



2021年江苏锦鸡实业股份有限公司创业板 向不特定对象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：

2021年江苏锦鸡实业股份有限公司创业板向不特定对象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+	AA-
评级展望	稳定	稳定
锦鸡转债	A+	AA-

评级观点

- 本次评级下调主要是基于：江苏锦鸡实业股份有限公司（以下简称“锦鸡股份”或“公司”，股票代码：300798.SZ）面临较大的原材料价格波动风险，2022年净利润大幅下降，经营活动现金流转为净流出，现金生成能力下降，与同行业上市公司相比，公司盈利能力偏弱，且公司面临一定的安全生产和环保风险，2022年公司由赵卫国实际控制变更为无实际控制人。同时中证鹏元也考虑到了公司仍是活性染料行业头部生产商之一，在活性染料领域具有较高的市场地位，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，债务压力较小。

评级日期

2023年6月12日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	23.06	22.14	21.38	15.29
归母所有者权益	13.76	13.71	13.76	12.13
总债务	7.63	6.83	6.25	1.57
营业收入	2.08	9.00	9.93	7.54
净利润	0.05	0.08	0.52	0.22
经营活动现金流净额	-0.48	-0.10	0.47	0.45
净债务/EBITDA	--	-3.04	-4.29	-6.95
EBITDA 利息保障倍数	--	1.66	16.71	--
总债务/总资本	35.67%	33.25%	31.23%	11.33%
FFO/净债务	--	16.76%	-9.10%	-9.85%
EBITDA 利润率	--	3.74%	9.25%	5.90%
总资产回报率	--	0.45%	3.38%	1.81%
速动比率	2.74	3.22	4.40	2.52
现金短期债务比	3.08	4.27	6.32	3.11
销售毛利率	10.38%	10.11%	15.68%	12.32%
资产负债率	40.34%	38.08%	35.64%	19.91%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务指标为负数所致。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司在活性染料领域具有较高的市场地位。**公司是活性染料行业头部生产商之一，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，2022年公司活性染料产量在全国活性染料产量中占比18.4%，且公司活性染料产品种类较多，是全国活性染料产品系列和品种种类较全面的企业。
- **公司债务压力较小。**公司净债务为负值，总债务主要为本期债券，考虑本期债券未来转股因素，公司债务负担有下降的可能性，2022年末公司速动比率和现金短期债务比等主要流动性指标虽有下降但表现仍较好。

关注

- **公司变更为无实际控制人。**2022年11月，一致行动关系终止后，公司由赵卫国实际控制变更为无实际控制人，但公司股份及股份表决权较为分散，仍需持续关注实际控制人变更对公司未来日常经营管理、战略制定及执行等方面的影响。
- **公司面临较大的原材料价格波动风险，2022年净利润大幅下降，盈利能力偏弱。**2022年公司上游原材料价格受多重因素影响波动较大，主要原材料采购均价均有提升，经营成本增加，叠加染料市场需求不足凸显，公司染料产品销量下降，主要染料产品价格涨幅不及上游主要原材料涨幅，销售毛利率明显下滑，且与同行业上市公司相比，公司销售毛利率偏低。
- **公司经营活动现金流转为净流出，现金生成能力下降。**2022年公司经营活动产生的现金流量净额转负，2023年1-3月净流出规模扩大，同时净利润大幅下降导致公司现金生成能力下降。
- **公司面临一定的安全生产和环保风险。**染料生产过程中会产生一定的废水、废气、废渣、噪声等污染物，随着国家环保政策的趋严，公司需持续保持一定的环保投入，且公司生产具有易燃、易爆、有毒、高温、高压等特点，对操作要求较高，2022年公司发生了一起火灾事故，事故造成车间过火面积约300平方米，未造成人员伤亡。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司作为活性染料行业头部生产商之一，在活性染料领域具有较高的市场地位，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，且公司1.5万吨分散染料项目预计在2023年4季度投产，有利于优化公司产品结构。

同业比较（单位：亿元、万吨）

指标	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	安诺其	福莱蓊特	雅运股份	亚邦股份	万丰股份	公司
总资产	651.62	126.50	52.40	29.46	25.85	16.22	25.30	8.58	22.14
营业收入	212.26	62.68	19.32	7.51	10.30	7.68	9.66	5.45	9.00
净利润	33.27	6.30	-2.14	0.36	0.28	0.39	-7.68	0.68	0.08
销售毛利率	30.11%	20.62%	1.73%	23.72%	16.83%	29.38%	3.48%	26.51%	10.11%
资产负债率	46.66%	22.18%	19.88%	19.96%	22.83%	22.45%	46.08%	33.23%	38.08%
染料产量	20.73	16.60	7.13	2.59	2.02	1.12	1.04	0.89	4.38

注：以上各指标均为2022年度/2022年末数据；染料产量取自各公司2022年年度报告。

资料来源：ifind，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	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	极其弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
AA-/稳定	AA-/锦鸡转债	2022-04-27	胡长森、郑丽芬	化工企业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-/锦鸡转债	2021-04-19	胡长森、马琳丽	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
锦鸡转债	6.00	6.00	2022-04-27	2027-11-04

