



2020年广东美联新材料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

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：

2020年广东美联新材料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

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
美联转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持广东美联新材料股份有限公司（以下简称“美联新材”或“公司”，股票代码：300586.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“美联转债”（以下简称“本期债券”）信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司是色母粒行业知名企业，产能位居行业前列，2021 年三聚氯氰产品量价齐升，带动公司经营业绩增长，公司经营现金流表现较好，定增后资本实力进一步增强，同时中证鹏元也关注到公司色母粒板块毛利率大幅下降，新增色母粒产能消化情况有待观察，三聚氯氰价格波动可能导致公司经营面临波动，隔膜项目建设资金压力较大，公司治理有待完善，存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司色母粒及三聚氯氰产能规模均位于行业前列，具备一定的规模优势，且下游需求仍有一定的支撑。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 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：谢海琳
 xiehl@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	27.09	25.29	19.32	18.12
归母所有者权益	13.69	12.76	7.54	6.95
总债务	7.20	6.76	7.03	6.68
营业收入	6.10	18.81	15.17	12.60
净利润	1.46	1.05	0.31	1.01
经营活动现金流净额	1.78	1.26	1.31	1.72
销售毛利率	37.04%	17.50%	14.58%	21.16%
EBITDA 利润率	--	16.70%	13.58%	14.57%
总资产回报率	--	6.41%	3.37%	9.50%
资产负债率	37.44%	38.35%	50.88%	49.75%
净债务/EBITDA	--	0.37	1.97	2.24
EBITDA 利息保障倍数	--	9.48	7.89	7.72
总债务/总资本	29.82%	30.23%	42.56%	42.31%
FFO/净债务	--	189.22%	35.37%	29.24%
速动比率	1.59	1.54	0.96	0.77
现金短期债务比	1.07	1.77	0.97	0.67

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

- **公司色母粒产能位居行业前列。**公司是色母粒行业知名企业，是国内为数不多的色母粒年产能超过万吨的企业之一。跟踪期内，公司彩色母粒产能建成投产，IPO 募投项目白色母粒、黑色母粒产能逐步释放，截至 2021 年末公司色母粒年产能增加至 8.44 万吨。
- **三聚氯氰产品量价齐升，为公司贡献较多收入和利润。**营创三征（营口）精细化工有限公司（以下简称“营创三征”）是国内乃至全球三聚氯氰行业的龙头企业之一，受下游需求回升、上游材料供应紧张影响，2021 年公司三聚氯氰产品销售价格和销量均有大幅增长，带动三聚氯氰业务经营主体营创三征营收同比增长 50.09%，销售毛利率同比上升 16.11 个百分点。
- **公司经营现金流表现较好，定增成功增强了公司资本实力。**公司经营现金生成能力较强，FFO 表现较好，经营净现金流持续净流入。2021 年 7 月公司向特定对象发行股票并在深圳证券交易所上市，共募集资金 4.66 亿元，公司资本实力得以增强，负债水平降低。

关注

- **公司色母粒业务毛利率大幅下降，未来仍面临经营压力。**2021 年公司色母粒营收同比增长，但由于色母粒原材料价格大幅上涨、市场竞争加剧、公司成本转嫁能力不强，色母粒毛利率大幅下降，未来经营仍可能存在波动。
- **公司新增色母粒产能规模较大，需持续关注其产能消化情况。**受市场需求等因素影响，公司白色和黑色母粒项目建成后产能释放力度不达预期，彩色母粒新增产能仍未能完全达产，功能母粒新增产能规模较大且目前处于建设初期，整体仍存在一定的产能消化风险。
- **三聚氯氰价格波动风险。**受益于三聚氯氰产品价格大幅上涨，2021 年公司营收及净利润有较好表现。后续如遇市场供需等变动导致其价格产生较大波动，将对公司经营业绩产生不利影响。
- **隔膜项目后续面临较大的资金压力。**公司于 2021 年投资建设锂电池湿法隔膜产业化建设项目（以下简称“隔膜项目”），总投资 20 亿元，其中一期总投资 8.68 亿元，目前隔膜项目一期已部分投产，产品技术水平初步得到行业认可，但后续建设资金压力较大，且受产能稳定性、良率、市场需求、技术升级等因素影响，项目收益可能不达预期。
- **公司治理有待完善。**因未就有关关联交易事项及时履行审议程序并披露、未披露大额存款被质押以及违规为实控人提供担保等 5 项问题，公司于 2021 年 1 月收到深圳证券交易所出具的监管函，公司及相关人员于 2022 年 1 月收到中国证券监督管理委员会广东监管局出具的警示函。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司为联营企业营口营新化工科技有限公司（以下简称“营新科技”）提供担保，实际担保余额为 1.84 亿元。

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	3	财务状况	杠杆状况	中等
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	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	6
品牌形象和市场份额	4	FFO/净债务	7
经营效率	4	杠杆状况调整分	-3
业务多样性	5	盈利状况	强
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	4
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-	2021-6-23	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
AA-/稳定	AA-	2020-1-2	刘志强、王一峰	化学原料及化学制品制造企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2016V1.0) 、 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
美联转债	2.07	2.07	2021-6-23	2026-7-1

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2020年7月发行6年期2.07亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后原计划用于年产2万吨高浓度彩色母粒建设项目和补充流动资金。根据公司2022年1月发布的《关于终止募投项目并将剩余募集资金永久补充流动资金的公告》，公司拟终止年产2万吨高浓度彩色母粒建设项目剩余计划产能的建设，并将结余募集资金永久补充流动资金。截至2022年3月，公司已将因终止“年产2万吨高浓度彩色母粒建设项目”而剩余的募集资金1.11亿元全部转入公司自有资金账户用于永久补充流动资金，并已办理完毕上述募集资金专项账户的注销手续。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。经中国证券监督管理委员会《关于同意广东美联新材料股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2021〕822号）同意注册，公司向11名特定对象发行人民币普通股6,846.1617万股，上述股票已于2021年7月12日在深圳证券交易所上市。“美联转债”转股期限为2021年1月7日至2026年6月30日，2021年“美联转债”累计转股12,066股，截至2021年公司总股本为524,473,683.00股。截至2022年3月末，公司控股股东、实际控制人为黄伟汕，直接持有公司33.94%的股份，公司前十大股东明细如表1所示。截至2022年3月末，黄伟汕、张朝益和张朝凯持有的股权质押数分别占其持有的股份数的52.74%、46.39%和28.09%。

表1 截至2022年3月末公司前十大股东明细（单位：万股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	质押/冻结情况	质押股数
黄伟汕	境内自然人	33.94%	17,803	质押	9,390
张盛业	境内自然人	9.29%	4,874		0
张朝益	境内自然人	7.97%	4,182	质押	1,940
张朝凯	境内自然人	4.79%	2,513	质押	706
吴晓琪	境外自然人	2.20%	1,156		0
共青城卓璞投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	2.19%	1,147		0
方正和生投资有限责任公司—铜陵和产业发展基金合伙企业（有限合伙）	其他	0.88%	461		0
谭树容	境内自然人	0.84%	441		0
许利民	境内自然人	0.75%	392		0
方丹丹	境内自然人	0.64%	338		0
合计		63.50%	33,307		12,036

