



2023年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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年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2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
镇洋转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）地处氯碱产品主要消费区，系宁波石化经济技术开发区内唯一氯碱企业，依托区位优势及能耗控制形成了一定的成本竞争力。但中证鹏元也关注到公司盈利能力有所下降，杠杆水平持续走高，新增产能面临消化风险，盈利可能不达预期，还面临一定的安全生产及环保等风险因素。

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。

评级日期

2024年6月21日

联系方式

项目负责人：韩飞
hanf@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	34.14	29.71	25.46	20.85
归母所有者权益	19.18	17.75	17.14	15.85
总债务	8.48	4.64	1.01	1.17
营业收入	3.93	21.15	25.63	20.43
净利润	0.45	2.50	3.80	4.97
经营活动现金流净额	-1.44	0.47	5.27	1.30
净债务/EBITDA	--	0.52	-1.04	-1.50
EBITDA 利息保障倍数	--	121.70	569.29	325.41
总债务/总资本	30.60%	20.67%	5.56%	6.83%
FFO/净债务	--	155.51%	-43.80%	-51.64%
EBITDA 利润率	--	17.71%	22.62%	32.19%
总资产回报率	--	11.63%	21.50%	37.16%
速动比率	1.17	0.47	1.08	2.69
现金短期债务比	5.81	1.16	7.94	9.81
销售毛利率	20.65%	18.40%	23.78%	32.68%
资产负债率	43.64%	40.04%	32.45%	23.72%

注：2021、2022年公司净债务规模为负数。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

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（2023年中国高质量发展化工园区30强排名第4）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，近年公司综合能耗持续下降，近三年公司烧碱单位综合能耗位列全行业前列，烧碱产品业务毛利率保持在行业中上水平。

关注

- **受行业周期性波动影响，公司盈利能力有所下降。**公司烧碱、液氯等主要产品为基础化学品，同质化程度高，2023年液氯及耗氯产品需求仍偏弱，烧碱产品供需格局转宽松，氯碱类产品单价出现较大程度下滑，同时成本端原料价格波动较大，综合影响下，公司盈利能力有所下降，全年销售毛利率较2022年下降5.38个百分点至18.40%，未来需持续关注行业供需格局变化下主要原材料、产品价格波动对公司业绩的影响。
- **公司杠杆水平持续走高，新增产能面临消化风险，盈利可能不达预期。**公司年产30万吨乙烯基新材料项目投资规模较大，资金来源主要为IPO、本期债券募集资金及自筹资金，受此影响公司资产负债率持续走高，2024年3月末达43.64%，总债务持续攀升至8.48亿元，叠加盈利能力下降，偿债压力有所加大；此外，PVC下游需求与房地产行业相关度较高，公司新增产能面临产能消化风险，盈利可能不达预期。
- **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、天）

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	29.71	725.30	147.90	210.65	122.61	25.85
营业收入	21.15	371.18	109.67	114.65	72.14	25.89
净利润	2.50	-31.86	3.73	-8.62	8.10	-1.78
销售毛利率	18.40	9.53	12.56	6.67	17.59	6.97
资产负债率	40.04	59.46	20.20	56.05	28.75	48.67
净营业周期	-91.54	-16.49	-23.77	-38.79	-22.22	12.73
烧碱产量	39.76	135.83	90.36	75.20	101.37	19.01
烧碱收入	10.05	26.44	23.31	20.70	24.43	7.72
烧碱毛利率	61.03%	54.45%	60.32%	24.03%	41.76%	51.58%

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2023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；中泰化学烧碱毛利率数据为氯碱类产品数据；新疆天业烧碱收入和毛利率均为碱产品数据，另有液碱（30%）产量为84.60万吨。

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_2023V1.0
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	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	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					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。

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
镇洋转债	6.60	6.60	2024-3-4	2029-12-29

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2024年1月发行6年期6.60亿元可转债，募集资金计划用于年产30万吨乙烯基新材料项目。截至2024年3月29日，本期债券募集资金专项账户余额为0.73亿元。根据公司2024年6月7日《关于募投项目结项的公告》，年产30万吨乙烯基新材料项目已完成建设并投入生产。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司股本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2024年3月末，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。第一、二大股东持股比例均未发生变化，股权结构较为稳定。截至2024年3月末，公司前五大股东无股权质押情况。

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、PVC等装置，产业链不断完善。截至2024年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共2家，见附录三。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具

创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

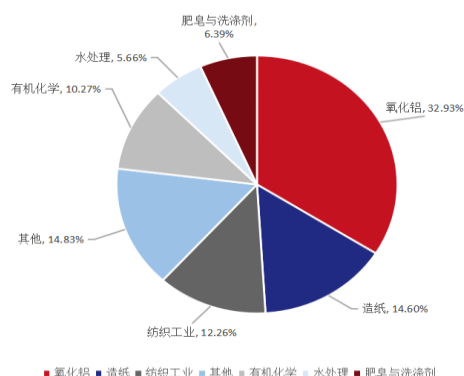
行业环境

（一）烧碱

2023年国内烧碱出口回落，烧碱产能投产仍保持较大规模，同时下游氧化铝行业整体开工负荷不足及大量使用进口铝土矿等因素影响，整体供需格局显著转宽松

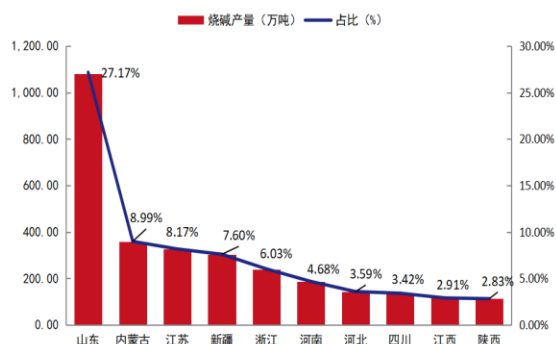
烧碱是重要的基础性化工原料“三酸两碱”中的“两碱”之一，从形态上可分为液碱和片碱，根据中国氯碱工业协会公布的2023年烧碱下游行业分布情况，下游广泛应用于氧化铝（占比33%）、造纸（占比14.60%）、纺织工业（占比12.26%）等多个行业。受高耗能及运输半径等因素影响，我国烧碱企业或集中在新疆、内蒙等电力资源丰富地区（以片碱产品为主），或集中在山东、浙江、江苏等近市场区域（以液碱产品为主），其中山东因氧化铝产量较高集中了我国约27%左右的烧碱产量。

