

信用评级公告

联合〔2023〕8804号

联合资信评估股份有限公司通过对山东赫达集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东赫达集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，“赫达转债”信用等级为 AA⁻，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：

二〇二三年八月三十日

山东赫达集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东赫达集团股份有限公司	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
赫达转债	AA ⁻	稳定	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
赫达转债	6.00 亿元	6.00 亿元	2029/07/03

注：截至本报告出具日，“赫达转债”转股价格为 17.40 元/股；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

评级时间：2023 年 8 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V4.0.202208

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：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA ⁻

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

山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事纤维素醚和植物胶囊的研发、生产和销售，在技术研发与成本方面具备一定竞争优势，并积累了较为丰富的客户资源。2022年，公司营业总收入与利润总额均同比增长，综合毛利率维持在较高水平。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司对关联方的销售额与应收账款占比较高、未来可能面临较大产能消化压力、需求不足致使公司2023年一季度盈利下降等因素可能对公司信用水平产生不利影响。

2023年7月，“赫达转债”发行，对公司债务结构影响大，2022年，公司经营现金流入与EBITDA对“赫达转债”的覆盖程度较好。考虑到未来转股因素，公司对“赫达转债”的保障能力或将提升。

未来，随着在建产能投产，公司产品供给能力有望大幅提升，但若下游市场开拓不及预期，公司可能面临较大产能消化压力。

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“赫达转债”的信用等级为AA⁻，评级展望为稳定。

优势

1. 公司基于技术研发优势与成本优势积累了较为丰富的客户资源。公司被国家工信部评为专精特新“小巨人”企业，原料采购成本和储存成本较低。公司主要客户为实力较强的大型企业，对产品价格敏感度相对较低，使得公司能在原材料上涨背景下更好转移产品成本，并在下游建材行业周期波动的情况下维持较为稳定的收入。
2. 公司盈利情况良好。2022年，得益于高端纤维素醚产品占比提升，公司纤维素醚销售收入同比有所增长；公司实现营业总收入 17.23 亿元，同比增长 10.44%；实现利润总额 4.10 亿元，同比增长 8.81%；公司综合毛利率保持在较高水平，为 34.20%。

分析师：刘哲 王佳晨子

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

关注

1. 公司对关联方的销售金额与应收账款占比较高。2022年，公司向前两大关联方销售金额分别占同类交易金额的19.59%和10.70%，若关联方存在库存积压情况，公司销售将收到不利影响。截至2022年末，公司对关联方的应收账款占应收账款期末余额的31.60%，若关联方自身回款不及时，公司将面临应收账款减值风险。
2. 下游需求不足致使公司2023年一季度盈利下降。2023年1—3月，房地产市场低迷使得建材级纤维素醚市场竞争更加激烈，植物胶囊下游客户仍处于去库存阶段，导致公司当期业绩有所下降。
3. 公司未来可能面临较大产能消化压力。在建及拟建项目全部投产后，公司纤维素醚设计产能将达到7.50万吨/年，植物胶囊设计产能将达到450亿粒/年。考虑到纤维素醚在建产能规模大、植物胶囊2022年产能利用率较低，未来若下游市场开拓不及预期，公司可能面临较大产能消化压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产（亿元）	3.24	1.88	1.98	1.44
资产总额（亿元）	16.90	26.36	33.31	33.22
所有者权益（亿元）	12.03	15.48	18.82	19.56
短期债务（亿元）	1.56	4.39	3.62	3.38
长期债务（亿元）	0.54	1.83	3.60	4.37
全部债务（亿元）	2.10	6.23	7.22	7.75
营业总收入（亿元）	13.09	15.60	17.23	3.75
利润总额（亿元）	2.94	3.77	4.10	0.85
EBITDA（亿元）	3.90	4.70	5.22	--
经营性净现金流（亿元）	3.87	4.56	3.00	-0.07
营业利润率（%）	35.76	35.82	33.26	30.05
净资产收益率（%）	21.17	21.28	18.80	--
资产负债率（%）	28.78	41.26	43.51	41.12
全部债务资本化比率（%）	14.84	28.68	27.72	28.37
流动比率（%）	171.11	96.21	82.86	94.84
经营现金流动负债比（%）	98.40	54.09	28.97	--
现金短期债务比（倍）	2.07	0.43	0.55	0.43
EBITDA利息倍数（倍）	40.26	179.89	24.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.54	1.33	1.38	--
公司本部（母公司）				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额（亿元）	14.80	19.47	22.78	/
所有者权益（亿元）	11.21	13.48	15.78	/

全部债务（亿元）	1.57	3.38	2.86	/
营业总收入（亿元）	10.48	12.64	14.82	/
利润总额（亿元）	1.94	2.41	2.89	/
资产负债率（%）	24.24	30.74	30.73	/
全部债务资本化比率（%）	12.26	20.05	15.35	/
流动比率（%）	222.51	166.35	179.28	/
经营现金流动负债比（%）	91.35	57.40	21.69	/

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计，公司本部 2023 年一季度报表未披露 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；3. “-”表示不适用；“/”表示未获取
资料来源：公司财务报告

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
赫达转债	AA-	AA-	稳定	2022/9/7	蒲雅修 杨恒	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202204）/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202204）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山东赫达集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山东赫达集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 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”）关于山东赫达集团股份有限公司（以下简称“公司”或“山东赫达”）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

山东赫达成立于 1992 年 12 月，前身为淄博赫达股份有限公司，初始注册资本为 479.44 万元。2016 年 8 月，公司于深圳证券交易所上市，股票简称“山东赫达”，股票代码为“002810.SZ”，总股本增加至 9556.00 万股。后历经转增、回购、增发股份，截至 2023 年 3 月末，公司总股本为 3.42 亿股，毕心德为公司第一大股东，直接持有公司 26.77% 的股份；公司实际控制人为毕心德、毕于东和毕文娟，合计持有公司 40.54% 的股份。上述三位实际控制人为直系亲属关系，通过签署《一致行动协议》保持一致行动关系。截至 2023 年 3 月末，公司全部实际控制人所持公司股份不存在质押情况。

