

信用评级公告

联合〔2022〕3168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⁺，并维持“嘉澳转债”信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年五月三十一日

浙江嘉澳环保科技有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 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 ⁺	稳定	A ⁺	稳定
嘉澳转债	AA ⁻	稳定	AA ⁻	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	1.84 亿元	2023/11/10

注：最新转股价格：44.36 元/股

评级时间：2022年5月31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 ⁺
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	3
			经营分析	4
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构	4	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

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“公司”）的跟踪评级反映了 2021 年主要产品价格上涨带动公司营业收入增长，整体经营稳定。同时，联合资信也关注到公司治理问题、债务负担加重、原材料价格大幅上涨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”具有一定的积极意义。

未来，随着在建工程逐步投产，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。

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

优势

- 跟踪期内，公司主要产品价格上涨带动主营业务收入大幅增长，盈利能力稳步提升。2021 年，受益于产品价格上涨，公司主营业务收入同比增长 55.10%；毛利率同比小幅增长至 14.59%。
- 债券的担保条款具有一定积极意义。“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”具有一定的积极意义。

分析师：刘莉婕 张垌

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

- 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，公司治理存在瑕疵，融资渠道受阻。**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。公司治理存在瑕疵，融资渠道受阻。
- 跟踪期内，公司债务负担加重，短期流动性风险上升，考虑到公司在建项目的资金需求，未来再融资压力较大。**截至2021年底，公司全部债务13.16亿元，较上年底增长26.61%，全部债务资本化比率上升3.83个百分点，同时，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降。截至2021年底，公司主要在建项目仍需投资2.53亿元。
- 跟踪期内，公司原材料价格大幅上涨，不利于公司成本控制。**跟踪期内，公司原材料价格大幅上涨，虽然其主要产品成本转嫁能力较强。但若原材料价格短期大幅上涨，成本传导不及时将导致盈利能力下降，不利于公司稳定经营。

公司主要财务数据：

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产（亿元）	2.59	3.72	3.59	2.77
资产总额（亿元）	15.63	20.35	24.62	25.69
所有者权益（亿元）	8.14	8.65	9.37	9.69
短期债务（亿元）	3.64	6.61	7.79	9.16
长期债务（亿元）	2.29	3.79	5.37	4.94
全部债务（亿元）	5.94	10.40	13.16	14.09
营业收入（亿元）	10.75	12.30	19.16	5.17
利润总额（亿元）	0.68	0.39	1.04	0.28
EBITDA（亿元）	1.32	1.17	2.08	--
经营性净现金流（亿元）	1.33	-0.72	0.39	-0.22
营业利润率（%）	15.77	13.10	14.15	11.77
净资产收益率（%）	7.97	4.68	11.03	--
资产负债率（%）	47.95	57.50	61.95	62.28
全部债务资本化比率（%）	42.19	54.59	58.42	59.25
流动比率（%）	140.54	125.37	114.81	105.86
经营现金流动负债比（%）	27.26	-9.50	4.08	--
现金短期债务比（倍）	0.71	0.56	0.46	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	2.78	3.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.51	8.88	6.33	--
公司本部（母公司）				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	13.38	15.78	17.30	18.73
所有者权益（亿元）	7.05	7.16	7.43	7.47
全部债务（亿元）	5.53	8.05	8.09	8.52
营业收入（亿元）	9.50	9.89	16.44	4.77
利润总额（亿元）	0.08	0.00	0.58	0.00
资产负债率（%）	47.32	54.60	57.07	60.13
全部债务资本化比率（%）	43.98	52.90	52.15	53.29
流动比率（%）	132.52	120.88	120.79	121.88
经营现金流动负债比（%）	41.48	10.26	8.63	--

注：1.2022年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中有息部分调整至长期债务；3.2019年财务数据采用追溯调整后数据；4.尾差系四舍五入所致；5. “--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	2021/06/28	张峥 刘莉婕	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）	阅读全文
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	阅读全文

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江嘉澳环保科技股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

浙江嘉澳环保科技有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 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 2022 年 3 月底，公司通过可转换公司债券转股累计转股 15104 股，公司总股本变更为 73365104 股，实收资本增加至 73365104.00 元，注册资本为 73357754.00 元¹（其中累计回购股份 844421 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 2022 年 3 月底，顺昌投资质押公司股票 2242.00 万股，占其持有公司股份的 75.15%，占公司总股本的 30.56%。

跟踪期内，公司主要业务未发生变化；公司职能部门设置未发生变化，部分部门变更为由总经理直接管辖（详见附件 1-2）。截至 2021 年底，公司合并范围子公司共 8 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 24.62 亿元，所有者权益 9.37 亿元（含少数股东权益 0.33 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 19.16

亿元，利润总额 1.04 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 25.69 亿元，所有者权益 9.69 亿元（含少数股东权益 0.34 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.17 亿元，利润总额 0.28 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、债券概况及募集资金使用情况

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”初始转股价格为 45.48 元/股。公司于 2022 年 5 月实施了 2021 年年度权益分派，“嘉澳转债”的转股价格调整为 44.36 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。跟踪期内，公司已按时足额支付“嘉澳转债”利息。

转股情况：截至 2022 年 3 月 31 日，累计共有 681000 元“嘉澳转债”已转换成公司股票，累计转股数为 15104 股，占可转债发行总量的 0.3681%。

未转股可转债情况：截至 2022 年 3 月 31 日，尚未转股的可转债金额为 184319000 元，占可转债发行总量的 99.6319%。

“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。

¹ 公司于 2022 年 4 月 7 日发布公告，拟变更注册资本，但尚需提交股东大会审议

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 2021 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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增

强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速；7. 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不

