

2021年江苏锦鸡实业股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2024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.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年江苏锦鸡实业股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
锦鸡转债	A+	A+

评级日期

2024年06月24日

联系方式

项目负责人: 宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员: 郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

评级总监:

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到江苏锦鸡实业股份有限公司（以下简称“锦鸡股份”或“公司”，股票代码：300798.SZ）在活性染料领域具有较高的市场地位，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，2023年公司活性染料产量占全国产量的18.33%，收入和利润有一定好转，且公司分散染料项目计划2024年投产；同时中证鹏元也关注到，需求不足仍是染料行业突出问题，公司利润规模仍较小，仍面临较大的原材料成本管控风险，盈利能力仍然承压，2023年公司新拓展算力租赁业务，但需关注算力设备采购到位情况以及可能存在收益不及预期的风险，由于下游行业需求仍处于低位，2023年公司货款回收账期延长，经营活动现金净流出金额增加，公司面临较大的环保及安全生产风险，以及在内部治理和安全管理等方面有待加强等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	24.76	24.29	22.14	21.38
归母所有者权益	17.46	17.39	13.71	13.76
总债务	5.40	4.29	6.83	6.25
营业收入	2.15	9.48	9.00	9.93
净利润	0.07	0.16	0.08	0.52
经营活动现金流净额	-0.37	-0.63	-0.10	0.47
净债务/EBITDA	--	-1.58	-3.04	-4.29
EBITDA 利息保障倍数	--	2.23	1.66	16.71
总债务/总资本	23.63%	19.78%	33.25%	31.23%
FFO/净债务	--	2.99%	16.76%	-9.10%
EBITDA 利润率	--	6.95%	3.74%	9.25%
总资产回报率	--	1.02%	0.45%	3.38%
速动比率	1.57	1.79	3.22	4.40
现金短期债务比	1.13	2.17	4.27	6.32
销售毛利率	12.84%	13.12%	10.11%	15.68%
资产负债率	29.46%	28.38%	38.08%	35.64%

注：净债务/EBITDA 为负，系净债务为负所致。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司在活性染料领域具有较高的市场地位。**公司是活性染料行业头部生产商之一，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，2023年公司活性染料产能仍为4.5万吨，产量占全国活性染料产量的18.33%，且公司活性染料产品种类较多，是全国活性染料产品系列和品种种类较全面的企业。此外，上游原材料中，子公司生产的对位酯产量能够满足公司染料生产的大部分需求。2023年公司活性染料生产和销售数量恢复增长，公司营业收入同比增长5.28%；同时得益于主要原材料成本下降，公司净利润由2022年的757.83万元增至2023年的1,584.86万元。
- **公司分散染料项目计划2024年投产。**公司1.5万吨环保型高档分散染料项目接近完工，目前处于试生产（使用）方案专家评审阶段，项目投产后将有助于优化公司产品结构，增加收入来源。分散染料是目前国内产量最大的染料品种，由于具有一定的技术壁垒，加上应用领域的不同，行业集中度高于活性染料，且行业毛利率整体也高于活性染料。

关注

- **需求不足仍是染料行业突出问题，公司盈利能力仍然承压。**2023年公司净利润有所好转，但利润规模仍较小，与同行业上市公司相比，公司销售毛利率偏低；染料行业下游需求不足，叠加染料市场供给增加导致竞争加剧，染料行业供过于求的现象依旧明显，2023年公司主要产品销售价格均有下降，考虑到原材料占公司营业成本的比重很大，且近年公司主要原材料价格波动较大，公司仍面临较大的原材料成本管控风险。
- **关注算力设备采购到位情况以及可能存在收益不及预期的风险。**算力租赁业务与公司传统主业染料业务不存在关联性，公司无开展算力租赁业务的经验积累，随着项目的开展，公司可能面临因人才储备不足、运营经验缺乏导致业务开展不及预期的风险，同时公司算力租赁业务尚处前期采购设备阶段，若芯片采购相关限制令再次升级，公司可能面临无法获取足够算力资源的风险，且前期签署的算力设备意向租赁合同能否按约定执行也存在不确定性，此外，算力租赁业务为新兴行业，存在技术升级迭代风险。
- **公司货款回收账期延长，经营活动现金净流出金额增加。**公司营业收入有所增长，但由于下游行业需求仍处于低位，公司货款回收账期有所延长，应收账款规模持续增长，2024年3月末为2.96亿元，2023年末应收账款坏账准备金额为2,178.28万元。2023年及2024年1-3月，公司经营活动现金流净额分别为-0.63亿元和-0.37亿元，2022年以来持续为负。
- **公司在内部治理和安全管理等方面有待加强。**染料行业属于高污染行业，随着国家环保政策的趋严，公司需持续保持一定的环保投入，且公司生产具有易燃、易爆、有毒、高温、高压等特点，对操作要求较高，公司面临较大的环保及安全生产风险，2023年以来，公司多次因相关违规事项受到行政处罚，虽然处罚金额不大，但是反映了公司在内部治理和安全管理等方面有待加强。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为活性染料行业头部生产商之一，在活性染料领域具有较高的市场地位，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，且公司1.5万吨分散染料项目预计在2024年投产，有利于优化公司产品结构。

同业比较（单位：亿元）

指标	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	安诺其	雅运股份	公司
总资产	678.06	117.71	45.30	31.68	17.39	24.29
营业收入	153.03	55.88	16.91	8.09	7.74	9.48
净利润	17.33	0.66	-2.45	0.12	0.42	0.16

销售毛利率	26.13%	15.78%	6.02%	14.58%	29.21%	13.12%
资产负债率	47.33%	17.94%	13.90%	25.12%	25.59%	28.38%
染料产量（万吨）	19.62	18.51	6.8	2.93	1.13	4.71

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：ifind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素	0			
	重大特殊事项	0			
	补充调整	1			
个体信用状况			a+		
外部特殊支持			0		
主体信用等级			A+		

