



2021年福建元力活性炭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.

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：

2021年福建元力活性炭股份有限公司 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	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
元力转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持福建元力活性炭股份有限公司（以下简称“元力股份”或“公司”，股票代码：300174.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“元力转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司深耕活性炭行业多年，规模及品牌优势明显，销售回款情况仍较好，资金充裕，截至 2021 年末债务基本为“元力转债”，偿债指标表现尚可。但中证鹏元也关注到公司在资产重组及业务上的关联交易规模均较大；同时公司预计仍将新增较大规模的产能，面临产能消化的风险；而且 2021 年在原材料价格普遍上涨的趋势下，公司盈利空间承受一定压力；此外公司尚未办妥“元力转债”募投项目土地权证，募投项目建设进度存在不确定性。

未来展望

- 公司在活性炭细分领域市场份额大，品牌优势明显，现有产能消化情况良好，预计公司业务具有一定持续性。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 06 月 09 日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢
hejh@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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	33.56	33.20	20.42	13.17
归母所有者权益	20.07	19.54	16.74	6.85
总债务	--	7.46	0.30	3.09
营业收入	4.90	16.08	11.36	12.82
EBITDA 利息保障倍数	--	73.93	31.97	10.37
净利润	0.57	1.76	1.54	0.77
经营活动现金流净额	0.74	2.27	1.06	0.15
销售毛利率	23.74%	23.47%	24.52%	24.77%
EBITDA 利润率	--	18.12%	21.41%	12.58%
总资产回报率	--	7.32%	10.54%	6.81%
资产负债率	34.26%	35.32%	9.20%	36.04%
净债务/EBITDA	--	-2.49	-2.79	1.02
总债务/总资本	--	25.79%	1.59%	26.80%
FFO/净债务	--	-32.39%	-27.73%	64.83%
速动比率	7.74	6.88	5.18	0.94
现金短期债务比	--	1,424.07	24.56	0.85

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司深耕活性炭行业多年，规模及品牌优势明显。**公司在活性炭领域从业经验丰富，产品已被可口可乐等知名客户采用；此外截至 2021 年末公司 11.47 万吨的年产能规模远超国内其他活性炭企业，成本优势较好，六大生产基地的布局也强化了疫情下的保供能力，公司竞争力进一步提升，在产能扩充的支持下营收呈较快增长。
- **公司资金充裕，偿债指标表现尚可。**公司销售回款情况仍尚好，2021 年经营活动产生的现金流继续净流入且流入规模有所加大，考虑到公司债务基本为“元力转债”，且 EBITDA 利息保障倍数、现金短期债务比等各项债务指标表现较好。

关注

- **公司在资产重组及业务上的关联交易规模均较大。**2021 年公司以自有资金 1.07 亿元受让实际控制人卢元健和董事长许文显持有的福建南平三元循环技术有限公司（以下简称“三元循环”）100% 股权。此外业务上，公司同赢创嘉联白炭黑（南平）有限公司（以下简称“EWS”）和福建省三明同晟化工有限公司（以下简称“同晟化工”）两大关联方销售硅酸钠形成的收入占硅酸钠销售收入的 43.85%。
- **公司预计仍旧新增较大规模的产能，可能面临产能消化风险。**受限于客户切换产品难度以及木质活性炭的成本劣势，在环保领域木质活性炭取代煤质活性炭进程较慢，“元力转债”募投项目 10 万吨活性炭产能可能面临无法顺利消化的风险，此外公司定增募投项目预计仍将新增较大规模的产能。
- **募投项目仍未办妥土地权证，建设进度存在不确定性。**截至 2022 年 4 月末，公司尚未办妥“元力转债”募投项目用地使用权证，募投项目尚未投入建设。
- **原材料价格上涨导致公司盈利空间承受一定压力。**2021 年受大宗商品涨价影响，公司原材料价格普遍上涨，虽然公司具备一定的成本转嫁能力，但产品涨价具有一定滞后性。受此影响，公司毛利率有所下滑。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用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	很小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		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	3		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	5		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa+
调整因素	影响偿债能力的重大特殊事项		调整幅度	-2	
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-	2021-5-11	谢海琳、何佳欢	工商企业通用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)	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
元力转债	9.00	9.00	2021-5-11	2027-9-6

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9月发行6年期9亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后拟用于南平元力环保用活性炭建设项目。截至2021年末，“元力转债”募集资金专项账户余额为8.93亿元。截至2022年4月末，公司已同南平市自然资源局及福建南平工业园区管理委员会签订国有建设用地交地确认书，但仍未办妥“元力转债”募投项目用地使用权证，募投项目尚未投入建设。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称及实际控制人均未发生变化。注册资本及实收资本方面，2021年7月，公司发布关于2020年限制性股票激励计划首次授予第一个归属期归属结果暨股份上市的公告，公司以定向发行人民币普通股的方式授予符合行权条件的141名激励对象232.80万股限制性股票，公司注册资本及实收资本由3.10亿元增加至3.12亿元。2022年4月，公司发布2022年第一季度可转换公司债券转股情况公告，2022年第一季度共有200张“元力转债”转成1,125股“元力股份”股票。截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本均为3.12亿元，实际控制人仍为卢元健、王延安夫妇。截至2022年3月末，前十大股东中福建三安集团有限公司质押公司股份2,187.09万股，占所持股份的99.31%；股东泉州市晟辉投资有限公司质押公司股份1,013.40万股，占所持股份的100.00%。

表1 截至2022年3月末前十大股东明细（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例
王延安	6,068.55	19.44%
福建三安集团有限公司	2,202.32	7.05%
卢元健	2,074.61	6.64%
胡育琛	1,228.02	3.93%
泉州市晟辉投资有限公司	1,013.40	3.25%
林志强	819.19	2.62%
南平市江南产业投资合伙企业（有限合伙）	736.92	2.36%
深圳前海圆融通达投资企业（有限合伙）	663.00	2.12%
江嵘	514.96	1.65%
林莹	300.83	0.96%
合计	15,621.80	50.03%

资料来源：公司2022年一季报，中证鹏元整理

2021年9月，公司与实际控制人卢元健、董事长许文显签署《关于受让福建南平三元循环技术有限

公司100%股权之股权转让协议》（以下简称“《股权转让协议》”），以自有资金1.07亿元受让卢元健、许文显持有的三元循环100%股权。该股权受让构成关联交易，不构成重大资产重组。三元循环主要负责硅胶的生产和销售，拥有年产2.5万吨硅胶的产能。三元循环的全资子公司福建南平三元热能资源有限公司（以下简称“三元热电”）在南平市陈坑至瓦口工业园区拥有集中供热中心，可利用循环流化床蒸汽锅炉为园区企业提供蒸汽，并通过将工业余热回收转化实现热能循环、梯级利用。

根据华兴会计师事务所（特殊普通合伙）出具的审计报告，截至2021年6月末，三元循环（合并口径）总资产为2.64亿元，净资产为0.82亿元。根据北京中锋资产评估有限责任公司出具的资产评估报告，截至评估基准日2021年6月30日，采用资产基础法评估的三元循环股东全部权益市场价值为人民币1.08亿元，增值0.26亿元，增值率为32.41%。

