

---

2019 年江苏百川高科新材料股份有限公司

可转换公司债券

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100375】

评级对象: 2019年江苏百川高科新材料股份有限公司可转换公司债券

### 百川转债

#### 主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2021年6月22日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2020年6月23日

首次评级: AA/稳定/AA/2019年6月3日

### 主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	0.39	0.21	0.39	0.17
刚性债务	1.90	1.94	6.87	6.87
所有者权益	10.37	9.92	11.54	11.54
经营性现金净流入量	0.05	-0.27	-0.28	0.56
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	28.35	28.61	50.06	55.45
总负债	14.94	15.32	31.19	36.14
刚性债务	12.50	12.61	26.05	30.99
所有者权益	13.41	13.29	18.87	19.31
营业收入	30.27	25.75	21.87	8.38
净利润	1.06	0.65	0.66	0.38
经营性现金净流入量	2.62	2.14	1.82	-0.36
EBITDA	2.63	2.21	2.18	--
资产负债率[%]	52.69	53.55	62.30	65.17
权益资本与刚性债务 比率[%]	107.29	105.34	72.45	62.32
流动比率[%]	109.29	101.68	83.50	77.87
现金比率[%]	63.40	50.87	33.07	28.31
利息保障倍数[倍]	4.84	2.45	1.52	--
净资产收益率[%]	7.98	4.85	4.13	--
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	18.91	15.21	10.34	--
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.57	-14.64	-32.53	--
EBITDA/利息支出[倍]	8.36	5.04	3.31	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.18	0.11	--

注:根据百川股份经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

何婕妤 hejieyu@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对江苏百川高科新材料股份有限公司(简称百川股份、发行人、该公司或公司)及其发行的2019年江苏百川高科新材料股份有限公司可转换公司债券的跟踪评级反映了2020年以来百川股份在下游涂料需求增加、醋酸酯产品市场地位等方面持续保持优势,同时也反映了公司在债务偿债压力、安全环保、实控人股权质押、资产流动性、可转债转股进度等方面继续面临的压力。

#### 主要优势:

- **环保溶剂需求增加。**随着国家环保政策趋严,涂料行业向更环保、更高性能发展,对醋酸酯类、多元醇类、绝缘树脂类产品需求上升。
- **细分市场地位领先。**百川股份负责了醋酸酯类、偏酞等多项国家标准及行业标准的修/制订工作,甲酸钠、双三羟甲基丙烷、丙二醇甲醚乙酸酯和乙酸正丁酯等多个产品被评定为江苏省高新技术产品,并在三羟甲基丙烷、醋酸酯类、偏酞等产品生产方面拥有多项发明专利。

#### 主要风险:

- **债务偿债压力大。**随着宁夏项目的推进,百川股份资本支出压力较大,财务杠杆持续攀升,一旦项目收益不及预期,公司面临较大的偿债压力。
- **安全环保风险。**江苏响水321事故之后,当地政府制定了一系列淘汰落后产能、提升准入门槛、提高安全环保要求的政策,百川股份面临着较大的安全环保治理压力。
- **实际控制人股权质押风险。**百川股份实际控制人为郑铁江夫妇,截至2021年3月末,郑铁江、王亚娟夫妇累计质押公司股份占其合计所持股份的68.72%,质押比例高,

司股价出现大幅下降，或存在股权质押平仓风险。

- **资产流动性弱。**百川股份资产以非流动资产为主，且随着融资规模上升，公司受限资产占比增加，资产流动性弱。
- **本次可转债转股进度慢。**本次可转债发行规模较大，截至 2021 年 3 月末，尚有 99.92%未转股，转股进度慢，一旦转股期内转股情况不理想，则百川股份需偿付本次债券本息，或加重公司债务负担。
- **担保物减值风险。**百川股份以自有的部分土地、房产、设备等资产为本次可转换公司债券提供抵押担保。一旦担保物发生减值，或将降低担保物对本次可转换公司债券本息兑付的保障程度。

#### ➤ 未来展望

通过对百川股份及其发行的百川转债主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持 AA-主体信用等级，评级展望为稳定；认为百川转债还本付息安全性很强，并维持百川转债 AA-信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2019 年江苏百川高科新材料股份有限公司可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2019 年江苏百川高科新材料股份有限公司可转换公司债券（简称“百川转债”、本次债券）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据公司提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2020 年 1 月 3 日发行规模为 5.20 亿元、期限为 6 年的百川转债。本次债券采取了累进利率，第一年 0.50%、第二年 0.80%、第三年 2.50%、第四年 3.00%、第五年 3.50%、第六年 4.00%，采用每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息。本次债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（2020 年 7 月 9 日至 2026 年 1 月 3 日），转股价格 5.77 元/股<sup>1</sup>。公司为本次可转换公司债券采用土地、房产、设备等资产抵押的方式提供担保。公司以自有的部分土地、房产、设备等资产作为本次可转换公司债券抵押担保的抵押物。公司于 2021 年 1 月 4 日按期支付了第一年的利息。截至 2021 年 3 月末，“百川转债”余额为 51,956.32 万元。

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额（万元）	期限（年）	发行利率（%）	起息时间	本息兑付情况
百川转债	52,000.00	6 年	累进利率，目前 0.80%	2020/1/3	正常付息

资料来源：百川股份（截至 2021 年 3 月末）

注：本次债券附转股价格向下修正条款、有条件回售条款、附加回售条款。

本次债券所涉及募投项目为“年产 5 万吨针状焦项目”，于 2020 年 8 月完成工程主体建设及设备安装、调试工作，试生产方案及装备试生产条件经专家组评审通过，已具备试生产条件，该项目进入试生产阶段。目前，针状焦已有合格产品产出，但正式投产尚需经过相关部门的审核验收。本次债券募集资金净额为 50,843.21 万元，已使用 51,144.26 万元（如图表 2 所示），差额 301.05 万元系募投资金前期闲置时购买银行理财产品的利息收入。

图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（万元）

项目名称	总投资	2021 年 3 月末已投资	拟投入募集资金	募集资金已使用额
年产 5 万吨针状焦项目	63,175.00	61,539.55	50,843.21	51,144.26

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

<sup>1</sup> 2019 年权益分派后（每 10 股派发现金红利 1.35 元（含税）），公司转股价格于 2020 年 5 月 29 日起由 6.00 元/股调整为 5.87 元/股；2020 年权益分派后（每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）），公司转股价格于 2021 年 5 月 27 日起由 5.87 元/股调整为 5.77 元/股。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

该公司主要从事醋酸酯类等精细化工业务，同时围绕主业向化工新材料相关领域延伸，布局发展锂电池材料行业。

### A. 醋酸酯类

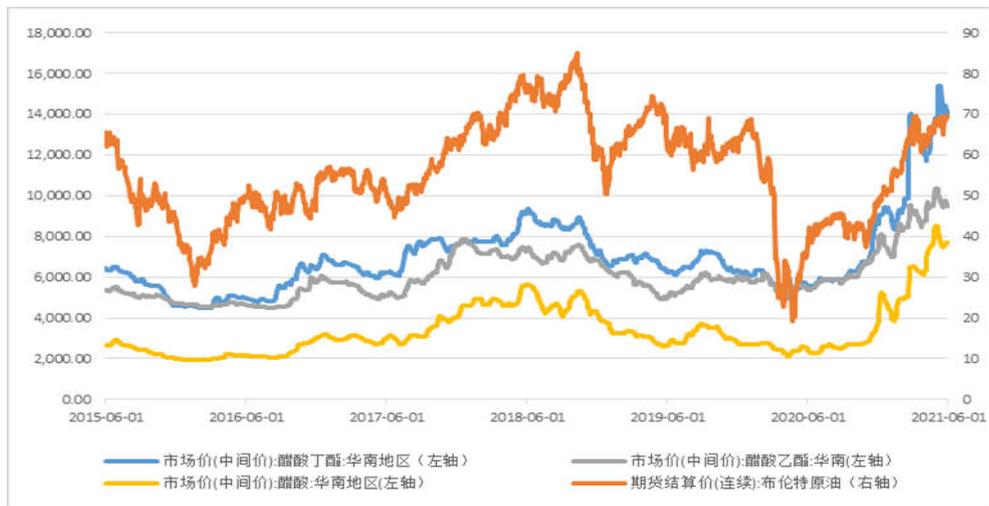
**跟踪期内醋酸酯类产品开工率维持低位，受原材料价格波动影响，价格探底回升。醋酸酯类产品主要下游涂料行业需求增长，结构优化。跟踪期内我国继续出台了相关政策，推动行业向更环保、更高性能发展，这将带动醋酸酯类产品需求上升。目前行业格局较为稳定，市场份额主要集中在江门谦信和百川股份。**

该公司醋酸酯类产品主要为醋酸乙酯、醋酸丁酯、醋酸正丙酯。醋酸酯类中的醋酸丁酯是优良的有机溶剂，并且以其低毒性、溶解性强、易挥发、残留物少等优异性能，成为油漆和涂料行业应用广泛的有机溶剂之一。此外，在医药上用于生产红霉素以及用于生产聚氨基甲酸酯、印花薄膜、香料、化妆品等，还可在各种石油加工过程中用作萃取剂和脱水剂、日光灯管中荧光粉的稀释剂等；醋酸乙酯产品是一种重要的有机化工原料，广泛应用于香精香料、油漆、医药、高级油墨、火胶棉、硝化纤维、人造革、染料等行业；

