



2020年广东美联新材料股份有限公司可 转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2020年广东美联新材料股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-6-23	2020-8-28

评级观点

- 中证鹏元对广东美联新材料股份有限公司（以下简称“美联新材”或“公司”，股票代码：300586.SZ）及其2020年7月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司色母粒产能位居行业前列，同时中证鹏元也关注到公司盈利大幅下降，未来仍面临经营压力，新增产能能否消化不确定，部分项目可能面临投资风险，短期偿债压力加大，被监管机构出具监管函等风险因素。

债券概况

债券简称：美联转债

债券剩余规模：2.07 亿元

债券到期日期：2026-7-1

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息，附债券赎回及回售条款

未来展望

- 公司色母粒产能位居行业前列，且下游市场广阔，预计公司色母粒产品需求情况仍较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	20.15	19.32	18.12	9.42
归母所有者权益	7.75	7.54	6.95	6.04
总债务	7.33	7.03	6.68	2.66
营业收入	4.49	15.17	12.60	5.84
净利润	0.20	0.31	1.01	0.63
经营活动现金流净额	0.33	1.31	1.72	0.74
销售毛利率	12.58%	14.58%	21.16%	20.84%
EBITDA 利润率	--	13.64%	14.57%	13.35%
总资产回报率	--	3.37%	9.50%	8.80%
资产负债率	51.47%	50.88%	49.75%	35.81%
净债务/EBITDA	--	2.78	2.15	1.25
EBITDA 利息保障倍数	--	7.92	7.72	10.15
总债务/总资本	42.86%	42.56%	42.31%	30.58%
FFO/净债务	--	25.16%	30.40%	49.27%
速动比率	0.98	0.96	0.77	0.91
现金短期债务比	0.29	0.49	0.70	0.69

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司色母粒产能位居行业前列。**公司是色母粒行业知名企业，是国内为数不多的色母粒年产能超过万吨的企业之一，截至 2020 年末公司色母粒年产能为 6.93 万吨，同比大幅提升。

关注

- **公司盈利大幅下降，未来仍面临经营压力。**公司主营业务色母粒和三聚氰氨产品的生产销售受营创三征（营口）精细化工有限公司（以下简称“营创三征”）盈利大幅下滑影响，公司销售毛利率同比大幅下降。受疫情及市场竞争加剧、原材料价格上涨等因素影响，公司经营仍面临一定压力。
- **公司新增色母粒产能能否消化存在不确定性。**公司已建待达产、在建和拟建色母粒产能规模合计 8.63 万吨，其中公司首次公开发行股票（以下简称“IPO”）募投项目相关的白色母粒、黑色母粒合计 3 万吨产能投产后尚未达到预期效益，新增产能能否消化仍存在不确定性。
- **公司投资项目涉及不同领域，可能面临一定的投资风险。**除主营业务外，公司还投资了熔喷布、隔膜等领域。目前公司熔喷布项目产能利用率低，远未达到预期收益；公司拟建的锂电池湿法隔膜产业化建设项目（以下简称“隔膜项目”）投资规模较大，公司面临较大的资金压力，且该项目与公司原有业务关联性不强，可能面临投资风险。
- **公司短期偿债压力加大。**截至 2020 年末公司总债务同比增长，其中短期债务占比将近过半，且现金短期债务比降至较低水平，公司短期偿债压力加大。
- **公司被监管机构出具监管函。**因未就有关关联交易事项及时履行审议程序并披露，公司于 2021 年 2 月被创业板公司管理部出具监管函。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年7月1日发行6年期2.0674亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产2万吨高浓度彩色母粒建设项目和补充流动资金。截至2020年12月31日，募集资金余额为1.34亿元，其中：募集资金银行存款余额为0.42亿元，未到期理财产品金额为0.40亿元，暂时补充流动资金金额为0.52亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。经公司2020年5月18日召开的2019年度股东大会审议通过：公司以总股本240,000,000股为基数，向全体股东每10股送红股3股（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增6股，截至2020年末公司总股本增至456,000,000股。2021年第一季度，“美联转债”因转股减少43,100元人民币（即431张），转股数量为4,342股，截至2021年3月末公司总股本为456,004,342股。截至2021年3月31日，“美联转债”余额为206,696,900元（即2,066,969张）。

2020年8月24日，公司2020年第三次临时股东大会决议公告审议通过了《关于公司符合向特定对象发行A股股票条件的议案》等议案，决定向不超过35名特定对象发行股票，募集资金总额不超过46,553.90万元（含），扣除发行费用后全部用于下表项目。公司于2021年3月15日获得中国证券监督管理委员会出具的《关于同意广东美联新材料股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可[2021]822号）。

表1 公司定向发行股票募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目	36,058.31	32,587.90
2	补充流动资金	13,966.00	13,966.00
合计		50,024.31	46,553.90

资料来源：公司2020年报

实际控制人黄伟汕直接持有公司39.04%的股份，前五大股东明细如表1所示。截至2021年3月31日，黄伟汕、张朝益和张朝凯持有的未解押股权质押数量合计12,742.00万股，占其持有的股份数的40.52%。

表2 截至2021年3月末公司前五大股东明细（单位：万股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	质押或冻结情况	质押股数
黄伟汕	境内自然人	39.04%	17,803.00	质押	9,490.00
张盛业	境内自然人	12.04%	5,491.00		0.00
张朝益	境内自然人	9.17%	4,181.90	质押	2,546.00
张朝凯	境内自然人	8.09%	3,688.35	质押	706.00

段文勇	境内自然人	0.62%	284.89	0.00
合计		68.96%	31,449.14	12,742.00

资料来源：公司 2021 年一季报，中证鹏元整理

公司主要从事高分子复合着色材料的研发、生产、销售和技术服务，主营产品包括白色母粒、黑色母粒、彩色母粒、功能母粒及功能新材料等系列产品，产品广泛应用于食品包装、医用包装、日用塑料制品、汽车、农业等多个领域。2020年公司合并范围未发生变动。

2020 年 12 月，公司董事兼财务副总监蒋进申请辞去董事及财务副总监职务，公司聘任易东生为财务总监，并补选其为第三届董事会非独立董事；冯育升辞去独立董事职务，公司董事会补选陈名芹为第三届董事会独立董事。

