

浙江新化化工股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【642】号 01

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，但不不对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

浙江新化化工股份有限公司相关债券2025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
新化转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：浙江新化化工股份有限公司（以下简称“新化股份”或“公司”，股票代码：603867.SH）作为国内脂肪胺行业重要生产企业，综合产能仍位居国内前列，其中异丙胺产品行业地位突出，2024 年脂肪胺产销量显著提升，合成香料新建产能逐步释放，拉动营业收入同比增长，现金生成能力稳定，现金类资产充裕，财务安全性仍较好；但也需关注合成香料和异丙醇后续新增产能规模较大，仍需关注未来的消化情况，公司原材料价格波动对成本影响较大，2024 年主要原材料价格上涨导致部分产品毛利率下滑，公司持续面临安全生产及环保压力，同时海外贸易政策变化、汇率波动等均给公司外贸业务带来不确定性，公司仍无实际控制人且股权较为分散，可能存在股东意见不一致而无法决策或控制权发生变化进而影响生产经营和业务发展的风险。

评级日期

2025 年 6 月 25 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	43.89	43.48	39.71	37.33
归母所有者权益	24.95	23.27	22.05	20.37
总债务	10.67	11.66	10.02	10.43
营业收入	7.65	29.66	25.97	26.83
净利润	0.84	2.75	2.89	3.70
经营活动现金流净额	-0.68	3.11	2.81	3.23
净债务/EBITDA	--	0.21	-0.07	-0.38
EBITDA 利息保障倍数	--	15.46	15.50	29.51
总债务/总资本	27.79%	31.02%	29.44%	32.37%
FFO/净债务	--	365.37%	-1,156.04%	-205.32%
EBITDA 利润率	--	16.41%	17.38%	18.56%
总资产回报率	--	8.27%	9.43%	13.02%
速动比率	1.85	1.78	1.98	1.88
现金短期债务比	2.34	2.46	3.59	2.59
销售毛利率	21.93%	20.76%	23.26%	23.57%
资产负债率	36.80%	40.35%	39.51%	41.64%

注：表中 FFO/净债务、净债务/EBITDA 指标为负数，系净债务为负数。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：王鹤
wangh@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **2024 年公司合成香料新建产能逐步释放，脂肪胺产销量显著提升。**2024 年公司新增合成香料产能 16,650 吨/年逐步投产，同时在扩建产能 18,800 吨/年，公司与全球香精香料行业龙头瑞士奇华顿公司（以下简称“奇华顿”）成立合资公司生产合成香料系列产品，且产品主要销售给奇华顿体系内企业，合资方可为新增产能提供一定消化空间，2024 年产销率仍接近 100%。此外，公司脂肪胺产能位居国内前列，2024 年公司脂肪胺产能利用率水平大幅提升，销量亦增长明显。综合影响下，2024 年公司营业收入同比增长。
- **现金类资产充裕，财务安全性较好。**2024 年公司经营活动现金净流入规模增长，公司现金生成能力仍然较为稳定；公司现金类资产充裕，2024 年末占总资产的比重仍在 20%以上，对短期债务的覆盖程度较好，且净债务水平较低，EBITDA 利息保障倍数亦处于较高水平。