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
锦鸡转债	6.00	1.94	2023-06-12	2027-11-04

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年11月发行6年期6.00亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于精细化工产品一期项目。截至2023年末，公司尚未使用的募集资金余额为14,120.91万元，其中募集资金账户存储余额为1,620.91万元，购买的尚未到期的理财产品和国债逆回购合计12,500.00万元。

三、发行主体概况

2022年11月，公司由赵卫国实际控制变更为无实际控制人。由于本期债券转股，2024年3月末，公司实收资本增至4.69亿元¹，赵卫国直接持有公司16.41%股权，通过公司员工持股平台泰兴市至远企业管理合伙企业（有限合伙）和泰兴市至臻企业管理合伙企业（有限合伙）合计间接控制公司0.33%股权，即赵卫国合计控制公司16.74%股权，上述股权均未质押，赵卫国为公司第一大股东，公司无控股股东和实际控制人。

公司主要产品为活性染料，是活性染料行业头部生产商之一。2023年公司新设子公司英智创新（深圳）科技有限公司（以下简称“英智创新”），该公司主营云计算相关业务，截至2024年3月末，纳入公司合并范围的子公司为4家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

¹截至2024年3月末，公司尚未对本期债券转股形成的5,104.68万元股本办理工商变更登记手续。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

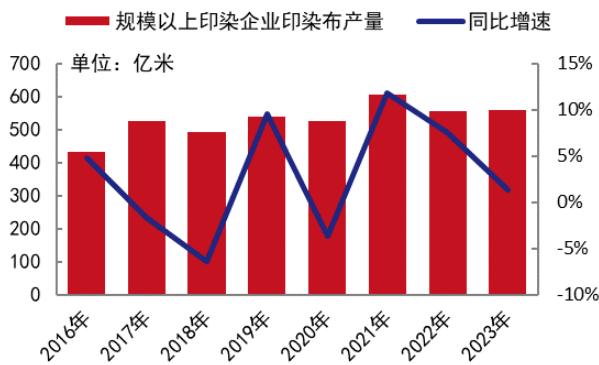
行业环境

需求不足仍是染料行业突出问题，染料市场供给增加导致竞争加剧，主要染料出口数量和出口均价齐跌，染料价格逐步探底，染料企业经营效益明显承压。趋势上，受益于2023年底下游行业补库需求的增加，2023年全年染料出口贸易降幅较2023年前三季度有所收窄。染料行业总体竞争局面为寡头垄断，产能高度集中在少数几家企业，其中分散染料行业集中度和整体盈利水平高于活性染料

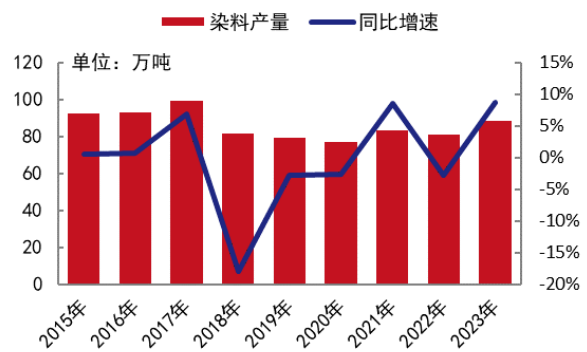
1、行业概况

染料行业的上游主要包括石油化工和煤化工，染料行业的中游包括染料中间体制备和染料制备，生产活性染料的中间体主要包括对位酯、H酸和K酸等，生产分散染料的中间体主要包括间苯二胺、间苯二酚以及还原物等，染料行业的下游主要是纺织行业中的印染行业。受俄乌冲突、欧美通胀以及东南亚订单转移等因素影响，国际需求明显放缓，我国纺织行业出口压力明显加大，2023年全年纺织品服装出口总额为2,936.4亿美元，同比下降8.1%，增速由正转负；从国内市场看，随着国家扩内需、促消费各项政策措施落地显效，居民多样化、个性化衣着消费需求加快释放，我国纺织服装内需呈现回暖趋势，2023年全国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长12.9%，纺织印染行业需求弱复苏，2023年我国规模以上企业印染布产量止跌回升，实现同比增长1.30%，但增速仍不高。

供给端来看，由于下游需求不足叠加能源危机加剧全球大宗商品价格持续波动、东南亚等国家染料企业的外部竞争加剧等因素影响，2022年我国染料产量降至81.2万吨。由于国内印染、纺织服装行业需求逐步回暖，2023年国内染料市场供应量增加，根据染料工业协会统计数据，2023年全国染料产量为88.3万吨，同比增长8.7%，染料产量超过2018年水平，染料市场竞争加剧。我国可生产的染料品种超过1,200个，每年生产的品种有700多个，其中以分散染料和活性染料的品种为最多，分散染料主要用于涤纶、锦纶等合成纤维的染色，由于涤纶的应用非常广泛，因此分散染料是目前国内产量最大的染料品种，活性染料主要用于棉、麻等天然纤维的染色，其需求量也较大。根据染料工业协会统计数据，2023年我国分散染料产量为42.9万吨，占全国染料产量的48.6%；活性染料产量为25.7万吨，占全国染料产量的29.1%。

