

浙江镇洋发展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.
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



浙江镇洋发展股份有限公司 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	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2023-3-3

评级观点

- 中证鹏元评定浙江镇洋发展股份有限公司（以下简称“镇洋发展”或“公司”，股票代码：603213.SH）主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，评定公司本次拟发行不超过 6.6 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司依托区位优势及能耗控制形成了一定的成本竞争力，而且 2021 年以来公司利润安全垫增厚，杠杆水平低。但中证鹏元也关注到化工行业周期性波动可能对公司盈利能力产生不利影响，公司存在一定的资本开支压力和较大的产能消化风险，还面临一定的安全生产及环保风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 6.6 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有到期未转股的本期债券本金并支付最后一年利息

发行目的：用于年产 30 万吨乙烯基新材料项目

未来展望

- 公司具备区位优势，周边客户资源丰富，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	23.27	20.85	11.40	8.63
归母所有者权益	16.52	15.85	7.90	6.84
总债务	0.22	1.17	1.07	0.03
营业收入	19.88	20.43	11.52	11.37
净利润	3.17	4.97	1.37	1.27
经营活动现金流净额	4.10	1.30	0.64	0.94
销售毛利率	25.61%	32.68%	17.28%	21.88%
EBITDA 利润率	--	32.19%	18.84%	19.23%
总资产回报率	--	37.16%	18.22%	22.73%
资产负债率	28.78%	23.72%	29.61%	20.60%
净债务/EBITDA	--	-1.50	-1.42	-1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	325.41	154.64	31.07
总债务/总资本	1.30%	6.83%	11.77%	0.46%
FFO/净债务	--	-51.64%	-57.11%	-32.77%
速动比率	1.63	2.69	1.51	2.48
现金短期债务比	54.17	9.81	4.16	121.96

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司依托区位优势及能耗控制形成了一定的成本竞争力。公司地处氯碱产品主要消费区，系宁波石化经济技术开发区（2020年中国化工园区30强排名第二）内唯一的氯碱企业，园区及周边客户资源丰富且运输便利；同时临近宁波港给公司在原材料进口及产品外销方面带来了较好的运输成本优势。此外，公司通过降低能耗在江浙地区形成一定的生产成本优势，近三年公司烧碱单位综合能耗位列全行业第三。
- 2021年以来公司利润安全垫增厚，杠杆水平低。2021年烧碱、液氯双高景气度有效改善公司盈利水平，提升公司现金类资产规模；截至2022年9月末，公司总债务规模为0.22亿元，资产负债率较低，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数等指标表现较好。

关注

- 需持续关注化工行业周期性波动对公司盈利能力的影响。公司烧碱、液氯等主要产品为基础化学品，同质化程度高，盈利水平受价格波动影响较大，2020-2021年行业周期切换下，公司毛利率相差15.4个百分点，未来需持续关注行业供需格局对产品价格的影响。
- 公司面临一定的资本开支压力和较大的产能消化风险。公司资本开支压力主要集中在年产30万吨乙烯基新材料项目，剔除IPO募集资金以及本期债券募集资金后，公司仍需自筹资金9.60亿元；此外，当前PVC下游需求与房地产行业相关度较高，公司面临较大的产能消化风险。
- 公司面临一定的安全生产和环保风险。随着双碳目标提出，国家环保政策趋严，环保支出压力加大，且公司部分产品属于危险化学品，面临着生产经营可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题。

同业比较（单位：亿元、万吨）

指标	镇洋发展	中泰化学	北元集团	新疆天业	氯碱化工	新金路
总资产	20.85	730.78	167.93	162.20	93.00	21.76
营业收入	20.43	624.63	131.54	120.15	66.64	29.78
净利润	4.97	30.07	18.50	15.99	17.56	3.04
销售毛利率	32.68%	13.90%	23.53%	26.62%	31.87%	26.56%
资产负债率	23.72%	57.22%	19.78%	38.90%	23.62%	37.40%
净营业周期	-10.78	-6.52	-8.95	-26.37	-12.89	-0.20
烧碱产量	35.90	137.52	86.72	109.37	76.37	18.67
烧碱收入	7.52	16.73	16.41	10.72	14.84	6.38
烧碱毛利率	54.44%	35.58%	55.21%	27.15%	39.49%	51.93%

注：（1）中泰化学为新疆中泰化学股份有限公司的简称，股票代码：002092.SZ、北元集团为陕西北元化工集团股份有限公司的简称，股票代码：601568.SH；新疆天业为新疆天业股份有限公司的简称，股票代码：600075.SH；氯碱化工为上海氯碱化工股份有限公司的简称，股票代码：600618.SH；新金路为四川新金路集团股份有限公司的简称，股票代码：000510.SZ；（2）以上各指标均为2021年数据；（3）新金路烧碱产量、收入、毛利率数据均为碱产品数据；中泰化学烧碱收入和毛利率数据为氯碱类产品数据

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	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	9/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	3/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		9/9
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					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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 aa-，反映了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。

历史评级关键信息

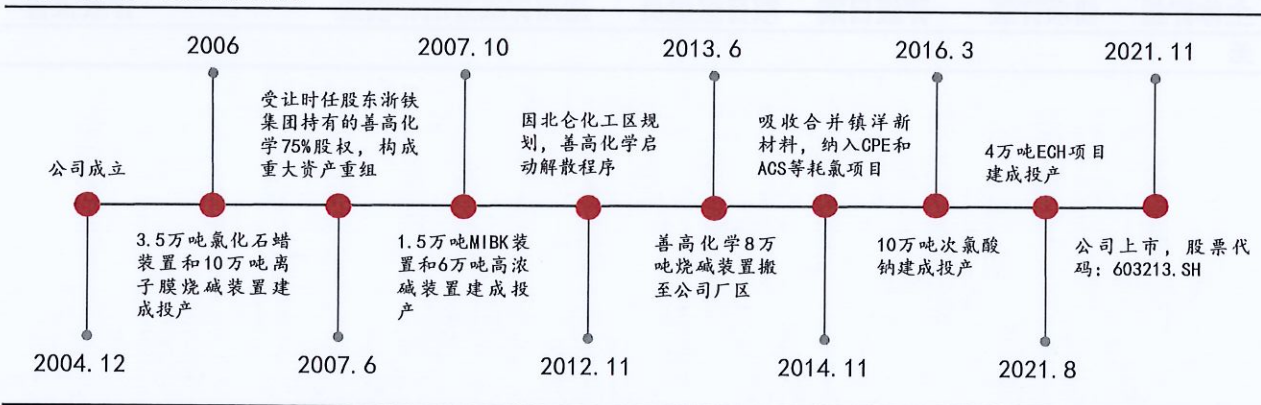
主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无					

一、发行主体概况

公司前身为宁波镇洋化工发展有限公司，于2004年12月由浙江发展化工科技有限公司（以下简称“浙发公司”）和香港浙经有限公司（以下简称“香港浙经”）共同出资组建，浙发公司和香港浙经均为浙江省政府下属企业。2021年11月11日，公司于上海证券交易所上市。截至2022年末，公司总股本为4.35亿元，控股股东为浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”），浙江交投持有公司55.62%的股权，浙江交投系浙江省人民政府国有资产监督管理委员会下属企业；第二大股东为宁波市镇海区海江投资发展有限公司（以下简称“海江投资”），海江投资系宁波市镇海区国有资产管理服务中心下属企业，持有公司11.89%股权。截至2022年末，公司无股权质押情况。

公司地处国家级经济技术开发区——宁波石化经济技术开发区，目前是园区内唯一的氯碱企业。为实现氯碱平衡，自设立以来，公司在氯碱装置的基础上陆续新增了氯化石蜡、MIBK、ECH等装置，产业链不断完善。

图1 公司主要发展历程



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

截至2022年9月末，公司纳入合并报表范围的子公司共2家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：浙江镇洋发展股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行数量：不超过6.6亿元（含）；

债券期限和票面利率：6年期，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有到期未转股的本期债券本金并支付最后一年利息；

转股期限：自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（如遇法定节假日或休息日则延至其后的第一个工作日，顺延期间付息款项不另计息）；

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及其授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，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%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。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。股东大会进行表决时，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述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。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。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。