关注

- **后续新增产能消化情况仍有待观察。**公司在建产能规模较大，除近年陆续投产的 16,650 吨/年香料产能外，公司正通过改扩建的形式新建香料产能 18,800 吨/年，其他在建产能包括 2 万吨电子级异丙醇等；中证鹏元关注到，随着在建项目陆续投产，公司将新增合成香料产能合计 35,450 吨/年，考虑到公司合成香料销售对于合作方奇华顿及其体系内企业存在一定依赖度，未来若外贸政策、市场拓展以及合作关系等因素发生不利变化，可能存在后续新增产能无法充分利用的风险，此外异丙醇行业近年来产能富余，新增 2 万吨电子级异丙醇产能建成后的市场行情仍有待观察。
- **原材料价格波动风险。**2024 年公司原材料占成本比重仍超过 80%，且主要原材料丙酮、松节油和丙烯价格均有不同程度上涨，导致公司有机溶剂业务毛利率下滑，公司生产所需主要原材料为化工原料，价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大的关联性，在行业现有技术条件下，原材料占公司生产成本比重较高的情况难以改变，在可预见的未来，原材料价格的波动仍将对公司盈利能力造成影响。
- **业务面临外贸风险、安全生产和环保风险。**2024 年公司海外销售占比超过 30%，未来若农药原材料、化工产品等贸易政策发生变化，导致公司产品存在被限制进口或被采取反倾销或反补贴等制裁的风险；公司业务具有易燃易爆、有毒、高温高压的生产特点，且属于国家环保政策重点调控的污染行业，公司业务始终面临安全生产和环保风险。
- **公司仍无控股股东及实控人。**截至 2025 年 3 月末，第一大股东建德市国有资产经营有限公司持股比例为 16.26%，第二大股东胡健持股比例为 9.96%；其他股东持股比例均在 5%以下，不存在单一股东对公司决策构成实质性影响，公司仍无实际控制人和控股股东，且股权仍较为分散，可能存在股东意见不一致而无法决策或控制权发生变化进而影响生产经营和业务发展的风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**公司脂肪胺业务市场地位突出，下游新能源领域需求扩张有望缓解供给压力，为脂肪胺产品销售打开新的增长空间，公司合成香料业务供销较为稳定且未来产能将进一步扩张，预计经营风险和财务风险相对稳定。

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	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				-1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
新化转债	6.50	5.044	2024-06-26	2028-11-28

注：债券余额截至 2025 年 6 月 20 日。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年11月发行6年期6.50亿元可转换公司债券，募集资金计划用于宁夏新化化工有限公司（以下简称“宁夏新化”）合成香料产品基地项目（一期）（全文简称“新化转债募投项目”）。2025年5月23日公司发布《关于可转换公司债券募集资金专用账户销户的公告》，鉴于新化转债募投项目已基本建设完成，公司根据新化转债募投项目实际运营情况，将其进行结项，并将结余的募集资金永久补充流动资金，对新化转债募集资金专户作销户处理。

二、 发行主体概况

2024年因可转债转股，公司股本有所增加，截至2025年3月末为1.93亿元，第一大股东建德市国有资产经营有限公司持股比例为16.26%；第二大股东胡健持股比例为9.96%，上述股东持有公司股份均未质押；其他股东持股比例均在5%以下。公司不存在单一股东持股比例超过30%的情况，不存在单一股东单独控制董事会的情形，不存在单一股东对公司决策构成实质性影响，股权比较分散，公司无控股股东和实际控制人。考虑上述情况，需关注公司未来可能存在股东意见不一致而无法决策或控制权发生变化进而影响生产经营和业务发展的风险。

截至2024年末，新化转债累计转股数量1,970,872股，尚未转股金额6.10亿元。因实施2023年年度权益分派以及触发转股价格向下修正条款，2024年9月20日新化转债转股价格向下修正至20.25元/股，因实施2024年年度权益分派，新化转债转股价格调整为19.81元/股。公司股票截至2025年6月13日收盘价为24.67元，高于转股价。

2025年公司新设和增资新增2家子公司。截至2024年末，公司合并范围内子公司共14家。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济

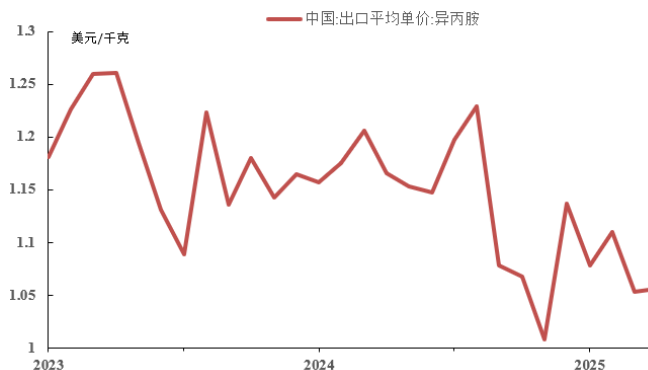
的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩大内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

