

# 信用评级公告

联合〔2021〕3837号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏正丹化学工业股份有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏正丹化学工业股份有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，并维持“正丹转债”的信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月八日

# 江苏正丹化学工业股份有限公司 公开发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

## 评级结果

项目	本次评级	上次评级	评级展望
江苏正丹化学工业股份有限公司	AA	AA	稳定
正丹转债	AA	AA	稳定

## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
正丹转债	3.20 亿元	3.20 亿元	2027-03-24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

**转股期：**自发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至可转换公司债券到期日止

**当前转股价格：**7.52 元/股

**评级时间：**2021 年 6 月 8 日

## 本次评级使用的评级方法、模型

名称	版本
化工企业信用评级方法	V3.0.201907
化工企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

## 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对江苏正丹化学工业股份有限公司（以下简称“正丹股份”或“公司”）的评级反映了公司作为中国偏苯三酸酐细分领域的龙头企业，在市场地位、生产工艺、产业链布局等方面保持了较为明显的竞争优势。2020 年，随着公司部分 IPO 募投项目建成投产，公司产能规模上升明显，公司营业收入和净利润均保持增长，整体经营情况稳定，债务负担仍较轻，财务状况良好。同时联合资信也关注到原材料价格波动、下游需求增长或不达预期及新技术替代和安全环保等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

未来，随着下游增塑剂、粉末涂料、高级绝缘材料、电线电缆、医药等行业快速发展，以及公司新建产能的逐步释放和产业链布局不断完善，其主要产品产销量有望进一步增长，经营状况有望保持良好，同时，考虑到“正丹转债”未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强，联合资信对公司评级展望为“稳定”。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“正丹转债”的信用等级为 AA，评级展望为“稳定”。

## 优势

1. 新增产能投产，细分行业龙头地位巩固。公司为中国偏苯三酸酐领域的龙头企业，随着公司部分 IPO 募投项目建成投产，公司产能规模上升明显，进一步巩固了公司在细分行业龙头地位。截至 2020 年末，公司 TMA 产能为 8.50 万吨/年，增塑剂产能 13.00 万吨/年。
2. 产业链布局优势和技术优势依然显著。2020 年，公司继续围绕碳九芳烃综合利用产业链向上游延伸，公司 IPO 募投项目 10 万吨/年碳九芳烃高效萃取精馏项目的建成投产为公司取得了原材料供应优势和成本优势；此外，公司在特种精细化学品和高端环保新材料领域工艺技术保持领先水平。
3. 公司收入稳定增长，盈利水平上升，债务负担仍较轻，财务状况良好。2020 年，公司营业收入同比增长 0.77%，

分析师：樊思 毛文娟

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

受益于原材料价格下降，公司实现净利润同比增长6.31%；债务负担仍轻，财务状况良好。

#### 关注

1. **原材料价格波动风险。**公司主要原材料芳烃混合物为石化产品，2020年，新冠疫情影响下国际原油价格大幅波动，受此影响，公司原材料价格波动较大，对公司的经营和盈利稳定性影响较大。
2. **下游需求增长或不达预期及新技术替代风险。**公司IPO募投项目逐步投产，新建产能逐步释放，但公司下游行业分布较广，与宏观经济的关联度较大，倘若国内外经济发展不及预期，将对公司新建产能的消纳产生不利影响，进而对公司盈利产生影响；此外，随着行业竞争加剧及科技水平的发展，公司今后或将面临潜在的新技术或新产品替代风险。
3. **安全环保风险。**随着国家环保及安全生产监管力度不断加强，为此可能增加公司的环保投入，进而增加公司的经营成本，一定程度上或将对公司经营和盈利水平产生影响。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	5.22	6.60	6.88	8.42
资产总额（亿元）	16.02	16.90	16.76	19.29
所有者权益（亿元）	13.05	13.26	13.59	14.78
短期债务（亿元）	1.28	2.86	2.34	1.50
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	2.28
全部债务（亿元）	1.28	2.86	2.34	3.78
营业收入（亿元）	12.10	13.08	13.18	3.92
利润总额（亿元）	0.69	0.46	0.49	0.41
EBITDA（亿元）	1.11	0.88	0.93	--
经营性净现金流（亿元）	0.36	-1.04	0.88	-0.02
营业利润率（%）	12.87	10.94	11.71	18.29
净资产收益率（%）	4.62	3.05	3.16	--
资产负债率（%）	18.57	21.56	18.92	23.34
全部债务资本化比率（%）	8.94	17.74	14.71	20.36
流动比率（%）	336.98	281.05	320.08	573.60
经营现金流动负债比（%）	12.02	-28.61	27.97	--
现金短期债务比（倍）	4.07	2.31	2.94	5.62
全部债务/EBITDA（倍）	1.15	3.27	2.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	22.25	9.96	10.68	--
公司本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	16.03	16.82	16.42	18.94
所有者权益（亿元）	13.05	13.25	13.54	14.73
全部债务（亿元）	1.28	2.81	2.09	3.58
营业收入（亿元）	12.33	13.12	11.33	3.33
利润总额（亿元）	0.69	0.45	0.43	0.40
资产负债率（%）	18.56	21.23	17.55	22.24
全部债务资本化比率（%）	8.93	17.49	13.39	19.55
流动比率（%）	337.10	281.77	337.25	637.90
经营现金流动负债比（%）	11.91	-25.43	32.07	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2021年1—3月财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币

主体评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
正丹转债	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2021/01/22	樊思 王彦	<a href="#">化工企业信用评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏正丹化学工业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



王文娟

联合资信评估股份有限公司

## 江苏正丹化学工业股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏正丹化学工业股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司（股票代码：300641.SZ）前身系禾杏企业有限公司（以下简称“禾杏公司”）于 2007 年 1 月出资设立的有限责任公司，成立时，公司名称为“镇江正丹化学工业有限公司”（以下简称“镇江正丹”），注册资本为 900 万美元，公司类型为外商独资经营。2011 年 4 月，禾杏公司转让其拥有的镇江正丹 37.50% 股权给华杏投资（镇江）有限公司（以下简称“华杏投资”），将持有的镇江正丹 12.5% 股权转让给镇江立豪投资有限公司。上述股权转让完成后，华杏投资成为公司第一大股东，镇江正丹变为中外合资企业。2011 年 12 月，镇江正丹全体股东签署发起人协议，同意将镇江正丹整体变更设立为股份有限公司，2017 年 4 月，公司在深圳证券交易所上市。