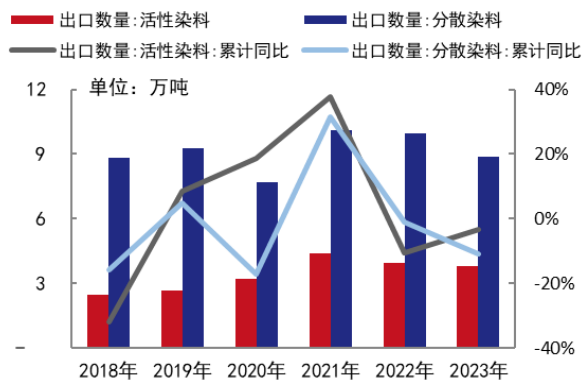
图 1 2023 年印染布产量止跌回升


资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

图 2 2023 年染料产量增加，市场竞争加剧


资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

我国是全球染料生产、出口和消费的第一大国，染料产量约占全球总产量的70%左右，但由于地缘政治冲突、国际能源价格波动以及印度及东南亚国家染料企业的竞争不断加剧，加之国际市场需求不振，染料出口受限，近年我国染料出口数量降幅明显，2023年活性染料、分散染料出口分别同比下降3.2%和10.8%。染料行业下游需求弱复苏，染料供给增加，市场呈现供大于求的格局，业内竞争趋于激烈，同时受人民币对美元贬值影响，染料价格自2022年下降以后，2023年进一步下探，叠加企业固定成本较大，环保负担较重等因素影响，染料企业经营效益明显承压，2023年我国颜料、中间体、印染助剂行业销售收入完成543.5亿元，同比下降12.2%，利税总额完成48.9亿元，同比下降28.5%。从趋势上看，受益于2023年底海外纺织服装行业补库需求增加，染料出口贸易降幅有所收窄，2023年全年活性染料、分散染料出口金额降幅较前三季度分别收窄4.98个百分点和1.94个百分点。整体来看，目前染料行业供过于求的现象依旧明显，染料行业面临的环境依然严峻，染料行业景气度较低。

图 3 分散染料出口数量降幅较大²

图 4 染料出口价格逐步探底


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2、行业竞争格局

国内环保监管形势趋严，导致部分生产技术落后、成本控制能力有限的中小企业逐步退出市场，而行业内龙头企业凭借自身技术、资金、管理方面的优势优化产业布局，增强市场竞争力，行业内产业集中度持续提升，完善产业链布局以及提高产品附加值成为行业内企业主要的着力点。目前染料生产格局总体呈现寡头垄断的局面，产能高度集中在少数几家企业，细分品种来看，分散染料具有一定的技术壁垒，加上应用领域的不同，行业集中度高于活性染料，且行业毛利率整体也高于活性染料，活性染料中低端领域同质化竞争激烈，行业集中度不高。从地域上看，全国染料产区主要集中在浙江省、江苏省、和山东省。2023年，浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、锦鸡股份、安诺其、福莱萸特、雅运股份、亚邦股份和万丰股份等9家公司染料产量合计为57.35万吨，占全国染料产量的比重为64.9%；其中浙江龙盛和闰土股份染料产量占比均在20%以上，染料行业集中度较高。分品种来看，浙江龙盛和闰土股份活性染料和分散染料产量均较大，锦鸡股份和雅运股份以活性染料为主，吉华集团、安诺其、福莱萸特、亚邦股份和万丰股份以分散染料为主。

表1 2023年全国主要染料企业染料产量情况（单位：万吨）

项目	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	锦鸡股份	安诺其	福莱萸特	雅运股份	亚邦股份	万丰股份	合计
染料产量	19.62	18.51	6.80	4.71	2.93	1.51	1.13	1.21	0.92	57.35
全国占比	22.2%	21.0%	7.7%	5.3%	3.3%	1.7%	1.3%	1.4%	1.0%	64.9%

资料来源：各公司染料产量取自各公司2023年年度报告、全国染料产量取自染料工业协会，中证鹏元整理

长期来看，染料行业属于高污染行业，国家环保政策现状使得行业新增项目的审批难度较大，尤其是对中小型企业而言，行业内产能增速将持续放缓，行业集中度仍有提升的可能。另外，随着政策不断加快推进传统产业改造提升，大力发展化工新材料和精细化学品，加快产业数字化转型，加速石化化工

² 图中分散染料具体指“分散染料及其为基本成分的制品”，海关总署商品编码为“32041100”；活性染料具体指“活性染料及其为基本成分的制品”，海关总署商品编码为“32041600”。

行业质量变革、效率变革、动力变革，调整产品结构和提升产品附加值将成为未来发展的方向，行业内企业的竞争从价格竞争转向品牌、技术、环保等要素上的综合竞争，总体上增强了整个染料行业的市场竞争力，有利于行业持续健康发展。

五、经营与竞争

公司在活性染料细分领域具有较高的市场地位，活性染料产品种类较多，客户结构较为稳定，对单一客户的依赖性较小；受染料市场供给增加影响，2023年公司染料产品销售均价下降，但降幅不及上游主要原材料的降幅，公司销售毛利率提升；公司分散染料项目进入试生产（使用）方案专家评审阶段，并新增算力租赁项目，若分散染料项目投产，有利于优化公司产品结构，但仍需关注新增产能的消化风险，算力租赁业务为公司新拓展的业务领域，需关注后续算力设备采购到位情况以及可能存在收益不及预期的风险

公司活性染料分为染色用活性染料和印花用活性染料两大类，近年染色染料收入占比均在90%以上。2023年公司营业收入为9.48亿元，同比增长5.28%，主要受国内印染、纺织服装行业需求逐步回暖所致；销售毛利率为13.12%，较2022年提升3.01个百分点，主要受上游原材料价格下降影响。2024年1-3月，公司营业收入为2.15亿元，同比增长3.52%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
染色染料	1.94	90.34%	11.91%	8.63	90.99%	12.39%	8.23	91.35%	9.52%
印花染料	0.20	9.39%	20.69%	0.83	8.77%	20.97%	0.74	8.24%	16.99%
主营业务	2.15	99.73%	12.73%	9.46	99.76%	13.14%	8.97	99.59%	10.13%
其他业务	0.01	0.27%	52.87%	0.02	0.24%	3.07%	0.04	0.41%	3.13%
合计	2.15	100.00%	12.84%	9.48	100.00%	13.12%	9.00	100.00%	10.11%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司生产经营任务主要由各子公司承担，其中子公司泰兴锦汇化工有限公司（以下简称“锦汇化工”）主要负责染料中间体的研发和生产，主要产品为对位酯，对位酯是公司染料产品的主要原材料之一；子公司泰兴锦云染料有限公司（以下简称“锦云染料”）主要负责活性染料的研究、生产和销售。公司活性染料产品种类较多，共32个系列400多个品种，是全国活性染料产品系列和品种种类较全面的企业。研发投入方面，2023年公司研发投入为3,445.26万元，占营业收入的比重为3.63%，研发投入保持平稳。销售方面，公司拥有40多人的专业销售和应用服务团队，遍布于江苏、上海、浙江、山东、广东和福建等，近年公司80%左右的收入来自上述区域。区位方面，公司所在的长江三角洲区域，是我国染料和印染行业的集聚区，原材料采购和产品销售较为便捷。