三元循环于2020年建成投产一期2万吨生产线，受生产线投产初期产能爬坡影响，2020年度净利润为-1,493.08万元，有所亏损。随着新建产线的运行渐趋平稳，三元循环转亏为盈，2021年1-6月经审计的净利润为898.37万元，7-8月未经审计的净利润为348.48万元。

公司主要从事活性炭和硅酸钠的研发、生产和销售，活性炭主要应用于发酵行业、食品添加剂、医药行业、化工行业、水处理、环保行业等领域，硅酸钠主要应用于下游硅胶、白炭黑等产品。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家，具体见附录四。

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。

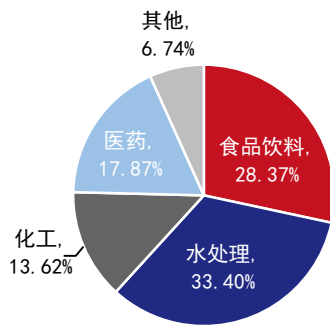
行业环境

（一）活性炭行业

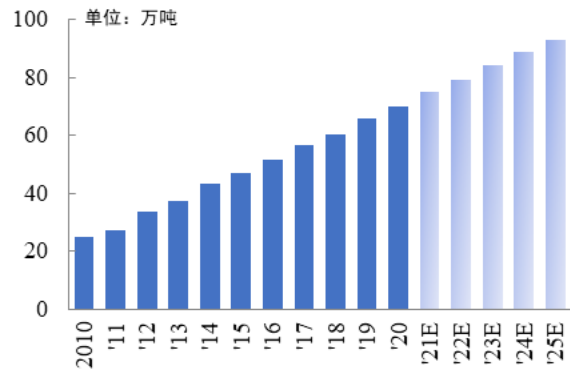
受国内外需求共同驱动，我国活性炭市场规模稳步扩大，但主要供应产品为附加值偏低的中、低端产品，国内厂商亟需加强研发和服务能力，以实现活性炭产业升级

活性炭是一种吸附能力很强的功能性碳材料，经木质、煤质和石油焦等含碳原料热解、活化加工制备而成，其可以有选择的吸附液相和气相中的各种物质，以达到脱色精制、消毒除臭和去污提纯等目的，主要应用于食品饮料、水处理及化工等领域。

随着我国对食品医药安全标准、环境保护标准的日趋严格化，食品饮料、水处理等活性炭传统应用领域的需求保持稳定增长，同时活性炭在能量吸附剂、电极材料等新兴应用领域的开发也日益加快，根据前瞻产业研究院预计，2025年国内活性炭市场需求将达到约93万吨。

图 1 活性炭主要应用于食品饮料和水处理领域


资料来源：wind，公开资料，中证鹏元整理

图 2 我国活性炭市场需求预计不断增长


资料来源：wind，公开资料，中证鹏元整理

除中国国内市场外，美国、欧盟和日本等全球活性炭主要消费区域的市场需求也呈稳步增长的态势，据市场研究机构MERKLE&SEARS统计，2025年全球活性炭市场价值将达93.2亿美元，年复合增长率8.89%，市场规模将增至350万吨。虽然各国需求在稳步增长，但自20世纪90年代起，北美、西欧等发达国家就因原材料及生产成本制约，将中、低端活性炭产业转移至发展中国家，故我国生产的活性炭除满足国内需求外，还有部分用于出口。

虽然当前我国是全球最大的活性炭生产国和出口国，但从供应结构来看，欧、美、日本等发达国家和地区厂商供应的主要为高端活性炭产品，而我国厂商主要供应的是中、低端活性炭产品；此外国外厂商已逐步发展为综合服务型企业，为下游客户提供的是一体化服务，而我国厂商还局限于单一生产商的角色。整体来看，我国在产品专用性及单位附加值方面同国外发达国家相比均有较大差距。由于对终端客户生产成本而言，活性炭产品占比较小，故国内活性炭行业的客户粘性普遍不高。综合国内外差距及活性炭行业自身的特点，中证鹏元认为国内厂商除承接发达国家的中、低端活性炭生产外，还需加强研发和生产高端创新型产品，同时逐步向综合服务型企业转型，通过提供高附加值产品来获取更高的客户粘性。

活性炭的生产工艺较简单，行业门槛较低，在福建、浙江、江西、江苏等主要木材加工区，出现了一大批年产几百吨到上千吨的小企业，产业集中度较低。但2012年以来，在国内经济环境及政策的影响下，众多活性炭厂商被迫关停，倒逼产业资源向技术、服务先进型企业集中。目前木质活性炭行业已形成以国内大厂与欧美企业为主导、众多中小企业共同参与的市场竞争格局。

木质活性炭行业属于资源回收综合利用型产业，相关财政税收优惠政策长期利好

活性炭行业属于国家鼓励发展的行业，享有多项政策支持。近年国务院、有关部委陆续发布了大气十条、水十条，逐渐收严了污染物排放标准和产品卫生安全标准，为活性炭行业提供了更大的发展机遇，促进了活性炭产品的推广应用。2021年政府工作报告中提出加强污染防治和生态建设，持续改善环境质

量，巩固蓝天、碧水、净土保卫战成果”，木质活性炭产品兼具节能环保性能、资源循环利用属性，是良好的新型功能材料，将显著受益于国家节能环保产业、新材料产业发展规划。同时，木质活性炭行业属于资源回收综合利用型产业，享受一系列有关资源综合利用的财政税收优惠政策。根据财政部、税务总局2021年第40号《关于完善资源综合利用增值税政策的公告》，自2022年3月1日起，对以综合利用“三剩物、次小薪材、农作物秸秆、沙柳、玉米芯”等生产销售的活性炭实行增值税即征即退90%的政策，该文件是2001年以来对资源综合利用产品增值税优惠政策的延续，体现了国家鼓励资源循环利用、节能环保基本政策取向，是木质活性炭行业的长期利好。

在环保应用领域，木质活性炭取代煤质活性炭的趋势明显，但受限于客户切换产品难度以及木质活性炭的成本劣势，相关产能存在无法顺利消化的风险

根据制造原料不同，活性炭可分为木质活性炭和煤质活性炭，两者在生产工艺、技术特点、产品特性、应用领域等方面有所差别，前者下游用户主要集中在食品饮料、医药等领域；后者客户则集中在环保行业吸附领域。

煤质活性炭以煤作为主要原材料和燃料，生产过程涉及高污染、高耗能，而且随着近年我国对煤炭开采管控日趋严格，大量中小煤矿关停，煤炭价格不断提升，煤质活性炭成本也逐年上涨，性价比逐渐减弱，煤质活性炭逐步被木质活性炭取代已形成明确趋势和市场预期。

但由于环保领域应用煤质活性炭进行污染物吸附的历史较长，下游环保领域客户对煤质活性炭使用粘性较强；其次下游客户从煤质活性炭切换为木质活性炭还需要经历试样验证的过程。此外，当前应用于环保领域的木质活性炭产能及产量相对较小，尚未形成规模经济效应，成本及售价相对较高，无明显的成本优势。