历经多次股权转让后，截至 2021 年 3 月末，公司股本总数 48960 万股，注册资本 48960 万元人民币，华杏投资为公司第一大股东，持股比例为 27.54%。禾杏公司和华杏投资同受曹正国和沈杏秀控制，其中曹正国和沈杏秀持有禾杏公司 75.01% 股权，持有华杏投资 60.00% 股权，曹正国和沈杏秀系公司实际控制人（公司股权结构图见附件）。

公司最新经营范围：许可项目：危险化学品生产；货物进出口；技术进出口；进出口代理；道路货物运输（不含危险货物）；道路货

物运输（含危险货物）；危险废物经营。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）。一般项目：化工产品生产（不含许可类化工产品）；化工产品销售（不含许可类化工产品）；合成材料制造（不含危险化学品）；合成材料销售；专用化学产品制造（不含危险化学品）；专用化学产品销售（不含危险化学品）；新材料技术研发；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；固体废物治理。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至 2021 年 3 月末，公司下设财务部、法务部、安环部等 14 个职能部门；公司共有 2 家二级子公司纳入合并报表范围；公司在职员工 437 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 16.76 亿元，所有者权益 13.59 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2020 年，公司实现营业收入 13.18 亿元，利润总额 0.49 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 19.29 亿元，所有者权益 14.78 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.92 亿元，利润总额 0.41 亿元。

公司注册地址：江苏省镇江市新区国际化学工业园松林山路南；法定代表人：曹正国。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已使用 10673.58 万元，其中反应尾气综合利用制氮项目已使用 907.50 万元，1 万吨/年均四甲苯项目已使用 482.80 万元，补充流动资金 9283.28 万元，正丹转债目前尚未到首个付息日。

表1 截至2021年4月底公司由联合资信评级存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
正丹转债	3.20	3.20	2021-03-24	6

资料来源：联合资信整理

#### 四、宏观经济和政策环境分析

##### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域

基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表2 2016-2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP(万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速(%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速(%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速(%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速(%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速(%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速(%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅(%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅(%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率(%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速(%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速(%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1.GDP总额按现价计算；2.出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4.城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数  
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

**投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。**2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅

下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年中国对东盟、欧盟、

美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

**工业企业稳回升，服务业持续改善。**2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

**居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。**2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

**社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。**截至 2020 年末，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有

力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年末，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

#### **财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。**

2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

#### **就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。**

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可



支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中

发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

## 五、行业分析

### 1. 行业概况

**TMA 和 TOTM 作为精细化工行业中的细分产品，目前 TOTM 仍是 TMA 的主要需求领域，受益于下游市场和终端市场需求的拉动以及国际产能向中国转移，中国 TMA 和 TOTM 市场发展情况较好。未来，随着环保要求的提升和消费理念的改变，TMA 及 TOTM 行业将面临良好的发展前景。**

公司主要产品是偏苯三酸酐（简称“偏酐”，英文简称“TMA”）及其下游产品偏苯三酸三辛酯（英文简称“TOTM”），属于精细化工行业。产品针对强，特质性高，每种产品的市场规模均不会很大，参与企业数量都不会很多，行业竞争格局体现为几家寡头竞争的局面。

TMA 生产主要集中在美国、中国和意大利，出于环保以及成本压力，国际 TMA 行业逐渐向中国转移，国外产能正逐渐退出和缩小，中国 TMA 产能不断扩张，成为全球最大的 TMA 生产以及消费国家。目前国内 TMA 生产企业目前基本形成了正丹股份、江苏百川高科新材料股份有限公司（以下简称“百川股份”）、波林化工（常州）有限公司（以下简称“波林常州”）和安徽泰达新材料股份有限公司（以下简称“泰达新材”）四大企业占据几乎所有产能的产业格局。根据公开数据显示，百川股

份 TMA 产能 4 万吨/年；波林常州 TMA 产能 3 万吨/年；泰达新材 TMA 产能 1.45 万吨/年，根据泰达新材 2020 年年报，显示公司 1.5 万吨偏酞生产线扩建项目一期试生产，增加产能 0.75 万吨，截至 2020 年末，泰达新材 TMA 产能 2.20 万吨/年；截至 2020 年末，正丹股份 TMA 产能为 8.50 万吨/年。未来，国际企业没有 TMA 扩项目，新装置扩建基本来自中国，届时随着国内 TMA 生产企业扩建产能的陆续投产，国内企业的市场竞争力有望在世界范围内进一步加强。国内企业新建产能也基本来自上述四大企业，新建产能规模的分布和比例与目前基本一致，因此未来行业竞争格局将在目前基础上得到进一步维持和巩固。

目前，TOTM 仍是 TMA 最主要的需求领域，而粉末涂料用聚酯树脂、高级绝缘材料、高温固化剂等是 TMA 需求增长最快的领域，如浙江光华科技股份有限公司申报科创板 IPO 募集资金拟用于年产 12 万吨粉末涂料用聚酯树脂建设项目，中国电器科学研究院股份有限公司募集资金项目擎天聚酯项目中包含 8 万吨粉末聚酯树脂，安徽神剑新材料股份有限公司拟在珠海新建 10 万吨节能环保型粉末涂料专用聚酯树脂项目，将驱动国内偏酞需求的快速增长。随着国际 TMA 行业的发展，以及相关产业出现向中国转移趋势，国内 TMA 的消费水平亦快速增加。

TOTM 生产主要集中在亚洲，包括中国台湾的联成化学、韩国的 Aekyung、LG Chemical 和日本的 Kao Plasticizer 等，其次是北美和欧洲，包括美国的 Eastman、ExxonMobil、Lanxess、Teknor Apex-Tennessee、荷兰的 DSM 和德国的巴斯夫等。中国 TOTM 的市场呈现出国际企业在境内设立分支机构或合资企业与本土企业并重的格局，国内 TOTM 生产装置主要集中在正丹股份、百川股份、波林常州等企业。

TOTM 增塑剂具有优良的耐热性、耐迁移性以及绝缘性能，同时，作为一种无毒环保型增塑剂，可替代传统邻苯类增塑剂，随着国内

环保意识的提高以及高端 PVC 电线电缆、汽车、医药等工业快速发展，特别是新能源汽车线缆和汽车内饰对 TOTM 需求的拉动，中国 TOTM 消费量也将持续增长。

## 2. 行业政策及未来发展

近年来，国家政策一方面把精细化工作为化学工业发展的战略重点之一，另一方面，加强了相关环保监管和执法力度，短期内增加了精细化工行业的环保支出，长远看有利于精细化工行业的健康有序发展。