注：公司控股股东、实际控制人黄伟汕与张盛业为甥舅关系，张盛业为黄伟汕的舅舅。张盛业为张朝益和张朝凯之父，张朝益为其长子，张朝凯为其次子。股东黄伟汕、张盛业、张朝益和张朝凯之间不属于一致行动人。

资料来源：公司 2022 年一季报，中证鹏元整理

公司于2021年12月进行董事会、监事会换届选举，刘海胶新任非独立董事，芮奕平、梁强新任独立董事，陈名芹、马北雁不再担任公司独立董事，张朝益不再担任公司董事，此次公司董事会变更人数超过董事会总人数三分之一；王鹏任监事会主席，李晓杰不再担任监事会主席（但仍是监事），林美娥不再担任监事；张朝益不再担任总经理，由易东生任总经理。

公司主营高分子复合着色材料和精细化工两大业务，主营产品包括色母粒、三聚氰氨和熔喷无纺布。2021年公司合并范围子公司新增4家，减少3家，明细如下表所示。截至2021年末公司合并财务报表范围的子公司共8家。

表2 2021 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
成都菲斯特新材料有限公司	51%	2,500	塑料添加剂、塑料制品生产及销售等	收购
安徽美芯新材料有限公司	60%	20,000	新型膜材料制造等	新设
天津美联新材料有限公司	100%	1,000	工程塑料及合成树脂销售等	新设
广东美联新材（苏州）有限公司	100%	1,000	塑料制品制造等	新设
不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	原持股比例		主营业务	不再纳入原因
汕头市美联赢达投资企业（有限合伙）	100%		私募基金管理	注销
汕头市美联盈通投资有限公司	100%		私募基金管理	注销
联朴新材料科技（上海）有限公司	100%		商品批发和零售	注销

资料来源：公司 2021 年年报、公开资料，中证鹏元整理

公司内部治理有待完善。公司因未就与营新科技的关联交易事项及时履行审议程序并披露，曾于2021年1月19日收到创业板公司管理部监管函。根据公司2022年1月14日发布的《关于公司及相关人员收到中国证券监督管理委员会广东监管局行政监管措施决定书公告》，因公司存在以下违规问题：1、未披露大额存款被质押以及违规为实控人提供担保；2、关联交易未及时审议披露；3、募集资金使用和管理不规范；4、财务核算不规范；5、商誉减值测试不规范，公司于2022年1月13日收到中国证券监督管理委员会广东监管局下发的《关于对广东美联新材料股份有限公司、黄伟汕、张朝益、段文勇、卓树标、蒋进、易东生采取出具警示函措施的决定》（〔2022〕5号）。

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。

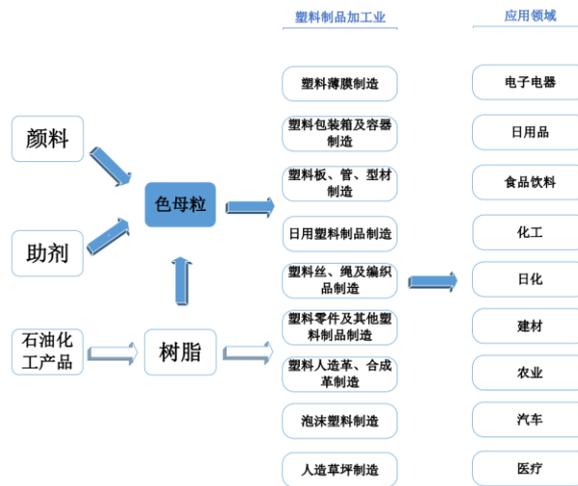
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

塑料制品行业的发展支撑了色母粒行业需求增长，色母粒产品向高性能、功能化、环保化方向发展；钛白粉等原料价格中枢上移，色母粒生产企业面临成本控制压力

以色母粒为代表的高分子复合着色材料，是指根据客户需求将颜料与树脂、助剂等按配方比例加工制成的复合材料，其中颜料是色母粒的基本组成部分，含量一般在20%-80%之间，白色母粒通常采用钛白粉作为颜料，黑色母粒采用炭黑为颜料；树脂是色母粒的基体，经熔融剪切等工艺，树脂能使颜料均匀分布。

图1 色母粒行业上下游产业链



资料来源：公开资料

色母粒产品广泛用于聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、ABS、尼龙、PC、PMMA、PET等树脂中，生产出五颜六色的纤维、服装、日用塑料、电线及电缆、家用电器、农用薄膜、汽车配件、保健器械等塑料制品。根据国家统计局数据，2021年全国塑料制品产量为8,004万吨，同比增长5.72%。其中，塑料薄膜产量同比增长6.34%，泡沫塑料产量同比增长1.36%，塑料人造革、合成革产量同比降低0.90%，日用塑料制品产量同比增长6.55%。根据中国产业信息网数据，随着塑料行业逐渐成熟，塑料制品精度提高，预计2023年中国塑料制品制造市场营收规模将达到3.29万亿元，塑料制品行业的发展将为色母粒行业提供需求支撑。此外，近年来国家政策大力推动可降解塑料的发展，对环保、经济的高分子复合着色材料色母粒的需求也将加大。2017-2020年色母粒国内总产量分别为152.3万吨、164.8万吨、180万吨、193.4万吨，年均复合增长率为8.28%。根据 Reports And Data 咨询公司的报告统计，预计到2026年全球色母粒行业的市场规模约为173.5亿美元，年均复合增长率为5.2%。

我国色母粒生产企业数量众多，生产规模普遍偏小，市场集中度较低、行业竞争激烈。从产能看，我国色母粒总体年产能在80万吨以上，红梅色母、美联新材等公司的色母粒产能占比在5%左右，行业缺乏真正的龙头企业。从产品属性来看，美联新材以白色、黑色母粒为主，红梅色母以白色母粒为主，宝丽迪、宁波色母分别以黑色、彩色母粒为主，宁波色母销售毛利率最高。因此，2021年宝丽迪的色母粒收入规模最大、宁波色母毛利率最高。此外，美联新材拟增色母粒产能3.63万吨，主要增加功能母粒产能；宁波色母拟增产能3.00万吨，主要增加白色、黑色母粒产能；宝丽迪新增产能4.25万吨，其中3.00万吨通用纤维母粒、0.50万吨功能母粒和0.75万吨液体母料。主要色母粒企业持续扩产，行业面临

竞争加剧的可能。

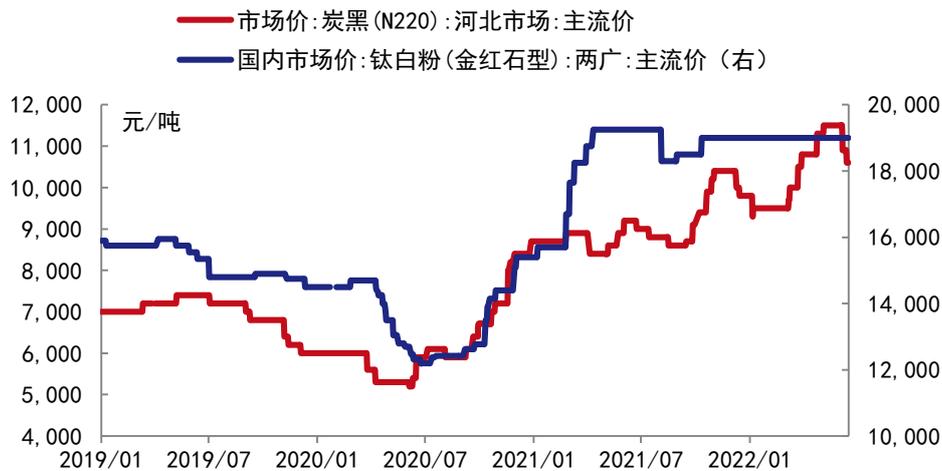
表3 2021年部分色母粒行业代表企业比较（单位：亿元）

企业名称	营业收入	销售毛利率	色母粒业务收入	色母粒毛利率
宝丽迪	7.72	19.53%	7.58	-
美联新材	18.81	17.50%	7.06	13.55%
宁波色母	4.92	34.53%	4.61	-
道恩股份	42.61	12.24%	2.51	-
江苏博云	7.02	30.27%	0.38	45.83%

