费，2021 年两者同比变化不大。应付债券为本期债券，2021 年末为 4.59 亿元。

表 14 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	1.65	21.72%	1.57	51.42%
应付账款	0.82	10.75%	0.83	27.40%

流动负债合计	2.92	38.31%	2.92	95.84%
应付债券	4.59	60.31%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.70	61.69%	0.13	4.16%
负债合计	7.62	100.00%	3.04	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务为6.25亿元，占总负债的比重为82.03%，由应付票据和应付债券构成。公司总债务规模低，且本期债券可转股，公司整体债务压力较小。

图 11 公司债务占负债比重

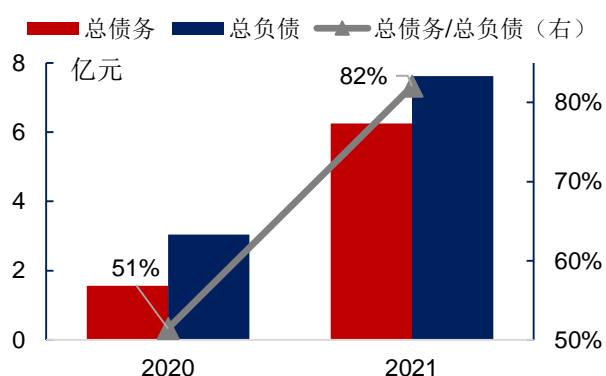
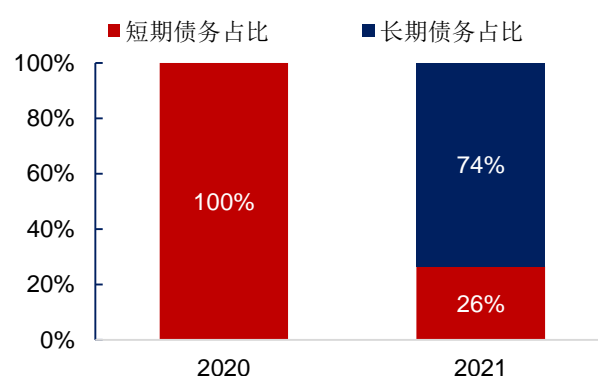


图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

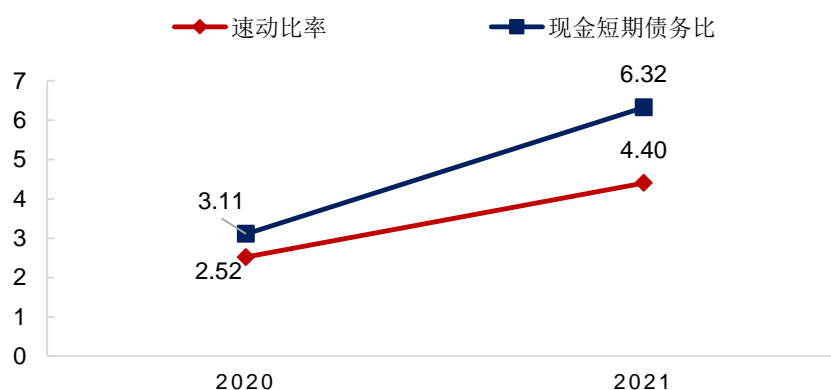
由于本期债券的发行，2021年公司资产负债率和总债务均明显上升，但公司货币资金较为充裕，2021年末净债务仍为负值，现金对债务的覆盖程度较好。截至2021年末，公司总债务/总资本为31.23%，占比不高。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	35.64%	19.91%
净债务/EBITDA	-4.29	-6.95
EBITDA 利息保障倍数	16.71	-
总债务/总资本	31.23%	11.33%
FFO/净债务	-10.07%	-8.76%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

由于本期债券募集资金到位，2021年公司速动比率和现金短期债务比同比均大幅提升，公司流动性指标表现较好，短期偿付压力不大。

图 13 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2019年1月1日至报告查询日（2022年4月15日），公司本部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。

八、抗风险能力分析

公司是活性染料行业主要生产商之一，2021年公司产能利用率大幅提升，产品销量、营业收入和净利润均实现增长，未来随着新项目的陆续完工投产，将完善公司产业布局，优化公司产品结构，改善公司盈利能力，公司主要客户和供应商较为稳定，总债务规模低，债务压力较小。同时中证鹏元也关注到，公司所处的染料行业为高污染行业，面临一定的安全和环保监管压力，当前公司原材料主要依靠外购，环保和疫情等原因导致成本管控压力加大，公司新增产能仍存在消化风险以及盈利能力偏弱。整体来看，公司抗风险能力有待进一步提升。

