

信用评级公告

联合〔2022〕3523号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏正丹化学工业股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏正丹化学工业股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，维持“正丹转债”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：

二〇二二年六月一日

江苏正丹化学工业股份有限公司 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
江苏正丹化学工业股份有限公司	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
正丹转债	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
正丹转债	3.20 亿元	3.20 亿元	2027-03-24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

转股期：自发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至可转换公司债券到期日止

当前转股价格：7.45 元/股

评级时间：2022 年 6 月 1 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	aa ⁻	评级结果	AA ⁻	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
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	1
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	经营分析	4
			资产质量	3
			盈利能力	4
		现金流量	4	
		资本结构	3	
偿债能力	1			
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

跟踪期内，江苏正丹化学工业股份有限公司（以下简称“正丹股份”或“公司”）作为国内偏苯三酸酐细分领域的龙头企业之一，在市场地位和规模等方面仍保持竞争优势。2021 年，公司整体经营情况稳定，营业收入和利润规模同比增长，债务负担较轻。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到原材料价格上涨、公司新建产能释放缓慢等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来，随着公司不断对现有主业完善，公司持续经营能力较强。“正丹转债”设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售、附加回售等条款，考虑到“正丹转债”未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

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

优势

- 公司保持其市场地位和规模优势。**公司为中国偏酐领域的龙头企业，跟踪期内，公司 TMA 产能规模进一步提升。截至 2021 年底，公司 TMA 产能为 8.50 万吨/年，增塑剂产能 13.00 万吨/年。
- 跟踪期内，公司收入和利润规模同比增长，盈利能力提升。**2021 年，公司营业收入和利润总额分别同比增长 33.52% 和 148.57%，总资本收益率和净资产收益率分别同比提升 2.35 个百分点和 3.78 个百分点。
- 公司债务负担仍较轻。**截至 2021 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 31.47% 和 27.64%。

关注

- 原材料价格波动风险。**公司主要原材料芳烃混合物为石化产品，2021 年，国际原油价格整体呈上涨趋势，受此影响，公司原材料价格上涨，对公司造成了一定的成本压力。
- 下游需求增长或不达预期及新技术替代风险。**公司下游行业分布较广，与宏观经济的关联度较大。2021 年，国内新冠疫情爆发，对国内经济造成了一定的冲击，公司 TMA 产能已增至 8.50 万吨/年，但 2021 年产能利用率仅为 74.72%。未来倘若国内外经济发展不及预期，将对公司

分析师：毛文娟 石梦遥

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

盈利能力造成一定影响；此外，随着行业竞争加剧及科技水平的发展，公司今后或将面临潜在的新技术或新产品替代风险。

3. **安全环保风险。**随着国家环保及安全生产监管力度不断加强，可能增加公司的环保投入，进而加大公司的经营成本。

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)	6.60	6.88	11.29	9.98
资产总额(亿元)	16.90	16.76	22.61	22.42
所有者权益(亿元)	13.26	13.59	15.05	15.36
短期债务(亿元)	2.86	2.34	3.65	3.03
长期债务(亿元)	0.00	0.00	2.79	2.83
全部债务(亿元)	2.86	2.34	6.44	5.87
营业收入(亿元)	13.08	13.18	17.59	4.86
利润总额(亿元)	0.46	0.49	1.21	0.37
EBITDA(亿元)	0.88	0.93	1.96	--
经营性净现金流(亿元)	-1.04	0.88	1.44	0.87
营业利润率(%)	10.94	11.71	12.75	12.56
净资产收益率(%)	3.05	3.16	6.94	--
资产负债率(%)	21.56	18.92	33.45	31.47
全部债务资本化比率(%)	17.74	14.71	29.97	27.64
流动比率(%)	281.05	320.08	324.09	362.24
经营现金流动负债比(%)	-28.61	27.97	30.42	--
现金短期债务比(倍)	2.31	2.94	3.09	3.29
EBITDA利息倍数(倍)	9.96	10.68	12.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	2.53	3.28	--
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)	16.82	16.42	22.52	/
所有者权益(亿元)	13.25	13.54	15.00	/
全部债务(亿元)	2.81	2.09	6.42	/
营业收入(亿元)	13.12	11.33	16.28	/
利润总额(亿元)	0.45	0.43	1.21	/
资产负债率(%)	21.23	17.55	33.41	/
全部债务资本化比率(%)	17.49	13.39	29.98	/
流动比率(%)	281.77	337.25	322.86	/
经营现金流动负债比(%)	-25.43	32.07	23.66	/

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2022年1—3月财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. “/”代表未获取相关数据

评级历史：

债项简称	债项级别	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
正丹转债	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2021/06/08	樊思 毛文娟	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(V3.0.201907)	阅读全文
正丹转债	AA ⁻	AA ⁻	稳定	2021/01/22	樊思 王彦	化工企业信用评级方法	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

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江苏正丹化学工业股份有限公司（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

江苏正丹化学工业股份有限公司 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”）关于江苏正丹化学工业股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司（股票代码：300641.SZ）前身系禾杏企业有限公司（以下简称“禾杏公司”）于 2007 年 1 月出资设立的有限责任公司，成立时，公司名称为“镇江正丹化学工业有限公司”（以下简称“镇江正丹”），注册资本为 900 万美元，公司类型为外商独资经营。2011 年 4 月，禾杏公司转让其拥有的镇江正丹 37.50% 股权给华杏投资（镇江）有限公司（以下简称“华杏投资”），将持有的镇江正丹 12.5% 股权转让给镇江立豪投资有限公司。上述股权转让完成后，华杏投资成为公司第一大股东，镇江正丹变为中外合资企业。2011 年 12 月，镇江正丹全体股东签署发起人协议，同意将镇江正丹整体变更设立为股份有限公司，2017 年 4 月，公司在深圳证券交易所上市。