资料来源：各公司公告，中证鹏元整理

色母粒主要原材料为钛白粉、炭黑、树脂、助剂等，原材料成本占比80%-90%，原材料价格波动对色母粒企业影响较大。2020年9月以来钛白粉价格持续增长，从供应端来看，部分企业因环保检查和疫情影响，同时钛白粉原材料价格上涨，整体导致钛白粉产量降低；而在需求端，在全球主要经济体逐步复苏的背景下，钛白粉需求仍保持增长，钛白粉价格整体处于高位。受原材料煤焦油价格上行影响，炭黑价格整体呈上升趋势。综合来看，主要原材料价格处于高位，色母粒企业面临一定的成本控制压力。

图2 主要原材料价格处于高位



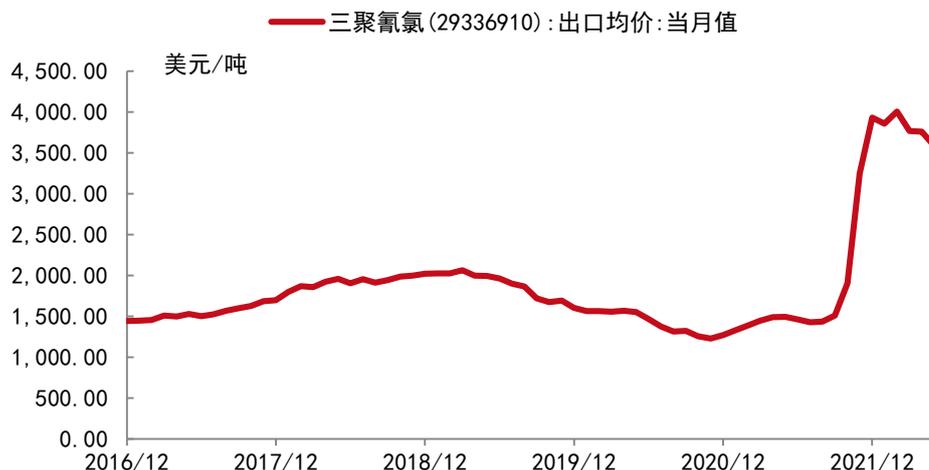
资料来源：Wind，中证鹏元整理

受原材料供应紧张及需求回升等因素影响，2021年四季度三聚氯氰价格大涨，目前仍维持价格高位

三聚氯氰是一种重要的精细化工产品，中国三聚氯氰最大的消费领域是农药工业，主要用于合成三嗪类除草剂，2021年中国农药产量为249.8万吨，同比增长7.8%。三聚氯氰在农药领域的市场消费约占其总产能的60%，在国内需求方面，自2015年农业部门提出农药使用零增长行动后，我国农药需求稳中有降，2019年和2021年小幅反弹。由于合成三聚氯氰所需要的氰化物原料属于剧毒化学物，发达国家和地区政府对三聚氯氰行业的发展持较为谨慎的态度，国外三聚氯氰生产企业很少，产能较小。价格走势方面，国内价格公开数据有限，参考海关总署披露的出口价格来看，2021年由于海外疫情及极端天气

等因素影响造成了化工新材料的原料供应紧张，尤其是第四季度三聚氯氰市场价格上涨幅度大，同时伴随下游需求回升，2021年四季度三聚氯氰价格有明显增长，截至2022年5月三聚氯氰出口均价较年初有所下降但仍维持高位，未来仍需关注其价格变动情况。

图3 2021年四季度三聚氯氰出口价格大幅上涨，目前仍维持价格高位



资料来源：同花顺，中证鹏元整理

据立木信息咨询发布的《中国三聚氯氰市场供需与发展前景研究报告（2020版）》：三聚氯氰全球生产装置主要分布在德国、中国、比利时、美国、瑞士、罗马尼亚及俄罗斯等国家。三聚氯氰生产企业主要集中在中国、德国、美国和瑞士等四个国家，生产企业数量在6-8家左右，其中营创三征产量约9万吨，河北诚信有限责任公司及其子公司产量约6万吨，德国赢创德固赛公司、瑞士先正达公司产量均约为3万吨，此外，天德化工（0609.HK）2020年有部分三聚氯氰产能投产，国内三聚氯氰竞争格局发生变化。

三聚氯氰为危险化学品，生产三聚氯氰过程中产生的氰化钠和氯气为剧毒化学品，生产三聚氯氰的原材料轻油（戊烷）、天然气（富含甲烷的）、液氨为危险化学品。危险化学品和剧毒化学品的生产、储存、使用和运输对安全生产措施要求较高，存在一定的安全生产风险和安全事故风险。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司主要产品仍为色母粒及三聚氯氰。公司色母粒产品下游应用广泛，需求空间大，但由于市场竞争激烈、原材料涨价而公司转嫁能力较弱，该板块营收虽增长但毛利率大幅下降。2021年营创三征的三聚氯氰产品量价齐升，全年经营业绩大幅增长，带动2021年公司营业收入同比增长23.97%，销售毛利率上升2.92个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

2022年1-3月		2021年		2020年	
金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率

色母粒	17,085.23	9.31%	69,749.16	13.55%	61,634.43	21.22%
其中：白色母粒	11,969.61	7.27%	45,971.91	12.06%	43,978.63	19.41%
黑色母粒	2,364.79	7.60%	10,065.80	11.29%	9,338.81	21.43%
彩色母粒	1,370.92	18.84%	8,875.81	18.16%	4,365.31	26.58%
功能母粒	1,379.91	20.52%	4,835.65	24.02%	3,951.68	35.03%
三聚氰氰	36,353.85	52.59%	89,944.41	19.71%	55,789.22	0.39%
熔喷布	889.88	0.57%	2,111.77	-13.40%	6,162.52	73.74%
复配色粉	8.36	4.41%	466.43	26.93%	4,000.03	22.95%
其他产品	6,694.09	28.27%	25,804.90	22.80%	24,127.26	13.91%
合计	61,031.41	37.04%	188,076.68	17.50%	151,713.47	14.58%

资料来源：公司提供

复配色粉是依据下游客户需求，挑选合理的一种或数种色粉及助剂细化复配而成，其生产过程不占用公司生产线，近年客户需求逐渐减少，复配色粉产销量持续下降。公司其他产品主要为液碱、填充母粒、预分散颜料、原材料及其他等。

