

宁波博汇化工科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人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等级的变化情况。

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：



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

宁波博汇化工科技股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2022-5-5

评级观点

- 中证鹏元评定宁波博汇化工科技股份有限公司（以下简称“博汇股份”或“公司”，股票代码：300839.SZ）本次拟发行不超过 3.97 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。
- 上述等级的评定是考虑到公司经营燃料油深加工业务多年，具有一定技术实力，近年来公司产品种类有所丰富，营业收入规模保持增长；同时中证鹏元也关注到，公司面临盈利能力持续下滑、原材料供应趋紧与价格波动、消费税退税不及时、产能消化与募投项目未达预期收益等风险因素，且公司当前短期偿债压力较大。

债券概况

发行规模：不超过人民币 3.97 亿元（含 3.97 亿元）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未偿还的本期债券本金并支付最后一年利息，附债券赎回条款及回售条款

发行目的：环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目

未来展望

公司在燃料油深加工领域拥有一定的技术实力，业务规模持续扩大，预计未来业务具有一定的持续性。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

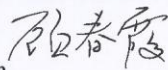
公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	18.11	17.24	14.71	11.06
归母所有者权益	8.74	8.66	8.35	4.26
总债务	7.32	6.63	4.90	5.12
营业收入	6.30	14.58	9.72	8.27
EBITDA 利息保障倍数	--	4.24	2.95	5.94
净利润	0.20	0.42	0.58	0.76
经营活动现金流净额	-0.87	0.99	-0.05	0.75
销售毛利率	9.50%	10.51%	17.15%	18.74%
EBITDA 利润率	--	8.45%	8.79%	11.73%
总资产回报率	--	4.22%	6.05%	10.76%
资产负债率	51.74%	49.74%	43.28%	61.50%
净债务/EBITDA	--	4.57	5.14	4.97
总债务/总资本	45.58%	43.34%	36.97%	54.59%
FFO/净债务	--	12.90%	9.77%	12.79%
速动比率	0.67	0.72	1.03	0.70
现金短期债务比	0.11	0.25	0.28	0.28

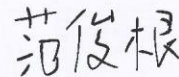
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com



项目组成员：范俊根
fanjg@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897



优势

- 公司具有一定技术实力。公司在燃料油深加工领域经营多年，通过自主研发、持续工艺改进以及外部引进等方式积累了一定的技术实力，分离提炼的重芳烃及轻质燃料油产品，在部分指标上具有一定的优势。
- 公司产品种类有所丰富，营业收入保持增长。公司重芳烃及轻质燃料油产品产销量波动增长，2021年6月公司40万吨环保芳烃油加氢装置正式投产后，公司新增环保芳烃油、精制燃料油产品收入，产品种类有所丰富，收入规模保持增长。

关注

- 盈利能力持续下滑风险。2020年公司贸易产品出现大额亏损，2021年上游原材料价格中枢大幅上移，且公司新投产环保芳烃油、精制燃料油产品均出现亏损，近年公司净利润和毛利率水平呈现持续下滑趋势。
- 原材料供应趋紧与价格波动风险。公司重芳烃、轻质燃料油、环保芳烃油产品的主要原材料为燃料油，原材料占公司主营业务成本的比重高。若原材料市场价格发生大幅波动，而公司不能通过合理安排采购来降低原材料价格波动的影响并及时将成本变动传递至下游，将对公司盈利产生影响；此外，公司采购集中度较高，上游炼厂一体化水平和深加工水平不断提升，需关注原材料供应趋紧风险。
- 消费税退税相关风险。2020年受疫情影响，消费税退税审核周期延长，税费返还带来的现金流入大幅减少，使得当期公司经营现金流量净额由正转负，应收消费税退税款对公司营运资金占用较大，消费税退税的及时性对公司现金流和资金周转产生影响，未来需持续关注2021年消费税退税进度对现金流影响。
- 面临较大的短期偿债压力。近年公司短期债务占总债务的比重持续增加，短期债务占比高，债务结构合理性较差，且现金类资产对短期债务的整体保障程度较低。
- 产能消化与募投项目未达预期收益风险。环保芳烃油与高端白油产品均为新的产品领域，2021年环保芳烃油与精制燃料油产品生产未达预期，均为亏损状态，未来公司新增产能能否快速消化并实现预期经济效益存在不确定性，需关注项目投产后的产能消化风险。

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

同业比较（单位：亿元）

指标	博汇股份	阳谷华泰	正丹股份
总资产	17.24	26.57	22.61
营业收入	14.58	27.05	17.59
净利润	0.42	2.84	1.04
销售毛利率	10.51%	22.84%	13.00%
资产负债率	49.74%	27.44%	33.45%

注：以上各指标均为2021年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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	4
	公司规模	3		EBITDA 利息保障倍数	5
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	5
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	3
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	1		盈利状况	中
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	3	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		中等
指示性信用评分					a+
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					a+
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					A+

一、发行主体概况

公司前身为成立于2005年10月的宁波博汇石油化工有限公司，由金碧华、戴镇尧、金月明、曾令仕共同出资设立，初始注册资本300万元，其中金碧华出资195万元。后经过多次股权转让和增资，2014年2月，公司以截至2013年12月31日的净资产1,354.17万元折成股本1,200万元，整体变更为股份有限公司，并变更为现名，控股股东为宁波市文魁控股集团有限公司（以下简称“文魁集团”），实际控制人为金碧华、夏亚萍夫妇。2014年10月，公司在全国中小企业股份转让系统（以下简称“股转系统”）挂牌并公开转让，股票简称“博汇股份”，股票代码“831213”。后经过多次增资与未分配利润转增股本，截至2020年2月，公司注册资本与股本均变更为7,800万元，并于当月终止在股转系统挂牌。

经中国证券监督管理委员会《关于核准宁波博汇化工科技股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2020]349号）及深圳证券交易所的同意，2020年6月30日，公司首次公开发行股票2,600.00万股，并于深圳证券交易所创业板上市（股票简称：博汇股份，股票代码：300839.SZ），募集资金净额为38,209.74万元，上市后公司注册资本和股本均增加至10,400.00万元。根据2020年度股东大会决议，2021年公司以截至2020年12月31日总股本10,400.00万股为基数，向全体股东每10股转增3股，合计转增股本3,120.00万股，截至2021年末，公司注册资本和股本为13,520.00万元，控股股东仍为文魁集团，其持有公司52.13%的股份，实际控制人仍为金碧华、夏亚萍夫妇，公司控股股东和实际控制人无股权质押情况。

表1 截至2021年末前十大股东明细（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例
宁波市文魁控股集团有限公司	70,484,700	52.13%
洪淼松	3,000,920	2.22%
陆新花	2,704,000	2.00%
徐双全	2,560,000	1.89%
陈云	2,497,506	1.85%
尤丹红	1,810,320	1.34%
陈杏花	1,757,700	1.30%
王律	1,637,220	1.21%
上海岩明投资中心（有限合伙）	1,596,400	1.18%
周利方	965,570	0.71%
合计	89,014,336	65.84%

资料来源：公司2021年年报，中证鹏元整理

公司主要从事特种芳烃系列产品的研发、生产和销售，产品主要包括沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂等重芳烃类系列产品、轻质燃料油及环保芳烃油，其中重芳烃产品和轻质燃料油主要应用于道路建设、建筑防水、橡胶制品及工业油脂等领域，环保芳烃油主要应用于环保橡胶制品、高端润滑油制品、

药妆制品及食品防腐等领域。截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司共4家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：宁波博汇化工科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：发行总额为不超过人民币3.97亿元（含3.97亿元），具体发行规模由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人事）在上述额度范围内确定；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金并支付最后一年利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格的确定及调整：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）在本期债券发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格向下修正条款：本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%（不含85%）时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前项规定的股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价。

赎回条款：本期债券期满后五个交易日内，公司将以本期债券的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本期债券持有人赎回全部未转股的本期债券。具体上浮比率提请股东大会授权董事会（或由董事会授权的人士）在本期债券发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

本期债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或本期债券未转股余额不足人民币3,000万元时，公司董事会（或由董事会授权的人士）有权按照本期债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券。本期债券的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

回售条款：若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会或深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本期债券的权利。在上述情形下，本期债券持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

向原股东配售的安排：本期债券可向原股东优先配售，具体优先配售数量提请股东大会授权董事会（或由董事会授权的人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期债券的公告文件中予以披露。本期债券给予原股东优先配售后的余额及原股东放弃认购优先配售的金额，将通过网下对机构投资者发售或通过深圳证券交易所系统网上发行。如仍出现认购不足，则不足部分由主承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过3.97亿元（含3.97亿元），资金投向明细如下表所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目	48,281.74	39,700.00	82.23%

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

本期债券募投项目由公司负责实施，项目具体包括10万吨/年芳烃油产品深加工生产食品级/化妆品级白油装置，8万吨/年轻质白油补充精制装置及12,000标立方/小时轻烃综合利用装置；其中轻烃综合利用装置是将厂区环保芳烃油加氢装置的轻烃组分进行切割综合利用，并对装置副产的低分气、循环氢外排气等富含氢气的废气进行回收利用，从而产出氢气，为公司各加氢装置提供原料。食品级/化妆品级白油装置和轻质白油补充精制装置以环保芳烃油为基础，将产品进一步加氢精制，延伸产业链，生产食品级/化妆品白油和轻质白油，提高产品附加值。

2、项目审批情况

本期债券募投项目用地使用权为公司自有用地，实施地点位于浙江宁波石化经济技术开发区。截至2022年3月末，募投项目已取得宁波石化经济技术开发区经济发展局出具的《浙江省企业投资项目备案（赋码）信息表》，完成项目备案手续（项目代码2011-330257-04-01-165351）；公司已完成项目环评，已取得宁波市生态环境局出具的《关于宁波博汇化工科技股份有限公司环保芳烃油产品升级与轻烃综合利用项目环境影响报告书的审查意见》（甬环建〔2022〕4号）。