近年来，全球各个国家特别是工业发达国家都将发展精细化工产品作为传统化工产业结构升级调整的重点发展战略之一，其化工产业均向着“多元化”及“精细化”的方向发展。近十多年来，中国把精细化工作为化学工业发展的战略重点之一，列入多项国家发展计划，从政策和资金上予以倾斜支持。随着社会经济的进一步发展，人们对电子、汽车、机械工业、建筑新材料、新能源及新型环保材料的需求将进一步上升，电子与信息化学品、表面工程化学品、医药化学品等将得到进一步的发展，全球范围内精细化学品市场规模将保持高于传统化工行业的速度快速增长。而随着国内经济的增长、工业化及信息化进程的不断深入、产业结构的调整升级，尤其是国家对精细化工行业的高度重视，中国精细化工行业将迎来良好机遇和广阔空间。

精细化工生产过程中产生的污水、废气和固体废物需要进行专业处理方可达标排放，对环保技术和工艺的要求较高，近年来国家在环保方面也提出了更高的要求，并加大了环保监管和执法力度，精细化工企业在环保治理上的投入逐年增加。安全生产历来亦是化工行业的重点问题。从长远来看，安全、环保要求的提高及安全、环保投入的加大，有利于精细化工行业加强环保产品的开发，增强产品竞争力，并且提高行业的进入壁垒；但短期内，可能会加大精细化工企业的环保和安全支出，降低企

业的利润空间。

## 六、基础素质分析

### 1. 股权结构

截至 2021 年 3 月末，公司股本总数 48960 万股，注册资本 48960 万元人民币，华杏投资为公司第一大股东，持股比例为 27.54%。禾杏公司和华杏投资同受曹正国和沈杏秀控制，其中曹正国和沈杏秀持有禾杏公司 75.01% 股权，持有华杏投资 60.00% 股权，曹正国和沈杏秀系公司实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司为中国偏酞领域的龙头企业，在行业地位、产业链布局、生产技术等方面均具有较为明显的竞争优势。**

公司是中国特种精细化工领域的高科技企业，也是中国偏酞领域的龙头企业。公司长期专注于碳九芳烃综合利用产业链，现已成功开发出偏三甲苯、TMA、TOTM、乙烯基甲苯、高沸点芳烃溶剂等特种精细化学品。从经营规模上看，经过多年的发展，公司已在主要产品市场上占据了领先地位。截至 2020 年末，公司 TMA 产能为 8.50 万吨/年，增塑剂产能 13.00 万吨/年，规模优势显著，在产业链布局方面，公司 IPO 募投项目 10 万吨/年碳九芳烃高效萃取精馏项目已经建成投产，为公司取得了原材料供应优势和成本优势，还可实现碳九芳烃组分的充分精细化利用，减少低端消耗甚至污染性消耗，提升产业链附加值。

公司技术实力较强，其主要产品生产工艺较为先进且拥有自主知识产权，特别是连续氧化工艺生产 TMA，与间歇氧化法生产工艺相比，公司的连续氧化法生产工艺能够有效实现对配料、氧化、成酞、精制的连续稳定控制，生产安全性高，产品转化率提升，产品质量稳定，多项指标处于国际领先水平，有效避免了间歇法下反应时间长、反应不完全、副产物多、质量不稳定、产品收得率低等缺点，以及反应

器需要反复升压降压、升温降温，设备容易疲劳，使用寿命缩短，安全性能低等技术缺陷。在偏苯三酸三辛酯的生产领域，公司创新性地采用固体氧化物在真空条件下进行催化合成，催化效果良好，利用该先进工艺制得的偏苯三酸三辛酯产品，具有色泽浅、体积电阻率高的特点。在乙烯基甲苯生产领域，其工业化制备难度大，技术水平高，多年来基本只有美国戴科公司一家能够工业化生产，属于国际垄断产品。公司通过多年研发努力突破技术瓶颈，自主研发了新型 CO<sub>2</sub> 气氛下介孔负载铁系催化剂技术，大幅度提升反应选择性及生产效率，成为美国戴科后全球能够大规模工业化批量生产该产品的首批企业之一。公司发明专利“一种乙烯基甲苯生产中的脱氢装置”于 2018 年获得“第二十届中国专利优秀奖”。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信息报告（统一社会信用代码：913211007965274641），截至 2021 年 5 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良类和关注类信贷信息记录。

公司公开债务无逾期情况，整体履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、管理制度、法人治理结构等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**2020 年，公司营业收入保持稳定增长，受益于原材料价格下降幅度大于产品销售价格下降幅度及新增产能释放导致固定分摊成本下降因素，公司毛利率小幅上升。**

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍然主要为碳九芳烃综合利用产业链相关产品，主要产品为 TMA 和增塑剂偏苯三酸三辛酯

(TOTM) 及对苯二甲酸二辛酯，副产品为高沸点芳烃溶剂。

2020年，公司实现营业收入13.18亿元，同比增长0.77%，收入较上年略有增长。2020年，公司实现净利润0.43亿元，同比增长6.31%，主要系原材料价格下降，销售毛利上升所致。

从主营业务收入构成来看，2020年，公司TMA收入规模和占比较上年变化不大；受益于公司对苯二甲酸二辛酯产能释放，公司增塑剂收入规模和占比大幅上升；高沸点芳烃溶剂收

入规模和占比大幅下降，主要系当年高沸点芳烃溶剂类产品量价齐跌所致。

毛利率方面，2020年，公司TMA毛利率明显上升，主要系原材料价格下降幅度大于产品销售价格下降幅度；增塑剂毛利率上升主要系一方面产品销售价格下降幅度小于原材料下降幅度，另一方面，公司IPO募投项目10万吨/年环保型特种增塑剂系列产品项目建成投产，产量增加进而固定分摊成本下降。综上，2020年，公司主营业务毛利率较上年上升1.77个百分点。

表3 2018-2020年公司主营业务收入和毛利率构成情况(单位:亿元、%)

产品名称	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
偏苯三酸酐(TMA)	4.11	35.15	13.35	4.45	35.06	11.77	4.40	34.08	17.72
增塑剂	3.38	28.88	8.23	3.70	29.21	5.97	5.78	44.78	8.13
高沸点芳烃溶剂	4.17	35.62	8.69	4.47	35.19	7.07	2.61	20.17	1.34
乙烯基甲苯	0.04	0.36	2.07	0.07	0.54	29.78	0.12	0.97	33.55
合计	11.71	100.00	10.17	12.70	100.00	8.52	12.91	100.00	10.29

资料来源:公司提供

2021年1-3月，公司实现营业收入3.92亿元，同比增长49.50%，实现净利润0.35亿元，同比增长322.49%，主要系上年同期受新冠肺炎疫情影响，公司订单量大幅下降所致。

