



# 2022年浙江福莱新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券2023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：

# 2022年浙江福莱新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
福新转债	A+	A+

## 评级观点

- 该评级结果是考虑到：浙江福莱新材料股份有限公司（以下简称“福莱新材”或“公司”，股票代码“605488.SH”）具备规模化的喷墨打印材料生产制造能力及产品多样化优势，在细分领域具有一定市场认可度。同时中证鹏元也关注到，公司主要原材料属于石油化工领域，其采购价格与相关大宗商品价格走势密切相关，波动大且难以预测，对公司成本控制形成较大挑战，2022年原材料成本上涨、售价下降导致公司销售毛利率显著走低，净利润大幅下降，且考虑到行业内企业竞争激烈、市场需求阶段性下滑等因素，盈利能力短期内将继续承压，公司客户中小微经销商占比高，应收账款存在一定坏账风险，以及在建项目面临一定资金压力和产能消化风险。

## 评级日期

2023年04月28日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	18.62	15.97	8.13
归母所有者权益	10.48	10.30	4.28
总债务	5.71	3.03	2.18
营业收入	19.01	17.15	12.69
净利润	0.75	1.28	1.20
经营活动现金流净额	0.20	1.03	1.70
净债务/EBITDA	0.37	-1.89	0.31
EBITDA 利息保障倍数	61.52	145.84	71.09
总债务/总资本	33.96%	21.76%	33.69%
FFO/净债务	156.52%	-38.41%	276.84%
EBITDA 利润率	5.49%	9.92%	13.11%
总资产回报率	4.55%	11.91%	18.89%
速动比率	1.63	2.05	1.17
现金短期债务比	1.47	2.23	0.91
销售毛利率	12.84%	17.25%	20.65%
资产负债率	40.35%	31.70%	47.32%

注：表中净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负数所致。

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：胡长森  
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽  
mall@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司具备规模化的喷墨打印、标签标识材料生产制造能力。**截至 2022 年末，公司广告喷墨打印材料及标签标识印刷材料生产能力均为 6 亿平方米/年，产能规模较大，在喷墨打印材料细分行业具有一定规模优势，且主要产品的产能利用率维持很高水平。
- **公司具备产品多样化优势，在喷墨打印材料细分领域具有一定市场认可度。**凭借一定的技术研发能力、规模化的生产制造能力，公司拥有数百个不同规格、不同特性的产品型号，可以满足客户多样化的需求，具备产品多样化优势。公司“福莱森特”喷绘耗材被认定为“浙江名牌产品”，产品通过了包括 RoHS、REACH 在内的多项环保、食品安全类检测，在国内外客户对环保要求日益严格的背景下，公司产品有一定的竞争优势，在细分领域具有一定市场认可度，也为进入新的应用领域提供了保障。

## 关注

- **原材料价格波动风险。**PP 合成纸、PET 膜、PVC、CPP 膜、胶水及其他化工材料等占公司原材料成本的比例超过 70%，这些原材料主要属于石油化工领域，其价格与石油化工相关大宗商品价格走势密切相关。2022 年公司主要原材料采购价格存在较大波动，其中占采购总额 30% 以上的 PP 合成纸增幅较大，采购单价同比上升幅度达到 65.21%，公司生产成本中直接材料成本同比增幅 9.67%，未来若主要原材料价格持续上涨、幅度过大，将进一步提高公司生产成本，公司面临较大的成本控制压力。
- **盈利能力下滑。**2022 年公司为提高市场占有率，维护重要客户市场份额，推出阶段性的以价换量的销售策略，保证了销售收入的持续增长，但同时，原材料成本上涨、售价下降导致公司销售毛利率显著走低，净利润大幅下降，盈利能力指标表现显著弱化，2022 年公司 EBITDA 利润率及总资产回报率分别下滑 4.43 及 7.36 个百分点，考虑到行业内企业竞争激烈，市场需求阶段性下滑，原材料价格仍处于相对高位，公司盈利能力短期内将继续承压。
- **公司客户中小微经销商占比高，应收账款存在一定坏账风险。**公司客户较为分散，集中度较低，但其中小微经销商占比高，抗风险能力弱；同时公司应收账款规模持续上升，2022 年末同比小幅上升至 2.89 亿元，需关注欠款客户中的小微经销商客户可能存在的坏账风险。
- **公司面临一定的资金压力及产能消化风险。**截至 2022 年末，公司主要在建项目为功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部大楼建设及本期债券募投项目等，尚需投资仍有一定规模，公司虽已通过 IPO、本期债券募集资金解决部分项目资金需求，但需自筹资金的项目仍面临一定的资金压力，此外公司在建项目新增产能较多，项目建成后产能能否有效消化有待观察。

## 未来展望

- 公司在喷墨打印材料细分行业具有一定规模、产品优势及市场认可度，主要产品产能利用率高，预计公司业务具有一定持续性，同时偿债能力指标表现尚可，财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	斯迪克 (300806.SZ)	纳尔股份 (002825.SZ)	福莱新材 (605488.SH)
总资产	66.73	19.69	18.62
营业收入	18.77	16.18	19.01
净利润	1.67	3.64	0.75
销售毛利率	29.69%	18.47%	12.84%

资产负债率	67.67%	29.02%	40.35%
-------	--------	--------	--------

注：注：以上各指标均为 2022 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 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
A+/稳定	A+	2022-08-22	马琳丽、郑丽芬	<a href="#">化工企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
福新转债	4.29	4.29	2022-08-22	2029-01-04

## 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2023年01月04日发行6年期4.29亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新型环保预涂功能材料建设项目和补充流动资金。截至2023年03月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3.01亿元。

## 三、发行主体概况

2022年，由于实行股票激励计划、资本公积转增股本等，截至2022年末，公司股本增至1.77亿元，控股股东及实际控制人无变化，截至2022年末，夏厚君直接持有公司55.15%的股权，并通过嘉兴市进取投资管理合伙企业（有限合伙）间接控制公司7.38%的股权，为公司控股股东及实际控制人，且尚无股票质押。

2022年公司合并报表范围内新增一级子公司一家，为新设立的浙江福智技术装备有限公司，注册资本9,000万元，公司持股比例77.78%，主营业务为印刷专用设备制造、智能基础制造装备制造等。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基