3、项目投资进度

募投项目投资总额48,281.74万元，主要包括生产装置及配套系统费、铺底流动资金等，项目具体投资情况如下表。募投项目计算期17年，包括建设期2年，生产期15年；建设完成后投产当年按80%生产负荷计算，第二年到达100%负荷；从计算期第四年开始为达产期，即生产负荷达到设计负荷的100%。截至2021年末，公司募投项目中环保芳烃油产品升级部分尚未投入建设，轻烃综合利用装置部分为前期筹备阶段。

表3 募投项目具体投资情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资额	占比
1	固定资产投资	42,306.74	87.62%
1.1	工程费	35,554.04	73.64%
1.1.1	主要生产装置	28,743.75	59.53%
1.1.1.1	芳烃油产品深加工生产食品级/化妆品级白油装置	12,059.25	24.98%
1.1.1.2	轻质白油补充精制装置	8,393.70	17.38%
1.1.1.3	轻烃综合利用装置	8,290.80	17.17%
1.1.2	配套系统	6,715.29	13.91%
1.1.3	安全生产费	80.00	0.17%
1.1.4	工器具及生产用具购置费	15.00	0.03%
1.2	固定资产其他费	6,752.70	13.99%
2	建设期贷款利息	1,573.00	3.26%
3	铺底流动资金	4,402.00	9.12%
-	合计	48,281.74	100.00%

资料来源：公司提供

4、项目经济效益

募投项目达产后可实现年销售收入为71,772万元¹，项目税后财务内部收益率为17%，税后投资回收期7.29年（含2年建设期）。但值得注意的是，公司项目建设进度存在不确定性，且受市场需求、公司未来发展状况等因素影响，项目投产后能否实现预期的收益存在一定不确定性。

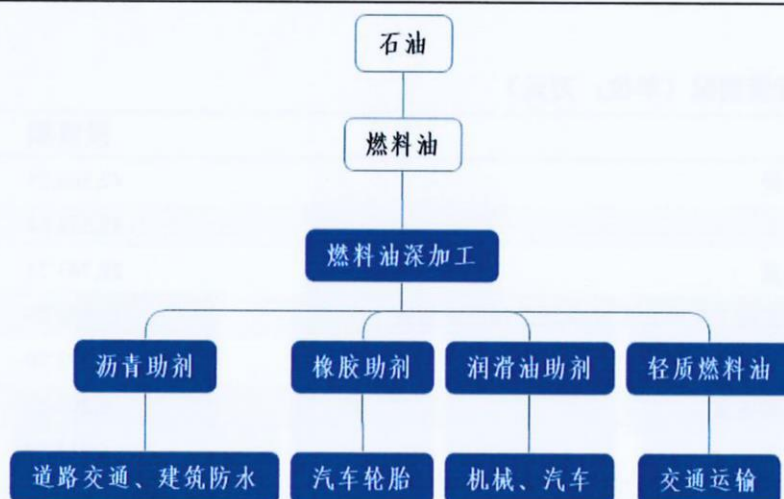
¹ 不含氢气销售收入，募投项目达产后，氢气产能均为自用，不对外销售。

四、运营环境

燃料油深加工行业作为石油化工领域的新兴产业，专业化分工较细，且受地理区位限制较大

燃料油主要指原油蒸馏、裂化等过程产生的残渣油，为石油炼制工艺的最末端产品，具有粘度大，含非烃化合物、胶质、沥青质多的特点。我国燃料油消费主要集中在交通运输、炼化、工业制造、电力等行业。交通运输行业主要是以燃料油为船舶提供动力，消费占比较高；炼化领域主要以蜡油、常压渣油、减压渣油等生产润滑油、环保芳烃油或者经催化裂化生产工艺后催化汽油、催化柴油等轻质燃料；工业制造领域主要是以催化裂化后的燃料油即催化油浆进一步深加工生产沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂等重芳烃产品，作为下游化工、建材等行业的原材料；电力和热力生产领域主要是以燃料油作为加热炉、冶金炉以及其他工业炉的燃料，整体消费占比较小。

图 1 燃料油深加工行业产业链



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

行业一般通过溶剂抽提的方式对燃料油进行分离提炼，由于来源于不同炼油厂的燃料油油质组成比例不同，下游不同客户对产品性能与稳定性要求具有差异性，行业对于生产工艺的精细度提出了较高的要求，不成熟的深加工生产技术很难生产出纯度较高的下游助剂产品，也不容易得到下游客户的认可。具备相关的技术能力需要构建一个完整的技术研发和应用体系，包括购置高科技的提炼分离设备，培训一支熟练的操作队伍，建立根据客户要求及时调整产品品质的机制，根据公司实际情况改进生产工艺和开发新品的研发能力。潜在进入企业由于缺乏掌握关键工艺技术的研发技术人员和研发生产设备，会导致产品性能和稳定性均与行业先进企业有较大的差距。行业下游客户主要是专业沥青、橡胶及润滑油生产厂商。这些行业对产品质量和安全性的要求比较高，因此对原材料的质量认同建立在长期考察和业务合作的基础上，一般通过严格程序审查后会选择实力较强、工艺技术水平较高、产品质量稳定的企业进行供货合作，而技术、实力、品牌等综合素质较高的生产企业则容易受到生产厂商的青睐。此外，由于

重芳烃配方具有差异性，不同厂家对同一产品的性能指标具有较大差异性要求，因此下游厂商一旦选择了供应商，就不会轻易改变。

燃料油深加工行业地理区位限制较高。由于上游原材料燃料油与产品均为大宗商品，运输成本偏高，燃料油深加工厂区一方面需要建在距离上游炼油厂较近的区域或者沿海海运方便的区域，另一方面需兼顾下游销售市场的地区区位；同时，受到安全生产和环保因素的牵制，厂区还需安置在合理、安全的化工产业园区内。我国千万吨级石油炼化企业主要分布在华北、长三角、珠三角等沿海地区，考虑到生产条件和运输成本等因素，当前芳烃类产品的生产与使用区域主要分布在华东和华中以及华南地区。

市场竞争方面，行业内企业既有来自同行业生产企业的竞争，又面临其他化工如煤化工原材料生产的芳烃类产品的竞争。燃料油深加工行业作为石油化工领域的新兴产业，专业化分工较细，行业具有较高的技术壁垒，研究开发历史相较于同类型石化加工行业较短，科研力量较为薄弱，掌握成熟加工技术的企业较少。且受限于全国石油炼化产业布局，除山东、江苏和浙江有部分燃料油深加工企业外，其他地区同类企业较少，行业内竞争对手相对较少，且竞争对手间地理区域重合度较低。煤化工原材料生产的芳烃类产品，提炼过程能耗高，环保投资大，导致其生产成本远高于石油系重芳烃。此外由于煤系重芳烃有很大的异味，下游行业接受度不高，适用性差。石油重芳烃产品相比煤化工重芳烃产品，具有较高的竞争优势。

重芳烃产品广泛应用于橡胶、沥青、交通运输等行业，市场需求较有支撑，环保芳烃油具有环保和安全优势，为燃料油深加工行业新的拓展方向

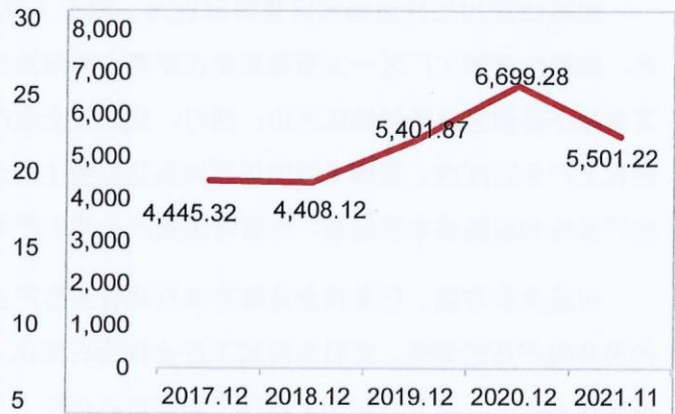
重芳烃产品凭借其优异的耐高温、耐腐蚀、绝缘性能，广泛应用于橡胶、沥青、润滑油、交通运输等行业。其中沥青助剂主要添加于改性沥青，应用于道路建设中的高等级公路（主要是高速公路）的建设和建筑防水卷材领域。近年来我国高速公路通车里程持续增长，截至2020年末达16.10万公里。与此同时，我国的公路养护里程不断增长，2020年末全国公路总里程达519.81万公里，比上年增加18.56万公里，其中公路养护里程514.40万公里，占公路总里程99.0%。截至2021年11月我国石油沥青累计表观消费量5,501.22万吨，消费量较上年同期有所回落，考虑到道路建设领域新建高等级道路建设带来的增量需求和已建成公路养护的存量需求，仍可保证沥青助剂市场需求。

图2 近年全国高速公路通车里程与全国公路总里程持续增长（单位：万公里）



资料来源：中国交通运输部发布，中证鹏元整理

图3 2021年石油沥青表观消费量较上年同期有所回落（单位：万吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

在建筑防水卷材领域，沥青助剂的应用主要为SBS/APP改性沥青防水卷材。根据中国建筑防水协会数据，2021年全国839家规模以上防水企业创造的主营业务收入达1,261.59亿元，较上年增加13.20%，其中沥青和改性沥青防水卷材累计产量为29.60亿平方米，较上年增长18.00%，延续高速增长态势。随着我国城市化水平的提升，海绵城市、海洋工程、地下综合管廊、装配式建筑、绿色建筑和既有屋面翻新等领域的增量市场将推动沥青助剂需求持续增加。