赎回条款：在本期债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照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：（1）在转股期内，如果公司股票在任何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%）；（2）当本期债券未转股余额不足3,000万元时；

回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格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按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、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，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，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重新计算。本期债券最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。若公司本期债券的募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售其持有的全部或部分本期债券的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告的附加回售申报期内进行回售，若本期债券持有人在当次附加回售申报期内不实施回售，则不应再行使附加回售权。

向现有股东配售的安排：本期债券向公司现有股东优先配售，现有股东有权放弃优先配售权。向现有股东优先配售的具体比例由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）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，并在本期债券的发行公告中予以披露现有股东优先配售之外的余额及现有股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售及/或通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过6.6亿元（含），资金投向明细如下：

表1 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
年产30万吨乙烯基新材料项目	197,800.00	66,000.00	33.37%

资料来源：《浙江镇洋发展股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案》，中证鹏元整理

1、项目建设内容

年产30万吨乙烯基新材料项目的实施主体为公司本部，项目建设地点位于国家级石化产业园区——宁波石化经济技术开发区公司现有厂区内，计划新建2套工艺生产装置，即30万吨/年VCM（含中间罐区）、30万吨/年PVC（含PVC包装及成品仓库），以及配套建设的公用工程及辅助设施，用于生产PVC产品。

2、项目审批情况

本期债券募投项目取得的批复/备案文件如下表所示：

表2 本期债券募投项目取得的批复或备案文件情况

文件名称	文号	发文机关	发文/备案时间
关于浙江镇洋发展股份有限公司年产30万吨乙烯基新材料项目节能审查的批复	甬能源审批【2020】81号	宁波市能源局	2020年8月31日
危险化学品建设项目安全条件审查意见书	浙应急危化项目安条审字【2021】15号	浙江省应急管理厅	2021年9月9日
危险化学品建设项目安全设施设计审查意见书	浙应急危化项目安设审字【2022】12号	浙江省应急管理厅	2022年7月29日

宁波市生态环境局关于浙江镇洋发展股份有限公司年产30万吨乙烯基新材料项目环境影响报告书的审查意见

甬环建【2020】19号

宁波市生态环境局

2020年9月21日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目投资进度

年产30万吨乙烯基新材料项目计划总投资19.78亿元，截至2022年9月末已投资4.67亿元，计划于2023年10月完成生产建设，于2024年投产。

4、项目经济效益

根据《浙江镇洋发展股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，年产30万吨乙烯基新材料项目投资财务内部收益率约为12.65%（所得税后），静态投资回收期约为8.85年（所得税后）。值得注意的是，项目建设周期较长，投资规模较大，受项目建设进度、市场需求、行业竞争以及公司未来发展状况等因素影响，项目能否如期完工及投产后能否实现预期收入存在不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济持续复苏，2022年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求

2021年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022年1-8月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8月受高基数和外需走弱影响，出口增

速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期LPR利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

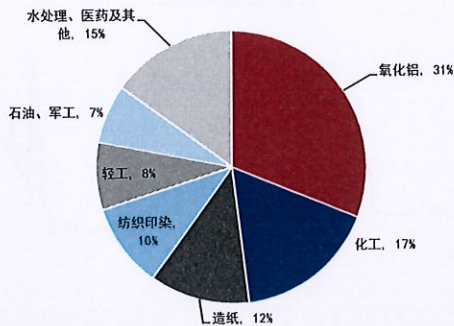
行业环境

（一）烧碱

2021年以来阶段性供需错配推高烧碱行业景气度，但考虑到烧碱整体产能过剩，未来仍需持续关注行业供需格局情况

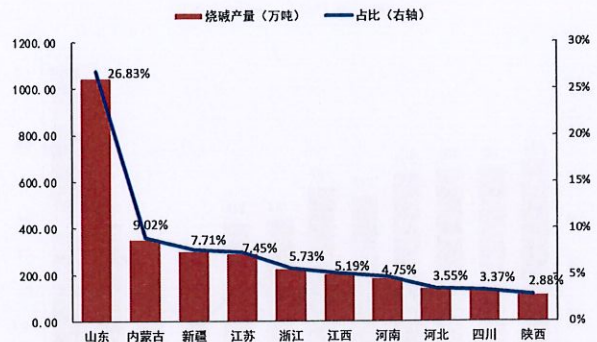
烧碱是重要的基础性化工原料“三酸两碱”中的“两碱”之一，从形态上可分为液碱和片碱，下游广泛应用于氧化铝（占比31%）、精细化工（占比17%）、造纸（占比12%）等多个行业。受高耗能及运输半径等因素影响，我国烧碱企业或集中在新疆、内蒙等电力资源丰富地区（以片碱产品为主），或集中在山东、浙江、江苏等近市场区域（以液碱产品为主），其中山东因氧化铝产量较高集中了我国约27%左右的烧碱产量。

图2 2021年我国烧碱下游行业分布情况



资料来源：中国氯碱工业协会，中证鹏元整理

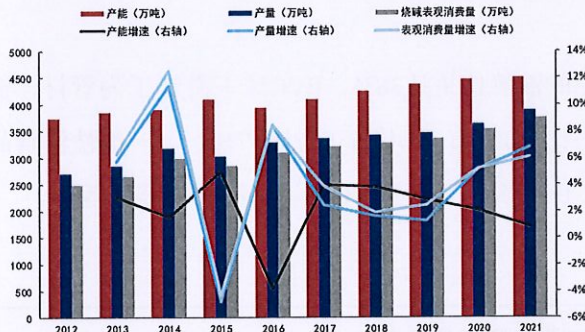
图3 2021年我国主要省份烧碱产量情况



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

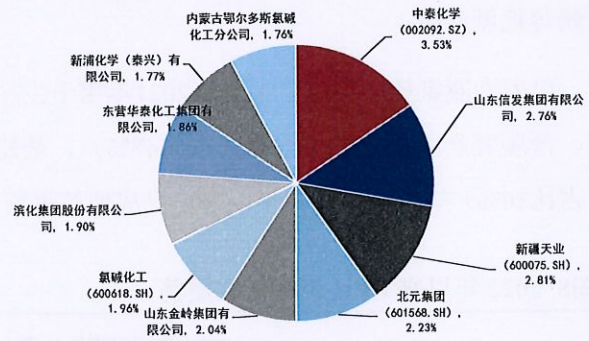
烧碱行业产能过剩且市场集中度较低，2019年10月《产业结构调整指导目录（2019年本）》就将“新建烧碱（废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外）”列入限制类。2021年烧碱CR5仅为13.37%，在164家烧碱企业中，烧碱产能超过100万吨/年的企业仅4家，分别为中泰化学（002092.SZ）、山东信发集团有限公司、新疆天业（600075.SH）和山东昊邦化学有限公司，合计产能占比仅为10.4%。

图4 我国烧碱表观消费量、产能、产量情况



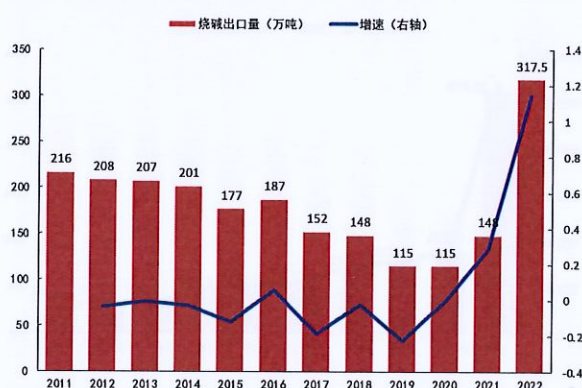
资料来源：中国氯碱工业协会、国家统计局，中证鹏元整理

图5 2021年烧碱行业市场占有率情况



注：市场占有率按2021年产量计算。
资料来源：郑州商品交易所，中证鹏元整理

2021年以来，新能源汽车下游需求旺盛，用铝需求大幅增长，氧化铝行业景气度处于高位，带动烧碱需求增长；2022年欧洲能源危机下氯碱装置开工不足导致欧洲烧碱供应减少，又为我国烧碱出口形成了利好支撑，而供给受限电、控电等事件影响走弱，烧碱行业阶段性供需错配，短期内景气度较好，未来仍需持续关注烧碱行业供需格局情况。