调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

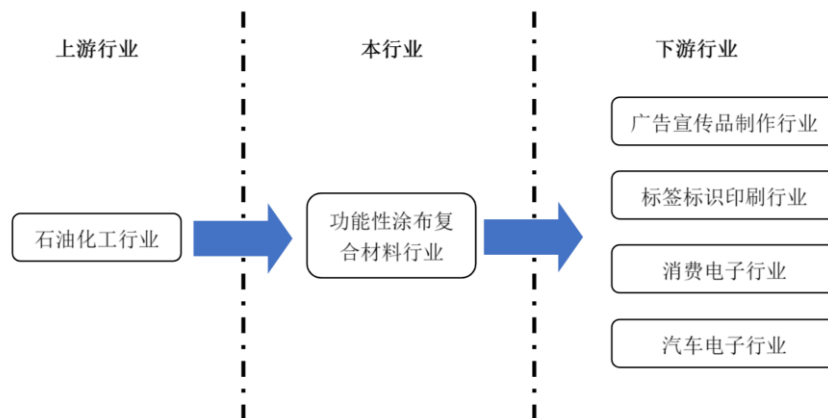
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022年宏观经济回顾与2023年展望](#)》。

## 行业环境

公司所属细分行业为功能性涂布复合材料行业，主要原材料包括 PP 合成纸、PET 膜、PVC、CPP 膜、胶水、助剂等化工料以及纸类，上游行业主要是石油化工行业，下游主要包括广告宣传品制作行业、标签标识印刷行业、消费电子行业、汽车电子行业等，产业链示意图如下：

图 1 公司所处产业链示意图



资源来源：公司招股说明书

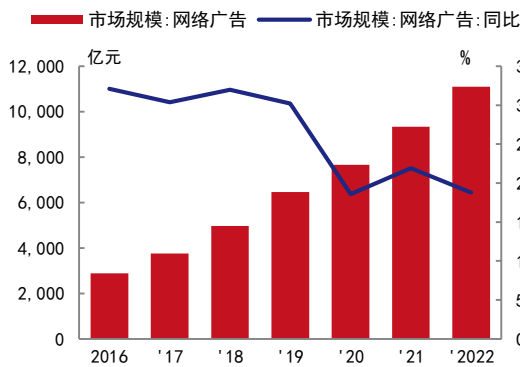
### 1、下游行业需求状况

公司产品主要应用领域户外广告宣传品市场竞争激烈，下游市场规模受需求迁移等影响逐年下滑，但标签标识行业市场规模近年大幅增长，消费电子、汽车电子等行业的发展也为电子级功能材料带来了较为广阔的市场空间且增量空间较大

#### (1) 户外实体广告行业

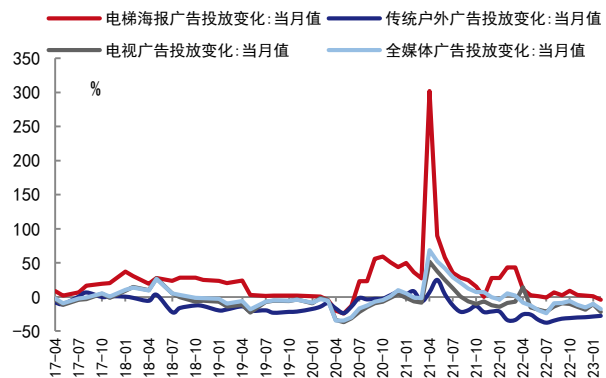
户外实体广告行业是喷墨打印最重要的应用领域之一。近年，随着大众偏好的改变和互联网技术的发展，以电视、广播、杂志为代表传统广告市场规模在持续萎缩，网络广告市场规模快速增长。根据公开数据整理，国内传统户外广告投放呈现持续下滑态势，且2021年下半年以来下降速度有所扩大。与此同时，2022年电梯海报广告投放量增速持续增长，且增速较快，为喷墨打印材料的应用提供了一定的开拓空间。但整体而言，户外实体广告行业市场规模处于收缩状态。

**图 2 网络广告市场规模增速较快**



资料来源: ifind, 中证鹏元整理

**图 3 传统户外广告投放持续呈下滑态势**



资料来源: ifind, 中证鹏元整理

## (2) 标签标识行业

我国是全球主要的标签市场之一，市场规模大幅增长。2017年，中国标签印刷行业市场需求量为56.10亿平方米，2021年增长至76.72亿平方米，增幅达36.76%。标签印刷工业总产值亦从2016年的392.7亿元增长至2020年的540.0亿元，年复合增长率为8.29%。2021年我国标签印刷工业总产值约600.0亿元，保持较快增长。

此外，标签标识行业在整体市场规模增长的同时还在经历内部产品结构的变化。目前标签标识仍以纸质标签标识为主，但PP合成纸、PET膜、PE膜等膜类材料相较于纸，具有抗撕裂、防水防潮、耐候性好等一系列优势，随着膜类材料制造成本的下降，公司生产的膜类产品为基材的标签标识将逐步替代纸质标签标识，进而将得到更快速度的增长。

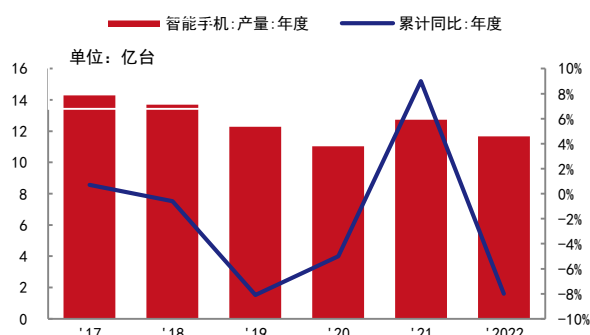
## (3) 电子级功能材料行业

受益于消费电子、汽车电子等行业的发展，电子级功能材料市场空间广阔。电子级功能材料主要分为电子级胶黏材料、电子级保护材料，主要应用于消费电子、汽车电子等行业，以粘结、固定各元器件或模块，并起到防尘、保护、导热、导电、隔热、绝缘、防静电、标识等作用，产品需求随着下游行业的发展而逐年扩大。智能手机市场为消费电子中最大的细分市场之一，近年我国智能手机产量存在较大波动，2021年增速转正，整体看来，国内智能手机产量处于较高水平，为电子级功能材料提供了一定的市场空间，但消费电子市场的不景气仍对智能手机的销量增速形成一定影响，且考虑到2022年手机产量