轮胎和汽车工业是橡胶助剂最大应用领域，据《橡胶助剂产业研究报告》研究认为，近90%的橡胶助剂应用与汽车相关，且70%用于轮胎生产。轮胎市场主要包括配套和替换市场，其中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；替换市场需求与汽车保有量相关性较大，我国汽车保有量巨大，根据公安部统计数据，截至2021年末达到3.02亿辆，全国范围内约70%以上的轮胎需求由替换市场创造。替换市场受经济周期的影响也远小于配套市场，一般来说，轿车有4条配套胎，轮胎寿命2-3年，一般6-8万公里要更换。根据国家统计局数据，2021年我国橡胶轮胎外胎产量为8.99亿条，同比增长10.80%，产量恢复明显。受全球疫情、芯片短缺影响导致供应不足等挑战，2018-2020年，国内汽车销量分别下滑了2.8%、8.2%和1.9%；受新能源汽车销量爆发、出口市场向好带来的拉动作用，2021年我国汽车行业销量回暖，全年汽车累计销量2,627.5万辆，同比增长3.8%。为近三年首次正增长。汽车轮胎需求量的增加，有助于推动橡胶助剂需求提升。

图 4 2021 年中国汽车销量增长 3.8%，近三年首次恢复正增长（单位：万辆，%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

由于重芳烃产品中含有稠环芳烃，在使用中稠环芳烃不可避免地扩散到环境中并与人类接触，从而对人类健康和环境带来一定的影响。环保芳烃油不仅具有传统芳烃油闪点高、耐高温、抗老化等特点，而且还具有稠环芳烃的含量低、对环境的污染少等优势。由于欧盟等发达国家在轮胎等产品进口时就稠环芳烃含量设置环保壁垒，为保证橡胶等产品出口份额，环保芳烃油具有环保和安全优势，将逐步取代传统芳烃油在橡胶、润滑油、白油基础原料、改性沥青加工等行业中的应用，成为燃料油深加工行业新的拓展方向。

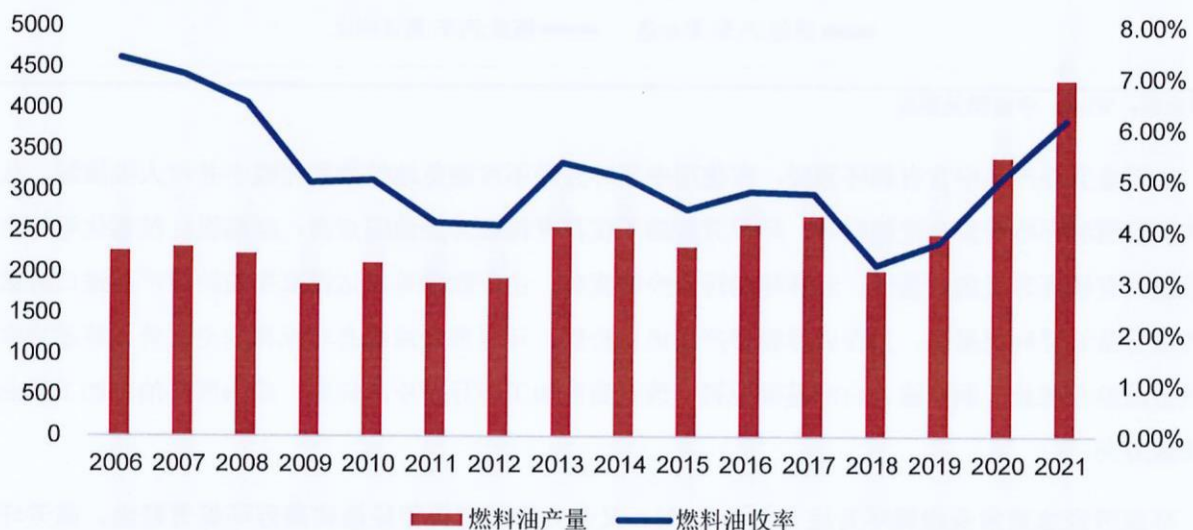
环保芳烃油通常是指稠环芳烃含量小于3%，又分为普通环保芳烃油和高芳环保芳烃油。高芳环保芳烃油指芳碳率（CA%，芳香烃的碳原子百分比组成）大于20%的环保芳烃油；普通环保芳烃油指芳碳率（CA%）小于20%的环保芳烃油。由于高芳环保芳烃油一般用于橡胶制品行业和改性沥青行业中，普通环保芳烃油芳碳率较低，一般用作润滑油基础油和白油基础油。普通环保芳烃油用作润滑油的基础油时，能改善润滑油的抗氧化性、抗磨性和环保排放要求等特性，生产出高端的润滑油产品；用作白油的基础油时，经过溶剂精制、加氢精制等手段处理后，可以转变成为食品级和化妆品级白油，用于食品加工、化妆品加工等行业。

近年我国燃料油供应量波动增长，但燃料油收率呈现下滑趋势，燃料油供应趋势偏紧；燃料油供应价格随原油价格波动，2021年原油价格中枢大幅上移，对燃料油深加工行业内企业成本管控和盈利形成较大压力

近年燃料油供应量波动增长，但燃料油收率呈下滑趋势。2006-2021年，国内燃料油产量从2,264.70万吨增长到4,435.20万吨，复合增长率4.45%，总体呈波动增长趋势；同期中国原油加工量从3.07亿吨增加到7.04亿吨，燃料油收率从7.39%下降到6.18%，总体呈现下滑趋势，但波动性较大，燃料油收率下滑主要原因是：随着地方炼厂原油进口和使用“双权”（原油进口权和原油使用权）放开，使得作为炼化

原料的燃料油的需求大幅下降，并且相比汽油和柴油，燃料油的利润较差，炼厂在经过常压蒸馏后，通过二次加工将部分重油转化成汽柴油，导致燃料油的整体收率较低。近年来我国针状焦研发获得突破性进展，实现了工业化生产，针状焦项目于2020年前后集中投产，国内低硫船用燃料油产能于2021年继续释放，油浆应用领域发生明显转移。随着高附加值油系针状焦技术的研发和行业规模的扩张以及低硫船用燃料油使用范围的扩大和普及，尽管近年油浆整体供应量持续增长，但国内油浆市场仍面临供应偏紧局面，尤其当上游供应商装置开工率因检修等因素处于较低水平，国内催化油浆的下游需求较为旺盛时，供应偏紧的局面会进一步加剧。

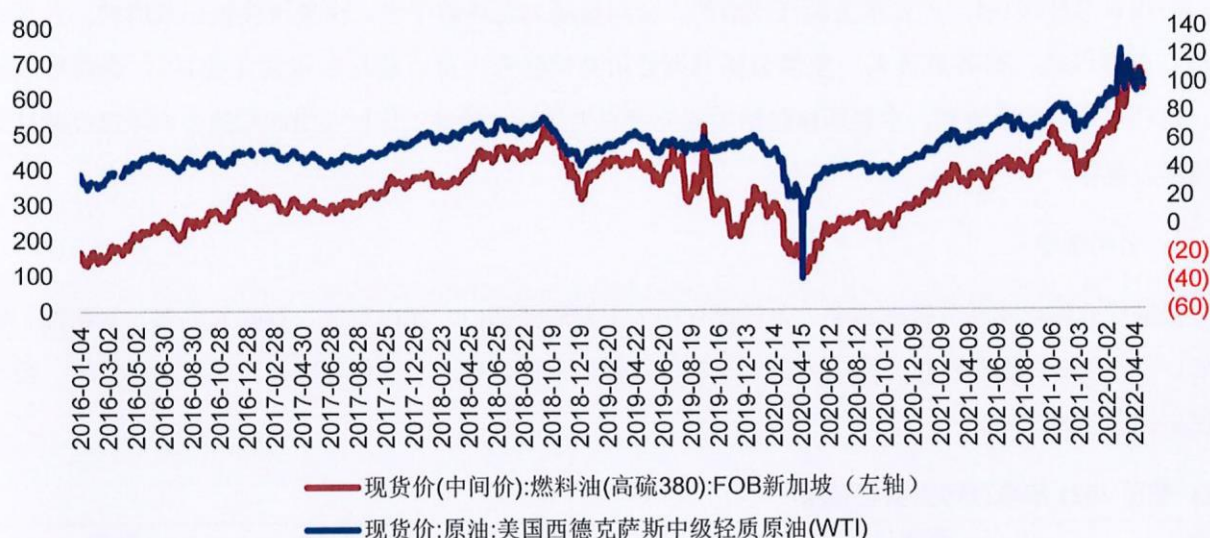
图 5 燃料油供应量波动增长，但燃料油收率呈现下滑趋势（单位：万吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

燃料油是原油的下游产品，其价格趋势与国际原油价格密切相关。从影响机制上来看，当原油价格上涨时，生产燃料油的原料成本增加，在下游产品价格不发生变化的情况下，生产企业利润空间将缩小，企业的生产积极性将下降，供应减少支撑价格上涨。总的来说，国际油价通过影响炼厂的生产成本、利润和计划等，影响燃料油的供需，最终影响价格。2021年国际原油价格中枢出现较大幅度的上涨，带动燃料油价格上涨，2022年以来，原油价格持续高位震荡，燃料油深加工行业内企业生产成本提高，成本管控和盈利水平形成较大压力。

图 6 2021 年原油价格中枢出现较大幅度上涨



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司股权结构较为稳定,自整体变更为股份有限公司以来,公司控股股东为文魁集团,实际控制人为金碧华、夏亚萍夫妇。

1、公司治理

公司已按照《公司法》、《证券法》等法律法规以及《公司章程》的要求建立了股东大会、董事会和监事会,并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定。

股东大会是公司的权力机构,具有决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项等职权。

公司设董事会,对股东大会负责。董事会由7名董事组成,包括3名独立董事,设董事长1名。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事任期3年,任期届满可连选连任。公司董事会设立审计委员会,并根据需要设立战略投资委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成,董事会负责制定专门委员会的工作流程,规范专门委员会的运作。董事会设董事会秘书,董事会秘书是公司的高级管理人员,对公司和董事会负责。董事会的主要职权包括执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成,监事会设主席1人,监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为3年。监事任期届满,连选可以连任。监事会的主要职权包括检查公司财务以及对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。总经理每届任期3年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职权包括主持公司的生产经营管理工作以及组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