## 2. 原材料采购

2020年，受原油价格下降影响，公司主要原材料采购价格均有所下降，随着公司TMA产量的上升，公司偏三甲苯和异辛醇对外采购量大幅增长，但当年为减少石油价格波动的影响，芳烃混合物采购量小幅下降。公司前五大供应商集中度仍较为集中但主要供应商较为稳定。

跟踪期内，公司原材料采购模式、采购结算方式和结算周期未发生重大变化。

2020年，公司芳烃混合物采购价格受石油价格下降影响下降明显，为降低价格波动的影响，公司减少了原料采购量，导致全年采购量有所下降；2020年，随着公司TMA产量的上升，公司偏三甲苯对外采购量大幅增长，受原油价格和芳烃混合物价格下降影响，2020年，公司偏三甲苯采购价格有所下降；2020年，异辛醇采购量随公司增塑剂系列产品产量的增长而增长，采购均价较上年变化不大；醋酸采购量和采购价格均小幅下降，其中价格受原油价格下降影响所致。

表4 2018-2020年公司主要原材料采购情况(单位:吨、元/吨)

项目		2018年	2019年	2020年
芳烃混合物	采购量	115111.15	111952.81	103106.77
	采购均价	5054.51	4708.53	3382.51
偏三甲苯	采购量(对外)	20822.44	21534.46	30815.72
	采购均价	6784.48	6923.30	5186.91
异辛醇	采购量	26420.46	29751.70	48150.74

	采购均价	7555.80	6506.75	6500.32
醋酸	采购量	7321.82	12219.42	11117.46
	采购均价	3888.15	2522.92	2348.99

注：上表中偏三甲苯采购量不包括公司自产部分  
资料来源：公司提供

从前五大供应商情况来看，2020年，公司前五大供应商采购金额占总采购金额的比例53.91%，集中度仍较高，公司主要供应商较为稳定。

### 3. 生产销售

#### (1) 产品生产

2020年，随着公司IPO募投项目的投产，公司TMA和增塑剂产能产量上升明显，但增塑剂受新装置生产调试及下游市场开拓时间因素影响，产能利用率整体不高；乙烯基甲苯产量小幅上升，但鉴于产品尚处于市场培育阶段，产能利用率仍较低。

跟踪期内，公司生产模式、安全生产及环境保护制度未发生重大变化。

产能方面，2020年，公司IPO募投项目4万吨/年TMA项目建成投产，当年生产期按照两个月折算为0.66万吨产能，因而当年总产能5.16万吨；此外，公司IPO募投项目10万吨/年环保型特种增塑剂系列产品项目扩建部分（7万吨）于2019年底建成，因而当年合计产能13万吨；乙烯基甲苯产能仍保持0.30万吨。

产量及产能利用率方面，2020年，公司TMA产量大幅上升，全年实现产量6.23万吨，其中自用量为1.28万吨，产能利用率仍保持很高水平；增塑剂产量亦大幅上升，但受到新装置生产调试及下游市场开拓时间因素影响，产能利用率整体不高；乙烯基甲苯产量小幅上升，但鉴于产品尚处于市场培育阶段，产能利用率仍较低。

表5 2018-2020年公司主要产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	项目	2018年	2019年	2020年
TMA	产能	4.50	4.50	5.16
	产量	4.79	5.32	6.23
	产能利用率	106.41	118.21	120.74
增塑剂（偏苯三酸三辛酯、对苯二甲酸二辛酯）	产能	3.00	6.00	13.00
	产量	3.34	3.98	7.06
	产能利用率	111.18	66.31	54.31
乙烯基甲苯	产能	0.30	0.30	0.30
	产量	--	0.06	0.12
	产能利用率	--	19.86	40.37

资料来源：公司提供

#### (2) 产品销售

2020年，公司主要产品销售均价均有所下降，TMA和增塑剂销量大幅增长，高沸点芳烃溶剂类产品价格和原油关联度较高，公司为规避波动期成本影响，减少采购量，导致产销量均下降。公司前五大客户集中度仍较低，但前五大客户结构相对稳定。

跟踪期内，公司销售模式、销售定价方式、

销售结算方式和结算周期未发生重大变化。

从销售收入区域分布情况看，2020年，公司产品销售区域仍以国内为主，销售收入占比79.73%，国外区域占比20.27%，公司国外销售区域主要分布在东南亚、欧洲和北美地区等。

从销售情况来看，2020年，公司TMA和增塑剂销量均大幅增长。同期，受原油价格波动导致原材料价格下降影响，TMA销售价格随着

下降；2020年，增塑剂价格下降，一方面是产品结构因素，即公司增塑剂的销售结构中销售单价较低的对苯二甲酸二辛酯销量上升，另一方面是增塑剂产品TOTM和苯二甲酸二辛酯销售价格均受原材料价格下降影响有所下降；2020年，公司高沸点芳烃溶剂类产品销量及销售均价均下降，主要系当年原油价格暴跌，高沸点芳烃溶剂类产品价格和原油关联度较高，

受此影响，高沸点芳烃溶剂类销售价格出现下降，公司为消化库存压力，规避波动期成本影响，在原油价格剧烈波动期减少了采购，导致产销量均下降；公司乙烯基甲苯销量大幅上升，销售价格下降，主要系原料价格下降，公司生产量增加，生产成本下降，此外，公司为扩大市场占有率，公司适度地下调了销售价格。

表6 2018-2020年公司主要产品对外销售情况

产品名称	项目	2018年	2019年	2020年
TMA	销量(吨)	35830.60	41504.34	46863.70
	产销率(%)	95.96	98.16	96.18
增塑剂(偏苯三酸三辛酯、对苯二甲酸二辛酯)	销量(吨)	32365.05	39384.17	70390.83
	产销率(%)	97.03	98.98	99.74
高沸点芳烃溶剂类	销量(吨)	76177.52	86004.00	69845.87
	产销率(%)	98.72	87.11	85.33
乙烯基甲苯	销量(吨)	300.00	400.00	786.08
	产销率(%)	--	66.08	64.90

注：上表中TMA销量不包括公司自用部分

资料来源：公司提供

从前五大客户集中度来看，2020年，公司前五大客户销售金额占当期总销售金额15.39%，集中度进一步降低，但前五大客户结构相对稳定。

#### 4. 在建项目

**公司在建项目主要为2017年上市时募集资金所投项目和发行正丹转债募集资金所投**

**项目，资金压力较小。**

截至2021年3月底，公司在建项目总投资额为3.76亿元，截至期末已完成投资额0.71亿元，尚需投入资金3.05亿元，公司在建项目主要为2017年上市时募集资金所投项目和发行正丹转债募集资金所投项目，资金压力较小。