（一）色母粒

公司色母粒产品产销表现较好，带动色母粒营收同比增长，但公司成本转嫁能力不强，毛利率大幅下降，未来仍面临一定的经营压力

公司主营白色母粒、黑色母粒、彩色母粒、功能母粒和功能新材料等系列产品。公司采取“以销定产”的生产模式，因此主要色母粒产品产销率表现较好。由于钛白粉、树脂和炭黑成本上升，2021年公司白色母粒、黑色母粒和功能母粒的销售均价分别上升15.30%、6.07%、1.11%，但总体不及原材料涨价幅度，导致其毛利率大幅下降；彩色母粒的销售均价下降则主要是原材料颜料采购价格下降。彩色母粒、功能母粒相对于白色母粒和黑色母粒产品附加值更高，销售均价也较高，其毛利率整体高于白色、黑色母粒。公司色母粒产品客户分布较为分散，2021年色母粒前五大客户实现销售收入0.91亿元，占色母粒销售收入的比重为13.77%。

表5 公司主要色母粒产品的产销情况

产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
白色母粒	销量（吨）	8,066.57	32,176.29	35,480.87
	均价（元/吨）	14,838.55	14,287.51	12,392.01
	产销率	112.80%	98.89%	93.91%
黑色母粒	销量（吨）	2,271.58	9,900.08	9,742.85
	均价（元/吨）	10,410.31	10,167.39	9,585.14
	产销率	107.56%	96.68%	105.68%
彩色母粒	销量（吨）	877.61	5,626.01	2,522.11
	均价（元/吨）	15,621.20	15,776.39	18,432.74
	产销率	93.21%	93.47%	111.42%
功能母粒	销量（吨）	826.06	3,015.86	2,437.88
	均价（元/吨）	16,704.78	16,034.06	15,858.10
	产销率	122.20%	93.39%	97.27%

资料来源：公司提供

公司色母粒产品主要原材料为钛白粉、炭黑、树脂等，2021年公司色母粒产品的直接材料占其营业成本的比重为 92.25%，原材料供应及价格的波动性对公司经营影响较大。受原油价格上涨及海外装置异常影响，石化产品整体呈现上涨态势，公司对上游供应商议价能力一般，2021年公司钛白粉、炭黑、树脂采购均价同比分别上涨 34.34%、26.71%、17.14%，2021 年色母粒板块前五大供应商采购金额占比为 56.87%，集中度较高。考虑到色母粒行业市场竞争激烈，公司成本转嫁能力不强，公司仍面临成本控制压力。

表6 公司色母粒产品主要原料平均采购价格（单位：元/吨）

	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
钛白粉	16,966.17	15,990.13	11,903.03
炭黑	8,683.37	8,772.67	6,923.67
树脂	8,351.29	7,968.61	6,802.37
颜料	37,977.60	40,117.53	43,271.16

资料来源：公司提供

公司色母粒产能在国内位居行业前列，但近年新增产能规模较大，存在一定的产能消化风险

公司生产基地分布在汕头本部、顺德、天津和苏州，其中汕头有月浦厂区（包括定增募投项目）、岐山厂区和濠江厂区（包括IPO、本期债券募投项目）。2020年起公司对彩色母粒在新建产能规模、地域方面进行了调整。美联转债募投项目原计划在濠江厂区新建高浓度彩色母粒20,000吨/年，截至2021年末已达到预定可使用状态产能为 11,600吨/年；为更加贴近客户，公司利用自有资金在顺德、天津和苏州分别建成彩色母粒产能5,600 吨/年、3,300 吨/年、3,300 吨/年，公司收购的子公司成都菲斯特新材料有限公司（以下简称“成都菲斯特”）拥有3,600 吨/年彩色母粒产能，考虑目前产能已能满足未来几年彩色母粒发展规划，公司已终止本期债券募投项目剩余计划产能的建设。

表7 公司主要产品产能情况

产品	项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
白色母粒	产能（吨/当期）	11,600	46,400	42,460
	产量（吨）	7,151.16	32,538.45	37,783.51
	产能利用率	61.65%	70.13%	88.99%
黑色母粒	产能（吨/当期）	5,900	23,600	20,800
	产量（吨）	2,111.83	10,239.73	9,219.40
	产能利用率	35.79%	43.39%	44.32%
彩色母粒	产能（吨/当期）	6,275	11,100	2,700
	产量（吨）	941.58	6,019.14	2,263.66
	产能利用率	15.01%	54.23%	83.84%
功能母粒	产能（吨/当期）	825	3,300	3,300
	产量（吨）	676	3,229.33	2,506.21
	产能利用率	81.94%	97.86%	75.95%
合计	产能（吨/当期）	24,600	84,400	69,260
	产量（吨）	10,880.57	52,026.65	51,772.78
	产能利用率	44.23%	61.64%	74.75%

资料来源：公司提供

公司色母粒产能在国内位居行业前列，2021年色母粒年产能合计8.44万吨。公司IPO募投项目开工后受原规划土地出让进度影响，公司多次对IPO募投项目的实施方式和实施期限进行调整，项目原计划投产时间为2018年3月，中高端黑色母粒产业化建设项目和中高端白色母粒产业化建设项目实际分别于2019年末、2020年6月末达到预定可使用状态，目前处于投产后产能逐步爬坡阶段，截至2021年末公司白色母粒、黑色母粒年产能分别较上年末增长至4.64万吨、2.36万吨。2021年随着可转债募投项目部分产能已达到预定可使用状态、顺德等生产基地陆续达产，带动公司彩色母粒年产能提升至1.11万吨。由于上述新建产能于2020年起陆续投产，2021年受产能爬坡影响及白色母粒产量下降影响，白色、黑色及彩色母粒的产能利用率均下降。

公司主要在建项目为功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目。2021年7月，公司向特定对象发行普通股，募集资金总额4.66亿元，主要用于功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目建设，项目总投资3.61亿元，拟布局4条功能母粒生产线、1条生物基可降解母粒生产线，项目建成后将新增年产能36,300吨，项目建设期预计为12个月，截至2021年末已投资0.59万元。

综上，上述各类色母粒产能的建设有助于丰富公司产品品类，但受市场需求等因素影响，公司白色和黑色母粒项目建成后产能释放力度不达预期，彩色母粒新增产能尚未能完全达产，功能母粒目前处于建设初期，未来建设进度存在一定的不确定性，未来如遇技术变更、行业竞争加剧、市场需求低于预期、市场开拓力度不佳等原因，上述新建产能仍存在无法充分消化的风险。此外，公司属于化工企业，存在因安全生产管理疏漏或员工操作失误而导致人身伤害、财产损失的安全生产风险。

（二）三聚氯氰

营创三征是国内乃至全球三聚氯氰行业的龙头企业之一，2021年三聚氯氰产品量价齐升，带动营创三征经营业绩大幅增长，但行业竞争仍然激烈，未来其经营仍可能存在波动

公司子公司营创三征主营业务为三聚氯氰的生产、销售。三聚氯氰产品下游颜料、染料行业是色母粒上游行业之一，三聚氯氰与色母粒为同一产业链的不同环节。三聚氯氰及其生产原料液碱、液氨、氢氰酸系危险化学品，作为生产原料的氰化钠和氯气系国家公安部门监控管理的剧毒化学品，存在安全生产风险。