图1 2023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

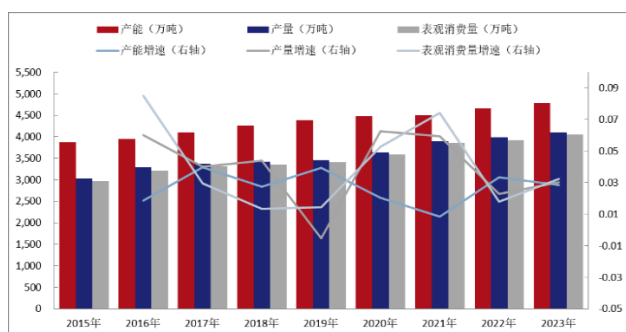
图2 2022年我国主要省份烧碱产量情况



资料来源：ifind，中证鹏元整理

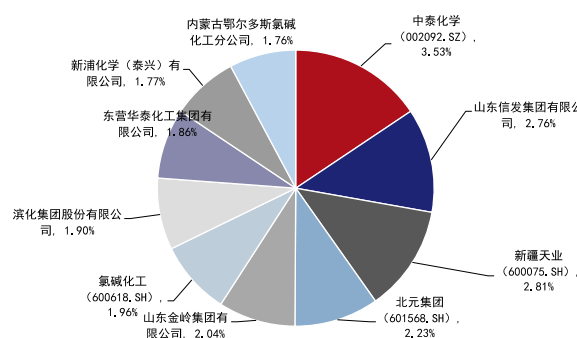
烧碱行业产能持续提升且市场集中度较低，2019年10月《产业结构调整指导目录（2019年本）》就将“新建烧碱（废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外）”列入限制类。根据郑州商品交易所数据，2021年烧碱CR5仅为13.37%，烧碱企业164家中烧碱产能超过100万吨/年的企业仅4家，分别为中泰化学（002092.SZ）、山东信发集团有限公司、新疆天业（600075.SH）和山东昊邦化学有限公司，合计产能占比仅为10.4%。截至2023年底，我国现有烧碱企业167家，新增6家，退出2家，总产能4,841万吨。新增产能213万吨，退出产能30万吨，产能新增量基本趋于常规水平。2023年我国烧碱产量、消费量和产能保持增长，表现消费量增速相对较高。根据永安研究数据，2023年我国烧碱行业投产计划143万吨，2024年达273万吨，依旧处于一定的投产周期中。

图3 我国烧碱表观消费量、产能、产量情况



资料来源：中国氯碱网、国家统计局，中证鹏元整理

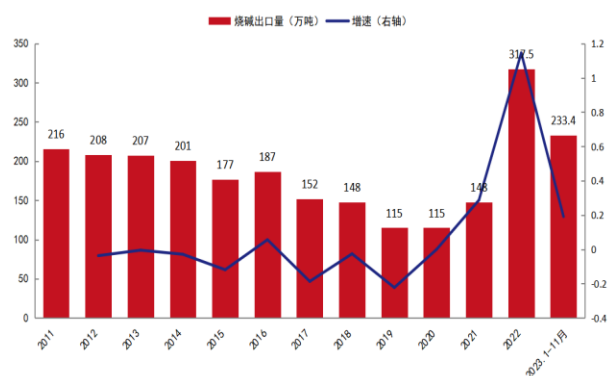
图4 2021年烧碱行业市场占有率情况



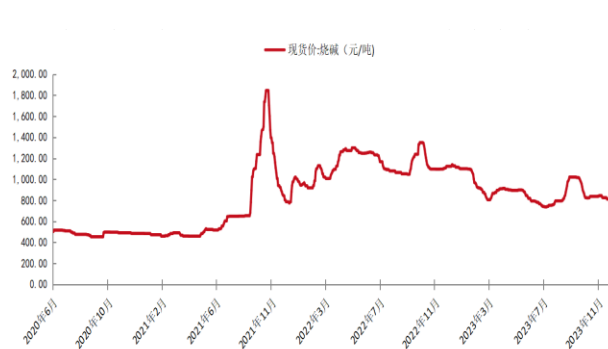
注：市场占有率按2021年产量计算。
资料来源：郑州商品交易所，中证鹏元整理

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。受国内外烧碱价差缩小影响，2023年国内烧碱出口回落近24%，对国内烧碱价格形成明显拖累。此外，2023年烧碱行业产能投产仍保持较大规模，下游氧化铝部分新增产能释放，但由于行业整体开工负荷不足及大量使

用进口铝土矿等因素影响，对烧碱消耗未出现明显增加；由于氧化铝价格持续低位盘整，企业盈利水平较弱，采购烧碱价格明显下降；造纸、印染、化纤及部分耗碱化工行业整体较为温和，装置开工负荷不足，对烧碱以刚需采购为主。整体来看，在供增需减下，烧碱市场整体供需格局显著转宽松，2023年烧碱价格波动下降。