2023年公司活性染料产能未发生变化，仍为4.5万吨，但下游印染布产量止跌回升，公司活性染料

生产数量和销售数量亦恢复增长，其中销售数量同比增长11.36%，产能利用率、产销率分别增至104.68%和99.51%。从细分产品来看，染色染料、印花染料销售数量同比增幅分别为10.68%和22.59%。受染料市场供给增加影响，染料销售价格下跌，公司染色染料、印花染料平均销售单价均有下降，但降幅不及上游主要原材料的降幅，公司两类染料销售毛利率提升。市场份额方面，2023年公司染料产量占全国染料产量的5.3%，占全国活性染料产量的18.33%³，占比与2022年基本持平，公司在活性染料细分领域具有较高的市场地位。

表3 公司活性染料产销平衡情况（单位：吨）

项目	2023年	2022年
产能	45,000.00	45,000.00
生产数量	47,105.40	43,813.71
销售数量	46,873.05	42,092.56
产能利用率	104.68%	97.36%
产销率	99.51%	96.07%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司活性染料分产品销售概况（单位：万元、吨、万元/吨）

项目		2023年	2022年
染色染料	销售金额	86,251.60	82,251.92
	销售数量	43,928.66	39,690.68
	平均销售单价	1.96	2.07
印花染料	销售金额	8,310.84	7,419.80
	销售数量	2,944.39	2,401.88
	平均销售单价	2.82	3.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域上看，随着行业内染料出口数量减少，公司外销收入下降，2023年内销收入占比提升至87.27%。从客户类型上看，以印染型客户为主且收入占比同比提升较多，2023年收入占比为69.20%，剩余为贸易型客户。公司下游客户变动不大，2023年前五大客户销售金额合计占营业收入的比重为24.26%，前五大客户的销售金额占比较为均衡，公司客户结构较为稳定，且对单一客户的依赖性较小。

表5 公司前五名客户情况（单位：万元）

公司名称	2023年		公司名称	2022年	
	销售金额	占比		销售金额	占比
客户一	8,285.99	8.74%	客户一	9,982.38	11.09%
客户二	5,989.39	6.32%	客户二	5,612.26	6.23%
客户三	3,452.78	3.64%	客户三	2,818.31	3.13%
客户四	2,943.46	3.11%	客户四	2,724.69	3.03%

³ 市场份额占比根据染料工业协会统计的全国染料产量以及活性染料产量计算得出。

客户五	2,319.63	2.45%	客户五	2,333.63	2.59%
合计	22,991.25	24.26%	合计	23,471.27	26.07%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料是公司最主要的营业成本，2023年直接材料占公司营业成本的比重为74.83%，占比较上年下降3.02个百分点。公司生产活性染料所用的主要原材料为H酸、对位酯、K酸等染料中间体，其中子公司锦汇化工的主要产品为对位酯，其产量能够满足公司染料生产的大部分需求，2023年公司H酸采购均价同比保持稳定，对位酯和K酸采购均价下降较多，在公司产量和收入增长的前提下，2023年公司营业成本中原材料成本同比下降2.18%，带动公司销售毛利率提升。考虑到原材料占公司营业成本的比重很大，且受国家环保政策以及市场供需变化等因素影响，上述主要原材料近年价格波动较大，仍需关注原材料价格波动对公司经营业绩的影响。

表6 公司主要原材料采购情况（单位：万元、吨、万元/吨）

原材料名称	2023年			2022年		
	采购量	采购金额	平均采购均价	采购量	采购金额	平均采购均价
H酸	5,291.12	16,592.64	3.14	4,411.60	13,898.47	3.15
对位酯	4,210.30	7,314.80	1.74	3,409.90	7,082.34	2.08
K酸	1,482.14	3,595.56	2.43	1,593.67	4,330.52	2.72
合计	10,983.56	27,503.01	-	9,415.16	25,311.33	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司向前五大供应商采购金额占比大幅提升，主要系公司对第一大供应商上海闰昌化工有限公司采购量增加，同时在建项目AI创新赋能中心项目（一期）新增采购算力设备所致。

表7 公司前五名供应商情况（单位：万元）

公司名称	2023年		公司名称	2022年	
	采购金额	占比		采购金额	占比
供应商一	11,529.84	12.62%	供应商一	7,559.43	7.09%
供应商二	8,236.84	9.02%	供应商二	6,900.86	6.47%
供应商三	7,430.36	8.13%	供应商三	3,160.19	2.96%
供应商四*	5,097.35	5.58%	供应商四	3,142.10	2.95%
供应商五*	2,690.27	2.94%	供应商五	3,132.71	2.94%
合计	34,984.66	38.29%	合计	23,895.29	22.40%