历经多次股权转让后，截至 2022 年 3 月底，公司股本总数 4.90 亿股，注册资本 4.90 亿元人民币，禾杏公司为公司第一大股东，持股比例为 26.25%，华杏投资为公司第二大股东，持股比例为 25.32%。禾杏公司和华杏投资同受曹正国和沈杏秀控制，其中曹正国和沈杏秀持有禾杏公司 75.01% 股权，持有华杏投资 60.00% 股权，曹正国和沈杏秀系公司实际控制人（公司股权结构图见附件 1-1）。截至 2022 年 3 月底，公司控股股东无股权质押。

公司主营业务仍为 TMA、增塑剂、高沸点芳烃溶剂和乙烯基甲苯的生产和销售。

截至 2022 年 3 月底，公司下设财务部、法务部、安环部等职能部门；公司共有两家二级子公司纳入合并报表范围。

截至 2021 年底，公司资产总额 22.61 亿元，所有者权益 15.05 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）。2021 年，公司实现营业收入 17.59 亿元，利润总额 1.21 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 22.42 亿元，所有者权益 15.36 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）。2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.86 亿元，利润总额 0.37 亿元。

公司注册地址：江苏省镇江市新区国际化学工业园松林山路南；法定代表人：曹正国。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，跟踪期内，正丹转债按时正常付息。截至 2022 年 3 月底，1 万吨/年均四甲苯项目累计投入 3704.47 万元，反应尾气综合利用制氮项目累计投入 3161.26 万元。

表 1 截至 2022 年 5 月底公司由联合资信评级存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
正丹转债	3.20	3.20	2021-03-24	6

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

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2 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

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，保粮食能源安全。

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

TMA 和 TOTM 作为精细化工行业中的细分产品，目前 TOTM 仍是 TMA 的主要需求领域，受益于下游市场和终端市场需求的拉动以及国际产能向中国转移，中国 TMA 和 TOTM 市场发展情况较好。

公司主要产品是偏苯三酸酐（简称“偏酐”，英文简称“TMA”）及其下游产品偏苯三酸三辛酯（英文简称“TOTM”）。TMA 是一种重要的精细化工原料，主要用于生产优质 TMA 类增塑剂、耐高温聚酰亚胺绝缘漆、高级粉末涂料及树脂固化剂、改性醇酸树脂等。

TMA 生产主要集中在中国、美国和意大利，出于环保以及成本压力，国际 TMA 行业逐渐

向中国转移，国外产能正逐渐退出和缩小，中国 TMA 产能不断扩张，成为全球最大的 TMA 生产以及消费国家。跟踪期内，波林化工（常州）有限公司（以下简称“波林常州”）产能关停，目前国内 TMA 行业，正丹股份、江苏百川高科新材料股份有限公司（以下简称“百川股份”）、和安徽泰达新材料股份有限公司（以下简称“泰达新材”）三大企业占据几乎所有产能。TOTM 生产主要集中在亚洲，包括中国台湾的联成化学、韩国的 Aekyung、LG Chemical 和日本的 Kao Plasticizer 等，其次是北美和欧洲，包括美国的 Eastman、ExxonMobil、Lanxess、Teknor Apex-Tennessee、荷兰的 DSM 和德国的巴斯夫等。中国 TOTM 的市场呈现出国际企业在境内设立分支机构或合资企业与本土企业并重的格局，国内 TOTM 生产装置主要集中在正丹股份、联成化学、百川股份等企业。根据最新的公开数据显示，百川股份偏苯三酸酐及酯类产能 7.48 万吨/年；泰达新材 TMA 产能 3 万吨/年；截至 2021 年底，正丹股份 TMA 产能为 8.50 万吨/年，增塑剂产能 13.00 万吨/年。未来 5 年，全球增塑剂的需求将保持稳定增长趋势，而亚洲特别是中国，仍将是全球增塑剂需求增速最快的地区。

六、基础素质分析

1. 股权结构

截至 2022 年 3 月底，公司股本总数 4.90 亿股，注册资本 4.90 亿元人民币，禾杏公司为公司第一大股东，持股比例为 26.25%，华杏投资为公司第二大股东，持股比例为 25.32%。禾杏公司和华杏投资同受曹正国和沈杏秀控制，其中曹正国和沈杏秀持有禾杏公司 75.01% 股权，持有华杏投资 60.00% 股权，曹正国和沈杏秀系公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司为中国偏酐领域的龙头企业，在细分行业地位、规模等方面均具有竞争优势。

截至 2021 年底，公司 TMA 产能为 8.50 万吨/年，增塑剂产能 13.00 万吨/年，具有规模优势，在产业链布局方面，公司布局了下游增塑剂产能，同时具备生产乙烯基甲苯的能力，提高了产品的多样性。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：913211007965274641），截至 2022 年 4 月 28 日，公司无未结清和已结清的不良类和关注类信贷信息记录。

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及信贷记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 31 日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司完成董事会、监事会的换届选举，独立董事和部分监事由于换届选举变动较大。