图5 我国烧碱出口情况


资料来源：海关总署，中证鹏元整理

图6 我国烧碱价格波动情况


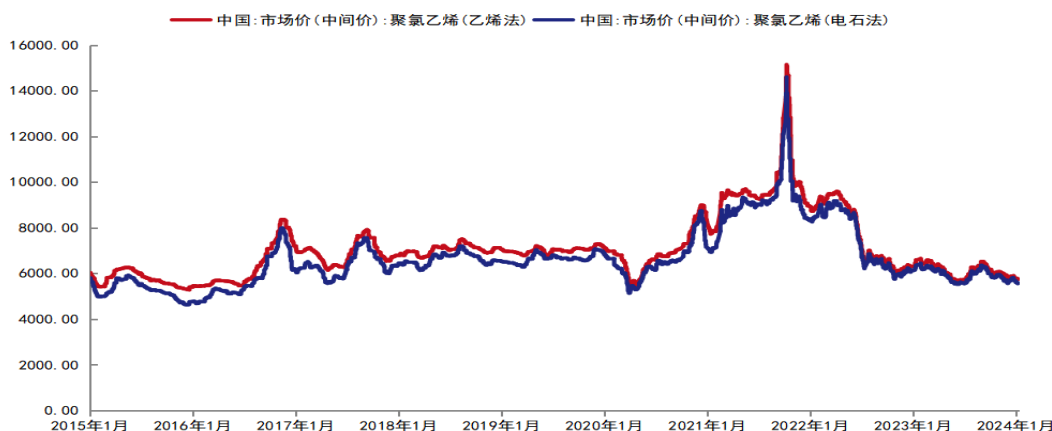
资料来源：Wind，中证鹏元整理

(二) 氯产品

氯产品受周期性影响较大，2023年以来液氯、PVC、ECH等产品下游需求偏弱，价格持续走低，压缩氯碱企业整体盈利空间，未来需持续关注房地产复苏节奏对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。氯气属于高危化学品，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，2022年用于生产PVC的液氯比重达40%。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7 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。2023年，受经济大环境下行影响，下游环氧树脂工厂的开工率低迷，需求萎缩，ECH价格大幅下降。

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、经营与竞争

跟踪期内，公司上游主要原料采购单价涨跌不一，同时受行业周期波动影响，主要产品价格出现大幅下滑，综合影响下盈利能力有所下降，但依托区位优势及较强的能耗控制仍保持着一定的成本竞争优势，销售毛利率仍保持在行业中等偏上水平；需关注PVC行业供需矛盾依旧凸显，新建产能面临消化压力，盈利可能不达预期

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，2023年公司收入仍主要由烧碱和液氯、耗氯产品构成，行业维持“以碱补氯”状态，利润主要由烧碱产品贡献。2023年受行业周期波动影响，公司氯碱类产品价格均出现了较大幅度的下滑，公司营业收入及销售毛利率均有所下降。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年
----	-------	-------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
氯碱类	16.94	80.13%	18.14%	22.63	88.36%	26.49%
MIBK 类	2.80	13.26%	27.62%	1.72	6.70%	7.00%
其他	1.40	6.60%	2.66%	1.26	4.94%	-2.98%
合计	21.14	100.00%	18.37%	25.61	100.00%	23.73%

注：氯碱类包括烧碱、液氯、氯化石蜡、ECH、次氯酸钠等产品；其他收入主要为氢气等产品的销售；MIBK 类产品包括：甲基异丁基酮、二异丁基酮等。

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，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，园区内客户销售占比仍保持在较高水平，2023年园区内贡献了约24%烧碱销量和74%的液氯销量，各产品产量基本在华东地区实现消化，区域竞争优势明显

公司具备较强的区位优势，位于氯碱产品主要消费区域，产品销售区域集中在华东地区，临近港口，在有效降低运输成本的同时构筑一定的区域销售壁垒。公司是宁波石化经济技术开发区（2023年中国高质量发展化工园区30强排名第4）内唯一的氯碱企业，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，2023年公司烧碱产品园区内客户销售占比保持在24%左右，主要产品在华东地区的销售占比仍保持在较高水平。

表2 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	2023 年	2022 年
华东地区		
烧碱	99.76%	99.15%
液氯	100.00%	100.00%
氯化石蜡	90.45%	93.43%
MIBK	85.61%	88.96%
ECH	98.75%	97.26%
其中：宁波石化经济技术开发区		
烧碱	23.84%	24.04%
液氯	74.44%	76.80%
氯化石蜡	0.07%	0.11%
MIBK	0.00%	0.00%
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，2023年公司前五大客户集中度为19.51%，同比下降4.47个百分点；且下游客户所属行业较为分散，主要涉及江浙区域印染、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，2023年前五大客户中的三个为园区内客户，因液氯、烧碱销售价格大幅下降原因，前五大客户位次有所变动，但整体仍保持稳定。

受行业周期波动影响，2023年公司氯碱类产品价格出现了较大幅度的下滑，盈利能力有所下降，未来仍需持续关注氯碱行业周期性波动对公司业绩的影响

公司营业收入仍主要来源于烧碱、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，盈利水平受行业供需情况影响较大。

烧碱方面，烧碱是公司业绩表现的主要决定因素，2023年烧碱对营业收入和毛利润的贡献分别为47.53%和157.65%，毛利润贡献比例有所上升。2023年烧碱行业有效产能释放达新高，海外能源溢价不再，出口下降，叠加下游氧化铝整体开工负荷不足及大量使用进口铝土矿等因素影响，在供需双重影响下，烧碱产品价格有所下降，产销率有所下降。