醋酸正丙酯是涂料、油墨、清漆、香精香料及各种树脂的优良溶剂，还可用于生产粘合剂、光学膜。

醋酸酯类产品原材料主要为醋酸及对应的醇类。冰醋酸的生产源头是煤，而正丁醇、正丙醇等醇类的生产源头之一是石油。2020年初新冠疫情爆发，疫情的不断蔓延加剧了原油需求面的疲软，加之俄罗斯和沙特两国降价增产，原油价格暴跌，最低跌至19.33美元/桶。受原油价格走低影响，醋酸乙酯和醋酸丁酯价格在2020年3-4月创下年内低点，分别为5,050元/吨和4,900元/吨，较年初下跌13.68%和20.00%。之后随原油价格企稳而逐步走高。截至2020年末，醋酸乙酯和醋酸丁酯价格分别为7,125元/吨和9,150元/吨，较年初增长了21.79%和49.39%。进入2021年，全球通胀预期背景下，原油价格延续上涨态势，截至2021年5月末，醋酸乙酯和醋酸丁酯价格分别升至9,525元/吨和14,200元/吨，较年初增长33.68%和55.19%。

图表 3. 我国华南地区醋酸酯类市场价（中间价）及布伦特原油价格走势



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（单位：元/吨）

2020年我国醋酸酯类新增投产产能20万吨。其中醋酸乙酯行业总产能415万吨，较上年新增10万吨，为安徽瑞柏新材料有限公司投产产能。醋酸乙酯在产能过剩情况下，企业整体开工率保持在45%-55%区间。全年产量为184万吨，同比增长1.7%；同期醋酸丁酯总产能在118万吨，开工率在60%左右，全年产量60万吨，同比减少3.69%。受益于国内疫情的稳定，2021年一季度醋酸酯类产品开工率同比有所上升。

需求方面，醋酸酯类产品主要下游行业为涂料。2020年我国涂料行业整体稳步发展，全年产量2,459.10万吨，同比增长2.6%；营业收入3,054.34亿元，同比下降2.8%；利润总额累计为245.97亿元，同比增长5.5%。

跟踪期内我国继续出台了相关政策，推动行业向更环保、更高性能发展。在工业涂料行业中，我国于2020年新增4项强制性国家标准，这些标准分别为《船舶涂料中有害物质限量》、《室内地坪涂料中有害物质限量》、《工业防护涂料中有害物质限量》和《车辆涂料中有害物质限量》。以上四项强制性国家

标准中，都是对工业涂料行业中有害物质限量进一步的约束，未来低毒、环保有机溶剂的需求将不断增长。同时近年来环保政策趋严，《蓝天保卫战三年行动发展》，首次将 VOCs 纳入总量控制体系，禁止建设生产和使用高挥发性有机物含量的溶剂型涂料。总的来看，这将带动醋酸酯类产品的市场需求量不断增长。

近年来我国醋酸酯行业格局较为稳定。由于醋酸酯类产品价格较为透明，毛利主要取决于成本控制和规模效应，新进入企业较少。目前醋酸酯类产品市场份额主要集中在江门谦信和百川股份，产能分别为 90 万吨和 30 万吨。

## B. 针状焦

跟踪期内受益于石墨电极和锂电负极材料发展，我国针状焦市场需求提升。但随着我国针状焦新增产能的释放，市场一度呈现供大于求的局面，针状焦价格有所下滑。2021 年以来，在原料价格上涨和下游需求升温双重作用下，针状焦价格不断上行。针状焦的生产技术发源于海外，我国对针状焦的研究起步较晚，近年来随着研发投入的增加，我国针状焦品质不断提升，部分针状焦技术指标均已达到或超过进口实物水平，可以满足超高功率电极生产以及锂离子电池负极材料生产需求。

### a. 行业概况

针状焦是以煤焦油沥青或石油渣油为原料，经延迟焦化、煅烧而制得的异性焦炭。针状焦具有热膨胀系数低、杂质含量低、导电率高及易石墨化等一系列优点。根据生产原料的不同，针状焦可分为油系针状焦（以石油渣油为原料）和煤系针状焦（以煤焦油沥青及其馏分为原料）两种。根据工艺流程的不同，针状焦主要分为煅前焦和煅后焦。相比煅前焦（生焦）而言，煅后焦（熟焦）经过 1,400 多度煅烧，结构固化变硬，孔隙变小，其针状性更强。煅后焦（熟焦）主要用于制造电炉炼钢石墨电极，煅前焦（生焦）用于生产锂电池负极材料。

高工产研锂电研究所（GGII）调研数据显示，2020 年受益于全球各领域锂电池需求大幅增长，我国负极材料出货量为 36.50 万吨，同比增长 35%，进而带动针状焦需求量的大幅增长。近年来锂电池负极材料对针状焦需求占比在 40%左右；另一方面，石墨电极产业链上游原材料主要为石油焦、针状焦，原材料占石墨电极比超过 65%，石墨电极的主要下游应用为电弧炉炼钢制造。受益于我国钢铁等传统行业产业升级，电炉炼钢的发展促使超高功率石墨电极的需求出现了增加。总的来看，受石墨电极和锂电负极材料市场需求的叠加影响，我国针状焦市场将迎来较大的发展空间。

供给方面，2020 年我国针状焦总产能为 149 万吨，其中油系针状焦为 69 万吨，同比增长 102%；煤系针状焦 80 万吨，同比增长 23%。随着产能释放，2020 年以来针状焦价格从 8,000 元/吨跌至 8 月底的 4,500 元/吨，跌幅为 43.75%。国内针状焦生产成本在 5,000-6,000 元/吨，多数厂家因亏损严重，

行业产能利用率仅 43%。随着 8 月底整体库存消化见底，针状焦价格企稳回升。2020 年针状焦总产量为 48.8 万吨，同比下降 36%，其中油系为 31.2 万吨，煤系为 17.6 万吨。2021 年 1-5 月我国针状焦行业平均开工率由 44%升至 52%，在原料价格上涨和下游需求升温双重作用下，针状焦价格不断上行，熟焦运行区间在 7,500-11,000 元/吨，生焦在 5,500-6,500 元/吨。

### b. 政策环境

2020 年国家继续出台政策，积极推动动力电池、储能电池及电炉炼钢的快速发展。

动力电池方面，2020 年 11 月 8 日国家发布的《新能源汽车产业发展规划》（2021-2035）中要求：到 2025 年，新能源汽车新车销售量要达到汽车新车销售总量的 20%左右。目前距离 2025 年还有 5 年时间，而在这期间，我国新能源汽车销量占比需要从 5%左右上升到 20%左右，每年的年复合增长率必须达到 30%以上，新能源汽车产业供给侧需全面发力，对锂电材料的需求将逐年大幅提升。

储能方面，国家“十四五”规划纲要提出：“加快发展非化石能源，坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源，有序发展海上风电，加快西南水电基地建设，安全稳妥推动沿海核电建设，建设一批多能互补的清洁能源基地，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右。”“加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力，推进煤电灵活性改造，加快抽水蓄能电站建设和新型储能技术规模化应用。”随着风电、光伏产业的大力发展和智能化电网建设的持续推进，与之配套的储能产业将迎来新一轮增长；

电炉炼钢方面，2021 年国家发展改革委、工业和信息化部针对钢铁行业“控产能、减产量、回头看”进行了部署，其根本目的是有利于实现碳达峰、碳中和的目标，有利于钢铁行业转型升级和高质量发展。钢协认为，国家和地方在制定压减产量方案时应考虑“三限、两不限”。“三限”即限 2016 年以来违规新增产能、产能置换不规范的产能；限环保治理水平差的钢铁产量或非规范企业的产量；限整个高炉产量，通过限生铁产量实现限粗钢产量的目的。“两不限”即不限达到超低排放 A 级的企业钢铁产能；不限高炉短流程炼钢产能。受国家政策影响，高频电炉炼钢成为行业发展重点。目前我国电炉钢生产的粗钢仅占总产量的 10%左右，低于全球电炉钢 20%占比的平均水平，发展空间较大。在 2030 年碳排放达峰前提下，必然倒逼钢铁行业能源加快转型，进一步提高新能源使用比例，提高电炉钢占比，石墨电极的市场需求将持续进一步增长，对针状焦产品的市场需求将同步提升。

### c. 竞争格局/态势

针状焦的生产技术发源于海外，生产企业主要集中于美国、英国、日本等。我国对针状焦的研究起步较晚，近年来随着研发投入的增加，我国针状焦品质

不断提升，指标趋于稳定，部分产品已作为大规格超高功率石墨电极的生产原料且具有稳定的出口渠道，但高品质针状焦技术与国外企业仍存在差距。目前我国针状焦生产企业主要有锦州石化、宝钢化工、中钢集团鞍山热能研究院有限公司（简称“中钢鞍山热能院”）、鞍钢集团、平煤鞍山开炭、中国石油化工集团、山西宏特、山东京阳、山东益大、黑龙江宝泰隆等。其中，山西宏特、中钢集团鞍山热能院和锦州石化是最先实现工业化生产的。山西宏特和中钢鞍山热能院为煤系针状焦产品，锦州石化为油系针状焦产品。