增速转负，未来电子级功能材料的需求或将出现一定的波动。汽车方面，2022年中国汽车累计销量2,686.4万辆，连续两年增长，扭转了自2018年以来连续三年负增长的趋势，其中新能源汽车爆发式增长起到了较大的拉动作用。

图 4 国内智能手机产量增速波动较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 我国汽车销量增速持续回暖



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 2、行业竞争格局

整体来看，与行业上市公司相比，公司规模较小，毛利率表现较弱，整体业务竞争力一般，但财务杠杆相对较低

公司不同产品的下游行业有所不同，具体情况如下：国内广告喷墨打印材料行业已基本完成进口替代，公司同类产品的主要竞争对手包括江苏源源山富数码喷绘科技有限公司、广东艺都科技股份有限公司、纳尔股份（002825.SZ）等。公司标签标识印刷材料主要客户包括艾利集团、芬欧蓝泰、冠豪高新等行业龙头企业，良好的客户基础使公司具备较强的竞争优势。随着国家产业整合、绿色环保等管控措施的相继出台，标签标识印刷行业产能集中度逐步提高，客户更加注重个性化和环保需求，挑战与机遇并存。在电子级功能材料行业，目前市场竞争者可分为3个梯队：第一梯队主要以国际品牌为主，如德莎、日东电工等多个品牌，其主要凭借技术积累、生产能力优势、售后服务能力优势、品牌知名度等获得竞争优势，产品毛利最高；第二梯队是包括公司在内的国内规模较大的材料公司，如晶华新材、斯迪克、新纶科技等，主要依靠较强的研发能力、工艺制造水平以及较大的生产规模占领市场；第三梯队主要是营业额为数百万到2,000万元左右的小企业，主要在当地市场进行销售。

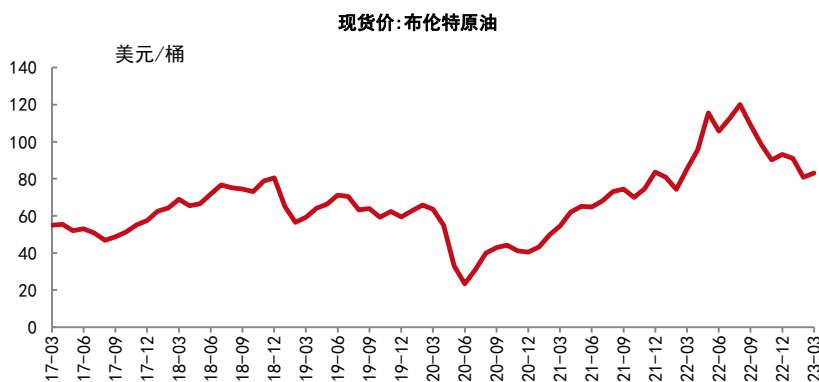
整体上看，公司毛利率低于同行业可比公司。除公司之外，同行业各公司之间毛利率也有较大差异，主要是不同公司之间的细分行业、产品品类、业务模式及管理精细化程度不同所致，纳尔股份的主要产品为车身贴，该产品从生产工艺和用途上，与公司的广告喷墨打印材料相似，但由于下游应用领域的不同，公司毛利率水平与其相比较低。斯迪克的主要产品为功能性薄膜材料，其与公司的电子功能材料类似，公司电子级功能材料的毛利率低于斯迪克，主要原因是公司该产品规模较小，未形成规模效应。

### 3、行业风险关注

#### (1) 原材料价格波动风险

受市场供需阶段性失衡以及复杂国际局势的影响，原油价格高位震荡。功能性涂布复合材料的主要原材料包括 PP 合成纸、PET 膜、PVC、CPP 膜、胶水、助剂等化工料以及纸类，上游行业主要是石油化工行业。近年石油价格波动明显，2020 年油价一度跌到历史谷底，2020 年 5 月重心上移，6 月进入窄幅震荡阶段，12 月开始反弹。2021 年受 OPEC+ 依旧执行减产政策以及原油需求复苏共振，石油价格大幅上涨。2022 年以来，石油价格继续上行，主要原因是虽 OPEC+ 继续执行每月增产 40 万桶/日计划，但实际增产不达预期，许多较小的产油国无法增加供应，预计 2023 年石油价格维持高位震荡。

图 6 近年原油价格变动情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

#### (2) 行业竞争日趋激烈

功能性复合涂布行业下游的广告宣传品、标签标识市场需求巨大，较多中小厂家纷纷涌入这一领域，导致本行业中低端的小型企业数量众多，产品同质化现象严重，竞争激烈，产品价格战是行业竞争的主要手段之一，因此利润水平相对较低；而规模较大的企业则凭借规模化优势、较高技术工艺水平、较强的综合服务能力获得较多高端客户，通过差异化竞争拥有较高的利润水平。未来，行业内企业的利润水平将进一步分化，中低端的小型企业利润将受到进一步挤压。

## 五、经营与竞争

公司具备规模化的喷墨打印材料生产制造能力及产品多样化优势，在细分领域具有一定市场认可度；但公司原材料价格与石油化工相关大宗商品价格走势密切相关，2022 年原材料成本上涨、售价下降导致公司销售毛利率显著走低，且考虑到行业内企业竞争激烈，盈利能力短期内将继续承压

公司主营业务为功能性涂布复合材料的研发、生产和销售，主要产品分为广告喷墨打印材料、标签标识印刷材料和电子级功能材料三大类。2021 年 9 月，公司收购了烟台富利新材料科技有限公司（以下