公司内部治理有待完善。根据公司公告，公司于 2021 年 2 月 19 日收到创业板公司管理部《关于对广东美联新材料股份有限公司的监管函》（创业板监管函〔2021〕第 7 号），主要内容如下：2020 年 9 月 26 日，公司披露《关于补充确认关联交易的公告》（以下简称《公告》），2019 年 4 月至 2020 年 1 月期间，营创三征将合计金额为 3,599.68 万元的七笔银行承兑汇票转让给关联方营口营新化工科技有限公司（以下简称“营新科技”），构成关联交易，公司未就上述关联交易事项及时履行审议程序并披露。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基

本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

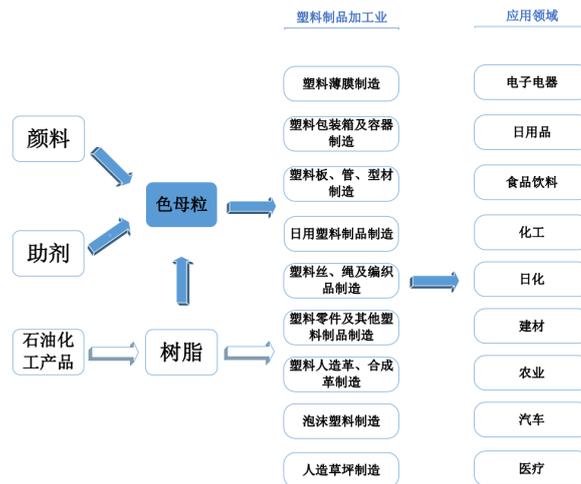
尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

随着应用领域拓宽、客户需求多样性及环保政策加持，色母粒行业规模将持续扩大，产品向高性能、功能化、环保化方向发展；钛白粉等原料价格中枢上移，色母粒生产企业面临成本控制压力

以色母粒为代表的高分子复合着色材料，是指根据客户需求将颜料与树脂、助剂等按配方比例加工制成的复合材料，其中颜料是色母粒的基本组成部分，含量一般在20%-80%之间，白色母粒通常采用钛白粉作为颜料，黑色母粒采用炭黑为颜料；树脂是色母粒的基体，经熔融剪切等工艺，树脂能使颜料均匀分布。

图1 色母粒行业上下游产业链



资料来源：公开资料

我国塑料包装行业在包装行业中占有重要地位。我国塑料加工业规模以上企业由 2011年的12,963家增加到2019年的15,835家，规模以上企业主营业务收入从 15,583.74 亿元增长至 19,077.48 亿元，年均复合增长率为2.56%。近年来，在消费升级、技术更新、政策支持等有利因素的作用下，我国塑料包装行业持续快速发展，产业规模继续扩大。按照中国包装联合会的数据，我国塑料包装大类主要有塑料薄膜、塑料包装箱及容器和塑料加工专用设备，其中2019年塑料薄膜制造企业、塑料包装箱及容器制造企业累计主营业务收入分别为 2,705 亿元、1,592 亿元，2011-2019年均复合增长率为3.32%、2.05%。

塑料包装行业良好的发展态势以及塑料包装在服务业和工业领域不断拓展加深的的应用范围将促进色母粒行业的发展，一方面，色母粒在塑料着色领域的应用成熟，可以实现塑料包装产品的着色需求；另一方面，根据《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》，“十三五”期间，将以加快塑料加工业转型升级为主要突破点，塑料包装行业也将向高性能、高质量、环保化方向发展，因此对环保、经济的高分子复合着色材料色母粒的需求也将增大。2017 年至 2019年色母粒国内总产量分别为 152.3 万吨、164.8 万吨、180 万吨，保持不断增长。根据 Reports And Data 咨询公司的报告统计，预计到 2026 年全球色母粒行业的市场规模约为 173.5 亿美元，年均复合增长率为 5.2%。

我国色母粒生产企业数量众多，但生产规模普遍偏小，市场集中度较低、行业竞争激烈。从产能看，我国色母粒总体产能在80万吨以上，红梅色母、美联新材等公司的色母粒产能占比在5%左右，行业缺乏真正的龙头企业。从产品属性来看，美联新材、红梅色母以白色母粒为主，产销量规模大但毛利率较

低；宝丽迪、宁波色母分别以黑色、彩色母粒为主，该品种毛利率较高。因此，2020年宝丽迪的色母粒收入规模最大、宁波色母毛利率最高。此外，美联新材拟增色母粒产能5.63万吨（可转债、拟定增）；宁波色母拟增产能3万吨（拟IPO），预计增加白色、黑色母粒产能；宝丽迪新增产能4.25万吨（拟IPO），其中3万吨通用纤维母粒、0.5万吨功能母粒和0.75万吨液体母料。主要色母粒企业持续扩产，行业面临竞争加剧的可能。

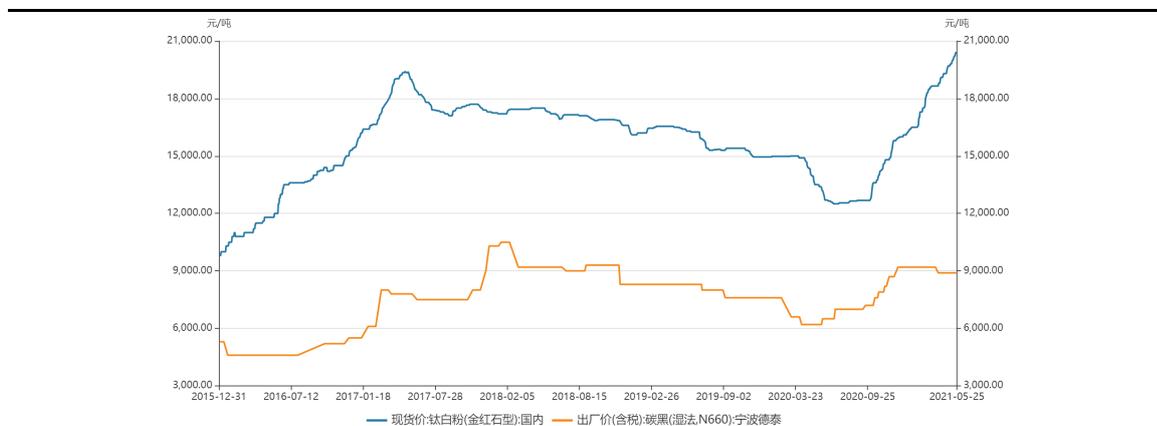
表3 2020年部分色母粒行业代表企业比较（单位：亿元）

企业名称	营业收入	综合毛利率	色母粒业务收入	色母粒毛利率
美联新材	15.17	14.58%	6.16	21.22%
宝丽迪	6.71	24.76%	6.71	24.76%
宁波色母	4.30	39.33%	4.08	39.51%
道恩股份	44.22	27.75%	2.22	-