注：*为算力设备供应商。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司1.5万吨环保型高档分散染料项目接近完工，计划2024年投产，较上年预计时间有所延迟，目前处于试生产（使用）方案专家评审阶段。在建项目主要为本期债券募投项目和AI创新赋能中心项目（一期），募投项目1.85亿元由IPO募集资金承担、6.00亿元由本期债券募集资金承担，合计占总投资的62.90%，截至2024年3月末尚需投资4.58亿元（2023年末尚需使用的募集资金余额为1.41亿元），项目仍存在一定资金缺口。若上述项目后续投产，一方面公司原料配套能力提升，产业链将向上游延伸，完善

产业布局；另一方面，将有助于优化公司产品结构，增加收入来源。同时应当注意，染料行业当前需求不足的问题较为突出，市场呈现供大于求的格局，公司新增产能仍存在消化风险。

AI创新赋能中心项目（一期）经营主体为英智创新，目前已投资金主要来自银行借款，截至2024年3月末公司银行借款为2.25亿元，系为该项目借入的资金。2023年8月，公司投资10,000万元设立英智创新，拟在深圳市南山区等地投资建设AI创新赋能中心项目，计划分期建设有10,000P算力的智算算力网，其中一期建设规模为2,000P，后期陆续建设8,000P。2023年10月，由于美国商务部出台针对人工智能芯片的出口新规，公司与供应商北京深湾科技有限公司（以下简称“深湾科技”）签署的设备采购合同存在无法交付的可能，深湾科技将大部分预付款退回给公司。截至2024年01月03日，公司与相关供应商进行合作洽谈共采购到位满足客户需求的算力设备近500P。后续，公司将会继续努力采购相关算力设备，尽快建成一期项目。同日，公司发布公告称，子公司英智创新与深圳市缔息云联科技有限公司（以下简称“缔息云联”）签署意向租赁合同，缔息云联租用英智创新2,048P人工智能算力服务，租期60个月，合同总金额（含税）9.21亿元，暂定2024年01月01日至2028年12月31日（具体日期以英智创新算力服务器上架、调试完成并符合缔息云联算力使用标准之日计算起止时间）。若后续AI创新赋能中心项目（一期）项目达产，公司将形成染料业务与算力租赁业务双主业的产业格局，本次项目建设目的旨在打造公司新的利润增长极。但值得注意的是，算力租赁业务与公司传统主业染料业务不存在关联性，公司无开展算力租赁业务的经验积累，随着项目的开展，公司可能面临因人才储备不足、运营经验缺乏导致业务开展不及预期的风险，同时公司算力租赁业务尚处前期采购设备阶段，若芯片采购相关限制令再次升级，公司可能面临无法获取足够算力资源的风险，且前期签署的意向租赁合同能否按约定执行也存在不确定性，此外，算力租赁业务为新兴行业，存在技术升级迭代风险，公司算力租赁业务存在收益不及预期的风险。

表8 截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资
精细化工产品一期项目	124,787.28	78,925.09
AI创新赋能中心项目（一期）	42,000.00	23,173.88
1.5万吨环保型高档分散染料项目	14,841.64	13,873.66
合计	181,628.92	115,972.63

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

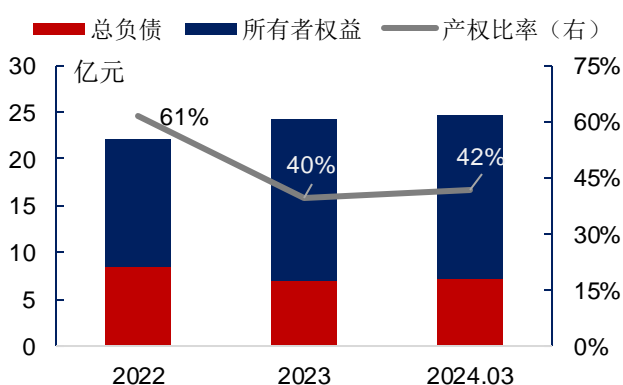
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增1家合并子公司，2024年一季度公司合并范围未发生变化。

资本实力与资产质量

2023年本期债券转股规模较大，公司所有者权益提升，在建项目持续推进，公司账面现金类资产下降，应收账款持续提高，需关注其回收风险

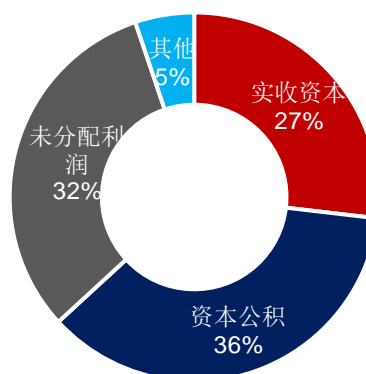
2023年本期债券共转股5,104.68万股，增加股本5,104.68万元，增加资本公积38,815.81万元，公司所有者权益增加，同时总负债减少，产权比率波动下降，权益对负债保障程度较好。从所有者权益构成来看，仍主要为累积的未分配利润，其次为实收资本和资本公积。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模小幅增长，随着募投项目的持续建设，非流动资产占比明显提升，当前资产主要由货币资金及交易性金融资产、应收账款、存货及在建工程等构成。

随着在建项目的持续推进，公司货币资金持续下降，2024年3月末受限货币资金为0.31亿元，为银行承兑汇票保证金。2023年末交易性金融资产2.17亿元以及其他流动资产中0.20亿元为理财产品，由于理财产品到期赎回，两者规模下降较多。2024年一季度，公司包括理财产品在内的现金类资产规模继续下降。2023年公司营业收入规模有所增长，但由于下游行业需求仍持续处于低位，公司账期有所延长，应收账款规模持续增长，2023年末账龄主要集中在1年以内，坏账准备金额为2,178.28万元，前五名应收对象合计占应收账款余额的比重为18.77%，较为分散。存货仍主要由原材料和库存商品构成，2023年末存货跌价准备98.53万元。公司在建工程继续保持较快增幅，主要系本期债券募投项目投入增加、2023年公司新增AI创新赋能中心项目（一期）项目，同时完成对四期染料中间体及稀酸再生技改项目工程的拆除⁴。公司固定资产主要由办公楼、生产车间以及生产设备等构成，2024年3月末增长主要系募投项目部分转固。