公司主要从事纤维素醚和植物胶囊的研发、生产和销售，同时也从事少量石磨设备及化工业务。截至 2022 年末，公司拥有员工 1693 人。截至 2023 年 3 月末，公司内设纤维素醚事业部、化工设备事业部等部门（详见附件 1-2）。

截至 2022 年末，公司合并资产总额 33.31 亿元，所有者权益 18.82 亿元（无少数股东权益）；2022 年，公司实现营业总收入 17.23 亿元，利润总额 4.10 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 33.22 亿元，所有者权益 19.56 亿元（无少数股东权益）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.75 亿元，利润总额 0.85 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市周村区赫达

路 999 号；法定代表人：毕于东。

三、债券概况及募集资金使用情况

2023 年 7 月 3 日，“赫达转债”发行上市。截至 2023 年 7 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“赫达转债”且尚未到首次付息日。截至本报告出具日，“赫达转债”的转股价格为 17.40 元/股。

表 1 截至 2023 年 7 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
赫达转债	6.00 亿元	6.00 亿元	2023/07/03	6 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国两会决策部署为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力。二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策。

2023 年上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，生产需求逐步恢复，消费和服务业加快修复，就业、物价总体稳定，经济运行整体回升向好。经初步核算，上半年我国 GDP 为 59.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%。随着前期积压需求在一季度集中释放，二季度经济表现低于市场预期，但 6 月 PMI 止跌回升、工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额等指标两年平均增速加快，反映出生产、消费等领域出现边际改善，是经济向好的积极信号，但回升动能依然较弱，恢复势头仍需呵护。信用环境方面，2023 年上半年，社融规模小幅扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏

弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性先紧后松，实体经济融资成本稳中有降。

展望未来，宏观政策调控力度将进一步加大，着力扩大内需、提振信心、防范风险，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。当前房地产市场供给仍处在调整阶段，房地产开发投资或将保持低位运行；在制造业利润低迷、外需回落以及产能利用率偏低等因素的影响下，制造业投资或将保持温和增长；就业形势整体好转，消费市场有望维持复苏态势，但修复到2019年水平仍需耐心等待；作为稳增长的重要抓手，在经济下行压力较大、出口承压、房地产疲弱等背景下，基建投资仍将发挥经济支撑作用。总体来看，2023年下半年随着基数的升高，三、四季度增速较二季度或将有所回落，但当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，实现全年5%的增长目标可期。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察(2023年上半年)》。

五、行业分析

纤维素醚行业低端市场竞争充分，高端市场存在技术壁垒。行业内大型企业通常具备技术优势或成本优势，市场占有率高；小型企业数量众多，产品同质化严重。房地产市场低迷使得建材级纤维素醚市场竞争更加激烈，且竞争手段以价格战为主，使得行业整体盈利水平有所下降。未来，竞争实力较弱的中小企业数量将持续减少，行业将呈现强者恒强的局面。

纤维素醚可作为添加剂广泛应用于建材、食品、医药、日化、石油开采等诸多领域。根据研究机构 QYResearch 统计，2022 年全球纤维素醚市场规模大约为 316 亿元，预计 2029 年将达到 409 亿元。

高端纤维素醚市场存在技术壁垒。领先企业利用产品差异化优势与下游优质客户建立了稳定合作关系，行业新进入者需要较高前期研发投入与销售成本才能获得优质客户认可。长

期以来，美国陶氏化学、日本信越化学、美国赫克力士/亚什兰、韩国乐天等跨国企业是纤维素醚高端市场的最主要供应商，主要销售市场在欧美及日本等发达地区。近年来，部分中国本土企业先后进入医药级纤维素醚市场，并在国内市场占有一定份额。

低端纤维素醚市场竞争激烈，市场参与者以小型企业为主。中国年产能在 4000 吨以下的小型纤维素醚企业众多，产品以普通建材级纤维素醚为主，产品同质化严重。在房地产行业景气度下行情况下，小型企业与上下游关系稳定性较差，或因价格竞争退出市场。此外，小型企业由于资金实力不足，环保投入较低，可能因无法满足环保要求而减产或关停。

纤维素醚的上游主要为天然纤维素（精制棉、棉浆粕、木浆等）和化学品（氯甲烷、环氧丙烷、液碱等）。上述原材料价格波动不受单一供应商控制，纤维素醚制造企业对上游的议价能力有限。棉花价格2020年以来经历了冲高-回落-反弹的过程，至2023年二季度末呈上升趋势。木浆价格2020年三季度以来经历了大幅波动，至2023年二季度末处于较低水平。化学品价格2020年以来波动较大，整体呈向下趋势，至2023年二季度处于相对中等水平。产品技术壁垒高、上下游关系稳定的企业能够将一部分原材料波动压力转移至下游，而产品同质化严重、客户关系不稳定的企业则面临较大成本管理压力。

图1 2018年以来棉花、木浆价格走势



资料来源：Wind

图2 2018年以来环氧丙烷、三氯甲烷和液碱价格走势



资料来源: Wind

根据华经产业研究院统计,国内纤维素醚下游建材领域占比约 33%,石油领域占比约 16%,食品领域占比约 15%,医药领域占比约 8%,其他领域占比约 28%。国内纤维素醚厂商产品仍以建材级为主,下游需求受房地产行业景气度影响较大。2022 年,国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态,房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降;在政策宽松预期及前期需求释放下,2023 年一季度国内房地产市场阶段性回暖,但力度很快减弱,未来市场运行仍存在较大不确定性。房地产市场低迷使得建材级纤维素醚市场竞争更加激烈,且竞争手段以价格战为主,使得行业内企业盈利水平整体有所下降。