综上所述，在环保应用领域，木质活性炭取代煤质活性炭的趋势明显，但当前木质活性炭厂商仍需在存量市场推广新产品，相关产能存在无法顺利消化的风险。

（二）白炭黑行业

二氧化硅产能相对集中，国外以赢创工业为首，绿色轮胎将是其市场需求主要增长动力

硅酸钠是无色固体，俗称水玻璃、泡花碱，粘结性强，主要用来生产沉淀法二氧化硅、气相法二氧化硅和超细二氧化硅凝胶，也包括粉末状合成硅酸铝和硅酸钙等，以上产品统称为白炭黑，其中沉淀法白炭黑占白炭黑总产能超过80%。

国内外二氧化硅产能均相对集中，龙头趋势明显。根据《中国橡胶工业年鉴》，截至2019年底，我国沉淀法二氧化硅企业54家，年产能共计234.5万吨，其中年产能在5万吨以上的企业17家，占国内产能的72.11%，年产量合计138.1万吨，占国内产量的78.47%。国外沉淀法二氧化硅生产企业则主要集中在德国赢创工业集团、索尔维、邱博工程材料（已被赢创工业集团收购）、PPG工业公司等跨国公司旗下。

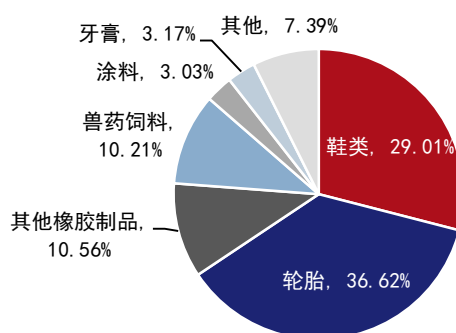
表2 国外二氧化硅产能集中在以赢创工业为首的4家大型跨国公司

序号	企业名称	工厂数量(家)	年产能(万吨)
1	德国赢创工业集团(含邱博工程材料)	17	75.0
2	索尔维	9	51.5
3	PPG工业公司	4	21.0
4	立安东(OSC)	5	17.0
合计	-	35	164.5

资料来源：《2015-2016中国橡胶工业年鉴》

国内沉淀法二氧化硅主要应用于鞋类、轮胎、其他橡胶制品等领域，其中鞋类和轮胎合计占比超65%。近年来轮胎用二氧化硅需求不断提升，已成为沉淀法二氧化硅市场需求主要增长领域。

轮胎市场主要包括配套和替换市场，配套市场需求主要取决于新车产量，受下游汽车市场的影响较大；替换市场需求则与汽车保有量高度相关。据统计，我国范围内约70%以上的轮胎需求由汽车保有量创造，替换市场是轮胎需求主要增长领域。截至2022年3月末，我国汽车保有量达3.07亿辆，2021年1-10月国内橡胶轮胎外胎产量7.38亿条，轮胎用二氧化硅下游需求规模较大。

图3 2019年我国轮胎用沉淀法二氧化硅消费占比已超过鞋类


资料来源：《2020年中国橡胶工业图鉴》，中证鹏元整理

绿色轮胎是指，与传统轮胎相比，因滚动阻力更小从而起到节约燃料消耗目的的轮胎。2012年以来随着欧盟、美国、日本等国家及组织逐步推行绿色轮胎标签法规，绿色轮胎的普及率不断提高，当前随着双碳政策的持续推进，轮胎行业的市场需求也开始向减碳转变，预计绿色轮胎的普及程度将进一步提高，作为绿色轮胎专用材料的高分散二氧化硅需求也将保持稳定增长。根据全国市场洞察的数据统计，2020年汽车绿色轮胎市场规模为774亿美元，预计2021-2027年复合增长率将达11.4%，将显著带动二氧化硅下游需求进一步增长。

(三) 硅胶行业

我国是全球最大的无机硅胶生产销售地区，但国内无机硅胶行业存在低水平同质化竞争激烈等一

系列问题，预计产业资源将向具备成本和技术优势的企业集中

硅胶按其性质及组分可分为有机硅胶和无机硅胶两大类，其中无机硅胶是由水玻璃和硫酸反应，经老化、酸泡等一系列后处理过程制成的透明或乳白色粒状固体，二氧化硅是其主要成分。

无机硅胶具有吸附性能高、热稳定性好、化学性质稳定、机械强度较高等特点，在家庭用干燥剂、湿度调节剂；工业用油烃脱色剂，催化剂载体，啤酒稳定剂，涂料增稠剂，牙膏摩擦剂，消光剂等产品上广泛应用。

我国自上世纪50年代开始硅胶产品的研究和生产，根据Global Market Insights统计，中国无机硅胶市场规模占全球市场规模的比重达59.38%，是全球最大的无机硅胶生产销售地区。但当前我国硅胶行业存在低水平同质化竞争激烈、结构性低端产能过剩、行业整体技术水平还需进一步提高等问题，因此预计产业资源将向具有成本、技术优势的地区和企业集中。

五、经营与竞争

公司主要从事木质活性炭及硅酸钠的研发、生产和销售。2021年9月，公司通过从关联方处受让三元循环100%股权，将硅酸钠产品延伸至下游硅胶的生产。随着活性炭及硅酸钠两大业务板块新增产能的陆续投产以及硅胶板块新建产线的运行渐趋平稳，三大业务板块收入均呈较快增长。2021年受大宗商品涨价及物流等因素影响，公司三大板块原材料采购价格均有所上涨，受此影响，公司活性炭及硅酸钠毛利率略有下滑。其中硅胶业务由亏转盈（2020年三元循环净利润为-1,493.08万元），主要系2020年硅胶生产线投产初期成本较高，三元循环营收较低影响。

表3 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
活性炭	104,871.66	27.43%	86,688.65	28.13%
硅酸钠	40,469.56	11.11%	26,097.27	12.83%
硅胶	13,632.65	27.23%	0.00	0.00%
其他	1,827.55	41.64%	815.22	14.98%
合计	160,801.42	23.47%	113,601.14	24.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕活性炭行业多年，是国内木质活性炭行业龙头，品牌优势明显，产品种类丰富，具备一定的技术实力和研发实力

公司自1999年成立起一直从事木质活性炭的生产、研发、销售，在活性炭领域从业经验丰富，产品应用覆盖发酵行业、食品添加剂、医药行业、化工行业、水处理、环保行业等，可满足客户多元化需求。公司品牌优势明显，“元力”牌活性炭已被可口可乐、中粮、五粮液、石药、海天等食品、医药领域知

名客户采用，在行业内认可度较高，产品不仅在国内销售，还销往亚、欧、美等多个国家和地区，且外销占比不断提升。公司是国内木质活性炭行业龙头，在木质粉状态领域的国内市场占有率超30%，全球市场占有率超15%。

公司是福建省高新技术企业、福建省木质活性炭企业工程技术研究中心、福建省技术创新工程创新性试点企业。其研发出的磷酸法活性炭的磷酸盐回收利用技术和热能综合梯级利用技术，分别从减少原料投放和减少能耗两个角度降低了公司生产成本。此外公司还成功研发出超级电容炭作为电极材料用于生产超级电容器，有效扩展了公司产品应用领域。2021年公司继续在丰富产品类型、改进生产模式、降低生产成本等多个方面继续加大研发投入。