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2021年11月发行6年期6.00亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于精细化工产品一期项目。截至2023年4月30日，本期债券3个募集资金专户，合计账户余额为1,009.35万元。

三、发行主体概况

2022年11月，公司发布公告称，公司收到第一大股东赵卫国与其一致行动人肖卫兵、苏金奇、马立华等25名自然人股东签署的《关于一致行动协议到期不再续签的确认函》，确认上述股东于2015年7月24日签署的《一致行动协议》到期终止，一致行动关系终止后，公司不存在控股50%以上的股东或可以实际支配上市公司股份表决权超过30%的股东，公司由赵卫国实际控制变更为无实际控制人。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本仍为4.18亿元，赵卫国直接持有公司18.42%股权，通过公司员工持股平台泰兴市至远企业管理合伙企业（有限合伙）和泰兴市至臻企业管理合伙企业（有限合伙）合计间接控制公司1.36%股权，即赵卫国合计控制公司19.78%股权，上述股权均未质押，赵卫国为公司第一大股东。

公司主要产品为活性染料，是活性染料行业头部生产商之一。2022年以来公司合并范围未发生变化，截至2023年3月末，纳入公司合并范围的子公司仍为3家。

表1 2022年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
泰兴锦云染料有限公司	100%	活性染料的研究、生产和销售
泰兴锦汇化工有限公司	100%	染料中间体的研究和生产；分散染料的研究、生产和销售
宁夏锦兴化工有限公司	100%	染料中间体的研究和生产

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。

行业环境

2022年染料行业总体承压下行，行业需求不足凸显，市场呈现供大于求的格局，主要染料出口数量和出口均价齐跌，环保政策趋严、国内外竞争加剧，染料行业面临环保技改投入加大的压力，叠加原材料成本在复杂国际局势驱动下大幅波动、能源价格维持高位等因素，行业利润空间受到挤压，盈利水平处于低位；染料行业总体竞争局面为寡头垄断，产能高度集中在少数几家企业，其中分散染料行业集中度和整体盈利水平高于活性染料

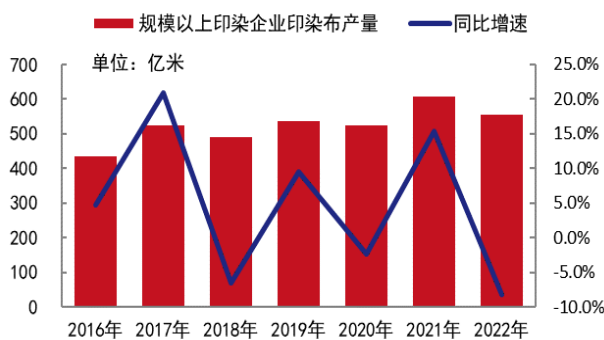
1、行业概况

染料行业的上游主要包括石油化工和煤化工，染料行业的中游包括染料中间体制备和染料制备，生产活性染料的中间体主要包括对位酯、H酸和K酸等，生产分散染料的中间体主要包括间苯二胺、间苯二酚以及还原物等，染料行业的下游主要是纺织行业中的印染行业。由于俄乌冲突、欧美货币政策收紧、中美关系等不利因素的叠加影响，全球消费需求减弱，2022年我国纺织印染行业面临更为复杂严峻的发展环境，下游服装鞋帽、针纺织品类商品需求均出现较大幅度的下降，印染布下游需求不足，印染产量

同比下降7.52%。

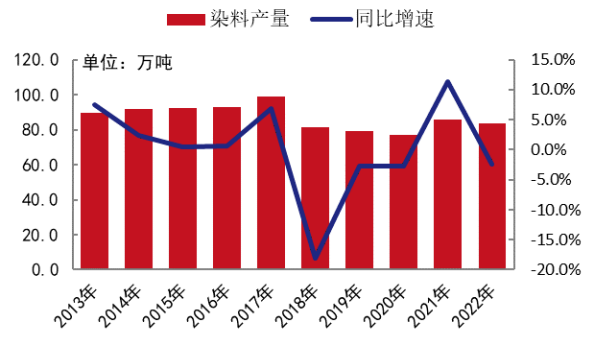
行业环保政策趋严导致部分染料生产企业停产进行设备改造升级，环保成本增加迫使部分中小企业退出市场，叠加下游印染、纺织服装行业需求持续疲软，2018年以来染料供给明显收缩，2021年产量短暂回升，但由于下游需求不足叠加能源危机加剧全球大宗商品价格持续波动、东南亚等国家染料企业的外部竞争加剧等因素影响，2022年我国染料产量回落至83.5万吨，但仍高于2019-2020年产量。我国可生产的染料品种超过1,200个，每年生产的品种有700多个，其中以分散染料和活性染料的品种为最多，分散染料主要用于涤纶、锦纶等合成纤维的染色，由于涤纶的应用非常广泛，因此分散染料是目前国内产量最大的染料品种，活性染料主要用于棉、麻等天然纤维的染色，其需求量也较大。2022年我国分散染料产量为42.7万吨，占全国染料产量的56.5%；活性染料产量为23.8万吨，占全国染料产量的28.5%。