2、公司管理

根据行业特点和经营管理需要，公司设立10个主要职能部门，如内审部、行政人事部、采购部、销售部、生产部等。公司已建立多项内部管理制度，覆盖采购、生产、销售等环节。截至2021年末，公司组织架构图见附录三。

表4 截至2021年末公司主要管理层

姓名	职务	年龄（岁）	学历
金碧华	董事长	57	高中
王律	董事、总经理	57	本科
尤丹红	董事、副总经理、董事会秘书	45	本科
项美娇	董事、财务总监	46	本科
李世晴	副总经理	50	大专
陈成元	副总经理	61	硕士

资料来源：公司2021年年报，中证鹏元整理

表5 截至2021年末公司员工构成情况（单位：人）

专业结构	人数	占员工总数的比例（%）
生产人员	173	51.34
行政人员	64	18.99
技术人员	50	14.84
销售人员	14	4.15
财务人员	18	5.34
采购人员	18	5.34
合计	337	100.00
教育程度	人数	占员工总数的比例（%）
硕士及以上	5	1.48
本科	84	24.93
专科	155	45.99
专科以下	93	27.60
合计	337	100.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事燃料油即催化油浆深加工行业，主要产品包括重芳烃类系列产品、环保芳烃油系列产

品、轻质燃料油以及沥青等，其中重芳烃系列产品主要包括沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂等。2020年及以前年度，年产40万吨芳烃生产装置生产的重芳烃及轻质燃料油为公司主要产品，收入占比在80%左右，随着重芳烃产品产销量增加，公司收入规模持续增长。2021年6月末公司IPO募投项目40万吨环保芳烃油加氢装置正式投产后，公司新增环保芳烃油、精制燃料油产品收入；同时在上游原材料催化油浆供应偏紧情况下，公司从2020年下半年尝试采用稀释沥青生产重芳烃和沥青产品，2021年公司沥青产品收入增长较快，受此影响，2021年公司收入规模大幅增长49.97%。2020年贸易产品收入规模增长较快，主要系公司当期将原作为原材料的部分燃料油对外销售导致，2021年公司及时调整和安排贸易产品的业务规模，当期贸易产品收入规模下滑明显。综合影响下，2019-2021年及2022年1-3月公司实现营业收入8.27亿元、9.72亿元、14.58亿元和6.30亿元，近年呈持续增长趋势。

毛利率方面，公司自产产品重芳烃与轻质燃料油毛利率受上游原材料价格影响较大，近年公司轻质燃料油毛利率持续下降，重芳烃毛利率呈波动状态，其中2020年国内橡胶终端市场的需求回暖，带动公司橡胶助剂产品的价格和单位毛利明显回升，公司重芳烃产品整体毛利率有所恢复；2021年原油价格中枢大幅上移，公司重芳烃产品毛利率大幅下滑；2022年一季度受俄乌局势影响，国际油价出现剧烈波动，受疫情影响，下游需求较弱，公司重芳烃产品毛利率大幅下滑。受氢气供应不稳定等因素影响，环保芳烃油项目加氢装置生产负荷未完全达到预期，单位制造费用较高，公司2021年环保芳烃油与精制燃料油产品为亏损状态；2022年1-3月公司环保芳烃油产品毛利率水平有所恢复。此外，公司贸易产品整体毛利率水平较低，2020年初因国际油价降幅较大，公司在选用性价比更高的进口燃料油时，单批次采购数量较大，受公司产能和仓储能力的限制，选择出售部分原材料导致产生亏损，当期贸易产品毛利率为-12.36%。综合影响下，2019-2021年及2022年1-3月公司销售毛利率分别为18.74%、17.15%、10.51%和9.50%，呈持续下滑态势。

表6 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
重芳烃	34,081.94	7.16%	73,478.73	20.66%	73,694.93	24.43%	65,363.40	20.96%
其中：沥青助剂	20,964.96	7.93%	29,374.86	19.01%	27,946.91	20.25%	44,055.87	20.87%
橡胶助剂	13,116.97	5.92%	44,103.87	21.75%	45,692.40	26.99%	20,073.39	21.14%
润滑油助剂	-	-	-	-	55.62	21.48%	1,234.14	21.21%
轻质燃料油	1,141.46	4.86%	4,482.96	19.85%	4,529.51	20.97%	5,169.42	23.38%
沥青	-	-	8,205.55	6.33%	709.64	-5.69%	0.00	0.00%
贸易产品	1,313.20	5.24%	5,340.96	0.38%	18,275.88	-12.36%	12,171.50	4.78%
精制燃料油	272.12	9.85%	12,891.45	-6.93%	-	-	-	-
环保芳烃油	25,956.64	12.90%	41,020.18	-1.00%	-	-	-	-
硫磺	236.60	13.53%	337.96	-3.05%	-	-	-	-
硫酸铵	17.46	10.28%	26.90	2.14%	-	-	-	-

其他	11.04	100.00%	26.60	100.00%	18.69	100.00%	12.13	93.18%
合计	63,030.46	9.50%	145,811.28	10.51%	97,228.65	17.15%	82,716.45	18.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司经营燃料油深加工业务多年，具有一定技术实力

由于行业上游不同炼油厂的燃料油油质组成比例与品质差异性较大，而下游不同客户对产品性能与稳定性要求具有差异性，燃料油深加工行业对生产工艺的精细度要求很高。公司自2005年成立以来，较为重视技术研发在生产中的应用，不断对已有产品进行技术改造和工艺改良，同时积极引进行业内先进技术。公司自主研发的间歇式加工生产工艺、连续式生产工艺以及分子蒸馏和沉降等技术，装置操作温度远低于原料结焦温度，原料在装置内停留时间短，大大减少了原料结焦的可能，有效提高了重芳烃产品的收率。公司产品在粘度、凝点、闪点及芳烃含量均比等重要指标、工艺技术出色度和油收率两项指标上均具有一定优势。2016年公司对生产工艺进行技术改进，实现了连续分馏工序工艺和间歇式生产工序工艺一体化生产，生产效率与产品质量进一步提升，单位产量能耗降低，节能减排效果更好。2018年1月公司与壳牌全球解决方案国际私有有限公司签署了“壳牌加氢异构脱蜡工艺许可协议”，引进国内首套荷兰皇家壳牌公司高压加氢异构脱蜡专利技术，利用该技术生产的环保芳烃收率相比国内更高，产出的环保芳烃可替代进口产品。

2019-2021年，公司研发投入规模为2,237.11万元、3,410.74万元和3,075.85万元，研发团队人员规模有所扩大。总体来看，公司在燃料油深加工领域经营多年，通过自主研发、技术改进与工艺改良、外部引进等方式积累了一定的技术实力。

表7 2019-2021 年公司研发投入情况

时间	2021 年	2020 年	2019 年
研发人员数量（人）	50	33	33
研发人员数量占比	14.84%	10.61%	11.26%
研发投入金额（万元）	3,075.85	3,410.74	2,237.11
研发投入占营业收入比例	2.11%	3.51%	2.70%

资料来源：公司 2021 年年报，中证鹏元整理

受益于重芳烃产品产销量增长与新投产环保芳烃油产品，近年公司销售收入稳步增长，产销率保持在较高水平，销售区域主要集中于华东市场

公司实行“以销定产”的生产模式，当月根据客户的产品类型和数量需求，并结合当期的市场形势变化，制定下月的采购与生产计划。因此，公司整体产销率保持较高水平，重芳烃系列产品、轻质燃料油与环保芳烃类产品近年产销率均在90%以上。公司主要采用定价与询价相结合的模式销售产品，以产品成本为基础，综合考虑市场同类产品价格、供求状况、原材料价格变动趋势等因素，在一定的利润空间上设定预期价格，销售部门根据预期价格向下游意向客户询价，沟通后确定最终销售价格并达成销售订单。

近年公司重芳烃产品产销量波动较大，伴随产能利用率提升，2020年公司重芳烃产品产销量保持增长；2021年上游原材料价格中枢上移且供应偏紧情况下，公司重芳烃产品产销规模大幅下滑，销量较上年下降32.31%。分产品来看，沥青助剂是公司重芳烃产品中的主要产品，添加于沥青中可有效改善沥青品质，主要应用于道路沥青和防水卷材建筑市场，产量消化依托于国内道路建设和建筑市场，近年来产销量持续下滑。销售价格方面，由于重芳烃产品定价以原材料成本为基础，近年石油价格波动较大，受其影响，公司沥青助剂产品平均售价也有所波动。同时，沥青助剂为催化裂化燃料油深加工后密度最大、最下端的产品，销售单价相对较低。橡胶助剂是公司重芳烃产品中的重要产品，主要为橡胶加工生产过程中的添加助剂，广泛应用于轮胎、传送带等行业。受益于橡胶行业需求增长，近年公司橡胶助剂平均售价持续提升。润滑油助剂主要用于提升润滑油在高转速、大负荷条件下的抗磨损性能，弥补和改善基础油性能方面的不足。与沥青助剂与橡胶助剂相比，润滑油助剂的产出率较小，产量规模不大。近年来相关客户结构有所调整，公司将部分润滑油助剂的重芳烃组分保留在沥青助剂的重芳烃中，润滑油助剂产销量降低。综合影响下，2019-2021年公司重芳烃产品分别实现销售额6.54亿元、7.37亿元和7.35亿元。

轻质燃料油是重芳烃产品的联产品，可用于船用燃料油的调和组分，是中低速船舶的优质燃料，近年来产销量随重芳烃产品波动，产品平均售价随石油价格变化有所波动。2019-2021年公司轻质燃料油分别实现销售额0.52亿元、0.45亿元和0.45亿元。在上游原材料催化油浆供应偏紧的趋势下，2020年公司利用疫情停工间隙，对年产40万吨芳烃生产装置进行改造提升，于2020年下半年积极尝试采用稀释沥青生产重芳烃及沥青产品，2021年公司沥青产品价格及销量大幅提升，当期实现销售额0.82亿元，在公司原材料催化油浆供应整体偏紧的情况下，采用稀释沥青生产重芳烃及沥青产品对起公司业绩起到补充作用。考虑到沥青产品整体毛利率仍较低，对公司盈利贡献不显著，在公司积极拓展催化油浆供应渠道，供应偏紧情形缓解的前提下，公司未来生产沥青的规模将明显下降。