液氯方面，2023年房地产市场持续低迷背景下液氯需求减量，液氯供需失衡，价格持续走低，整体维持“以碱补氯”格局。

氯化石蜡方面，2023年原料液蜡随原油波动市场价格波动频繁、液氯价格大幅走低，氯化石蜡价格呈波动态势，公司氯化石蜡产品全年均价有所下降。自2024年1月1日起，我国全面禁止短链氯化石蜡的生产、加工、使用和进出口，目前公司产品达到环保型要求，预计对公司该类产品销售有一定支撑，但目前仍有部分氯化石蜡厂家生产销售短链氯化石蜡，并以低成本产品冲击市场。

ECH方面，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，2023年公司ECH产品销售价格大幅下滑。

MIBK方面，2022年12月公司第一大供应商镇江李长荣高性能材料有限公司（产能5万吨/年，目前国内产能为13.5万吨）因环境问题被永久关停，供应量大幅减少，导致2023年销售均价大幅上升，但随着进口量增长及新增产能投放，MIBK产品整体处于供需紧平衡态势。

表3 公司主要产品销售情况（单位：万吨、万元、元/吨）

项目	2023年	2022年	
烧碱	销量	36.74	35.32
	产销率	99.22%	99.86%
	销售收入	100,498.24	125,713.45
	销售均价	2,735.03	3,559.67
液氯	销量	25.41	24.11
	产销率	100.14%	99.87%
	销售收入	6,539.76	20,411.87
	销售均价	257.34	846.48
氯化石蜡	销量	6.90	6.73
	产销率	99.71%	100.60%
	销售收入	31,349.45	34,262.50
	销售均价	4,543.51	5,091.28

ECH	销量	2.78	2.51
	产销率	103.35%	97.67%
	销售收入	20,242.49	32,992.45
	销售均价	7,272.77	13,165.82
MIBK	销量	2.14	1.69
	产销率	99.07%	101.20%
	销售收入	26,454.49	16,624.25
	销售均价	12,363.77	9,856.88

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

公司在销售模式和结算模式方面未发生重大变化，仍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。在结算政策方面，公司仍主要采用款到发货的方式，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

公司综合能耗持续降低，在浙江省氯碱企业综合能耗排名中仍居前列，综合电力成本、能耗以及运输成本等多重因素，公司销售毛利率仍处于行业中等偏上水平；受益于周边丰富需求，公司烧碱业务产能利用率仍保持在较高水平

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，2023年1-11月，公司综合能耗持续降低，在浙江省氯碱企业综合能耗排名中仍居前列，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，公司销售毛利率仍处于行业中等偏上水平。

表4 浙江省氯碱企业综合能耗情况

综合能耗 (kgce/t)	2023年 1-11月	2022年	2021年
全省平均	293.8	294.69	301.39
万华化学（宁波）氯碱有限公司	287	288.44	291.51
浙江镇洋发展股份有限公司	286.9	287.92	291.79
浙江嘉化能源化工股份有限公司	303.5	299.78	300.48
浙江闰土新材料有限公司	315.4	295	312.28
浙江巨化股份有限公司电化厂	292.9	298.58	309.00
杭州电化集团有限公司	296	305	317.00

¹注：1kgce=8.167 度电，同浙江省平均综合能耗相比，按 2023 年电力采购均价 0.61 元/度电价测算，每吨折百烧碱公司节约成本 34.375 元，年产 35 万吨烧碱产量可节约成本 0.1203 亿元。

资料来源：公司提供

图8 氯碱行业主要企业销售毛利率情况

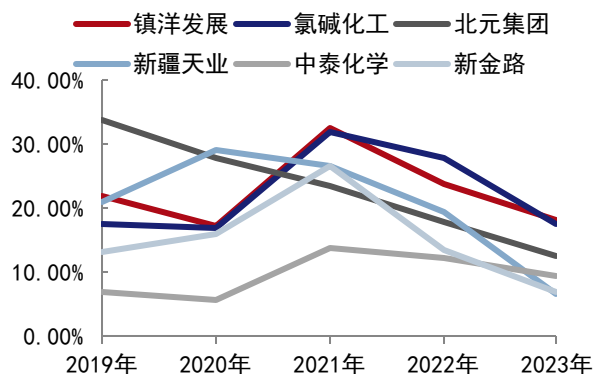
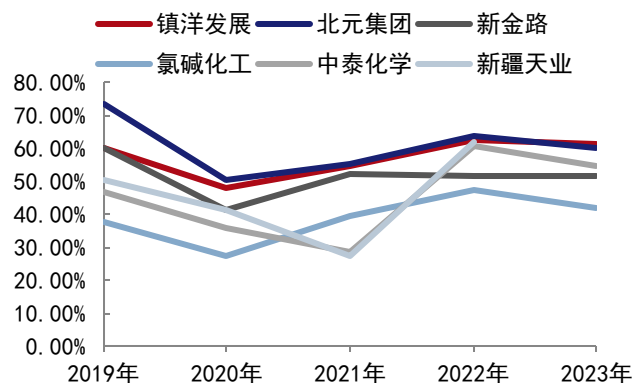


图9 氯碱行业主要企业烧碱业务毛利率情况



资料来源：ifind、各企业年度报告，中证鹏元整理

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；新疆天业2023年度烧碱产品毛利率未披露。

资料来源：ifind、各企业年度报告，中证鹏元整理

烧碱属于限制类产能，公司烧碱产能维持在35万吨，处于行业中上游水平，全部位于宁波石化经济技术开发区公司厂区内。受益于新能源、环保等新兴产业领域对烧碱的需求量的爆发式增长，亦得益于周边需求较为丰富，2023年公司烧碱产量保持增长，产能利用率仍高于行业平均水平。

表5 公司烧碱生产情况

项目	2023年	2022年
期末产能（万吨）	35.00	35.00
加权产能（万吨）	35.00	35.00
产量（万吨）	39.76	37.93
其中：自身耗用量（万吨）	2.73	2.56
产能利用率	113.60%	108.37%
烧碱行业开工率	80%	85%