及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿

元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技

术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 行业上下游及价格走势

(1) 行业上游

根据产品类型的不同，增塑剂行业上游原材料主要包括辛醇和可再生油脂等。

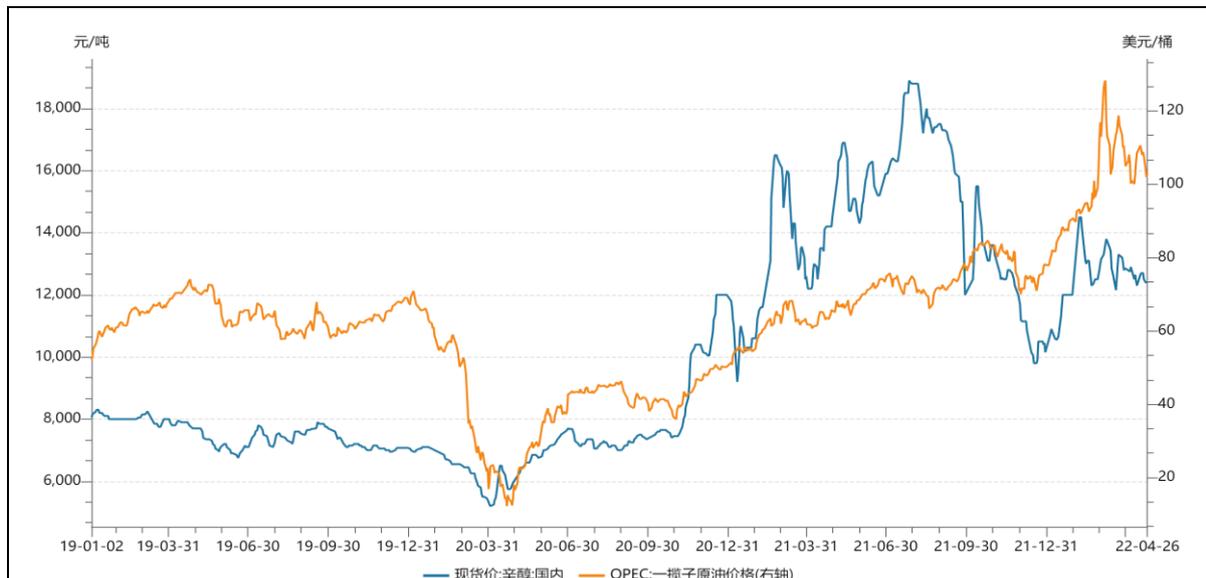
辛醇

2021年，辛醇产能相对稳定，下游需求增加，供需失衡导致辛醇价格上涨，年末虽有阶段性回调，整体价格处于相对高位。

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。2021年初，由于国外疫情反复，极端天气导致产业链供应端受损严重，辛醇下游及终端产品需求复苏，辛醇市场出现供需错配，辛醇价格连续暴涨。2021年4—8月，内需订单大幅增加，叠加国内辛醇生产企业集中检修等因素，辛醇价格持续震荡上行，达到历史新高，约19000元/吨。9月以来，国内实施限电政策，主要下游增塑剂及丙烯酸异辛酯装置开工率下滑，导致在传统需求旺季需求表现低迷，辛醇震荡下行。2022年以来，国际油价上涨提振下游市场，辛醇价格有所回升。

图1 2019年以来我国辛醇现货价及OPEC一揽子原油价格



资料来源: Wind

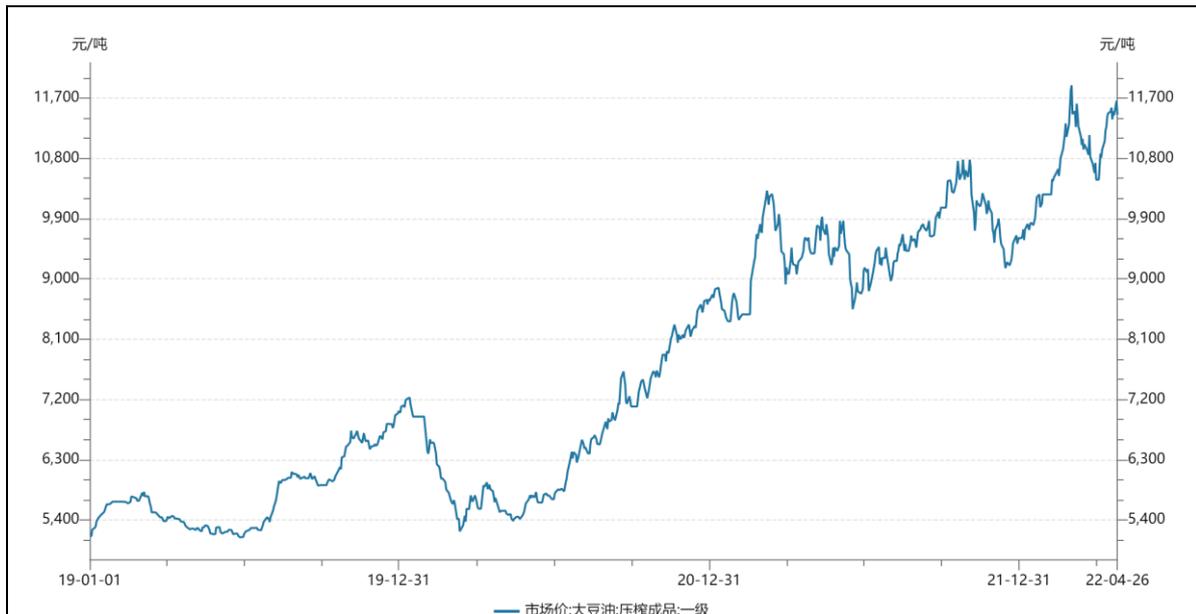
可再生油脂

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。

2021年，美国大豆播种面积不及预期，加

之生长初期，部分产区天气状况不佳，推动美豆价格上涨。此外，植物油具有较强的金融属性，2021年以来原油价格反弹，大宗商品市场价格上涨，资金炒作进一步推升大豆油价格上涨。2022年以来大豆油价格仍波动上行，4月底达到近年高位。

图 2 2019 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

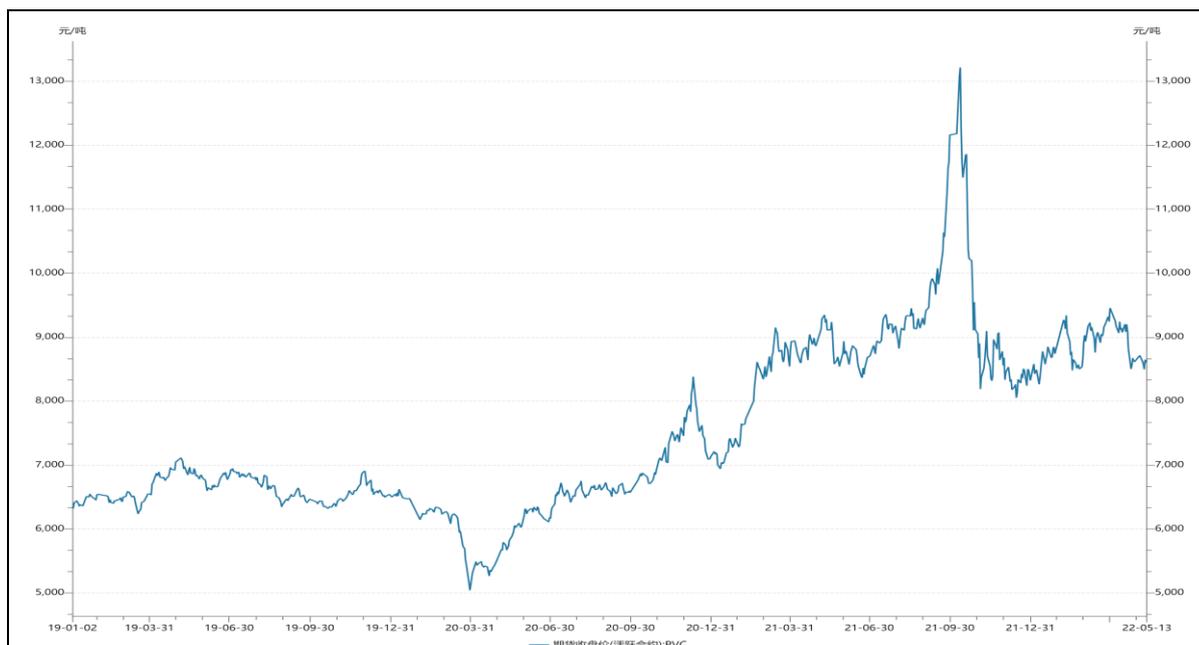
PVC 塑料制品为增塑剂的下游，我国塑料制品产量不断增长，行业发展稳定，相关产品的高端应用领域逐步强化，为塑料制品的后续发展提供了市场空间。价格方面，2021 年 PVC 整体均价同比上涨，并于 9 月底突破 12000 元/吨后有所回落。