资料来源：各公司公告，中证鹏元整理

色母粒主要原材料为钛白粉、炭黑、树脂、助剂等，原材料成本占比80%-90%，原材料价格波动对色母粒企业影响较大。2020年9月以来钛白粉价格持续增长，供应端来说，部分企业因环保检查停车整改或借机检修，同时钛白粉原材料价格上涨，整体导致钛白粉产量降低；展望全年，海外有效产能小幅收缩，中国供给增量有限，需求端在全球主要经济体逐步复苏的背景下，钛白粉价格中枢有望上移，色母粒企业面临一定的成本控制压力。

图2 2020年9月以来钛白粉价格持续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

三聚氯氰为危险化学品，存在较大的安全生产风险，新进入者加剧了市场竞争

三聚氯氰是一种重要的精细化工产品，中国三聚氯氰最大的消费领域是农药工业，主要用于合成三嗪类除草剂，2019年中国农药产量为225万吨，同比增长8.2%。三聚氯氰在农药领域的市场消费约占其总产能的60%，而农药在2014-2018年整体呈下降走势，2019年中国三聚氯氰产量约为12.7万吨，较2018年增长2.4万吨。

由于合成三聚氯氢所需要的氰化物原料属于剧毒化学物，发达国家和地区政府对三聚氯氰行业的发展持较为谨慎的态度，国外三聚氯氢生产企业很少，产能较小，中国成为三聚氯氰主要出口国之一，2019年三聚氯氰出口数量为53,796.9吨，进口数量仅为16.13吨。

据立木信息咨询发布的《中国三聚氯氰市场供需与发展前景研究报告（2020版）》：三聚氯氰全球生产装置主要分布在德国、中国、比利时、美国、瑞士、罗马尼亚及俄罗斯等国家。三聚氯氰生产企业主要集中在中国、德国、美国和瑞士等四个国家，生产企业数量在6-8家左右，其中营创三征产量约9万吨，河北诚信有限责任公司及其子公司产量约6万吨，德国赢创德固赛公司、瑞士先正达公司产量均约为3万吨，此外，天德化工（0609.HK）2020年有部分三聚氯氰产能投产，国内三聚氯氰竞争格局发生变化。

三聚氯氰为危险化学品，生产三聚氯氰过程中产生的氰化钠和氯气为剧毒化学品，生产三聚氯氰的原材料轻油（戊烷）、天然气（富含甲烷的）、液氨为危险化学品。危险化学品和剧毒化学品的生产、储存、使用和运输对安全生产措施要求较高，存在一定的安全生产风险和安全事故风险。

五、经营与竞争

公司主要从事高分子复合着色材料及精细化工中间体的研发、生产、销售和技术服务。2019年3月营创三征并表后，公司新增三聚氯氰业务。色母粒及三聚氯氰业务是公司经营业绩的主要来源。公司其他产品收入为公司本部原材料销售收入，营创三征液氨、含氢尾气及其他辅料销售收入。2020年，公司营业收入实现15.17亿元，同比有一定增长，但受“321响水爆炸事故”及疫情影响，大客户订单量大幅下降，三聚氯氰毛利率大幅下降，公司销售毛利率同比下降。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
色母粒	18,342.90	17.90%	61,634.43	21.22%	56,603.03	21.30%
其中：白色母粒	13,440.65	18.19%	43,978.63	19.41%	42,166.15	19.38%
黑色母粒	2,472.15	11.81%	9,338.81	21.43%	7,850.94	23.43%
彩色母粒	1,365.96	21.29%	4,365.31	26.58%	3,539.87	29.76%
功能母粒	1,064.13	24.06%	3,951.68	35.03%	3,046.07	32.55%
三聚氯氰	19,400.07	4.36%	55,789.22	0.39%	50,359.79	19.15%
复配色粉	433.96	24.99%	4,000.03	22.95%	5,881.18	23.26%
熔喷布等	600.27	28.20%	6,162.52	73.74%	-	-
其他产品	6,137.78	20.29%	24,127.26	13.91%	13,179.67	27.33%
合计	44,914.98	12.58%	151,713.47	14.58%	126,023.66	21.16%

注：上表2019年三聚氯氰收入实际为营创三征2019年3月并表后收入，并非2019年全年。

资料来源：公司提供

（一）色母粒

公司是色母粒行业内知名企业，产能位居行业前列；公司已建待达产、在建和拟建产能规模较大，如行业竞争加剧、市场需求低于预期可能导致公司色母粒产能无法消化

公司主营白色母粒、黑色母粒、彩色母粒、功能母粒和功能新材料等产品，公司本部主要厂区有月浦厂区（主要为白色母粒、彩色母粒和熔喷材料等产线）、岐山厂区（主要为白色母粒、功能母粒等产

线)和濠江厂区(主要为白色母粒、黑色母粒等产线)等,均位于汕头市,公司IPO募投项目、可转债募投项目均位于濠江厂区,截至2020年末公司IPO募投项目已投产,可转债项目仍在建设中。

公司是国内为数不多的色母粒年产能超过万吨的企业之一,色母粒产能位居行业前列。随着IPO募投项目白色母粒和黑色母粒新建产能投产,产能逐渐释放。截至2020年末公司白色母粒、黑色母粒年产能分别增长至42,460吨、20,800吨。截至2020年末公司色母粒产能中白色、黑色、彩色和功能母粒产能分别占比61.31%、30.03%、3.90%、4.76%。公司彩色母粒产能提升,主要系2020年8月公司设立顺德分公司新增生产线及现有产线升级改造所致。由于新建产能于2020年内陆续投产及产能爬坡等因素影响,公司白色和黑色母粒的产能利用率均下降。