图6 我国烧碱出口情况


资料来源：海关总署，中证鹏元整理

图7 我国烧碱价格波动情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）氯产品

氯产品受周期性影响较大，2022年以来液氯、PVC、ECH等产品下游需求偏弱，价格走低，压缩氯碱企业整体盈利空间，未来需持续关注地产复苏节奏对PVC、ECH需求的影响

氯碱装置在产出烧碱的同时联产氯气和氢气，一般生产一吨烧碱的同时产出0.886吨氯气。氯气属于高危化品，运输成本高，氯碱企业或就近销售液氯，或延长产业链制造销售PVC、环氧氯丙烷和氯化石蜡等耗氯产品。

PVC为液氯第一大应用领域，2021年用于生产PVC的液氯比重达38%。PVC经下游加工为管材、板材、薄膜等产品后用于房地产（占比48%）、基建（占比17%）、耐用品（占比17%）、一次性消费品（占比10%）等领域。2022年以来，受房地产市场下行影响，国内PVC市场延续低位震荡运行。

图8 2022年以来PVC价格低位震荡


资料来源：中国氯碱网、Wind，中证鹏元整理

氯化石蜡主要应用于聚氨脂填缝剂（占比25%）、电缆料颗粒（占比19%）、软门帘（占比10%）等领域，氯化石蜡价格受原料端成本以及区域性、阶段性供需情况影响较大，近年价格波动较大。

ECH主要应用于环氧树脂（占比85%）和风电行业，而环氧树脂主要应用于涂料（占比42.3%）、电子电气（占比30.2%）、复合材料（占比19.8%）和胶黏剂（占比7.6%）四大主要领域，与房地产行业紧密度较高。2022年房地产行业不景气、风电建设进入平衡期导致下游需求增量有限，价格有所承压。

整体来看，氯产品受周期性影响较大，主要氯产品价格下滑压缩氯碱企业整体盈利空间，以碱补氯将延续。

五、公司治理与管理

1. 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员9名，其中独立董事3名。

根据公司于2023年1月5日发布的《关于最近五年公司未被证券监管部门和交易所采取处罚或采取监管措施的公告》，公司最近五年内不存在被证券监管部门和交易所处罚或采取监管措施的情况。

2. 公司管理

公司多数董事及高管在公司及石化行业从事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。公司于2019年在混改过程中通过设立员工持股平台宁波汇海企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“汇海合伙”）和宁波海江企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“海江合伙”）实施员工持股计划。截至2022年末，汇海合伙和海江合伙分别持有公司4.28%的股权。员工持股平台有助于稳定公司管理层及主要员工，驱动公司利益与个人利益相结合。

根据行业特点和经营管理需要，公司设有营销部、工程部、供应部等17个部门，详见附录三。

六、经营与竞争

公司产品包括烧碱、液氯等基础化学品以及氯化石蜡、ECH、MIBK等耗氯或耗氢产品，近年公司营业收入持续增长，其中2021年增幅较大主要受益于烧碱和氯行业双高景气度下的量价齐升；2022年1-9月烧碱行业高景气度延续叠加新产品ECH放量，公司营收继续增长。近年来毛利率波动较大主要受化工品价格波动影响。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-9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
氯碱类	17.61	28.02%	16.16	34.60%	9.04	19.26%	9.50	27.03%

MIBK类	1.33	12.10%	3.10	35.36%	1.37	15.01%	1.05	-8.44%
其他	0.92	-1.85%	1.16	-1.58%	0.96	3.75%	0.78	-0.62%
合计	19.86	25.56%	20.42	32.66%	11.36	17.44%	11.33	21.83%

注：氯碱类包括烧碱、液氯、氯化石蜡、ECH、次氯酸钠等产品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）销售情况

公司位于氯碱产品主要消费区域，目前为宁波石化经济开发区中唯一的氯碱企业，周边客户资源丰富且运输便利，园区内客户贡献了20%烧碱销量和80%液氯销量，各产品产量基本在华东地区实现消化，区域竞争优势明显；多元化的客户结构和逐步完善的产业链有助于分散经营风险

公司具备区位优势，在有效降低运输成本的同时构筑一定的区域销售壁垒。首先，公司主要产品液碱、液氯均为危化品，运输成本占比较高，销售半径较短，而公司地处华东，是氯碱产品主要消费区域之一，周边客户资源丰富，公司各产品在华东地区基本可实现消化，产销率维持在较高水平。其次，公司厂区临近宁波港镇海港区（距离17公里，车程30分钟左右）、宁波港北仑港区（距离34公里，车程1小时左右）等海港，在原材料采购以及产品外销等方面具有运输成本优势。此外，公司目前是宁波石化经济技术开发区内唯一的氯碱企业，2020年宁波石化经济技术开发区在中国化工园区30强中位居第二，园区内有一定需求，且产品可直接管输至下游客户厂区，在降低运输成本的同时有利于公司同园区客户深度绑定。

表4 公司主要产品在华东地区及宁波石化经济技术开发区销售占比情况

产品名称	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
华东地区				
烧碱	99.70%	100.00%	100.00%	100.00%
液氯	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
氯化石蜡	94.89%	92.23%	95.90%	93.46%
MIBK	88.96%	80.84%	85.26%	71.29%
ECH	97.29%	100.00%	-	-
宁波石化经济技术开发区				
烧碱	25.22%	21.70%	24.29%	26.05%
液氯	76.31%	79.42%	80.29%	85.30%
氯化石蜡	0.10%	0.13%	0.11%	0.10%
MIBK	-	-	0.02%	-
ECH	0.00%	0.00%	-	-

资料来源：公司提供

公司具有客户多样性。虽然公司销售区域较为集中，但客户集中度不高，2019-2021年及2022年1-9月公司前五大客户集中度分别为26.49%、26.87%、25.03%和23.78%；而且下游客户所属行业较为分散，涉及江浙区域印染、化工、造纸等多个领域。公司同前五大客户已达成多年合作，客户稳定性较好，前

五大客户中的三个为园区内客户。

公司产业链不断完善，氯碱平衡能力有所提升。由于氯碱装置在产出烧碱的同时联产氯气和氢气，氯碱平衡情况对公司盈利水平影响较大，成立以来，公司在氯碱装置的基础上陆续新增氯化石蜡、MIBK等装置，持续延伸氯/氢产业链，产业链的完善不仅有助于公司实现内部资源循环利用，且可缓解特定行业景气度下行时液氯或耗氯产品的销售压力。

2021年化工行业高景气度推升公司整体盈利水平，大幅增厚公司利润和现金安全垫，未来仍需持续关注氯碱行业周期性波动对公司盈利能力的影响

公司营收主要来源于烧碱、液氯、氯化石蜡、ECH和MIBK等产品，作为基础化工产品，各厂家产品性能差异度小，盈利水平受售价波动影响较大。

烧碱方面，烧碱是公司业绩表现的主要决定因素，2019-2021年及2022年1-9月烧碱对营收的贡献分别为54.65%、42.28%、36.85%和46.55%；2019-2021年对毛利润的贡献分别为149.84%、109.89%和61.42%。近年来公司烧碱收入波动较大，其中2020年销售收入下滑较多主要系疫情导致下游开工率不足，需求疲软，销售均价同比下滑25.95%；2021年以来，下游氧化铝行业及欧洲市场需求旺盛，烧碱行业量价齐升，烧碱业务毛利率明显回升。

液氯方面，2019-2021年公司液氯盈利情况逐步改善，2020年烧碱行业下行，氯碱企业开工率有所下调，液氯供需情况改善，价格回升，亏损收窄；2021年三季度受“能耗双控”影响，各地不同程度限电限产，局部地区供给紧缺，液氯价格拉至历史新高，液氯业务扭亏为盈。但2022年至今，房地产低迷导致液氯下游需求减量，而烧碱行业高景气度又被动抬高液氯供给，液氯供需失衡，价格走低。

氯化石蜡方面，氯化石蜡价格受原材料价格波动影响较大，2021年液氯价格回升、2022年液体石蜡价格走高均支撑氯化石蜡价格整体走高，盈利情况有所改善。

ECH方面，2021年8月底ECH装置建成投产后，公司新增ECH销售收入，下游环氧树脂同房地产行业关联度较高，受房地产低迷影响，2022年1-9月销售价格略有下滑。