2024年脂肪胺和异丙醇产能规模持续扩张，虽然新能源等领域脂肪胺需求快速提升，但随着行业新增产能投放，脂肪胺和异丙醇价格年内均出现下跌

公司脂肪胺产品主要为异丙胺和乙基胺，被广泛应用于农药、医药、化工助剂、新能源电池和军工等领域。以异丙胺为例，目前全球异丙胺供需基本平衡，国内产能占比较高，且较为集中。目前国内异丙胺主要生产企业有公司、建业股份（603948.SH）和安徽昊源化工集团有限公司，其中公司生产装置产能为年产10万吨异丙胺（副产异丙醇），现有异丙胺产能为国内最大。但近年来随着行业产能的持续扩张，脂肪胺行业市场竞争压力逐渐增大，导致产品盈利空间受到一定程度的压缩；另一方面，受益于电池等新兴领域需求的快速增长，脂肪胺在新能源等前沿应用领域的消耗量稳步上升，这部分新增需求有效缓解了传统领域产能富余的压力。从出口情况来看，根据海关统计数据，2024年我国出口异丙胺2.64万吨，同比增长20.71%，从出口价格来看，2024年上半年异丙胺出口价格整体保持稳定，但下半年以来价格出现大幅下跌，全年价格中枢趋弱。

图1 异丙胺出口平均价格情况



资料来源：wind，中证鹏元整理

公司有机溶剂系列的主要产品为异丙醇，异丙醇（IPA）作为产业链中靠近终端的中间产品，在制药、油墨、涂料、电子清洗等领域均有应用，另外异丙醇也是工业上比较普遍的溶剂，能和水混溶，对亲油性物质的溶解力强。竞争格局方面，根据生意社统计，我国异丙醇生产企业较为集中，全国异丙醇生产企业不足20家，其中凯凌化工异丙醇产能位居全国第一，为27.6万吨；其次为盐城苏普尔，产能为15万吨，此外产能在10万吨及以上还有大连恒力（13万吨）、锦州石化（10万吨）、利华益维远（10万吨），公司拥有异丙醇产能9万吨/年（另有在建产能2万吨）。根据隆众资讯，2020-2024年中国异丙醇产能快速发展，民营企业是新增主力，新建产能集中于东北、华东区域，行业集中度逐渐提升。2024年异丙醇行业总计2套新增装置，年产能共计9万吨，均为丙酮法工艺装置。截至2024年末，异丙醇行业总产能达到122万吨/年，复合增长率为2.6%。产能持续增长也带来行业供过于求的趋势，行业开工率常年维持在较低水平，其中2024年中国异丙醇产量共计63.9万吨，同比增长36%，全年开工率位于38%-66%区间。由于国内产能扩张加剧竞争，2024年异丙醇价格高位回落，多数工厂利润被压缩。

图2 异丙胺出口平均价格情况



资料来源: wind, 中证鹏元整理

我国拥有香精香料生产企业 1,000 余家，行业集中度较低，大量中小企业竞争激烈。在香料行业，新化股份、新和成、亚香股份等一些优势企业通过对香料产品进行技术改造和工艺优化，同时加大研发投入，形成批量化和规模化生产，在工艺、技术、生产设备、产品质量、原材料的选用配套等方面的水平显著提升，在香料的生产销售中具备一定的国际竞争力，逐渐成长为全球市场的重要供应来源。例如，国内香兰素和乙基香兰素产能占全球50%以上；全球消费量前30位的大宗香料，国内企业产量在50%以上，其中80%至90%出口到国际市场。而伴随我国行业管控趋严、环保壁垒抬升、国内消费升级、原料价格上涨等因素影响，小型企业生存更加艰难，无力扩张的中小企业将逐步退出市场或融入大企业，头部企业综合实力与市场份额有望持续提升。

四、经营与竞争

公司主要从事脂肪胺、有机溶剂、合成香料、其他精细化工产品的生产经营，主导产品有脂肪胺系列、有机溶剂系列和合成香料系列。从收入结构来看，公司近一半收入仍来源于脂肪胺系列产品。2024年由于脂肪胺和合成香料产销规模大幅增长，拉动公司营业收入保持增长。毛利率方面，分产品来看，三大类主要产品的业务毛利率涨跌不一，其中脂肪胺、合成香料波动增幅不大，但有机溶剂降幅较大，公司销售毛利率整体小幅下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
脂肪胺	14.53	48.98%	17.03%	12.32	47.46%	16.56%
有机溶剂	4.34	14.62%	24.66%	4.87	18.76%	30.55%
合成香料	7.90	26.63%	20.41%	5.19	19.99%	20.58%
其他	2.63	8.86%	34.25%	3.29	12.67%	39.29%
其他业务	0.27	0.91%	37.67%	0.29	1.12%	51.04%
合计	29.66	100.00%	20.76%	25.97	100%	23.26%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司宁夏新化新建合成香料产能陆续释放，凭借与奇华顿稳定的合作关系，新增产能消化顺利，同时脂肪胺系列产品产能利用率提升，但主要产品销售均价下滑、原材料价格波动拖累了公司利润表现，且在建产能规模较大，仍需关注后续新增产能的消化情况；公司出口业务比重较高，仍面临一定外贸风险，且公司业务面临的环保、安全生产压力较大