2021年公司继续扩产，规模优势进一步提升，活性炭产能消化情况良好，且公司具有一定的成本转嫁能力

近年公司在南平总部生产基地的基础上积极进行生产基地的全国化布局，截至2021年末，公司在福建南平¹、莆田、江西玉山、内蒙古满洲里、上海拥有六大活性炭生产经营基地，大部分生产基地位于主要原材料产区，便于就地取材、降低采购成本。而上海生产基地贴近市场，在扩展应用服务市场、开展国际贸易及吸引人才方面具备优势。

近年随着南平工业园区活性炭建设项目（即定增募投项目）的陆续投产以及现有产线更新改造，公司产能不断提高，具备一定规模优势。2021年，定增募投项目中年产1万吨的化学法柱状炭生产线和年产150吨的超级电容炭建成投产，截至2021年末公司活性炭年产能达11.47万吨。

鉴于公司在木质活性炭行业较高的市场份额，2021年公司活性炭产能利用率继续维持在98%以上。公司活性炭产品的专用性较强，主要采取按订单生产的生产模式，2021年公司产量和销量分别同比增长12.45%和20.08%，产销率指标持续表现较好。公司活性炭销量超过产量主要系公司存在产品供不应求情况，故除自行生产外，公司自2008年开始向附近的活性炭厂家采购已经炭化、活化、酸回收后的木质活性炭半成品，对其进行后道加工后再出售。外购半成品炭在公司总体产品中占比不大，一般为5%-10%。2021受大宗商品涨价影响，煤炭价格水涨船高，林产三剩物作为煤炭替代品价格也随之上涨，公司具有一定的成本转嫁能力，但对于原材料价格上涨时其产品涨价具有一定滞后性。

表4 公司活性炭生产经营数据

项目	2021年	2020年
年产能（吨）	114,650	100,650
产量（吨）	113,072	100,556
产能利用率	98.62%	99.91%

¹ 公司在南平拥有两大生产基地，分别位于来舟经济开发区和炉下工业园区。

销量（吨）	114,063	94,989
产销率	100.88%	94.46%
销售单价（元/吨）	9,194.19	9,126.17
销售单价变动比例	0.75%	-2.68%
每吨产品分摊的原材料成本变动比例	4.35%	-6.07%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司活性炭以内销为主，2021年受疫情影响，国外市场开拓进度相较国内弱，外销比例有所下滑

公司的木质活性炭产品以内销为主，部分产品出口外销。2021年受疫情影响，国外市场开拓进度弱于国内市场，外销比例同比有所下滑。

国内市场主要分为直销和经销两种方式，其中直销占比超过80%。考虑营销成本、客户资源等因素，公司在个别行业上选择了若干经销商，与公司合作开发及维护该区域或该行业内的相关客户，根据经销商的订单实施定向生产。公司对信用等级较低、合作期限较短的经销商采用“款到发货”的结算方式；对信用等级较高、合作期限长的经销商公司根据采购量给予一定期限的信用额度。公司给予客户的平均账期是30天，公司的销售回款情况尚可。

外销由公司国际贸易部自营出口，与国际专业分销商合作，后者熟悉进口国当地严格的监管规则，在分销网络、服务体系、仓储物流和检测技术体系方面具备优势，公司产品可以直接进入进口国市场。在结算方面，按照国际惯例的要求，公司根据客户的资信情况和长期合作的信用记录，采用多种灵活结算方式，如即期L/C、远期L/C、T/T、D/P等方式，并与中国出口信用保险公司合作对新开发客户和具有一定风险的客户进行全面的资信调查评估，以化解收汇风险。

公司活性炭业务客户集中度不高，2021年前五大客户占比为19.13%，主要为国内外活性炭企业及食品加工企业。

表5 按销售区域划分的公司营业收入构成（单位：万元）

销售区域	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
中国境内	134,233.20	83.48%	91,858.18	80.86%
中国境外	26,568.22	16.52%	21,742.96	19.14%
合计	160,801.42	100.00%	113,601.14	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

活性炭所需主材料林产“三剩物”供应充足，但个体供应商一般不接受票据等结算，对公司的现金周转能力要求较高

公司活性炭产品所需的主材料为锯末等林产“三剩物”及少量的外购半成品炭，其他材料主要为磷酸、替代燃料、煤等，其中锯末等作为采伐、制材、加工过程中产生的废弃物，供应充足；磷酸为基础化工产品，价格随行就市。

由于林产“三剩物”大量分散在各木材加工基地，公司主要向个体供应商进行采购，与各主要供应商建立长期稳定的合作关系，保障公司原材料的充分、及时供应。公司通过对各供应商的组织货源能力、运力、运价、信用等级等进行评判，每年年初与供应商签订年度采购意向合同，每月根据采购订单执行采购计划。磷酸则主要是从澄星股份（600078.SH）等磷化工公司采购。辅料、燃料和替代燃料的采购一般根据全年的生产计划按月下达采购订单。结算方式上，公司与个人供应商一般是周结，次月初付清上月余款，且个体供应商一般无法接受票据等结算方式，对公司的资金周转能力要求较高；与澄星股份等企业一般是月末结算，下月中付款。

2021年水玻璃产销持续提升，关联交易规模仍较大，需求保持稳定的同时将继续受益于同EWS厂区相邻、管道直接运输带来的销售优势；此外公司也通过持续提升水玻璃市场化销售比重，以减弱对EWS的依赖

公司水玻璃业务主要由元福建省南平市元禾化工有限公司（以下简称“元禾化工”）及其子公司福建省南平元禾水玻璃有限公司（以下简称“元禾水玻璃”）负责。元禾化工专业从事白炭黑中间体—水玻璃的生产，截至2021年末年产能合计27.00万吨，是德国赢创工业集团在中国大陆沉淀法白炭黑（包括消光剂和硅胶）领域的合作伙伴。元禾化工与赢创工业集团分别出资40%、60%设立EWS，元禾化工向EWS长期供应水玻璃。

2006年3月，福建省南平市嘉闽化工有限公司（以下简称“嘉闽化工”）²、元禾化工（供方）与德国赛嘉联白炭黑（南平）有限公司（需方，即为现在的合资公司EWS）签订《长期水玻璃合同》，约定由供方向EWS长期供应水玻璃，供方享有“双方核定的生产成本³*5%”的利润。供方可将水玻璃供应给任何第三方，前提是应第一优先满足EWS的需求。EWS承诺向供方优先购买水玻璃，但出现产品不能满足EWS生产要求、延迟交货、单价不具有市场竞争力、在全负荷运转条件下的水玻璃生产成本高于EWS任何一个水玻璃生产场地、与第三方供应商的条款更优惠时，需方可以选择从其他供应商处购买水玻璃。

供需双方于2009年4月至2016年3月之间签订了5份补充协议，对水玻璃单价计算方法及计算公式、结算方式进行修改。根据2016年3月双方签订的补充协议，购买价每个月结算一次，供方于每月28日就上月28日至当月27日期间双方核定的水玻璃购买量开具发票，EWS于当月最后一日前以现金或承兑汇票方式支付给供方；同时约定供应合同由2016年3月23日生效至2021年3月22日终止。如任何一方在合同期限届满无意续展，该方应在本合同期限届满前至少提前3个月通知另一方，否则合同自动续展2年。目前双方均未提出无意续展请求，故合同有效期自动延期2年，但未来续展存在一定不确定性。