简称“富利新材”），拓展功能基膜业务，因富利新材自主生产线尚在建设施工之中，目前暂以OEM模式运营。营业收入方面，公司推出阶段性的以价换量的销售策略，保证了销售收入的持续增长，2022年公司实现营业收入19.01亿元，同比增长10.85%；从收入构成来看，公司营业收入的一半以上仍来源于广告喷墨打印材料，其次为标签标识印刷材料，该类产品2022年占比有所提升。毛利率方面，2022年公司销售毛利率为12.84%，同比显著下降，各类产品的销售毛利率均呈不同程度下降，主要系原材料价格高位波动所致。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
广告喷墨打印材料	10.58	55.65%	12.52%	11.26	65.66%	15.68%
标签标识印刷材料	5.45	28.67%	18.00%	4.56	26.59%	21.41%
电子级功能材料	0.69	3.63%	1.75%	0.77	4.49%	11.54%
功能基膜	0.83	4.37%	3.44%	0.12	0.70%	12.59%
<b>主营业务合计</b>	<b>17.55</b>	<b>92.32%</b>	<b>13.36%</b>	<b>16.70</b>	<b>97.38%</b>	<b>17.03%</b>
其他业务	1.46	7.68%	6.60%	0.45	2.62%	25.42%
<b>营业收入合计</b>	<b>19.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.84%</b>	<b>17.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.25%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产制造方面，公司产能规模较大，在喷墨打印细分行业具有一定规模优势；品牌形象和市场份额方面，经过十余年的市场开拓和品牌培育，公司“福莱森特”喷绘耗材被认定为“浙江名牌产品”；从多样性来看，经过多年的积累，公司具备产品多样化优势，拥有数百个不同规格、不同特性的产品型号，可以满足客户多样化的需求。公司产品通过了包括RoHS、REACH在内的多项环保、食品安全类检测。在国内外客户对环保要求日益严格的背景下，公司产品具有一定竞争优势，也为进入新的应用领域提供了保障。

#### ➤ 产能产量情况

公司具备规模化的广告喷墨打印材料、标签标识印刷材料的生产制造能力，主要产品产能利用率很高，但电子级功能材料产能相对较小且产能利用仍不足

公司采取“以销定产”的生产模式，生产制造中心根据销售订单制定生产计划，负责销售、采购、和生产部门之间的整体协调，并根据销售订单的数量和交货时间安排生产量和生产顺序。生产车间根据生产计划与生产指令组织生产。

2022年公司广告喷墨打印材料产能保持稳定，受设备运转效率提升因素影响，标签标识印刷材料产能有所提升。从产量来看，2022年受市场及销售状况走弱的影响，广告喷墨打印材料产量同比有所减少；标签标识印刷材料中BOPP标签材料产量提升，使得该类材料产量整体增加；电子级功能材料产量规模仍较小。产能利用率方面，广告喷墨打印材料及标签标识印刷材料仍保持很高水平，电子级功能材料仍

较低。

**表2 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况（单位：万平方米）**

产品类别	项目	2022年	2021年
广告喷墨打印材料	产能	60,000.00	60,000.00
	产量	55,342.81	59,265.15
	产能利用率	92.24%	98.78%
标签标识印刷材料	产能	60,000.00	42,000.00
	产量	59,238.58	43,286.35
	产能利用率	98.73%	103.06%
电子级功能材料	产能	2,600.00	2,600.00
	产量	1,360.43	1,787.55
	产能利用率	52.32%	68.75%

注：公司产能随生产线设备运转速度不同而有所差异，2022年标签标识印刷材料产能变化主要是设备运转效率提升引起，非新增生产线所致。

资料来源：公司提供

#### ➤ 销售网络与客户

凭借一定的技术研发能力、规模化的生产制造能力，公司在喷墨打印材料细分领域具有一定市场认可度，目前公司已在全国布局了四大销售片区，2022年新设10余家二级子公司用于服务全国客户，营销网络较为丰富，但需关注公司下游客户仍较为分散，小微经销企业占比较高

公司销售分为经销和直销两种模式，并以经销模式为主。

经销模式下，公司将产品销售给经销商，再由经销商将产品销售给广告宣传品制作商等下游客户。公司与经销商签订的均为买断式经销协议，经销商自行确定产品销售价格并负责对最终客户的服务和管理。公司广告喷墨打印材料由于下游行业呈现终端客户分布范围广、单一客户需求量较小等特点而采取经销为主的模式；电子级功能材料采取直销、经销相结合的模式；公司标签标识印刷材料则主要采用直销模式。款项结算方面，公司根据不同客户制定有不同的信用政策，结算方式包括电汇和银行承兑汇票。

从销量来看：（1）2022年，受经济环境影响，导致广告宣传市场萎靡，公司广告喷墨打印材料销售量有所下降；（2）标签标识印刷材料销售量仍维持了较快增速，主要原因是下游日化、食品企业出于安全库存的考虑增加了备货，以及消毒液、医用耗材、各类包装等需求快速增长；（3）由于消费电子市场的不景气，导致公司电子级功能材料销量也有所下滑。

单价方面，公司为提高市场占有率，维护重要客户市场份额，推出阶段性的以价换量的销售策略，主要产品广告喷墨打印材料、标签标识印刷材料售价有小幅下降。

**表3 公司主要产品销售情况（单位：万平方米、元/平方米）**

项目	2022年			2021年		
	销量	单价	产销率	销量	单价	产销率
广告喷墨打印材料	57,457.00	1.84	96.32%	58,994.13	1.91	99.54%
标签标识印刷材料	57,519.95	0.95	102.99%	42,959.25	1.06	99.24%
电子级功能材料	1,383.81	4.99	98.31%	1,854.11	4.14	103.72%

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司以境内市场为主，近年销售收入占比均在80%以上，2022年公司加大了国外市场销售力度，实现外销收入29,577.25万元，同比增长25.68%，外销占总收入的比例同比上升2.76个百分点。按销售模式划分来看，2022年公司直销收入占比上升7.84个百分点，主要由于直销为主的标签标识印刷材料及功能基膜材料业务占比上升所致。

**表4 公司收入构成情况（单位：万元）**

项目	2022年		2021年	
	收入	占比	收入	占比
<b>按销售地域划分</b>				
境内销售	145,930.67	83.15%	143,494.83	85.91%
境外销售	29,577.25	16.85%	23,534.46	14.09%
<b>合计</b>	<b>175,507.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>167,029.29</b>	<b>100.00%</b>
<b>按销售模式划分</b>				
经销销售	110,155.34	<b>62.76%</b>	117,929.00	70.60%
直销销售	65,352.59	<b>37.24%</b>	49,100.29	29.40%
<b>合计</b>	<b>175,507.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>167,029.29</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

客户方面，公司标签标识印刷业务主要采用直销模式，其主要客户有艾利集团、芬欧蓝泰、冠豪高新、江苏金大等。公司在电子级功能材料领域的直销客户主要为信维通信、常州富烯科技股份有限公司、南京冠石、深圳垒石热管理技术股份有限公司等，上述客户具有一定的品牌知名度与较大的业务规模。集中度方面，公司客户较为分散，客户集中度较低，2022年前五名客户销售额26,048.53万元，占年度销售总额的14.84%。