公司脂肪胺产品主要为异丙胺系列、乙基胺系列、正丙胺系列、正丁胺系列等，均属于低碳脂肪胺。公司脂肪胺系列产品年产能仍保持在13.5万吨，综合产能位居国内前列，其中现有异丙胺产能国内最大。2024年随着市场需求上升，脂肪胺产能利用率上升，产量较去年同期大幅增长。公司有机溶剂系列主要产品是异丙醇。从国内异丙醇消费占比来看，主要应用于医药中间体、有机合成及其他、农药、电子清洗、油墨和涂料。2024年末公司有机溶剂系列产品产能11万吨/年（含在建2万吨/年电子级异丙醇产能），受异丙醇行业产能富余影响，有机溶剂产品的产能利用仍不足。公司与奇华顿成立的合资公司江苏馨瑞香料有限公司（以下简称“江苏馨瑞”）具有合成香料系列产品年生产能力1.6万吨；合资公司充分利用合作双方的技术和生产经验进行装置建设与生产，相关产品75%左右供应奇华顿全球采购，2024年公司宁夏新化新建16,650吨/年合成香料产能陆续释放，整体产能大幅提升。

表2 公司主要产品生产情况（单位：吨）

项目		2024 年	2023 年
一、脂肪胺	设计年产能	135,000	135,000
	产量	127,338	101,162
	产能利用率	94.32%	74.93%
二、有机溶剂	设计年产能	110,000	90,000

	产量	55,237	60,560
	产能利用率	61.37%	67.29%
	设计年产能	32,650	16,000
	产量	24,079	15,073
	产能利用率	73.75%	94.21%
三、合成香料			

注：2024 年有机溶剂产能含在建 2 万吨/年电子级异丙醇产能。

资料来源：公司提供

公司属精细化工行业，具有易燃易爆、有毒、高温高压的生产特点，且属于国家环保政策重点调控的污染行业。近年公司未发生重大安全生产事故和重大环保违规情况，但仍不排除因生产过程管理控制不当或其他不确定因素发生导致安全事故的可能，以及如果未来环保标准提高，将对公司在环境保护设施和日常运营管理领域的投入要求加大，进而影响公司盈利水平。

从销售区域来看，2024年公司国内销售收入20.15亿元，受益于脂肪胺产销量的增长，国内份额有所提升。公司产品部分用于出口销售，其中合成香料系列产品主要销售给江苏馨瑞合资方奇华顿，稳定性较高，2024年海外销售收入完成9.24亿元，随着宁夏新化产能逐步释放，同比大幅上升。公司与国内外的草甘膦生产龙头企业、医药中间体生产企业、香精生产企业都建立了长期稳定的合作关系。合成香料产品因与全球香料香精行业龙头瑞士奇华顿公司深度合作，奇华顿所需产品优先向公司采购，保证了较高的产能利用率和稳定的市场需求。2024年前五大客户销售额67,746.95万元，占年度销售总额的23.05%，除对奇华顿销售占比较高（占比为15.5%）外，公司其他客户整体相对分散。

此外中证鹏元关注到，2024年公司海外销售占比上升至31.43%，未来若贸易政策发生不利变化，可能导致公司产品被限制进口或被采取其他反倾销或反补贴等制裁的风险，此外汇率波动对公司损益也会产生一定影响，需持续关注贸易政策、汇率波动等因素对公司海外销售的影响。

表3 公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
国内销售	201,504.18	68.57%	185,887.84	72.41%
海外销售	92,377.02	31.43%	70,836.21	27.59%
合计	293,881.20	100.00%	256,724.05	100.00%