表5 公司主要产品产能情况

产品	项目	2021年1-3月	2020年	2019年
白色母粒	产能(吨/当期)	11,100	42,460	32,400
	产量(吨)	9,005.17	37,783.51	32,544.29
	产能利用率	81.13%	88.99%	100.45%
黑色母粒	产能(吨/当期)	6,600	20,800	8,400
	产量(吨)	2,188.89	9,219.40	8,420.63
	产能利用率	33.17%	44.32%	100.25%
彩色母粒	产能(吨/当期)	1,382	2,700	2,100
	产量(吨)	932.23	2,263.66	2,123.86
	产能利用率	35.55%	83.84%	101.14%
功能母粒	产能(吨/当期)	825	3,300	3,300
	产量(吨)	1,208.38	2,506.21	1,850.84
	产能利用率	74.57%	73.88%	56.09%

资料来源:公司提供

公司主要色母粒新增产能项目分别为IPO募投项目(中高端白色母粒产业化建设项目、中高端黑色母粒产业化建设项目)、本期债券募投项目(年产2万吨高浓度彩色母粒建设项目)及定增项目(功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目)。

公司IPO募投项目处于投产后产能爬坡阶段,项目达产后可分别增加公司白色母粒、黑色母粒年产能1.20万吨、1.80万吨,原计划投产时间为2018年3月。项目开工后受原规划土地出让进度影响,公司多次对IPO募投项目的实施方式和实施期限进行调整。根据公司公告,中高端黑色母粒产业化建设项目和中高端白色母粒产业化建设项目分别于2019年末、2020年6月末达到预定可使用状态,但截至2020年末,上述项目尚未实现预计收益。

本期债券募投项目已开工,建设期预计为三年,达产后预计增加公司彩色母粒产能2.00万吨,截至2021年4月末,公司已完成2处营销服务中心的建设,另有多处营销服务中心正在选址筹建当中。此外,2020年8月24日,公司召开2020年第三次临时股东大会,筹划向特定对象发行A股股票事项,该项目所募集资金将用于建设功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目,该项目预计总投资3.61亿元,达产后公司功能母粒及生物基可降解母粒的年产能将新增3.63万吨。

表6 公司主要色母粒产能项目情况（单位：万元、吨）

项目名称	预计总投资	截至2020年末已投资	预计增加产能	投产时间	募集资金类型
中高端白色母粒产业化建设项目	9,595.85	7,546.71	12,000.00	2020年6月30日	首次公开发行股票（IPO）
中高端黑色母粒产业化建设项目	15,539.44	9,349.08	18,000.00	2019年12月31日	
年产2万吨高浓度彩色母粒建设项目	17,913.00	914.20	20,000.00	2023年7月1日	本期债券
功能母粒及生物基可降解母粒产业化项目	36,058.31	0.00	36,300.00	T+2年，尚未开工	拟向特定对象发行A股股票
合计	79,106.60	17,809.99	86,300.00	-	-

资料来源：公司提供、公司公告，中证鹏元整理

公司色母粒产品各产能项目建成后，能为公司带来较大程度的生产能力提升。但值得注意的是，未来色母粒行业存在竞争加剧、市场需求低于预期的可能，公司已建待达产、在建和拟建产能存在无法消化的风险。此外，公司属于工业企业，存在因安全生产管理疏漏或员工操作失误而导致人身伤害、财产损失的生产安全风险。

公司主要色母粒产品产销情况较好，原材料价格波动对公司色母粒产品的经营影响较大，公司仍面临一定的成本控制压力

公司主要原材料有钛白粉、炭黑、聚乙烯、聚丙烯等，2020年公司色母粒产品的直接材料占营业成本的比重为92.25%，原材料供应的稳定性及价格的波动性对公司经营影响较大。原材料价格方面，2020年下半年起至今，以钛白粉为代表的原材料采购价格均有不同程度上涨，考虑到色母粒行业市场竞争激烈，产品涨价具有滞后性且公司成本转嫁能力不强，公司仍面临成本控制压力。

表7 公司色母粒产品主要原料平均采购价格（单位：元/吨）

原材料	2021年1-3月	2020年	2019年
钛白粉	14,356.16	11,903.03	12,693.00
炭黑	9,972.62	6,923.67	8,101.00
树脂	7,492.11	6,802.37	7,415.00
颜料	44,370.96	43,271.16	51,800.00

资料来源：公司提供

公司采取“以销定产”的生产模式，因此主要色母粒产品产销率表现较好。在原材料价格变动及市场竞争激烈共同影响下，2020年以来公司主要色母粒产品售价整体呈下降趋势，加之公司新建产能爬坡导致单位成本上升，公司色母粒产品毛利率均有不同程度下降。总体来看，相对主要应用于日化需求的白色母粒、应用于工业需求的黑色母粒而言，彩色和功能母粒下游需求较为高端，销售均价较高，其毛利率亦高于白色、黑色母粒。

销售模式方面，公司色母粒产品的出口比例在10%-15%之间，公司设有国内销售部和国际销售部分别负责境内销售及境外销售。公司境内销售主要客户分布于塑料制品行业，部分客户为贸易商，销售方式均为直销、买断式销售。公司境外销售采用FOB、CIF的贸易方式，境外销售采用直销、买断式销售，结算方式主要为电汇和信用证。

表8 公司主要色母粒产品的产销情况

产品	项目	2021年 1-3月	2020年	2019年
白色母粒	销量（吨）	11,021.55	35,480.87	32,524.95
	均价（元/吨）	12,194.88	12,392.01	12,964.25
	产销率	122.39%	93.91%	99.94%
黑色母粒	销量（吨）	2,829.34	9,742.85	8,000.40
	均价（元/吨）	8,737.55	9,585.14	9,813.17
	产销率	129.26%	105.68%	95.00%
彩色母粒	销量（吨）	917.01	2,522.11	1,952.26
	均价（元/吨）	14,895.79	18,432.74	18,132.18
	产销率	98.37%	111.42%	91.92%
功能母粒	销量（吨）	847.33	2,437.88	1,879.08
	均价（元/吨）	12,558.74	15,858.10	16,210.42
	产销率	70.12%	97.27%	101.53%

资料来源：公司提供

（二）三聚氯氰

营创三征是三聚氯氰行业内产能最大的企业，受“321 响水爆炸事故”及疫情影响，其利润大幅下降并亏损，未来其经营仍面临一定压力

营创三征的主营业务为生产、销售三聚氯氰。三聚氯氰的下游颜料、染料行业是公司色母粒产品的上游行业，三聚氯氰与色母粒为同一产业链的不同环节。三聚氯氰及其生产原料液碱、液氨、氢氰酸系危险化学品，其生产原材料的氰化钠和氯气系国家公安部门监控管理的剧毒化学品，存在安全生产风险。营创三征拥有 9 万吨/年的三聚氯氰产能，是产能最大的企业。跟踪期内营创三征的三聚氯氰产能无变化。