PVC 塑料制品系增塑剂下游，塑料制品产量不断增长。2021 年，中国规模以上工业企业塑料制品产量累计为 8004 万吨，同比增长 5.9%。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。2021 年 1—5 月，原油价格上涨带动化工产品价格进入上行通道，成本支撑强劲，PVC 出口需求较好，价格稳步提升。6 月，PVC 市场进入淡季，且 PVC 装置检修基本进入收尾阶段，市场供应增多，价格小幅回落。第三季度，受限电政策及货源紧张影响，原料电石价格走高，PVC 企业成本承压，开工负荷下滑，供需偏紧，PVC 期货价格持续高涨，并于 9 月底突破 12000 元/吨。10 月以来，PVC 市场由涨转跌，但仍处于相对高位，截至 2022 年 5 月 13 日，PVC 活跃合约期货收盘价为 8638 元/吨。

图3 2019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

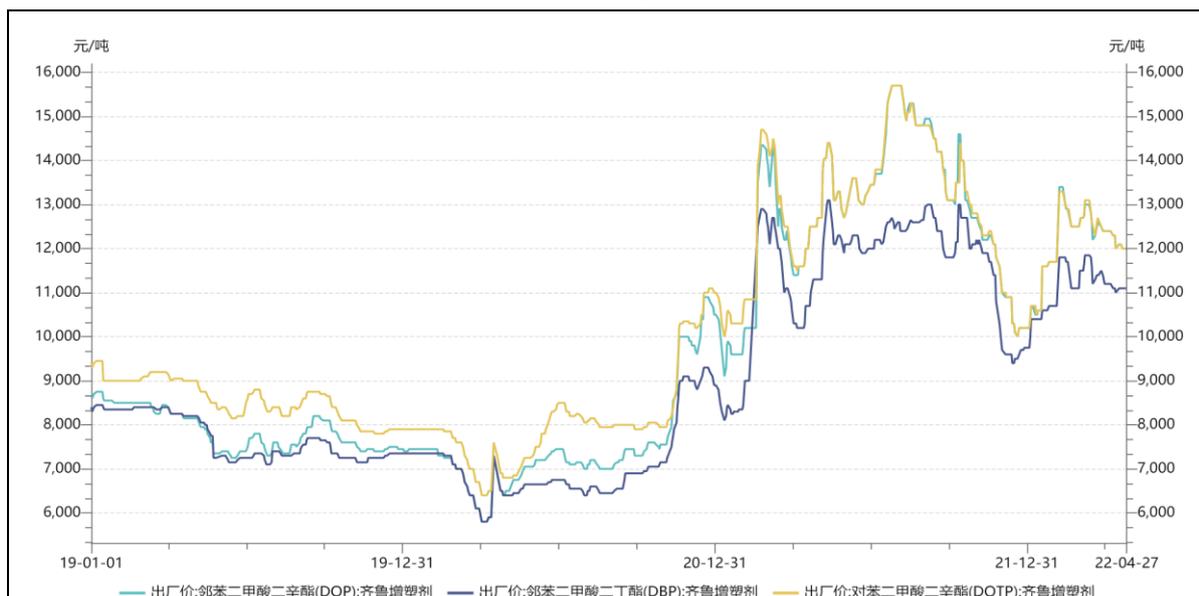
(3) 价格走势

2021年初, 原材料成本上涨推动增塑剂主要产品价格上涨, 3月及10月, 产品价格经历两次回调。整体看全年价格同比显著上涨。

增塑剂价格方面, 石化类增塑剂产品价格与辛醇价格走势趋同。2021年初, 原材料成本上涨推动增塑剂价格上涨, 3月底价格回调后震

荡上行, 10月受限电及能耗双控等影响, 下游需求减少, 原料价格下降, 增塑剂产品价格再次回调。2022年以来, 增塑剂产品价格波动上涨。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4 2019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 2022 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 年底，公司环保增塑剂产能为 19.85 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 2022 年 5 月 20 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。

截至 2022 年 5 月 22 日，联合资信未发现

公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度连续，但公司董事兼财务总监、独立董事、董事会秘书相继辞职，管理层稳定性一般。

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。

2021 年 5 月 29 日，嘉澳环保董事会发布《关于公司独立董事辞职的公告》称，范志敏先生因个人原因申请辞去公司独立董事职务，同时辞去公司董事会提名委员会和薪酬与考核委员会的委员职务，将不在公司担任任何职务。

2022 年 3 月 5 日，嘉澳环保董事会发布《关于董事会秘书辞职的公告》称，因个人原因，王艳涛女士申请辞去公司董事会秘书一职，辞任后王艳涛女士将继续在公司担任董事、副总经理职务，在未正式聘任新的董事会秘书期间，暂由公司董事、副总经理章金富先生代行董事会秘书职责。

2021 年 7 月，公司补选独立董事 1 人，为蒋平平先生；同年 8 月，公司增补独立董事 1 人，为冀星先生。2022 年 5 月 10 日，公司聘任财务总监吴逸敏先生。

蒋平平先生，中国国籍，无境外永久居留权，1957 年 8 月出生，有机化工硕士及工业催化博士学位，曾任无锡溶剂总厂车间技术员、主任、技术厂长、江南大学科技处副处长、浙江省“钱江”特聘专家、美国南佛罗里达大学高级研究学者（国家留学基金委派出）。现任江南大学化学与材料工程学院教授、博士研究生导师、中国塑料加工协会助剂专家委员会委员，国家标准专家委员会橡塑分委会专家委员、《化工进展》编委、《塑料助剂》副主编，江苏百川

高科新材料股份有限公司、浙江建业化工股份有限公司及公司独立董事。

冀星先生，中国国籍，无境外永久居留权，1973年3月出生，石油天然气化工（应用化学）博士学位，教授，博士生导师，现任中国石油大学（北京）正和生物柴油实验室主任、中国石油和化学工业联合会特种油品专业委员会副主任、中国循环经济协会专家、某国防科技重点实验室专家，公司独立董事。