表7 截至2021年3月底公司主要在建项目情况(单位：亿元)

项目名称	总投资额	资金来源(筹措方案)	截至2021年3月末已投资	剩余投资额	完工时间
年产2万吨乙烯基甲苯项目	1.15	IPO募集资金	0.49	0.66	2021.12
工程技术研发中心建设项目	0.42	IPO募集资金	0.02	0.40	2021.12
反应尾气综合利用制氮项目	1.55	可转债募集资金	0.12	1.43	2022.4
1万吨/年均四甲苯项目	0.64	可转债募集资金	0.08	0.56	2022.4
合计	3.76	--	0.71	3.05	--

注：目前，年产2万吨乙烯基甲苯项目处于延缓状态，后期根据市场需求决定建设进度

资料来源：公司提供

#### 5. 经营效率

**2020年，公司经营效率尚可。**

2019-2020年，公司销售债权周转次数分别为4.15次和3.27次，有所下降。主要系

当年公司新开发的大客户有一定账期，导致年末应收账款数增长所致；存货周转次数分别为 5.69 次和 7.74 次，上升明显。总资产周转次数分别为 0.79 次和 0.78 次，变动不大。与同行业上市公司相比，公司各项经营指标处于适中水平，公司整体经营效率尚可。

表 8 2020 年同行业公司经营效率指标（单位：次）

公司名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
百川股份	7.61	4.99	0.56
泰达新材	11.14	11.79	0.90
正丹股份	8.96	7.74	0.78

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表格相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

## 6. 未来发展

公司发展战略清晰，可行性较高，有利于公司的长远发展以及增强公司的抗风险能力。

未来，公司将抓住中国精细化工产业结构转型升级和下游增塑剂等产品升级的机遇，依托公司在偏苯三酸酐、偏苯三酸三辛酯等主要产品方面积累的技术、市场、管理、品牌等优势，围绕碳九芳烃产业链，聚焦主业，加快偏苯三酸酐和增塑剂产能的释放，迅速扩大经营规模，在偏苯三酸酐、偏苯三酸三辛酯等优势细分市场进一步做大做强。进一步优化公司的产品结构，延伸碳九芳烃综合利用产业链，加快建设年产 1 万吨均四甲苯项目，培育新的经济增长点。继续加大新产品、新工艺和节能环保方面的研发投入，提升公司核心竞争力和可持续发展能力。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

立信会计师事务所（特殊普通合伙）已经对公司 2020 年的合并财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计。2020 年及 2021 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内二级子公司仍为 2

家。公司主营业务未发生变化，合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2020 年末，公司资产总额 16.76 亿元，所有者权益 13.59 亿元（无少数股东权益）；2020 年，公司实现营业收入 13.18 亿元，利润总额 0.49 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 19.29 亿元，所有者权益 14.78 亿元（无少数股东权益）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.92 亿元，利润总额 0.41 亿元。

### 2. 资产质量

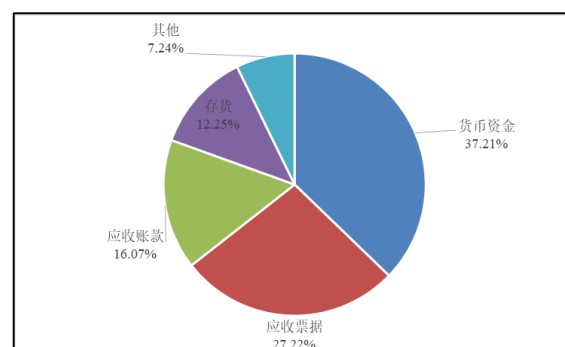
截至 2020 年末，公司资产规模较上年底变化不大，资产结构仍以流动资产为主，非流动资产结构有所变化，随着公司 IPO 募投项目的建成，公司固定资产大幅增加；公司资产受限比例低，整体资产质量较好。

截至 2020 年末，公司资产总额 16.76 亿元，较上年底下降 0.84%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 60.05%，非流动资产占 39.95%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

#### 流动资产

截至 2020 年末，公司流动资产 10.06 亿元，较上年底下降 1.40%，较上年底变化不大。公司流动资产构成如下图所示。

图 1 截至 2020 年末公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年末，公司货币资金 3.75 亿元，较上年底增长 19.72%，主要系贷款回笼增加所致。公司货币资金主要由银行存款构成，占比

98.89%；货币资金中有 414.62 万元受限资金，受限规模很小，主要为用于担保的银行存款。

截至 2020 年末，公司应收票据 2.74 亿元，较上年底增长 15.67%，主要系销售货款回笼银行承兑汇票收款增加所致；已质押的应收票据为 0.22 亿元；当期已背书或贴现的应收票据为 0.79 亿元。

截至 2020 年末，公司应收账款 1.62 亿元，较上年底增长 22.10%，主要系收入规模持续增长所致。其增速高于营业收入增速主要系公司新开发的大客户有一定账期所致。应收账款账龄以 1 年以内（含 1 年）为主，占比 99.84%，累计计提坏账 0.09 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 0.58 亿元，占应收账款比例为 35.80%，应收账款集中度一般。

截至 2020 年末，公司存货 1.23 亿元，较上年底下降 29.97%，主要受油价波动的影响，2020 年末石化类原材料单价较 2019 年末有所下降，同时公司减少了混合芳烃的库存所致。公司存货主要为原材料和库存商品（产成品），对应账面价值分别为 0.62 亿元和 0.54 亿元；未计提存货跌价准备。

#### 非流动资产

截至 2020 年末，公司非流动资产 6.70 亿元，较上年底增长 0.02%，公司非流动资产主要由固定资产（占 85.53%）和在建工程（占 7.97%）构成。

截至 2020 年末，公司固定资产 5.73 亿元，较上年底增长 209.42%，主要系公司 IPO 募投项目建成转入固定资产所致。固定资产主要由房屋建筑物（1.48 亿元）、机械设备（3.78 亿元）和其他设备（0.45 亿元）构成，累计计提折旧 3.23 亿元；固定资产成新率 55.24%，成新率一般。

截至 2020 年末，公司在建工程 0.53 亿元，较上年底下降 88.02%，主要系公司 IPO 募投项目建成转入固定资产所致。

截至 2020 年末，公司受限资产 0.27 亿元。其中，受限货币资金 0.04 亿元，因质押而受限

的应收票据 0.22 亿元；受限资产占总资产比重为 1.58%，受限比例低。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 19.29 亿元，较上年底增长 15.08%，主要系可转换公司债券发行成功所致。其中，流动资产占 65.12%，非流动资产占 34.88%。公司资产以流动资产为主，流动资产较上年底占比上升较快。