表9 营创三征三聚氯氰产能、产销情况

产品	项目	2021年 1-3月	2020年	2019年
三聚氯氰	产能（吨/当期）	22,500.00	90,000.00	90,000.00
	产量（吨）	21,332.00	65,844.99	75,157.56
	产能利用率	94.81%	73.16%	83.51%
	销量（吨）	21,460.38	65,257.30	76,561.20
	均价（元/吨）	9,039.95	8,549.12	11,016.29
	产销率	100.60%	99.11%	101.87%

资料来源：公司提供、公司公告，中证鹏元整理

三聚氯氰产品的最终用户主要为三嗪类农药生产企业、荧光增白剂生产企业、活性染料生产企业以及其他助剂类生产企业。三嗪农药市场需求对公司产品订单情况影响较大。公司三聚氯氰产品一部分向国内生产企业进行销售（占比约 80%），另一部分用于出口（占比约 20%）。营创三征的三聚氯氰产品销售采用直销为主、经销和代理为辅的销售模式。对于大部分大型的三聚氯氰产品的最终用户，营创三征与其直接签订销售合同。而在特定区域内规模较小，且客户分散度较高的最终用户，营创三征将经销

权利授予与公司长期合作的经销客户，并与经销客户签订买断式销售合同。经销区域主要集中在浙江、山东、山西、江苏、湖北、上海、天津等地区。此外，营创三征在印度与韩国区域主要采用代理模式，即代理商与营创三征签署代理协议，约定在代理区域内，代理商为营创三征提供销售机会，由营创三征与最终用户签订销售合同；营创三征销售实现后，根据代理协议提取代理佣金；待收到该最终用户的货款后，再向代理商支付代理佣金。

2019年3月21日，江苏响水化工园区发生重大爆炸事故，园区内所有企业全部停产；其中，营创三征重要除草剂客户响水中山生物科技有限公司（以下简称“中山生物”）停产，直到2021年初复产。中山生物与安徽中山化工有限公司同受浙江中山化工集团股份有限公司（以下简称“浙江中山”）控制，浙江中山原为营创三征第一大客户，响水爆炸事故对公司三聚氯氰订单产生重大影响。此外受疫情影响，下游企业复工推迟，市场需求下降，公司三聚氯氰产品在国内外市场的销售业绩均不及预期，2020年三聚氯氰销量、销售均价同比均下降，其国内市场销售收入4.68亿元，销售毛利率仅为1.02%，营创三征销售收入同比下降23.34%，其毛利率大幅下降至0.39%，营创三征净利润为亏损741.09万元。目前疫情影响尚未消退，加之天德化工新进入三聚氯氰行业，公司面临的市场竞争加大，经营仍面临一定压力。公司并购营创三征形成商誉7,933.98万元，2020年由于营创三征经营不达预期，公司当年已计提商誉减值准备2,865.91万元，未来仍面临一定的商誉减值风险。

表10 营创三征主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年
总资产	59,188.43	63,191.00
所有者权益合计	41,581.07	45,425.08
营业收入	73,908.61	96,410.50
营业利润	-859.78	13,621.32
净利润	-741.09	11,907.27
综合毛利率	6.59%	26.49%
经营活动现金流净额	-621.22	16,139.44

资料来源：营创三征2020年审计报告，中证鹏元整理

（三）其他

复配色粉是主要依据下游客户的应用需求，挑选合理的一种或数种色粉及助剂进行细化复配而成，其生产过程不占用公司生产线。近年受下游需求减少影响，公司复配色粉产销量持续下降。

2020年3月公司布局熔喷材料、熔喷无纺布产线，根据公司公告，公司预计投资12,000万元用于建设高档熔喷材料及熔喷无纺布技术改造项目，全部达产后，公司将拥有1万吨的熔喷材料、200吨的静电驻极母粒和8,000吨的熔喷无纺布年产能。截至2020年末公司已建成熔喷无纺布产能6,222.22吨/年，已投资7,127.38万元，该项目预计收益1.00亿元，截至2020年末累计实现收益0.47亿元。但需关注的是，由于市场需求爆发式增长导致了短期产能瓶颈、熔喷材料及熔喷无纺布价格大幅增长，2020年公司熔喷无纺布业绩表现较好，而随着产能逐渐补充到位，公司熔喷无纺布的销售均价已由2020年上半年的17.43万元/吨下降至3.16万元/吨，产能利用率已由62.51%下降至16.71%。未来随着全球疫情的

控制，口罩需求量或将下降，熔喷无纺布价格有持续下降的可能，公司熔喷无纺布产能面临无法消化的风险，该项目可能面临一定的投资回收风险。

隔膜项目投资规模较大，与公司现有业务关联性不强，公司可能面临一定投资风险

公司于2017年设立子公司广东美联隔膜有限公司（以下简称“美联隔膜”），拟投资50,310万元用于建设隔膜项目。2021年3月，根据公司公告，鉴于美联隔膜于2021年1月底取得隔膜项目相关用地的不动产权证书，该项目基建工作尚未开展，考虑生产要素（如蒸汽）、产品需求市场等因素，公司拟变更项目实施地点为国家级铜陵经济技术开发区，并计划将该项目的投资总额从5.031亿元变更为20亿元。变更后的隔膜项目分两期建设，一期项目计划投资总额为86,767万元，二期项目计划投资总额约113,233万元。隔膜项目投资资金主要来源为自筹，包括股东资本金投入、银行项目融资和项目政府补助资金等。

2021年4月，公司与黄坤煜¹、黄联雄、陈育茂、林华、麦卓云、耿德锋共同出资30,000万元设立安徽美芯新材料有限公司（以下简称“美芯新材”），公司持股70%，隔膜项目实施主体由美联隔膜变更为美芯新材。2021年5月，美芯新材竞得该项目土地使用权。2021年6月，美芯新材决定向芝浦机械株式会社购买该项目相关生产设备-4套双向拉伸薄膜生产线，合同总价款折合合同为人民币25,836.16万元。