2021年6月底公司IPO募投项目40万吨环保芳烃油加氢装置正式投产，该装置对原材料在催化剂的作用下进行高压加氢精制、异构脱蜡和补充精制，所产产品稠环芳烃含量较低，统称为环保芳烃油，符合白油的行业标准，可用作高端白油、高端润滑油的基础原料，及化妆品级、食品级、医药级白油的基础原料。此外，2021年公司尝试将原有年产40万吨芳烃生产装置的部分产品通过该40万吨环保芳烃油加氢装置进行加氢脱硫等深度加工，但产品芳烃含量偏高未能达到白油行业标准，按燃料油类别产品进行出售，品质高于原有装置生产的轻质燃料油，为进行区分，产品命名为精制燃料油，未来公司将不再尝试该项业务，精制燃料油收入规模将明显下降。2021年公司环保芳烃油与精制燃料油分别实现销售额4.10亿元、1.29亿元。

表8 2019-2021年公司主要产品生产及销售情况

产品名称	项目	2021年	2020年	2019年
重芳烃	产量（吨）	213,939.97	292,097.29	264,435.27



	销量 (吨)	199,350.43	294,511.15	264,069.55
	产销率	93.18%	100.83%	99.86%
	销售额 (万元)	73,478.73	73,694.93	65,363.40
	平均售价 (元/吨)	3,685.91	2,502.28	2,475.23
	产量 (吨)	11,315.09	15,217.81	13,958.25
轻质燃料油	销量 (吨)	11,984.48	14,667.39	14,158.87
	产销率	105.92%	96.38%	101.44%
	销售额 (万元)	4,482.96	4,529.51	5,169.42
	平均售价 (元/吨)	3,740.64	3,088.15	3,651.01
	产量 (吨)	27,591.96	6,930.28	-
沥青	销量 (吨)	30,988.10	3,520.87	-
	产销率	112.31%	50.80%	-
	销售额 (万元)	8,205.55	709.64	-
	平均售价 (元/吨)	2,647.97	2,015.54	-
	产量 (吨)	22,543.13	63,834.66	40,201.20
贸易产品	销售额 (万元)	5,340.96	18,275.88	12,171.50
	平均售价 (元/吨)	2,369.22	2,863.00	3,027.65
	产量	79,075.65	-	-
环保芳烃油	销量 (吨)	75,485.68	-	-
	产销率	95.46%	-	-
	销售额 (万元)	41,020.18	-	-
	平均售价 (元/吨)	5,434.17	-	-
	产量	30,029.6	-	-
精制燃料油	销量 (吨)	27,557.77	-	-
	产销率	91.77%	-	-
	销售额 (万元)	12,891.45	-	-
	平均售价 (元/吨)	4,677.97	-	-
	产量	-	-	-

注：公司试生产产品销售未包含在上述统计范围之内。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 2019-2021年公司重芳烃产品生产及销售情况

产品名称	项目	2021年	2020年	2019年
沥青助剂	产量 (吨)	116,358.61	149,919.68	190,276.79
	销量 (吨)	102,531.80	150,121.88	190,767.04
	产销率	88.12%	100.13%	100.26%
	销售额 (万元)	29,374.86	27,946.91	44,055.87
	平均售价 (元/吨)	2,864.95	1,861.61	2,309.41
橡胶助剂	产量 (吨)	97,581.36	142,118.06	69,962.43
	销量 (吨)	96,818.65	144,196.56	69,196.55
	产销率	99.22%	101.46%	98.91%

	销售额（万元）	44,103.87	45,692.40	20,073.39
	平均售价（元/吨）	4,555.31	3,168.76	2,900.92
	产量（吨）	-	59.55	4,196.05
	销量（吨）	-	192.71	4,105.96
润滑油助剂	产销率	-	323.61%	97.85%
	销售额（万元）	-	55.62	1,234.14
	平均售价（元/吨）	-	2,886.39	3,005.74

注：公司试生产产品销售未包含在上述统计范围之内。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司产品销售以国内市场为主，销售区域主要集中在华东、华南、东北、华北地区，其中华东为公司最重要销售市场，近年销售额占比均超过80%，销售区域集中度较高。

表10 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		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	125,184.00	85.86%	92,149.09	94.78%	68,270.05	82.54%
东北	180.43	0.12%	3,921.23	4.03%	4,367.72	5.28%
华南	8,907.41	6.11%	690.21	0.71%	9,790.18	11.84%
华中	104.34	0.07%	388.12	0.40%	260.87	0.32%
西南	0.00	0.00%	9.76	0.01%	27.64	0.03%
华北	11,435.10	7.84%	12.72	0.01%	0.00	0.00%
西北	0.00	0.00%	57.51	0.06%	0.00	0.00%
合计	145,811.28	100.00%	97,228.65	100.00%	82,716.45	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户群体主要为下游沥青、橡胶及润滑油生产厂商和贸易商客户，公司与客户群体一般可形成稳定的长期合作。从客户集中度来看，近年公司前五大客户销售收入占营业收入比重保持在40%左右，2021年公司新开拓环保芳烃油与精制燃料油产品收入，随着经营规模扩大，公司销售集中度持续降低。货款结算方面，由于公司产品属于大宗商品，单位价值较高，公司与客户间主要采用款到发货的结算方式，整体销售回款情况较好。产品销售中公路运输方式主要由客户负责运输，船运方式公司负责短驳至港口，后续运费一般由客户承担。

表11 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售额	占比	产品类型
2021年	宁波甬方石化贸易有限公司/宁波心怡石化贸易有限公司/宁波军梅燃料油贸易有限公司	12,535.88	8.60%	重芳烃、轻质燃料油、精制燃料油
	天津虹致新材料有限公司/上海东方雨虹防水技术有限责任公司/杭州东方雨虹建筑材料有限公司	10,686.98	7.33%	重芳烃、沥青、贸易产品
	浙江传化化学品有限公司	9,004.42	6.18%	环保芳烃油、重芳烃
	平湖市东联润滑油有限公司	8,760.40	6.01%	环保芳烃油、重芳烃
	深圳赛格高技术投资股份有限公司	6,342.05	4.35%	环保芳烃油

	合计	47329.72	32.46%	-
2020年	青岛新润丰石油贸易有限公司	13,137.21	13.51%	贸易产品
	宁波甬方石化贸易有限公司/宁波心怡石化贸易有限公司/宁波军梅燃料油贸易有限公司/东方圆石化有限公司	11,848.85	12.19%	重芳烃、贸易产品
	浙江传化化学品有限公司	4,965.32	5.11%	重芳烃
	宁波市镇海江吉化工有限公司/舟山江吉石油化工有限公司/宁波禾合石化有限公司	4,375.30	4.50%	重芳烃、轻质燃料油、贸易产品
	上海新玻石油化工有限公司	4,123.20	4.24%	重芳烃、贸易产品
	合计	38,449.88	39.55%	-
2019年	宁波甬方石化贸易有限公司/宁波心怡石化贸易有限公司/宁波军梅燃料油贸易有限公司	12,772.24	15.44%	重芳烃、贸易产品
	上海新玻石油化工有限公司	8,201.11	9.91%	重芳烃
	中国石化燃料油销售有限公司广东分公司/浙江宁波分公司/福建分公司	5,560.48	6.72%	重芳烃
	宁波市镇海江吉化工有限公司/舟山江吉石油化工有限公司	4,534.80	5.48%	重芳烃、轻质燃料油、贸易产品
	广东铂利度能源发展有限公司/深圳市前海嘉利度石油化工有限公司	4,519.73	5.46%	重芳烃、贸易产品
	合计	35,588.36	43.02%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主营业务成本主要为燃料油成本，其价格受原油价格影响较大，近年来原油价格波动较大，对公司成本控制形成较大压力；公司采购集中度较高，上游炼厂一体化水平和深加工水平不断提升，需关注原材料供应趋紧风险

近年公司直接材料成本占主营业务成本的比重均超过80%，其价格波动对公司产品成本的影响大。公司重芳烃产品、轻质燃料油、环保芳烃油的直接材料主要为燃料油，沥青的直接材料主要为稀释沥青，采购单价均主要受原油价格波动影响。2020年5月以来原油价格中枢持续上涨，2021年公司各类原材料采购单价大幅增加，原油价格波动将对公司成本控制形成较大压力。

表12 公司近年主要原材料采购情况

原材料	项目	2021年	2020年	2019年
燃料油	采购额（万元）	97,096.92	100,653.90	83,982.52
	采购数量（吨）	251,047.41	350,927.30	290,258.90
	单价（元/吨）	3,867.67	2,868.23	2,893.37
稀释沥青	采购额（万元）	6,719.01	10,439.42	-
	采购数量（吨）	24,967.64	48,243.09	-
	单价（元/吨）	2,691.09	2,163.92	-
环保芳烃油 原材料	采购额（万元）	40,765.72	-	-
	采购数量（吨）	92,108.40	-	-
	单价（元/吨）	4,425.84	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购对象方面，由于公司原材料品种主要为燃料油，上游行业为炼油行业，而我国石油化工行业集中度较高，中石化、中石油、中海油等国企占据了绝大多数市场份额，因此公司的供应商以中石化、中石油、中海油为主，公司2019-2021年前五名供应商采购合计额占当期采购总额的比例分别为85.72%、93.04%和72.28%，其中向中石油、中石化、中海油采购的合计金额占比分别为75.56%、71.29%和53.64%，采购集中度较高。