### 3. 所有者权益及负债

#### 所有者权益

**受益于未分配利润增长和发行可转换公司债券，公司所有者权益规模稳定增长，跟踪期内，公司所有者权益结构仍以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较强。**

截至 2020 年末，公司所有者权益合计 13.59 亿元，较上年底增长 2.51%，主要系未分配利润增加所致。公司所有者权益全部为归属于母公司的所有者权益，其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 36.03%、34.50% 和 26.50%。所有者权益结构稳定性较强。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 14.78 亿元，较上年底增长 8.80%，主要系发行可转换公司债券所致。公司所有者权益全部为归属于母公司，其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 33.11%、31.71% 和 26.69%。所有者权益结构稳定性较强。

#### 负债

**截至 2020 年末，随着公司偿还部分银行借款，负债规模有所下降，公司债务全部为短期借款，整体债务负担很轻。2021 年一季度，随着公司发行可转换公司债券，公司债务负担小幅上升，但债务负担仍较轻，且公司债务结构相对更加均衡。**

截至 2020 年末，公司负债总额 3.17 亿元，较上年底下降 13.01%，主要系流动负债下降所致。其中，流动负债占 99.17%，非流动负债占 0.83%。公司负债以流动负债为主，负债结构



较上年底变化不大。

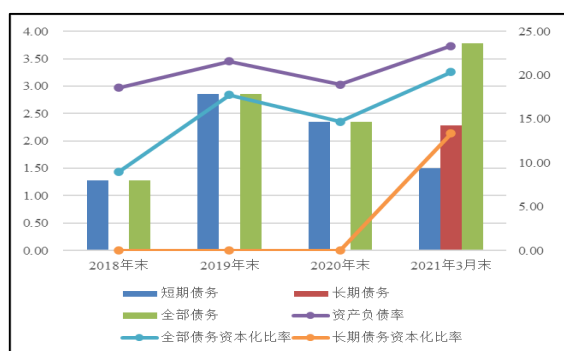
截至2020年末,公司流动负债3.14亿元,较上年底下降13.43%,主要系短期借款下降所致。公司流动负债主要由短期借款(占74.54%)和应付账款(占17.94%)构成。

截至2020年末,公司短期借款2.34亿元,较上年底下降18.05%,主要系偿还银行借款所致。公司短期借款主要由信用借款构成,占比89.32%。

截至2020年末,公司应付账款0.56亿元,较上年底下降8.53%,主要系应付工程设备款下降所致。

有息债务方面,截至2020年末,公司全部债务2.34亿元,较上年底下降18.05%,公司有息债务全部为短期借款,结构较上年底未发生变化。截至2020年末,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为18.92%和14.71%,较上年底分别下降2.65个百分点和3.04个百分点,公司债务负担很轻。

图1 公司债务负担情况



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年3月底,公司负债总额4.50亿元,较上年底增长41.97%,主要系公司发行可转换公司债券所致。其中,流动负债占48.65%,非流动负债占51.35%。截至2021年3月底,公司全部债务3.78亿元,其中,短期债务1.50亿元(占39.67%),长期债务2.28亿元(占60.33%)。截至2021年3月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为23.34%、20.36%和13.36%,较上年底分别提高4.42个百分点、提

高5.65个百分点和提高13.36个百分点。

#### 4. 盈利能力

2020年,受公司产品价格下降和新增产能释放综合影响,公司营业收入仍保持小幅增长,受益于原材料价格下降,公司盈利能力上升,非经常性损益对公司利润影响不大,费用控制能力尚可。

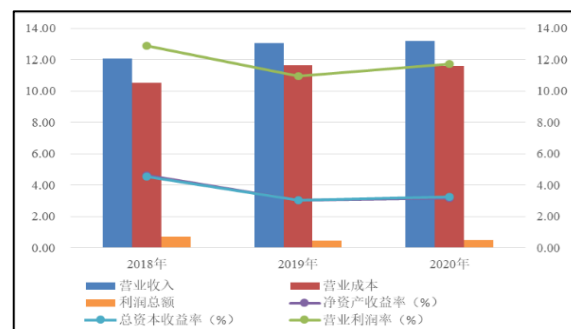
2020年,受原油价格变动影响,公司主要产品销售价格较上年均有下降,但随着公司IPO募投项目产能的逐步释放,产量较上年提高,公司实现营业收入13.18亿元,同比增长0.77%,整体收入较上年略有增长。2020年,公司净利润0.43亿元,同比增长6.31%,主要系原材料价格下降,销售毛利上升所致。

从期间费用看,2020年,公司期间费用总额为1.14亿元,同比增长9.97%,主要系销售费用增长所致,管理费用和研发费用同比变化不大,财务费用占比仍较低,公司销售费用的增加主要系销售量增加而运输费用增加所致。2020年,公司期间费用率为8.63%,同比提高0.72个百分点,公司费用控制能力尚可。

2020年,公司非经常性损益(投资净收益、资产减值损失、信用减值损失、营业外收支等)对公司利润影响不大。

2020年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.24%、3.16%,同比分别提高0.19个百分点和0.11个百分点,公司盈利指标略有上升。

图2 公司盈利指标(单位:亿元)



注:营业收入、营业成本、利润总额为左轴;净资产收益率、总资本收益率、营业利润率为右轴

数据来源:联合资信根据公司财务报告整理

2021年1-3月,公司实现营业收入3.92亿元,同比增长49.50%,实现净利润0.35亿元,同比增长322.49%,主要系上年同期受新冠肺炎疫情疫情影响,公司订单量较上年同期有所下降所致。

## 5. 现金流

2020年,受经营活动收回的现金增加和经营活动支付的现金减少影响,公司经营活动现金由净流出转为净流入,收入实现质量有所提高。随着公司募投项目持续推进,可用于进行现金管理的闲置募集资金余额减少,公司投资活动现金流出减少;公司筹资活动出于净偿还状态,考虑到公司目前在建工程资金来源均已解决,公司未来融资压力不大。

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流入同比增长7.60%,经营活动现金流出同比下降8.64%,受经营活动收回的现金增加和经营活动支付的现金减少影响,公司经营活动现金净流入0.88亿元,同比净流出转为净流入。2020年,公司现金收入比为89.80%,同比提高5.69个百分点,收入实现质量有所提高。