图 1 2022 年印染布下游需求不足，印染产量同比下降较多



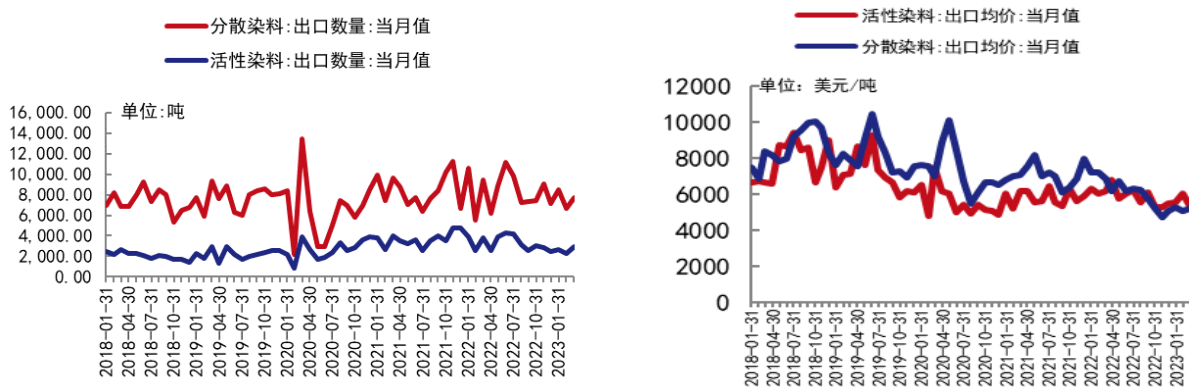
资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

图 2 2022 年我国染料产量回落，但仍处于相对高位



资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

我国是全球染料生产、出口和消费的第一大国，染料产量约占全球总产量的70%左右，但由于地缘政治冲突、国际能源价格波动以及东南亚国家染料企业的竞争不断激烈，加之国际国内整体下游需求降低，染料出口受限，市场呈现供大于求的格局，2022年以来，我国染料出口数量和出口价格降幅明显。原油、煤炭等大宗商品价格处于相对高位，主要染料中间体价格高位震荡，导致企业运营成本增加，但下游需求不足，价格向产业链下游传导不畅，行业利润空间受到明显挤压，盈利水平处于低位。短期来看，行业需求难以明显改善，染料价格上涨动力不足，但根据2023年4月世界银行发布的《大宗商品市场展望》，预计能源价格有望回落，随着行业集中度的提升，龙头企业持续改善产业链布局，增强成本管控能力，行业经营效益有望边际改善。

图3 染料出口数量和出口均价明显回落¹


资料来源：海关总署，中证鹏元整理

资料来源：海关总署，中证鹏元整理

2、行业竞争格局

国内环保监管形势趋严，导致部分生产技术落后、成本控制能力有限的中小企业逐步退出市场，而行业内龙头企业凭借自身技术、资金、管理方面的优势优化产业布局，增强市场竞争力，行业内产业集中度持续提升，完善产业链布局以及提高产品附加值成为行业内企业主要的着力点。目前染料生产格局总体呈现寡头垄断的局面，产能高度集中在少数几家企业，细分品种来看，分散染料具有一定的技术壁垒，加上应用领域的不同，行业集中度高于活性染料，且行业毛利率整体也高于活性染料，活性染料中低端领域同质化竞争激烈，行业集中度不高。从地域上看，全国染料产区主要集中在浙江省、江苏省、山东省和上海市等地方。2022年，浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、锦鸡股份、安诺其、福莱茵特、雅运股份、亚邦股份和万丰股份等9家公司染料产量合计为56.51万吨，占全国染料产量的比重接近70%；其中浙江龙盛和闰土股份染料产量占比均在19%以上，染料行业集中度较高。分品种来看，浙江龙盛和闰土股份活性染料和分散染料产量均较大，锦鸡股份和雅运股份以活性染料为主，吉华集团、安诺其、福莱茵特、亚邦股份和万丰股份以分散染料为主。

表2 2022年全国主要染料企业染料产量情况（单位：万吨）

项目	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	锦鸡股份	安诺其	福莱茵特	雅运股份	亚邦股份	万丰股份	合计
染料产量	20.73	16.60	7.13	4.38	2.59	2.02	1.12	1.04	0.89	56.51
全国占比	24.8%	19.9%	8.5%	5.2%	3.1%	2.4%	1.3%	1.2%	1.1%	67.7%

资料来源：各公司2022年年度报告，中证鹏元整理

长期来看，国家环保政策现状使得行业新增项目的审批难度较大，尤其是对中小型企业而言，行业

¹图中分散染料具体指“分散染料及其为基本成分的制品”，海关总署商品编码为“32041100”；活性染料具体指“活性染料及其为基本成分的制品”，海关总署商品编码为“32041600”。