MIBK方面，MIBK市场体量较小，2021年表观消费量为12.4万吨，其中70%用于橡胶助剂——防老剂，20%用于涂料领域；但MIBK产能也相对有限，目前国内产能为13.5万吨，考虑化工行业例行检修等因素，2019-2021年整体处于供需紧平衡态势，同期公司MIBK销量及销售价格持续增长。2022年受国际局势及疫情等多重利空因素叠加，国内外轮胎厂开工率下滑导致防老剂开工率持续处于低位，MIBK进入下行通道。

表5 公司主要产品销售情况（单位：万吨、万元、元/吨）

项目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年	
烧碱	销量	26.39	33.64	28.52	27.21

	产销率	99.40%	100.18%	99.34%	101.72%
	销售收入	92,456.14	75,235.86	48,043.30	61,896.19
	销售均价	3,502.13	2,236.50	1,684.41	2,274.65
	销量	17.89	22.69	19.66	18.31
液氯	产销率	98.78%	99.93%	100.14%	99.83%
	销售收入	18,467.73	30,279.85	13,904.47	8,435.17
	销售均价	1,030.26	1,334.50	707.29	460.57
氯化石蜡	销量	5.06	6.66	5.56	4.79
	产销率	100.80%	99.40%	100.36%	99.17%
	销售收入	25,967.39	31,190.75	21,336.03	18,534.30
	销售均价	5,090.28	4,683.30	3,836.02	3,869.66
ECH	销量	2.09	0.99	-	-
	产销率	91.27%	96.12%	-	-
	销售收入	29,721.88	15,065.84	-	-
	销售均价	14,241.29	15,221.01	-	-
MIBK	销量	1.30	1.95	1.09	1.61
	产销率	101.56%	98.98%	100.93%	98.77%
	销售收入	13,304.89	30,521.04	13,366.38	10,148.30
	销售均价	9,904.68	15,616.32	12,233.56	6,289.75

注：（1）烧碱、液氯产销率根据各期烧碱、液氯销量与各期产量中用于对外销售产量相除得出；（2）销售均价为不含税价。

资料来源：公司提供

公司采用直销与经销相结合的销售模式，其中液氯全部为直销，烧碱和氯化石蜡直销比率在50%左右，其他产品以经销为主。直销相对经销毛利润更高，近年公司持续提升直销占比；但受直销比例高的液氯毛利率偏低影响，公司整体直销毛利率低于经销毛利率。

在结算政策方面，公司主要采用带款提货的方式，少部分长期合作且信用良好的优质客户采用先货后款的方式，分产品不同，账期在30-90天左右。

（二）生产情况

同富电地区企业及自发电企业相比，公司电力成本较高，但通过降低能耗以及运输成本优势，公司缓解了部分压力，综合毛利率处于行业中等偏上水平；此外，受益于周边丰富需求，公司烧碱业务产能利用率高于行业平均水平

公司采用离子交换膜法生产烧碱，可按1:0.9产出烧碱和液氯，一般一吨折百烧碱需要消耗1.6吨左右的原盐和2,175度电，其中电在生产成本中的占比在60%以上。公司所处浙江省属于缺电省份之一，近年受限电、控电影响较大，故同新疆、内蒙古以及西南等富电地区企业以及自发电企业相比，公司电力成本较高，为此公司积极降低生产能耗，近三年公司烧碱单位综合能耗位列全行业第三，在区域内具有

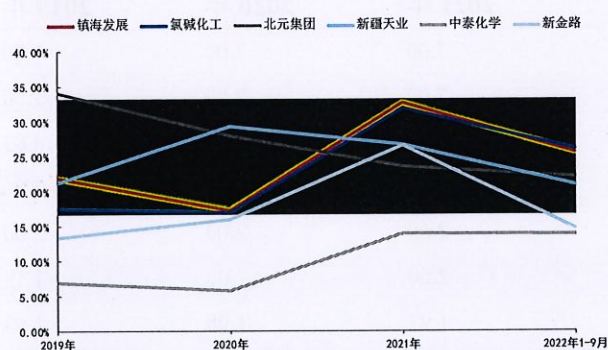
一定的生产成本优势¹。综合电力成本、能耗以及运输成本等多重因素，公司综合毛利率处于行业中等偏上水平。

表6 浙江省氯碱企业综合能耗情况

综合能耗 (kgce/t)	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
全省平均	297.86	301.39	303.30	305.99
万华(宁波)氯碱有限公司	296.00	291.51	290.50	291.20
浙江镇洋发展股份有限公司	286.70	291.79	290.40	295.49
嘉化能源化工股份有限公司	-	300.48	302.90	302.78
闰土新材料有限公司	-	312.28	316.00	317.16
巨化股份公司电化厂	-	309.00	315.00	314.00
杭州电化集团有限公司	318.00	317.00	318.00	308.60

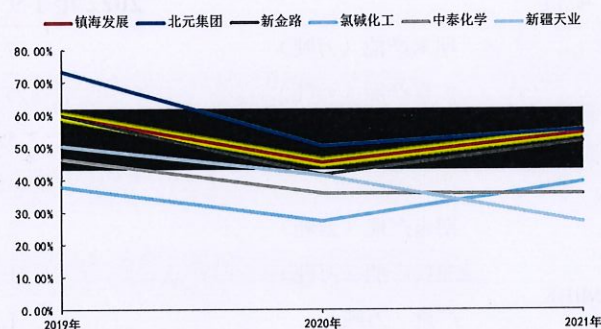
资料来源：公司提供

图9 氯碱行业主要企业综合毛利率情况



资料来源：各企业年度报告，中证鹏元整理

图10 氯碱行业主要企业烧碱业务毛利率情况



注：新金路烧碱毛利率数据为碱产品数据；中泰化学烧碱毛利率数据为氯碱类产品数据。

资料来源：各企业年度报告，中证鹏元整理

烧碱属于限制类产能，2020年3月新增产能投产后，公司烧碱产能维持在35万吨，全部位于宁波石化经济技术开发区公司厂区内，2021年烧碱企业平均产能为28.5万吨，公司处于行业中上游水平。近年公司烧碱产量持续小幅增长，2020年受下游需求疲软影响，公司产能利用率略有下滑，但得益于周边需求较为丰富，产能利用率仍高于行业平均水平。

表7 公司烧碱生产情况

项目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
期末产能(万吨)	35.00	35.00	35.00	29.00
加权产能(万吨)	26.25	35.00	33.52	25.65
产量(万吨)	28.48	35.90	30.25	28.08
其中对外销售产量(万吨)	26.55	33.58	28.71	26.75

¹注：1kgce=8.167度电，同浙江省平均综合能耗相比，按2022年1-9月0.64元/度电价测算，每吨折百烧碱公司节约成本58.33元，年产35万吨烧碱产量可节约成本0.20亿元。

自身耗用量（万吨）	1.93	2.32	1.54	1.33
产能利用率	108.50%	102.57%	90.24%	109.47%
烧碱行业开工率	-	86%	78%	79%

产能利用率：根据各期产量和各期加权产能相除得出。

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

耗氯产品生产受市场格局及效益影响较大，近年各产品产能利用率波动较大

公司利用自产氯气、烧碱和氢气同外购液体石蜡、甘油等原材料生产氯化石蜡、ECH和MIBK等产品。公司各耗氯产品产能不高且较为稳定，主要系耗氯项目属于危化项目，审批严格。耗氯产品为氯碱平衡产品，公司根据市场情况以及产品效益调整生产计划，产能利用率波动较大。近年随着氯化石蜡毛利率逐年改善，产能利用率陆续提高；MIBK则受下游需求影响，产能利用率波动较大；目前房地产行业低迷，ECH产能利用率较低。

表8 耗氯、耗氢产品生产情况

项目		2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
氯化石蜡	期末产能（万吨）	7.00	7.00	7.00	7.00
	加权产能（万吨）	5.25	7.00	7.00	7.00
	产量（万吨）	5.02	6.70	5.54	4.83
	产能利用率	95.62%	95.71%	79.14%	69.00%
MIBK	期末产能（万吨）	2.00	2.00	2.00	2.00
	加权产能（万吨）	1.50	2.00	2.00	1.53
	产量（万吨）	1.28	1.97	1.08	1.63
	产能利用率	85.33%	98.50%	54.00%	106.53%
ECH	期末产能（万吨）	4.00	4.00	-	-
	加权产能（万吨）	3.00	1.33	-	-
	产量（万吨）	2.29	1.03	-	-
	产能利用率	76.33%	77.44%	-	-