#### d. 风险关注

新世纪评级将持续关注：（1）下游行业需求的变化；（2）行业产能释放，竞争加剧；（3）原料价格波动对针状焦生产成本带来的压力。

### （3）区域因素

**江苏响水 321 事故之后，当地政府制定了一系列淘汰落后产能、提升准入门槛、提高安全环保要求的政策，化工企业面临着较大的安全环保治理压力。**

2019 年 3 月江苏响水爆炸案发生后，当地政府高度重视化工企业的安全生产问题。2019 年 4 月 27 日，江苏省委省政府正式发布《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》（简称“《方案》”）（苏办〔2019〕96 号）。《方案》提到，大幅压减沿长江干支流两侧 1 公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园区外和规模以下化工生产企业，原则上 2020 年底前全部退出或搬迁；关闭安全和环保不达标、风险隐患突出的化工生产企业，限期取缔和关闭列入国家淘汰目录内的工艺技术落后的化工企业或生产装置，加快退出或转型产能过剩和市场低迷的一般化工品生产加工能力，取消安全环保基础设施差和管理不到位的化工园区（集中区），大幅压减低端落后化工产能；对全省化工园区（集中区）全面开展再评价，对规模化生产、产业链完备、基础设施齐全、综合管理水平高的确定为化工园区，对具有一定规模、形成一定产业集聚效应、产业层次较高、管理基础较好但产业链不够明晰的确定为化工集中区，对规模小、产业规模度低、基础设施不完善、安全环境问题突出和周边敏感目标分布密集的取消化工园区定位。2020 年 10 月，江苏省人民政府办公厅印发《省政府关于加强全省化工园区化工集中区规范化管理的通知》（简称“《通知》”）（苏政发〔2020〕94 号），《通知》公布全省定位化工园区、化工集中区名单，其中如皋港化工新材料产业园为 15 家定位化工集中区之一。2021 年 3 月，江苏省化工产业安全环保整治提升领导小组办公室发布《关于调整具有爆炸特性化学品范围的通知》（简称“《通知》”）（苏化治办〔2021〕11 号）。《通知》对《关于印发化工产业安全环保治理提升工作有关细化要求的通知》（苏化治办〔2019〕3 号）中附件 1“爆炸特性化学品”的名词调整为“爆炸危险性化学品”，范围由 16 种危险化学品调整为：在《危险化学品目录（2015 版）实施指南（试行）》中，《危险化学品分类信息表》里“危险性类别”为“爆炸物”的危险化学品。

目前江苏省政府对当地化工园区及生产企业检查力度加强，将促使“小、

散、乱”的企业加速淘汰，提升准入门槛，化工企业面临着较大的安全环保治理压力。根据 2021 年 6 月 6 日如皋市非国控主要污染源企业环保信用评级结果<sup>2</sup>，百川股份下属子公司南通百川新材料有限公司（简称“南通百川”）为蓝色。

## 2. 业务运营

该公司收入和盈利主要来源于醋酸酯类、多元醇类等产品，在行业内处于领先地位。公司主业易受行业环境波动影响，2020 年前三季度随着冰醋酸等原材料价格回落，化工产品价格整体走低，公司收入和利润规模均下降，特别是偏苯三酸酐及酯类，受正丹股份产能释放，价格大幅下降，从而导致该产品收入与成本倒挂，进一步拉低公司综合毛利水平。2020 年四季度以来，随着化工产品价格走高，公司收入和利润有所改善。跟踪期内，公司增资原联营企业海基新能源股权并实现控制纳入合并报表范围，产生的投资收益对公司当年盈利带来较好补充。未来公司将在原有化工业务的基础上，在新能源和新材料领域不断拓展，以形成多元化发展的模式，但公司面临项目产能释放压力。

公司产品包括醋酸酯类、偏苯三酸酐及酯类、醇醚类、多元醇类、绝缘树脂类五大领域，在醋酸丁酯、偏苯三酸酐、多元醇等产品的生产方面已具备一定的规模优势，在行业内处于领先地位。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
醋酸酯类	全球	规模/成本
偏苯三酸酐及酯类、醇醚类、多元醇类、绝缘树脂类	全球	差异化/技术

资料来源：百川股份

注：醋酸酯类包括醋酸丁酯、醋酸乙酯、醋酸丙酯等产品；醇醚类包括丙二醇甲醚、丙二醇甲醚醋酸酯等产品；多元醇类包括三羟甲基丙烷等产品；绝缘树脂类包括绝缘漆等产品。

该公司于 2020 年以自有资金向江苏海基新能源股份有限公司（简称“海基新能源”）增资合计 12,325 万元，徐卫等其他股东增资合计 19,675 万元，增资后海基新能源注册资本由 4.3 亿元增至 7.5 亿元，公司增资后直接持有海基新能源 30.07% 股权，为海基新能源第一大股东，公司在海基新能源七名董事会成员中享有四名提名权，海基新能源统一执行公司财务制度，重大财务事项由公司审核批准。同时为了更好地促进海基新能源的管理发展，财务投资自然人将持有的海基新能源 22.00% 表决权委托给公司行使，公司总计持有海基新能源 52.07% 的表决权。公司确定 2020 年 12 月末为合并日，将海基新能源纳入合并财务报表范围。海基新能源主要从事锂电池及电池组的技术开发、制造和销售。海基新能源的产品为 120AH 方型铝壳电池，主要应用于大储能、电力调频、风电配套、后备电源、5G 基站等方面。《储能产业研究白皮书》显示，

<sup>2</sup> 评价结果从优到劣分为绿、蓝、黄、红、黑五个等级。

2020 年出货量排名第三，海基品牌在业内享有一定的知名度。在储能方面合作的厂家有国网电力科技研究院、正泰电器、阳光电源股份有限公司、深圳市科陆智慧能源有限公司、科华恒盛、苏州中利能源科技有限公司、圣阳电源、东方日升等多家行业头部企业。2020 年及 2021 年一季度海基新能源签订的合同金额总计分别为 4.73 亿元和 2.18 亿元。合同分为高性能锂电池电芯产品和模组系统工程。海基新能源一期年产 1GWh 高性能锂电池电芯及高端电池组产品项目建成投产后，2020 年及 2021 年一季度产能利用率分别为 73.60%和 79.73%；同期产销率分别为 92.80%和 47.37%。由于一季度为锂电池行业传统淡季，因此产销率不高。2020 年及 2021 年一季度海基新能源营业收入分别为 42,486.36 万元和 5,419.01 万元，净利润分别为 1,214.36 万元和 199.63 万元。

此外，考虑到澳大利亚 MetalsTech Limited（简称“MTC”）投资期限较长，矿产勘探无重大实质性进展，为提高公司资产流动性，截止 2020 年 7 月 23 日，该公司将持有的股权全部处置完毕，投资收回本金 177.12 万澳元，产生亏损 2.88 万澳元。

根据该公司规划，未来公司将在原有化工业务的基础上，在新能源和新材料领域不断拓展，以形成多元化发展的模式。

### （1）主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计		30.27	25.75	21.87	8.38
其中：核心业务营业收入	金额	30.20	25.66	21.78	7.81
	占比	99.77	99.66	99.62	93.16
包括：（1）醋酸酯类	金额	15.19	13.89	12.69	4.66
	占比	50.29	54.13	58.24	59.74
（2）多元醇类	金额	4.66	4.11	3.27	1.23
	占比	15.43	16.02	15.01	15.75
（3）偏苯三酸酐及酯类	金额	4.62	3.88	3.44	0.99
	占比	15.30	15.12	15.79	12.68
（4）醇醚类	金额	4.46	2.32	0.79	0.48
	占比	14.78	9.04	3.63	6.15
（5）绝缘树脂类	金额	1.27	1.46	1.60	0.44
	占比	4.20	5.69	7.33	5.68

资料来源：百川股份

2018-2020 年，该公司营业收入分别为 30.27 亿元、25.75 亿元和 21.87 亿元。2020 年，受全球新冠疫情影响，公司海外销售大幅下降，销售占比由 30.52% 降至 18.66%，进而导致公司收入规模较上年减少 15.07%。分产品来看，醋酸酯类仍为公司主要收入来源，其在核心业务营业收入占比一直保持在 50% 以上。醋酸酯类包括醋酸丁酯、醋酸乙酯、醋酸丙酯等，产品技术较为成熟，2020

年醋酸酯类收入下降主要系需求有所下滑所致；绝缘树脂类占核心业务收入比例逐年上升，主要系绝缘漆产品市场需求不断释放，其将成为公司未来新的收入和盈利增长点；偏苯三酸酐及酯类包括偏苯三酸酐、偏苯三酸三辛酯。2020年受竞争对手江苏正丹化学工业股份有限公司（简称“正丹股份”）“4万吨/年偏苯三酸酐项目”产能释放，销售价格有所下降，进而导致偏苯三酸酐及酯类收入下滑；醇醚类产品包括丙二醇甲醚、丙二醇甲醚醋酸酯等。受响水事件影响，原材料环氧丙烷供应不足，加之下游纺织染料、纺织油剂行业受环保影响需求不足，醇醚类产品收入较小。