内产能增速将持续放缓，行业集中度仍有提升的可能。另外，随着政策不断加快推进传统产业改造提升，大力发展化工新材料和精细化学品，加快产业数字化转型，加速石化化工行业质量变革、效率变革、动力变革，调整产品结构和提升产品附加值将成为未来发展的方向，行业内企业的竞争从价格竞争转向品牌、技术、环保等要素上的综合竞争，总体上增强了整个染料行业的市场竞争力，有利于行业持续健康发展。

五、经营与竞争

公司在活性染料细分领域具有较高的市场地位，活性染料产品种类较多，客户结构较为稳定，对单一客户的依赖性较小；2022年公司上游原材料价格受多重因素影响波动较大，主要原材料采购均价均有提升，但整个染料市场需求下降，公司染料产品销量下降，主要染料产品价格涨幅不及上游主要原材料涨幅，叠加能源成本上升，公司销售毛利率明显下滑；公司1.5万吨分散染料项目预计在2023年4季度投产，有利于优化公司产品结构，但仍需关注新增产能的消化风险

公司活性染料分为染色用活性染料和印花用活性染料两大类，2022年染色染料收入占比91.35%，仍是公司最主要的收入来源。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
染色染料	18,402.47	88.52%	9.15%	82,251.92	91.35%	9.52%	90,961.43	91.56%	15.20%
印花染料	2,348.49	11.30%	18.68%	7,419.80	8.24%	16.99%	7,929.55	7.98%	22.01%
主营业务	20,750.96	99.82%	10.23%	89,671.72	99.59%	10.13%	98,890.98	99.54%	15.75%
其他业务	37.57	0.18%	91.24%	366.65	0.41%	3.13%	456.11	0.46%	0.52%
合计	20,788.53	100.00%	10.38%	90,038.37	100.00%	10.11%	99,347.09	100.00%	15.68%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司生产经营任务主要由各子公司承担，其中子公司泰兴锦汇化工有限公司（以下简称“锦汇化工”）主要负责染料中间体的研发和生产，主要产品为对位酯，对位酯是公司染料产品的主要原材料之一；子公司泰兴锦云染料有限公司（以下简称“锦云染料”）主要负责活性染料的研究、生产和销售。公司活性染料产品种类较多，共32个系列400多个品种，是全国活性染料产品系列和品种种类较全面的企业。研发投入方面，2022年公司研发投入为3,239.22万元，占营业收入的比重为3.60%，研发投入保持平稳。销售方面，公司拥有40多人的专业销售和应用服务团队，遍布于江苏、上海、浙江、山东、广东和福建等，近年公司80%左右的收入来自上述区域。区位方面，公司所在的长江三角洲区域，是我国染料和印染行业的集聚区，原材料采购和产品销售较为便捷。

2022年公司活性染料产能未发生变化，仍为4.5万吨，但下游印染行业需求恢复缓慢，公司活性染料生产数量和销售数量下降，产能利用率、产销率分别降至97.36%和96.07%。从细分产品来看，染色

染料、印花染料销售数量均有下降，平均销售单价上涨，但涨幅不及上游主要原材料涨幅，两类染料销售毛利率明显下滑，分别同比下降5.68个百分点和5.02个百分点。市场份额方面，2022年公司染料产量占全国染料产量的5.2%，占全国活性染料产量的18.4%，公司在活性染料细分领域具有较高的市场地位。

表4 公司活性染料产销平衡情况（单位：吨）

项目	2022年	2021年
产能	45,000.00	45,000.00
生产数量	43,813.71	46,721.00
销售数量	42,092.56	48,317.02
产能利用率	97.36%	103.82%
产销率	96.07%	103.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 公司活性染料分产品销售概况（单位：万元、吨、万元/吨）

项目	2022年	2021年	
染色染料	销售金额	82,251.92	90,961.43
	销售数量	39,690.68	45,565.57
	平均销售单价	2.07	2.00
印花染料	销售金额	7,419.80	7,929.55
	销售数量	2,401.88	2,751.45
	平均销售单价	3.09	2.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域上看，仍以内销为主，2022年内销金额为7.57亿元，占比84.38%，内外销占比变化不大。从客户类型上看，以印染型客户为主，2022年占比为66.41%，剩余为贸易型客户。公司下游客户变动不大，2022年前五大客户销售金额合计占营业收入的比重为26.07%，前五大客户的销售金额占比较为均衡，公司客户结构较为稳定，且对单一客户的依赖性较小。

表6 公司前五名客户情况（单位：万元）

2022年			2021年		
公司名称	销售金额	占比	公司名称	销售金额	占比
客户一	9,982.38	11.09%	客户一	8,484.50	8.54%
客户二	5,612.26	6.23%	客户二	5,632.48	5.67%
客户三	2,818.31	3.13%	客户三	4,039.28	4.07%
客户四	2,724.69	3.03%	客户四	3,093.31	3.11%
客户五	2,333.63	2.59%	客户五	2,045.93	2.06%
合计	23,471.27	26.07%	合计	23,295.50	23.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料是公司最主要的营业成本，2022年直接材料占公司营业成本的比重为77.85%，占比较上年提升0.13个百分点。公司生产活性染料所用的主要原材料为H酸、对位酯、K酸、苯胺等染料中间体，其