#### ➤ 成本及原材料采购

公司主要原材料属于石油化工领域，波动性较大且较难预测，易对公司盈利水平造成较大影响；公司主要供应商较为稳定，采购集中度较高，但考虑到公司原材料均为通用材料，对单一供应商的依赖风险较低

公司设置了采购部负责公司原辅材料的采购活动，并制定有采购管理制度。采购部对于每种大类物资的采购均设置采购专员专项负责。公司生产所需原辅材料的日常采购采取“以产定购”的模式，采购

部每月编制采购计划，根据工艺流程特点及生产计划进行采购需求分析，结合材料库存状况制订采购计划，经批准后由采购部进行询价、选择供应商并签订采购合同。

公司主要原材料包括PP合成纸、PET膜、PVC、纸类、胶水、CPP膜等，上述6类主要原材料合计采购金额占采购总额的比例超过70%。2022年公司主要原材料采购价格存在较大波动，其中占采购总额30%以上的PP合成纸增幅较大，采购单价同比上升幅度达到65.21%，2022年公司成本中直接材料成本同比增长幅度9.67%；同时为提高市场占有率，维护重要客户市场份额，推出阶段性的以价换量的销售策略，公司主要产品售价不升反降，2022年销售毛利率显著走低。

**表5 公司主要原材料采购情况（单位：万元、元/千克）**

项目	2022年			2021年		
	采购金额	占比	单价	采购金额	占比	单价
PP合成纸	49,673.28	34.65%	18.19	43,816.36	33.58%	11.01
PET膜	12,068.39	8.37%	9.58	13,673.81	10.48%	10.97
PVC	8,575.96	5.95%	9.47	9,560.55	7.33%	11.08
纸类	17,112.55	11.87%	8.98	14,481.82	11.10%	10.22
胶水	9,630.81	6.68%	7.77	12,177.62	9.33%	9.43
CPP膜	3,137.23	2.18%	10.09	3,318.23	2.54%	10.65

资料来源：公司提供

供应商方面，公司制定了供应商管理体系，根据供应商资质、产品认证情况、原材料质量与价格、供货效率、售后服务情况等对供应商进行考核评级并更新合格供应商名录。近年，公司主要供应商整体较为稳定，2022年前五名供应商采购额60,109.09万元，占年度采购总额41.70%，集中度较高。但考虑到公司原材料均为通用材料，对单一供应商的依赖风险较低。

#### ➤ 技术研发能力

公司在高性能复合薄膜材料、纳米涂布复合薄膜材料方面有一定研发实力，参与起草了国家标准 2 项、行业标准 5 项，但是整体来看，公司研发投入占收入比重不高

技术研发方面，公司设有浙江省省级高新技术企业研究开发中心、高性能复合薄膜材料浙江省工程研究中心、嘉兴市纳米涂布复合薄膜研发重点实验室、省级企业技术中心、省级企业研究院、省级博士后工作站。此外，公司参与起草了国家标准2项、行业标准5项、浙江制造团体标准2项，积累了较为丰富的行业经验。2022年，公司研发投入和研发人员数量较上年保持稳定，整体来看，公司研发投入占收入比重不高。

**表6 公司研发投入情况（单位：万元、人）**

项目	2022年	2021年
研发投入	6,574.12	5,997.85
研发投入占营业收入比例	3.46%	3.50%

研发人员数量	114	114
研发人员占比	11.05%	10.49%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告

### ➤ 在建项目

公司在建项目投资规模较大，建成后将大幅提高公司生产能力，但也带来一定资金压力，且项目建成后产能能否有效消化有待观察

截至2022年末，公司主要在建项目包括功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部大楼建设项目、烟台厂区及生产线建设工程（一期）项目及本期债券募投项目等：

（1）功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部综合大楼建设项目：为公司IPO募投项目，其中功能性涂布复合材料生产基地拟新增30条涂布生产线、10条分切生产线，并新建立体仓库一处，预计项目满产后新增功能性涂布复合材料产能5.2亿平方米，截至2022年末已投入1.47亿元。

（2）烟台厂区及生产线建设工程（一期）项目：2021年9月，公司收购富利新材，并开始投资该项目建设，项目总用地235亩，分三期建设，其中一期引进两条BOPP功能基膜生产线，设计产能为10万吨。计划总投资3.66亿元，建成后将大幅提高公司生产能力，截至2022年末，已投资1.82亿元。

（3）本期债券募投项目-新型环保预涂功能材料建设项目：计划总投资4.02亿元，截至2022年末仅开展前期建设。

**表7 截至 2022 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）**

项目名称	项目预算金额	累计投入金额	资金来源	项目收益情况
功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部大楼建设项目	51,979.69	14,684.32	IPO 募集资金	尚未产生收益
烟台厂区及生产线建设工程（一期）	36,600.00	18,206.10	自筹	尚未产生收益
姚庄开发区（二期）	13,000.00	856.47	自筹	尚未产生收益
新型环保预涂功能材料建设项目	40,184.53	99.12	可转债募集资金	尚未产生收益

资料来源：公司提供

总体来看，公司在建项目中已通过募集资金解决部分资金需求，需自筹资金的项目面临一定的资金压力。

### ➤ 营运资金管理

公司销售毛利率与行业内上市公司相比，水平较低。应收账款周转率与同行业可比公司平均水平基本一致，存货周转率高于平均水平。

**表8 可比公司营运效率相关指标**

指标	斯迪克 (300806.SZ)	纳尔股份 (002825.SZ)	福莱新材 (605488.SH)
----	--------------------	---------------------	---------------------

销售毛利率	29.69%	18.47%	<b>12.84%</b>
应收账款周转率（次）	2.55	9.22	<b>6.68</b>
存货周转率（次）	3.29	6.38	<b>11.32</b>

注：表中数据为 2022 年度数据。

资料来源：上市公司 2022 年度报告，中证鹏元整理

#### ➤ 经营风险关注：

**（1）经销商管理风险及小微经销商客户坏账风险：**经销模式是公司的重要销售模式，2022年占收入的比例在60%以上。若公司未来对经销商不能实施持续有效的管理，或与经销商的合作关系恶化，则公司营销网络渠道建设和品牌形象将会受到负面影响，进而对公司经营业绩造成一定程度的不利影响。同时客户中小微经销商占比高，抗风险能力弱，公司应收账款规模持续增长，且欠款客户中小微企业较多，存在一定的坏账风险。