产能利用率：根据各期产量和各期加权产能相除得出。

资料来源：公司提供

公司面临一定的资本开支压力，30万吨乙烯基新材料项目面临较大的产能消化风险

截至2022年9月末，公司主要在建项目为本期债券募投项目年产30万吨乙烯基新材料项目，此外还有部分技改项目。剔除IPO募集资金和本期债券募集资金后，公司主要在建项目尚需自筹资金10.39亿元，存在一定的资金压力。

目前PVC行业产能过剩，2021年国内PVC产能为2,713万吨，已远超1,994万吨的表观消费量，考虑到地产景气度复苏存在不确定性，短期内PVC下游需求仍受限，公司后续面临较大的产能消化风险。目前在PVC生产工艺中，电石法PVC占比高达79%，但出于环保考虑，《产业结构调整指导目录（2019年本）》、《石化和化学工业发展规划（2016-2020年）》等产业政策均对部分电石法PVC的生产做出限

制和淘汰要求，公司采用乙烯法生产工艺，乙烯法PVC逐步取代电石法PVC的趋势可缓解公司部分产能消化压力。

表9 截至2022年9月末公司主要在建项目情况（单位：万元、万吨）

项目名称	计划总投资	已投资	产能	资金来源
年产30万吨乙烯基新材料项目	197,800.00	46,731.37	30	IPO募集资金、可转债募集资金、自筹资金
环氧氯丙烷及配套项目	28,730.00	24,760.29	--	自筹资金
氯干燥及氯压缩装置	1,980.00	485.47	--	自筹资金
外电网接入系统改造项目	1,900.00	759.44	--	自筹资金
15万吨/年高浓度碱项目	1,700.00	1,182.03	--	自筹资金
ECH装置5万吨技改项目	1,500.00	726.72	1	自筹资金
合计	233,610.00	74,645.32	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）采购情况

原燃料成本占公司主营业务成本的80%左右，蜡油、丙酮等大宗商品及电属于卖方市场，对公司成本管控形成挑战，公司与供应商关系稳定，营运资金管理尚可

公司采购的原燃料主要为电力、原盐、蜡油、丙酮和甘油，原燃料成本占营业成本的比重较高，故原燃料采购成本变动对公司利润水平影响较大。

表10 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	127,241.24	86.06%	113,879.86	82.82%	74,976.07	79.72%	69,737.31	78.77%
直接人工	2,606.44	1.76%	3,612.65	2.63%	3,076.79	3.28%	3,171.57	3.58%
制造费用	18,009.84	12.18%	20,015.72	14.56%	15,765.49	16.80%	15,625.08	17.65%
合计	147,857.51	100.00%	137,508.23	100.00%	93,818.34	100.00%	88,533.96	100.00%

资料来源：公司提供

公司根据各原料不同的市场特性，通过直接采购、经销商采购等方式进行采购。电费是公司营业成本的主要构成，从采购金额上看，2019-2021年及2022年1-9月，公司电费占总采购金额的比重分别为41.81%、36.28%、32.24%和29.80%，2021及2022年占比有所下降主要系ECH装置投产后新增甘油采购所致。浙江省电力资源紧缺，考虑到电力市场化交易的逐步推进，对公司电力成本管控提出挑战。

印度盐是公司原盐的主要采购来源，一方面印度盐在价格及品质方面具有优势；另一方面公司可充分发挥近港口优势；此外公司临近山东、江苏等国内原盐产地，在海运费涨价或突发事件发生时可及时得到补充。2021年以来下游需求提振原盐价格，但原盐单价较低，涨价对公司成本影响有限。

非环保型氯化石蜡被认定为环境有害物质，受国内外严格管控，目前中国石化集团金陵石油化工有限责任公司是国内唯一一家可提供环保型液体石蜡的厂家，公司国内采购渠道较为单一，且上游较为强

势；在国内采购基础上，公司通过贸易商采购西班牙液体石蜡进行补充，但2022年以来受欧洲能源危机影响，采购价格有所增长。丙酮作为大宗商品，价格随行就市，近年价格波动较大。公司丙酮采购集中于台化兴业（宁波）有限公司和西萨化工（上海）有限公司，两家合计采购金额占丙酮总采购金额的90%以上，两家企业临近公司，有一定的运输成本优势。我国甘油高度依赖进口，故公司主要通过贸易商采购东南亚甘油，价格随行就市。

整体来看，公司对蜡油、丙酮等大宗商品以及电力的议价能力偏弱，对公司成本管控形成挑战；公司同主要供应商构建了稳定的合作关系，对液体石蜡供应商存在一定依赖，若液体石蜡供应商出现突发情况将可能影响公司的稳定经营。

表11 公司主要原材料采购情况

项目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年	
电	采购数量-万度	72,686.48	90,925.03	74,519.37	70,185.19
	单价-元/度	0.64	0.54	0.52	0.52
	金额-万元	46,523.94	48,916.32	38,908.02	36,662.13
原盐	采购数量-吨	407,140.99	572,683.09	537,083.78	440,638.74
	单价-元/吨	523.10	393.86	258.79	278.56
	金额-万元	21,297.45	22,555.58	13,899.18	12,274.36
蜡油	采购数量-吨	23,840.94	33,357.44	25,698.02	24,076.79
	单价-元/吨	8,047.96	6,095.49	5,339.60	6,063.39
	金额-万元	19,187.10	20,333.01	13,721.72	14,598.69
丙酮	采购数量-万吨	17,329.75	25,786.12	16,519.34	20,438.06
	单价-元/吨	4,799.24	5,823.90	6,288.53	3,423.43
	金额-万元	8,316.96	15,017.57	10,388.24	6,996.82
甘油	采购数量-万吨	22,003.88	20,288.92	-	-
	单价-元/吨	10,854.26	8,212.46	-	-
	金额-万元	23,883.59	16,662.20	-	-

资料来源：公司提供

在结算政策方面，公司与供应商主要采用现付结算方式，伴有少量预付；涉及直接进口的通过信用证结算，账期通常为2-3个月。

在营运资金管理方面，2021年烧碱、液氯下游需求旺盛，应收票据及应收账款规模增长较多，应收款项周转天数有所拉长。同时公司加大备货规模，存货周转天数也有所增加。应付账款周转天数方面，公司为重资产的化工企业，对上游机器设备供应商议价能力较好，应付账款周转天数较长，2020年随着公司在建项目建设进度的推进，设备采购规模较大，应付账款周转天数有所拉长。从应付材料款来看，近年公司应付材料款周转天数有所增长，对上游原材料供应商议价能力有所增强。综合来看，2021年公司调整后净营业周期有所拉长，营业资金管理效率整体尚可。

表12 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2021年	2020年	2019年
应收账款周转天数	8.09	10.54	10.49
应收款项周转天数	13.90	10.54	35.64
存货周转天数	24.05	15.56	13.11
应付账款周转天数	42.92	40.96	31.30
应付材料款周转天数	20.64	18.31	13.29
净营业周期	-10.78	-14.86	-7.70
调整后净营业周期	17.30	7.79	35.46

注：（1）应收账款周转天数=360/应收账款周转率，应收账款周转率=营业总收入/（应收账款期初期末平均账面余额）；（2）应收款项周转天数=360/应收款项周转率，应收款项周转率=营业总收入/（应收票据及应收账款期初期末平均账面余额）；（3）存货周转天数=360/存货周转率，存货周转率=营业成本/（存货期初期末平均账面余额）；（4）应付账款周转天数=360/应付账款周转率，应付账款周转率=营业成本/（应付账款期初期末平均账面余额）；（5）应付材料款周转天数=360/应付材料款周转率，应付材料款周转率=营业成本/（应付材料款期初期末平均账面余额）；（6）净营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数；（7）调整后净营业周期=存货周转天数+应收款项周转天数-应付材料款周转天数。

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告，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 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019 年-2022 年 9 月公司合并范围变动如下表所示。