中子公司锦汇化工的主要产品为对位酯，其产量能够满足公司染料生产的大部分需求，2022年公司对位酯外采数量明显增加，主要系2022年10月底锦汇化工发生一起火灾事故，导致停产2个月左右，2023年初锦汇化工已恢复正常生产，公司后续对位酯外购需求较小；2022年公司其他主要原材料采购均价均有不同程度提升，叠加单位能源成本同比提升，导致公司主要产品的销售毛利率下降。公司面临较大的原材料价格波动风险，一方面原材料价格上升直接导致公司直接材料成本增加，另一方面，原材料供应紧张会导致公司不能及时供货的风险，为减少该类风险对公司经营的影响，对于价格波动较大的主要原材料，公司根据销售订单、库存量和市场价格选择适度备货以降低原材料市场波动给公司正常生产经营带来的冲击。

表7 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	营业成本	占比	营业成本	占比
直接材料	63,007.78	77.85%	65,105.78	77.72%
直接人工	2,109.16	2.61%	2,179.39	2.60%
制造费用	7,063.01	8.73%	7,298.19	8.71%
能源动力	5,415.46	6.69%	5,595.78	6.68%
包装物	1,758.94	2.17%	1,817.51	2.17%
运费	1,584.53	1.96%	1,776.53	2.12%
合计	80,938.89	100.01%	83,773.19	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司向前五大供应商采购金额占比大幅下降，主要系对第一大供应商苏州天时德邦环保科技有限公司采购量下降所致。

表8 公司前五名供应商情况（单位：万元）

		2022年		2021年	
公司名称	采购金额	占比	公司名称	采购金额	占比
供应商一	7,559.43	7.09%	供应商一	18,369.72	24.25%
供应商二	6,900.86	6.47%	供应商二	4,718.72	6.23%
供应商三	3,160.19	2.96%	供应商三	3,323.05	4.39%
供应商四	3,142.10	2.95%	供应商四	2,493.98	3.29%
供应商五	3,132.71	2.94%	供应商五	2,354.14	3.11%
合计	23,895.29	22.40%	合计	31,259.61	41.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目主要为本期债券募投项目，项目总投资12.48亿元，截至2022年末已投资4.34亿元，其中1.85亿元由IPO募集资金承担、6.00亿元由本期债券募集资金承担，合计占总投资的62.90%，项目仍存在一定资金缺口；公司年产1.5万吨环保型高档分散染料项目接近完工，预计于2023年4季度投产。若上述项目后续投产，一方面公司产业链将向上游延伸，完善产业布局；另一方面，将有助于优化公司产

品结构，增加收入来源。同时应当注意，染料行业当前需求不足的问题较为突出，市场呈现供大于求的格局，公司新增产能仍存在消化风险。

六、财务分析

财务分析基础说明

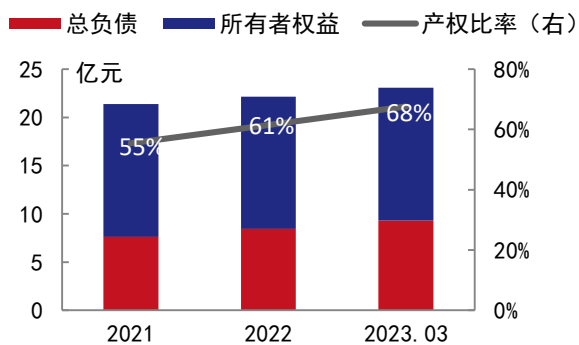
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年以来公司合并范围未发生变化。

资本实力与资产质量

公司资产规模较小，2022年变化不大，在建项目持续推进，账面现金类资产较为充足，但应收账款占比仍较高，需关注其回收风险

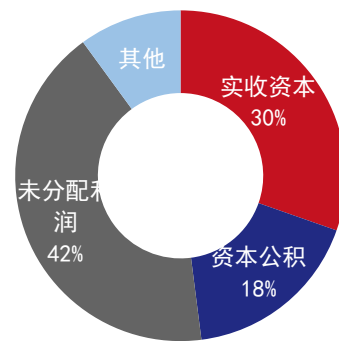
截至2023年3月末，公司所有者权益与2021年末基本持平；随着业务的发展，公司总负债较2021年末增长22.09%，综合影响下，公司产权比率提升至67.61%，权益对负债保障程度仍较好。从所有者权益构成来看，仍主要为累积的未分配利润，其次为实收资本和资本公积。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模小幅增长，资产结构以流动资产为主，但随着募投项目的持续建设，非流动资产占比明显提升，当前资产主要由货币资金及交易性金融资产、应收账款、存货及在建工程等构成。公司货币资金主要为银行存款，2022年末受限货币资金为0.52亿元，为银行承兑汇票保证金。交易性金融资产和其他流动资产均主要系公司用闲置资金购买的理财产品，2022年末理财产品规模为5.32亿元，公司现金类资产较为充足。2022年末公司应收账款、存货同比变化均不大，其中应收账款计提坏账准备为2,289.95万元，前五名应收对象合计应收账款余额占比为17.36%；存货仍主要由原材料和库存商品构成，