2021年第一季度，该公司营业收入8.38亿元，较上年同期增长135.21%，主要系公司主要产品市场需求旺盛，销售价格上涨，销量增长所致。

整体看，该公司主要产品醋酸酯类主要依靠规模化生产降低边际成本以获得利润，多元醇等产品主要依靠技术研发、差别化产品占领市场，提升产品附加值。所以，规模化扩张和产品差异化是公司目前的发展方式，经营情况主要受市场供需结构变化的影响。

#### A. 主要产品生产情况

该公司生产主体为子公司南通百川，位于如皋市。公司主要产品为醋酸酯类、三羟甲基丙烷、偏苯三酸酐、丙二醇甲醚醋酸酯和绝缘树脂。跟踪期内除了绝缘树脂产品外，其他主要产品的产能基本稳定。公司于2017年非公开发行股票募集资金净额4.17亿元，其中5,000万元用于投资绝缘树脂及副产甲醇项目，项目于2017年11月开始试生产。截至2020年末，绝缘树脂年产能为1.92吨。产能利用率方面，跟踪期内公司三羟甲基丙烷等多元醇类产品市场需求较大，基本满负荷生产；醋酸酯类产品市场较为成熟且竞争激烈，跟踪期内受市场需求下降影响，产能利用率有所下降；偏苯三酸酐及酯类受正丹股份产能释放，市场饱和，价格走低影响，公司产能利用率有所下降；醇醚类受原材料环氧丙烷供应不足，公司开工率很低；绝缘树脂近年来随着需求释放，产能利用率逐年走高。

图表 6. 公司控股的主要产品生产概况<sup>3</sup>（单位：万吨/年，万吨，%）

项目	醋酸酯类	多元醇类	偏苯三酸酐及酯类	醇醚类	绝缘树脂类	
2018年	加权平均产能	30.00	5.50	5.48	6.82	1.76
	产量	20.37	5.54	4.49	4.69	1.01
	产能利用率	67.89	100.74	81.98	68.75	57.19
2019年	加权平均产能	30.00	5.50	5.48	6.82	1.92
	产量	23.28	5.72	3.98	2.28	1.26
	产能利用率	77.60	104.00	72.67	33.43	65.63
2020年	加权平均产能	30.00	5.50	5.48	6.82	1.92
	产量	21.59	5.03	3.82	0.49	1.33
	产能利用率	71.96	91.53	69.83	7.13	69.27
2021年第一季度	加权平均产能	7.50	1.38	1.37	1.71	0.48
	产量	5.22	1.44	0.88	0.16	0.36
	产能利用率	69.67	104.79	64.55	9.55	75.00

资料来源：根据百川股份提供的数据绘制

#### B. 原料采购

该公司产品的主要原材料为冰醋酸、偏三甲苯、正丁醇、

<sup>3</sup> 加权平均产能=(年初产能+当年新增产能-当年减少产能)×当年实际生产月数/12。

乙醇、丙醇等，所需大部分原材料供应充足，主要为国内采购。原材料国内采购主要来自扬子石化-巴斯夫有限责任公司、中国石油天然气股份有限公司（简称“中石油”）、南京诺奥新材料有限公司、张家港市华昌新材料科技有限公司等。2020年境外采购占比为2.39%，较2019年下降3.62个百分点，一方面系近年来国内原材料厂家产能增长，公司对境外采购依存度有所下降；另一方面受全球新冠疫情影响，国外厂商开工率低，海运成本高，公司转至国内采购。公司主要向中国台湾、马来西亚、美国和沙特阿拉伯进行境外采购，2020年采购占比分别为1.57%、0.40%、0.29%和0.13%。境外采购商包括ZUITOP公司、美国PCM公司、沙比克等，主要采购正丁醇。公司原材料采购严格按照生产计划，合理预测原材料需求，在保障一定的安全库存的基础上，按月组织原材料采购。同时，公司建立了详细的供应商档案，并在综合比较产品价格、质量、供货稳定性等因素的基础上优化采购结构。公司采购定价主要采用价格浮动的模式，即与长期稳定客户签署长期的供货合同，每月按当时市场价格协商供货价格，并作为结算依据。此外，在公司接到锁定价格的销售合同后，公司根据原材料核算数量签署锁定价格的供货合同。结算方式方面，公司向国有企业采购基本是全额预付款的形式，其他原材料供应商可以采取货到付款的形式。

2020年，公司原材料采购价格基本受原油价格下跌影响有所下降。但正丙醇国内供应商只有1-2家，且受海外疫情影响，主要供应商陶氏开工率低，无法满足市场需求，正丙醇采购价格自2020年下半年出现大幅回升，公司采购均价亦随之上升。2021年一季度，受原油价格不断走高影响，除偏三甲苯外，主要原材料价格均价都出现上升。从采购量来看，公司考虑到偏三甲苯价格处于历史低位，加大了偏三甲苯的采购量，其余原材料采购亦根据生产计划及安全库存进行采购，受产量下降影响，原材料采购量亦有所下降。

图表 7. 公司主要生产用原材料采购情况（单位：万吨、亿元、万元/吨）

年度	冰醋酸			偏三甲苯			正丁醇			正丙醇		
	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价
2018年	14.23	5.54	0.39	3.15	2.20	0.70	6.49	4.22	0.65	2.95	2.27	0.77
2019年	14.29	3.54	0.25	2.85	1.91	0.67	7.75	4.4	0.57	3.52	2.44	0.69
2020年	12.50	2.84	0.23	3.28	1.77	0.54	5.93	3.11	0.53	3.09	2.47	0.80
2021年1-3月	3.22	1.38	0.43	0.67	0.32	0.49	1.69	1.59	0.94	0.76	0.64	0.84

资料来源：根据百川股份提供的数据绘制

该公司原材料年采购规模较大，且均属于大宗商品，原材料价格波动易对公司经营造成不利影响。同时，海外采购正丁醇等原材料产生了一定规模的美元债务，易受汇率波动影响而出现汇兑损失。对此，公司在银行办理了远期结售汇，但汇率波动太大，公司仍面临一定的汇兑损失。

### C. 产品销售

该公司产品同时在境内外销售，主要应用于涂料行业。在境外，公司与国际涂料巨头在海外的机构合作，成为巴斯夫、湛新、PPG、花王、沙多玛和科

思创等公司的稳定供应商，2020 年公司境外销售占比为 18.66%，境外销售客户主要为韩国、中国台湾和越南，销售占比分别为 3.40%、2.67%和 1.36%；在境内，公司与阿克苏诺贝尔、立邦涂料、PPG 涂料、巴斯夫、威仕伯等国际涂料巨头在华设立的独资或合资企业合作，并不断丰富销售渠道，开拓新客户。公司产品全部采取直销方式，公司与 PPG 涂料、巴斯夫等大客户按月签订销售合同，每月底依据市场行情的波动情况、对下月原材料的预判以及库存情况进行报价，与大客户协商确定下月供货数量及结算价格，并给予 1-3 个月的账期。公司对其余客户采用按单报价，款到发货的方式。跟踪期内公司产销率保持在较高水平，其中醇醚类产品，由于受响水事件影响，公司开工率低，销售主要通过外购和自产相结合的方式。2020 年两者占比分别为 50.98%和 49.02%；2021 年一季度两者占比分别为 58.57%和 41.43%。销售均价方面，公司产品价格走势和原材料价格基本吻合，但多元醇类产品为高附加值，公司毛利水平较高，产品价格不直接与原材料价格波动挂钩。2021 年一季度受化工品价格大幅上涨影响，公司主要产品销售价格均随之上升。结算方式方面，对于国外销售，通常以信用证和电汇方式进行结算；国内销售则以银行承兑汇票及电汇方式为主。

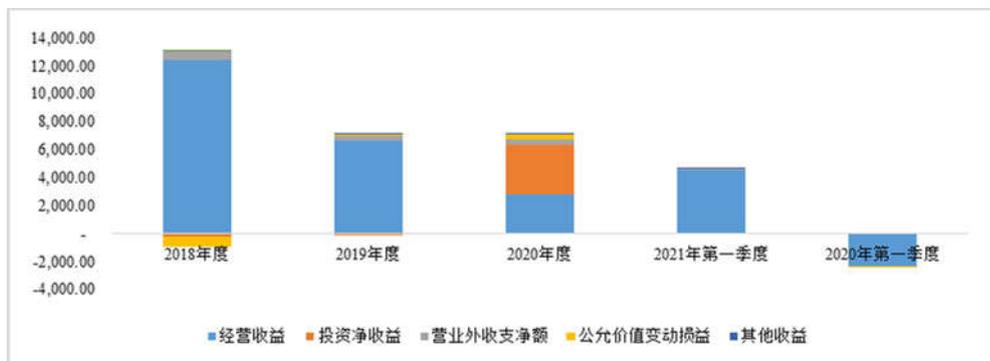
图表 8. 公司主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年第一季度		
	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率
醋酸酯类	21.10	0.72	103.60	23.04	0.60	98.94	21.98	0.58	101.83	5.62	0.83	107.53
多元醇类	5.51	0.85	99.39	5.64	0.73	98.65	5.31	0.62	105.56	1.42	0.87	98.41
偏苯三酸酐及酯类	4.46	1.04	99.26	4.05	0.96	101.82	4.04	0.85	105.58	1.02	0.96	115.96
醇醚类	4.70	0.95	100.24	2.95	0.79	114.86	1.02	0.78	--	0.34	1.41	--
绝缘树脂类	1.03	1.23	102.38	1.22	1.20	96.73	1.40	1.14	105.05	0.37	1.21	101.70