总体来看，隔膜项目投资规模较大，与公司原有业务关联性不强，项目建设进展存在一定不确定性，可能使公司面临较大的资金压力，未来收益亦存在较大不确定性。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告、经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围未发生变动。

资产结构与质量

公司资产以厂房、设备、土地使用权等为主，受限资产占比较高

公司资产规模持续增长，2021年3月末公司总资产达20.15亿元，较2019年末增长6.61%，主要系存货、应收账款及期末持有的未到期银行承兑汇票增加所致。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为

¹系公司控股股东、实际控制人和董事长黄伟汕先生之子。

主。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.40	6.93%	1.96	10.17%	2.37	13.05%
应收账款	2.39	11.84%	1.76	9.11%	1.47	8.10%
存货	1.99	9.87%	1.96	10.14%	1.61	8.91%
流动资产合计	7.96	39.53%	7.35	38.07%	6.49	35.83%
长期股权投资	0.88	4.37%	0.91	4.73%	0.76	4.17%
固定资产	6.87	34.09%	6.98	36.13%	5.21	28.76%
在建工程	1.19	5.90%	0.95	4.94%	2.47	13.64%
无形资产	1.67	8.29%	1.65	8.53%	1.73	9.52%
商誉	0.52	2.60%	0.51	2.62%	0.79	4.38%
非流动资产合计	12.19	60.47%	11.96	61.93%	11.63	64.17%
资产总计	20.15	100.00%	19.32	100.00%	18.12	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

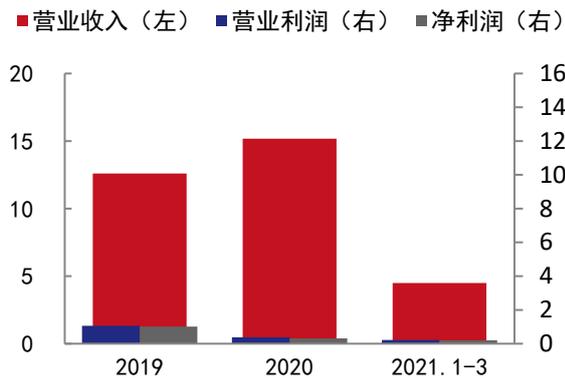
2020 年末公司货币资金主要为银行存款，其中有 0.27 亿元的货币资金使用权受限。2020 年末公司应收账款账龄主要在 1 年以内，其中应收账款前五大单位余额合计 0.23 亿元，占应收账款的 12.66%，集中度较低。公司存货主要为原材料和部分库存商品，同比有所增长。2020 年末公司长期股权投资增长主要系公司对营新科技增资所致。固定资产主要为机器设备、房屋及建筑物，随着公司 IPO 募投项目等工程逐渐完工转固，公司固定资产规模同步增长。在建工程主要为营创三征改造、研发和产品线项目等。公司无形资产主要为土地使用权、专利权，同比变动不大。截至 2020 年末，公司商誉 0.51 亿元，同比下降主要系合并营创三征形成商誉于 2020 年计提减值准备所致。考虑到疫情尚未全面控制，三聚氯氰行业竞争加剧，营创三征的经营业绩仍存在下滑的可能，公司商誉仍存在减值的可能。

截至 2020 年末，公司受限资产包括货币资金 0.27 亿元、应收款项融资 0.18 亿元、固定资产 2.89 亿元、无形资产 0.44 亿元，合计 3.78 亿元，占公司总资产的 19.57%。

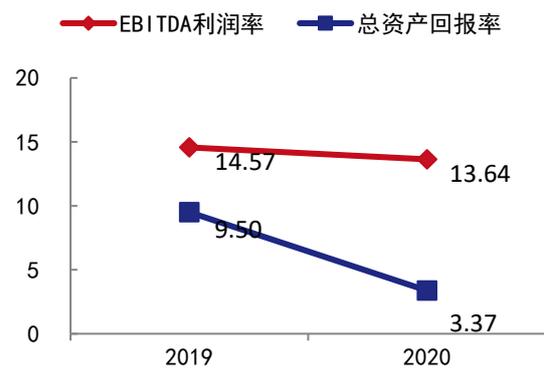
盈利能力

公司盈利能力大幅下降，未来经营仍面临一定压力

公司主营业务为色母粒和三聚氯氰产品的生产销售，2020 年公司营业收入增长主要源于熔喷布及其他产品收入规模增长，但其增长不具有持续性。受营创三征盈利大幅下滑影响，公司销售毛利率同比下滑 6.58 个百分点，EBITDA 利润率及总资产回报率均下降。2021 年一季度三聚氯氰业务盈利有所恢复，但色母粒新建产能投产后单位固定成本上升导致其毛利率下降，使得公司销售毛利率仍下降。受疫情及市场竞争加剧、原材料价格上涨等因素影响，公司经营仍面临一定压力。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

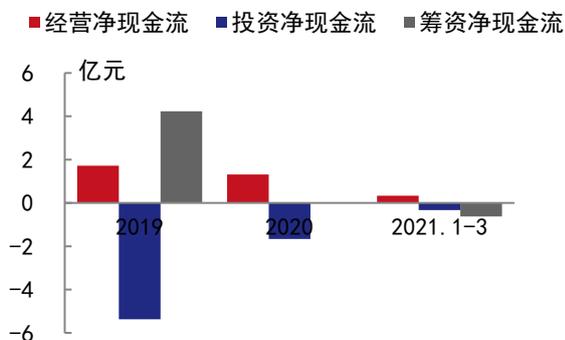
图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

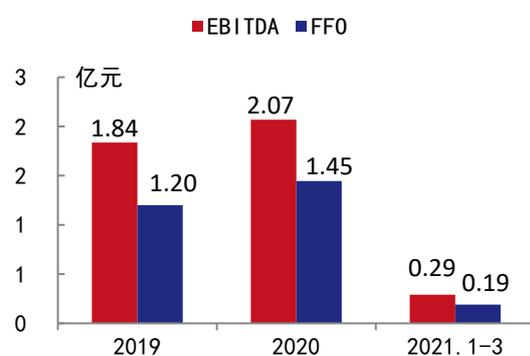
现金流

公司经营现金生成能力较强，但随着公司产能项目的持续投入，公司仍面临较大的资金压力

公司经营现金生成能力较强，FFO表现较好，2020年公司经营活动现金净流入1.31亿元，表现尚可。公司对外投资规模仍较大，主要是公司IPO募投项目持续投入等。本期债券募投项目的建设有对应资金来源，但随着公司后续拟定增项目、隔膜项目开工，预计公司投资活动产生的现金持续表现为净流出，公司仍面临较大的资金压力。