表13 公司合并报表范围变化情况

年份	子公司名称	变动情况	变动原因
2021年	浙江浙铁创新化工技术有限公司	减少	清算注销

资料来源：公司提供

资产结构与质量

2021 年化工行业高景气度以及公司 IPO 推升公司资产规模，厂房设备和现金类资产为主要构成，资产质量尚可

近年公司资产规模增长较快，主要是受益于 2021 年行业景气度提升以及 IPO 募集资金到账，随着募投项目建设进度的推进，2022 年 9 月末，公司资产以非流动资产为主。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年9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	3.31	14.22%	4.73	22.68%	2.24	19.67%	1.67	19.37%
应收款项融资	5.72	24.59%	6.07	29.14%	2.23	19.56%	2.18	25.29%

存货	1.02	4.40%	1.31	6.28%	0.50	4.38%	0.30	3.51%
流动资产合计	11.19	48.10%	13.46	64.55%	5.36	47.00%	4.53	52.51%
固定资产	5.12	22.02%	5.16	24.74%	3.57	31.35%	2.57	29.75%
在建工程	6.34	27.23%	1.58	7.57%	2.15	18.87%	1.18	13.66%
非流动资产合计	12.08	51.90%	7.39	35.45%	6.04	53.00%	4.10	47.49%
资产总计	23.27	100.00%	20.85	100.00%	11.40	100.00%	8.63	100.00%

资料来源：公司2018-2020年连审审计报告、2021年审计报告及2022年1-9月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，受益于经营积累以及2021年IPO，2019-2021年公司货币资金持续增长，2022年9月末公司0.01亿元的货币资金作为住房基金提留款而使用受限，受限比例低。随着公司营收规模的增长，公司应收款项融资规模持续增长，其中2021年增幅较大一方面系2021年氯碱行业双高景气度，另一方面出于项目建设需要，公司自身资金需求增加，票据贴现比例有所上升。存货以原材料和库存商品为主，2021年行业景气度较好，公司备货有所增加。2019-2021年公司存货周转天数分别为12.68天、15.17天和23.67天，处于行业中等水平。

非流动资产方面，公司固定资产主要由房屋及建筑物、专用设备构成，近年随着烧碱扩能项目、环氧氯丙烷及配套项目陆续转固，公司固定资产持续增长。2021年末公司在建工程主要为年产30万吨乙烯基新材料项目、环氧氯丙烷及配套项目。

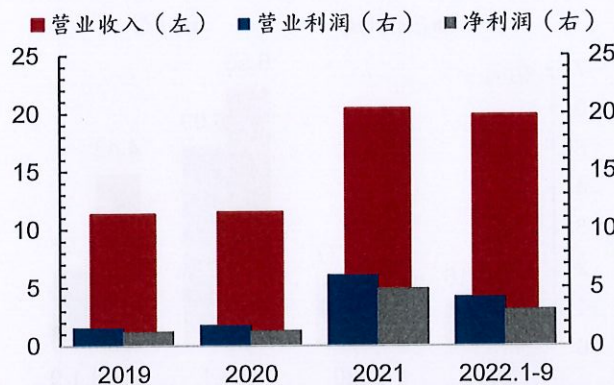
截至2022年9月末，公司账面价值0.55亿元的资产因借款抵押等受限，占同期末净资产比重为3.29%，受限比例较低。整体来看，公司资产以固定资产、在建工程等非流动资产为主，符合化工行业重资产的经营特点，此外受益于2021年以来烧碱行业景气度提升，公司现金类资产也较多。

盈利能力

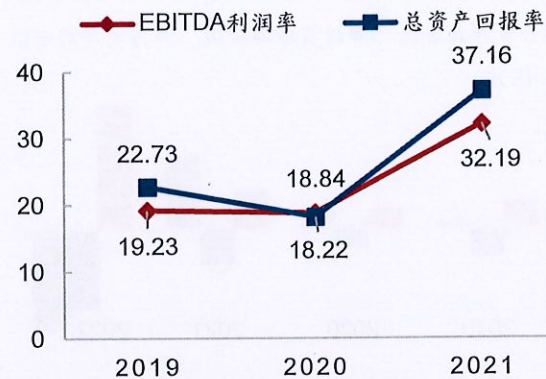
公司盈利能力受氯碱行业景气度影响较大，2020-2021年行业周期切换下公司毛利率相差15.4个百分点，2021年以来烧碱产品量价齐升，大幅增厚利润安全垫

公司营业收入主要来自烧碱、液氯以及氯化石蜡等耗氯产品，近三年呈持续增长的趋势。公司盈利能力受行业景气度影响较大，2020年烧碱行业下游需求走弱导致价格下行，公司维持营收和净利润持平的前提下，EBITDA利润率和总资产回报率略有下滑；2021年，公司主要产品量价齐升，推动公司收入和利润大幅增长，EBITDA利润率和总资产回报率大幅改善。2022年以来氯产品行业景气度下降，对公司盈利能力造成一定拖累，但烧碱行业景气度仍处于高位，公司业绩整体表现仍较好。

公司作为浙江省国有企业，在政策、补助等方面获得一定支持，2019-2021年及2022年1-9月收到各项政府补助合计0.39亿元。

图11 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图12 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

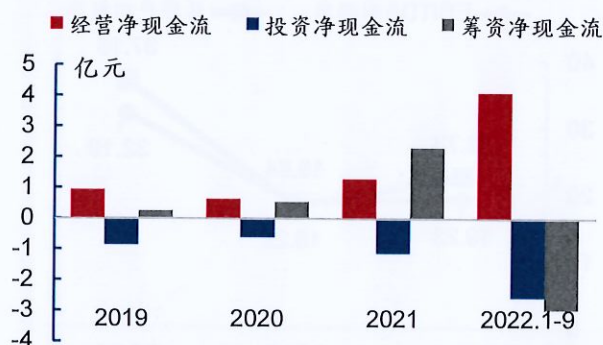
现金流

公司销售回款情况较好，经营活动现金流持续净流入，需关注公司在建项目后续资本开支压力情况

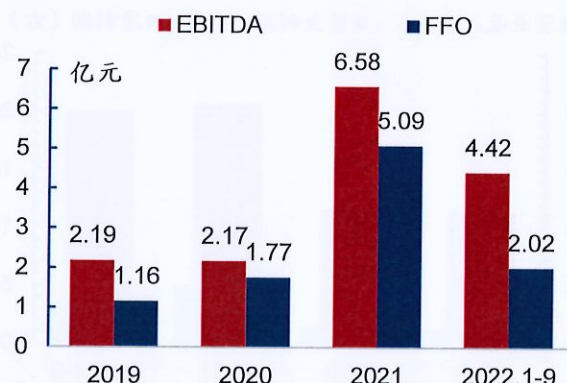
公司销售回款情况较好，2019-2021 年及 2022 年 1-9 月，公司收现比分别为 94.17%、91.53%、84.02% 和 104.29%，持续处在较高水平，经营现金流持续净流入。2021 年“氯碱平衡”态势较好，公司净利润大幅增长，公司 EBITDA 和 FFO 大幅上升。

投资活动方面，2019-2021 年及 2022 年 1-9 月公司投资活动现金流持续净流出，主要是用于年产 30 万吨乙烯基新材料项目、烧碱扩产能项目以及环氧氯丙烷及配套项目等。考虑到公司后续仍有一定的资本开支规模，预计未来投资活动现金流将持续净流出。

筹资活动方面，2019-2021 年公司筹资活动现金流持续净流入，2019-2020 年主要来源于公司借款，2021 年主要来源于公司 IPO 募集资金。2022 年 4 月，公司派发现金股利 2.50 亿元，受此影响，公司筹资活动现金流转为净流出。

图13 公司现金流结构


资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

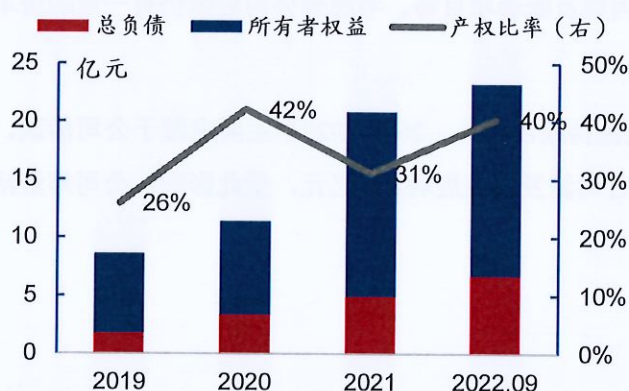
图14 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