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

公司根据产品综合效益调整耗氯产品生产计划，耗氯产品生产受市场竞争格局及效益影响较大，2023年产能利用率整体保持稳定

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。耗氯项目属于危化项目，审批严格，公司耗氯产品产能保持稳定。耗氯产品为氯碱平衡产品，公司根据市场情况以及产品综合效益调整生产计划，氯化石蜡产能利用率较为稳定；受行业头部企业镇江李长荣MIBK装置永久性关停影响，2023年公司相应加大MIBK产量，产能利用率有所提升；受房地产市场持续低迷影响，ECH产能利用率仍维持在较低水平。

表6 耗氯、耗氢产品生产情况

项目		2023年	2022年
氯化石蜡	期末产能（万吨）	7.00	7.00
	产量（万吨）	6.92	6.69
	产能利用率	98.86%	95.57%
MIBK	期末产能（万吨）	2.00	2.00
	产量（万吨）	2.16	1.67
	产能利用率	108.00%	83.50%
ECH	期末产能（万吨）	4.00	4.00
	产量（万吨）	2.69	2.57
	产能利用率	67.25%	64.25%

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

30万吨乙烯基新材料项目投产有利于提升公司氯碱平衡能力，但项目投资规模较大，市场竞争加剧，面临产能消化风险，盈利可能不达预期

公司产业链不断完善，氯碱平衡能力持续提升。截至2023年末，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，公司主要在建项目尚需自筹资金3.08亿元，存在一定的资本开支压力。根据公司2024年6月6日公告，年产30万吨乙烯基新材料项目已完成建设并投入生产，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。

目前PVC行业供需矛盾依旧凸显，且新增产能较多，行业开工率逐年下滑，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，公司面临产能消化风险，盈利可能不达预期。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7 截至 2023 年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	167,600.14	30	IPO 募集资金、可转债 募集资金、自筹资金
氯碱事故系统改造	1,800.00	1,226.14	--	自筹资金
氯气输送及管廊技改	1,800.00	1,730.59	--	自筹资金
合计	201,400.00	170,556.87	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）采购情况

公司主要原料采购价格随行就市，议价能力较弱，2023年主要原料采购单价涨跌不一，对公司成

本管控形成挑战；公司与供应商关系保持稳定，营运资金管理效率整体尚可

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，采购成本变动对公司利润水平影响较大。2023年直接材料成本占比有所下降，主要系电力、甘油、原盐采购单价下降所致。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	141,018.29	81.72%	163,160.40	83.53%
直接人工	3,352.55	1.94%	4,014.19	2.06%
制造费用	28,189.14	16.34%	28,152.35	14.41%
合计	172,559.99	100.00%	195,326.94	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，2023年公司电费占主营业务成本中直接材料的比重为44.31%，受加大开工负荷影响，电费采购金额及占比有所上升。浙江省电力资源紧缺且用电成本较高，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。

公司原盐采购主要来源于印度盐及山东、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。2023年原盐市场供应充足，下游需求相对平稳或有所减少，原盐采购单价同比大幅下降，采购金额及占比均有所下降。

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，目前国内仅有一家可提供环保型液体石蜡的厂家，国内采购渠道较为单一；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，受原油价格上涨及海运费上涨影响，2023年蜡油采购均价有所增长，采购量随着产量的提升有所增长。丙酮作为大宗商品，价格随行就市，2023年采购数量和采购均价有所增长；公司丙酮采购集中于临近公司的两家厂家，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，公司主要通过贸易商采购东南亚甘油，价格随行就市，近年甘油采购单价波动较大，2023年甘油供应面充足，特别是进口量明显增加，同时原料粗甘油价格下跌，成本支撑弱，2023年公司甘油采购均价大幅下降。

整体来看，公司对蜡油、丙酮、甘油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氯化石蜡产品的正常生产。

表9 公司主要原材料采购情况

项目	2023年	2022年
----	-------	-------

电	采购数量-万度	102,158.07	96,129.17
	单价-元/度	0.61	0.64
	金额-万元	62,490.63	61,303.67
原盐	采购数量-万吨	59.88	59.94
	单价-元/吨	383.56	500.10
	金额-万元	22,968.77	29,976.36
蜡油	采购数量-万吨	3.33	3.22
	单价-元/吨	8,398.29	8,353.77
	金额-万元	27,972.92	26,872.48
丙酮	采购数量-万吨	2.70	2.23
	单价-元/吨	5,477.79	4,875.21
	金额-万元	14,788.58	10,893.56
甘油	采购数量-万吨	3.20	2.79
	单价-元/吨	3,924.58	9,667.14
	金额-万元	12,539.97	26,990.64

资料来源：公司提供

在采购结算政策方面，公司依据不同物料采取不同的结算形式，公司原料主要为工业盐、蜡油、丙酮、甘油和乙烯。工业盐分为两种，一种是以印度盐为代表的进口盐，进口盐一般根据国际惯例开具60天信用证为主要结算方式，而国产盐可货到后用承兑汇票支付。其中，蜡油、丙酮、甘油、乙烯主要采用现款支付的结算方式；蜡油分为两种，中石化南京金陵石化生产的蜡油采取款到发货结算方式，西班牙进口蜡油有一定账期，一般为货到10天后付款；丙酮、乙烯为厂家直供，均为款到发货；甘油为货到后一定账期后支付现款。

在营运资金管理方面，因应收票据期末余额大幅下降，2023年公司应收款项周转天数有所下降；存货周转天数保持稳定；因PVC项目投产提前备料，2023年应付材料款周转天数有所上升，2023年公司调整后净营业周期有所缩减，营运资金管理效率有所提升。