九、结论

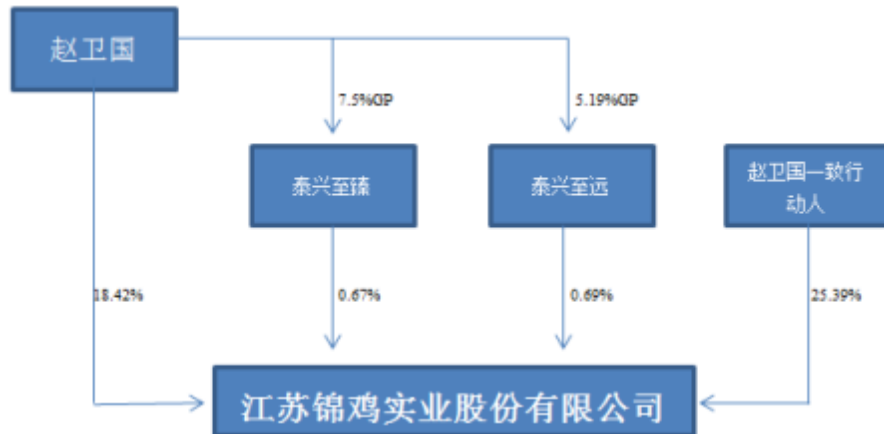
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“锦鸡转债”的信用等级为AA-。

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：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.31	2.09	1.61
交易性金融资产	3.91	0.90	0.00
应收账款	2.13	2.22	2.00
应收款项融资	1.64	1.46	1.64
存货	2.29	2.80	2.93
流动资产合计	15.14	10.15	9.96
固定资产	2.16	1.91	2.77
在建工程	2.90	2.33	1.47
非流动资产合计	6.23	5.14	5.15
资产总计	21.38	15.29	15.11
应付票据	1.65	1.57	1.30
应付账款	0.82	0.83	0.99
流动负债合计	2.92	2.92	2.73
应付债券	4.59	0.00	0.00
非流动负债合计	4.70	0.13	0.15
负债合计	7.62	3.04	2.88
总债务	6.25	1.57	1.30
归属于母公司的所有者权益	13.76	12.13	12.11
营业收入	9.93	7.54	11.24
净利润	0.52	0.22	0.96
经营活动产生的现金流量净额	0.47	0.45	0.50
投资活动产生的现金流量净额	-5.17	0.22	-1.71
筹资活动产生的现金流量净额	5.41	-0.11	1.87
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	15.68%	12.32%	21.14%
EBITDA 利润率	9.25%	5.90%	12.27%
总资产回报率	3.38%	1.81%	8.10%
产权比率	55.37%	24.86%	23.50%
资产负债率	35.64%	19.91%	19.03%
净债务/EBITDA	-4.29	-6.95	-2.33
EBITDA 利息保障倍数	16.71	-	980.32
总债务/总资本	31.23%	11.33%	9.61%
FFO/净债务	-10.07%	-8.76%	-25.91%
速动比率	4.40	2.52	2.58
现金短期债务比	6.32	3.11	3.70

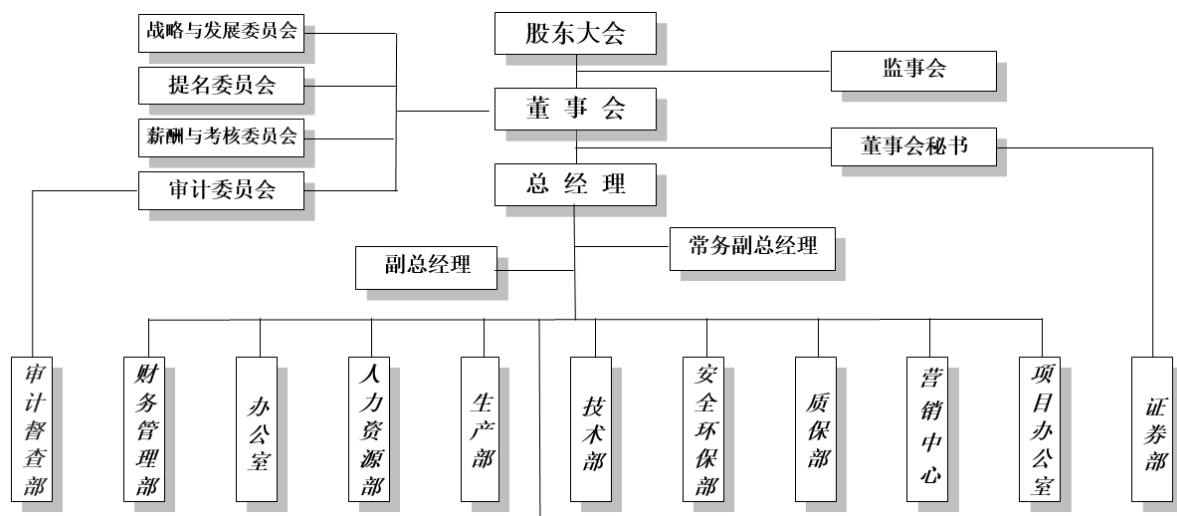
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
泰兴锦云染料有限公司	100%	活性染料的研究、生产和销售
泰兴锦汇化工有限公司	100%	染料中间体的研究和生产；分散染料的研究、生产和销售
宁夏锦兴化工有限公司	100%	染料中间体的研究和生产

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 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。