吴逸敏先生，1990年生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历。曾任上海财瑞会计师事务所有限公司审计经理，众华会计师事务所特殊普通合伙审计经理，上海衡益特陶新材料有限公司财务总监，上海浦公检测技术股份有限公司财务总监。现任公司财务总监。

跟踪期内，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。公司治理存在瑕疵，融资渠道受阻。

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（以下简称“浙江证监局”）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。浙江证监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。

2021年8月20日，上海证券交易所作出《关于对浙江嘉澳环保科技股份有限公司及有关责任人予以通报批评的决定》（〔2021〕114号），对公司及时任董事长兼总经理沈健、时任董事

兼财务总监查正蓉、时任董事兼副总经理兼董事会秘书王艳涛予以通报批评。

上述处罚事项对公司融资存在一定影响。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司产品仍以环保增塑剂为主，产品售价上涨带动主营业务收入大幅增长，受原材料价格波动影响，公司主营业务毛利率同比小幅增长。2022年一季度，生物质能源产品量价齐升带动公司营业收入大幅增长，但原材料成本涨幅较大，产品价差收窄，公司毛利率同比下降。

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。2021年，公司营业收入为19.16亿元，同比大幅增长55.77%，主要系环保增塑剂板块及生物质能源板块收入增加所致。

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，环保增塑剂仍为公司最主要收入来源，收入占比稳定在70%以上，2021年，环保增塑剂收入规模同比大幅增长52.40%，主要系当期塑料加工行业恢复性增长，下游塑料制品需求旺盛，产品价格大幅上涨所致；环保稳定剂收入同比下降15.10%，主要系产品产销量下降所致，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大幅增长80.67%，主要系产品对外销售的量价齐升所致。

从毛利率水平看，2021年，环保增塑剂毛利率同比增长2.76个百分点，主要系产品售价涨幅高于原料成本涨幅所致；环保稳定剂毛利率同比下降6.19个百分点，主要系原材料脂肪酸价格波动上行，产品价差收窄所致；生物质能源毛利率同比下降2.44个百分点，主要系原材料废动植物油采购成本涨幅高于产品售价涨幅，产品价差收窄所致。综上，2021年公司主营业务毛利率同比小幅增长。

表 2 2019 - 2021 年公司主营业务收入构成情况 (单位: 亿元、%)

产品	2019 年			2020 年			2021 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	7.84	72.92	13.73	8.65	71.78	13.50	13.19	70.54	16.26
环保稳定剂	0.56	5.21	28.75	0.66	5.48	23.65	0.56	3.01	17.46
生物质能源	2.35	21.87	22.83	2.74	22.74	12.24	4.94	26.45	9.80
合计	10.74	100.00	16.50	12.05	100.00	13.77	18.69	100.00	14.59

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

2022 年 1-3 月, 公司实现营业收入 5.17 亿元, 较上年同期增长 62.09%, 主要系生物质能源产品量价齐升所致; 综合毛利率 12.60%, 较 2021 年同期大幅下降, 主要系当期原材料价格大幅上涨, 产品价差收窄所致。

2. 原材料采购

公司主要原材料的采购价格主要取决于市场走势, 2021 年主要原材料采购价格均大幅上涨, 采购量随主要产品生产需求变化而变动。

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。公司原材料采购方式以直接厂商采购为主, 贸易商采购为辅; 结算方式为一单一议。

表 3 2019 - 2021 年公司主要原材料采购情况
(单位: 吨、元/吨)

原材料	指标	2019 年	2020 年	2021 年
大豆油	采购量	30947.61	38340.92	32526.79
	采购均价	5223.55	5672.60	8436.23
辛醇	采购量	18493.67	26252.65	25361.22
	采购均价	6977.81	6115.32	12187.63
废动植物油	采购量	66799.69	53847.46	86352.98
	采购均价	3904.83	4677.90	6464.65

资料来源: 公司提供

2021 年, 公司大豆油采购量同比下降 15.16%, 主要系当期环保增塑剂产量下降且公司使用部分库存原料所致; 受供需紧张影响, 大豆油采购价格大幅增长 48.72%。公司辛醇采购量同比小幅下降 3.40%; 采购价格大幅增长 99.30%, 主要系辛醇无新增产能, 但下游需求增加, 供需紧张所致。公司废动植物油采购量同比大幅增长 60.37%, 主要系当期生物质能源

产量大幅上涨, 原料需求增加所致; 采购价格大幅增长 38.20%, 主要系废弃油脂随食用油价格上涨。

2021 年, 公司前五大供应商采购总额为 5.36 亿元, 占年度采购总额的 32.46%, 采购集中度一般。

3. 产品生产

2021 年, 由于部分产线技改及同厂区项目施工影响, 公司环保增塑剂及稳定剂产量及产能利用率有所下降; 受益于新投产产线平稳运行, 生物质能源产量大幅增长, 产能利用率回升至高水平。

跟踪期内, 公司生产模式未发生变化。

产能方面, 截至 2021 年底, 公司环保增塑剂产能较 2020 年小幅下降, 主要系子公司福建省明洲环保发展有限公司一条年产能为 0.75 万吨的氯代增塑剂产线进行技改所致; 环保稳定剂及生物质能源产能保持稳定。

产量方面, 2021 年, 受上述产线技改影响, 公司环保增塑剂产量同比下降 10.84%; 环保稳定剂产量同比下降 23.83%, 主要因共用同一个厂区, 子公司浙江嘉澳绿色新能源有限公司(以下简称“绿色新能源”)生物柴油项目施工影响稳定剂的生产 and 物料进出; 生物质能源产量同比大幅增长 89.00%, 主要系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于 2020 年 9 月完工, 2021 年产线运营平稳已达产所致。

产能利用率方面, 2021 年, 公司环保增塑剂及稳定剂产能利用率有所下降; 受益于新投产产线平稳运行, 生物质能源产能利用率大幅增长至高水平。

表 4 2019 - 2021 年公司主要产品的生产情况
(单位: 万吨/年、万吨、%)

产品	指标	2019 年	2020 年	2021 年
环保增塑剂	产能	17.60	20.60	19.85
	产量	14.59	14.03	12.51
	产能利用率	82.90	68.11	63.02
环保稳定剂	产能	1.00	1.00	1.00
	产量	0.54	0.59	0.45
	产能利用率	54.00	59.00	45.17
生物质能源	产能	10.00	15.00	15.00
	产量	10.90	7.64	14.45
	产能利用率	109.00	50.93	96.33

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

4. 产品销售

2021 年, 公司环保增塑剂及生物质能源销量有所增长, 主要产品产销率保持高水平; 售价方面, 公司主要产品受原材料上涨及下游需求增加影响, 销售均价大幅上涨。