**（2）市场竞争加剧导致销量下降：**近年来，国内功能性涂布复合材料行业市场竞争日趋激烈，尤其是广告喷墨打印及标签标识印刷行业新进入者较多，价格战成为市场竞争的重要手段。近年公司为应对激烈的市场竞争，推出阶段性的以价换量的销售策略来维持市场份额并促进销量增长，但主要产品广告喷墨打印材料产销量同比仍有所下降，公司未来仍存在因市场竞争加剧而导致的主要产品销量下滑的风险。

**（3）原材料价格波动风险：**PP合成纸、PET膜、PVC、CPP膜、胶水及其他化工材料等占公司原材料成本的比例超过70%，这些原材料主要属于石油化工领域，其采购价格与石油化工相关大宗商品价格走势密切相关。公司产品价格调整与原材料价格变动在时间上存在一定的滞后性，而且变动幅度也可能存在一定差异，因此，主要原材料价格持续上涨、上涨幅度过大，将直接提高公司生产成本。2022年公司毛利率显著下滑，未来如果公司不能通过调整销售价格转移成本，则公司盈利水平存在继续下降的风险。

**（4）厂区搬迁事项：**2023年为有效落实长三角生态绿色一体化发展战略要求，切实改善老旧工业园区面貌，公司生产基地所在地姚庄镇人民政府先行启动区域企业搬迁工作。根据规划建设用地范围，公司与嘉善县临沪新城实业有限公司（姚庄镇人民政府委托的实施搬迁人）于2023年3月31日就公司位于嘉善县姚庄镇镇南路78、86、88号的工厂所在地块的房屋、土地及其他资产拟搬迁补偿事宜签署了《姚庄镇企业搬迁（货币补偿方式）补偿协议》，拆迁补偿总额为1.65亿元，2023年4月10日，公司收到搬迁补偿款0.49亿元。目前公司已选定新址并开展厂房建设工作，搬迁事项尚未正式启动，预计至2025年2月底前公司现所在的生产基地、厂房及全部生产线需搬迁完毕，需持续关注搬迁事项对公司生产经营可能造成的影响。

## 六、财务分析



## 财务分析基础说明

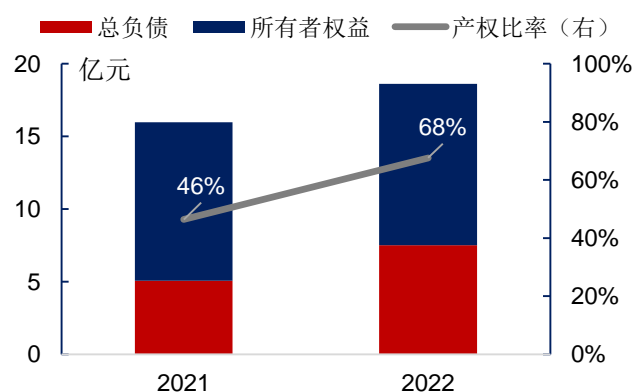
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年合并范围增加1家一级子公司，截至2022年末，合并范围内一级子公司为5家。

## 资本实力与资产质量

**2022年公司资本实力继续增强，但负债规模扩张速度快于利润累积，净资产对负债的保障程度有所削弱，另需关注应收账款的坏账风险**

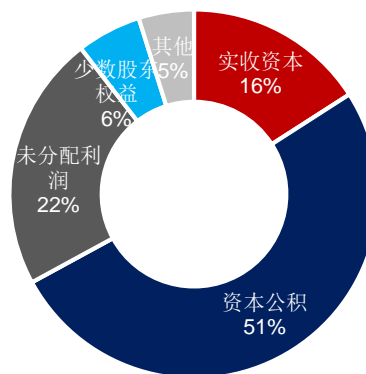
从资本结构来看，得益于公司持续经营的积累，2022年末公司所有者权益增至11.10亿元，主要由未分配利润和资本公积组成。同期公司负债规模有所扩张，2022年末为7.51亿元，受上述因素影响，公司产权比率上升，净资产对负债的保障程度有所削弱。

图 7 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 8 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司总资产规模继续上升至18.62亿元。从资产构成来看，货币资金、应收账款、固定资产及在建工程占比较大。

2022年末，公司货币资金包括银行存款3.98亿元及其他货币资金0.42亿元，其他货币资金系银行承兑汇票保证金、信用证保证金，受限资金规模不大。公司交易性金融资产系使用闲置资金购买的理财产品。近年公司应收账款规模持续增长，账龄主要在1年以内，历史回款较好，但欠款客户中小微企业较多，存在一定的坏账风险。公司存货主要由原材料和库存商品组成，2022年受益于标签标识印刷材料销量的显著增加，该类材料库存量下降，公司存货规模有所下降。公司固定资产规模较为稳定，为厂房、办公楼和机器设备；在建工程有所增长，系IPO募投项目功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部大楼建设项目、烟台厂区及生产线建设工程（一期）新增投资所致。

截至2022年末，包括货币资金、应收票据、固定资产和无形资产在内，公司受限资产账面价值合计

1.93亿元，占总资产的比重为10.37%。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.40	23.66%	2.77	17.35%
应收账款	2.89	15.55%	2.80	17.54%
存货	1.27	6.80%	1.66	10.40%
交易性金融资产	0.30	1.64%	3.06	19.14%
<b>流动资产合计</b>	<b>10.63</b>	<b>57.08%</b>	<b>11.88</b>	<b>74.43%</b>
固定资产	2.23	11.95%	1.97	12.32%
在建工程	3.05	16.40%	0.88	5.49%
<b>非流动资产合计</b>	<b>7.99</b>	<b>42.92%</b>	<b>4.08</b>	<b>25.57%</b>
<b>资产总计</b>	<b>18.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