² 嘉闽化工于2013年12月24日吸收合并入元禾化工，嘉闽化工的权利和义务由元禾化工继承。

³ 此处生产成本是综合生产成本，除单位固定成本和变动成本外，还包括管理费用、融资成本等。

2018年2月，元禾化工投资设立元禾水玻璃，以元禾水玻璃为主体，在南平市工业园区陈坑瓦口组团投资建设年产32万吨固体水玻璃项目，项目计划投资约19,976万元，分三期建设，一期、二期、三期规划年产能分别为8万吨、8万吨和16万吨。公司于2020年、2021年分别投产8万吨、8万吨年产能，主要供应子公司三元循环、关联方同晟化工和EWS之外的客户如福建思科硅材料有限公司、三明市丰润化工有限公司、福建省沙县金沙白炭黑制造有限公司等。公司水玻璃品质较优，新增产能投产后销售较为顺利，2021年产销率继续维持较高水平，但与关联方交易规模仍较大。

表6 公司水玻璃产销情况

项目	2021年	2020年
年产能（吨）	270,000	180,400
其中：元禾水玻璃（年产能）（吨）	150,000	50,000
产量（吨）	265,821	181,017
产能利用率	98.45%	100.34%
销量（吨）	266,119	180,976
产销率	100.11%	99.98%

注：元禾水玻璃第一条产线8万吨于2020年4月投产，产能折按7.5个月计算；第二条产线8万吨于2021年2月投产，产能折按10.5个月计算；公司生产的硅酸钠包括液态硅酸钠和固态硅酸钠，上表中硅酸钠产能已经换算为固态硅酸钠产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司水玻璃均为直销。公司对其他关联方的水玻璃价格参考EWS供货价，结算方式为当月27日开票，次月付款。公司对EWS、同晟化工等客户的销售，产品规格较为固定，依照其生产计划进行按月排产，公司的硅酸钠工厂与EWS的工厂相邻，便于通过管道运输节省成本；其他对外销售的水玻璃，主要采取按订单生产的方式。

水玻璃主要原料为石英砂和纯碱，主要能源为块煤、煤焦油、白煤和烟煤，均为常见的大宗商品或化工产品，市场供应充足。元禾化工主要从福建省内及周边地区就近采购原材料和能源，与主要供应商建立了长期稳定的购销关系。

2021年在产能扩张基础上，公司与关联方及非关联方的销售规模均保持增长。但随着公司对外拓展客户力度的加大，硅酸钠业务对EWS的销售依赖度继续降低。

表7 公司与关联方水玻璃销售收入情况（单位：万元）

关联方名称	2021年	2020年
EWS	19,254.27	12,703.33
三元循环	-	2,358.26
同晟化工	772.66	494.53
硅酸钠关联交易销售合计	20,026.93	15,556.12
硅酸钠关联交易销售占比	43.85%	59.61%
硅酸钠非关联交易合计	25,647.00	10,541.15

硅酸钠非关联交易占比	56.15%	40.39%
硅酸钠销售收入合计	45,673.93	26,097.27

注：2021年9月，公司受让三元循环100.00%股权后将其并表，不再为关联方。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

通过受让三元循环，公司将硅酸钠产品向下游延伸至硅胶的生产，三元循环产销情况均表现良好

2021年9月，公司通过受让三元循环，将硅酸钠产品向下游延伸至硅胶的生产。三元循环在南平市陈坑至瓦口工业园区投资建设了年产8万吨硅胶项目，并于2020年建成投产一期2万吨生产线，截至2021年末，三元循环硅胶年设计产能为2万吨，实际产能约2.5万吨。在硅胶生产线投产初期，三元循环有所亏损，2020年净利润为-0.15亿元。随着生产线运行渐趋平稳，三元循环产销情况均表现较好，2021年净利润达到0.24亿元。

表8 公司硅胶产销情况

项目	2021年
产能（吨）	20,000
产量（吨）	25,997
产能利用率	113.03%
销量（吨）	24,355
产销率	93.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

硅胶主要原材料为水玻璃，辅料为硫酸，主要能源为蒸汽，其中水玻璃全部由元禾化工直接供应，蒸汽由其全资子公司三元热电提供，而硫酸是常见的化工产品，市场供应充足。

公司硅胶均为直销，三元循环根据销售合同中与客户的约定地点进行货物交付。客户类型包括终端硅胶应用客户及贸易商客户。

公司在建、拟建项目逐步推进，但仍需关注活性炭产能消化问题

截至2021年末，公司主要在建项目为年产32万吨固体水玻璃项目和非公开发行股票募投项目（南平工业园区活性炭建设项目及南平元力活性炭研发中心建设项目），拟建项目为“元力转债”募投项目，计划总投资为21.83亿元，尚需投资15.85亿元，考虑到定增募投项目和“元力转债”募投项目总投资额中的16.83亿元由定增募集资金和“元力转债”募集资金承担，公司项目建设资金压力不大。

但值得注意的是，截至2021年末，定增募投项目中的南平工业园区活性炭建设项目投资完成进度仅为45.67%，已投产产能为2.53万吨，预计未来仍将新增较多活性炭产能；“元力转债”募投项目生产的产品计划用于环保应用领域，但公司目前在环保应用领域的市场份额小，如遇市场环境变化、公司市场开拓力度不及预期，公司可能面临新增活性炭产能无法消化的风险。公司年产32万吨固体水玻璃项目一、二期已投产，且产能消化情况良好，三期将根据市场需求情况择期投产，目前暂无水玻璃产能消化压力。

表9 截至 2021 年末公司主要在建及拟建项目（单位：万吨、万元）

项目名称	主要产品	计划年产能	计划总投资	累计已投资	尚需投资
非公开发行股票募投项目	各类活性炭	6.56	78,345.00	46,065.97	32,279.03
年产 32 万吨固体水玻璃项目	水玻璃	32	19,976.00	13,286.55	6,689.45
“元力转债”募投项目	各类木质活性炭	10	120,000.00	456.41	119,543.59
合计	-	-	218,321.00	59,808.93	158,512.07

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制，2020 年末数据为同一控制下企业合并调整前数据。2021 年，公司新增 2 家纳入合并报表范围的子公司。

表10 2021 年公司新纳入合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
三元循环	100.00%	1.00	生产、销售硅胶	同一控制下合并
三元热电	100.00%	0.36	生产、销售热能	同一控制下合并

资料来源：公司 2021 年审计报告

资产结构与质量

2021 年公司资产规模继续增长，以流动资产为主，货币资金充裕，资产质量尚可

受益于“元力转债”募集资金到账，2021 年公司资产规模继续大幅增长。仍以流动资产为主，且流动资产占比有所提升。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.81	41.14%	14.00	42.18%	6.22	30.45%
应收账款	1.79	5.34%	1.77	5.33%	1.09	5.35%
存货	2.05	6.11%	2.27	6.84%	1.61	7.90%
流动资产合计	19.30	57.51%	19.68	59.29%	10.38	50.82%
长期股权投资	0.91	2.72%	0.87	2.62%	1.09	5.33%
固定资产	9.58	28.54%	9.71	29.25%	6.62	32.41%
在建工程	1.32	3.92%	0.86	2.59%	0.60	2.93%
无形资产	1.42	4.22%	1.44	4.34%	1.19	5.82%
非流动资产合计	14.26	42.49%	13.51	40.71%	10.04	49.18%