表13 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	客户名称	采购额	占当期采购总额比	原材料类型
2021年	中石油	48,361.82	30.67%	燃料油
	中石化	36,220.81	22.97%	燃料油
	深圳市前海万丰能源投资有限公司	13,286.45	8.43%	燃料油
	宁波军梅燃料油贸易有限公司	9,397.36	5.96%	环保芳烃油原材料
	浙江海港国际能源有限公司	6,719.01	4.26%	稀释沥青
	合计	113,985.44	72.28%	-
2020年	中石化	57,390.67	47.61%	燃料油
	中石油	26,882.09	22.30%	燃料油
	浙江海港国际能源有限公司	25,180.23	20.89%	燃料油、稀释沥青
	中海油广东销售有限公司	1,662.22	1.38%	燃料油
	宁波绪扬海运有限公司	1,048.02	0.87%	运输服务
	合计	112,163.23	93.04%	-
2019年	中石化	34,151.31	32.94%	燃料油
	中海油	32,368.54	31.22%	燃料油
	中石油	11,818.58	11.40%	燃料油
	福建联合石油化工有限公司	7,784.92	7.51%	燃料油
	盘锦义朋石化有限公司	2,744.32	2.65%	燃料油
	合计	88,867.68	85.72%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司从国内炼厂采购的原材料燃料油为炼厂定期外甩的副产品，仓储成本较高，且燃料油储量超过警戒线，将使整套催化裂化装置停工，从而影响炼厂的连续生产，因此炼厂每隔一定时期根据其生产、仓储情况对外销售。近年上游石油炼化企业的一体化水平和深加工水平不断提升，产业链也相应延伸，部分供应商已经投产对燃料油继续深加工的装置，对公司生产所需原材料外售比例降低，公司的原材料燃料油出现供应偏紧的趋势，如果未来公司主要供应商由于自身原因或市场重大不利变化而减少与公司的合作，公司生产所需原材料存在无法满足生产需要的风险。近年来，公司积极尝试开拓民营炼厂或者进口原材料，补充原材料供应渠道，2020年公司主要通过中石化、浙江海港国际能源有限公司等进口部分燃料油，采购方式为整船单批次直接采购，对订单规模（单批次5万吨左右）要求较高，采购灵活性受公司生产与存储能力限制；2021年公司采购保税区已入罐的进口原材料，可灵活确定采购数量，2021

年四季度向深圳市前海万丰能源投资有限公司采购进口原材料为1.5万吨，作为原材料重要补充渠道。

公司与上游炼厂主要采用招标、公式计价和一单一议方式确定采购价格，由于公司从中石化、中石油等供应商采购占比较高，供应商具有价格主导权。公司定价主要以国际原油价格指数为基础，综合考虑汇率等因素后确定价格，一单一议一般是每月底根据所辖炼厂的内部结算价格以及一定的利润加成确定燃料油的销售单价。提货方式一般为公司自提，公司需承担运输费。结算方式方面，由于公司采购原材料属于大宗商品，单位价值较高，上游供应商普遍要求批量采购及款到发货。

近年公司产能利用率有所波动，整体产能利用水平偏低，目前在建、拟建项目规模较大，但需关注新增产能消化风险，且存在一定的资金支出压力

截至2021年末，公司主要产能为年产40万吨芳烃生产装置，由于产品重芳烃、轻质燃料油均通过同一条生产工序产生，公司将产能合并统计。2016年3月该生产装置完成改扩建后，生产负荷逐步提升，截至2019年末，该生产装置已具备满负荷生产能力。近年重芳烃、轻质燃料油等产品产能利用率有所波动，2021年受上游原材料供应偏紧影响，产能利用率有所下滑。公司40万吨环保芳烃油加氢装置于2021年6月底正式投产，根据设计要求第一年生产负荷为80%，受氢气供应不稳定等因素影响，项目生产负荷未完全达到预期，2021年产能利用率为60.74%，公司各类产品整体产能利用水平偏低。

表14 2019-2021年公司产能利用率情况

产品名称	项目	2021年	2020年	2019年
重芳烃、轻质燃料油等	年产能（吨）	400,000.00	400,000.00	400,000.00
	产量（吨）	267,466.54	314,245.38	278,393.51
	产能利用率	66.87%	78.56%	69.60%
环保芳烃油、硫磺、硫酸铵、精制燃料油	年产能	160,000.00	0.00	0.00
	产量	971,87.20	0.00	0.00
	产能利用率	60.74%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建60万吨/年环保芳烃油及联产20万吨/年石蜡生产项目，该项目已建成部分主要包括一套产能40万吨/年的环保芳烃油加氢装置、一套10t/h的酸性水汽提装置、两套0.6万吨/年的硫磺回收装置等，已建成部分已于2021年6月底正式投产。根据公司2021年9月第二次临时股东大会审议通过的《关于调整首次公开发行人募投项目建设内容及投资额度的议案》，公司调整60万吨/年环保芳烃油及联产20万吨/年石蜡生产项目部分剩余尚未建设内容，其中溶剂脱蜡脱油装置将继续投资建设，投资金额约11,000万元，建设期约一年；剩余溶剂精制、蜡加氢与成型等生产装置拟不再实施建设。截至本报告披露之日，溶剂脱蜡脱油装置尚未开始建设。普通环保芳烃油可作润滑油的基础油，提升润滑油品质，也可以用作白油的基础油，经过溶剂精制、加氢精制等手段处理后转变成为食品和化妆品级白油业。

在建项目环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目为本期债券募投项目。目前国内白油市场以生产

工业级白油为主，高档的食品级白油、化妆品白油、医药级白油指标要求严格，技术含量较工业级白油更高，其需求满足大量依靠进口。食品级、化妆品级白油装置和轻质白油补充精制装置以环保芳烃油为基础，将产品进一步加氢精制，生产产品附加值较高的食品级/化妆品白油和轻质白油。此外，环保芳烃油加氢装置与环保芳烃油产品升级项目均采用加氢工艺，氢气供应的稳定性与及时性将直接影响公司产品品质；轻烃综合利用装置将厂区环保芳烃油加氢装置的轻烃组分进行切割综合利用，产出氢气为公司各加氢装置提供原料，降低核心原料氢气的供应商依赖度。

公司在建项目投产后，公司产业链将进一步延伸，产品类型更加丰富。但需要注意的是，截至2021年末，公司主要在建项目总投资规模达15.14亿元，未来尚需投入6.73亿元，公司持续大规模的资本性支出带来一定的资金压力。同时，环保芳烃油与高端白油产品均为新的产品领域，2021年公司所生产环保芳烃油、精制燃料油产品生产未达预期，公司新增产能能否快速消化并实现预期经济效益存在不确定性，需关注项目投产后的产能消化风险。

表15 截至2021年末公司主要在建项目情况（单位：万元、万吨/年、标立方/小时）

项目类别	项目名称	计划总投资	实际已投资	项目进度	产品类别	设计产能	计划投产时间
在建项目	60万吨/年环保芳烃油及联产20万吨/年石蜡生产项目	103,103.86	80,148.23	77.74%	普通环保芳烃油 硫磺	40 0.5	建成部分已投产
在建项目	环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目	48,281.74	3,993.92	8.27%	食品、化妆品级白油 轻质白油 轻烃综合利用	10 8 12,000	2023年
合计	-	151,385.60	84,142.15	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的公司2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围无变化，2020-2021年及2022年1-3月合并报表范围各新增1家子公司。

表16 2019-2021年及2022年1-3月公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

时间	子公司名称	注册资本	合并情况
2022年1-3月	宁波博翔新材料科技有限公司	1,000.00	增加，新设
2021年	浙江自贸区恒帆石油化工有限公司	1,000.00	增加，新设
2020年	北京云骐信息科技有限公司	100.00	增加，新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司整体资产规模较小，资产流动性一般，需关注固定资产折旧对公司利润挤压

2018年公司开始建设60万吨/年环保芳烃油及联产20万吨/年石蜡生产项目，随着资本性支出增加，公司近年资产规模持续增长，但整体规模仍较小，资产结构以非流动资产为主。

截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，规模较小，其中0.20亿元保证金使用受限。2021年末公司其他应收款主要为应收2021年的消费税退税，2020年末同比大幅增加1.33亿元，主要系在疫情影响下上游供应商缓交消费税，使得公司消费税退税审核周期延长所致，2021年9-12月公司陆续收回消费税退税金额合计2.45亿元；公司其他应收款规模较高且持续增长，对营运资金形成较大占用，坏账准备亦对公司短期利润形成一定挤压，需持续关注公司消费税退税回收风险及回收进度。2021年末公司存货主要包括原材料1.05亿元、在途物资0.23亿元和库存商品0.86亿元；由于经营规模扩大，且产品售价较上年有所提升，公司根据市场行情安排销售进度，近年留存库存商品规模持续大幅提升；由于生产周期短（一天左右），原材料充足时可快速完成订单生产，公司近年原材料规模保持稳定，近年公司存货规模整体呈增长趋势。公司其他流动资产为尚未申报的已耗用原材料所含的消费税和留抵增值税进项税。

2021年末公司固定资产主要包括机器设备7.81亿元、房屋建筑物0.12亿元等，其中账面价值0.69亿元固定资产因借款抵押受限。2021年在建60万吨/年环保芳烃油及联产20万吨/年石蜡生产项目已建成部分转入固定资产，当期末公司固定资产账面价值大幅增长；60万吨/年环保芳烃油及联产20万吨/年石蜡生产项目完全投产后预计合计新增年折旧费用为8,558.31万元，在建工程主要为在建环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目，投产转固后预计产生的新增年折旧费用为3,788.25万元，未来公司固定资产折旧仍将保持较高规模，需持续关注对利润的挤压风险。2021年末无形资产主要包括土地使用权0.81亿元，全部因借款抵押受限。