跟踪期内，公司完成了董事会、监事会换届选举，公司第三届董事会独立董事岳修峰、徐志珍、张旗和第三届监事会监事王福、袁卫忠任期届满离任，公司根据法定程序选举范明、范明华和周爱华为公司独立董事，选举王立俊和周伟林为监事。公司主要非独立董事和高管团队较为稳定，董事长兼总经理仍为曹正国。公司在管理制度和法人治理结构方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业收入同比大幅增长，但受同期成本增加影响，公司毛利率提升不大。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要为碳九芳烃综合利用产业链相关产品，主要产品为 TMA 和增塑剂偏苯三酸三辛酯（TOTM）及对苯二甲酸二辛酯，副产品为高沸

点芳烃溶剂。

2021年，公司实现营业收入17.59亿元，同比增长33.52%，实现主营业务收入17.35亿元，同比增长34.39%，主要系产品价格上涨所致。

分业务板块来看，2021年，由于产品销售价格上涨，公司TMA、增塑剂和高沸点芳烃溶剂收入大幅增长；受益于公司开拓市场，公司乙烯基甲苯销量同比大幅增加，带动该业务板

块收入大幅增长。

毛利率方面，2021年，公司TMA毛利率同比变化不大；增塑剂毛利率同比上升2.66个百分点，主要系产品销售价格涨幅高于原材料所致；高沸点芳烃溶剂毛利率同比上升3.35个百分点，主要系销售价格涨幅高于原材料所致。综上，2021年，公司主营业务毛利率同比上升1.51个百分点。

表3 公司主营业务收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
偏苯三酸酐(TMA)	4.45	35.06	11.77	4.40	34.08	17.72	5.08	29.25	18.36	1.50	31.68	18.04
增塑剂	3.70	29.21	5.97	5.78	44.78	8.13	8.02	46.19	10.79	1.49	31.45	6.82
高沸点芳烃溶剂	4.47	35.19	7.07	2.61	20.17	1.34	4.06	23.42	4.69	1.60	33.75	5.82
高分子特种树脂单体(乙烯基甲苯)	0.07	0.54	29.78	0.12	0.97	33.55	0.20	1.14	30.55	0.15	3.12	24.12
合计	12.70	100.00	8.52	12.91	100.00	10.29	17.35	100.00	11.80	4.73	100	10.58

资料来源：公司提供

2022年1-3月，公司实现营业收入4.86亿元，同比增长23.97%，主要系产品销售价格上涨所致，其中，主营业务收入4.73亿元。

2. 原材料采购

2021年，随着新冠肺炎疫情控制，经济逐步恢复，市场对化工品需求加大，公司原材料采购量增加。同期，公司主要原材料采购价格随市场价格大幅上涨。

跟踪期内，公司原材料采购模式、采购结算方式和结算周期未发生重大变化。

2021年，公司芳烃混合物采购量同比快速增长22.65%，主要系在高沸点芳烃溶剂毛利率水平有所改善的背景下，公司提高产量所致；偏三甲苯采购量同比增长9.85%，主要系公司根据市场价格走势，增加了外购偏三甲苯的比例所致；由于公司增塑剂产量下降，异辛醇采购量同比下降7.30%。2021年，随着国内经济恢复，下游化工品需求增加，同时，原油价格同比上升，在成本及需求均上升的背景下，化工品价格普遍上涨。在此背景下，公司芳烃混合物、异辛醇和醋酸采购价格随市场价格大幅上升；偏三甲苯采购均价有所上升。

表4 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

项目		2019年	2020年	2021年
芳烃混合物	采购量	111952.81	103106.77	126460.44
	采购均价	4708.53	3382.51	4471.87
偏三甲苯	采购量(对外)	21534.46	30815.72	33849.94
	采购均价	6923.30	5186.91	5529.33
异辛醇	采购量	29751.70	48150.74	44634.30
	采购均价	6506.75	6500.32	12098.36

醋酸	采购量	12219.42	11117.46	12893.34
	采购均价	2522.92	2348.99	5554.29

注：上表中偏三甲苯采购量不包括公司自产部分
资料来源：公司提供

从前五大供应商情况来看，2021年，公司前五大供应商采购金额占总采购金额的比例68.99%，集中度仍较高。

3. 生产销售

(1) 产品生产

2021年，公司4万吨/年TMA项目完全投产后，TMA产能大幅增长；由于新增产能释放缓慢，TMA产能利用率大幅下降；增塑剂产量及产能利用率有所下降。

跟踪期内，公司生产模式、安全生产及环境保护制度未发生重大变化。

产能方面，2020年，公司IPO募投项目4万吨/年TMA项目建成投产，当年生产期按照

两个月折算为0.66万吨产能，因而当年总产能5.16万吨；2021年，4万吨/年TMA项目完全投产后，TMA产能增长为8.50万吨/年。增塑剂和乙烯基甲苯产能较上年底无变化。

产量及产能利用率方面，2021年，公司TMA产量同比变化不大，但产能利用率降至74.72%，主要系一方面，新产能存在一定的释放周期，另一方面，由于疫情、海运、能耗双控等影响，产能释放缓慢；增塑剂产量同比下降14.73%，产能利用率同比下降1.04个百分点，主要系去年同期医用PVC手套对对苯二甲酸二辛酯的需求陡增所致；乙烯基甲苯产量及产能利用率同比变化不大。