资产总计	33.56	100.00%	33.20	100.00%	20.42	100.00%
-------------	--------------	----------------	--------------	----------------	--------------	----------------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金基本为银行存款，2021年账面余额大幅上升，主要系“元力转债”募集资金到账所致。截至2021年末，公司无货币资金使用受限情况。

公司销售回款情况尚可，截至2021年末，公司应收账款有所增长，但同营业收入相比，应收账款规模不大，且一年以内的应收账款账面余额占比达98.78%；从应收对象来看，前五大应收账款账面余额占应收账款总额的比例为30.59%，主要为公司关联方、国外活性炭企业及国内食品加工企业。2021年末受当年部分12月货款隔年到账影响，前五大应收款项占比有所加大。2021年末公司应收账款坏账准备合计0.11亿元，坏账计提比例为5.81%。公司存货包括原材料和库存商品，受三大板块业务增长影响以及原材料涨价影响，公司原材料和库存商品账面余额均保持增长态势。截至2021年末公司存货未计提跌价准备。

公司长期股权投资为元禾化工持有的EWS 40%股权，按权益法计量，2021年公司确认投资收益0.14亿元，受EWS所用原材料涨价影响，投资收益有所下滑，但现金分红率为250.83%，资产质量仍较好。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机械设备，2021年受在建工程转入影响，账面价值继续增长。2021年末公司在建工程主要包括定增募投项目、技改项目等，2021年账面价值有所增长主要系当年新建项目投入及合并纳入三元循环所致。公司无形资产主要为土地使用权和商标权，2021年账面价值有所增长主要系新增购置排污权。

总体而言，2021年及2022年一季度公司资产规模继续增长，以流动资产为主，资产质量尚可。

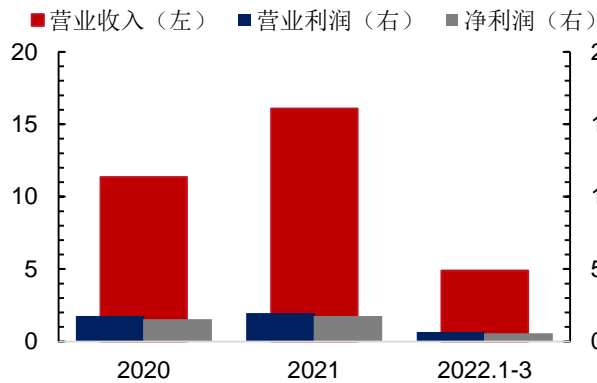
盈利能力

2021年公司营业收入增长较快，但受原材料涨价、投资收益下滑等因素影响，公司盈利能力有所下滑

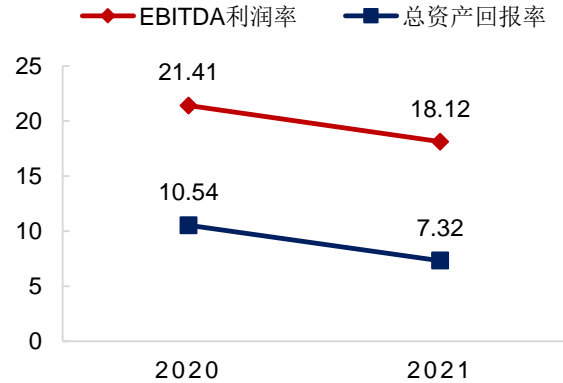
2021年随着活性炭及硅酸钠两大业务板块新增产能的陆续投产以及硅胶板块新建产线的运行渐趋平稳，公司营业收入呈较快增长。受原材料采购价格均上涨影响，公司活性炭及硅酸钠毛利率略有下滑。其中硅胶业务由亏转盈，主要系2020年硅胶生产线投产初期成本较高所致。

公司其他收益主要来自政府补助，包括以“三剩物”为原料生产加工获得的资源综合利用增值税即征即退收入、子公司元禾化工安置残疾人就业获得的促进残疾人就业企业增值税退税收入和其他各项补助奖励，2021年确认其他收益0.24亿元，其中增值税退税收入为0.20亿元，对公司利润形成有效补充。公司投资收益主要来自EWS，2021年确认投资收益0.18亿元，同比有所下滑。

受营业收入增长较快、毛利率略有下滑、投资收益有所下滑及“元力转债”募集资金到账影响，2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下滑。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

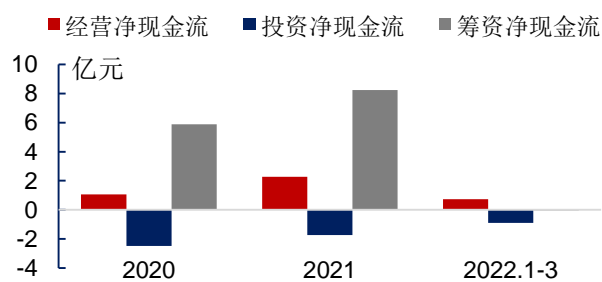
图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

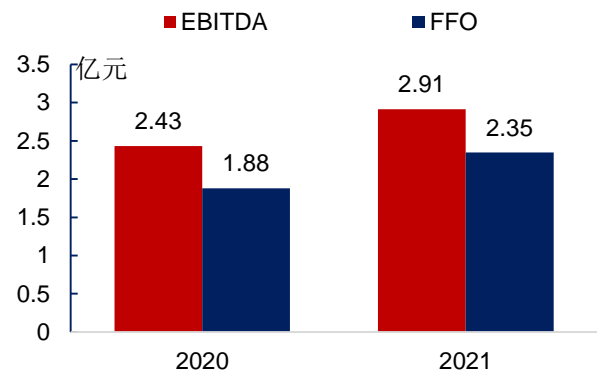
现金流

公司经营活动现金流继续表现尚可，资金压力仍可控

公司销售回款情况尚好，2021年随营业收入增长，经营活动产生现金流净流入规模有所加大。随在建项目建设的推进，公司投资活动产生的现金流持续净流出，但流出规模同比缩减。考虑到公司在建项目总投资额中较大部分由定增募集资金及“元力转债”募集资金承担，公司的资金压力可控。随着本“元力转债”募集资金到账，公司筹资性活动产生的现金净流入规模加大。受营业收入增长影响，公司 EBITDA 及 FFO 均保持增长。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