目前,中国建材级纤维素醚市场竞争激烈、利润空间较为有限;食品和医药级纤维素醚应用范围仍较小,纤维素醚产品在供给侧与需求侧的推广还需一定时间。随着行业竞争加剧,具备技术、资质、资金、人才、规模等综合优势的大企业有望获得更多市场份额。缺乏技术创新、服务能力和独特商业应用模式的企业将被逐步淘汰,竞争实力较弱的中小企业数量将持续减少,行业将呈现强者恒强的竞争格局。

六、基础素质分析

1. 产权状况

见本报告“二、企业基本情况”章节。

2. 企业规模和竞争力

公司为国内领先的纤维素醚制造商,具备

一定的技术研发优势与成本优势,并因此积累了较为丰富的客户资源,保持了较高毛利率水平。公司环保投入有利于降低因环保政策趋严产生的经营风险。

公司为国内纤维素醚行业领先企业,在技术研发方面具备一定优势。公司连续多年被认定为高新技术企业,被国家工信部评为专精特新“小巨人”企业。2022年,公司研发投入0.68亿元,占营业总收入比例为3.93%,研发项目覆盖建材级、食品级、医药级等多个领域纤维素醚以及植物胶囊领域。截至2022年末,公司及子公司共拥有专利97项。其中,纤维素醚相关专利有48项,包括发明专利10项,实用新型专利38项。

成本方面,公司位于山东省淄博市,交通便利,是中国化工行业集中区,所需主要原料的生产企业众多,采购半径小,因而能够降低原料采购成本和储存成本。在植物胶囊行业,公司为行业内少数生产纤维素醚与植物胶囊的一体化企业,具有一定成本优势。

基于上述优势,公司积累了较为丰富的客户资源。公司主要客户为建材、医药等行业实力较强的大型企业,对产品价格敏感度相对较低,使得公司能在原材料上涨背景下更好转移产品成本,并在下游建材行业周期波动的情况下保持较为稳定的收入。根据Wind数据,2022年A股精细化工行业上市公司的平均销售毛利率为20.98%,公司综合毛利率为34.20%。

表2 公司部分重要客户

客户行业	客户名称/简称
建材行业	意大利马贝 (Mapei)、法国圣戈班 (Saint-Gobain)、德国可耐福公司 (Knauf Gips KG)、德高 (广州) 建材有限公司、北京东方雨虹防水技术股份有限公司、福建三棵树等
医药行业	印度 IRISINGREDIENTS、美国 KERRYBIOSCIENCE、正大天晴药业集团股份有限公司、石家庄市华新药业有限责任公司、江苏德源药业股份有限公司、东北制药集团股份有限公司、浙江京新药业股份有限公司等

资料来源: 公司年报

公司注重环境保护和污染物的处理,在国内同行业中较早通过技术改造,实现工业用水循环利用,大大降低了单位产品的耗水量,减少

了废水和废气的排放，降低原材料和能源的消耗，有效降低了生产对环境的影响。公司外购蒸汽替代自有锅炉生产蒸汽、改用天然气、建立配套完善的环保设施，降低了生产过程对环境的影响，确保符合相关环保要求，有利于降低因环保政策趋严而产生的经营风险。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91370300164367239P），截至2023年7月17日，公司无未结清的关注/不良/违约类贷款；公司已结清的贷款中有12笔关注类贷款，均已正常还款，最近一笔关注类贷款的还款时间为2008年11月。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2022年以来，公司管理运作正常。

2022年以来，公司部分董事、监事、高级管理人员发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

表3 2022年以来公司董监高变动情况

姓名	担任的职务	类型	原因
殷晓亮	监事	离任	个人原因
张玉岭	监事	聘任	--
李峻	财务总监	离任	个人原因
崔玲	财务总监	聘任	--
毕于东	总经理	离任	工作需要
包腊梅	总经理	聘任	--

资料来源：公司年报

包腊梅女士，中国国籍，无境外永久居留权，1968年1月出生，本科学历。1991年7月至

1993年5月，任无锡市第三橡胶厂翻译；1993年5月至1995年11月，任无锡南荣液化气有限公司事务科科长；1995年11月至1998年8月，任金柯有色金属有限公司总经理特别助理；1998年8月至2004年8月，先后担任式玛涂料(昆山)有限公司总经理特助、人事行政经理、高级人事经理；2004年8月至2014年8月，任舍弗勒(中国)有限公司高级人力资源副总裁及大中华区最高管理委员会成员；2014年9月至2020年4月，任迅达(亚太)管理有限公司人力资源高级副总裁；2020年5月至2022年8月，任特睿赋思(上海)管理咨询有限公司执行董事；2020年10月至2023年5月担任公司董事长特别助理、副总经理；2023年5月至今担任公司董事、总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，得益于纤维素醚产品结构优化，公司营业总收入有所增长；受原材料价格上涨等因素影响，公司毛利率同比有所下降但仍保持在较高水平。

跟踪期内，公司仍主要从事纤维素醚和植物胶囊的研发、生产和销售。2022年，公司实现营业收入17.23亿元，同比增长10.44%；实现利润总额4.10亿元，同比增长8.81%。2022年，公司纤维素醚销售收入同比有所增长，主要系高端产品销售占比提升所致；植物胶囊销售收入同比有所下降，主要系下游去库存导致产品销量减少。公司其他产品收入主要包括石墨化工设备和化学品生产业务等。

毛利率方面，2022年，公司综合毛利率同比有所下降但仍维持在较高水平。其中，纤维素醚毛利率同比小幅下降，主要系原材料价格波动所致；植物胶囊毛利率同比有所下降，主要系原材料采购均价上涨所致。

表4 2021-2022年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2021年			2022年			2022年收入同比变化(%)	2022年毛利率同比变化(个百分点)
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)		
纤维素醚	9.76	62.65	32.28	11.56	67.35	30.58	18.46	-1.70