表5 公司主要产品产能及产量情况

产品	项目	2019年	2020年	2021年
TMA	产能（万吨/年）	4.50	5.16	8.50
	产量（万吨）	5.32	6.23	6.35
	产能利用率（%）	118.21	120.74	74.72
增塑剂（偏苯三酸三辛酯、对苯二甲酸二辛酯）	产能（万吨/年）	6.00	13.00	13.00
	产量（万吨）	3.98	7.06	6.02
	产能利用率（%）	66.31	54.31	46.32
乙烯基甲苯	产能（万吨/年）	0.30	0.30	0.30
	产量（万吨）	0.10	0.12	0.12
	产能利用率（%）	33.04	40.37	40.82

注：由于四舍五入，部分数据存在尾差；2019-2020年，乙烯基甲苯产量包含研发形成的试制产品产量
资料来源：公司提供

(2) 产品销售

2021年，TMA、增塑剂和乙烯基甲苯产销率良好；公司高沸点芳烃溶剂类销量同比增长，但公司出于备货的考虑，高沸点芳烃溶剂类产销率同比下降。

跟踪期内，公司销售模式、销售定价方式、销售结算方式和结算周期未发生重大变化。

从销售收入区域分布情况看，2021年，公司产品销售区域仍以国内为主，销售收入占比77.04%，国外区域占比22.96%，公司国外销售

区域主要分布在欧洲、亚洲等。

从销售情况来看，2021年，高沸点芳烃溶剂销量同比增长，但产销率同比下降，主要系公司提高高沸点芳烃溶剂的产量，同时增加了备货量所致；同时，部分高沸点溶剂为自用；乙烯基甲苯产销率同比有所下降；其他产品产销率同比变化不大。

销售价格方面，2021年，随着经济逐步恢复，油价同比上涨，原材料成本增加，成本压力推动产品销售价格上升，公司乙烯基甲苯销

售价格涨幅较小，其他产品均大幅上涨。

表6 公司主要产品对外销售情况

产品名称	项目	2019年	2020年	2021年
偏苯三酸酐 (TMA)	销售金额 (万元)	44521.46	44015.87	50756.65
	销量 (吨)	41504.34	46863.70	45179.77
	销售均价 (元/吨)	10726.94	9392.32	11234.38
	产销率 (%)	98.16	96.18	95.02
增塑剂 (偏苯三酸三辛酯、对苯二甲酸二辛酯)	销售金额 (万元)	37086.39	57845.14	80159.20
	销量 (吨)	39384.17	70390.83	59780.65
	销售均价 (元/吨)	9416.57	8217.71	13408.89
	产销率 (%)	98.98	99.74	99.28
高沸点芳烃溶剂类	销售金额 (万元)	44677.03	26056.98	40643.29
	销量 (吨)	86004.00	69845.87	80018.76
	销售均价 (元/吨)	5194.76	3730.64	5079.22
	产销率 (%)	87.11	85.33	77.65
乙烯基甲苯	销售金额 (万元)	694.33	1246.62	1987.45
	销量 (吨)	393.80	786.08	1184.27
	销售均价 (元/吨)	17358.19	15858.67	16782.04
	产销率 (%)	66.08	114.26	96.71

注：上表中TMA销量不包括公司自用部分；计算产销率时，使用的产量和销量不包含研发形成的试制产品产量

资料来源：公司提供

从前五大客户集中度来看，2021年，公司前五大客户销售金额占当期总销售金额18.03%，集中度仍较低。

4. 在建项目

公司在建项目规模小，且主要为2017年上市时募集资金所投项目和发行正丹转债募

集资金所投项目，资金压力较小。

截至2022年3月底，公司在建项目总投资额为3.76亿元，已完成投资额1.29亿元，尚需投入资金2.47亿元，公司在建项目主要为2017年上市时募集资金所投项目和发行正丹转债募集资金所投项目，资金压力较小。

表7 截至2022年3月底公司主要在建项目情况 (单位：亿元)

项目名称	总投资额	资金来源 (筹措方案)	截至2022年3月末已投资	投产时间
工程技术研发中心建设项目	0.42	IPO 募集资金	0.06	2022.12
反应尾气综合利用制氮项目	1.55	可转债募集资金	0.32	2022.12
1万吨/年均四甲苯项目	0.64	可转债募集资金	0.37	2022.6
2万吨/年乙烯基甲苯项目	1.15	IPO 募集资金	0.54	2022.12
合计	3.76	--	1.29	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2021年，公司经营效率提升，处于行业较好水平。

2021年，公司经营效率同比提升，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别从上年的3.27次、7.74次和0.78次

提升为 4.33 次、8.32 次和 0.89 次。

表 8 2021 年同行业公司经营效率指标（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
百川股份	9.14	6.08	0.66
泰达新材	11.47	7.06	0.99
正丹股份	11.52	8.32	0.89

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表格相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

6. 未来发展

公司发展战略主要围绕公司主营业务开展，有一定可实施性。

未来，公司将抓住中国精细化工产业结构转型升级和下游增塑剂等产品升级的机遇，依托公司在偏苯三酸酐、偏苯三酸三辛酯等主要产品方面积累的技术、市场、管理、品牌等优势，围绕碳九芳烃产业链，致力于芳烃类高科技多品种精细化的新产品和绿色环保型有机化学品的研发和生产。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

立信会计师事务所（特殊普通合伙）已经对公司 2021 年的合并财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2022 年 1—3 月财务数据未经审计。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内二级子公司仍为 2 家。2021 年及 2022 年 1—3 月，公司合并范围无变化，公司财务数据可比性强。