2022年末存货跌价准备102.96万元。公司在建工程继续保持较快增幅，主要系本期债券募投项目投入增加所致。其他资产方面，应收款项融资均为银行承兑汇票，固定资产主要由办公楼、生产车间以及生产设备等构成。

截至2022年末，公司使用受限的货币资金、固定资产和无形资产等账面价值合计1.26亿元，在总资产中占比5.68%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

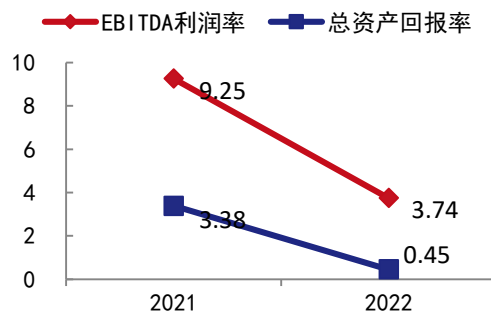
项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.47	10.69%	1.85	8.36%	3.31	15.47%
应收账款	2.59	11.25%	2.07	9.35%	2.13	9.97%
存货	2.18	9.45%	2.17	9.82%	2.29	10.72%
交易性金融资产	3.68	15.95%	4.32	19.51%	3.91	18.31%
应收款项融资	0.85	3.68%	0.91	4.12%	1.64	7.66%
其他流动资产	1.17	5.07%	1.44	6.49%	1.74	8.13%
流动资产合计	13.56	58.82%	13.06	58.99%	15.14	70.85%
固定资产	1.95	8.47%	1.98	8.92%	2.16	10.09%
在建工程	6.67	28.92%	6.20	28.02%	2.90	13.54%
非流动资产合计	9.50	41.18%	9.08	41.01%	6.23	29.15%
资产总计	23.06	100.00%	22.14	100.00%	21.38	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

主要原材料成本和能源成本上升，叠加下游需求下降导致公司产品销量下降，公司染料产品价格涨幅不及上游主要原材料涨幅，2022年公司净利润大幅下降

2022年染料市场需求不足，公司产品销量下降，营业收入同比下降9.37%，由于上游主要原材料成本和能源成本同比上升，公司销售毛利率同比下降5.57个百分点；公司利润受到挤压大幅下降，2022年净利润同比下降85.56%，EBITDA利润率、总资产回报率同比分别下降5.51、2.93个百分点。由于活性染料行业毛利率整体低于分散染料，与同行业上市公司相比，公司销售毛利率偏低。2023年1-3月，下游需求仍显不足，公司收入和利润水平未见好转，营业收入和归属于上市公司股东的净利润分别同比下降16.94%和42.86%。但公司1.5万吨分散染料项目预计在2023年4季度投产，有利于优化公司产品结构。

图 6 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

2022年公司经营活动现金流转为净流出，现金生成能力下降，但公司净债务规模为负，货币资金较为充裕，债务压力较小

公司负债主要由应付票据、应付账款和应付债券构成，其中应付票据均为银行承兑汇票，应付账款主要为货款及运输费，2022年末同比均略有增长；应付债券仍为本期债券。公司净债务规模为负，考虑到未来转股因素，公司债务负担有下降的可能性，且公司现金类资产能覆盖短期债务，偿债压力较小。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	2.60	27.95%	1.90	22.54%	1.65	21.72%
应付账款	1.16	12.51%	1.06	12.52%	0.82	10.75%
流动负债合计	4.16	44.71%	3.38	40.12%	2.92	38.31%
应付债券	5.03	54.07%	4.93	58.47%	4.59	60.31%
非流动负债合计	5.14	55.29%	5.05	59.88%	4.70	61.69%
负债合计	9.30	100.00%	8.43	100.00%	7.62	100.00%
总债务合计	7.63	82.02%	6.83	81.00%	6.25	82.03%
其中：短期债务	2.60	27.95%	1.90	22.54%	1.65	21.72%
长期债务	5.03	54.07%	4.93	58.47%	4.59	60.31%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

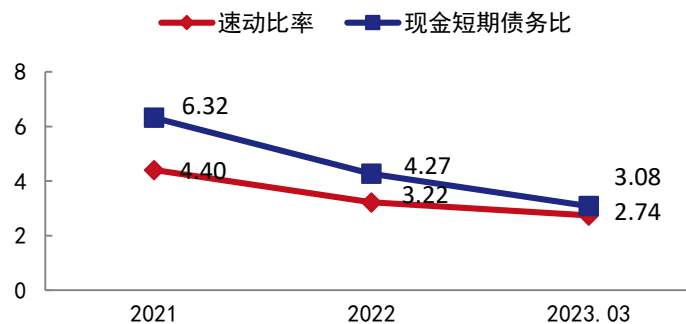
现金流方面，2022年公司营业收入下降，当期销售商品产生的现金流入减少，但上游原材料价格上涨，导致公司经营活动现金流入减少较多，公司经营活动现金流转为净流出。公司净利润大幅下降，导致公司现金生成能力下降。从杠杆状况来看，公司净债务/EBITDA为负主要系净债务为负数所致，EBITDA利息保障倍数大幅下降至1.66。