图5 公司现金流结构


www.cspengyuan.com

图6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

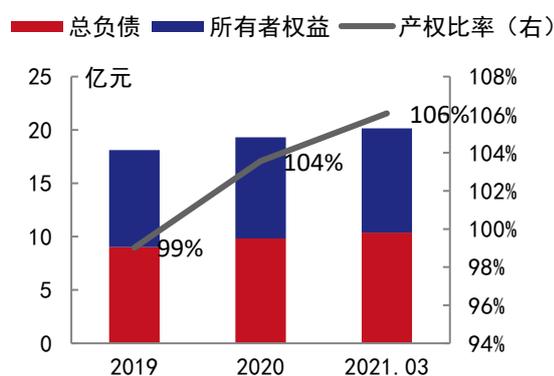
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务增长较快，短期偿债压力较大

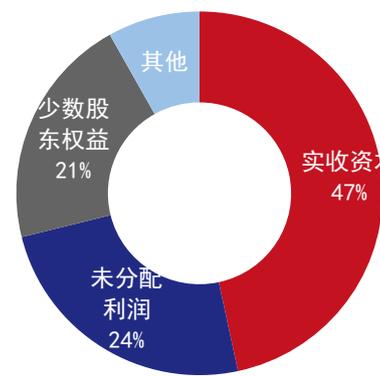
由于净利润规模同比下降，2020 年公司经营积累带来的所有者权益增幅较小，而本期债券发行成功使得公司负债增长较快，公司产权比率略有下降。

图7 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图8 2021年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

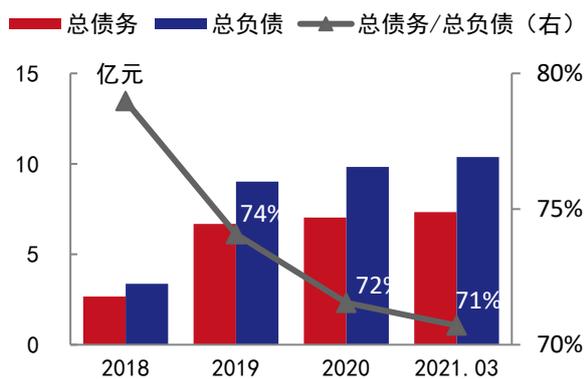
本期债券发行成功后，公司非流动负债占比上升至2020年末的42.86%。公司应付账款主要为应付供应商款项，同比略有增长。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

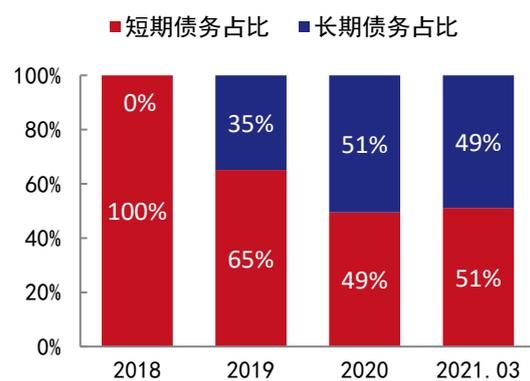
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.51	14.56%	1.66	16.91%	3.11	34.50%
应付票据	1.79	17.23%	1.36	13.85%	0.79	8.74%
应付账款	1.35	13.05%	1.70	17.31%	1.37	15.14%
一年内到期的非流动负债	0.45	4.34%	0.45	4.62%	0.45	4.99%
流动负债合计	6.11	58.89%	5.62	57.14%	6.32	70.12%
长期借款	1.88	18.16%	1.88	19.13%	2.33	25.85%
应付债券	1.70	16.42%	1.67	17.03%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.26	41.11%	4.21	42.86%	2.69	29.88%
负债合计	10.37	100.00%	9.83	100.00%	9.01	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券组成。截至 2020 年末，公司总债务同比增长较快，其中短期债务占比 54%。截至 2020 年末，公司 2021-2023 年需偿还的有息债务本金分别为 1.46 亿元、1.21 亿元、0.45 亿元，公司面临一定的集中偿付压力。

图9 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图10 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从公司主要偿债指标看，截至2021年3月末公司资产负债率达51.47%，同比略有上升。随着公司总债务增长，EBITDA和FFO对债务的保障能力均下降。

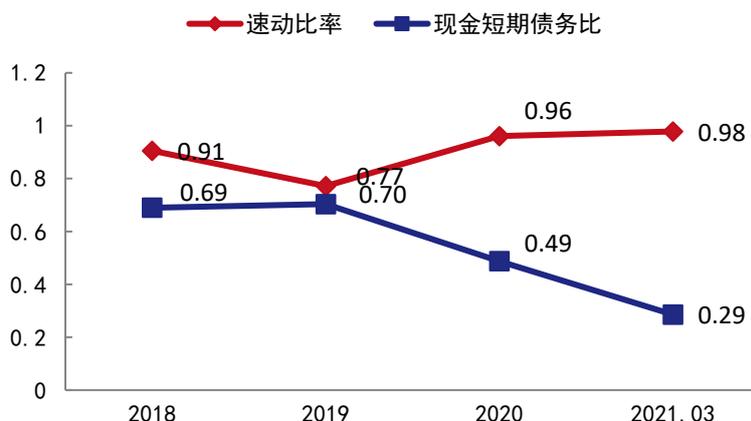
表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	51.47%	50.88%	49.75%
净债务/EBITDA	--	2.78	2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	7.92	7.72
总债务/总资本	42.86%	42.56%	42.31%
FFO/净债务	--	25.16%	30.40%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司速动比率变动不大，但现金短期债务比指标同比下降较多，短期偿债压力加大。截至2020年末公司受限资产占总资产的19.57%，融资弹性一般，但公司作为上市公司，融资渠道相对畅通。

图11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月25日、2021年5月26日），公司本部、营创三征不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司为联营企业营新科技提供担保，已审批的对外担保额度为2.50亿元，实际担保金额为2.32亿元，担保余额为1.99亿元。营新科技主营业务为精细化工的生产销售，截至2021年5月末，公司持有其35%股权。