跟踪期内, 公司产品销售模式未发生重大变化。公司产品仍以国内销售为主, 2021 年, 公司国内收入占主营业务收入的 71.18%, 同比保持稳定。公司内销市场以直销为主, 经销为辅; 外销市场主要采用经销模式, 2021 年直销占公司主营业务收入的 40.75%。

销量方面, 2021 年, 公司环保增塑剂销售情况良好, 销量同比小幅增长 2.59%, 产销率进一步提升至 102.29%; 环保稳定剂产销率稳步提升; 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。2021 年, 塑料加工行业恢复性增长, 下游塑料制品需求旺盛, 公司环保增塑剂销售价格同比大幅增长 48.55%, 但由于大豆油等原材料价格大幅增长, 该产品盈利水平提升有限; 公司环保稳定剂销售均价同比增长 10.27%。同期, 公司生物质能源销售价格同比增长 22.29%, 但由于原材料废动植物油价格涨幅更高, 该产

品盈利水平有所下降。

表 5 2019 - 2021 年公司主要产品的销售情况
(单位: 万吨、%、元/吨)

产品	指标	2019 年	2020 年	2021 年
环保增塑剂	产量	14.59	14.03	12.51
	销量	11.93	12.47	12.80
	产销率	81.76	88.90	102.29
	销售均价	6569.05	6936.80	10304.85
环保稳定剂	产量	0.54	0.59	0.45
	销量	0.52	0.58	0.45
	产销率	96.30	97.81	98.85
	销售均价	10738.11	11415.64	12588.54
生物质能源	产量	10.64	7.64	14.45
	销量	4.08	3.69	5.45
	产销率	95.39	98.93	95.90
	销售均价	5756.35	7424.10	9079.29

注: 2019 - 2021 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, 分别为 6.07 万吨、3.87 万吨和 8.41 万吨, 产销率计算已折算自用部分

资料来源: 公司提供

销售集中度方面, 2021 年, 公司前五大客户销售额合计为 3.54 亿元, 占年度销售总额的 18.48%, 较上年有所下降, 销售集中度处于较低水平。

结算方式方面, 公司对经销商采用先款后货的结算模式, 对直销客户通过评估决定结算方式, 资质良好的客户存在一定账期。

5. 经营效率

2021 年, 公司经营指标同比提升, 整体经营效率尚可。

2021 年, 公司营业收入增长带动销售债权周转次数和总资产周转次数同比提升; 受原材料价格上涨影响, 公司存货周转次数同比增长。公司整体经营效率尚可。

表 6 截至 2021 年底同行业公司经营效率情况对比
(单位: 次)

公司名称	公司	百川股份	瑞丰高材
销售债权周转次数	22.80	7.03	4.24
存货周转次数	3.64	6.08	12.28
总资产周转次数	0.85	0.66	1.24

注: 江苏百川高科新材料股份有限公司简称“百川股份”, 山东瑞丰高分子材料股份有限公司简称“瑞丰高材”

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

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，公司产能及收入规模将进一步增长。

截至 2021 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产能及主营业务收入增长。公司主要在建项目固定资产投资预算为 8.18 亿元，尚需投资 2.53 亿元，考虑到公司货币资金规模小，存在一定的资本支出压力。

表 7 截至 2021 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
浙江嘉澳环保科技有限公司本部	车间技改工程	0.43	0.25	0.18	自筹、外部筹资
济宁嘉澳鼎新环保新材料有限公司	2 万吨环保增塑剂项目	1.87	1.60	0.27	可转债募集资金
浙江嘉澳绿色新能源有限公司	10 万吨生物柴油项目	5.25	3.46	1.79	自筹、外部筹资
福建省明洲环保发展有限公司	新增罐区项目	0.38	0.22	0.16	自筹、外部筹资
浙江东江能源科技有限公司	甘油项目	0.24	0.12	0.12	自筹、外部筹资
合计		8.18	5.65	2.53	--

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 2021 年度合并财务报表经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2022 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，截至 2021 年底，公司纳入合并范围子公司共 8 家，较上年减少 1 家。2021 年 3 月，子公司 HIGH CHANNEL LIMITED 办理注销，不再纳入公司合并范围。公司财务报表合并范围变动较小，主营业务未发生改变，财务数据可比性强。本报告 2019 年财务数据采

用 2020 年期初数。

会计政策变更方面，公司自 2021 年 1 月 1 日起执行财政部 2018 年 12 月发布的《企业会计准则第 21 号——租赁》财会〔2018〕35 号。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 24.62 亿元，所有者权益 9.37 亿元（含少数股东权益 0.33 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 19.16 亿元，利润总额 1.04 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 25.69 亿元，所有者权益 9.69 亿元（含少数股东权益 0.34 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.17 亿元，利润总额 0.28 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，库存货值上涨及在建工程投入增加带动公司资产规模快速增长，资产结构相对均衡，受限资产规模尚可，资产流动性尚可。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 24.62 亿元，较上年底增长 21.01%，主要系存货及在建工程增长所致。其中，流动资产占 44.70%，非流动资产占 55.30%，资产结构较上年底变化不大。

表 8 2020 - 2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	9.54	46.87	11.01	44.70	11.41	44.39
货币资金	2.97	14.61	3.37	13.67	2.59	10.07
预付款项	1.25	6.15	1.01	4.11	1.23	4.80

存货	3.78	18.56	5.19	21.10	5.65	22.00
其他流动资产	0.34	1.69	0.58	2.36	0.73	2.83
非流动资产	10.81	53.13	13.62	55.30	14.29	55.61
固定资产	5.42	26.66	5.22	21.22	5.07	19.71
在建工程	2.32	11.40	5.67	23.01	6.46	25.14
无形资产	1.18	5.79	1.12	4.56	1.15	4.48
商誉	0.76	3.73	0.76	3.08	0.76	2.95
资产总额	20.35	100.00	24.62	100.00	25.69	100.00

注：尾差四舍五入所致

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 11.01 亿元，较上年底增长 15.42%，主要系存货及货币资金增长所致。

截至 2021 年底，公司货币资金 3.37 亿元，较上年底增长 13.27%，主要系收入增长，经营获现规模增加所致。货币资金中有 1773.28 万元受限资金，受限比例为 5.27%，主要为质押定期存款及各类保证金。公司预付款项 1.01 亿元，较上年底下降 19.05%，主要系结算时点问题致使当年底未结算预付款规模下降所致。公司存货 5.19 亿元，较上年底增长 37.54%，主要系库存单价上涨所致，公司存货量较上年底减少约 5300 吨。存货主要由原材料（占 49.48%）、库存商品（占 17.53%）和产成品（占 17.17%）构成，未计提跌价准备。公司其他流动资产 0.58 亿元，较上年底增长 69.66%，主要系在建工程投入增加，已认证待抵扣进项税额增加所致。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 13.62 亿元，较上年底增长 25.94%，主要系在建工程增长所致。