表8 营创三征三聚氯氰产能、产销情况

产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
三聚氯氰	产能（吨/当期）	22,500	90,000	90,000
	产量（吨）	16,311.09	74,650.30	65,844.99
	产能利用率	72.49%	82.94%	73.16%
	销量（吨）	16,128.51	74,527.76	65,257.30
	均价（元/吨）	22,540.12	12,068.74	8,549.12
	产销率	98.88%	99.84%	99.11%

资料来源：公司提供、公司公告，中证鹏元整理

营创三征拥有 9 万吨/年的三聚氯氰产能，是国内三聚氯氰行业的龙头企业之一。2021 年农药市场需求回升，同时伴随化工新材料原料供应紧张，四季度三聚氯氰市场价格大幅上涨；三聚氯氰产品最终用户主要为三嗪类农药生产企业，三聚氯氰的生产储存与销售随农药生产特性、环境因素具有一定的季节性特征，四季度为三聚氯氰生产销售旺季，产品销量亦大幅增长。综合影响下，2021 年营创三征的产能利用水平大幅提升，营收同比增长 50.09%，销售毛利率同比上升 16.11 个百分点。但中证鹏元关注到，目前三聚氯氰行业市场竞争依然较为激烈，未来原材料成本及产品售价仍有可能出现波动，导致公司经营业绩存在波动。

表9 营创三征主要财务指标（单位：万元）

项目	2021 年	2020 年
总资产	64,561.99	59,188.43
所有者权益合计	46,528.38	41,581.07
营业收入	110,930.70	73,908.61
营业利润	17,250.75	-859.78
净利润	14,835.54	-741.09
销售毛利率	22.70%	6.59%
经营活动现金流净额	14,216.79	-621.22

资料来源：营创三征 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司三聚氯氰产品采用直销为主、经销和代理为辅的销售模式，经销区域集中在浙江、山东、山西、江苏、湖北、上海、天津等地区，在印度与韩国主要采用代理模式。2021 年，营创三征国内、国外收入占比分别为 88%、12%，其中国内销售收入同比增幅达 109.19%，国内和国外业务毛利率分别为 21.46% 和 18.43%，国内毛利率高于国外主要是海运成本较高导致。主要客户方面，2019 年 3 月 21 日，江苏响水化工园区发生重大爆炸事故，园区内所有企业全部停产，营创三征重要除草剂客户响水中山生物科技有限公司（以下简称“中山生物”）受影响较大，于 2021 年初复产，2021 年中山生物仍是营创三征第一大客户，对其销售收入为 14,853.60 万元，占三聚氯氰销售收入的 16.51%。2021 年营创三征前五大客户销售收入合计 42,027.42 万元，占三聚氯氰销售收入的 46.72%。

营创三征采购包括原材料采购、辅料采购、能源采购三类。三聚氯氰的原材料主要为轻油（戊烷）、焦粒、液氨，生产过程中消耗的能源主要是电力。2021 年营创三征电力、液氨、轻油（戊烷）、焦粒采购额分别占三聚氯氰直接材料采购成本的 46.45%、18.70%、6.95% 和 5.94%，合计占比 78.04%；采购均价方面，除度电成本同比下降 2.04% 外，液氨、轻油（戊烷）、焦粒单位采购均价分别同比上涨 48.41%、30.00%、63.95%，但由于电力成本占比较高，原材料成本上涨对公司盈利的影响较小。

表10 2021 年三聚氯氰主要材料/能源采购均价（单位：万元）

材料/能源	采购总额	占三聚氯氰材料总成本之比	采购均价	采购均价变动情况
电力	30,986.71	46.45%	0.48	-2.04%
液氨	12,473.53	18.70%	3,580.78	48.41%
轻油（戊烷）	4,632.87	6.95%	4,207.63	30.00%
焦粒	3,962.97	5.94%	4,014.14	63.95%

资料来源：公司提供

（三）新能源

公司隔膜项目一期已部分投产，产品技术水平初步得到行业认可，但公司仍面临较大的建设资金压力；受产能稳定性、良率、市场需求、技术升级等因素影响，项目未来收益仍面临不达预期的风险

公司于2017年设立子公司广东美联隔膜有限公司（以下简称“美联隔膜”），拟投资50,310万元用于建设隔膜项目。考虑生产要素（如蒸汽）、产品需求市场等因素，2021年3月公司变更项目实施地点至安徽铜陵，并将该项目的投资总额从5.031亿元变更为20亿元。变更后的隔膜项目分两期建设，一期项目计划投资总额为86,767万元，二期项目计划投资总额约113,233万元。隔膜项目投资资金主要来源为自筹，包括股东资本金投入、银行项目融资和项目政府补助资金等。2021年4月，公司与黄坤煜¹、黄联雄、陈育茂、林华、麦卓云、耿德锋共同出资30,000万元设立安徽美芯新材料有限公司（以下简称“安徽美芯”），隔膜项目实施主体由美联隔膜变更为安徽美芯。

2021年12月，公司与保力新能源科技股份有限公司（以下简称“保力新能源”）签署《采购框架合同》，约定公司2022-2024年需供给保力新能源不少于2亿平方米湿法隔膜。

2022年4月初公司完成了一期项目两条双向拉伸薄膜生产线及配套涂覆产线的建设工作并试产成功，至2022年4月末上述两条生产线已顺利投产，剩余两条生产线已进入安装阶段。

根据公司公告，2022年5月南德认证检测（中国）有限公司上海分公司在安徽美芯执行了现场审核，审核范围包括锂离子电池隔膜设计和制造（IATF16949）；锂离子电池隔膜设计、制造和销售（ISO 9001）。经审核组评审确认，安徽美芯顺利通过此次现场审核，审核组已向其总部推荐注册，相关符合性证明和注册证书将在 TÜV SÜD 总部批准之后予以颁发。IATF16949 是国际标准化组织颁布的针对汽车行业的质量管理体系标准，本次通过现场审核，表明安徽美芯锂离子电池隔膜设计和制造各项指标符合 IATF16949 汽车行业质量管理体系的要求，达到了相应的国际标准化水平。

截至2021年末，公司隔膜项目一期预算总投资8.68亿元，累计已投资2.21亿元，已有两条生产线已顺利投产，两条生产线实际产能规模约为1.5亿平方米；其他生产线仍在建设中。安徽美芯通过 IATF16949 汽车行业质量管理体系现场审核，标志着公司的产品技术水平得到行业认可，但考虑到隔膜项目投资规模较大，可能使公司面临较大的资金压力，且与公司原有业务关联性不强，目前虽已部分投产，但完全达产后产能稳定性、产品良率仍存在不确定性，未来如遇市场需求变动、产品技术升级等因素，仍可能导致项目未来收益不达预期。

（四）熔喷材料及医疗卫生材料

¹ 系公司控股股东、实际控制人和董事长黄伟汕先生之子。

公司熔喷布业务经营表现不佳，相关在建工程已计提减值，未来仍存在减值可能；受市场需求变动等因素影响，公司在建的无纺布项目可能面临收益不达预期的风险

2020年3月公司布局熔喷材料、熔喷无纺布产线，根据公司公告，公司计划投资1.20亿元建设高档熔喷材料及熔喷无纺布技术改造项目，全部达产后，公司将拥有1万吨的熔喷材料、200吨的静电驻极母粒和8,000吨的熔喷无纺布年产能。截至2021年末公司已建成熔喷无纺布产能3,600.00吨/年，已投资0.63亿元。但需关注的是，由于市场需求爆发式增长导致了短期产能瓶颈、熔喷材料及熔喷无纺布价格大幅增长，2020年公司熔喷无纺布业绩表现较好，而随着产能逐渐补充到位，公司熔喷无纺布的销量及销售均价均下降，2021年公司熔喷布业务实现营业收入2,111.77万元，同比下降65.73%，毛利率转为亏损，当年计提减值准备857.70万元。目前国内口罩市场供需关系基本稳定，公司熔喷无纺布产能面临无法消化的风险，该项目仍存在减值可能。