资料来源：公司提供

从销售情况来看：（1）2024年由于脂肪胺下游需求偏弱，公司脂肪胺产品平均售价有所下降，但产能利用率恢复带动脂肪胺销量同步提升，公司脂肪胺产品销售收入同比有所增长；2025年一季度，该产品售价继续下降，但销售额仍受益于产销量提升而保持增长；（2）有机溶剂方面，2024年因停车检修、市场价格下降等原因，有机溶剂产销量有所下降；（3）合成香料产品方面，销售价格整体变化不大，宁夏新化香料产能逐步投产，当期销售量同比增长57.56%，新增产能消化情况正常，产销率接近100%。

表4 公司主要产品销售情况（单位：吨、元/吨）

项目		2024 年	2023 年
一、脂肪胺	销售量	127,642.31	100,961.19
	平均售价（不含税）	11,380.95	12,207.29
	产销率	100.24%	99.80%
二、有机溶剂	销售量	55,949.31	61,231.00
	平均售价（不含税）	7,749.43	7,958.09
	产销率	101.29%	101.11%
三、合成香料	销售量	23,383.18	14,840.76
	平均售价（不含税）	33,779.13	34,958.28
	产销率	97.11%	98.46%

资料来源：公司提供

原材料成本是公司营业成本的最主要构成，2024年占比仍超过80%。公司生产主要原材料包括丙酮、酒精、液氨、丙烯及松节油等，近年价格存在较大波动。从华东市场丙酮中间价来看，2024年上半年丙酮材料的市场价格延续大幅上涨趋势，下半年价格虽明显回落，但全年价格中枢上移，公司采购均价同比增长10.07%；除丙酮外，其余原材料采购均价涨跌互现，其中酒精和液氨价格大幅下降，松节油和丙烯价格均有所上涨。公司2024年前五名供应商采购额45,294.65万元，占年度采购总额的19.46%，不同供应商间采购相对分散，不存在对单一供应商的重大依赖。

中证鹏元关注到，公司生产所需主要原材料为基础化工原料，价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大的关联性。在行业现有技术条件下，原材料占公司生产成本比重较高的情况难以改变，在可预见的未来，原材料价格的波动仍会对公司产品的毛利率产生一定影响。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：千元/吨、吨）

年份	主要原材料	采购均价	采购量
2024 年	丙酮	6.06	58,245.38
	酒精	5.44	58,061.56
	液氨	2.79	36,928.47
	松节油	17.06	1,452.55
	丙烯	6.21	40,478.46
2023 年	丙酮	5.50	58,061.56
	酒精	6.29	50,437.88
	液氨	3.46	31,048.35
	松节油	15.95	1,789.87
	丙烯	6.11	45,492.42

资料来源：公司提供

截至2024年末，公司主要在建项目新化转债募投项目已投资7.36亿元，公司于2024年6月发布公告，拟将募投项目达到预定可使用状态日期延期至2025年6月，原因系项目B车间还处于试生产阶段，尚未全面完成；2025年4月公司发布公告，新化转债募投项目已实施完成并达到预计可使用状态。新化转债募投

项目总计新增16,650吨/年的合成香料产能，包括水杨酸己酯、水杨酸戊酯等较为大宗、应用范围广泛的合成香料，细分品类较多，该等产品市场需求量大，主要客户仍为奇华顿及其体系内企业；同时公司也在积极承接市场上其他客户的订单，并针对客户需求适时调整所供应的香料品类。江苏馨瑞34,800吨/年香料改扩建项目，建成后亦将新增香料产能18,800吨/年，预计在建产能完工时间为2025年8月。此外，公司在建工程中的宁夏新化含磷新材料产品项目计划总投资5.16亿元，截至2024年末累计投资金额1.94亿元，该项目所生产的材料系萃取剂、阻燃剂等用于贵金属萃取的材料；公司与湖北兴福电子材料股份有限公司签订协议，合资建设2万吨/年电子级异丙醇项目。中证鹏元关注到，随着在建项目陆续投产，公司将新增合成香料产能合计35,450吨/年，考虑到公司合成香料销售对于合作方奇华顿及其体系内企业存在一定依赖度，未来若外贸政策、市场拓展以及合作关系等因素发生不利变化，可能存在新增产能无法充分利用的风险，且在建项目面临一定的资金支出压力。