截至 2021 年底，公司资产总额 22.61 亿元，所有者权益 15.05 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）。2021 年，公司实现营业收入 17.59 亿元，利润总额 1.21 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 22.42 亿元，所有者权益 15.36 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）。2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.86 亿元，利润总额 0.37 亿元。

2. 资产质量

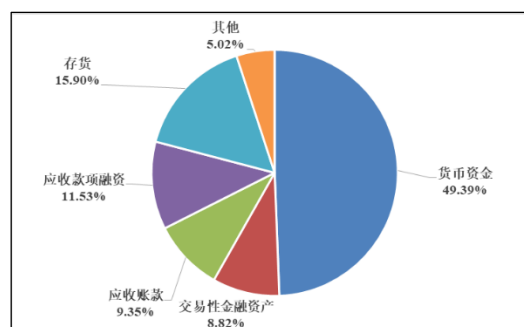
跟踪期内，公司资产规模增长幅度较大，货币资金占比较高，资产受限比例很低，资产流动性较强。

截至 2021 年底，公司资产总额 22.61 亿元，较上年底增长 34.93%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产占 68.05%，非流动资产占 31.95%，流动资产占比同比提升 8.00 个百分点。

（1）流动资产

截至 2021 年末，公司流动资产 15.39 亿元，较上年底增长 52.90%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 1 截至 2021 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 2021 年底，公司货币资金 7.60 亿元，较上年底增长 102.93%，主要系可转债募投资金到账及贷款回笼增加所致。公司货币资金主要由银行存款构成，占比 99.96%；货币资金中有 27.10 万元受限资金，受限规模很小。

截至 2021 年底，公司交易性金融资产 1.36 亿元，较上年底增加 0.96 亿元。

截至 2021 年底，公司应收票据及应收款项融资合计 2.33 亿元，较上年底下降 14.98%，主要系公司进行票据贴现所致；计提坏账准备 56.06 万元，计提比例 1%。

截至 2021 年底，公司应收账款 1.44 亿元，较上年底下降 11.09%，主要系公司加大货款催收力度，加快了货款回笼所致。应收账款账龄以 1 年以内（含 1 年）为主，占比 99.82%，累计计提坏账 0.08 亿元；应收账款前五大欠款方账面余额合计为 0.55 亿元，占应收账款比例为

36.10%，应收账款集中度一般。

截至 2021 年底，公司存货 2.45 亿元，较上年底增长 98.41%，主要受原材料价格和产成品成本上升所致。公司存货主要为原材料和库存商品，对应账面价值分别为 1.14 亿元和 0.99 亿元；计提存货跌价准备 28.02 万元，计提比例很低。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 7.23 亿元，较上年底增长 7.92%，公司非流动资产主要由固定资产（占 79.50%）和在建工程（占 12.23%）构成。

截至 2021 年底，公司固定资产账面价值 5.74 亿元，较上年底变化不大，主要由房屋建筑物（1.64 亿元）、机械设备（3.65 亿元）和其他设备（0.39 亿元）构成；累计计提折旧 3.75 亿元；固定资产成新率 60.49%，成新率一般。

截至 2021 年底，公司在建工程 0.88 亿元，较上年底增长 65.56%，主要系公司对 1 万吨/年均四甲苯项目和反应尾气综合利用制氮项目等项目投资所致。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 22.42 亿元，较上年底下降 0.87%，流动资产占 67.72%，非流动资产占 32.28%，资产构成较 2021 年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产 252.10 万元，均为受限货币资金，主要系定期存款及保证金，受限比例很低。

3. 所有者权益及负债

(1) 所有者权益

跟踪期内，受益于未分配利润增长，公司所有者权益规模有所增长，公司所有者权益结构仍以实收资本和资本公积为主。

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 15.05 亿元，较上年底增长 10.74%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益全部为归属于母公司的所有者权益，其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 32.53%、30.68% 和 29.53%。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 15.36 亿元，较上年底增长 2.09%，所有者权益构成较 2021 年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，由于可转债成功发行，公司负债及债务规模大幅增长，但债务负担仍较轻。

截至 2021 年底，公司负债总额 7.56 亿元，较上年底增长 138.60%，主要系短期借款及应付债券增长所致。其中，流动负债占 62.76%，非流动负债占 37.24%，流动负债占比较上年底下降 36.41 个百分点，但仍以流动负债为主。

截至 2021 年底，公司流动负债 4.75 亿元，较上年底增长 51.01%，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 76.75%）和应付账款（占 12.13%）构成。

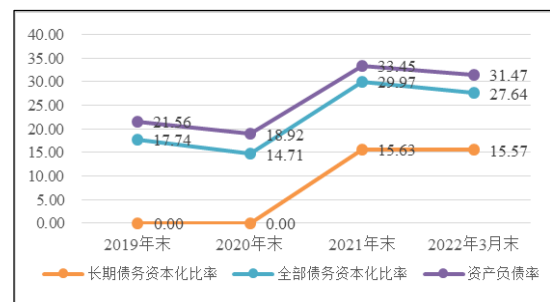
截至 2021 年底，公司短期借款 3.64 亿元，较上年底增长 55.50%，主要系由于公司新增外汇储备，为对冲外汇现金的汇率风险，增加美元借款所致，短期借款全部为信用借款。