公司资产总体规模较小，在建工程、固定资产等非流动资产占比较高，且无形资产中土地使用权全部受限，流动资产主要为存货与其他应收款，对营运资金占用较大，公司资产流动性一般。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.68	3.77%	0.93	5.41%	0.50	3.37%	0.53	4.82%
其他应收款	2.99	16.50%	2.45	14.22%	2.20	14.98%	0.88	7.95%
存货	3.23	17.81%	2.13	12.38%	1.54	10.47%	1.01	9.13%
其他流动资产	1.03	5.69%	0.97	5.62%	0.90	6.12%	0.79	7.10%
流动资产合计	8.12	44.84%	7.11	41.26%	5.58	37.94%	3.44	31.06%
固定资产	7.62	42.07%	7.95	46.15%	0.75	5.09%	0.22	1.99%

在建工程	0.74	4.11%	0.40	2.33%	7.31	49.67%	6.44	58.19%
无形资产	0.84	4.66%	0.85	4.93%	0.87	5.93%	0.85	7.71%
非流动资产合计	9.99	55.16%	10.13	58.74%	9.13	62.06%	7.63	68.94%
资产总计	18.11	100.00%	17.24	100.00%	14.71	100.00%	11.06	100.00%

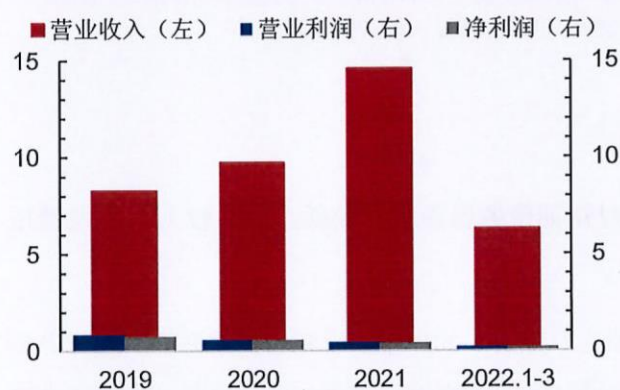
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年营业收入持续增长，但盈利能力持续下滑，需注意原材料价格波动对公司盈利的影响

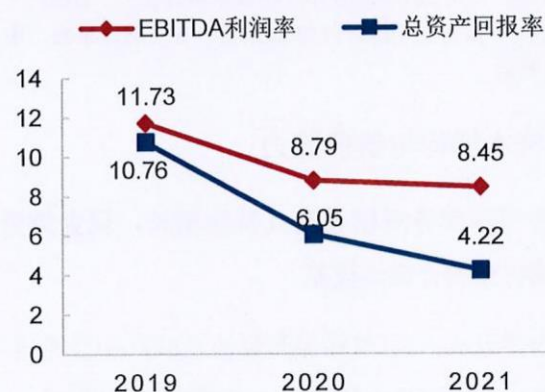
近年公司重芳烃产品产销量波动较大，伴随产能利用率提升，2020年公司重芳烃产品产销量保持增长；2021年公司重芳烃产品产能利用率降低，产销量有所下滑，40万吨环保芳烃油加氢装置正式投产，公司新增环保芳烃油与精制燃料油销售收入。2019-2021年公司营业收入规模持续增长，但盈利能力持续下滑。2020年因贸易业务产生亏损，同时公司上市活动导致管理费用上升，以及研发支出增加，使得期间费用快速增长，一定程度上侵蚀了公司利润；公司重芳烃、轻质燃料油及环保芳烃油的主要原材料为燃料油，原材料占公司主营业务成本的比重高，2021年原油价格中枢上移对公司成本控制形成压力，同时受氢气供应不稳定等因素影响，环保芳烃油项目生产负荷未完全达到预期，环保芳烃油与精制燃料油为亏损状态，2021年公司销售毛利率进一步下滑。随着盈利能力降低及资本性支出增加，近年公司 EBITDA 利润率与总资产回报率均持续下滑。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

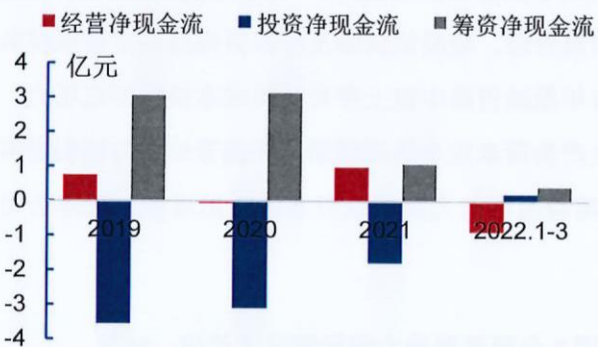
现金流

受疫情对消费税退税进度的影响，公司近年经营活动现金流状况波动较大，在建项目的建设推进使得公司持续进行较大规模资本性支出

由于产品销售采用款到发货的结算方式，公司销售回款情况较好。近年公司经营净现金流状况波动较大，其中2020年度由正转负，主要系当期受疫情影响，消费税退税审核周期延长，税费返还带来的现金流入大幅减少所致；2021年9-12月公司逐步收回消费税退税金额2.45亿元，当期经营活动现金流状况相应改善。近年公司持续进行较大规模资本性投入，投资活动现金流表现为持续大规模净流出。公司筹资力度逐年加大，2019年与2021年以银行借款为主，2020年完成首次公开发行股票并在创业板上市，募集资金3.82亿元。

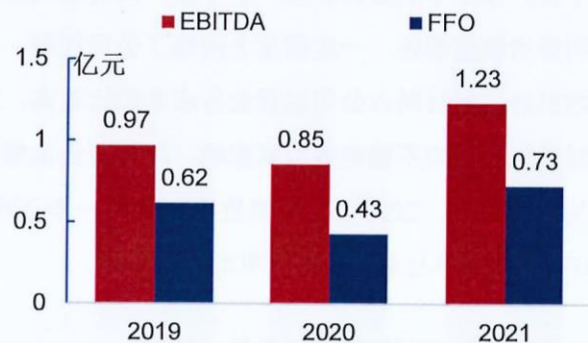
2020年公司EBITDA、FFO随着利润下滑有所下降，同时应收款项和库存的增加对营运资金造成了部分占用，2020年公司FFO降幅较大，公司经营活动现金生成能力有所弱化；2021年公司收回2020年度消费税退税，FFO规模明显恢复。

图 9 公司现金流结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

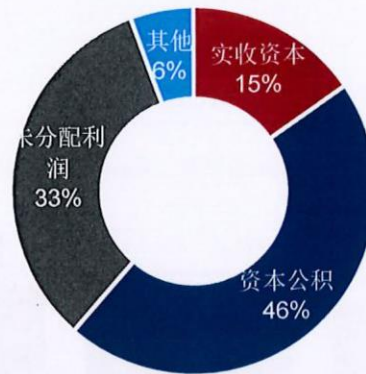
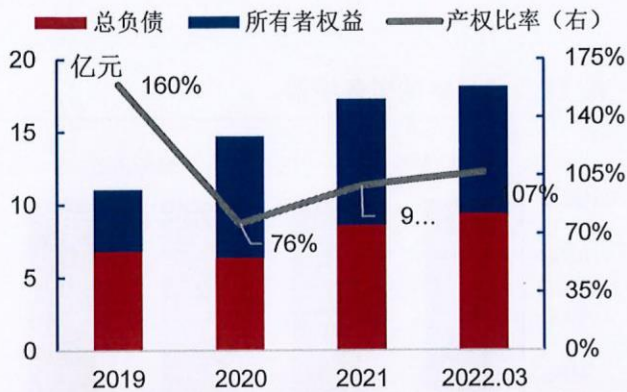
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较高且持续增长，现金类资产对短期债务保障程度较低，面临较大短期偿债压力，债务结构合理性较差

为建设60万吨/年环保芳烃油及联产20万吨/年石蜡生产项目，2019年公司新增长期借款和应付设备工程款，负债规模大幅增加，产权比率大幅增长；2020年公司完成首次公开发行股票募资，期末所有者权益大幅增加至8.35亿元，使得产权比率大幅下降至76.32%；2021年及2022年1-3月公司负债水平进一步增加，2022年3月末公司产权比率增至107.20%。2022年3月末公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

图 11 公司资本结构

图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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

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

公司负债以流动负债为主，近年流动负债占比持续提升。公司短期借款主要用于原材料采购，近年随着公司产销规模扩大，短期借款规模呈逐年上升趋势，2021年末短期借款主要包括保证借款1.71亿元、信用借款1.90亿元、质押借款0.72亿元和抵押借款0.37亿元。公司原材料采购一般为款到发货且由公司承担运费，近年公司应付账款主要包括应付设备工程款和运费，2019年应付60万吨/年环保芳烃油及联产20万吨/年石蜡生产项目设备工程款规模较大，随着项目设备款及工程款陆续支付，近年公司应付账款规模持续降低。公司长期借款主要用于项目建设，近年规模逐步降低，截至2021年末主要包括抵押借款、信用借款。2021年末公司租赁负债余额为0.44亿元，主要为新租赁准则下公司租赁罐区及公共管廊产生。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

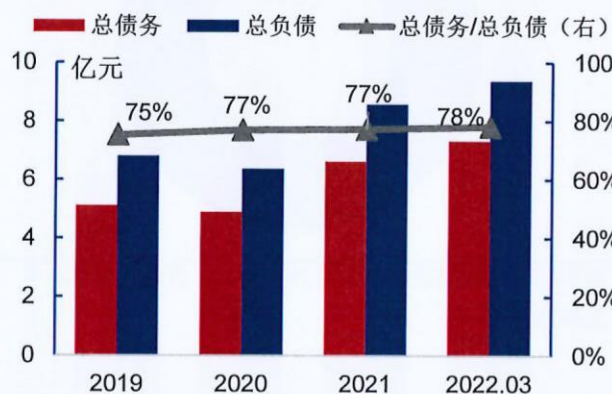
项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.30	56.59%	4.70	54.85%	2.65	41.58%	1.08	15.88%
应付账款	0.75	8.03%	0.69	8.05%	0.92	14.44%	1.29	19.03%
一年内到期的非流动负债	0.66	7.04%	0.96	11.17%	0.00	0.00%	0.66	9.76%
流动负债合计	7.31	78.04%	6.95	81.04%	3.93	61.72%	3.47	50.96%
长期借款	1.36	14.52%	0.96	11.25%	2.25	35.29%	3.34	49.04%
租赁负债	0.48	5.15%	0.44	5.15%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	2.06	21.96%	1.63	18.96%	2.44	38.28%	3.34	49.04%
负债合计	9.37	100.00%	8.58	100.00%	6.37	100.00%	6.80	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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