截至 2021 年底，公司固定资产 5.22 亿元，较上年底下降 3.70%。固定资产主要由房屋及建筑物（占 30.16%）和机器设备（占 68.86%）构成，累计计提折旧 2.71 亿元；固定资产成新率 65.88%，成新率较高。公司在建工程 5.67 亿元，较上年底大幅增长 144.23%，主要系绿色新能源的生物质柴油项目投入增加所致。公司无形资产 1.12 亿元，较上年底下降 4.62%，主要由土地使用权（占 56.31%）和非专利技术（占 43.69%）构成，累计摊销 0.37 亿元，未计提减值准备。公

司商誉 0.76 亿元，较上年底保持稳定，主要为 2017 年收购东江能源形成的商誉（0.61 亿元）。

截至 2021 年底，公司受限资产 1.43 亿元，占资产总额的 5.81%，受限比例较低。

表 9 截至 2021 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	1773.28	保证金受限、定期存款质押
固定资产	7323.38	抵押借款
无形资产	5207.96	抵押借款
合计	14304.63	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 25.69 亿元，规模及结构较 2021 年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，盈利规模扩大带动公司所有者权益小幅增长，但规模仍较小，且未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益 9.37 亿元，较上年底增长 8.33%，主要系盈利规模扩大，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 96.46%，少数股东权益占比为 3.54%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.83%、27.41%和 54.04%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 9.69 亿元，较上年底增长 3.47%，权益结构较 2021 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

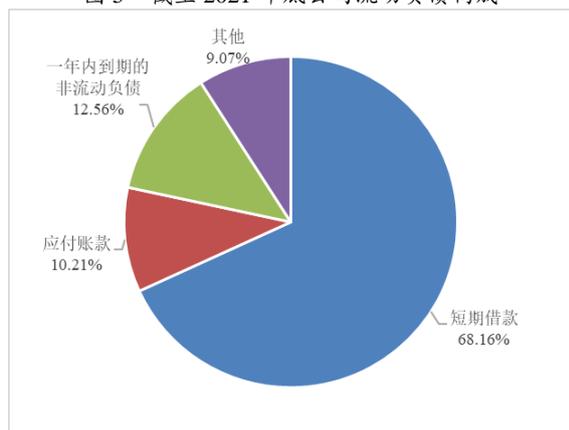
长，债务负担加重，且面临一定集中偿付压力，同时，公司在建项目尚需投资规模较大，债务负担或将进一步加重。

截至 2021 年底，公司负债总额 15.25 亿元，较上年底增长 30.38%，主要系公司新增融资租赁款所致。其中，流动负债占 62.85%，非流动负债占 37.15%。公司负债以流动负债为主。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 2021 年底，公司流动负债 9.59 亿元，较上年底增长 26.04%，主要系一年内到期的长期借款及融资租赁款增加所致。公司流动负债构成如下图。

图 5 截至 2021 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 2021 年底，公司短期借款 6.53 亿元，较上年底变化不大。公司应付账款 0.98 亿元，

图 6 近年来公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从债务到期分布情况来看，截至 2021 年底，公司短期债务 7.79 亿元；长期债务中长期借款和长期应付款等相对分散，但应付债券将集中

较上年底增长 50.18%，主要系应付原材料款项增加所致。应付账款账龄以 1 年为主（占 81.38%）。公司一年内到期的非流动负债 1.20 亿元，较上年底大幅增长 1.14 亿元。

非流动负债

截至 2021 年底，公司非流动负债 5.67 亿元，较上年底增长 38.45%，主要系公司新增融资租赁款所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 43.14%）、应付债券（占 31.13%）和长期应付款（占 20.45%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 2.44 亿元，较上年底增长 14.47%，主要系保证借款增长所致。公司应付债券 1.76 亿元，较上年底增长 6.57%，主要系“嘉澳转债”进行折溢价摊销所致。公司新增长期应付款 1.16 亿元，主要系业务规模扩大，公司资金需求增加，证监会处罚事项致使公司新增银行贷款审批受阻，公司拓展融资租赁渠道补充流动资金需求所致。

截至 2021 年底，公司全部债务 13.16 亿元，较上年底增长 26.61%，主要系新增融资租赁款所致，债务结构以短期借款为主。从债务指标来看，截至 2021 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较上年底分别提高 4.45 个百分点、3.83 个百分点和 5.98 个百分点。公司债务负担加重。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 16.00 亿元，全部债务 14.09 亿元，规模及结构均较 2021 年底变化不大。

图 7 近年来公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

于 2023 年到期，考虑到公司应付债券为可转换债券，若顺利转股，将大幅缓解公司的集中偿付压力。

表 10 截至 2021 年底公司长期债务期限结构
(单位: 万元)

到期年份	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	小计
长期借款	6452.93	7995.00	7999.00	1999.00	24445.93
应付债券	17644.23	0.00	0.00	0.00	17644.23
长期应付款	5515.73	6075.68	0.00	0.00	11591.42
租赁负债	43.19	21.62	0.00	0.00	64.81
合计	29656.09	14092.30	7999.00	1999.00	53746.40
占比	55.18%	26.22%	14.88%	3.72%	100.00%

注: 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2021 年, 环保增塑剂与生物质能源产品量价齐升, 带动公司收入及利润规模增长, 公司盈利能力有所提升。以增值税即征即退为主的其他收益对营业利润影响较大。2022 年一季度, 公司收入及利润规模同比增长, 但由于原材料价格涨幅较大, 公司营业利润率同比下降。

2021 年, 公司实现营业收入 19.16 亿元, 同比增长 55.77%, 主要系环保增塑剂及生物质能源产品量价齐升所致; 营业成本 16.34 亿元, 同比增长 53.80%, 主要系原材料价格上涨所致; 营业利润率为 14.15%, 同比提高 1.05 个百分点, 同比变化不大。

期间费用方面, 2021 年, 公司费用总额为 1.97 亿元, 同比增长 46.16%, 主要系管理费用大幅增长所致。其中, 销售费用为 0.09 亿元, 同比下降 6.51%; 管理费用为 0.91 亿元, 同比增长 64.81%, 主要系人员工资、折旧费、中介机构服务费及股权激励费用增加所致; 研发费用为 0.57 亿元, 同比增长 32.51%, 主要系研发投入增加所致; 财务费用为 0.40 亿元, 同比增长 48.98%, 主要系子公司绿色新能源项目投入致使贷款规模扩大, 利息支出增加所致。2021 年, 公司期间费用率为 10.27%, 同比下降 0.68 个百分点。公司期间费用控制能力一般。

非经常性损益方面, 2021 年, 公司实现其他收益 0.30 亿元, 同比增加 0.15 亿元, 主要系增值税即征即退数额增加所致, 其他收益占营业利润比重为 28.86%, 对营业利润影响较大。