植物胶囊	3.17	20.38	63.69	2.76	16.07	59.95	-13.10	-3.73
其他产品	2.64	16.96	19.24	2.84	16.58	23.55	7.68	4.31
合计	15.57	100.00	36.43	17.16	100.00	33.92	10.20	-2.51

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2023年1—3月，公司实现营业总收入3.75亿元，同比下降4.30%；实现利润总额0.85亿元，同比下降22.99%；营业利润率为30.05%，同比下降7.54个百分点，主要系下游需求不足，纤维素醚与植物胶囊销售价格均同比下降所致。

2. 纤维素醚业务

2022年，公司纤维素醚产销量同比有所下降，但销售收入同比有所增长，主要系产品结构优化所致。2022年，纤维素醚销售毛利率同比小幅下降，主要系原材料采购均价上升所致。公司对关联方的应收账款占比较高，若关联方自身回款不及时，公司将面临应收账款减值风险。

公司纤维素醚的经营主体为公司本部，产品覆盖建材（工业）、医药和食品领域，产品类型以HPMC为主，同时包含少量建材级HEMC。2022年，公司纤维素醚产销量同比有所下降，但销售收入同比增长，主要系食品级、医药级和部分高端建材级纤维素醚销售占比增加，使得产品销售均价较上年提升所致。2022年，纤维素醚销售毛利率同比小幅下降，主要系原材料采购均价上升所致。

公司纤维素醚产品原材料主要为精制棉、棉浆粕、木浆与一些化学品，占营业成本比重约为65%。2022年，公司采购模式变化不大，采购总额有所增长。不同供应商给予公司不同账期，部分原材料需要预付货款。此外，公司与厂区附近的供热企业签署了长期蒸汽供应合同。2022年，公司应付账款周转率¹（2.90次）较2021年（5.07次）有所下降，主要系截至2022年末，公司应付设备款与材料款较年末大幅增长所致。2022年，公司向前五大供应商采购额占比为29.36%，采购集中度一般。

公司原材料属于大宗商品和普通化学品，

采购价格随行就市。2022年，公司精制棉、棉浆粕与木浆采购均价同比均有所上涨，氯甲烷与液碱采购均价同比大幅上涨，环氧丙烷采购均价同比大幅下降。2022年，公司精制棉采购量大幅减少，主要系生产工艺改进使得精制棉使用量减少所致。

表5 2021—2022年纤维素醚原材料采购情况

（单位：万吨、亿元、万元/吨）

主要原材料	项目	2021年	2022年	同比变化
精制棉	采购量	0.75	0.51	-32.16%
	采购金额	0.73	0.53	-27.17%
	采购均价	0.97	1.05	7.36%
棉浆粕	采购量	2.08	2.00	-3.47%
	采购金额	2.21	2.16	-2.35%
	采购均价	1.07	1.08	1.16%
木浆	采购量	0.43	0.48	13.51%
	采购金额	0.26	0.46	77.23%
	采购均价	0.61	0.96	56.15%
氯甲烷	采购量	2.54	2.35	-7.32%
	采购金额	0.77	1.06	37.33%
	采购均价	0.30	0.45	48.18%
环氧丙烷	采购量	0.56	0.52	-8.26%
	采购金额	0.84	0.48	-43.09%
	采购均价	1.49	0.92	-37.97%
液碱	采购量	3.46	3.57	3.38%
	采购金额	0.44	0.71	60.51%
	采购均价	0.13	0.20	55.25%
其它	采购金额	2.18	2.58	18.19%
合计	采购金额	7.44	7.98	7.28%

资料来源：公司提供，联合资信整理

2022年，纤维素醚业务生产模式为根据产能、年度销售计划和订单编制生产计划，并依据年度生产计划和市场变化情况调整月度生产计划。2022年，公司产能利用率较为饱和。为满足国内外客户订单需求，公司存在向其他厂家采购部分建材级纤维素醚半成品及其他化工产品

¹ 应付账款周转率=营业成本/平均应付账款

用于销售的情况。

截至 2022 年末，公司纤维素醚产能较上年维持不变，其中建材级产品为 3 万吨/年，其他级产品为 0.4 万吨/年。2022 年，公司纤维素醚产能利用率有所下降但依然较饱和，产销率小幅上升。2022 年，公司纤维素醚产销量同比有所下降，但销售收入同比增长，主要系食品级、医药级和部分高端建材级纤维素醚销售占比增加，产品销售均价较上年提升所致。

表 6 2021 - 2022 年公司纤维素醚产销情况
(单位: 万吨、万元/吨)

项目	2021 年	2022 年	同比变化
期末产能	3.40	3.40	0.00%
产量	3.82	3.64	-4.53%
销量	3.52	3.46	-1.70%
产能利用率	112.23%	107.15%	-5.09%
产销率	92.29%	95.03%	2.74%
销售均价	2.77	3.34	20.51%

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

公司销售模式以直销为主。基于海外市场开拓需求，公司设立了海外合资公司进行出口销售，主要包括联营企业 SD HEAD USA, LLC (以下简称“赫达美国公司”)、合营企业 HEAD SOLUTIONS, S.L.(以下简称“赫达西班牙公司”)等，并通过参加展会、向客户推介寄样等方式取得国外客户订单。根据公司公告，赫达美国的合资方为美国公民 Michael Chen，具备药品及保健品行业长期工作经验，了解美国市场需求，在开拓美国市场方面可以弥补公司的弱势。2022 年，公司向五大客户销售额占销售总额比重为 27.52%，销售集中度尚可。公司向赫达美国公司与赫达西班牙公司销售的产品包括纤维素醚与植物胶囊。2022 年，公司向赫达美国公司销售金额为 2.02 亿元，占同类交易金额的比重的 19.59%；公司向赫达西班牙公司销售金额为 1.12 亿元，占同类交易金额的比重的 10.70%；上述关联交易产品均按市场定价，结算方式均为外汇现金。公司对关联方销售规模较大，若关联方出现库存积压，公司销售或将受到关联方去库存的不利影响。