截至 2021 年底，公司应付账款 0.58 亿元，较上年底增长 2.13%，主要为应付货款及应付工程设备款。

截至 2021 年底，公司非流动负债 2.82 亿元，主要由应付债券（占 98.97%）构成，非流动负债较上年底增加 2.79 亿元，主要系公司发行“正丹转债”所致。

有息债务方面，截至 2021 年底，公司全部债务 6.44 亿元，较上年底增长 174.87%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 33.45%、29.97% 和 15.63%，较上年底分别上升 14.53 个百分点、15.27 个百分点和 15.63 个百分点。

图 2 公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 7.05 亿元，较上年底下降 6.75%，主要系短期借款下降所致，负债结构较 2021 年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 5.87 亿元，较 2021 年底下降 16.96%，短期债务占比 51.71%，较 2021 年底下降 5.02 个百分点。截至 2022 年 3 月底，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 31.47%、27.64% 和 15.57%，较上年底分别下降 1.98 个百分点、2.33 个百分点和 0.05 个百分点。

4. 盈利能力

2021 年，公司营业收入和利润总额大幅增长，期间费用率同比下降，盈利能力有所提升。

2021 年，由于产品销售价格上涨，公司实现营业收入同比增长 33.52%；由于原材料价格上涨，公司营业成本同比增长 32.10%，营业利润率同比上升 1.04 个百分点；公司利润总额同比增长 148.57%；

表 9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业收入	13.08	13.18	17.59	4.86
营业成本	11.63	11.59	15.31	4.23
费用总额	1.03	1.14	1.18	0.28
其中：销售费用	0.26	0.33	0.08	0.02
管理费用	0.27	0.27	0.36	0.09
研发费用	0.45	0.45	0.53	0.12
财务费用	0.05	0.09	0.21	0.05
投资收益	0.10	0.11	0.10	0.04
利润总额	0.46	0.49	1.21	0.37
营业利润率	10.94	11.71	12.75	12.56
总资本收益率	3.05	3.24	5.59	--
净资产收益率	3.05	3.16	6.94	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

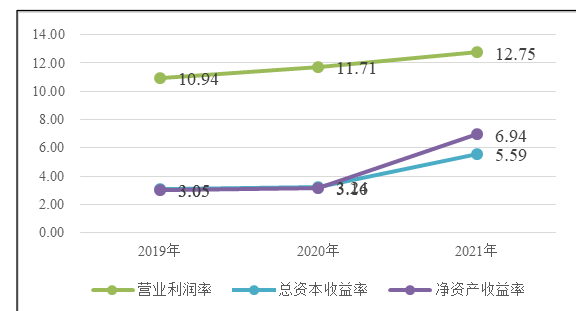
从期间费用看，2021 年，公司期间费用总额为 1.18 亿元，同比增长 3.47%；公司期间费用率为 6.69%，同比下降 1.94 个百分点，公司费用控制能力尚可。2021 年，公司销售费用同比下降 75.06%，主要系公司根据会计准则将运

费调入营业成本所致；管理费用同比增长 33.48%，主要系员工持股计划费用摊销和培训教育费用增加，同时，社保费用阶段性减免政策消失所致；研发费用同比增长 17.29%，主要系公司增加研发投入所致；财务费用同比增长 130.55%，主要系公司债务增长后，利息费用增长所致。

2021 年，公司非经常性损益（投资净收益、资产减值损失、信用减值损失、营业外收支等）对公司利润影响不大。

2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 2.35 个百分点和 3.78 个百分点。

图 3 公司盈利指标（单位：%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司营业收入同比增长 23.97%，利润总额同比下降 9.13%，主要系原材料价格上涨所致。

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金净流入同比大幅增长，收入实现质量有所提高。公司筹资活动现金处于净流入状态，考虑到公司目前在建设工程规模不大且已完成资金募集，公司未来融资压力不大。

从经营活动来看，2021 年，受公司营业收入大幅增长的影响，公司经营活动现金流入同比增长 40.60%；现金收入比同比上升 4.82 个百分点，但收入质量仍有待提高；经营活动现金流出同比增长 38.75%，主要系原材料价格上涨，公司用于采购原材料的现金增加所致；综上，公司经营活动现金流净额 1.44 亿元，同比增长

64.23%。

表 10 公司现金流量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	11.26	12.12	17.04	4.29
经营活动现金流出小计	12.30	11.24	15.60	3.41
经营活动现金流量净额	-1.04	0.88	1.44	0.87
投资活动现金流入小计	7.07	7.01	11.26	1.19
投资活动现金流出小计	7.99	6.56	13.15	3.99
投资活动现金流量净额	-0.92	0.45	-1.90	-2.80
筹资活动前现金流量净额	-1.96	1.33	-0.45	-1.93
筹资活动现金流入小计	3.64	2.48	10.83	0.42
筹资活动现金流出小计	2.34	3.22	6.43	1.48
筹资活动现金流量净额	1.30	-0.74	4.40	-1.06
现金收入比	84.11	89.80	94.62	86.69

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从投资活动来看, 2021年, 公司投资活动现金流入同比增长60.57%, 投资活动现金流出同比增长100.60%, 主要系公司发行可转债, 闲置资金增加, 用于现金管理的资金增加所致。受上述因素影响, 2021年, 公司投资活动现金流量净额为-1.90亿元。