2021年8月，公司拟使用自有资金新建2条水刺无纺布及防护服用无纺布生产线，项目计划总投资1.00亿元，投产后年产能约7,920吨，项目建设周期1年，截至2021年末项目已投资0.51亿元。但仍需关注市场需求变化、竞争对手行为、政策变动因素导致项目销售收入及利润不及预期。

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兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年及2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围新增4家子公司，减少3家子公司，明细如表2所示。

资产结构与质量

公司资产以厂房、设备、土地使用权等为主，跟踪期内总资产规模持续增长

随着定增发行成功及隔膜项目吸收少数股东投资，截至2021年末公司总资产同比增长30.94%。公司资产以厂房及生产设备、存货、货币资金及应收款项为主。

2021年公司定增成功，期末货币资金规模大幅增长，2022年3月末较2021年末增长主要是短期借款增加所致。公司应收账款持续小幅增长，截至2021年末公司应收账款账龄主要在1年以内，其中应收账款前五大单位余额合计0.28亿元，占应收账款的14.49%，集中度较低。应收款项融资主要为应收银行承兑汇票，规模增长较快。公司存货主要为原材料和部分库存商品，受原料涨价影响同比有所增长。截至2021年末公司其他流动资产同比增幅202.74%，主要系公司购买理财产品增加所致。

长期股权投资主要为公司持有的营新科技股权，营新科技主营业务为精细化工的生产销售，2021年10月营新科技全体股东签订增资协议，增加注册资本650万元，公司认缴并实际出资227.50万元，截至2021年末公司持有其36.5%股权。固定资产主要为机器设备、房屋及建筑物，同比变动不大。随着隔膜

项目持续投入，公司在建工程规模持续增长。公司无形资产主要为土地使用权、专利权，规模较为稳定。截至2021年末，公司商誉0.51亿元，主要为收购营创三征形成。

截至2021年末，公司受限资产包括货币资金0.69亿元、固定资产0.29亿元、无形资产0.18亿元、应收款项融资0.13亿元，合计1.28亿元，占公司总资产的5.07%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

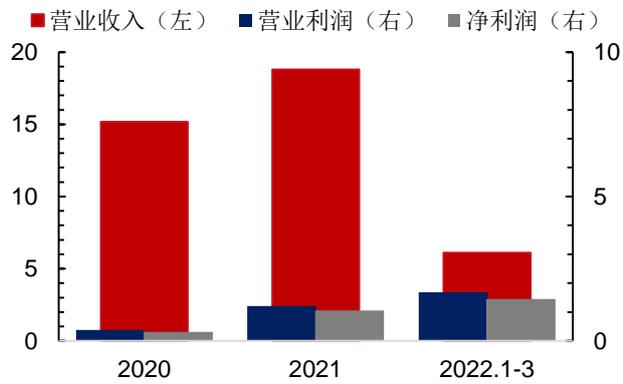
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.09	15.09%	3.25	12.85%	1.96	10.17%
应收账款	2.14	7.88%	1.87	7.39%	1.76	9.11%
应收款项融资	1.19	4.41%	1.62	6.42%	1.01	5.25%
存货	2.35	8.66%	2.47	9.78%	1.96	10.14%
其他流动资产	1.77	6.55%	1.47	5.79%	0.48	2.51%
流动资产合计	12.21	45.08%	11.34	44.83%	7.35	38.07%
长期股权投资	1.12	4.14%	0.96	3.78%	0.91	4.73%
固定资产	6.55	24.19%	6.66	26.34%	6.98	36.13%
在建工程	4.13	15.24%	3.06	12.08%	0.95	4.94%
无形资产	1.74	6.42%	1.76	6.97%	1.65	8.53%
商誉	0.51	1.87%	0.51	2.00%	0.51	2.62%
其他非流动资产	0.42	1.55%	0.60	2.37%	0.76	3.91%
非流动资产合计	14.88	54.92%	13.95	55.17%	11.96	61.93%
资产总计	27.09	100.00%	25.29	100.00%	19.32	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

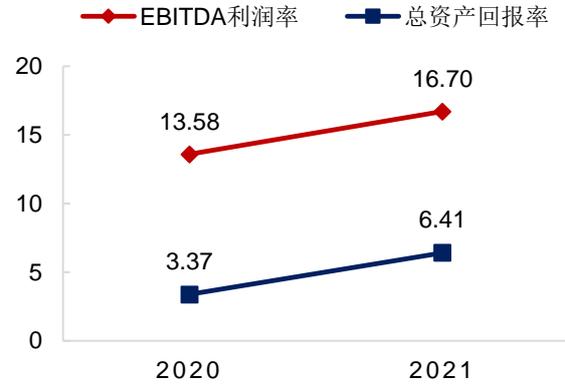
盈利能力

公司经营业绩表现较好，但色母粒盈利能力同比下降，未来经营仍面临一定压力

公司主营业务为色母粒和三聚氯氰产品的生产销售，2021年两者营收均大幅增长，但利润规模增长主要源于三聚氯氰产品量价齐升，带动EBITDA利润率及总资产回报率均有较好表现；色母粒板块受市场竞争激烈、成本转嫁能力不强等原因，盈利能力大幅下降。公司色母粒及三聚氯氰行业面临的市场竞争均较激烈，而色母粒主要原材料价格上涨或将持续，公司经营仍面临一定压力。

图4 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

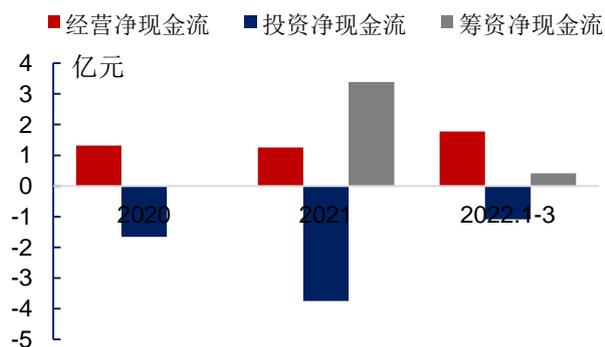
图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

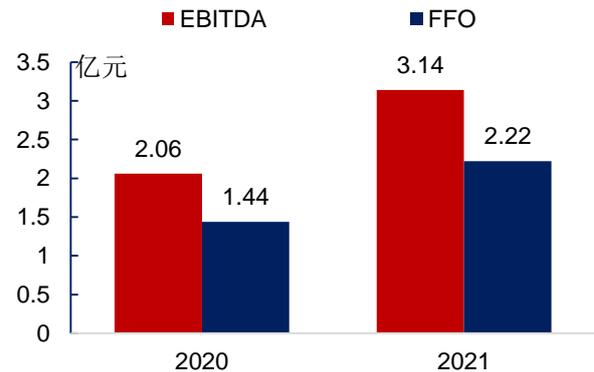
现金流

公司经营现金生成能力较强，但仍面临较大的资本支出压力

公司经营现金生成能力较强，FFO表现较好，但随着收入规模扩大及原材料涨价，公司营运资金需求上升，2021年公司经营活动净现金流略有下降。2021年公司对外投资规模仍较大，主要是利用暂时闲置的募集资金进行现金管理及隔膜项目持续投入等；筹资活动现金流入大幅增加主要系定增及子公司安徽美芯吸收少数股东投资收到的现金增加所致。截至2021年末公司主要在建项目隔膜项目、功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目尚需投资规模较大，预计公司投资活动产生的现金持续表现为净流出，公司仍面临较大的资金压力。