表6 截至 2024 年末公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目	总投资	累计投资金额	工程投入进度	资金来源
宁夏新化化工有限公司合成香料产品基地项目（一期）	8.28	7.36	88.90%	可转债募集资金
宁夏新化含磷新材料产品项目	5.16	1.94	37.56%	银行借款及自有资金
江苏馨瑞 34,800 吨/年香料改扩建项目	2.97	0.26	8.73%	自有资金
2 万吨电子级异丙醇项目	2.58	0.17	6.50%	自有资金
合计	18.99	9.73	-	-

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

五、 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2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

2024年末公司资本结构稳定，生产经营性资产受限比例小，现金类资产充裕，整体资产质量尚可，且净债务水平低，财务安全性较好；受主要原材料价格上涨、产品销售均价回落影响，2024年公司盈利能力有所弱化，未来仍需关注盈利易受原材料价格波动等因素影响而出现波动

资本实力与资产质量

公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，近年来随着经营利润累积，净资产规模保持增长，同时公司负债规模波动幅度较小。整体来看，公司产权比率有所下降，仍处于较低水平，权益对负债的保障程度较好。

公司资产以生产经营性的房屋建筑物、机器设备、在建工程和存货等为主，其中2024年末固定资产

规模大幅增长，主要来源于在建工程的大规模转固，但尚有2.49亿元固定资产尚未办妥产权证。其中公司主要在建项目包括IPO募投项目及新化转债募投项目，2024年末新化转债募投项目因大规模转固，期末余额大幅下降，根据公司2025年4月末发布的公告，新化转债募投项目已实施完成并达到预计可使用状态。随着公司固定资产规模大幅增长，2024年公司各类资产折旧、摊销规模1.30亿元，较上年大幅增长。公司存货主要由原材料、库存商品和在产品等组成，整体而言规模不大，但仍需关注原材料及产品价格波动可能带来的减值风险。公司应收账款全部为货款，账龄主要在一年以内，前五大客户整体分散，坏账风险可控。公司货币资金规模较为稳定，受限规模不大；应收款项融资均为银行承兑汇票，整体来看，公司货币资金及应收款项融资之和占总资产的比重均在20%以上，现金类资产较为充足。截至2024年末，公司除货币资金外，无其他受限资产。

图 3 公司资本结构

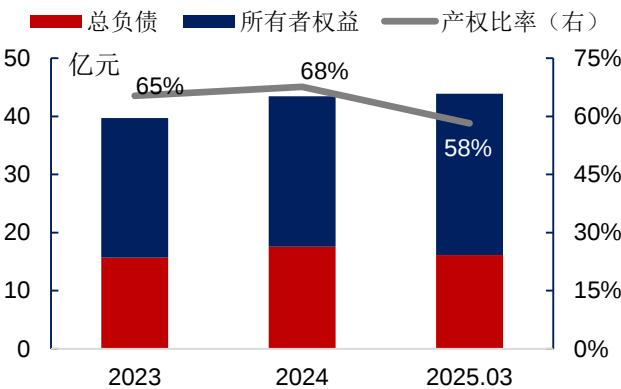
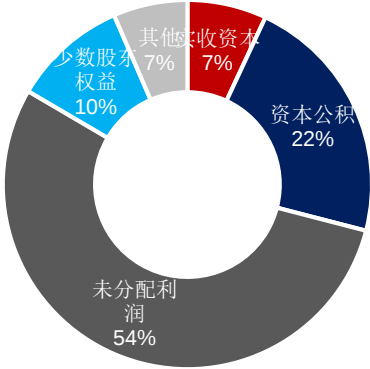


图 4 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.23	14.19%	7.56	17.40%	7.32	18.44%
应收账款	4.09	9.32%	4.04	9.29%	2.79	7.04%
应收款项融资	4.43	10.10%	3.85	8.85%	3.65	9.19%
存货	3.65	8.31%	3.44	7.90%	3.10	7.81%
流动资产合计	19.59	44.63%	19.68	45.26%	17.76	44.74%
固定资产	15.22	34.67%	14.87	34.20%	8.48	21.36%
在建工程	6.11	13.92%	5.96	13.71%	11.07	27.89%
非流动资产合计	24.30	55.37%	23.80	54.74%	21.94	55.26%
资产总计	43.89	100.00%	43.48	100.00%	39.71	100.00%