表11 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	-0.48	-0.10	0.47
FFO	--	-0.17	0.36
资产负债率	40.34%	38.08%	35.64%
净债务/EBITDA	--	-3.04	-4.29
EBITDA 利息保障倍数	--	1.66	16.71
总债务/总资本	35.67%	33.25%	31.23%
FFO/净债务	--	16.76%	-9.10%
经营活动净现金流/净债务	148.32%	10.19%	-11.80%
自由现金流/净债务	226.64%	109.35%	13.70%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性来看，2022年末公司速动比率同比略有下降，短期债务增加导致现金短期债务比同比下降，但公司现金类资产较为充足，流动性指标表现仍较好。截至2023年5月29日，共有7家商业银行向公司提供授信，授信额度为7.20亿元，且作为A股上市公司，公司可依靠股权融资解决资金需求，具有一定的融资弹性。

图 7 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，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，公司变更为无实际控制人尚未对公司经营产生重大不利影响

根据《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，环境方面，近年来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关

政府部门处罚的情况发生；社会方面，近年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，2022年5月，公司完成董事会、监事会换届选举工作，原董事吴建华、周靖波和许江波到期离任，新聘任刘国成、屈亚平和王兵为公司董事；原监事罗巨涛、李诗怡到期离任，新聘任王子道、季兴兰为公司监事，吴杰由职工监事变更为非职工监事，同时公司独立董事完成换届更换，公司其他董事、监事未发生变化，公司现任董事为9人，监事为3人。2022年以来，公司组织结构未发生变化，期末在职人数为684人，与2021年末持平；其中生产人员占比62.87%，符合行业特性。

一致行动关系终止后，公司由赵卫国实际控制变更为无实际控制人，原一致行动人不再在股东大会按照赵卫国的意思行使相关提案权、提名权和表决权，而是依照《公司法》、《公司章程》《股东大会议事规则》等法规及公司内部治理制度的规定独立行使提案权、提名权和表决权等股东权利，股东大会、董事会、监事会职权和职能未发生变化，经营管理团队继续保持稳定。但公司股份及股份表决权较为分散，仍需持续关注实际控制人变更对公司未来日常经营管理、战略制定及执行等方面的影响。

公司主营业务为染料的研究、生产和销售，染料生产过程中会产生一定的废水、废气、废渣、噪声等污染物，随着国家环保政策的趋严，公司需持续保持一定的环保投入。此外，染料行业上游部分原料为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，且产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，如设备及工艺不完善、物品保管及操作不当则可能造成安全事故，整体来看，公司业务面临一定的环保及安全生产风险。2022年10月25日，子公司锦汇化工拟投产的1.5万吨环保型高档分散染料项目发生一起火灾事故，针对该事项，中证鹏元分别于2022年10月28日出具了《中证鹏元关于关注江苏锦鸡实业股份有限公司子公司发生火灾事故的公告》（中证鹏元公告【2022】465号）、于2023年4月13日出具了《中证鹏元关于关注江苏锦鸡实业股份有限公司子公司收到行政处罚决定书暨发生火灾事故的进展事项的公告》（中证鹏元公告【2023】182号），事故造成车间过火面积约300平方米，未造成人员伤亡，受损资产已投保了财产险，相关保险核损理赔工作正在有序开展，2023年3月公司收到泰兴市消防救援大队送达的《行政处罚决定书》（泰兴消行罚决定【2023】第0007号），处罚书显示，经查明，此次起火原因为输送带上残留的分散橙288偶合料（滤饼）中含有的重氮盐分解自燃所致，按相关规定，决定给予锦汇化工罚款7万元的行政处罚。

（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5月29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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年5月19日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

2022年染料行业总体承压下行，行业需求不足凸显，叠加原材料成本在复杂国际局势驱动下大幅波动、能源价格维持高位等因素，染料行业利润空间受到挤压，盈利水平处于低位，公司净利润亦大幅下降，经营活动现金流转为净流出，现金生成能力下降，染料生产具有易燃、易爆、有毒、高温、高压等特点，生产过程中会产生一定的废水、废气、废渣、噪声等污染物，公司面临一定的安全生产和环保风险，但公司作为活性染料行业头部生产商之一，在活性染料领域具有较高的市场地位，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，子公司锦汇化工的对位酯产量能够满足公司染料生产的大部分需求，且公司1.5万吨分散染料项目预计在2023年4季度投产，有利于优化公司产品结构。此外，公司净债务为负值，主要流动性指标表现仍较好，且考虑本期债券未来转股因素，公司债务负担有下降的可能性。整体来看，公司具有一定的抗风险能力。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，下调“锦鸡转债”的信用等级为A+。