结算方面，公司与国内客户的结算方式以银行承兑汇票为主，账期大部分为 75 天；对海外客户的结算方式为电汇，账期在 60~90 天。截至 2022 年末，公司对赫达美国公司与赫达西班牙公司的应收账款占应收账款期末余额的 31.60%。若关联方自身回款不及时，公司将面临应收账款减值风险。

3. 植物胶囊及其他业务

2022 年，公司植物胶囊产能大幅增长，但受下游去库存影响，植物胶囊产销量同比均有所下降，当前存在一定产能消化压力。

公司植物胶囊的运营主体为全资子公司山东赫尔希胶囊有限公司(以下简称“赫尔希”)。赫尔希产品为 HPMC 植物胶囊，主要原材料为医药级 HPMC，均以市场价格向山东赫达采购。2022 年，受下游去库存影响，植物胶囊产销量有所下降，致使赫尔希营业总收入与净利润均有所下降。2022 年，赫尔希加权产能同比大幅增长，主要系 2021 年植物胶囊 26 条生产线陆续投入使用所致。受加权产能提升影响，2022 年赫尔希产能利用率同比大幅下降，当前存在一定产能消化压力。

表 7 2021 - 2022 年赫尔希经营情况
(单位: 亿粒、元/万粒)

项目	2021 年	2022 年	同比变化
期末产能	277.00	300.00	8.30%
加权产能	151.15	277.00	83.26%
产量	162.78	155.58	-4.42%
销量	141.53	119.93	-15.26%
产能利用率	107.69%	56.17%	-51.53%
产销率	86.95%	77.09%	-9.86%
销售均价	224.3	230.02	2.55%
赫尔希营业总收入	3.56	3.35	-6.02%
赫尔希净利润	1.45	1.16	-20.23%

注: 报告期内公司植物胶囊新建生产线陆续投产, 加权产能根据新增产能按次月至期末月度数予以加权计算, 产能利用率根据加权产能计算

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

石墨化工设备为公司传统业务，产品主要包括石墨换热器及定制设备和相关配件，主要用于盐酸、硫酸、醋酸和磷酸等腐蚀性介质的换

热，主要客户为化工企业。公司化学品产品包括双丙酮丙烯酰胺和原乙酸三甲酯，经营主体为子公司烟台福川化工有限公司（以下简称“福川化工”）。

4. 在建项目

截至2022年末，公司在建及拟建项目主要为生产线建设，存在一定资本支出压力和筹资压力。未来若下游市场开拓不及预期，公司将面临较大产能消化压力。

截至2022年末，公司主要在建项目预算总额为17.61亿元，还需投资3.22亿元²，待投资规模不大，资金来源为自筹；公司拟建项目为“赫达转债”募投项目，可使用募集资金4.70亿元，还需自筹6.28亿元。拟建项目能够分期建设，存在一定资本支出压力和筹资压力。在建及拟建项目全部投产后，公司纤维素醚设计产能将达到7.50万吨/年，植物胶囊设计产能将达到450亿粒/年。考虑到纤维素醚在建产能规模大、植物胶囊2022年产能利用率较低，未来若下游市场开拓不及预期，公司或将面临较大产能消化压力。

表8 截至2022年末公司在建及拟建项目情况

编号	项目名称	预算数 (亿元)	工程进度
1	4.1万吨/年纤维素醚项目	13.20	86.25%
2	环境治理升级改造项目	1.70	95.00%
3	年产165亿粒植物胶囊及智慧工厂提升项目	2.09	62.72%
4	1000吨/年双丙酮丙烯酰胺产品、基础设施改扩建和环保设施技术改造项目	0.62	12.90%
5	淄博赫达30000t/a纤维素醚项目（拟建）	9.16	--
6	赫尔希年产150亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目（拟建）	1.82	--

资料来源：公司年报及“赫达转债”募集说明书

5. 经营效率

2022年，公司经营效率指标同比有所下降，与所选公司相比表现偏低。

从经营效率指标看，2022年公司各项经营效率指标同比均有所下降。与所选对比公司相

比，公司经营效率指标表现偏低。

表9 2021-2022年公司经营效率指标（单位：次）

项目	2021年	2022年
销售债权周转次数	4.94	4.70
存货周转次数	5.79	4.78
总资产周转次数	0.72	0.58

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表10 2022年所选公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
晨光生物	0.98	18.07	2.54
日科化学	0.93	8.25	8.89
瑞丰高材	1.01	6.73	9.47
昊华科技	0.67	6.12	6.24
山河药辅	0.66	12.85	5.86
山东赫达	0.58	5.18	4.78

注：为了便于对比，上表公司相关数据均来自Wind

资料来源：Wind

6. 未来发展

2023年，公司将从多个方面提升竞争力，实现业务可持续发展。

2023年，公司计划完成营业总收入22亿元。公司将从多个方面提升公司竞争力，分别为提升安全环保与质量管理、加强市场的渗透与开拓、坚持技术创新、提升组织能力、加强供应链管理、节能降耗，推动可持续发展

未来，随着在建产能投产，产品结构优化，公司盈利水平有望进一步提升。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告，和信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

截至2022年末，公司合并范围内的子公司共4家，较上年末未发生变动，财务数据可比性强。

²注：还需投资=预算数*(1-工程累计投入占预算比例)

截至 2022 年末，公司合并资产总额 33.31 亿元，所有者权益 18.82 亿元（无少数股东权益）；2022 年，公司实现营业总收入 17.23 亿元，利润总额 4.10 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 33.22 亿元，所有者权益 19.56 亿元（无少数股东权益）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收