受上述因素共同影响, 2021 年, 公司利润

总额 1.04 亿元, 同比大幅增加 0.65 亿元。

图 8 2019 - 2021 年公司盈利指标



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面, 2021 年, 公司总资产收益率和净资产收益率同比分别提高 2.72 个百分点和 6.35 个百分点。公司盈利能力有所提升。

2022 年 1-3 月, 受益于生物质能源产品量价齐升, 公司实现营业收入 5.17 亿元, 同比增长 62.09%; 利润总额 0.28 亿元, 同比增长 20.81%; 营业利润率为 11.77%, 同比下降 9.22 个百分点, 主要系原材料价格涨幅高于产品价格涨幅, 产品价差收窄所致。

5. 现金流

2021 年, 受益于收入及盈利规模增加, 公司经营活动产生的现金流量净额由净流出转为净流入状态, 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, 公司仍存在一定的外部融资需求。

表 11 公司现金流量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	12.58	20.09	5.66
经营活动现金流出小计	13.30	19.70	5.88
经营活动现金流量净额	-0.72	0.39	-0.22
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	2.15	2.57	0.78
投资活动现金流量净额	-2.15	-2.57	-0.78
筹资活动前现金流量净额	-2.87	-2.18	-0.99
筹资活动现金流入小计	9.77	11.48	2.99
筹资活动现金流出小计	5.82	9.08	2.79
筹资活动现金流量净额	3.95	2.40	0.20
现金收入比	92.13	99.62	100.76

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021年，由于主要产品及原材料价格上涨，公司经营活动现金流入量及流出量同比均大幅增长，经营活动净现金流同比由净流出转为净流入，现金收入比同比提升7.49个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入量规模仍较小，随着在建项目投入增加，投资活动净流出规模同比扩大。

2021年，公司经营现金流净额仍不能覆盖投资支出，但筹资活动前现金流量净流出规模同比下降24.16%。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长17.50%，主要系借款规模增加所致；筹资活动现金流出同比增长55.99%，主要系偿还债务支出增加所致。2021年，公司筹资活动现金净流入规模同比下降39.22%。

2022年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净流出0.22亿元；投资活动产生的现金流量净流出0.78亿元；筹资活动产生的现金流量净流入0.20亿元。

6. 偿债能力指标

2021年，公司短期偿债压力加大，长期偿债能力指标改善，公司偿债能力指标表现较强。

表12 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力指标	流动比率(%)	125.37	114.81	105.86
	速动比率(%)	75.72	60.63	53.39
	经营现金/流动负债(%)	-9.50	4.08	--
	经营现金/短期债务(倍)	-0.11	0.05	--
	现金短期债务比(倍)	0.56	0.46	0.30
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	1.17	2.08	--
	全部债务/EBITDA(倍)	8.88	6.33	--
	经营现金/全部债务(倍)	-0.07	0.03	-0.02
	EBITDA利息倍数(倍)	2.78	3.48	--
	经营现金/利息支出(倍)	-1.72	0.65	-2.16

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，由于短期债务规模增幅较大，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均较上年底有所下降

；经营现金流动负债比由负转正。截至2022年3月底，公司短期偿债指标进一步下降。整体看，公司短期偿债压力加大。

从长期偿债能力指标看，2021年，受益于盈利水平提升，公司长期偿债指标同比均有所提升。整体看，公司长期偿债能力增强。

截至2021年底，公司获银行授信额度总额13.96亿元，未使用授信总额4.16亿元，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，公司直接融资渠道受阻。

截至2021年底，公司无对外担保。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

7. 同业对比

与同业公司相比，公司资产规模一般，营业利润率尚可，债务负担较重。

表13 公司及同行业企业2021年主要财务指标

项目	公司	百川股份	瑞丰高材
资产总额(亿元)	24.62	72.00	16.88
所有者权益(亿元)	9.37	24.49	8.94
全部债务(亿元)	13.16	39.31	5.70
资产负债率(%)	61.95	65.98	47.05
全部债务资本化比率(%)	58.42	61.61	38.92
营业收入(亿元)	19.16	40.21	18.58
利润总额(亿元)	1.04	2.53	1.07
营业利润率(%)	14.15	12.16	18.12

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。母公司非流动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，盈利能力弱于合并口径。

截至2021年底，母公司资产总额17.30亿元，较上年底增长9.61%。其中，流动资产占54.40%，非流动资产占45.60%。从构成看，流动资产主要由货币资金(占17.32%)、应收账款(占17.16%)、预付款项(占9.49%)、其他应收款(占25.44%)和存货(占28.48%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占71.21%)和固定资产(合计)(占22.76%)构成。截至

2021 年底，母公司货币资金为 1.63 亿元。

母公司所有者权益方面，截至 2021 年底，母公司所有者权益为 7.43 亿元，较上年底增长 3.66%。其中，实收资本占 9.88%、资本公积占 34.61%、未分配利润占 47.18%、盈余公积占 5.56%。所有者权益稳定性一般。

母公司负债方面，截至 2021 年底，母公司负债总额 9.87 亿元，较上年底增长 14.56%。其中，流动负债占 78.92%，非流动负债占 21.08%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 65.21%）、应付票据（占 6.42%）、应付账款（占 13.04%）和一年内到期的非流动负债（占 5.54%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 84.76%）和长期应付款（占 15.15%）构成。

截至 2021 年底，母公司全部债务 8.09 亿元。其中，短期债务占 74.28%、长期债务占 25.72%。截至 2021 年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 57.07% 和 52.15%，母公司债务负担尚可。

母公司盈利能力方面，2021 年，母公司营业收入为 16.44 亿元，期间费用 1.47 亿元，利润总额为 0.58 亿元。同期，母公司投资收益为 0.08 亿元。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，盈利能力弱于公司合并口径。

母公司现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 0.67 亿元，投资活动现金流净额-0.43 亿元，筹资活动现金流净额-0.32 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 2021 年底，公司现金类资产为 3.59 亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.84 亿元）的 1.95 倍，公司现金类资产对“嘉澳转债”的覆盖程度高。

2021 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 20.09 亿元、0.39 亿元、2.08 亿元，为“嘉澳转债”存续规模（1.84 亿元）的 10.90 倍、0.21 倍和 1.13 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

顺昌投资本部无实际业务，盈利主要依靠嘉澳环保的投资收益。

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 2021 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，本部业务规模很小，2020—2021 年，顺昌投资本部无收入，盈利主要来自于嘉澳环保的投资收益。

顺昌投资 2021 年度本部²财务报表经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。

截至 2021 年底，顺昌投资本部资产总额 5.83 亿元，所有者权益 2.39 亿元；2021 年，顺昌投资本部无收入，投资收益 0.42 亿元，利润总额 0.21 亿元。