图6 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7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


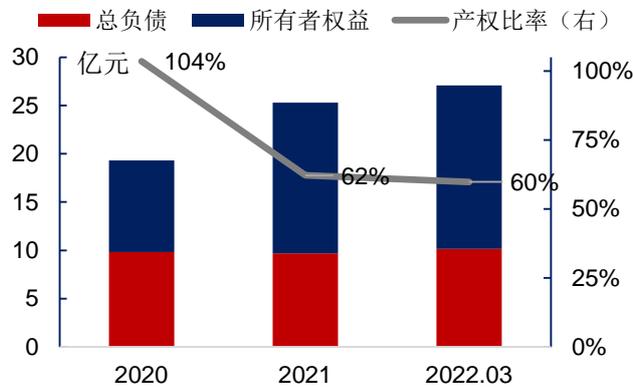
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

受益于定增成功发行，公司负债水平下行，偿债指标表现尚可

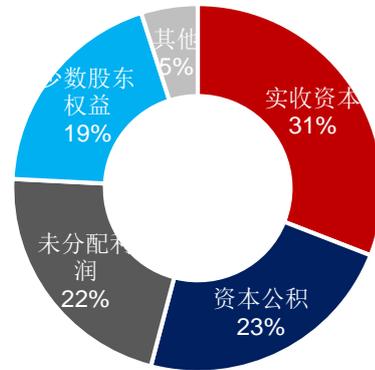
受益于定增成功发行及2021年净利润大幅增长，公司所有者权益规模同比上升，对负债的保障能力亦有所上升。

图8 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9 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

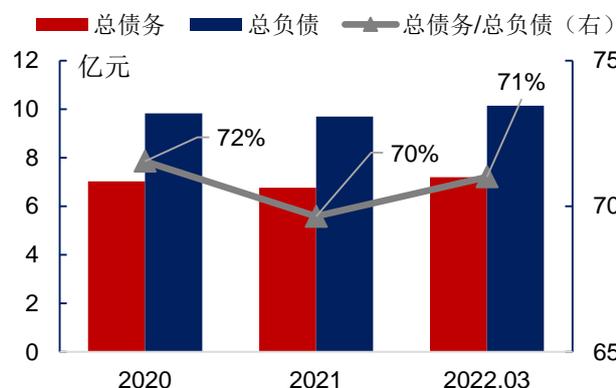
公司应付账款主要为应付供应商款项，同比略有下降。公司合同负债同比增长 137.39%，主要系子公司营创三征期末预收货款增加所致。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

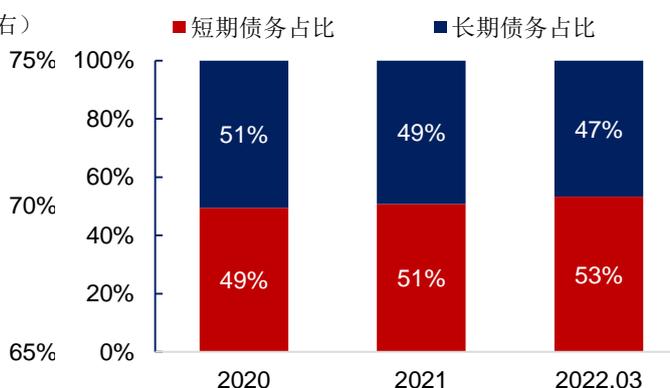
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.10	20.67%	1.60	16.50%	1.66	16.91%
应付票据	1.26	12.45%	1.34	13.82%	1.36	13.85%
应付账款	1.29	12.71%	1.50	15.47%	1.70	17.31%
合同负债	0.40	3.92%	0.38	3.90%	0.16	1.62%
一年内到期的非流动负债	0.48	4.73%	0.49	5.00%	0.45	4.62%
流动负债合计	6.19	61.01%	5.77	59.50%	5.62	57.14%
长期借款	1.43	14.10%	1.43	14.74%	1.88	19.13%
应付债券	1.82	17.92%	1.79	18.42%	1.67	17.03%
非流动负债合计	3.95	38.99%	3.93	40.50%	4.21	42.86%
负债合计	10.14	100.00%	9.70	100.00%	9.83	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

公司总债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和租赁负债组成，2021年末长期借款规模同比下降主要为 4,500 万元长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司总债务规模小幅增长，短期债务占比有所上升。

图 10 公司债务占负债比重


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 公司长短期债务结构


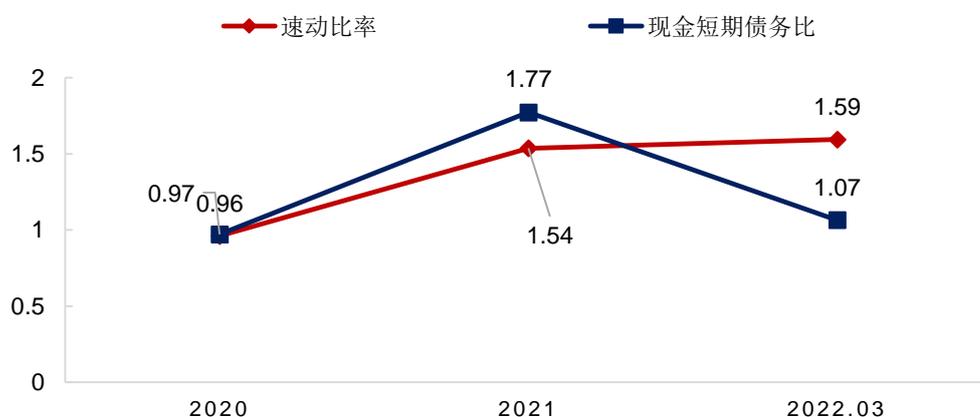
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从公司主要偿债指标看，受益于定增成功发行，公司资产负债率下行，速动比率和现金短期债务比指标整体有所改善。公司总债务增幅不大，而公司盈利及现金流指标均有好转，EBITDA和FFO对债务的保障能力均上升。

表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	37.44%	38.35%	50.88%
净债务/EBITDA	--	0.37	1.97
EBITDA 利息保障倍数	--	9.48	7.89
总债务/总资本	29.82%	30.23%	42.56%
FFO/净债务	--	189.22%	35.37%

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 12 公司流动性比率情况


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

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（本部：2022年5月30日，营创三征：2022年6月15日），公司本部、营创三征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；公司公开发行各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司为联营企业营新科技提供担保，实际担保金额为2.32亿元，担保余额为1.84亿元。