资料来源：根据百川股份提供的数据绘制

## （2）盈利性

图表 9. 公司盈利来源结构（单位：万元）



资料来源：根据百川股份所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2018-2020 年，该公司综合毛利率分别为 10.92%、10.54%和 7.44%。2020 年公司毛利率较上年有所下降，主要是根据新收入准则，运输费用作为履行合同约定发生的成本，调整至营业成本。2021 年第一季度，公司综合毛利率为

10.74%，受益于化工品价格上涨，毛利水平大幅提升。

2018-2020 年，该公司期间费用率分别为 6.50%、7.43%和 5.72%。跟踪期内公司期间费用率有所下降，一方面系根据新收入准则，运输费用作为履行合同约定发生的成本，调整至营业成本，进而销售费用减少 71.30%；另一方面系公司利息支出减少导致财务费用下降。2020 年公司财务费用 2,705.26 万元，同比减少 25.18%，其中利息支出 2,533.31 万元，同比减少 25.79%；此外，公司境外销售业务主要以美元作为结算货币，2020 年汇兑损失为 230.36 万元。2021 年第一季度，公司期间费用率为 4.99%，主要系随着原材料价格上涨，主要产品销售价格上涨，公司收入规模大幅增加所致。

图表 10. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计（万元）	30.27	25.75	21.87	8.38
毛利率（%）	10.92	10.54	7.44	10.74
其中：（1）醋酸酯类（%）	6.40	9.31	7.82	6.73
（2）多元醇类（%）	20.14	21.21	12.23	26.70
（3）偏苯三酸酐及酯类（%）	13.85	4.36	-2.91	2.22
（4）醇醚类（%）	14.60	4.44	1.03	13.48
（5）绝缘树脂类（%）	7.01	17.67	19.37	14.77
毛利（万元）	3.31	2.71	1.63	0.90
其中：（1）醋酸酯类（万元）	0.97	1.29	0.99	0.31
（2）多元醇类（万元）	0.94	0.87	0.40	0.33
（3）偏苯三酸酐及酯类（万元）	0.64	0.17	-0.10	0.02
（4）醇醚类（万元）	0.65	0.10	0.01	0.06
（5）绝缘树脂类（万元）	0.09	0.26	0.31	0.07
期间费用率（%）	6.50	7.43	5.72	4.99
其中：财务费用率（%）	0.83	1.40	1.24	1.02
全年利息支出总额（亿元）	0.32	0.44	0.66	0.26
其中：资本化利息数额（亿元）	0.01	0.10	0.40	0.15

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

2018-2020 年，该公司净利润分别为 1.06 亿元、0.65 亿元和 0.66 亿元。公司利润主要来自营业毛利，2020 年公司实现投资收益 3,536.62 万元，主要是公司增资原联营企业海基新能源股权并实现控制纳入合并报表范围，产生收益 2,076.22 万元，另外公司理财产品和证券投资交易收益分别为 752.05 万元和 428.62 万元，对公司盈利提供较好补充；公司营业外收入主要系宁夏宁东贷款贴息、宁东高质量发展奖励、如皋经济工作奖励等相关政府补助，2020 年计入营业外收入的政府补助为 381.01 万元；公司公允价值变动损益主要系投资 MTC 股权导致的损益变动，截止 2020 年 7 月 23 日，公司将持有的股权全部处置完毕。2021 年 1-3 月，公司实现净利润 0.38 亿元，受益于化工品价格上涨，公司同比扭亏为盈。

图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
投资净收益	-236.49	-26.58	3,536.62	59.20
其中：权益法核算的长期股权投资收益	-587.16	-852.05	279.74	-7.61
营业外净收入	692.94	391.16	427.45	68.27
公允价值变动损益	-726.32	57.31	339.04	-

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

### （3）运营规划/经营战略

未来该公司将围绕主业，在专注于溶剂类、环保增塑剂类、光固化剂类等精细化工产品拓展的同时，对新材料、新能源领域进行积极布局和探索，规划形成化工行业 and 新材料行业多元化发展的模式。

截至 2021 年 3 月末，该公司主要在建工程项目包括新戊二醇三羟项目、正异丁醛丁辛醇、针状焦项目、电芯产线、石墨负极新材料项目（石墨化）等。

新戊二醇三羟项目实施主体为公司全资子公司宁夏百川科技有限公司（简称“宁夏科技”），该项目投资建设年产 3 万吨新戊二醇、10 万吨三羟甲基丙烷（一期建设 5 万吨，二期建设 5 万吨）、2000 吨环状三羟甲基丙烷缩甲醛项目，总预算 76,999.96 万元，其中宁夏产业引导基金管理中心（有限公司）对宁夏科技增资 2 亿元，其余由公司自有资金和银行项目贷款保障。目前银行贷款已全部发放，期限为 2020 年 10 月-2027 年 9 月，利率为 4%-5% 之间。项目建成后，将延伸公司产业链，丰富产品种类。截至 2021 年 4 月末，3 万吨新戊二醇、一期 5 万吨三羟甲基丙烷、2000 吨环状三羟甲基丙烷缩甲醛项目土建已基本完成，项目进入设备安装阶段。同期末，根据 Wind 资讯数据显示，新戊二醇和三羟甲基丙烷国内期货价分别为 16,100 元/吨和 17,500 元/吨，均处于近三年以来的高点。

正异丁醛丁辛醇项目实施主体为宁夏科技，该项目资金来源为银行项目借款 5 亿和自有资金，项目贷款期限为 2021 年 5 月-2028 年年 11 月，利率为 4.65%。项目主要产品为正异丁醛和丁辛醇等，根据可研报告，项目运营期预计年均利润总额为 12,043.91 万元，项目所得税后投资回收期为 5.78 年（不含建设期），根据销售额测算的项目盈亏平衡点为 60.91%。目前项目处于土建阶段。截至 2021 年 3 月末，正丁醛、异丁醛、丁醇和辛醇价格分别为 11,500 元/吨、9,554 元/吨、10,250 元/吨和 12,000 元/吨，处于近三年以来的高点。由于产品价格受原油波动较大，项目投产尚有一段时间，项目收益仍面临一定不确定性。

针状焦项目为本次可转换公司债券募投项目，实施主体为宁夏百川新材料有限公司（简称“宁夏新材料”），目前，该项目针状焦已有合格产品产出并销售，但正式投产尚需经过相关部门的审核验收。公司针状焦主要是采用中

钢鞍山热能院的技术，中钢鞍山热能院的针状焦在 7 种国内外油系、煤系针状焦质量对比中排名第二，达到国际先进水平。主要技术指标均已达到或超过进口实物水平，可以满足超高功率电极生产以及锂离子电池负极材料生产需求。从 2009 年开工至今，中钢热能院的针状焦装置运行稳定，产品得到市场认可。产品中应用于负极材料的针状焦，将向下延伸做出负极材料，销售给海基新能源等电池企业或者直接将针状焦销售给负极材料的生产厂家。目前针状焦产品已有销售。

石墨负极新材料项目（石墨化）实施主体为宁夏新材料，资金来源为 2017 年 10 月公司非公开发行股票募投资金。该项目分石墨化和负极材料两部分。截至 2021 年 5 月末，该项目已进入试生产阶段，未来负极材料投产后将计划供给海基新能源等电池企业。

锂电池二期厂房和电芯产线均为锂电池二期项目，实施主体为海基新能源。锂电池二期项目资金来源为股东投入的资本金，该项目为年产 1GWh 磷酸铁锂储能电池。

此外，该公司 20,000 吨/年锂电池资源化利用装置项目于 2021 年 4 月开工，计划于 2022 年竣工，该项目实施主体为宁夏新材料，项目总投资 26,425.46 万元，资金来源于自筹，项目包括 2,000 吨钴锰催化剂资源化利用，2,500 吨磷酸铁锂电池资源化利用，15,500 吨三元电池资源化利用。达产后，运营期预计平均销售收入 59,903.36 万元，利润总额为 10,672.26 万元，净利润为 9,071.42 万元，项目投资回收期为 3.13 年。公司锂电回收项目取得的磷酸铁、碳酸锂原料还将作为磷酸铁锂储能电池项目原材料。