⁴应泰兴经济开发区环保要求，园区内停止新建染料中间体化工项目，2021年4月公司公告暂停该项目，2022年末该项目账面价值为5,346.46万元，2023年末账面价值减计为0元，其中转入固定资产1,068.22万元，部分设备拆除并转移至精细化工产品一期项目和1.5万吨环保型高档分散染料项目减少2,857.93万元，因拆除导致的工程报废损失1,420.31万元。

截至2024年3月末，公司使用受限的货币资金、固定资产和无形资产等账面价值合计0.76亿元，在总资产中占比3.08%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

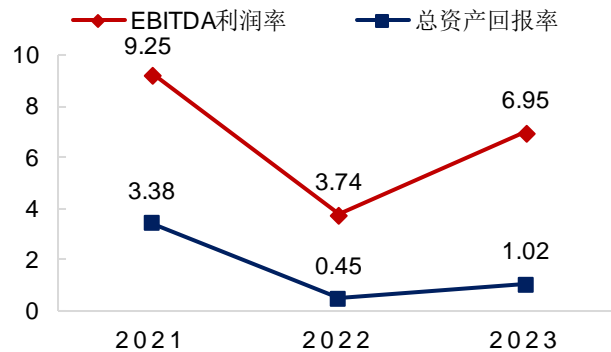
项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.34	5.41%	1.71	7.03%	1.85	8.36%
交易性金融资产	1.61	6.49%	2.17	8.92%	4.32	19.51%
应收账款	2.96	11.95%	2.53	10.42%	2.07	9.35%
存货	2.05	8.29%	1.99	8.19%	2.17	9.82%
其他流动资产	0.83	3.34%	0.91	3.76%	1.44	6.49%
流动资产合计	10.59	42.77%	11.09	45.65%	13.06	58.99%
固定资产	3.10	12.51%	1.99	8.17%	1.98	8.92%
在建工程	10.15	41.02%	9.57	39.39%	6.20	28.02%
非流动资产合计	14.17	57.23%	13.20	54.35%	9.08	41.01%
资产总计	24.76	100.00%	24.29	100.00%	22.14	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司产销量增长带动营业收入增长，主要原材料成本下降提升盈利水平，但染料行业供过于求的现象依旧明显，公司后续盈利能力仍然承压

2023年公司营业收入增长主要系产品销量增加所致，销售毛利率提升主要系原材料成本下降所致，公司净利润由2022年的757.83万元增至2023年的1,584.86万元，EBITDA利润率、总资产回报率同比均有所好转，公司盈利水平有所回升。但公司利润规模仍较小，活性染料行业毛利率整体低于分散染料，与同行业上市公司相比，公司销售毛利率偏低。盈利趋势方面，2024年1-3月公司营业收入同比增长3.52%，净利润为0.07亿元（上年同期为0.05亿元），净利润虽有所增长但规模仍较小。由于下游需求仍不足，染料行业供过于求的现象依旧明显，且近年公司主要原材料价格波动较大，公司后续盈利能力仍然承压。但同时，公司1.5万吨分散染料项目预计在2024年实现投产，若后续投产，有助于提升公司利润水平。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营活动产生的现金净流出增加，现金生成能力仍较弱，虽然净债务规模仍为负，但新增债务主要为短期银行借款，需关注存量债务后续融资接续问题

短期借款系公司2023年以来新增的银行融资，借款资金主要用于建设AI创新赋能中心项目（一期）。应付票据均为银行承兑汇票，应付账款包括应付工程设备款以及货款、运输费等，2023年末规模增长主要系本期债券募投项目新增工程及设备采购款所致，2024年3月末因支付相关款项规模下降。应付债券2023年末规模大幅下降，主要系本期债券转股所致。公司新增部分银行借款，但由于本期债券2023年转股数量较多，公司总债务规模下降，未来本期债券有继续转股的可能。截至2024年3月末，公司银行借款均为短期借款，仍需关注若未来融资接续不畅导致的短期流动性压力。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.25	30.88%	1.15	16.70%	0.00	0.00%
应付票据	1.41	19.33%	1.43	20.75%	1.90	22.54%
应付账款	1.42	19.53%	2.10	30.49%	1.06	12.52%
流动负债合计	5.44	74.57%	5.09	73.80%	3.38	40.12%
应付债券	1.74	23.87%	1.71	24.78%	4.93	58.47%
非流动负债合计	1.86	25.43%	1.81	26.20%	5.05	59.88%
负债合计	7.29	100.00%	6.89	100.00%	8.43	100.00%
总债务合计	5.40	74.08%	4.29	62.23%	6.83	81.00%
其中：短期债务	3.66	50.21%	2.58	37.45%	1.90	22.54%
长期债务	1.74	23.87%	1.71	24.78%	4.93	58.47%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023年公司营业收入增长且毛利率提升，但经营活动现金净流出金额增加，主要系公

司贷款回收账期有所延长，同时银行承兑汇票保证金净减少额同比减少73.05%所致，2024年1-3月公司经营活动现金流继续净流出。公司投资活动现金保持净流出，主要系本期债券募投项目持续新增投入所致，但净流出规模有所下降，主要系理财产品到期赎回较多所致。公司净利润改善，EBITDA利息保障倍数提升，但现金生成能力仍较弱。从杠杆状况来看，公司总债务规模下降，净债务仍为负值。考虑到公司主要在建项目存在资金缺口，且近年公司经营净现金流持续为负，预计后续公司仍需要通过融资补缺。