² 公司未提供顺昌投资合并口径 2021 年审计报告

截至 2021 年底，顺昌投资暂无银行授信额度。

截至 2021 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 900 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 2022 年 3 月 25 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

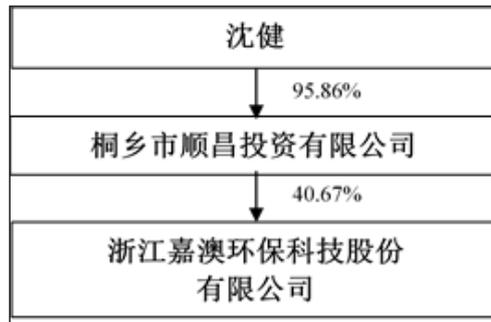
顺昌投资持有嘉澳环保未质押股份市值对债权的保护程度一般，其对“嘉澳转债”的担保体现了控股股东和实控人对公司融资支持及未来发展的信心，对本期转债具有一定积极意义。

截至 2021 年底，顺昌投资持有嘉澳环保股份 2983.55 万股，以 2021 年最后一个交易日收盘价 41.59 元/股计算，市值合计 12.41 亿元，为“嘉澳转债”待偿本金（1.84 亿元）的 6.73 倍。截至 2022 年 3 月底，顺昌投资持有公司 40.67% 股份，质押公司股票 2242.00 万股，占其持有公司股份的 75.15%，占公司总股本的 30.56%。

十三、 结论

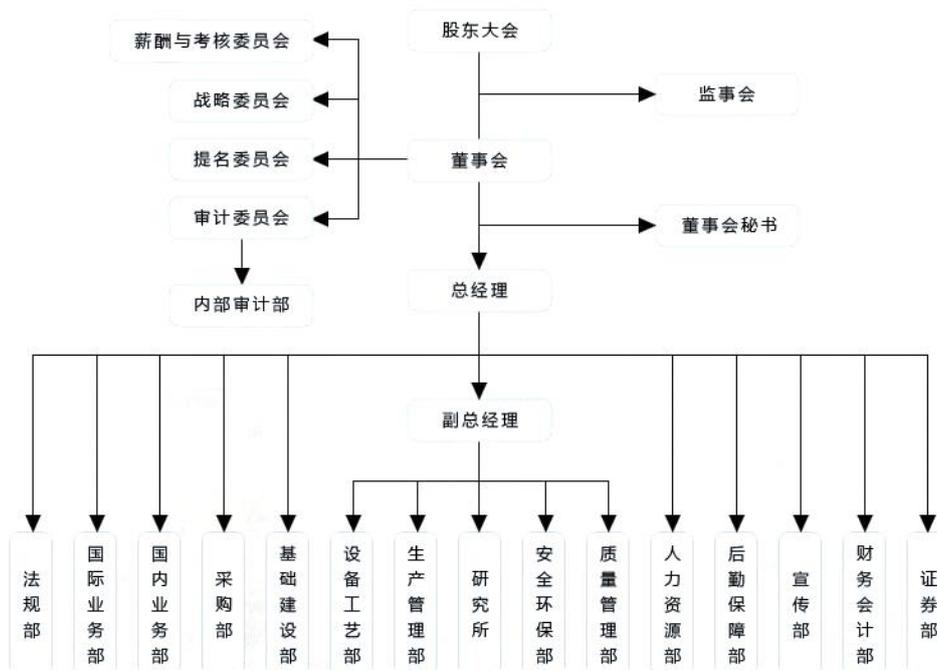
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“嘉澳转债”的信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 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	FOUNTAIN HIGH HK TRADING	桐乡市	香港	贸易		100.00

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.59	3.72	3.59	2.77
资产总额（亿元）	15.63	20.35	24.62	25.69
所有者权益（亿元）	8.14	8.65	9.37	9.69
短期债务（亿元）	3.64	6.61	7.79	9.16
长期债务（亿元）	2.29	3.79	5.37	4.94
全部债务（亿元）	5.94	10.40	13.16	14.09
营业收入（亿元）	10.75	12.30	19.16	5.17
利润总额（亿元）	0.68	0.39	1.04	0.28
EBITDA（亿元）	1.32	1.17	2.08	--
经营性净现金流（亿元）	1.33	-0.72	0.39	-0.22
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.17	12.72	22.80	--
存货周转次数（次）	3.21	3.12	3.64	--
总资产周转次数（次）	0.72	0.68	0.85	--
现金收入比（%）	86.83	92.13	99.62	100.76
营业利润率（%）	15.77	13.10	14.15	11.77
总资本收益率（%）	6.29	3.67	6.40	--
净资产收益率（%）	7.97	4.68	11.03	--
长期债务资本化比率（%）	21.98	30.48	36.46	33.75
全部债务资本化比率（%）	42.19	54.59	58.42	59.25
资产负债率（%）	47.95	57.50	61.95	62.28
流动比率（%）	140.54	125.37	114.81	105.86
速动比率（%）	78.51	75.72	60.63	53.39
经营现金流流动负债比（%）	27.26	-9.50	4.08	--
现金短期债务比（倍）	0.71	0.56	0.46	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	4.20	2.78	3.48	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.51	8.88	6.33	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中有息部分调整至长期债务；3. 2019 年财务数据采用追溯调整后数据；4. 尾差系四舍五入所致；5. “--”表示不适用

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.64	2.13	1.77	0.92
资产总额（亿元）	13.38	15.78	17.30	18.73
所有者权益（亿元）	7.05	7.16	7.43	7.47
短期债务（亿元）	3.49	5.99	6.01	6.47
长期债务（亿元）	2.04	2.06	2.08	2.05
全部债务（亿元）	5.53	8.05	8.09	8.52
营业收入（亿元）	9.50	9.89	16.44	4.77
利润总额（亿元）	0.08	0.00	0.58	0.00
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.78	0.67	0.67	0.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.26	12.23	12.85	--
存货周转次数（次）	3.95	3.53	5.39	--
总资产周转次数（次）	0.72	0.68	0.99	--
现金收入比（%）	91.13	85.73	91.16	86.14
营业利润率（%）	9.93	10.99	11.87	5.44
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	0.89	0.38	7.48	--
长期债务资本化比率（%）	22.47	22.30	21.89	21.57
全部债务资本化比率（%）	43.98	52.90	52.15	53.29
资产负债率（%）	47.32	54.60	57.07	60.13
流动比率（%）	132.52	120.88	120.79	121.88
速动比率（%）	79.05	80.12	86.39	93.59
经营现金流流动负债比（%）	41.48	10.26	8.63	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.36	0.29	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.2022 年一季度数据未经审计；2.长期应付款中有息部分调整至长期债务；3.公司本部 2019 年财务数据采用追溯调整后数据；4.“/”表示未获取，“--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -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	
经营效率指标	
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+平均应收款项融资)
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%
盈利指标	
总资本收益率	(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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持