图表 12. 截至 2021 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目	实施主体	总预算	已投资	建设进度	开工时间	预计竣工时间
新戊二醇三羟项目	宁夏科技	76,999.96	8,683.65	设备安装阶段	2019 年 11 月	2022 年
正异丁醛丁辛醇	宁夏科技	75,706.70	6,846.32	土建阶段	2020 年 10 月	2022 年
针状焦项目	宁夏新材料	63,175.00	61,539.55	试生产阶段	2019 年 4 月	2021 年
石墨负极新材料项目（石墨化）	宁夏新材料	25,351.00	13,825.08	试生产阶段	2019 年 4 月	2021 年
电芯产线	海基新能源	25,800.00	19,813.82	产线调试阶段	2020 年 9 月	2021 年
锂电池二期厂房	海基新能源	9,800.00	6,653.70	拟报竣工验收	2018 年 3 月	2021 年
<b>合计</b>		<b>276,832.66</b>	<b>117,362.12</b>	--	--	--

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

总的来看，该公司在建项目基本在未来两年竣工投产，投资项目主要是在公司主业基础上，延伸产业链，扩大公司生产规模，丰富产品种类，有利于提高生产能力和市场竞争力，但公司项目面临产能释放压力。对此，公司将继续深化与宁夏政府合作，吸引政府资金投资，同时加强应收账款的催收及提高运行效率，抓紧项目建设进度，以尽早投产回笼项目投资资金。

## 管理

跟踪期内，该公司产权结构稳定，公司治理与经营管理方面无重大变化，但实际控制人减持公司股份，持股比例进一步下降，股权质押比例虽有所下降，但仍处于较高水平。

截至 2021 年 3 月末，该公司实际控制人郑铁江和王亚娟夫妇合计持股比例为 25.34%，跟踪期内郑铁江于 2020 年 3 月和 2021 年 3 月通过深圳证券交易所大宗交易分别减持公司股票 1,033 万股和 1,034 万股。截至 2021 年 3 月末，郑铁江、王亚娟夫妇累计质押公司股份占其合计所持股份的 68.72%，质押比例高。股权质押资金主要用于股权投资、房产投资及其他个人资金需求。

该公司关联交易主要系以厂房土地评估作价向海基新能源投资，但公司仍需继续使用目前的办公楼进行办公经营，公司向海基新能源支付租金，租用目前使用的办公楼面积 1,884.35 平米，租金根据当地市场行情确定为每年 120 元/平米，2020 年确认租赁费用 226.12 万元。

跟踪期内，该公司逐步改善法人治理结构，并进一步健全治理制度。根据公司出具的《2020 年度内部控制评价报告》，根据相关财务报告内部控制缺陷的认定标准，跟踪期内公司不存在财务报告内部控制重大、重要缺陷，也未发现内部控制重大、重要缺陷。

根据该公司提供的 2021 年 5 月 6 日的《企业信用报告》，跟踪期内公司无信贷违约情况。

## 财务

跟踪期内该公司合并海基新能源，资产规模大幅增加，但随着宁夏项目的推进，公司刚性债务规模不断上升，2020 年发行可转债，债务结构有所优化，但即期偿债压力仍较大。由于海基新能源项目周期较长且经营活动现金流趋于紧张，公司营业周期有所拉长，投资活动现金流出不断增加，导致现金流平衡对筹资活动依赖性上升。未来，公司资本性支出仍较大，预计刚性债务规模将继续扩大。目前公司资产以非流动资产为主，且随着融资规模上升，公司受限资产占比增加，资产流动性弱。此外，如果公司发行的可转债到期未转股，将加重公司债务负担。

### 1. 数据与调整

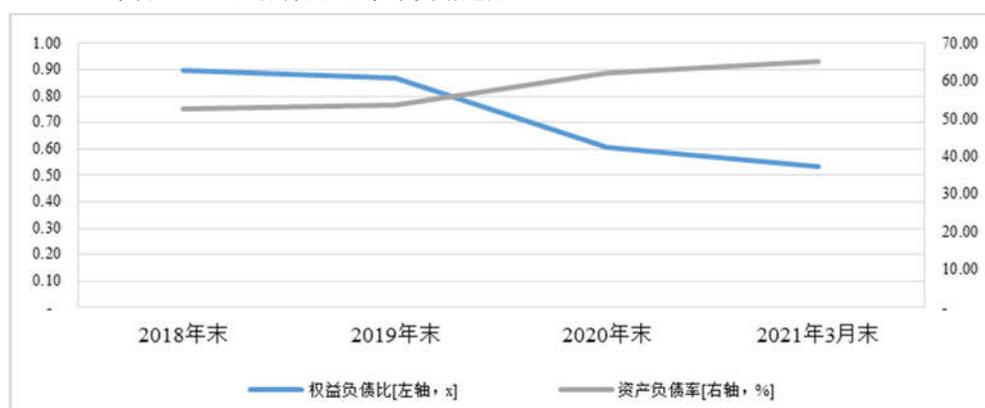
公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018-2020 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

合并范围变化方面，2019 年该公司注销全资子公司南通百川新能源有限公司；2020 年公司增资原联营企业海基新能源股权并实现控制，并视非同一控制合并了海基新能源的期末资产负债表。此外，公司新设宁夏博远工贸有限公司和宁夏新创科技有限公司，从事化工产品批发。截至 2020 年末，公司合并范围的子公司共 8 家。其中，海基新能源总资产 13.78 亿元，总负债 7.99 亿元。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据百川股份所提供数据绘制

2020 年该公司负债规模大幅上升，一方面系公司将海基新能源纳入合并范围，另一方面是随着新戊二醇三羟项目、正异丁醛丁辛醇等项目的推进，刚性债务规模上升所致。2020 年末，公司负债总额 31.19 亿元，较上年末增长 103.61%；同期末所有者权益为 18.87 亿元，较上年末增长 42.04%，主要系公司于 2020 年发行可转债，其他权益工具增加 1.14 亿元。年末公司可转债累计转股 35,918 张，转股后公司总股本增至 5.17 亿元。另外，2020 年末公司未分配利润较上年末减少 3.22%，主要系公司提取法定盈余公积 0.12 亿元和支付普通股股利 0.68 亿元所致；2018-2020 年末公司资产负债率分别为 52.69%、53.55%和 62.30%。权益负债比分别为 0.90、0.87 和 0.61。截至 2021 年 3 月末，随着刚性债务规模继续扩大，公司资产负债率升至 65.17%，权益负债比降至 0.53。

## (2) 债务结构

图表 14. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据百川股份所提供数据绘制

债务构成方面，该公司负债以刚性债务和应付账款为主，2020 年末分别占负债总额的 83.52%和 13.69%。2020 年末，公司应付账款 4.27 亿元，主要为原材料采购款，年末合并海基新能源导致应付账款较上年末增长 88.69%；合同负债 0.32 亿元，全部为下游客户的预付货款，由于公司对于长期合作的客户给予 1-3 个月的账期，对其他客户则采取款到发货，因此款到发货的客户数量增加会导致公司预收账款金额有所上升；其他应付款 0.04 亿元，主要为押金及保证金。从债务期限结构来看，公司以流动负债为主。2020 年公司发行可转债，债务结构有所改善，长期债务以匹配项目建设。截至 2020 年末，公司长短期债务比由上年末的 15.48%升至 42.43%。

截至 2021 年 3 月末，该公司合同负债较年初增长 156.52%，主要是公司款到发货的客户数量增加所致。由于春节前，公司与供应商结清了部分货款，应付账款较年初减少 0.46 亿元至 3.81 亿元。期末长短期债务比为 41.63%，与年初变化不大。

### (3) 刚性债务

图表 15. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	12.50	10.61	17.01	20.67
其中：短期借款	8.35	7.88	11.02	13.87
一年内到期长期借款	--	--	1.03	1.10
应付票据	4.15	2.73	4.97	5.70
中长期刚性债务合计	--	2.00	9.04	10.33
其中：长期借款	--	2.00	2.78	4.00
应付债券	--	--	4.20	4.27
其他中长期刚性债务	--	--	2.06	2.06

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

2020 年末该公司刚性债务 26.05 亿元，较上年末增长 106.53%，主要系随着公司宁夏项目的推进，资金需求不断增加。公司刚性债务以银行借款为主，占比 56.93%。2020 年公司发行可转债，应付债券增加 4.20 亿元，债券融资为公司融资提供补充。同期末，公司应付票据 4.97 亿元，全部为银行承兑汇票。公司通过浦发银行开展票据池业务，2020 年末应付票据增加主要系随着宁夏项目的推进，使用票据结算的工程款增加。其他中长期刚性债务为宁夏产业引导基金管理中心（有限公司）投资入股宁夏科技 2 亿元，根据投资合同在宁夏产业引导基金管理中心（有限公司）增资完成日（2020 年 6 月 24 日）起，至日历天第 910 天、第 1000 天和第 1095 天，宁夏产业引导基金管理中心（有限公司）分别通过股权出让给公司，收回投资款 6,000 万、6,000 万和 8,000 万，期间享有年利率 6% 的固定收益。2021 年 3 月末，公司刚性债务规模继续扩大，增至 30.99 亿元。公司银行借款以保证借款为主，占比 88.82%，全部为公司为子公司提供的担保。融资利率方面，公司综合融资成本在 4.40% 左右。

图表 16. 2021 年 3 月末公司银行借款构成 (单位：亿元)

借款类型	保证借款	信用借款	抵押借款	质押借款
短期借款	8.32	2.70	2.06	0.80
一年内到期的长期借款	--	--	1.10	--
长期借款	4.00	--	--	--
<b>总计</b>	<b>12.32</b>	<b>2.70</b>	<b>3.16</b>	<b>0.80</b>