表10 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2023年	2022年
应收款项周转天数	12.07	14.70
存货周转天数	21.88	21.67
应付材料款周转天数	20.51	17.00
调整后净营业周期	13.43	19.37

注：（1）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）；（2）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）；（3）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）；（4）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 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

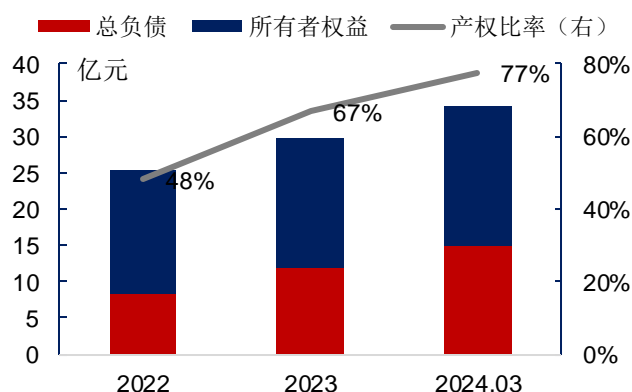
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年-2024年3月公司合并范围无变动。

资本实力与资产质量

因在建项目资金投入规模较大，2023年公司现金及应收款项规模持续下降，厂房及设备资产规模持续增长，需关注原料及产品价格波动带来的减值风险

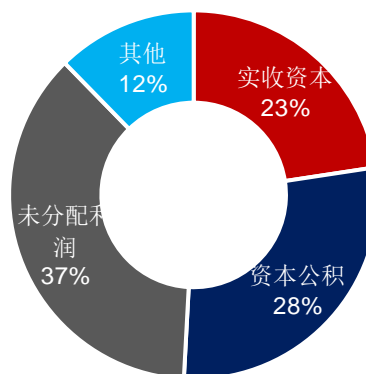
受益于日常经营盈余积累，2023年公司权益规模保持增长，同时因在建项目资金需求规模较大、带动公司总负债规模持续增长，整体影响下公司产权比率持续增长，权益对负债的保障程度仍维持在较高水平。

图10 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图11 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

随着30万吨乙烯基新材料项目及其他技改项目的持续投入，近年在建工程账面价值增幅较大，固定资产持续增长，带动公司资产规模保持较快增长。同时因在建项目资金支出规模较大影响，公司加快款项回收，2023年公司货币资金、应收款项及应收款项融资（银行承兑汇票）规模持续下降。2024年一季度货币资金大幅增长，主要系本期债券发行成功募集资金增加所致。公司应收账款均为一年以内，主要按账龄计提减值，整体风险可控。存货以原材料和库存商品为主，2024年一季度因PVC项目投产、新增产品库存及相应原料存货规模有所增长，需关注公司原料和产成品价格受市场影响波动较大，存在一定的减值风险。

截至2023年末，公司账面价值0.61亿元的资产使用受限，主要系票据保证金、票据质押和贷款抵押形成，考虑到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，但资产使用专营性较强。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.92	11.48%	0.79	2.66%	4.19	16.44%
应收账款	1.10	3.23%	0.54	1.81%	0.57	2.25%
应收款项融资	2.13	6.25%	2.43	8.19%	3.15	12.39%
存货	1.51	4.41%	1.05	3.55%	1.04	4.09%
流动资产合计	9.58	28.06%	5.45	18.33%	9.39	36.90%
固定资产	6.69	19.58%	6.76	22.76%	6.15	24.16%
在建工程	17.37	50.89%	16.98	57.17%	9.28	36.46%
非流动资产合计	24.56	71.94%	24.26	81.67%	16.06	63.10%
资产总计	34.14	100.00%	29.71	100.00%	25.46	100.00%

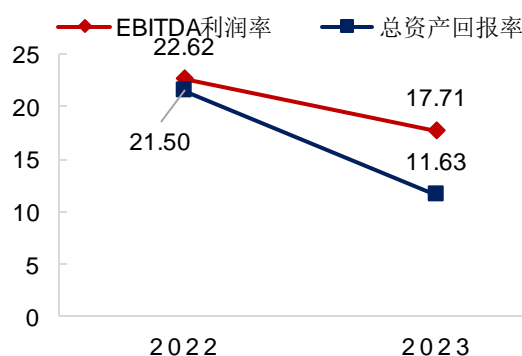
资料来源：公司2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司盈利能力受行业周期性波动影响较大，2023年氯碱行业周期切换下公司盈利能力下降

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，盈利能力受行业周期性波动影响较大，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，2023年烧碱行业供需格局显著转宽松，烧碱行情亦有所下降，公司业绩整体表现有所下降，盈利能力指标亦有所下降。

公司年产30万吨乙烯基新材料项目目前已正式投产，有望提升公司收入规模，但仍需关注产能消化风险及盈利状况。

图12 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受氯碱行业景气度下降影响，公司经营获现能力有所下降，但资本支出规模较大，总债务规模增幅较大，现金短期债务比大幅下降，面临一定的偿债压力