截至2022年3月末公司总债务7.32亿元，占负债总额比重为78.14%，若公司本期可转债发行成功，公司总债务规模将大幅增加，公司整体债务压力加大；同时需注意，公司短期债务占比为81.42%，随着短期融资规模扩大，近年公司短期债务占比持续提升，债务结构合理性较差，公司面临较大的短期偿债

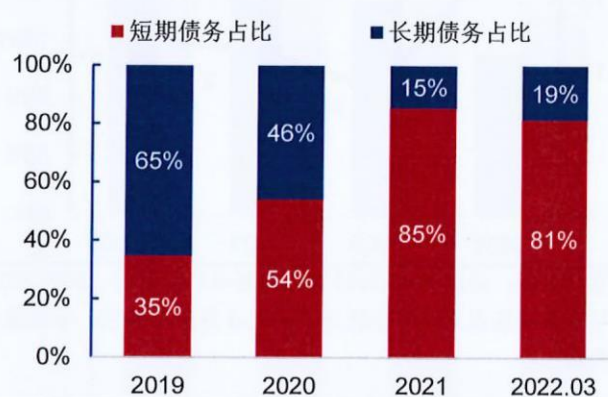
压力。

图 13 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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

偿债指标方面，2020年公司完成首次公开发行股票募资后，资本实力增强，期末资产负债水平、总债务占总资本的比重有所降低。2021年公司债务规模持续增加，杠杆水平进一步提升，FFO/净债务仅12.90%，公司偿债压力较大。

表19 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	51.74%	49.74%	43.28%	61.50%
净债务/EBITDA	--	4.57	5.14	4.97
EBITDA 利息保障倍数	--	4.24	2.95	5.94
总债务/总资本	45.58%	43.34%	36.97%	54.59%
FFO/净债务	--	12.90%	9.77%	12.79%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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

随着首次公开发行募集资金到位，公司2020年速动比率短期有所回升，但近年速动比率整体偏低，公司现金或可立刻变现资产对流动负债的偿还能力偏弱。公司货币资金规模较小，随着短期债务规模的增加，公司现金短期债务比持续下滑，且处于较低水平，现金类资产对短期债务保障程度较低，公司短期偿债压力较大。公司融资渠道主要为银行借款融资，截至2021年末，公司在授信合同有效期内获得的银行授信总额为13.34亿元，未使用额度为7.63亿元，具有一定融资弹性。

图 15 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年2月25日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

九、抗风险能力分析

燃料油深加工行业作为石油化工领域的新兴产业，所生产重芳烃产品广泛应用于橡胶、沥青、交通运输等行业，市场需求较有支撑。环保芳烃油具有环保和安全优势，近年成为燃料油深加工行业新的拓展方向，2021年6月公司40万吨环保芳烃油生产装置投产，产品种类进一步丰富，公司销售规模持续提升；未来随着40万吨环保芳烃油产能进一步释放、环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目建成投产，公司产品线将进一步延伸，收入规模有望持续提升。此外，截至2021年末公司尚有7.63亿元银行授信未使用，为公司提供一定融资弹性。

同时我们也关注到，公司在建项目尚需投入资金规模较大，存在一定的资金支出压力；环保芳烃油与高端白油产品均为新的产品领域，2021年公司所生产环保芳烃油、精制燃料油产品生产未达预期，为亏损状态，公司新增产能能否快速消化并实现预期经济效益存在不确定性。近年公司部分业务呈现亏损状态，原材料价格波动对公司成本管控形成压力，公司盈利能力持续下滑，且受消费税退税进度影响，经营活动净现金流呈现较大波动。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。公司本期募投项目为“环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目”，其建设期为2年，全面建成达产后，预计年均年销售收入为71,772万元。但需要关注的是，若募投项目进度不及预期，或下游市场发生变化导致产能利用率较低或产品销售不达预期等，则募投项目效益存在不达预期的风险。

公司经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的重要保障。2019-2021年公司营业收入规模持续增长，2021年公司逐步收回消费税退税金额2.45亿元，当期经营净现金流显著改善；截至2021年末公司其他应收款尚有消费税退税余额2.55亿元，上述款项已于2022年一季度逐步收回中。

此外，中证鹏元关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

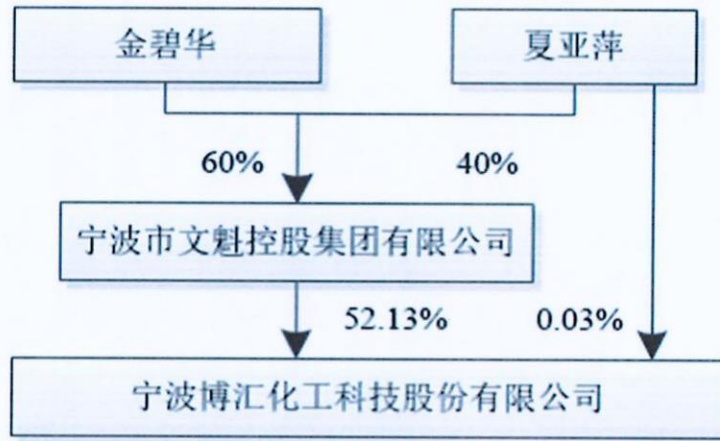
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.68	0.93	0.50	0.53
其他应收款	2.99	2.45	2.20	0.88
存货	3.23	2.13	1.54	1.01
流动资产合计	8.12	7.11	5.58	3.44
固定资产	7.62	7.95	0.75	0.22
非流动资产合计	9.99	10.13	9.13	7.63
资产总计	18.11	17.24	14.71	11.06
短期借款	5.30	4.70	2.65	1.08
一年内到期的非流动负债	0.66	0.96	0.00	0.66
流动负债合计	7.31	6.95	3.93	3.47
长期借款	1.36	0.96	2.25	3.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.06	1.63	2.44	3.34
负债合计	9.37	8.58	6.37	6.80
总债务	7.32	6.63	4.90	5.12
归属于母公司的所有者权益	8.74	8.66	8.35	4.26
营业收入	6.30	14.58	9.72	8.27
净利润	0.20	0.42	0.58	0.76
经营活动产生的现金流量净额	-0.87	0.99	-0.05	0.75
投资活动产生的现金流量净额	0.21	-1.78	-3.10	-3.55
筹资活动产生的现金流量净额	0.42	1.08	3.14	3.06
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	9.50%	10.51%	17.15%	18.74%
EBITDA 利润率	--	8.45%	8.79%	11.73%
总资产回报率	--	4.22%	6.05%	10.76%
产权比率	107.20%	98.98%	76.32%	159.73%
资产负债率	51.74%	49.74%	43.28%	61.50%
净债务/EBITDA	--	4.57	5.14	4.97
EBITDA 利息保障倍数	--	4.24	2.95	5.94
总债务/总资本	45.58%	43.34%	36.97%	54.59%
FFO/净债务	--	12.90%	9.77%	12.79%
速动比率	0.67	0.72	1.03	0.70
现金短期债务比	0.11	0.25	0.28	0.28

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、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

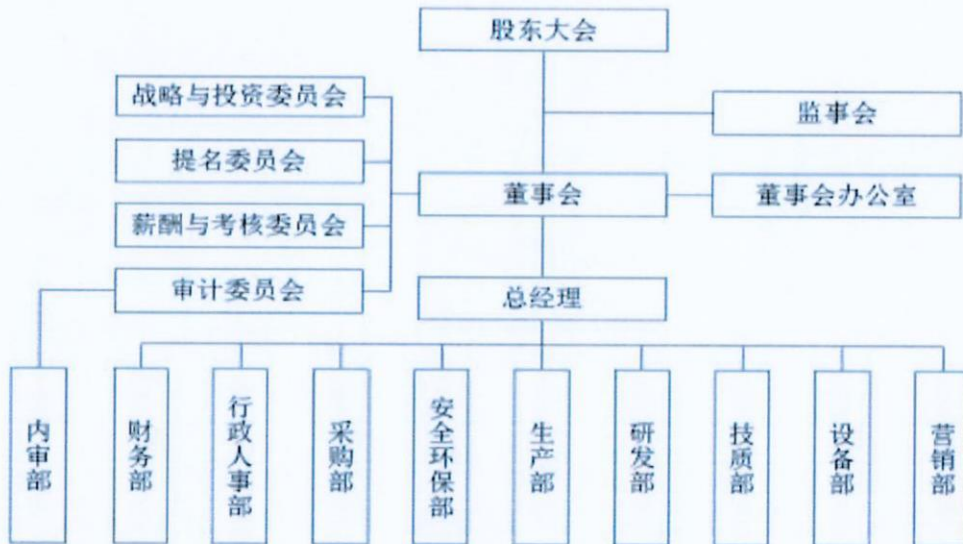


附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

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 2022年3月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
宁波博汇化工品销售有限公司	3,000.00	100.00%	芳烃、润滑油等石油制品的批发、零售
北京云骐信息科技有限公司	100.00	100.00%	技术开发、技术咨询、技术服务、技术推广
浙江自贸区恒帆石油化工有限公司	1,000.00	100.00%	化工产品、石油制品、专用化学产品销售
宁波博翔新材料科技有限公司	1,000.00	100.00%	技术开发、技术咨询、技术服务、技术推广

资料来源：公司提供

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	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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供
博汇股份 使用
再复印无效**



登记机关



2018年11月08日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
编号：ZPJ 002

此复印件仅供
博汇股份
再复印无效



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	顾春霞	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030217100005	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2017-10-30			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030217100005	2017-10-30	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	




SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	范俊根	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220070010	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士	
登记日期	2020-07-23			



登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030220070010	2020-07-23	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	