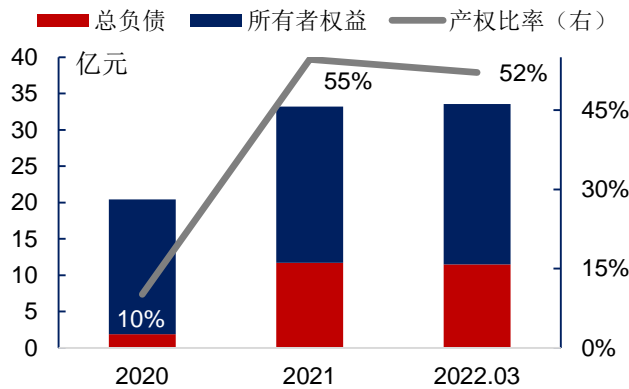
资本结构与偿债能力

2021年受“元力转债”发行影响，公司债务规模迅速扩大，但整体偿债指标表现尚可

受“元力转债”发行影响，2021年末公司总负债同比大幅增长524.59%；受益于留存收益增加，所

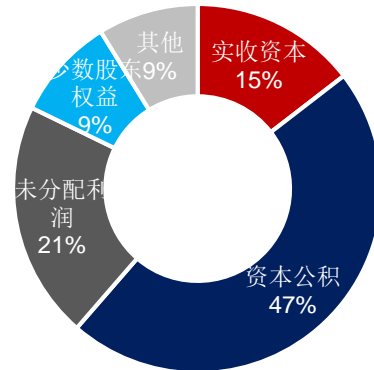
所有者权益同比增长15.81%，以资本公积为主。综合影响下，2021年末公司产权比率大幅提升至54.61%，所有者权益对负债的保障程度大幅下滑，但保障程度仍尚可。

图 10 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司已无短期借款和长期借款。应付账款为应付货款及其他款、应付工程及设备款，2021年受业务规模扩大、原材料价格上涨及在建项目建设持续推进影响，账面价值有所增长。受一年内到期的长期应付款增加影响，一年内到期的非流动负债有所增长。

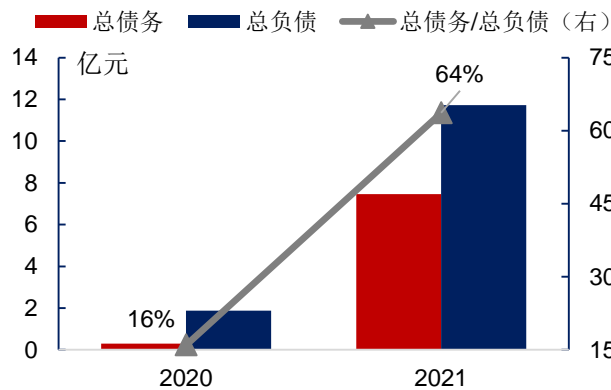
公司应付债券为“元力转债”。长期应付款为应付三元循环股权受让款（其中0.49亿元纳入一年内到期的非流动负债），其中包含了三元循环应付实际控制人卢元健1.2亿元往来款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

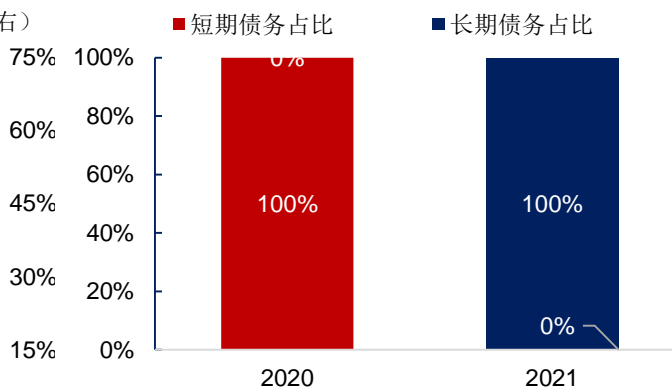
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.30	15.99%
应付账款	0.97	8.43%	1.18	10.03%	0.82	43.64%
其他应付款	0.08	0.71%	0.06	0.55%	0.05	2.69%
一年内到期的非流动负债	0.50	4.36%	0.50	4.27%	0.00	0.00%
流动负债合计	2.23	19.39%	2.53	21.60%	1.69	90.17%
应付债券	7.53	65.45%	7.44	63.46%	0.00	0.00%
长期应付款（合计）	1.47	12.78%	1.47	12.54%	0.00	0.00%
非流动负债合计	9.27	80.61%	9.19	78.40%	0.18	9.83%
负债合计	11.50	100.00%	11.73	100.00%	1.88	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务包括一年内到期的非流动负债有息部分和应付债券，截至2021年末公司总债务为7.46亿元，随“元力转债”发行，公司总债务规模快速扩大，总债务占总负债占比提升至63.64%，公司债务结构转为以长期债务为主，短期偿债压力较轻。

图 12 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，随着“元力转债”的发行，公司资产负债率大幅上升，总资本对总债务的覆盖作用有所下降，但截至2021年末仍处于较低水平，EBITDA对利息的偿付能力好。此外，相较于总债务而言，公司盈余现金规模较大，净债务为负。整体来看，公司偿债压力不大。

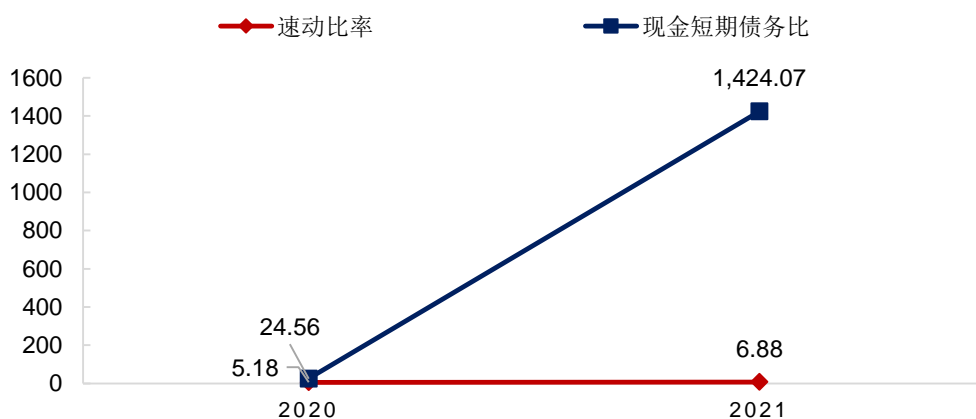
表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	35.32%	9.20%
净债务/EBITDA	-2.49	-2.79
EBITDA 利息保障倍数	73.93	31.97
总债务/总资本	25.79%	1.59%
FFO/净债务	-32.39%	-27.73%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

2021年受“元力转债”募集资金到账，同时流动负债仍处于较低水平影响，公司速动比率及现金短期债务比继续处在高位，且明显提升。整体来看，公司短期偿债能力较强。

截至2021年末，公司尚余7.77亿元银行信用授信额度未使用，无形资产中账面价值1.08亿元的土地使用权未抵押，此外作为上市企业，公司可通过资本市场融资。整体来看，公司融资弹性较强。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，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，公司本部（报告查询日为2022年5月19日）、子公司南平元力活性炭有限公司（报告查询日为2022年5月19日）、子公司福建省南平市元禾化工有限公司（报告查询日为2022年5月23日）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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