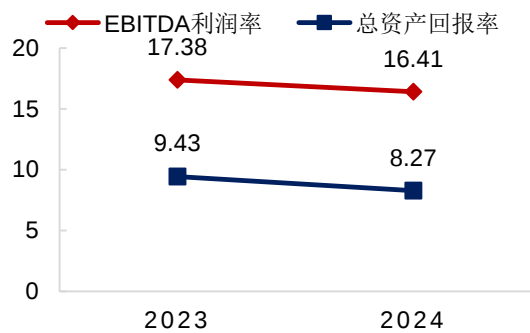
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司脂肪胺和合成香料产销量扩张拉动公司营业收入增长，但脂肪胺、有机溶剂和合成香料平均售价均有所回落，同时主要原材料中丙酮、丙烯和松节油等采购均价均有大幅上涨，受上述因素影响，公司有机溶剂产品毛利率降幅较大，公司销售毛利率整体有所下降；此外，2024年公司期间费用率9.41%。综合影响下，公司归属于上市公司股东的净利润2.27亿元，同比下降10.18%，总资产回报率、EBITDA利润率均有所下降。

从盈利趋势波动性来看，原材料成本是公司营业成本的最主要构成，2024年占比仍超过80%，主要原材料价格上涨削弱了公司盈利能力，考虑到公司生产所需主要原材料为基础化工原料，价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大的关联性，在行业现有技术条件下，原材料占公司生产成本比重较高的情况难以改变，在可预见的未来，原材料价格的波动仍会对公司盈利产生一定影响。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

近年来公司债务规模整体较为稳定，截至2025年3月末，公司总债务规模为10.67亿元，由短期借款、长期借款、应付债券、经营性债务（应付票据）构成。公司债务期限较合理，项目建设资金主要来源于长期债务。

其他经营性负债方面，应付账款为应付货款和工程设备款。长期应付款为新华基地搬迁产生的资金补偿，因搬迁工作尚未完成，暂列长期应付款，抵扣搬迁支出。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.85	5.26%	0.68	3.88%	0.48	3.06%
应付票据	3.44	21.29%	3.69	21.03%	2.57	16.41%
应付账款	2.90	17.93%	3.21	18.28%	3.30	21.02%
流动负债合计	8.63	53.41%	9.11	51.90%	7.39	47.14%
长期借款	1.49	9.21%	1.49	8.48%	1.29	8.24%

应付债券	4.62	28.58%	5.52	31.47%	5.66	36.05%
长期应付款	0.81	5.03%	0.82	4.67%	0.69	4.38%
非流动负债合计	7.53	46.59%	8.44	48.10%	8.29	52.86%
负债合计	16.15	100.00%	17.55	100.00%	15.69	100.00%
总债务	10.67	66.09%	11.66	66.46%	10.02	63.89%
其中：短期债务	4.56	42.69%	4.64	39.78%	3.06	30.51%
长期债务	6.12	57.31%	7.02	60.22%	6.96	69.49%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司营业收入同比增长，虽然资产折旧、摊销规模大幅上升对公司利润有所侵蚀，但经营活动现金净流入规模、FFO仍然保持稳定增长，公司现金生成能力仍然较为稳定。公司现金类资产充足，净债务规模低，总体而言财务安全性较好。

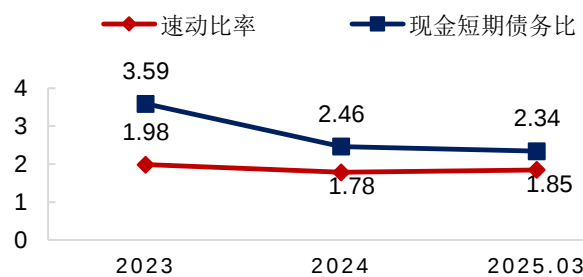
表9 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.68	3.11	2.81
FFO（亿元）	--	3.66	3.50
资产负债率	36.80%	40.35%	39.51%
净债务/EBITDA	--	0.21	-0.07
EBITDA 利息保障倍数	--	15.46	15.50
总债务/总资本	27.79%	31.02%	29.44%
FFO/净债务	--	365.37%	-1,156.04%
经营活动现金流净额/净债务	-331.76%	310.34%	-928.76%
自由现金流/净债务	-840.52%	86.33%	338.61%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年受短期债务规模小幅上升影响，公司速动比率、现金短期债务比指标均有所下降，但仍处于较好水平，同时未使用授信额度尚有一定规模，作为上市公司，公司还可进行增发等权益融资。整体来看，公司融资渠道多样，具有一定融资弹性。但公司整体规模相对不大，且控制权分散、无控股股东及实控人，需关注突发情况下公司流动性获取能力可能出现的变动。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6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；公司公开发行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，截至报告查询日（2025年6月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