八、抗风险能力分析

色母粒产品下游应用领域广泛，市场需求预计稳定增长，公司色母粒产能位居行业前列，彩色母粒、功能母粒产能建成投产后有望提升公司产品竞争力；受下游农药需求回升、上游材料供应紧张影响，2021年公司三聚氯氰产品量价齐升，为公司贡献较多经营业绩，但由于色母粒和三聚氯氰行业均面临激烈市场竞争，公司成本转嫁能力不强，2021年公司色母粒毛利率大幅下降，未来经营仍可能存在波动，色母粒新增产能面临消化风险。公司隔膜项目一期已部分投产，产品技术水平初步得到行业认可，但后续建设资金压力较大，且面临一定的投资风险。偿债能力方面，公司现金生成能力较强，定增成功增强了公司资本实力，公司负债水平下降，但考虑到跟踪期内公司被监管机构出具警示函，可能对公司融资产生一定不利影响。综合来看，公司抗风险能力尚可。

九、结论

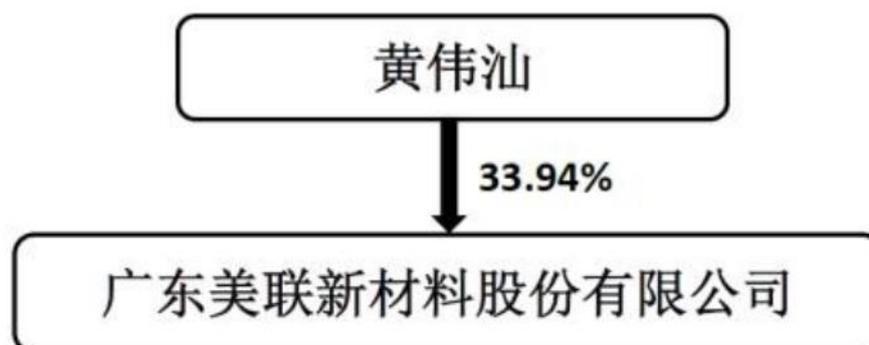
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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	4.09	3.25	1.96	2.37
流动资产合计	12.21	11.34	7.35	6.49
固定资产	6.55	6.66	6.98	5.21
在建工程	4.13	3.06	0.95	2.47
非流动资产合计	14.88	13.95	11.96	11.63
资产总计	27.09	25.29	19.32	18.12
短期借款	2.10	1.60	1.66	3.11
应付票据	1.26	1.34	1.36	0.79
应付账款	1.29	1.50	1.70	1.37
一年内到期的非流动负债	0.48	0.49	0.45	0.45
流动负债合计	6.19	5.77	5.62	6.32
长期借款	1.43	1.43	1.88	2.33
应付债券	1.82	1.79	1.67	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.95	3.93	4.21	2.69
负债合计	10.14	9.70	9.83	9.01
总债务	7.20	6.76	7.03	6.68
归属于母公司的所有者权益	13.69	12.76	7.54	6.95
营业收入	6.10	18.81	15.17	12.60
净利润	1.46	1.05	0.31	1.01
经营活动产生的现金流量净额	1.78	1.26	1.31	1.72
投资活动产生的现金流量净额	-1.09	-3.75	-1.66	-5.37
筹资活动产生的现金流量净额	0.41	3.39	-0.01	4.23
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	37.04%	17.50%	14.58%	21.16%
EBITDA 利润率	--	16.70%	13.58%	14.57%
总资产回报率	--	6.41%	3.37%	9.50%
产权比率	59.84%	62.21%	103.57%	99.02%
资产负债率	37.44%	38.35%	50.88%	49.75%
净债务/EBITDA	--	0.37	1.97	2.24
EBITDA 利息保障倍数	--	9.48	7.89	7.72
总债务/总资本	29.82%	30.23%	42.56%	42.31%
FFO/净债务	--	189.22%	35.37%	29.24%
速动比率	1.59	1.54	0.96	0.77
现金短期债务比	1.07	1.77	0.97	0.67

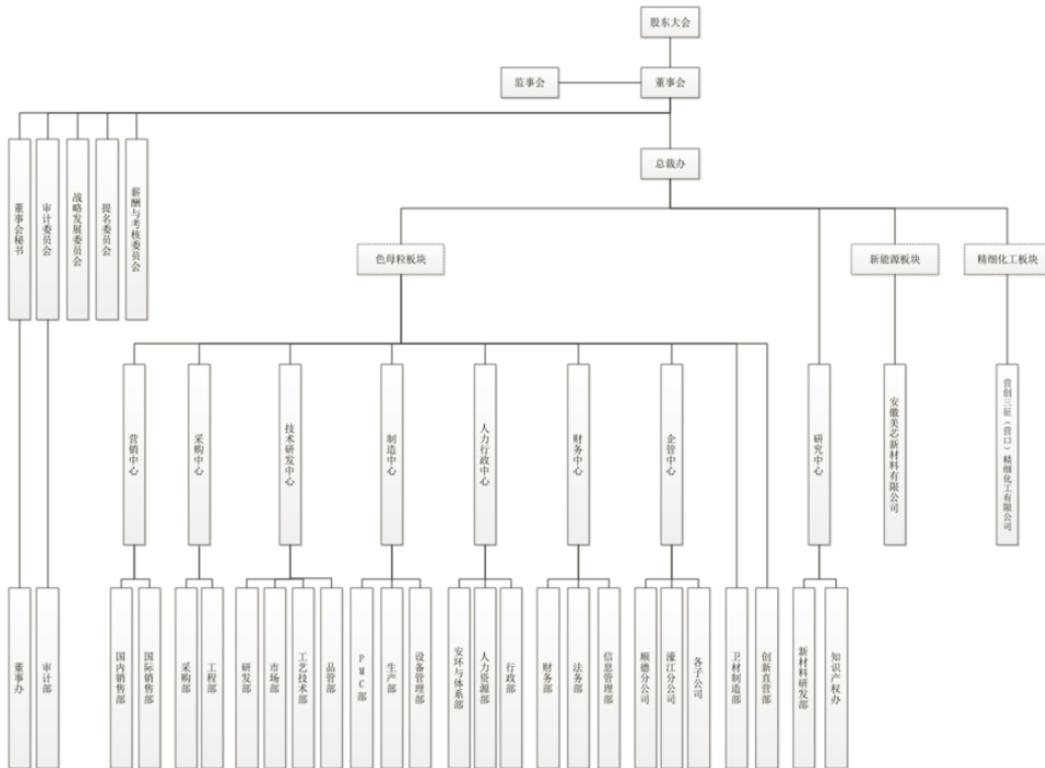
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司 2021 年年报

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司公告

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：%）

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
营创三征（营口）精细化工有限公司	制造业	63.25	并购取得
广东美联隔膜有限公司	制造业	100.00	投资设立
汕头市广油美联新材料研究院有限公司	服务业	85.00	投资设立
美胜新材料（东莞）有限公司	制造业	100.00	投资设立
成都菲斯特新材料有限公司	制造业	51	收购
安徽美芯新材料有限公司	制造业	60	投资设立
天津美联新材料有限公司	制造业	100	投资设立
广东美联新材（苏州）有限公司	制造业	100	投资设立

注：截至 2021 年年报出具日，公司对全资子公司广东美联隔膜有限公司实施吸收合并，于 2022 年 1 月 28 日完成工商注销手续并取得汕头市市场监督管理局出具的《核准注销登记通知书》，相关资产过户手续尚在办理中。

资料来源：公司 2021 年年报

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。