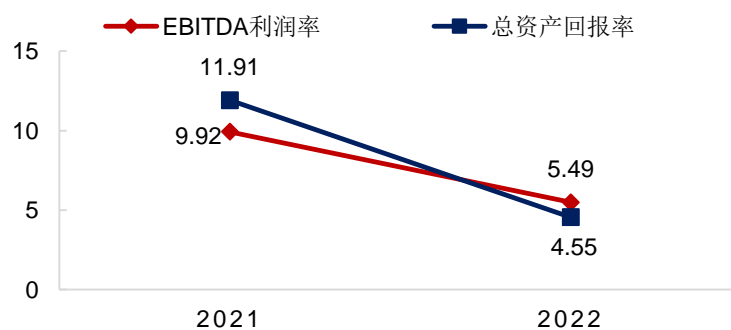
### 盈利能力

受原材料成本上涨、售价下降影响，2022年公司销售毛利率显著走低，盈利能力指标表现显著弱化，且多重因素叠加影响下，公司盈利能力短期内将继续承压

2022年公司推出阶段性的以价换量的销售策略，保证了销售收入的持续增长，但同时，原材料成本上涨、售价下降导致公司收入和成本变动幅度不一致，其中占采购总额30%以上的PP合成纸增幅较大，成本中直接材料成本同比增长幅度9.67%，给公司带来了较大的成本压力。公司销售毛利率显著走低，同比大幅下降4.41个百分点，同时净利润亦大幅下降，盈利能力指标表现显著弱化，2022年公司EBITDA利润率及总资产回报率分别为5.49%及4.55%，分别大幅下滑4.43及7.36个百分点。

盈利趋势波动性方面，考虑到行业内企业竞争激烈，市场需求阶段性下滑，原材料价格仍处于相对高位，公司盈利能力短期内将继续承压。

**图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司债务水平较低，各项偿债能力指标表现尚可，但随着本期债券的发行，债务规模有所上升

受长期借款增加影响，公司总债务规模有所上升，2022年末为5.71亿元，占总负债的比重为76%，主要由银行借款、应付票据构成。经营性债务方面，公司应付账款余额较为稳定，主要为应付材料采购款。总体而言，公司债务水平较低。但2023年1月，随着本期债券发行成功，公司债务规模有所上升。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.75	10.00%	0.10	1.98%
应付账款	1.11	14.81%	1.05	20.67%
应付票据	2.46	32.69%	2.87	56.72%
一年内到期的非流动负债	0.78	10.42%	0.03	0.63%
<b>流动负债合计</b>	<b>5.73</b>	<b>76.32%</b>	<b>4.99</b>	<b>98.59%</b>
长期借款	1.70	22.57%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.78</b>	<b>23.68%</b>	<b>0.07</b>	<b>1.41%</b>
<b>负债合计</b>	<b>7.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.06</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务合计</b>	<b>5.71</b>	<b>76.02%</b>	<b>3.03</b>	<b>59.91%</b>
其中：短期债务	3.99	53.13%	3.00	59.34%
长期债务	1.72	22.89%	0.03	0.57%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流方面，2022年公司现金生成能力显著削弱，主要受利润大幅下滑拖累。同期，公司投资现金流仍处于净流出状态，未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计公司投资活动现金流仍将持续净流出。

由于负债规模扩张速度快于利润累积，2022年公司资产负债率、总债务/总资本均有所上升，净债务由负转正。受利润大幅下滑拖累，2022年公司EBITDA显著下降，但EBITDA利息保障倍数仍处于较高水平。

**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	0.20	1.03
FFO（亿元）	0.60	1.23
资产负债率	40.35%	31.70%
净债务/EBITDA	0.37	-1.89
EBITDA 利息保障倍数	61.52	145.84
总债务/总资本	33.96%	21.76%
FFO/净债务	156.52%	-38.41%
经营活动净现金流/净债务	52.37%	-32.01%

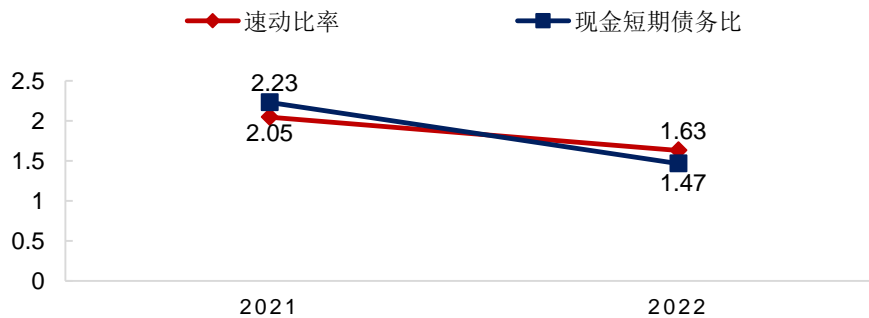
自由现金流/净债务

-872.61%

11.50%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

流动性方面，2022年末公司速动比率和现金短期债务比均有所下降，但表现仍较好。同时，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，且拥有一定规模的非受限资产，具有一定的融资弹性。

**图 10 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

#### 社会因素

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 公司治理

跟踪期内，公司董事江叔福先生、副总经理吴恒勇先生因个人原因辞职，辞职后不再担任公司其他职务。整体来看，2022年公司董事、监事、高级管理人员发生了一定的变化，但公司核心团队成员整体仍较为稳定。2022年5月23日，公司2021年限制性股票激励预留部分完成登记工作，以13.45元/股向12人授予了32万股。股权激励计划有利于充分调动公司中高层管理人员及核心员工的积极性。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月20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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年4月25日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 八、债券偿还保障分析

公司实际控制人夏厚君为本期债券提供全额无条件不可撤销的保证担保。担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。保证期间为本期债券的存续期内。

## 九、结论

公司主要产品分为广告喷墨打印材料、标签标识印刷材料和电子级功能材料三大类，行业内竞争较为激烈，主要应用领域分别为户外实体广告、标签标识和消费电子及汽车电子等行业。其中，户外实体广告行业受需求迁移及市场环境的影响，市场规模持续下滑；标签标识行业随着市场需求的变化，新技术、多功能、多用途的创新应用给行业规模带来了较大的增量空间；电子级功能材料市场空间亦较为广阔。近年来，公司主要产品产能整体有所增长，且产能利用率、产销率均维持较高水平，但受原材料价格上涨及2022年公司以价换量销售策略的推行使得利润水平大幅降低，盈利能力短期内继续承压。目前公司负债水平相对较低，各项偿债能力指标表现尚可，但随着本期债券的发行，债务规模有所上升。整体来看，公司具有一定的抗风险能力。