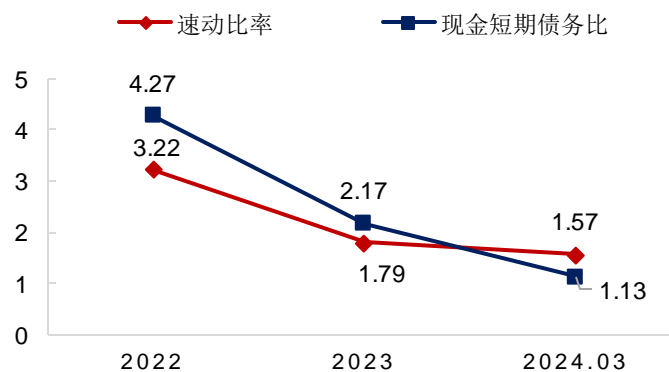
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.37	-0.63	-0.10
FFO（亿元）	--	-0.03	-0.17
资产负债率	29.46%	28.38%	38.08%
净债务/EBITDA	--	-1.58	-3.04
EBITDA 利息保障倍数	--	2.23	1.66
总债务/总资本	23.63%	19.78%	33.25%
FFO/净债务	--	2.99%	16.76%
经营活动净现金流/净债务	-27.97%	60.42%	10.19%
自由现金流/净债务	-152.52%	386.26%	109.35%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性来看，公司现金类资产由于项目建设以及日常运营等减少，同时新增短期银行借款，导致现金短期债务比和速动比率下降，但公司流动性指标表现仍较好。公司授信额度规模较小，截至2024年3月末未使用授信额度为2.15亿元，但作为A股上市公司，融资渠道相对畅通，具有一定的融资弹性。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，多次行政处罚事件反映了公司在内部治理以及安全管理等方面有待加强

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》文件及公开资料查询，公司不存在尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁或行政处罚，不存在严重失信行为，公司本部最近 12 个月未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分，但 2023 年以来公司原高管苏金奇因违规减持公司股份以及违规买卖本期债券先后 2 次收到中国证券监督管理委员会江苏监管局（以下简称“江苏证监局”）警示函。2023 年以来，公司有如下行政处罚事件：

2022 年 10 月 25 日，子公司锦汇化工拟投产的 1.5 万吨环保型高档分散染料项目发生一起火灾事故，2023 年 3 月公司收到泰兴市消防救援大队送达的《行政处罚决定书》（泰兴消行罚决定【2023】第 0007 号），决定给予锦汇化工罚款 7 万元的行政处罚。2023 年 5 月 30 日，泰兴市应急管理局作出行政处罚决定书，认为锦汇化工未有效督促员工严格执行本单位的操作规程，确保重氮盐消除和停车后物料转料干净，未发现并消除偶合料（滤饼）储存环节的安全隐患，给予警告，并处 19,000 元罚款的行政处罚，公司第一大股东赵卫国作为锦汇化工主要负责人，未检查发现并消除停产期间物料未转运干净的安全隐患，给予 145,188 元罚款的行政处罚。

根据公司 2023 年年报披露，子公司锦云染料由于未及时安排对 2019 年发现的 3 名疑似职业病人进行诊断，对 2020 年 12 月需要复查的劳动者未按照职业健康检查机构要求的时间安排复查，处以警告及罚款 9,000 元的行政处罚，同时责令改正违法行为。子公司宁夏锦兴化工有限公司由于精细化工产品项目存在未经消防验收擅自投入使用的情形，处以罚款 3.5 万元的行政处罚。子公司锦汇化工因废气超标排放问题，先后 2 次被处罚，合计处罚金额 10 万元。

公司主营业务为染料的研究、生产和销售，染料行业属于高污染行业，生产过程中会产生一定的废水、废气、废渣、噪声等污染物，随着国家环保政策的趋严，公司需持续保持一定的环保投入。此外，染料行业上游部分原料为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，且产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，如设备及工艺不完善、物品保管及操作不当则可能造成安全事故，整体来看，公司业务面临较大的环保及安全生产风险。

2024 年 3 月，由于公司 2019 年、2020 年、2021 年年度及 2020 年、2021 年半年度募集资金存放与使用情况的专项报告中关于募集资金专户签订三方监管协议的相关表述不准确，深圳证券交易所对公司出具监管函，同时江苏证监局对公司以及公司董事会秘书肖卫兵、财务总监肖建采取出具警示函的监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。

治理方面，2023 年公司董事、监事未发生变化，公司副总经理、总工程师苏金奇以及副总经理黄红英因个人原因辞职，现董事会有 9 人，其中独立董事 3 人，监事会有 3 人。2023 年以来，公司组织结

构未发生变化，期末在职人数为 706 人，较上年略有增长，主要系生产人员增加。自 2022 年底一致行动关系终止后，公司由赵卫国实际控制变更为无实际控制人，2023 年以来公司股东大会、董事会、监事会职权和职能未发生变化。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月3日），公司本部、子公司锦云染料不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2024年6月4日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

需求不足仍是染料行业突出问题，染料市场供给增加导致竞争加剧，染料价格逐步探底，染料企业经营效益明显承压。公司是活性染料行业头部生产商之一，在活性染料领域具有较高的市场地位，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，且公司1.5万吨分散染料项目预计2024年实现投产，有利于优化公司产品结构，得益于主要原材料成本下降，2023年公司净利润有所好转，但利润规模仍较小，公司仍面临较大的原材料成本管控风险，算力租赁业务为公司新拓展的业务领域，需关注后续算力设备采购到位情况以及可能存在收益不及预期的风险，由于下游行业需求仍处于低位，公司货款回收账期有所延长，应收账款规模持续增长，经营活动现金净流出金额增加，现金生成能力仍较弱。尽管2023年本期债券转股规模较大，公司净债务规模仍为负，但新增债务主要为短期银行借款，仍需关注存量债务后续融资接续问题，且2023年以来，公司多次因相关违规事项受到行政处罚，虽然处罚金额不大，但是反映了公司在内部治理以及安全管理等方面有待加强。整体来看，公司具有一定的抗风险能力。