表9 公司现金流量情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	9.15	11.26	12.12
经营活动现金流出小计	8.79	12.30	11.24
<b>经营现金流量净额</b>	<b>0.36</b>	<b>-1.04</b>	<b>0.88</b>
投资活动现金流入小计	3.77	7.07	7.01
投资活动现金流出小计	3.58	7.99	6.56
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>0.19</b>	<b>-0.92</b>	<b>0.45</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>0.54</b>	<b>-1.96</b>	<b>1.33</b>
筹资活动现金流入小计	1.64	3.64	2.48
筹资活动现金流出小计	2.44	2.34	3.22
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-0.80</b>	<b>1.30</b>	<b>-0.74</b>
<b>现金收入比</b>	<b>73.85</b>	<b>84.11</b>	<b>89.80</b>

资料来源:公司财务报告

从投资活动来看,2020年,公司投资活动现金流入7.01亿元,同比下降0.90%,同比变化不大;投资活动现金流出6.56亿元,同比下降17.95%,主要系因募投项目持续推进,可用于进行现金管理的闲置募集资金余额减少所致。

受上述因素影响,2020年,公司投资活动现金净流入0.45亿元,同比净流出转为净流入。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入2.48亿元,同比下降31.82%,主要系取得借款收到的现金减少所致;筹资活动现金流出3.22亿元,同比增长37.46%,主要系当年偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响,2020年,公司筹资活动现金净流出0.74亿元,同比净流入转为净流出。

2021年1-3月,公司实现经营活动现金净流出0.02亿元,投资活动现金净流入0.03亿元,公司实现筹资活动现金净流入2.27亿元。

## 6. 偿债能力

截至2020年末,公司仍保持较低的负债率水平,公司长短期偿债能力指标表现很强。考虑到公司在经营规模、综合竞争力、技术水平等方面因素,以及较为通畅的融资渠道,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,截至2020年末,公司流动比率与速动比率分别由上年底的281.05%和232.56%分别提高至320.08%和提高至280.86%,流动资产对流动负债的保障程度提高。截至2020年末,公司经营现金流动负债比率为27.97%,同比提高56.58个百分点。截至2020年末,公司现金短期债务比由上年底的2.31倍提高至2.94倍,现金类资产对短期债务的保障程度提高。整体看,公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看,2020年,公司EBITDA为0.93亿元,同比增长5.98%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占35.22%)、计入财务费用的利息支出(占9.36%)和利润总额(占52.51%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的9.96倍提高至10.68倍,EBITDA对利息的覆盖程度很高;公司全部债务/EBITDA由上年的3.27倍下降至2.53倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度高。整体看,公司长期债务偿债能力很强。

截至 2021 年 3 月底，公司获得的银行授信额度合计 13.80 亿元，已使用的授信额度为 1.50 亿元，尚未使用的授信额度为 12.30 亿元，间接融资渠道较为通畅；同时，公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

#### 7. 母公司财务概况

**从公司财务来看，2020 年，公司仍保持高度集中的经营模式，主要资产和业务集中在母公司层面，整体债务负担较轻。**

截至 2020 年末，母公司资产总额 16.42 亿元，较上年底下降 2.40%，较上年底变化不大。其中，流动资产 9.63 亿元（占比 58.65%），非流动资产 6.79 亿元（占比 41.35%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 37.03%）、应收票据（占 27.65%）、应收账款（占 12.79%）、预付款项（占 6.90%）和存货（占 11.12%）构成；非流动资产主要由固定资产（占 84.34%）和在建工程（占 7.86%）构成。截至 2020 年末，母公司货币资金为 3.57 亿元。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 13.54 亿元，较上年底增长 2.16%，全部为归属于母公司所有者权益。其中，实收资本为 4.90 亿元（占 36.17%）、资本公积合计 4.69 亿元（占 34.64%）、未分配利润合计 3.55 亿元（占 26.22%）、盈余公积合计 0.60 亿元（占 4.46%）。

截至 2020 年末，母公司负债总额 2.88 亿元，较上年底下降 19.34%。其中，流动负债 2.86 亿元（占比 99.09%），非流动负债 0.03 亿元（占比 0.91%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 73.31%）和应付账款（占 19.34%）构成，母公司 2020 年资产负债率为 17.55%，较 2019 年下降 3.68 个百分点。

2020 年，母公司营业收入为 11.33 亿元，利润总额为 0.43 亿元。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金净流入 0.92 亿元，母公司投资活动现金净流入 0.45 亿元，母公司筹资活动现金净流出 0.93 亿元。

截至 2020 年末，母公司资产占合并口径的 97.97%；母公司负债占合并口径的 90.89%；母公司所有者权益占合并口径的 99.62%；母公司营业收入占合并口径的 85.97%；母公司利润总额占合并口径的 87.35%；母公司全部债务占合并口径的 89.32%。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 18.94 亿元，所有者权益为 14.73 亿元，负债总额 4.21 亿元；母公司资产负债率 22.24%，全部债务资本化比率 19.55%。2021 年 1—3 月，母公司营业收入 3.33 亿元，利润总额 0.40 亿元。

2021 年 1—3 月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 -0.02 亿元、0.03 亿元、2.32 亿元。

#### 十、存续债券偿还能力分析

**公司现金类资产、净资产及经营活动现金流入对“正丹转债”债券剩余额度覆盖良好，考虑到公司在经营规模、综合竞争力、技术水平等因素以及转股可能，联合资信认为，公司对“正丹转债”的偿还能力很强。**

从资产情况来看，截至 2020 年末，公司现金类资产为 6.88 亿元，为“正丹转债”剩余额度（3.20 亿元）的 2.15 倍，公司现金类资产对“正丹转债”剩余额度的覆盖程度高；截至 2020 年末，公司净资产为 13.59 亿元，为“正丹转债”剩余额度（3.20 亿元）的 4.25 倍，公司净资产对“正丹转债”按期偿付的保障作用很强。

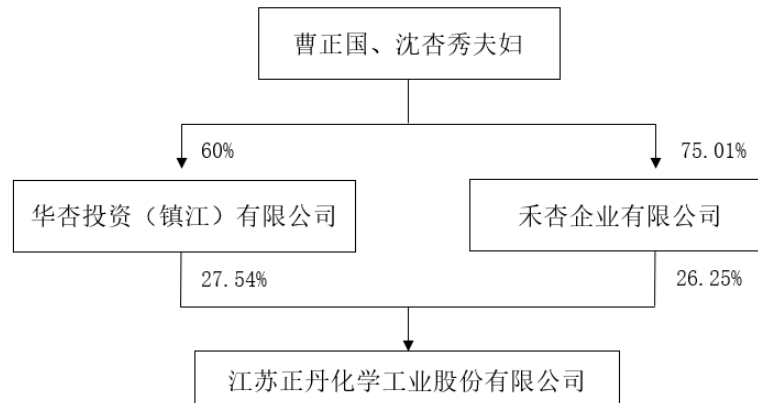
从盈利情况来看，2020 年，公司 EBITDA 为 0.93 亿元，为“正丹转债”剩余额度（3.20 亿元）的 0.29 倍，公司 EBITDA 对“正丹转债”剩余额度的覆盖程度较低。