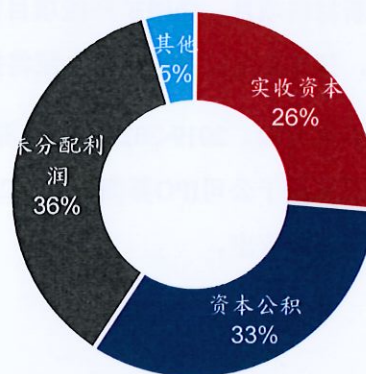
资本结构与偿债能力

2021年以来经营积累及IPO提升公司资本实力，杠杆水平较低，整体偿债压力较小

近年公司所有者权益规模增长较快，一方面受益于2021年以来烧碱行业景气度较高，经营积累快速增加；另一方面受益于公司2021年IPO。随着经营性负债的增长，公司总负债也保持小幅增长。截至2022年9月末，公司产权比率为40.40%，所有者权益对负债的保障程度较好。

图15 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图16 2022年9月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司整体负债规模不大，主要为流动负债。总债务由短期借款、应付票据和长期借款构成，公司短期借款规模波动较大，截至2022年9月末，已全部偿还，目前公司仅存0.05亿元长期借款和0.17亿元的应付票据，债务规模低。

经营性债务方面，公司应付账款包括应付供应商货款、应付设备工程款以及应付修理费、运费等费

用款，随着业务规模的扩大以及在建项目的持续推进，近年应付账款规模小幅增长，其中2022年9月末应付账款增长较多主要系应付30万吨乙烯基新材料项目进度款。

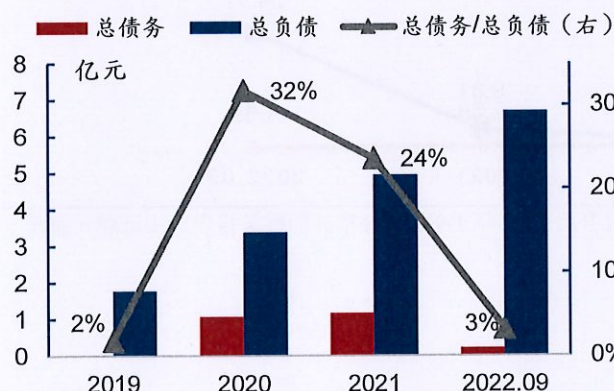
表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年9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	0.00	0.00%	0.50	10.13%	1.07	31.72%	0.03	1.77%
应付票据	0.17	2.51%	0.67	13.47%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	4.23	63.12%	1.90	38.35%	1.38	40.98%	0.79	44.17%
流动负债合计	6.23	93.01%	4.52	91.39%	3.22	95.25%	1.71	96.05%
长期借款	0.05	0.75%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
负债合计	6.70	100.00%	4.94	100.00%	3.38	100.00%	1.78	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

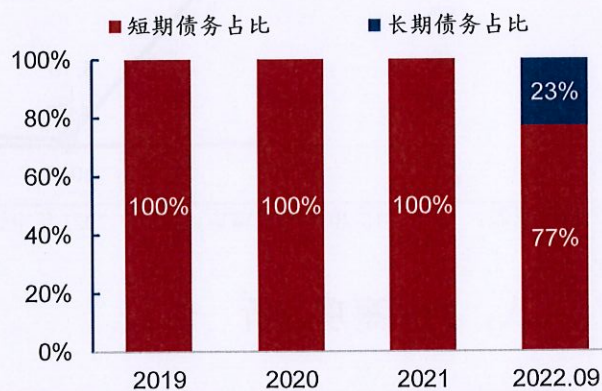
受益于2021以来烧碱行业高景气度，公司经营业绩较好，2021年11月IPO又较好缓解了公司资本开支压力，公司债务规模缩减，整体偿债压力不大。考虑到本期债券成功发行后，公司债务规模将大幅增加，杠杆水平将有所提升。

图17 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图18 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率有所波动，但整体处于较低水平，盈利对债务利息偿付保障程度很高，2021年以来总债务在总资本中占比整体呈下降趋势，杠杆水平较低。公司现金类资产较多，净债务为负，净债务/EBITDA指标表现优秀。考虑到近年以及未来一段时间内公司仍有一定的资本开支压力，自由现金流/净债务能更好地体现公司杠杆比率波动性，考虑资本支出后，公司杠杆水平有所提升，但仍较低。

表16 公司杠杆状况指标

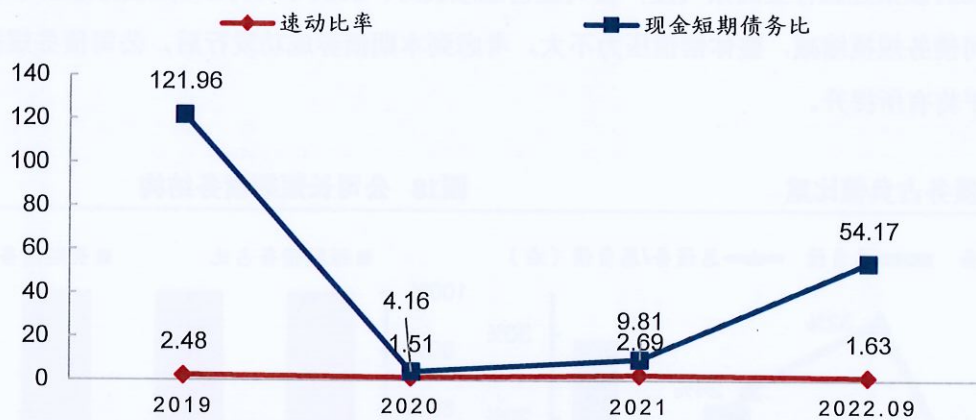
指标名称	2022年9月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	28.78%	23.72%	29.61%	20.60%

净债务/EBITDA	--	-1.50	-1.42	-1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	325.41	154.64	31.07
总债务/总资本	1.30%	6.83%	11.77%	0.46%
FFO/净债务	--	-51.64%	-57.11%	-32.77%
自由现金流/净债务	--	0.63%	9.37%	-2.19%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，受益于较多的现金类资产，公司速动比率和现金短期债务比表现较好，短期偿债压力不大。考虑到公司作为上市公司且为浙江省省级国企，融资渠道较为畅通。截至2022年9月末，公司授信总额和未使用额度分别为39.60亿元和37.87亿元，规模较大，但公司资产规模相对较小，可供抵押的资产有限，融资弹性较好。整体来看，公司流动性指标表现较强。

图19 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

ESG 风险因素

公司面临一定的安全生产及环保风险

作为化工类企业，公司部分产品属于危险化学品，面临着生产经营可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题。公司为环境保护部门公布的重点排污单位，为满足环保要求，2019-2021年及2022年1-9月公司环保投入分别为0.06亿元、0.05亿元、0.10亿元和0.20亿元。近年来公司排污总量未超过许可证上的总量要求，但未来需关注公司可能存在的超标排放情况及其对生产经营造成的不利影响。

近一年，公司受到的行政处罚共一项，处罚金额合计2.90万元，主要原因为一名外协人员在非生产

区域因无证作业被处罚等，该项处罚不属于重大违法行为，且已经足额缴付罚款，并整改完毕。

随着双碳目标提出，国家环保政策趋严，公司在业务发展过程中需要不断增加环保支出，并根据环保政策及时调整，对现有设备、工艺进行更新优化，如果公司未能及时适应趋严的环保要求，将面临环保处罚风险。公司生产过程对安全生产的要求较高，在未来业务开展过程中存在因设备或工艺不完善、危险化学品管理或操作不当等原因而造成安全事故的风险。

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（2023年1月12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2019年1月1日至查询日（2023年1月27日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

九、抗风险能力分析

首先，公司具备区位优势。公司位于氯碱产品主要消费区域，地处国家级化工园区，周边客户资源丰富且运输便利。其次，公司财务表现优秀，2021年以来行业景气度回升，公司主要产品大幅涨价，积累了较大规模的利润和现金类资产，推动资本实力提升；公司杠杆水平较低，现金短期债务比等偿债指标表现较好。