从筹资活动来看, 2021年, 公司筹资活动现金流入同比增长336.47%, 主要系公司发行可转债, 同时增加超短期流动贷款, 并多次流转所致; 筹资活动现金流出同比增长99.64%, 主要系公司增加超短期流动贷款并多次流转所致。受上述因素影响, 2021年, 公司筹资活动现金净额4.40亿元。

6. 偿债能力

截至 2021 年底, 公司仍保持较低的负债率水平, 公司长短期偿债能力指标表现较好。

从短期偿债能力指标看, 截至 2021 年底, 公司流动比率与速动比率分别由上年底的 320.08% 和 280.86% 提高至 324.09% 和下降至 272.56%, 流动资产对流动负债的保障程度很高。2021 年, 公司经营现金流动负债比率为

30.42%, 同比提高 2.45 个百分点。截至 2021 年底, 公司现金短期债务比由上年底的 2.94 倍提高至 3.09 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度很高。

从长期偿债能力指标看, 2021 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 10.68 倍提高至 12.49 倍, EBITDA 对利息的覆盖程度很高; 公司全部债务/EBITDA 由上年的 2.53 倍上升至 3.28 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。

截至 2022 年 3 月底, 公司获得的银行授信额度合计 14.66 亿元, 已使用的授信额度为 3.11 亿元, 尚未使用的授信额度为 11.55 亿元, 间接融资渠道较为通畅; 同时, 公司作为 A 股上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2022 年 3 月底, 公司无对外担保。

截至 2022 年 3 月底, 公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部财务概况

从公司合并范围来看, 2021 年, 公司业务和资产集中于公司本部, 整体财务表现与合并口径趋同, 债务负担较轻。

截至 2021 年底, 公司本部资产总额 22.52 亿元, 较上年底增长 37.17%, 主要系货币资金增长所致。其中, 流动资产 15.20 亿元 (占 67.50%), 非流动资产 7.32 亿元 (占 32.50%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金 (占 48.19%)、交易性金融资产 (占 8.93%)、应收票据及应收账款 (占 13.37%)、应收款项融资 (占比 11.67%) 和存货 (占 15.62%) 构成; 非流动资产主要由固定资产 (占 78.47%) 和在建工程 (占 12.07%) 构成。截至 2021 年底, 公司本部货币资金为 7.33 亿元。

截至 2021 年底, 公司本部所有者权益为 15.00 亿元, 较上年底增长 10.78%, 全部为归属于母公司所有者权益。其中, 实收资本占 36.17%, 资本公积占 30.78%, 未分配利润占 29.28%。

截至 2021 年底，公司本部负债总额 7.53 亿元，较上年底增长 161.15%。其中，流动负债 4.71 亿元（占 62.57%），非流动负债 2.82 亿元（占比 37.43%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 76.97%）和应付账款（占 12.11%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 98.97%）构成，公司本部资产负债率为 33.41%，较 2020 年底上升 15.86 个百分点。

2021 年，公司本部营业收入为 16.28 亿元，利润总额为 1.21 亿元。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金净流量 1.11 亿元，公司本部投资活动现金净流量-1.90 亿元，公司本部筹资活动现金净流量 4.64 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

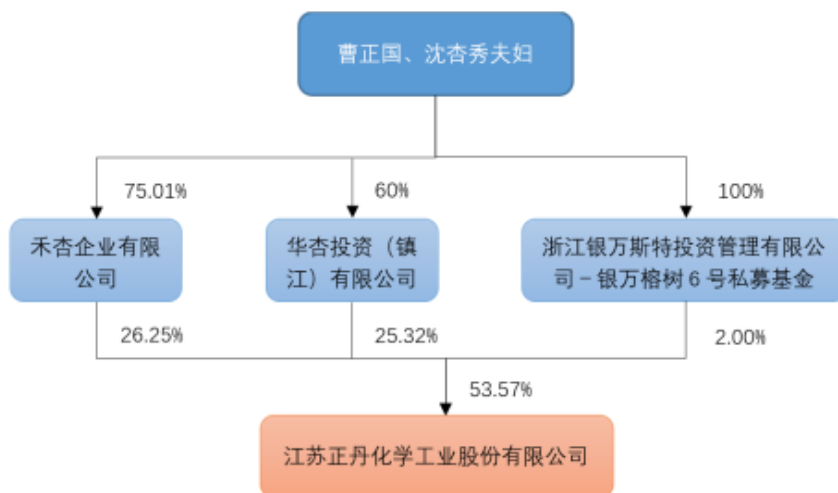
公司经营活动现金流入量对“正丹转债”债券剩余额度覆盖高，经营活动净流量和 EBITDA 对“正丹转债”的覆盖程度一般。

截至 2022 年 5 月 17 日，公司存续债券为“正丹转债”，余额为 3.20 亿元。2021 年，公司经营活动现金流入量为“正丹转债”余额的 5.33 倍，经营活动现金净流量为“正丹转债”余额的 0.45 倍，EBITDA 为“正丹转债”的 0.61 倍。考虑到“正丹转债”存续期为六年并设置转股条款，存在转股的可能性，短期内“正丹转债”的偿债压力不大。