因在建项目资金需求较大，公司主要通过加快经营回款、对外借款、可转债发行及增加经营性负债筹集资金，近年负债规模持续增长，2024年3月末公司负债规模较2022年末增长80.39%。从负债结构来看，2024年3月末公司总债务规模增至8.48亿元，其中应付银行承兑汇票1.03亿元，银行借款1.89亿元，应付债券5.56亿元，短期债务规模1.04亿元。应付账款主要系在建项目形成的应付设备工程款及材料款构成。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.01	0.07%	1.00	8.41%	0.00	0.00%
应付票据	1.03	6.88%	1.76	14.78%	0.96	11.64%
应付账款	5.15	34.58%	5.82	48.91%	5.96	72.17%
流动负债合计	6.88	46.15%	9.43	79.28%	7.74	93.69%
长期借款	1.88	12.62%	1.88	15.81%	0.05	0.61%
应付债券	5.56	37.34%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	8.02	53.85%	2.46	20.72%	0.52	6.31%
负债合计	14.90	100.00%	11.89	100.00%	8.26	100.00%
总债务合计	8.48	56.95%	4.64	39.02%	1.01	12.25%
其中：短期债务	1.04	6.99%	2.76	23.21%	0.96	11.65%
长期债务	7.44	49.96%	1.88	15.81%	0.05	0.61%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2023年受氯碱产品市场景气度下降影响，公司EBITDA水平有所下降，FFO水平受融资利率下行、净利息支出下降及支付的各项税费大幅下降影响有所上升，公司经营利润对债务的本息保障程度有所下降。因在建项目资金投入需求较大，自由现金流/净债务能更好地体现公司杠杆比率波动性，自由活动现金流未能覆盖净债务规模，同时经营现金回款转弱，公司加大对外融资力度，杠杆水平有所提高，整体来看，公司面临一定的偿债压力。

表13 公司现金流及杠杆状况指标（亿元）

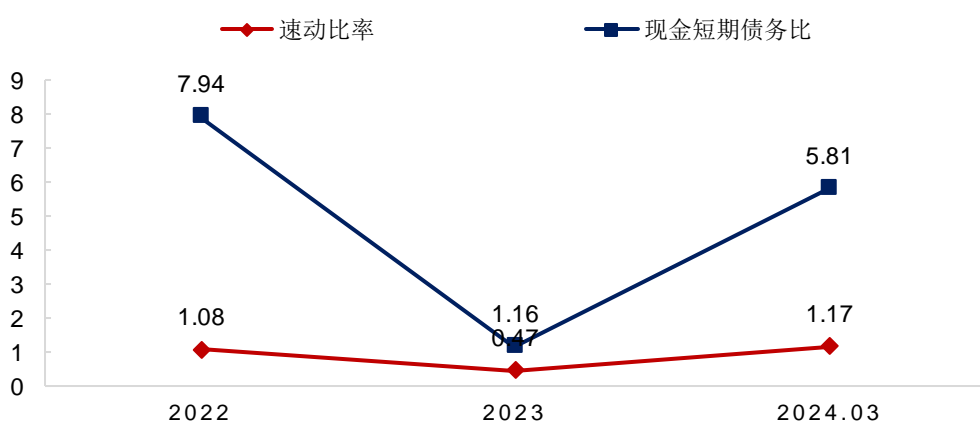
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流	-1.44	0.47	5.27
FFO	--	3.05	2.64
资产负债率	43.64%	40.04%	32.45%
净债务/EBITDA	--	0.52	-1.04
EBITDA 利息保障倍数	--	121.70	569.29
总债务/总资本	30.60%	20.67%	5.56%
FFO/净债务	--	155.51%	-43.80%
经营活动净现金流/净债务	-57.06%	24.11%	-87.50%
自由现金流/净债务	-87.86%	-230.32%	-36.32%

注：2022年公司净债务金额为负数。

资料来源：公司2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

近年公司债务规模持续增长，且应付银行承兑汇票规模增幅较大，现金短期债务比及速动比率均持续下降，2024年一季度因本期债券发行成功，货币资金规模大幅增长，流动性比率指标有所好转。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2023年末，公司未使用授信额度为36.99亿元，规模较大，但公司资产规模相对较小，可供抵押的资产有限，且资产主要集中于厂房及设备资产，专用性较强，资产流动性较弱。整体来看，公司流动性指标表现一般。

图13 公司流动性比率情况



资料来源：公司2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

七、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，2023年公司环保投入843.76万元。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。

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。

社会方面，根据公司提供的说明，公司员工激励机制、培养体系健全；近一年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，2024年5月，公司原董事长王时良先生因退休离职，沈曙光先生当选公司新任董事长；董事会同意聘任张远先生担任公司常务副总经理。沈曙光先生历任浙江善高化学有限公司生产部副经理、公司副总经理，宁波镇洋化工发展有限公司（公司原名）副总工程师、总工程师、副总经理、党委委员，党委副书记，拥有丰富的生产及管理经验。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月14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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年6月13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

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，产品销售区域集中于园区及华东地区，仍保持着较强的区位优势。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，2023年烧碱产品供需格局显著转宽松，销售毛利率有所下降；此外，募投项目投资规模较大，公司杠杆水平持续走高，PVC与房地产行业关联度较高，新增PVC产能仍面临消化压力，盈利可能不达预期。最后，公司仍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。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持镇洋转债信用等级为AA-。