从现金流情况来看，2020年，公司经营活动产生的现金流入为12.12亿元，为“正丹转债”剩余额度（3.20亿元）的3.79倍，公司经营活动产生的现金流入对“正丹转债”剩余额度的覆盖程度较高。

## 十一、 结论

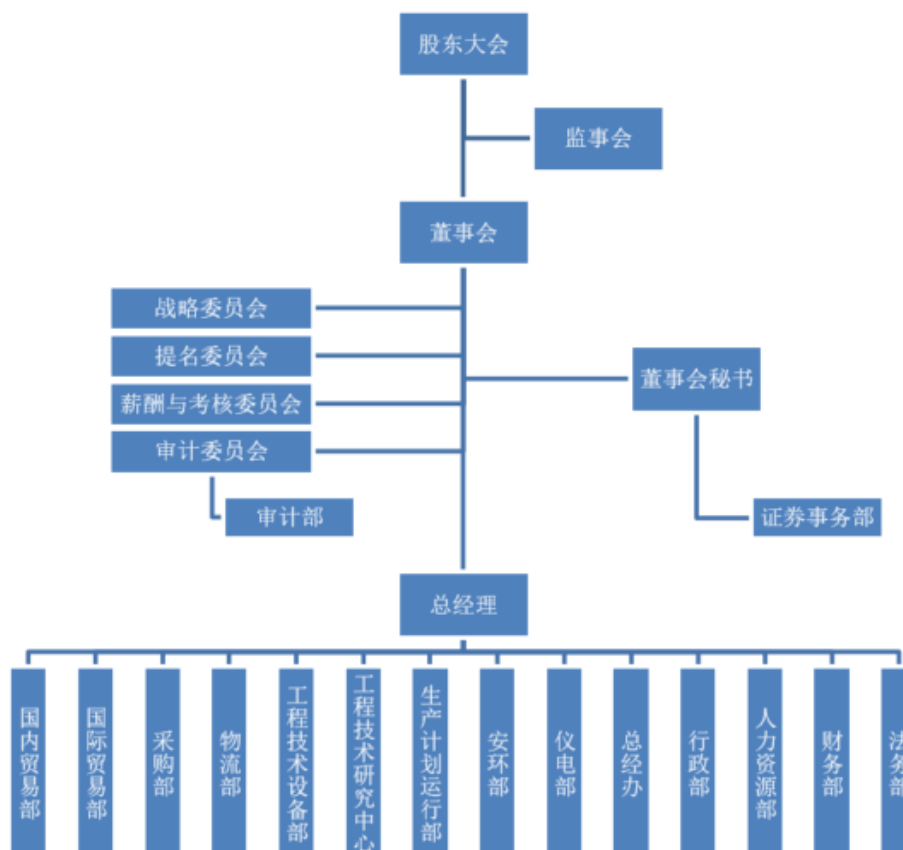
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，维持“正丹转债”的信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望为“稳定”。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)	取得方式
1	香港正丹国际贸易有限公司	商贸	100	--	投资设立
2	镇江正丹国际贸易有限公司	商贸	100	--	投资设立

资料来源：公司提供

## 附件 2-1 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	5.22	6.60	6.88	8.42
资产总额（亿元）	16.02	16.90	16.76	19.29
所有者权益合计（亿元）	13.05	13.26	13.59	14.78
短期债务（亿元）	1.28	2.86	2.34	1.50
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	2.28
全部债务（亿元）	1.28	2.86	2.34	3.78
营业收入（亿元）	12.10	13.08	13.18	3.92
利润总额（亿元）	0.69	0.46	0.49	0.41
EBITDA（亿元）	1.11	0.88	0.93	--
经营性净现金流（亿元）	0.36	-1.04	0.88	-0.02
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	5.02	4.15	3.27	--
存货周转次数（次）	5.93	5.69	7.74	--
总资产周转次数（次）	0.77	0.79	0.78	--
现金收入比（%）	73.85	84.11	89.80	119.87
营业利润率（%）	12.87	10.94	11.71	18.29
总资本收益率（%）	4.56	3.05	3.24	--
净资产收益率（%）	4.62	3.05	3.16	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	13.36
全部债务资本化比率（%）	8.94	17.74	14.71	20.36
资产负债率（%）	18.57	21.56	18.92	23.34
流动比率（%）	336.98	281.05	320.08	573.60
速动比率（%）	258.82	232.56	280.86	487.39
经营现金流动负债比（%）	12.02	-28.61	27.97	--
现金短期债务比（倍）	4.07	2.31	2.94	5.62
EBITDA 利息倍数（倍）	22.25	9.96	10.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.15	3.27	2.53	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；

## 附件 2-2 公司主要财务指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	5.21	6.57	6.63	8.17
资产总额（亿元）	16.03	16.82	16.42	18.94
所有者权益（亿元）	13.05	13.25	13.54	14.73
短期债务（亿元）	1.28	2.81	2.09	1.30
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	2.28
全部债务（亿元）	1.28	2.81	2.09	3.58
营业收入（亿元）	12.33	13.12	11.33	3.33
利润总额（亿元）	0.69	0.45	0.43	0.40
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.35	-0.91	0.92	-0.02
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	5.11	4.20	3.01	--
存货周转次数（次）	6.05	5.90	7.32	--
总资产周转次数（次）	0.78	0.80	0.68	--
现金收入比（%）	74.34	84.25	94.67	114.97
营业利润率（%）	12.65	10.82	12.38	20.52
总资本收益率（%）	4.23	2.47	2.46	--
净资产收益率（%）	4.64	3.00	2.84	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	13.41
全部债务资本化比率（%）	8.93	17.49	13.39	19.55
资产负债率（%）	18.56	21.23	17.55	22.24
流动比率（%）	337.10	281.77	337.25	637.90
速动比率（%）	258.72	236.01	299.74	550.79
经营现金流流动负债比（%）	11.91	-25.43	32.07	--
现金短期债务比	4.07	2.34	3.17	6.29
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注 1.2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化



### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