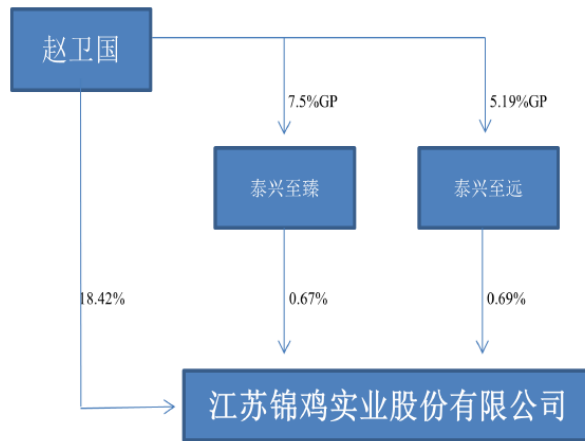
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	2.47	1.85	3.31	2.09
应收账款	2.59	2.07	2.13	2.22
存货	2.18	2.17	2.29	2.80
交易性金融资产	3.68	4.32	3.91	0.90
应收款项融资	0.85	0.91	1.64	1.46
流动资产合计	13.56	13.06	15.14	10.15
固定资产	1.95	1.98	2.16	1.91
在建工程	6.67	6.20	2.90	2.33
非流动资产合计	9.50	9.08	6.23	5.14
资产总计	23.06	22.14	21.38	15.29
应付账款	1.16	1.06	0.82	0.83
应付票据	2.60	1.90	1.65	1.57
流动负债合计	4.16	3.38	2.92	2.92
应付债券	5.03	4.93	4.59	0.00
非流动负债合计	5.14	5.05	4.70	0.13
负债合计	9.30	8.43	7.62	3.04
总债务	7.63	6.83	6.25	1.57
归母所有者权益	13.76	13.71	13.76	12.13
营业收入	2.08	9.00	9.93	7.54
营业利润	0.06	0.12	0.67	0.25
净利润	0.05	0.08	0.52	0.22
经营活动产生的现金流量净额	-0.48	-0.10	0.47	0.45
投资活动产生的现金流量净额	-0.27	-0.65	-5.17	0.22
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.15	5.41	-0.11
财务指标（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	0.04	0.34	0.92	0.44
FFO	--	-0.17	0.36	0.30
净债务	-0.32	-1.03	-3.95	-3.09
销售毛利率	10.38%	10.11%	15.68%	12.32%
EBITDA 利润率	--	3.74%	9.25%	5.90%
总资产回报率	--	0.45%	3.38%	1.81%
资产负债率	40.34%	38.08%	35.64%	19.91%
净债务/EBITDA	--	-3.04	-4.29	-6.95
EBITDA 利息保障倍数	--	1.66	16.71	--
总债务/总资本	35.67%	33.25%	31.23%	11.33%
FFO/净债务	--	16.76%	-9.10%	-9.85%

速动比率	2.74	3.22	4.40	2.52
现金短期债务比	3.08	4.27	6.32	3.11

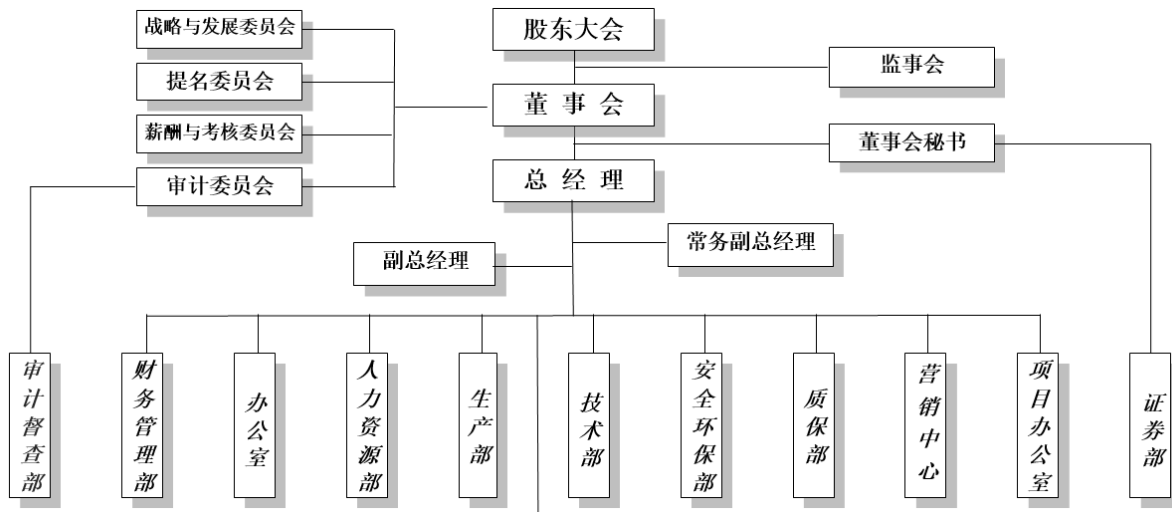
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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。

附录五 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	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。
aa	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。
a	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。
bbb	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。
bb	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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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
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。