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

整体看，跟踪期内随着该公司业务的发展，刚性债务规模大幅上升，虽然债务结构有所优化，但是短期偿债压力仍很大。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	72.30	87.30	121.17	--
营业收入现金率（%）	80.42	77.77	87.44	70.19
业务现金收支净额（亿元）	3.85	3.13	2.15	-0.23
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.23	-0.99	-0.34	-0.12
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.62	2.14	1.82	-0.36
EBITDA（亿元）	2.63	2.21	2.18	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.23	0.18	0.11	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.36	5.04	3.31	--

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2018-2020 年该公司营业周期分别为 72.30 天、87.30 天和 121.17 天。2020 年末公司将海基新能源纳入合并范围，由于海基新能源模组系统项目周期一般为 1-3 个月不等，公司营业周期有所拉长。同期公司款到发货客户数量增加，公司营业收入现金率由 2019 年的 77.77% 增至 87.44%，现金收支净额保持良好的净流入。2018-2020 年经营性现金净流量分别为 2.62 亿元、2.14 亿元和 1.82 亿元。2021 年一季度由于海基新能源和宁夏新材料购买原材料支付的现金增加，公司经营环节现金净流出 0.36 亿元。

跟踪期内该公司利润有所下滑，2020 年 EBITDA 小幅回落至 2.18 亿元，同期公司刚性债务规模有所增长，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖能力均有所减弱。

#### (2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.05	0.20	-0.21	1.20
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.35	-4.56	-9.36	-3.86
其他因素对投资环节现金流量影响净额	--	--	0.19	-2.20
投资环节产生的现金流量净额	-2.40	-4.36	-9.38	-4.86

资料来源：根据百川股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司在宁夏推进针状焦、石墨负极新材料等多个项目，投资性现金流出规模持续扩大。2021 年一季度公司以闲置资金购买银行保本理财，公司支付的其他与投资活动有关的现金增加 2.20 亿元。2018-2020 年及

2021 年一季度公司投资性现金净流出额分别为 2.40 亿元、4.36 亿元、9.38 亿元和 4.86 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
权益类净融资额	-0.52	-0.50	-0.68	0.06
债务类净融资额	1.63	1.10	5.11	3.91
其中：现金利息支出	0.31	0.43	0.43	0.25
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.38	-0.27	1.99	-0.00
筹资环节产生的现金流量净额	0.73	0.33	6.42	3.97

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 0.73 亿元、0.33 亿元、6.42 亿元和 3.97 亿元。2020 年债务类净融资增加主要系公司发行可转债募集资金 5.20 亿元所致。2018-2020 年公司分配红利现金流出分别为 0.52 亿元、0.50 亿元和 0.68 亿元。2021 年一季度随着宁夏多个项目的推进，公司债务融资规模继续扩大，债务净融资 3.91 亿元。总的来看，公司投资项目所导致的资金缺口，主要依赖筹资活动维持现金流平衡。

## 4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	16.28	13.49	18.29	19.87
	57.41	47.15	36.52	35.83
其中：货币资金（亿元）	7.50	5.24	5.78	4.93
交易性金融资产（亿元）	0.02	0.02	--	1.00
应收款项（亿元）	2.13	1.85	3.90	4.11
存货（亿元）	3.63	3.82	4.29	5.12
预付账款（亿元）	0.95	0.74	1.56	1.68
其他应收款（亿元）	0.06	0.02	0.01	0.01
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	12.07	15.12	31.78	35.58
	42.59	52.85	63.48	64.17
其中：固定资产（亿元）	7.88	7.42	10.89	10.68
在建工程（亿元）	1.46	4.06	15.53	18.45
长期股权投资（亿元）	1.18	0.98	0.22	0.22
无形资产（亿元）	0.74	1.29	2.07	2.22
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.3	1.44	14.96	15.43
受限资产账面余额/总资产（%）	8.11	5.03	29.88	27.83

资料来源：根据百川股份所提供数据整理。

2020 年末该公司将海基新能源纳入合并范围，资产规模大幅增长。年末，

公司资产总额为 50.06 亿元，较上年末增长 75.01%。由于海基新能源为重资产公司，且随着公司宁夏针状焦、石墨化等项目的推进，公司非流动资产占比不断上升。同期末非流动资产占总资产的比重为 63.48%。2021 年 3 月末，公司资产总额较年初增长 10.76%至 55.45 亿元。其中流动资产占比为 35.83%，较年初小幅下降。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款和存货。2020 年末，货币资金为 5.78 亿元，占流动资产的比例为 15.31%。其中受限的货币资金 2.20 亿元，全部为银行承兑汇票保证金。2021 年 3 月末，公司将部分闲置资金购买银行保本理财，转为交易性金融资产，货币资金较年初减少 14.59%，为 4.93 亿元。由于海基新能源业务回款周期长，2020 年末公司应收账款较上年末增长 110.23%至 3.90 亿元。其中受限应收账款 0.50 亿元，用于质押取得银行借款。公司应收账款账龄以一年以内为主，占比 95.06%，风险可控。公司存货为库存材料和产成品，且均未受限。2020 年末，公司存货较上年末增长 12.28%至 4.29 亿元，主要是合并海基新能源导致库存材料增加所致。2020 年公司对产成品转回存货跌价准备 175.07 万元。

该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、长期股权投资、无形资产等。公司固定资产以房屋建筑物和专用设备为主，合计占比 96.00%。2020 年末公司合并海基新能源，同时公司甲类仓库及洗桶间和中试设备及催化剂回收合计转固 0.60 亿元，固定资产较上年末增长 46.83%，为 10.89 亿元；公司在建工程主要是新戊二醇三羟项目、正异丁醛丁辛醇、针状焦项目、电芯产线、石墨负极新材料项目（石墨化）等，跟踪期内随着公司宁夏项目的推进，同时合并海基新能源，在建工程大幅增长，2020 年末在建工程为 15.53 亿元，同比增长 282.89%。同期末，公司长期股权投资为 0.22 亿元，主要系权益法核算的联营企业股权，由于海基新能源由联营企业变为公司子公司，公司长期股权投资有所下降。公司无形资产主要是土地使用权，2020 年末无形资产为 2.07 亿元，较上年末增长 60.96%，系合并增加海基新能源的无形资产。

根据该公司提供的资料，2021 年 3 月末，公司受限资产总计 15.43 亿元，占资产总额的 27.83%。其中，货币资金受限 2.60 亿元，银行承兑汇票质押 1.10 亿元，应收账款质押 0.80 亿元和固定资产、在建工程及土地使用权抵押 5.75 亿元，用于取得银行借款；为本次可转债发行抵押固定资产及土地使用权 5.18 亿元。总的来看，由于合并海基新能源，公司受限资产占比有所增加。

整体看，随着该公司合并海基新能源，资产规模大幅增加，但资产以非流动资产为主，且随着融资规模上升，公司受限资产占比增加，整体资产流动性较差。

## 5. 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	109.29	101.68	83.50	77.87
速动比率 (%)	78.50	67.31	56.79	51.21
现金比率 (%)	63.40	50.87	33.07	28.31

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

跟踪期内，该公司融资规模大幅上升，导致公司资产流动性有所下降。2018-2020 年末，公司流动比率分别为 109.29%、101.68%和 83.50%。由于公司合并海基新能源，库存原材料上升，速动比率降至 56.79%。随着宁夏项目推进，货币资金对短期债务覆盖程度下降，2020 年末现金比率为 33.07%。2021 年一季度，公司资产流动性继续走弱。

## 6. 表外事项

根据该公司提供的 2020 年审计报告显示，截至 2020 年末，公司无对外担保，亦无重大诉讼、仲裁事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事原料贸易业务。截至 2020 年末，公司本部总资产为 20.45 亿元，主要包括 13.67 亿元的长期股权投资和 0.39 亿元的货币资金；总负债为 8.91 亿元，主要包括 6.87 亿元的刚性债务和 0.14 亿元的应付账款；所有者权益为 11.54 亿元。2020 年公司本部实现收入 7.58 亿元，净利润 1.15 亿元；经营性现金净流量为-0.28 亿元。整体来看，公司本部具有一定的债务偿付能力。公司借款主要由下属子公司负责，本部提供担保支持，货币资金亦主要沉淀在下属子公司。

## 外部支持因素

截至 2021 年 3 月末，该公司在金融机构的授信额度总额为 35.61 亿元，其中未使用额度 13.37 亿元。

图表 22. 截至 2021 年 3 月来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模/余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部 (亿元)	35.61	22.23	3.85-4.99	—
其中：工农中建交五大商业银行 (亿元)	16.00	11.82	3.85-4.99	保证担保
其中：大型国有金融机构占比 (%)	44.94	53.17	—	—