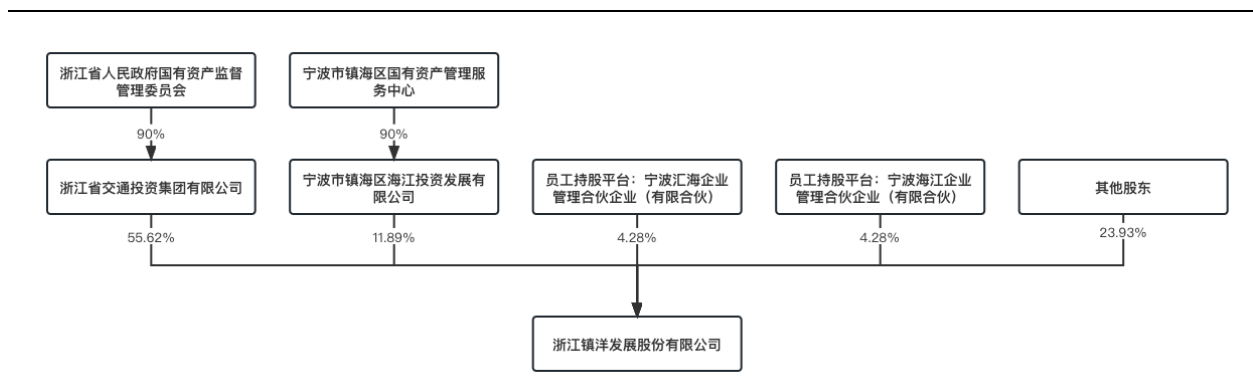
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年
货币资金	3.92	0.79	4.19
应收账款	1.10	0.54	0.57
应收款项融资	2.13	2.43	3.15
存货	1.51	1.05	1.04
其他流动资产	0.59	0.55	0.05
流动资产合计	9.58	5.45	9.39
固定资产	6.69	6.76	6.15
在建工程	17.37	16.98	9.28
非流动资产合计	24.56	24.26	16.06
资产总计	34.14	29.71	25.46
短期借款	0.01	1.00	0.00
应付票据	1.03	1.76	0.96
应付账款	5.15	5.82	5.96
其他应付款	0.15	0.14	0.19
一年内到期的非流动负债	0.01	0.00	0.00
流动负债合计	6.88	9.43	7.74
长期借款	1.88	1.88	0.05
应付债券	5.56	0.00	0.00
长期应付款	0.01	0.01	0.01
非流动负债合计	8.02	2.46	0.52
负债合计	14.90	11.89	8.26
总债务	8.48	4.64	1.01
所有者权益	19.24	17.81	17.20
营业收入	3.93	21.15	25.63
营业利润	0.61	3.16	5.00
净利润	0.45	2.50	3.80
经营活动产生的现金流量净额	-1.44	0.47	5.27
投资活动产生的现金流量净额	-2.94	-4.93	-2.88
筹资活动产生的现金流量净额	5.49	0.91	-2.96
财务指标（亿元）	2024年3月	2023年	2022年
EBITDA	--	3.75	5.80
FFO	--	3.05	2.64
净债务	2.53	1.96	-6.02
销售毛利率	20.65%	18.40%	23.78%
EBITDA 利润率	--	17.71%	22.62%
总资产回报率	--	11.63%	21.50%

资产负债率	43.64%	40.04%	32.45%
净债务/EBITDA	--	0.52	-1.04
EBITDA 利息保障倍数	--	121.70	569.29
总债务/总资本	30.60%	20.67%	5.56%
FFO/净债务	--	155.51%	-43.80%
经营活动净现金流/净债务	-57.06%	24.11%	-87.50%
自由现金流/净债务	-87.86%	-230.32%	-36.32%
速动比率	1.17	0.47	1.08
现金短期债务比	5.81	1.16	7.94

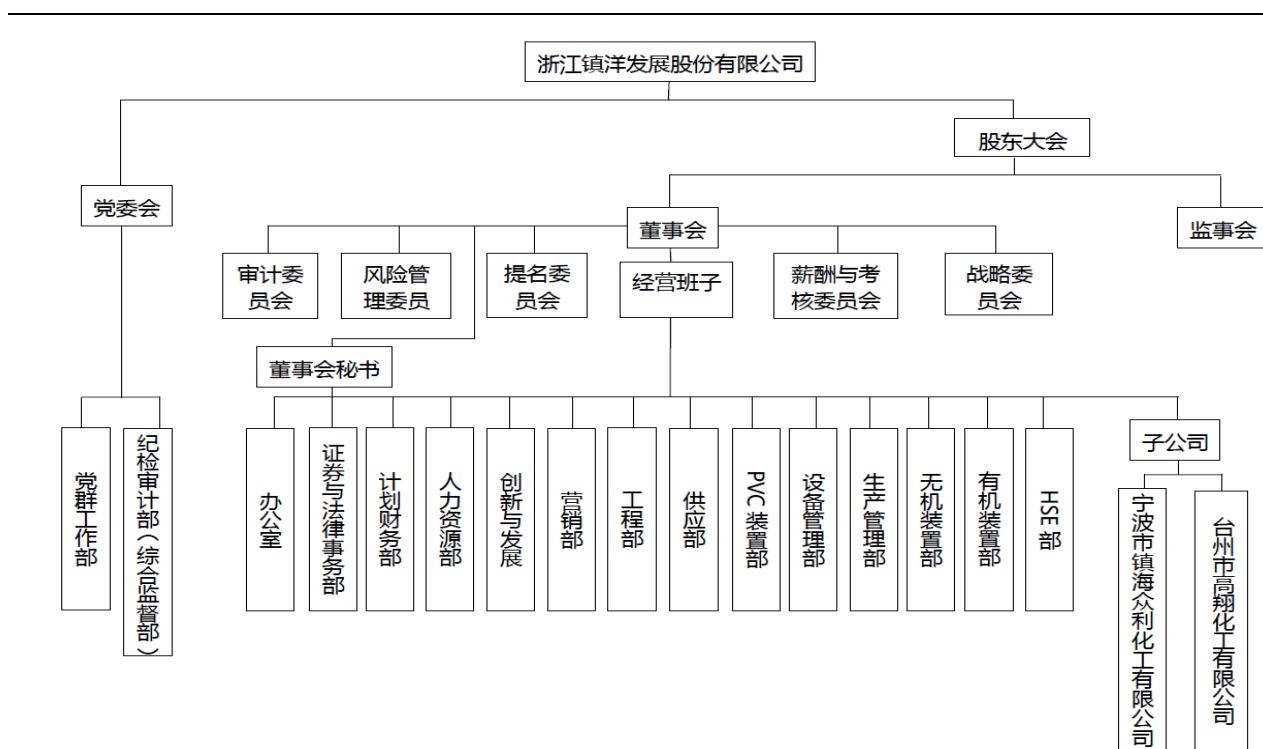
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 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 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

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。