八、结论

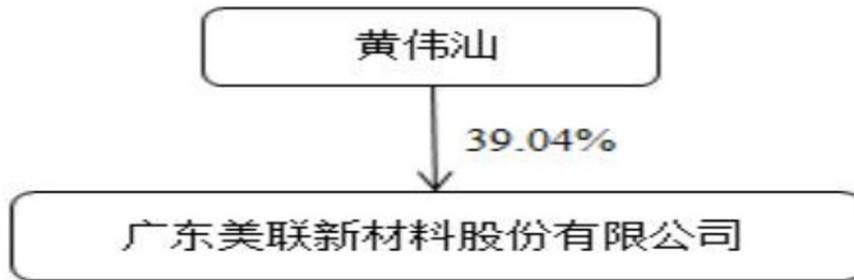
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	1.40	1.96	2.37	1.68
应收票据及应收账款	2.39	1.76	1.47	1.20
应收账款	2.39	1.76	1.47	1.05
流动资产合计	7.96	7.35	6.49	4.45
固定资产	6.87	6.98	5.21	1.06
1.固定资产	6.87	6.98	5.21	0.00
非流动资产合计	12.19	11.96	11.63	4.97
资产总计	20.15	19.32	18.12	9.42
短期借款	1.51	1.66	3.11	1.60
应付票据	1.79	1.36	0.79	1.06
应付账款	1.35	1.70	1.37	0.51
一年内到期的非流动负债	0.45	0.45	0.45	0.00
流动负债合计	6.11	5.62	6.32	3.29
长期借款	1.88	1.88	2.33	0.00
应付债券	1.70	1.67	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	4.26	4.21	2.69	0.08
负债合计	10.37	9.83	9.01	3.37
总债务	7.33	7.03	6.68	2.66
归属于母公司的所有者权益	7.75	7.54	6.95	6.04
营业收入	4.49	15.17	12.60	5.84
净利润	0.20	0.31	1.01	0.63
经营活动产生的现金流量净额	0.33	1.31	1.72	0.74
投资活动产生的现金流量净额	-0.33	-1.66	-5.37	-0.70
筹资活动产生的现金流量净额	-0.63	-0.01	4.23	0.06
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	12.58%	14.58%	21.16%	20.84%
EBITDA 利润率	--	13.64%	14.57%	13.35%
总资产回报率	--	3.37%	9.50%	8.80%
产权比率	106.07%	103.57%	99.02%	55.79%
资产负债率	51.47%	50.88%	49.75%	35.81%
净债务/EBITDA	--	2.78	2.15	1.25
EBITDA 利息保障倍数	--	7.92	7.72	10.15
总债务/总资本	42.86%	42.56%	42.31%	30.58%
FFO/净债务	--	25.16%	30.40%	49.27%
速动比率	0.98	0.96	0.77	0.91
现金短期债务比	0.29	0.49	0.70	0.69

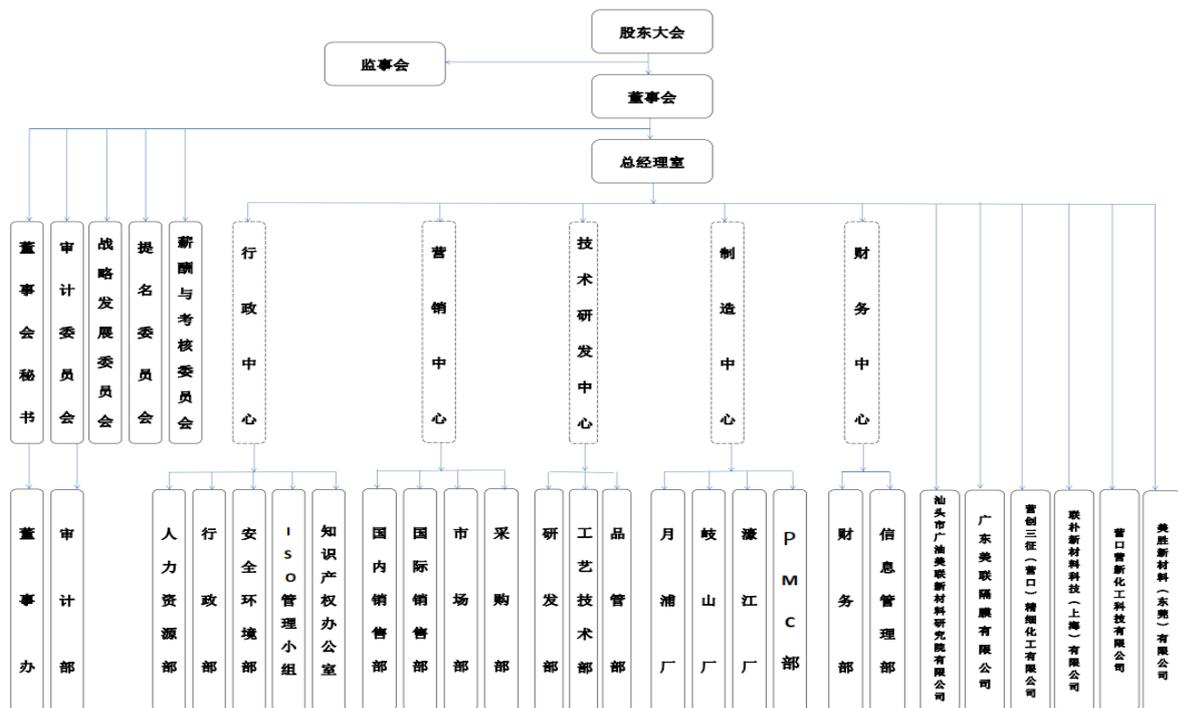
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司 2020 年年报

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
广东美联隔膜有限公司	制造业	100.00%	投资设立
汕头市广油美联新材料研究院有限公司	服务业	85.00	投资设立
联朴新材料科技（上海）有限公司	批发和零售业	65.00	投资设立
营创三征（营口）精细化工有限公司	制造业	63.25	并购取得
美胜新材料（东莞）有限公司	制造业	100.00	投资设立
汕头市美联赢达投资企业（有限合伙）	商务服务业	98.87	投资设立
汕头市美联盈通投资有限公司	商务服务业	98.87	投资设立

资料来源：公司 2020 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。