入 3.75 亿元，利润总额 0.85 亿元。

2. 资产质量

截至 2022 年末，公司资产规模有所增长，资产流动性随在建工程投入增加而下降，资产受限程度较高，主要系在建工程抵押所致。

表 11 2021 - 2022 年末公司资产主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2022 年同比增长率 (%)	变动说明
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)		
流动资产	8.10	30.74	8.58	25.74	5.83	--
货币资金	1.66	6.29	1.51	4.53	-8.99	投资活动现金流出规模较大
应收账款	2.98	11.31	3.67	11.03	23.20	经营规模扩大，海外客户账期延长
存货	2.32	8.80	2.42	7.27	4.34	--
非流动资产	18.25	69.26	24.74	74.26	35.53	--
固定资产	7.61	28.88	8.02	24.08	5.39	--
在建工程	5.69	21.60	14.02	42.07	146.15	生产线建设
资产总额	26.36	100.00	33.31	100.00	26.40	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年末，公司货币资金中受限资金为 0.36 亿元，主要为银行承兑汇票保证金等，受限比例为 24.02%；公司应收账款账龄以 1 年以内为主（占 97.92%），已计提坏账准备 0.26 亿元，应收账款集中度较高且关联方占比较高，前五大欠款方占比 45.26%，关联方欠款占比 31.60%；公司存货主要由原材料（占 34.31%）和库存商品（占 53.82%）构成，已计提存货跌价准备和合同履约成本减值准备 98.68 万元。未来，若纤维素醚及植物胶囊下游需求恢复不及预期，公司则面临存货跌价风险。

截至 2022 年末，公司在建工程大幅增长，主要系“4.1 万吨/年纤维素醚项目”余额增加 7.62 亿元所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 25.84%）和机器设备（占 71.73%）构成，累计计提折旧 5.23 亿元，成新率为 60.53%。

截至 2022 年末，公司受限资产占全部资产的 37.88%，受限程度较高，主要系在建工程用于长期借款抵押所致。

表 12 截至 2022 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	0.36	保证金

无形资产	0.91	长期借款抵押
在建工程	11.35	长期借款抵押
合计	12.62	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 33.22 亿元，较上年末下降 0.28%，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年末，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年末，公司所有者权益 18.82 亿元，较上年末增长 21.54%，主要系盈余公积和未分配利润所致。公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 18.20%、7.06%、7.25% 和 68.15%，未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

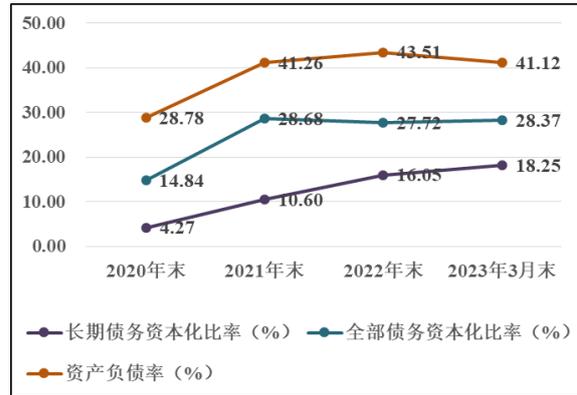
截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益 19.56 亿元，较上年末增长 3.96%，所有者权益结构较上年末变化不大。

(2) 负债

截至 2022 年末, 公司债务规模较上年末有所增长, 主要系长、短期借款增加所致。若考虑“赫达转债”, 公司债务负担尚可。

截至 2022 年末, 公司流动负债与非流动负债较上年末均有所增长, 流动负债占比较上年末有所下降但仍较高。有息债务方面, 截至 2022 年末, 公司全部债务 7.22 亿元, 较上年末增长 15.91%, 主要系长、短期借款增加所致。其中, 短期债务占 50.16%, 债务结构相对均衡。截至 2022 年末, 公司资产负债率和长期债务资本化比率有所上升, 长期债务资本化比率变化不大, 公司债务负担较轻。

图3 2020 - 2023年3月末公司债务指标变化



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

表 13 2021 - 2022 年末公司负债主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2022 年同比增长率 (%)	变动说明
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)		
流动负债	8.42	77.46	10.35	71.39	22.88	--
短期借款	1.95	17.93	2.30	15.90	18.20	补充流动资金
应付票据	2.44	22.41	1.15	7.94	-52.76	公司办理的银行承兑汇票到期兑付后未再续办
应付账款	2.66	24.44	5.17	35.68	94.66	子公司项目建设应付款及公司本部应付账款增加
非流动负债	2.45	22.54	4.15	28.61	69.20	--
长期借款	1.82	16.77	3.58	24.69	96.28	增加借款用于“4.1 万吨/年纤维素醚项目”建设
负债总额	10.87	100.00	14.50	100.00	33.32	--

数据来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2023 年 3 月末, 公司负债总额 13.66 亿元, 较上年末下降 5.77%; 公司全部债务 7.75 亿元, 较上年末增长 7.34%。“赫达转债”于 2023 年 7 月发行。以 2023 年 3 月末财务数据为基础, 若将“赫达转债”全部计入长期债务, 在其他因素不变的情况下, 公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 50.12%、41.27% 和 34.64%, 债务负担尚可。

4. 盈利能力

2022 年, 公司营业总收入与利润总额均有所增长, 与所选公司相比整体盈利水平较好。

2022 年, 公司营业总收入与利润总额均有所增长, 具体分析见本报告“八、经营分析”章节。受原材料成本波动影响, 公司营业利润率同比有所下降; 受资产总额及所有者权益规模增长影响,

公司总资本收益率及净资产收益率同比均有所下降。

期间费用方面, 从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 12.67%、61.52%、34.89% 和 -9.08%, 以管理费用为主。其中, 管理费用为 1.20 亿元, 同比增长 38.51%, 主要系公司本期产线检修期间相关费用列报至管理费用所致。

表 14 2021 - 2022 年公司盈利指标变化

项目	2021 年	2022 年	同比变化 (%)
营业总收入	15.60	17.23	10.44
营业成本	9.90	11.34	14.55
费用总额	1.87	1.94	3.95
投资收益	0.05	0.35	574.39
利润总额	3.77	4.10	8.81
营业利润率 (%)	35.82	33.26	-2.57