十一、 结论

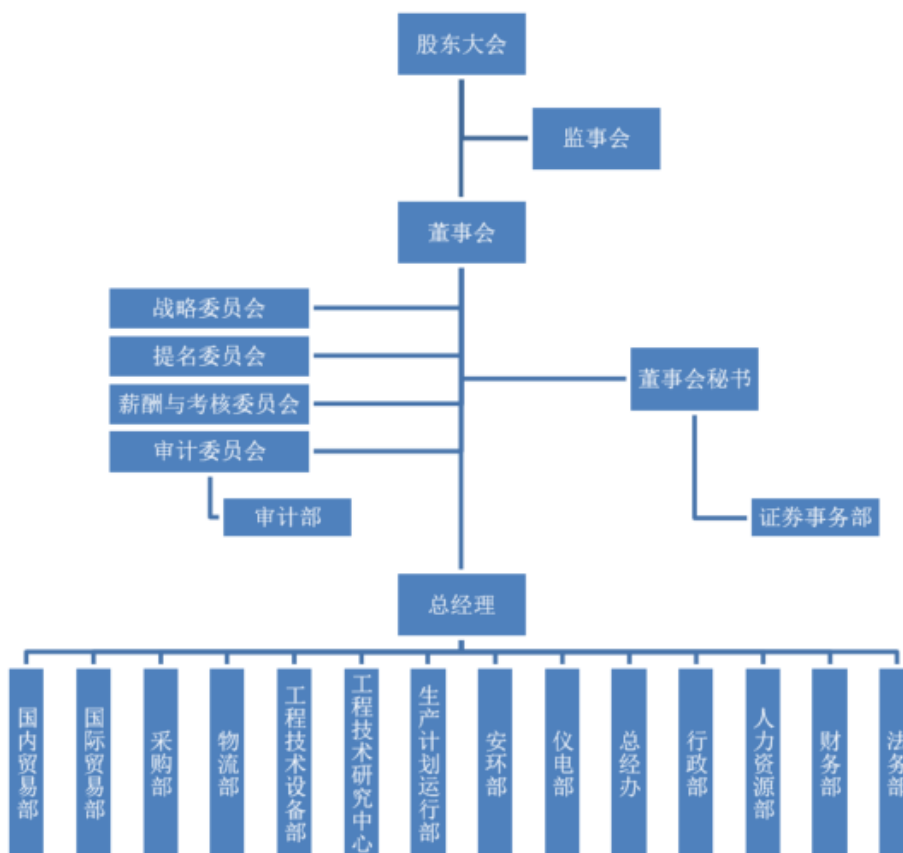
基于对公司经营风险、财务风险、存续债券保障等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“正丹转债”的信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	直接持股比例 (%)	取得方式
1	香港正丹国际贸易有限公司	商贸	100.00	投资设立
2	镇江正丹国际贸易有限公司	商贸	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务指标（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）	6.60	6.88	11.29	9.98
资产总额（亿元）	16.90	16.76	22.61	22.42
所有者权益合计（亿元）	13.26	13.59	15.05	15.36
短期债务（亿元）	2.86	2.34	3.65	3.03
长期债务（亿元）	0.00	0.00	2.79	2.83
全部债务（亿元）	2.86	2.34	6.44	5.87
营业收入（亿元）	13.08	13.18	17.59	4.86
利润总额（亿元）	0.46	0.49	1.21	0.37
EBITDA（亿元）	0.88	0.93	1.96	--
经营性净现金流（亿元）	-1.04	0.88	1.44	0.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.15	3.27	4.33	--
存货周转次数（次）	5.69	7.74	8.32	--
总资产周转次数（次）	0.79	0.78	0.89	--
现金收入比（%）	84.11	89.80	94.62	86.69
营业利润率（%）	10.94	11.71	12.75	12.56
总资本收益率（%）	3.05	3.24	5.59	--
净资产收益率（%）	3.05	3.16	6.94	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	15.63	15.57
全部债务资本化比率（%）	17.74	14.71	29.97	27.64
资产负债率（%）	21.56	18.92	33.45	31.47
流动比率（%）	281.05	320.08	324.09	362.24
速动比率（%）	232.56	280.86	272.56	305.02
经营现金流动负债比（%）	-28.61	27.97	30.42	--
现金短期债务比（倍）	2.31	2.94	3.09	3.29
EBITDA 利息倍数（倍）	9.96	10.68	12.49	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.27	2.53	3.28	--

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 公司主要财务指标（公司本部）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.57	6.63	9.24	/
资产总额（亿元）	16.82	16.42	22.52	/
所有者权益（亿元）	13.25	13.54	15.00	/
短期债务（亿元）	2.81	2.09	3.63	/
长期债务（亿元）	0.00	0.00	2.79	/
全部债务（亿元）	2.81	2.09	6.42	/
营业收入（亿元）	13.12	11.33	16.28	/
利润总额（亿元）	0.45	0.43	1.21	/
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-0.91	0.92	1.11	/
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.20	3.01	4.23	--
存货周转次数（次）	5.90	7.32	8.13	--
总资产周转次数（次）	0.80	0.68	0.84	--
现金收入比（%）	84.25	94.67	97.34	/
营业利润率（%）	10.82	12.38	13.70	/
总资本收益率（%）	2.47	2.46	4.87	--
净资产收益率（%）	3.00	2.84	6.96	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	15.67	/
全部债务资本化比率（%）	17.49	13.39	29.98	/
资产负债率（%）	21.23	17.55	33.41	/
流动比率（%）	281.77	337.25	322.86	/
速动比率（%）	236.01	299.74	272.42	/
经营现金流动负债比（%）	-25.43	32.07	23.66	--
现金短期债务比	2.34	3.17	2.54	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；“/”代表未提供相关数据；母公司现金类资产中未包含应收款项融资中的应收票据

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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。

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 4-3 评级展望设置及其含义

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