但需持续关注化工行业周期性波动对公司盈利能力的影响，产品售价波动是公司盈利能力变动的重要因素；其次，募投项目PVC与房地产行业关联度较高，公司PVC产能面临较大的消化压力。最后，公司面临一定的安全生产及环保风险。

整体而言，公司抗风险能力尚可。

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

(1) 本期债券募投项目收益。项目建成后满负荷状态运行下，项目投资财务内部收益率约为 12.65%（所得税后），静态投资回收期约为8.85年（所得税后）。受资金到位等因素影响，募投项目能否如期完工存在不确定性，完工后受市场需求、行业竞争及公司未来发展状况等因素影响，募投项目投产后能否实现预期收益存在不确定性。

(2) 经营性业务方面，2019-2021年及2021年1-9月公司营业收入、净利润和经营活动现金流合计数分别为63.20亿元、10.79亿元和6.97亿元。公司临近氯碱产品主要消费区域，地处国家级化工园区，

具有运输成本优势，2021年以来烧碱行业高景气度带来的良好销售表现为公司提供较好地现金流支持，可为本期债券偿付提供一定保障。但同时也需要关注公司未来仍有一定规模的资本支出需求，新增PVC产能存在较大消化风险。

(3) 公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因导致外部融资困难的风险。

(4) 本期债券为可转换债券，债券转股后无需还本付息，可视为偿债方式之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素有可能致使债券持有人不进行转股。

十一、结论

综上，中证鹏元评定浙江镇洋发展股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

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。

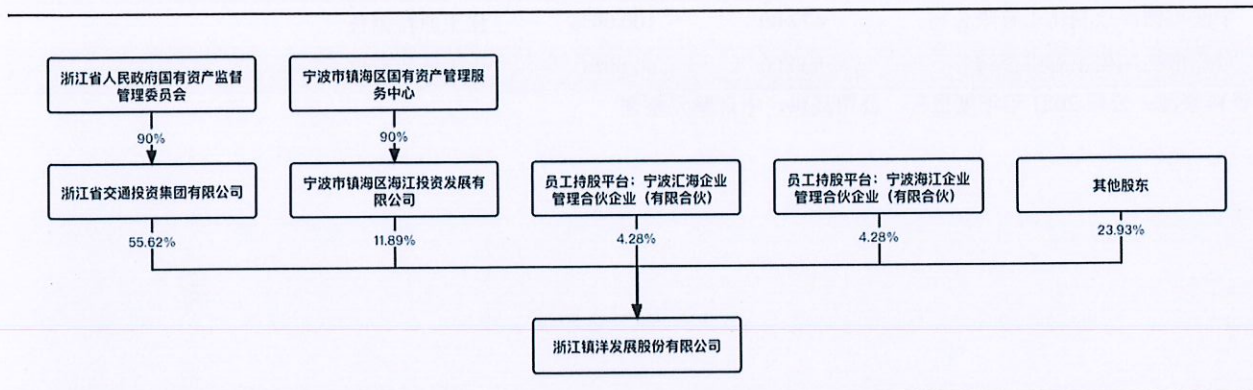
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.31	4.73	2.24	1.67
应收款项融资	5.72	6.07	2.23	2.18
流动资产合计	11.19	13.46	5.36	4.53
固定资产	5.12	5.16	3.57	2.57
在建工程	6.34	1.58	2.15	1.18
非流动资产合计	12.08	7.39	6.04	4.10
资产总计	23.27	20.85	11.40	8.63
短期借款	0.00	0.50	1.07	0.03
应付票据及应付账款	4.39	2.56	1.38	0.79
应付账款	4.23	1.90	1.38	0.79
应交税费	0.81	0.83	0.27	0.14
流动负债合计	6.23	4.52	3.22	1.71
长期借款	0.05	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.01	0.01	0.01	0.01
非流动负债合计	0.47	0.43	0.16	0.07
负债合计	6.70	4.94	3.38	1.78
总债务	0.22	1.17	1.07	0.03
归属于母公司的所有者权益	16.52	15.85	7.90	6.84
营业收入	19.88	20.43	11.52	11.37
营业利润	4.26	6.14	1.83	1.60
净利润	3.17	4.97	1.37	1.27
经营活动产生的现金流量净额	4.10	1.30	0.64	0.94
投资活动产生的现金流量净额	-2.56	-1.12	-0.60	-0.85
筹资活动产生的现金流量净额	-2.96	2.31	0.54	0.25
财务指标	2022年9月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	25.61%	32.68%	17.28%	21.88%
EBITDA 利润率	--	32.19%	18.84%	19.23%
总资产回报率	--	37.16%	18.22%	22.73%
资产负债率	28.78%	23.72%	29.61%	20.60%
净债务/EBITDA	--	-1.50	-1.42	-1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	325.41	154.64	31.07
总债务/总资本	1.30%	6.83%	11.77%	0.46%
FFO/净债务	--	-51.64%	-57.11%	-32.77%
速动比率	1.63	2.69	1.51	2.48
现金短期债务比	54.17	9.81	4.16	121.96

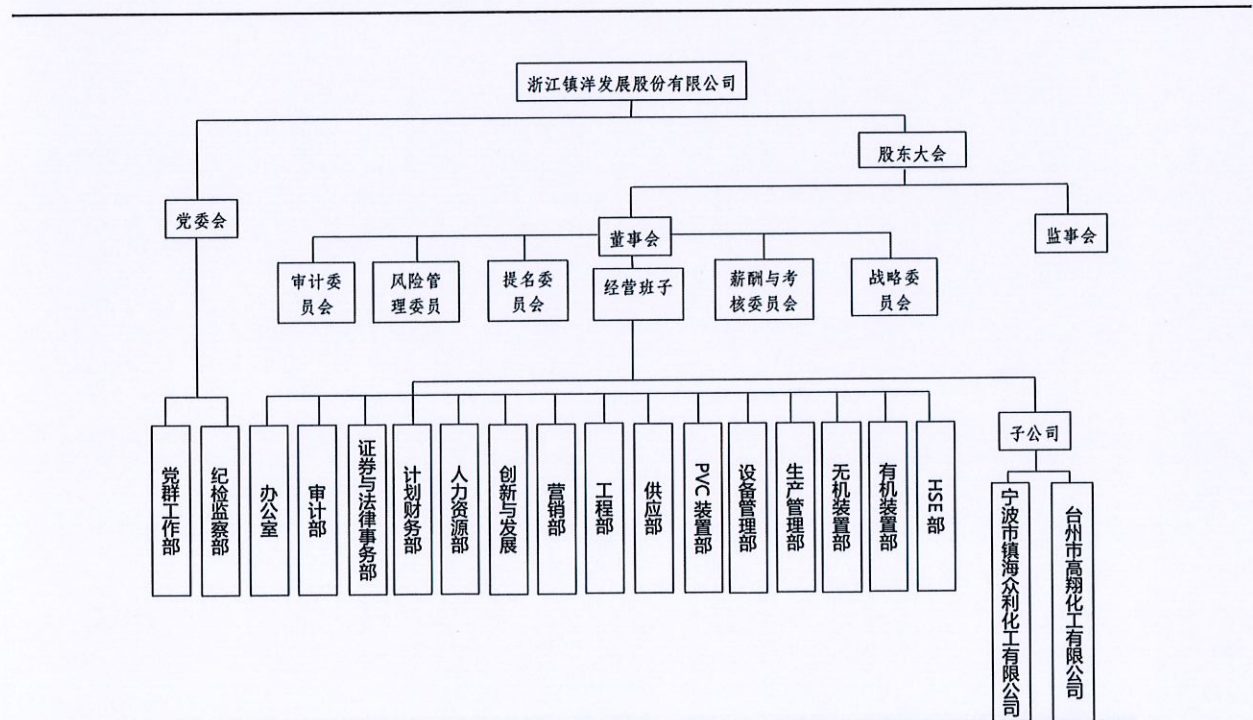
资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 9 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022年9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
宁波市镇海众利化工有限公司	472.00	100.00%	化工原料销售
台州市高翔化工有限公司	500.00	60.00%	化工原料销售

资料来源：公司 2021 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理



（仅含中 CSCI 评级） 信用评级报告 三季报



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+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
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。