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

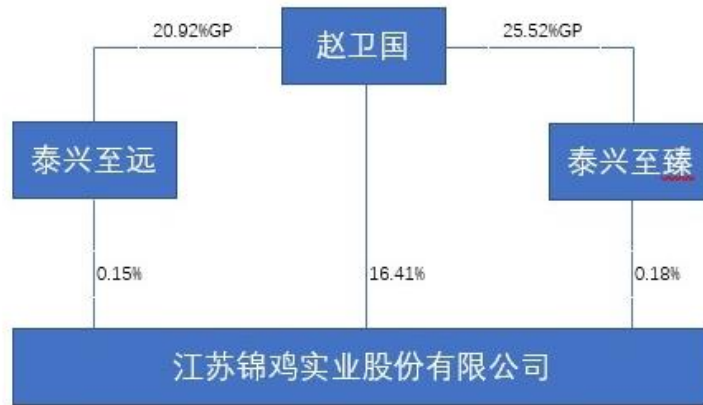
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.34	1.71	1.85	3.31
交易性金融资产	1.61	2.17	4.32	3.91
应收账款	2.96	2.53	2.07	2.13
存货	2.05	1.99	2.17	2.29
其他流动资产	0.83	0.91	1.44	1.74
流动资产合计	10.59	11.09	13.06	15.14
固定资产	3.10	1.99	1.98	2.16
在建工程	10.15	9.57	6.20	2.90
非流动资产合计	14.17	13.20	9.08	6.23
资产总计	24.76	24.29	22.14	21.38
短期借款	2.25	1.15	0.00	0.00
应付票据	1.41	1.43	1.90	1.65
应付账款	1.42	2.10	1.06	0.82
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5.44	5.09	3.38	2.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1.74	1.71	4.93	4.59
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1.86	1.81	5.05	4.70
负债合计	7.29	6.89	8.43	7.62
总债务合计	5.40	4.29	6.83	6.25
其中：短期债务	3.66	2.58	1.90	1.65
所有者权益	17.46	17.39	13.71	13.76
营业收入	2.15	9.48	9.00	9.93
营业利润	0.08	0.36	0.12	0.67
净利润	0.07	0.16	0.08	0.52
经营活动产生的现金流量净额	-0.37	-0.63	-0.10	0.47
投资活动产生的现金流量净额	-2.46	-0.43	-0.65	-5.17
筹资活动产生的现金流量净额	2.50	1.05	-0.15	5.41
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	0.66	0.34	0.92
FFO（亿元）	--	-0.03	-0.17	0.36
净债务（亿元）	1.33	-1.04	-1.03	-3.95
销售毛利率	12.84%	13.12%	10.11%	15.68%
EBITDA 利润率	--	6.95%	3.74%	9.25%
总资产回报率	--	1.02%	0.45%	3.38%

资产负债率	29.46%	28.38%	38.08%	35.64%
净债务/EBITDA	--	-1.58	-3.04	-4.29
EBITDA 利息保障倍数	--	2.23	1.66	16.71
总债务/总资本	23.63%	19.78%	33.25%	31.23%
FFO/净债务	--	2.99%	16.76%	-9.10%
经营活动净现金流/净债务	-27.97%	60.42%	10.19%	-11.80%
自由现金流/净债务	-152.52%	386.26%	109.35%	13.70%
速动比率	1.57	1.79	3.22	4.40
现金短期债务比	1.13	2.17	4.27	6.32

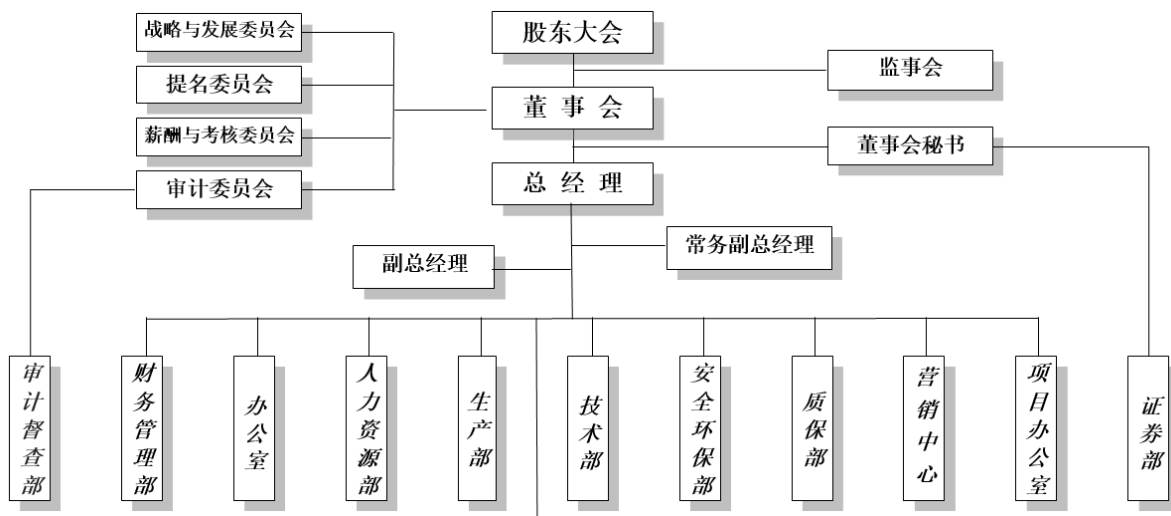
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
泰兴锦云染料有限公司	100%	活性染料的研究、生产和销售
泰兴锦汇化工有限公司	100%	染料中间体的研究和生产；分散染料的研究、生产和销售
宁夏锦兴化工有限公司	100%	染料中间体的研究和生产
英智创新（深圳）有限公司	100%	算力供应、算力调度、场景化应用

资料来源：公司 2023 年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、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。