总资产收益率(%)	15.21	13.89	-1.32
净资产收益率(%)	21.28	18.80	-2.48
期间费用率(%)	11.98	11.27	-0.70

注：期间费用率=费用总额/营业总收入

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与所选公司相比，2022年，公司综合毛利率与ROE均处于较高水平，期间费用率处于中等水平，整体盈利水平较好。

表 15 所选公司 2022 年财务指标

证券简称	营业总收入(亿元)	综合毛利率(%)	ROE(%)	期间费用率(%)
晨光生物	62.96	13.94	14.59	6.41
日科化学	27.60	13.38	7.98	3.33
瑞丰高材	18.32	16.82	6.99	13.35
昊华科技	90.68	24.29	16.21	15.41
山河药辅	7.05	29.77	18.29	11.90
山东赫达	17.23	34.20	21.00	11.27

注：1.为便于对比，上表公司相关数据均来自Wind；2.ROE=归属母公司股东净利润/[（期初归属母公司股东的权益+期末归属母公司股东的权益）/2]*100%；期间费用率=期间费用/营业总收入
资料来源：Wind

2023年1—3月，公司实现营业总收入3.75亿元，同比下降4.30%；实现利润总额0.85亿元，同比下降22.99%。

5. 现金流

2022年，公司经营活动现金净流入有所下降，投资活动现金净流出有所下降，筹资活动现金净流入有所增长。

表 16 2021—2022 年公司现金流情况

(单位：亿元)

项目	2021年	2022年	2022年 同比变化 (%)
经营活动现金流入量	13.84	17.10	23.63
经营活动现金流出量	9.28	14.11	52.00
经营活动现金净流量	4.56	3.00	-34.18
投资活动现金流入量	0.16	0.21	32.79
投资活动现金流出量	7.39	5.08	-31.28
投资活动现金净流量	-7.23	-4.87	-32.69
筹资活动前现金流净额	-2.67	-1.87	-30.15
筹资活动现金流入量	5.05	6.58	30.47
筹资活动现金流出量	3.26	4.62	41.60
筹资活动现金净流量	1.78	1.97	10.14

现金流净额	-0.89	0.10	--
现金收入比(%)	83.92	91.24	7.32个百分点

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2022年，公司现金收入比有所上升，但经营活动现金净流入有所下降，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致；公司投资活动现金净流出有所下降，主要系产能投入现金减少所致；公司筹资活动现金仍为净流入，主要系取得银行借款收到的现金增加所致。

2023年1—3月，公司经营活动、投资活动与筹资活动产生的现金流净额分别为-0.07亿元、-0.82亿元和0.72亿元。

6. 偿债指标

2022年，公司短、长期偿债指标表现有所下降，但仍处于良好水平；公司对外担保规模不大，间接融资渠道较为畅通，具备直接融资渠道。

表 17 2021—2022 年公司偿债指标

项目	项目	2021年	2022年
短期 偿债 能力	流动比率(%)	96.21	82.86
	速动比率(%)	68.66	59.47
	经营现金/流动负债(%)	54.09	28.97
	经营现金/短期债务(倍)	1.04	0.83
	现金类资产/短期债务(倍)	0.43	0.55
长期 偿债 能力	EBITDA(亿元)	4.70	5.22
	全部债务/EBITDA(倍)	1.33	1.38
	经营现金/全部债务(倍)	0.73	0.42
	EBITDA/利息支出(倍)	179.89	24.66
	经营现金/利息支出(倍)	174.46	14.16

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2022年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末有所下降；经营现金流对流动负债和短期债务的覆盖程度有所下降。

从长期偿债能力指标看，2022年公司全部债务及利息支出增加，EBITDA和经营现金对全部债务和利息支出的覆盖倍数有所下降。

截至2022年末，公司无作为被告的重大诉讼、仲裁事项，对联营公司赫达美国公司担保200万美元，对外担保规模不大。

截至 2023 年 3 月末，公司共获银行授信额度 13.70 亿元，已使用额度为 7.41 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部即纤维素醚业务经营主体，所有者权益稳定性较弱，债务负担较轻。

公司本部为纤维素醚业务经营主体。截至 2022 年末，公司本部资产总额 22.78 亿元，较上年末增长 17.00%；负债总额 7.00 亿元，较上年末增长 16.95%；所有者权益为 15.78 亿元，较上年末增长 17.02%，其中未分配利润占比 59.13%，所有者权益稳定性较弱。

截至 2022 年末，公司本部全部债务 2.86 亿元。其中，短期债务占 98.73%，债务结构有待优化。截至 2022 年末，公司本部全部债务资本化比率为 15.35%，债务负担较轻。

2022 年，公司本部营业总收入为 14.82 亿元，利润总额为 2.89 亿元。同期，公司本部投资收益为-0.03 亿元。

现金流方面，截至 2022 年末，公司本部经营活动现金流净额为 1.46 亿元，投资活动现金流净额为-1.62 亿元，筹资活动现金流净额为 0.00 亿元。

表 18 2022 年合并报表与公司本部财务数据比较

(单位: 亿元)

科目	合并报表	公司本部
现金类资产	1.98	0.93
资产总额	33.31	22.78
所有者权益	18.82	15.78
全部债务	7.22	2.86
营业总收入	17.23	14.82
利润总额	4.10	2.89
经营性净现金流	3.00	1.46