资料来源：根据百川股份所提供数据整理

## 附带特定条款的债项跟踪分析

该公司以自有的部分土地、房产、设备等资产作为本次可转换公司债券抵押担保的抵押物。房屋构筑物主要位于如皋市长江镇粤江路 2 号的厂区内，其中房屋建筑物共 28 项、构筑物 16 项。房屋总建筑面积 66,818.11 平方米，包括员工宿舍楼 40 套，建筑面积 5,233.83 平方米，员工宿舍楼位于如皋市长江镇融港花苑，为企业于 2011 年购置的商品房，目前用于职工宿舍；厂区内各类生产、办公用房建筑面积 61,584.28 平方米，上述房屋均已办理不动产权证。厂区内的房屋建筑物类固定资产的建造日期为 2012-2016 年。设备包括机器设备、车辆及电子设备。土地使用权 1 宗，位于如皋市长江镇粤江路 2 号，土地使用权面积共计 206,312.00 平方米，已办理不动产权证。

根据江苏中企华中天资产评估有限公司出具的《资产评估报告》，截至 2021 年 3 月末，上述抵押财产的账面价值为 51,761.36 万元，评估值为人民币 89,023.98 万元，增值税 37,262.62 万元。上述抵押财产没有二次抵押及发生减值，担保范围为经中国证监会核准发行的本次可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。但新世纪评级关注到担保物土地、房产、设备等可能存在毁损、灭失等影响担保物资产价值造成其减值的风险。一旦担保物发生减值，或将降低担保物对本次可转换公司债券本息兑付的保障程度。

图表 23. 截至 2021 年 3 月末抵押担保物情况（单位：万元）

项目	账目价值	评估价值
固定资产	47,786.52	82,370.42
其中：房屋、构筑物	16,908.79	29,505.23
设备	30,877.72	52,865.19
无形资产	3,974.85	6,653.56
其中：土地使用权	3,974.85	6,653.56
<b>总计</b>	<b>51,761.36</b>	<b>89,023.98</b>

资料来源：百川股份

本评级报告跟踪的可转换公司债券转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，在可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债。此外，本次债券还设置了有条件赎回和回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该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可转债：（1）在转股期内，公司股票连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）未转股余额不足 3,000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司 A

股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转债一旦面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

## 跟踪评级结论

该公司收入和盈利主要来源于醋酸酯类、多元醇类产品，在行业内处于领先地位。公司主业易受行业环境波动影响，2020 年前三季度随着冰醋酸等原材料价格回落，化工产品价格整体走低，公司收入和利润规模均下降，特别是偏苯三酸酐及酯类，受正丹股份产能释放，价格大幅下降，从而导致该产品收入与成本倒挂，进一步拉低公司综合毛利水平。2020 年四季度以来，随着化工产品价格走高，公司收入和利润有所改善。跟踪期内，公司增资原联营企业海基新能源股权并实现控制纳入合并报表范围，投资收益对公司盈利带来较好补充。未来公司将在原有化工业务的基础上，在新能源和新材料领域不断拓展，以形成多元化发展的模式，但资本支出压力较大。

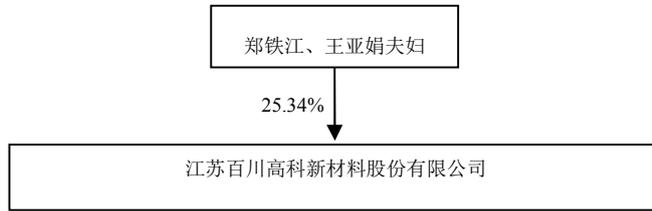
跟踪期内，该公司产权结构稳定，公司治理与经营管理方面无重大变化，但实际控制人减持股份，持股比例进一步下降，股权质押比例虽有所下降，但仍处于较高水平。

跟踪期内该公司合并海基新能源，资产规模大幅增加，但随着宁夏项目的推进，公司刚性债务规模不断上升，2020 年发行可转债，债务结构有所优化，但即期偿债压力仍较大。由于海基新能源项目周期较长且经营活动现金流趋于紧张，公司营业周期有所拉长，投资活动现金流出不断增加，导致现金流平衡对筹资活动依赖性上升。未来，公司资本性支出仍较大，预计刚性债务规模将继续扩大。目前公司资产以非流动资产为主，且随着融资规模上升，公司受限资产占比增加，资产流动性弱。此外，如果公司本次发行的可转债到期未转股，将加重公司债务负担。

本评级机构仍将持续关注：(1) 宏观经济环境及下游行业的需求变化；(2) 该公司订单持续性及项目回款情况；(3) 可转债募投项目推进及项目产出风险；(4) 本次债券未转股风险。

附录一：

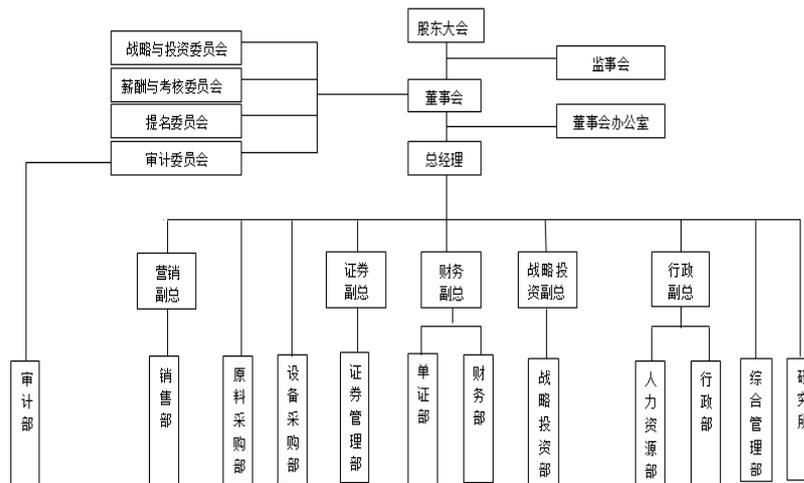
### 公司与实际控制人关系图



注：根据百川股份提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据百川股份提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录三：

### 相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流量(亿元)	EBITDA(亿元)	
江苏百川高科新材料股份有限公司	百川股份	本级	—	贸易	6.87	11.54	7.58	1.15	-0.28	--	母公司口径
如皋百川化工材料有限公司	如皋百川	核心二级子公司	100.00	化工产品生产与销售	1.71	2.28	13.29	0.20	-0.65	--	
南通百川新材料有限公司	南通百川	核心子公司	100.00	化工产品生产与销售	8.84	12.11	12.69	0.15	2.65	1.54	
宁夏百川科技有限公司	宁夏科技	核心子公司	71.43	纳米材料、化工新材料、电子级化工材料、化工产品的技术研究、生产和销售	3.15	2.00	--	0.001	-0.16	0.003	
宁夏百川新材料有限公司	宁夏新材料	核心二级子公司	100.00	锂电池材料、纳米材料、石墨烯材料及化工新材料的技术研究、生产和销售	7.24	3.10	--	0.06	0.30	0.09	
江苏海基新能源股份有限公司	海基新能源	核心子公司	30.07	锂电池及电池组技术开发、生产与销售	4.99	5.78	4.25	0.12	-0.43	0.73	

注：根据百川股份2020年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

**附录四：**
**主要数据及指标**

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	28.35	28.61	50.06	55.45
货币资金 [亿元]	7.50	5.24	5.78	4.93
刚性债务[亿元]	12.50	12.61	26.05	30.99
所有者权益 [亿元]	13.41	13.29	18.87	19.31
营业收入[亿元]	30.27	25.75	21.87	8.38
净利润 [亿元]	1.06	0.65	0.66	0.38
EBITDA[亿元]	2.63	2.21	2.18	--
经营性现金净流入量[亿元]	2.62	2.14	1.82	-0.36
投资性现金净流入量[亿元]	-2.40	-4.36	-9.38	-4.86
资产负债率[%]	52.69	53.55	62.30	65.17
权益资本与刚性债务比率[%]	107.29	105.34	72.45	62.32
流动比率[%]	109.29	101.68	83.50	77.87
现金比率[%]	63.40	50.87	33.07	28.31
利息保障倍数[倍]	4.84	2.45	1.52	2.22
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	72.30	87.30	121.17	--
毛利率[%]	10.92	10.54	7.44	10.74
营业利润率[%]	3.80	2.68	3.21	5.37
总资产报酬率[%]	5.60	3.76	2.53	--
净资产收益率[%]	7.98	4.85	4.13	--
净资产收益率*[%]	7.98	4.85	4.81	--
营业收入现金率[%]	80.42	77.77	87.44	70.19
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	18.91	15.21	10.34	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.57	-14.64	-32.53	--
EBITDA/利息支出[倍]	8.36	5.04	3.31	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.18	0.11	--

注：表中数据依据百川股份经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

**指标计算公式**

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

### 发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	9
		盈利能力	7
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	7
		负债结构与资产质量	4
		流动性	4
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA <sup>-</sup>

附录七：

### 发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2019年6月3日	AA <sup>-</sup> /稳定	周文哲、何婕好	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">基础化工行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月23日	AA <sup>-</sup> /稳定	何婕好、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA <sup>-</sup> /稳定	何婕好、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	-
债项评级 (百川转债)	历史首次评级	2019年6月3日	AA <sup>-</sup>	周文哲、何婕好	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">基础化工行业评级模型(2019)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月23日	AA <sup>-</sup>	何婕好、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA <sup>-</sup>	何婕好、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">基础化工行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。