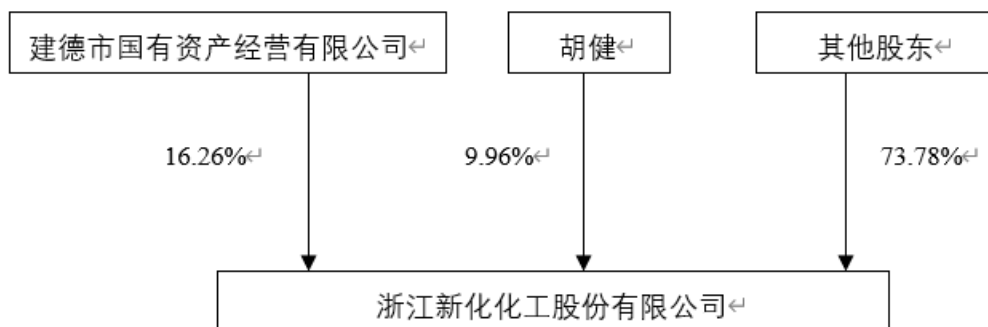
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	6.23	7.56	7.32	6.83
应收账款	4.09	4.04	2.79	2.45
应收款项融资	4.43	3.85	3.65	3.76
存货	3.65	3.44	3.10	3.02
流动资产合计	19.59	19.68	17.76	19.66
固定资产	15.22	14.87	8.48	6.93
在建工程	6.11	5.96	11.07	9.01
非流动资产合计	24.30	23.80	21.94	17.67
资产总计	43.89	43.48	39.71	37.33
短期借款	0.85	0.68	0.48	1.40
应付票据	3.44	3.69	2.57	3.60
应付账款	2.90	3.21	3.30	3.04
一年内到期的非流动负债	0.27	0.27	0.00	0.00
流动负债合计	8.63	9.11	7.39	8.85
长期借款	1.49	1.49	1.29	0.00
应付债券	4.62	5.52	5.66	5.43
长期应付款	0.81	0.82	0.69	0.72
非流动负债合计	7.53	8.44	8.29	6.70
负债合计	16.15	17.55	15.69	15.54
总债务	10.67	11.66	10.02	10.43
其中：短期债务	4.56	4.64	3.06	5.00
长期债务	6.12	7.02	6.96	5.43
所有者权益	27.74	25.94	24.02	21.78
营业收入	7.65	29.66	25.97	26.83
营业利润	0.96	3.27	3.41	4.14
净利润	0.84	2.75	2.89	3.70
经营活动产生的现金流量净额	-0.68	3.11	2.81	3.23
投资活动产生的现金流量净额	-1.04	-2.62	-2.07	-5.51
筹资活动产生的现金流量净额	0.15	-0.50	-0.27	4.90
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	4.87	4.51	4.98
FFO（亿元）	--	3.66	3.50	3.84
净债务（亿元）	0.20	1.00	-0.30	-1.87
销售毛利率	21.93%	20.76%	23.26%	23.57%
EBITDA 利润率	--	16.41%	17.38%	18.56%
总资产回报率	--	8.27%	9.43%	13.02%

资产负债率	36.80%	40.35%	39.51%	41.64%
净债务/EBITDA	--	0.21	-0.07	-0.38
EBITDA 利息保障倍数	--	15.46	15.50	29.51
总债务/总资本	27.79%	31.02%	29.44%	32.37%
FFO/净债务	--	365.37%	-1,156.04%	-205.32%
经营活动现金流净额/净债务	-331.76%	310.34%	-928.76%	-172.80%
速动比率	1.85	1.78	1.98	1.88
现金短期债务比	2.34	2.46	3.59	2.59

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江苏新化化工有限公司	12,000	100.00%	异丙醇生产销售
宁夏新化化工有限公司	16,000	100.00%	合成香料、有机磷
江苏馨瑞香料有限公司	4,000 万美元	51.00%	合成香料

资料来源：公司 2024 年年度报告及公开资料，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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号