公司主要从事木质活性炭、硅酸钠及硅胶的研发、生产和销售。通过持续研发，公司有效降低了生产成本并扩展了产品应用领域。2021年随着公司活性炭及硅酸钠两大业务板块新增产能陆续投产、硅胶板块新建产线的运行渐趋平稳，公司营业收入增长较快。随着定增募投项目及“元力转债”募投项目建设的推进，未来公司产能将继续增加，有望进一步推动公司业务规模的扩大，但从长期来看，需关注其产能消化问题。

偿债能力方面，截至2021年末，公司债务主要为“元力转债”，公司整体杠杆率仍较低，偿债指标表现尚可。

整体来看，公司抗风险能力尚可。

十、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“元力转债”的信用等

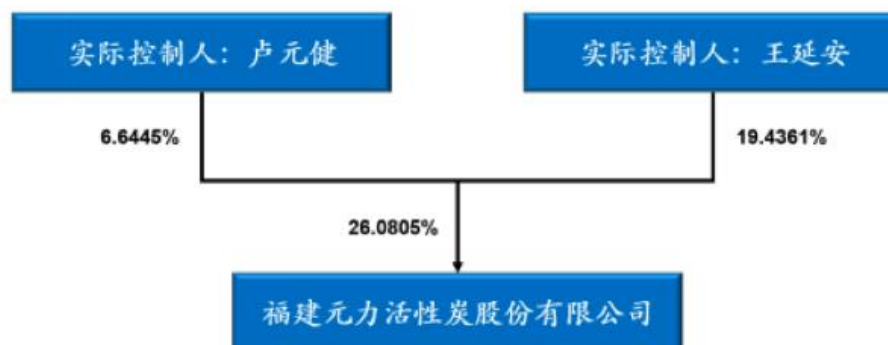
级为AA-。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	13.81	14.00	6.22	1.06
流动资产合计	19.30	19.68	10.38	4.70
固定资产	9.58	9.71	6.62	4.28
非流动资产合计	14.26	13.51	10.04	8.47
资产总计	33.56	33.20	20.42	13.17
短期借款	0.00	0.00	0.30	2.10
一年内到期的非流动负债	0.50	0.50	0.00	0.00
流动负债合计	2.23	2.53	1.69	3.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.99
应付债券	7.53	7.44	0.00	0.00
长期应付款（合计）	1.47	1.47	0.00	0.00
非流动负债合计	9.27	9.19	0.18	1.22
负债合计	11.50	11.73	1.88	4.75
总债务	--	7.46	0.30	3.09
归属于母公司的所有者权益	20.07	19.54	16.74	6.85
营业收入	4.90	16.08	11.36	12.82
净利润	0.57	1.76	1.54	0.77
经营活动产生的现金流量净额	0.74	2.27	1.06	0.15
投资活动产生的现金流量净额	-0.90	-1.73	-2.47	0.51
筹资活动产生的现金流量净额	-0.03	8.24	5.87	-1.75
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	23.74%	23.47%	24.52%	24.77%
EBITDA 利润率	--	18.12%	21.41%	12.58%
总资产回报率	--	7.32%	10.54%	6.81%
产权比率	52.11%	54.61%	10.13%	56.36%
资产负债率	34.26%	35.32%	9.20%	36.04%
净债务/EBITDA	--	-2.49	-2.79	1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	73.93	31.97	10.37
总债务/总资本	--	25.79%	1.59%	26.80%
FFO/净债务	--	-32.39%	-27.73%	64.83%
速动比率	7.74	6.88	5.18	0.94
现金短期债务比	--	1,424.07	24.56	0.85

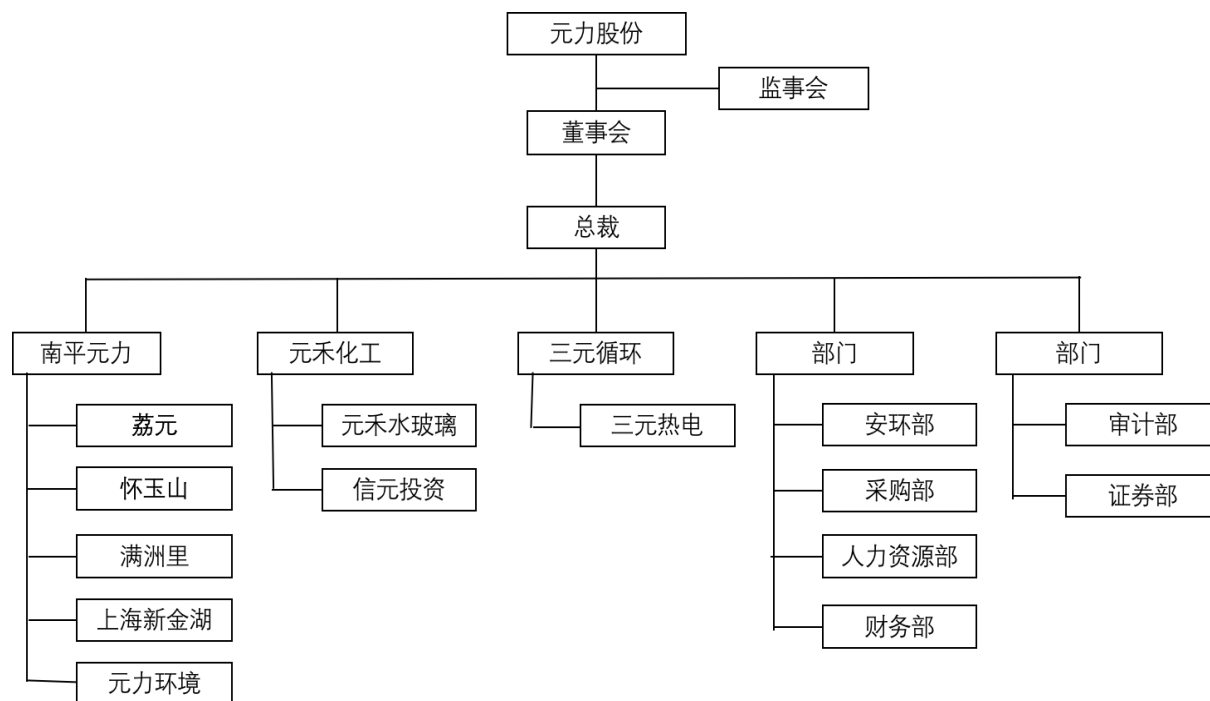
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司 2021 年年度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
南平元力活性炭有限公司	120,000	100.00%	生产、销售活性炭
福建省南平市元禾化工有限公司	3,306.12	51.00%	生产、销售硅酸钠
福建省荔元活性炭实业有限公司	6,940	100.00%	生产、销售活性炭
江西元力怀玉山活性炭有限公司	5,000	100.00%	生产、销售活性炭
满洲里元力活性炭有限公司	16,000	100.00%	生产、销售活性炭
福建元力环境工程有限公司	10,000	100.00%	环境工程
上海新金湖活性炭有限公司	2,000	60.00%	销售活性炭
福建省南平市信元投资有限公司	2,396	51.00%	投资
福建省南平元禾水玻璃有限公司	1,000	51.00%	生产、销售水玻璃
福建南平三元循环技术有限公司	10,000	100.00%	生产、销售硅胶
福建南平三元热电能源有限公司	3,600	100.00%	生产、销售热能

资料来源：公司 2021 年年度报告、公开信息，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。