资料来源：公司年报，联合资信整理

十、债券偿还能力分析

“赫达转债”的发行对公司债务结构影响大，公司经营现金流入和 EBITDA 对“赫达转债”的覆盖程度较好。考虑到未来转股因素，公司对

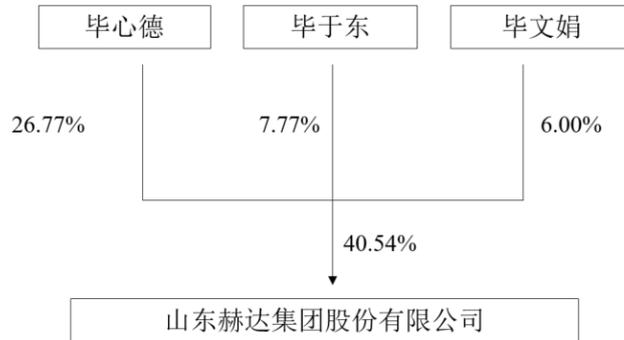
待偿还债券的保障能力或将提升。

“赫达转债”发行规模为 6.00 亿元，分别为公司 2022 年末长期债务和全部债务的 166.79% 和 83.13%，对公司现有债务结构影响大。2022 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为“赫达转债”余额的 2.85 倍、0.50 倍和 0.87 倍，对“赫达转债”覆盖程度较好。考虑到未来转股因素，公司对“赫达转债”的保障能力或将提升。

十一、 结论

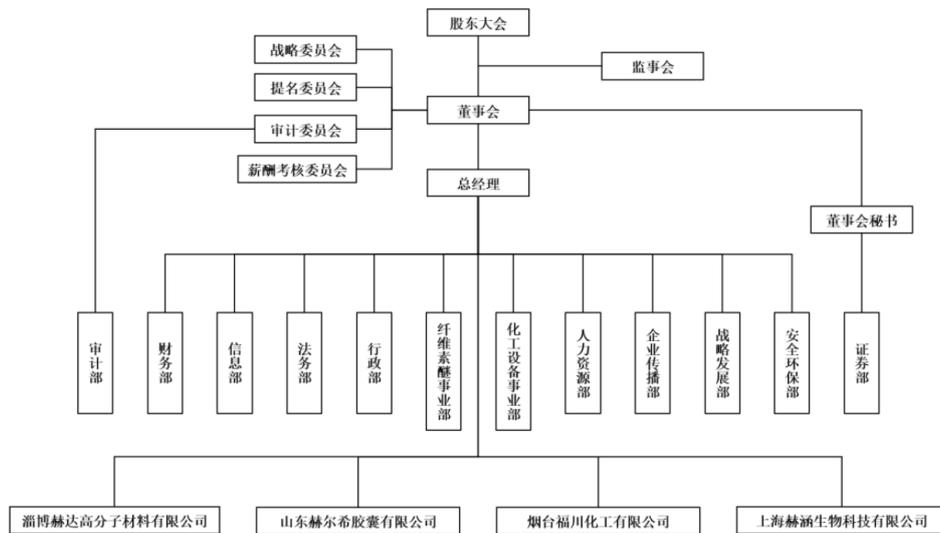
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA-，维持“赫达转债”的信用等级为 AA-，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年末公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
山东赫尔希胶囊有限公司	9750.00	植物胶囊的研发、生产、销售	100.00%	--	设立

注：包含主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.24	1.88	1.98	1.44
资产总额 (亿元)	16.90	26.36	33.31	33.22
所有者权益 (亿元)	12.03	15.48	18.82	19.56
短期债务 (亿元)	1.56	4.39	3.62	3.38
长期债务 (亿元)	0.54	1.83	3.60	4.37
全部债务 (亿元)	2.10	6.23	7.22	7.75
营业总收入 (亿元)	13.09	15.60	17.23	3.75
利润总额 (亿元)	2.94	3.77	4.10	0.85
EBITDA (亿元)	3.90	4.70	5.22	--
经营性净现金流 (亿元)	3.87	4.56	3.00	-0.07
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.48	4.94	4.70	--
存货周转次数 (次)	6.41	5.79	4.78	--
总资产周转次数 (次)	0.83	0.72	0.58	--
现金收入比 (%)	85.41	83.92	91.24	85.39
营业利润率 (%)	35.76	35.82	33.26	30.05
总资本收益率 (%)	18.71	15.21	13.89	--
净资产收益率 (%)	21.17	21.28	18.80	--
长期债务资本化比率 (%)	4.27	10.60	16.05	18.25
全部债务资本化比率 (%)	14.84	28.68	27.72	28.37
资产负债率 (%)	28.78	41.26	43.51	41.12
流动比率 (%)	171.11	96.21	82.86	94.84
速动比率 (%)	143.17	68.66	59.47	67.50
经营现金流流动负债比 (%)	98.40	54.09	28.97	--
现金短期债务比 (倍)	2.07	0.43	0.55	0.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	40.26	179.89	24.66	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.54	1.33	1.38	--

注：公司 2023 年一季度财务报表未经审计
资料来源：公司财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	1.36	1.35	0.93
资产总额 (亿元)	14.80	19.47	22.78
所有者权益 (亿元)	11.21	13.48	15.78
短期债务 (亿元)	1.03	3.38	2.82
长期债务 (亿元)	0.54	0.00	0.04
全部债务 (亿元)	1.57	3.38	2.86
营业总收入 (亿元)	10.48	12.64	14.82
利润总额 (亿元)	1.94	2.41	2.89
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	2.59	3.29	1.46
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	3.69	4.80	5.36
存货周转次数 (次)	6.78	5.93	5.14
总资产周转次数 (次)	0.74	0.74	0.70
现金收入比 (%)	84.53	79.74	80.90
营业利润率 (%)	31.34	30.27	29.32
总资本收益率 (%)	13.83	12.55	13.87
净资产收益率 (%)	15.00	15.69	15.92
长期债务资本化比率 (%)	4.57	0.00	0.23
全部债务资本化比率 (%)	12.26	20.05	15.35
资产负债率 (%)	24.24	30.74	30.73
流动比率 (%)	222.51	166.35	179.28
速动比率 (%)	191.10	130.46	149.86
经营现金流动负债比 (%)	91.35	57.40	21.69
现金短期债务比 (倍)	1.32	0.40	0.33
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：公司本部 2023 年一季度财务报表未披露

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持