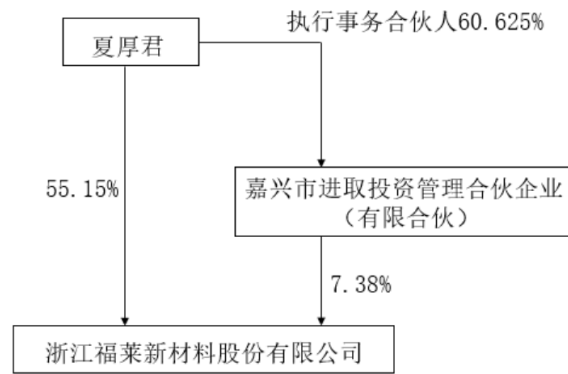
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为A+。

## 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	2021年	2020年
货币资金	4.40	2.77	1.52
应收账款	2.89	2.80	2.20
流动资产合计	10.63	11.88	5.70
固定资产	2.23	1.97	1.95
在建工程	3.05	0.88	0.07
非流动资产合计	7.99	4.08	2.43
资产总计	18.62	15.97	8.13
应付账款	1.11	1.05	1.14
应付票据	2.46	2.87	1.69
一年内到期的非流动负债	0.78	0.03	0.00
流动负债合计	5.73	4.99	3.82
长期借款	1.70	0.00	0.00
非流动负债合计	1.78	0.07	0.03
负债合计	7.51	5.06	3.85
总债务	5.71	3.03	2.18
所有者权益	10.48	10.30	4.28
营业收入	19.01	17.15	12.69
营业利润	0.78	1.40	1.31
净利润	0.75	1.28	1.20
经营活动产生的现金流量净额	0.20	1.03	1.70
投资活动产生的现金流量净额	-0.49	-4.85	-0.42
筹资活动产生的现金流量净额	2.39	4.51	-0.60
财务指标	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	1.04	1.70	1.66
FFO（亿元）	0.60	1.23	1.44
净债务（亿元）	0.38	-3.21	0.52
销售毛利率	12.84%	17.25%	20.65%
EBITDA 利润率	5.49%	9.92%	13.11%
总资产回报率	4.55%	11.91%	18.89%
资产负债率	40.35%	31.70%	47.32%
净债务/EBITDA	0.37	-1.89	0.31
EBITDA 利息保障倍数	61.52	145.84	71.09
总债务/总资本	33.96%	21.76%	33.69%
FFO/净债务	156.52%	-38.41%	276.84%
速动比率	1.63	2.05	1.17
现金短期债务比	1.47	2.23	0.91

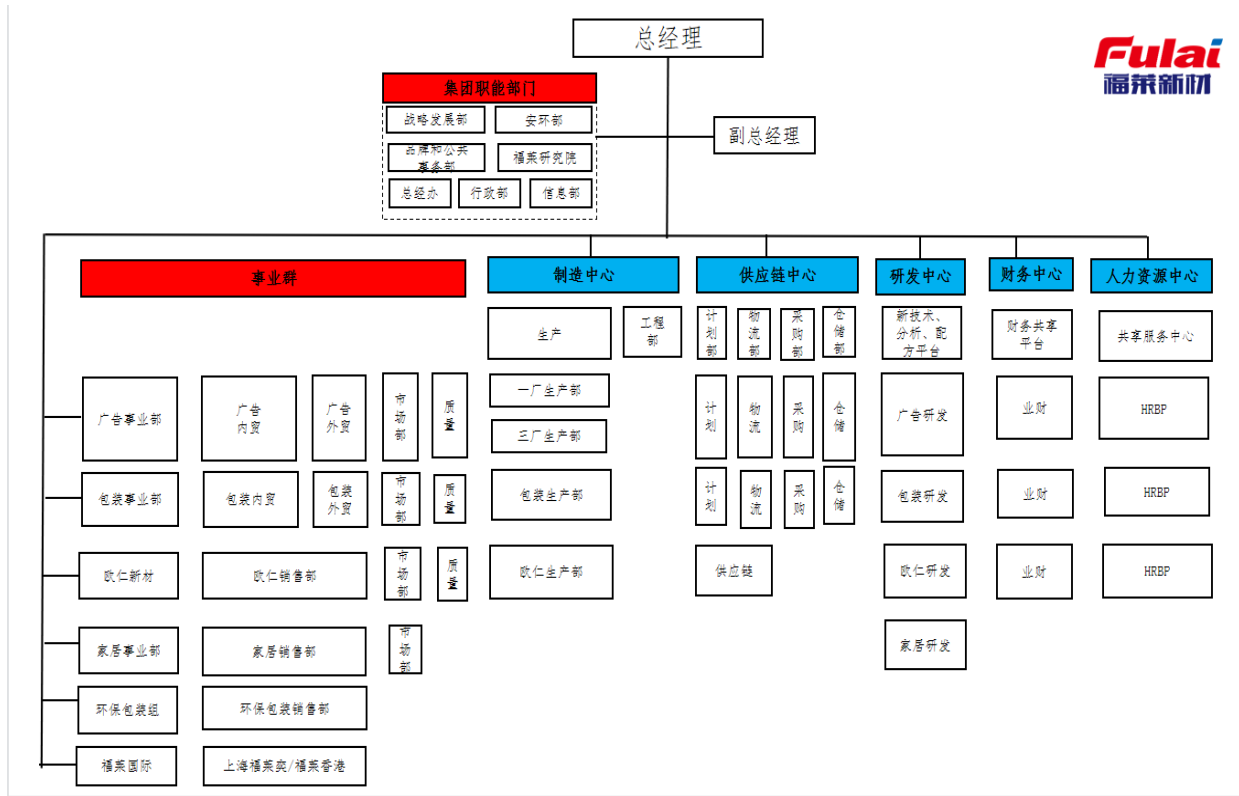
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司 2022 年年度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
烟台富利新材料科技有限公司	20,000	70.00%	新材料技术研发；合成材料销售等
浙江欧仁新材料有限公司	10,000	100.00%	研究、开发、生产、销售涂层复合薄膜材料及自产产品的售后服务等
嘉兴市福莱贸易有限公司	2,000	100.00%	数码喷绘材料、印刷涂层复合面料、涂层复合膜材料等产品批发、销售
上海福莱奕国际贸易有限公司	400	100.00%	数码喷绘写真材料等产品销售
浙江福智技术装备有限公司	9,000	77.78%	印刷专用设备制造、智能基础制造装备制造

资料来源：公司 2022 年年度报告及公开资料，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。