

# 会通新材料股份有限公司2022年向不特定 对象发行可转换公司债券信用评级报告

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。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 会通新材料股份有限公司 2022年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-07-05

## 评级观点

中证鹏元评定会通新材料股份有限公司（以下简称“会通股份”或“公司”，证券代码“688219.SH”）本次拟向不特定对象发行不超过 8.3 亿元可转换公司债券（以下简称“本次债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本次债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到公司具有一定的客户资源优势，近年资本实力有所增强；同时中证鹏元也关注到，本次债券募投项目存在建设投资风险，受原材料价格波动影响，公司业绩波动较大，关联交易规模较大，应收账款对资金占用较大，以及面临较大的资金压力和债务偿还压力等风险因素。

## 债券概况

发行规模：不超过 8.3 亿元

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次的付息方式，到期归还未偿还的可转换公司债券本金并支付最后一年利息，附债券赎回及回售条款

发行目的：用于年产 30 万吨高性能复合材料项目和补充流动资金

## 未来展望

- 公司未来产能将进一步增长，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	53.53	51.57	43.11	42.26
归母所有者权益	17.29	16.98	16.89	11.79
总债务	23.93	22.86	15.51	16.68
营业收入	12.72	49.01	41.24	40.31
净利润	0.31	0.54	1.82	1.24
经营活动现金流净额	-0.44	1.96	-0.88	4.61
销售毛利率	11.50%	9.44%	16.82%	14.46%
EBITDA 利润率	-	4.41%	8.89%	6.72%
总资产回报率	-	2.18%	6.16%	4.91%
资产负债率	67.70%	67.08%	60.81%	72.09%
净债务/EBITDA	-	8.18	2.69	4.00
EBITDA 利息保障倍数	-	3.18	5.37	3.64
总债务/总资本	58.06%	57.39%	47.86%	58.57%
FFO/净债务	-	4.89%	18.91%	14.04%
速动比率	0.75	0.76	0.92	0.79
现金短期债务比	0.30	0.29	0.47	0.46

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告和 2020-2021 年年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：马琳丽  
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



## 优势

- 公司具有一定客户资源优势。公司前五大销售客户销售占比较高且较为稳定，主要客户为领域内知名企业。
- 公司资本实力有所增强。2019年公司取得股东增资4.15亿元，2020年公司公开发行股份募集资金净额3.28亿元，公司所有者权益规模有所增长。

## 关注

- 募投项目建设投资风险。本次债券募投项目建设周期长，投资规模大，如果在建设过程中出现意外事项可能导致项目实际投资超出预算、施工期延长等情况；同时该项目新增产能较大，需关注项目建成后产能消化情况。
- 原材料价格变动对公司盈利能力影响大，且近年存在较大波动。公司原材料成本占营业成本比重很高，且向下游传导存在一定时滞。近年原材料价格波动较大，2021年公司利润水平受原材料价格上涨影响而大幅下降。
- 公司关联交易规模较大。美的集团控股有限公司（以下简称“美的集团”）为公司关联方，近三年公司对美的集团销售收入占比较高，分别为30.68%、29.52%和31.96%。
- 公司应收账款对资金占用较大。公司应收账款规模较大且持续增长，占总资产比重较高，2021年末为23.79%。
- 公司面临较大的资金压力。公司经营活动净现金流量存在较大波动，且在建项目尚需投资金额较大。
- 公司面临较大的债务偿还压力。公司总债务规模较大，资产负债率较高，且以短期债务为主，债务结构有待优化。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	金发科技	普利特	沃特股份	南京聚隆	会通股份
总资产	483.00	46.17	21.42	15.07	51.57
营业收入	401.99	48.71	15.40	16.59	49.01
净利润	16.57	0.21	0.72	0.30	0.54
销售毛利率	16.62%	10.84%	15.15%	11.55%	9.44%
资产负债率	65.38%	43.31%	43.11%	50.18%	67.08%

注：以上各指标均为2021年数据

资料来源：Wind，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	<a href="#">cspy_ffmx_2021V1.0</a>
外部特殊支持评价方法	<a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a>

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较大
	经营状况	强		净债务/EBITDA	3
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	5
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	4

品牌形象和市场份额	5	FFO/净债务	3
经营效率	4	杠杆状况调整分	-1
业务多样性	5	盈利状况	弱
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	2
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	较大
指示性信用评分			a+
调整因素	补充调整	调整幅度	1
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	无	无	无	无

## 一、发行主体概况

公司前身为合肥会通新材料有限公司（以下简称“会通有限”），成立于2008年6月，注册资本为5,000.00万元，股东为何倩嫦及何倩兴，出资比例分别为90.00%和10.00%。后经多次增资及股权变动，2017年7月，会通有限注册资本增至22,312.50万元，何倩嫦出资比例为62.48%。2017年10月，会通有限股东会通过决议，全体股东同意以发起设立方式将公司整体变更为股份有限公司，以天健审[2017]8348号《审计报告》审计的公司截至2017年7月31日净资产52,566.26万元折为股份有限公司的股份，共折为22,500万股，每股面值1元，超出部分30,066.26万元人民币计入资本公积，并于2017年11月完成了工商变更。2018年12月，公司以发行股份购买资产的方式收购广东圆融新材料有限公司（以下简称“广东圆融”）73.00%的股权，公司注册资本增至35,131.46万元，何倩嫦持股比例下降为40.01%，2019年公司以现金购买的方式进一步收购广东圆融剩余27.00%的股权。后又经多次股权变更及增资，截至2019年末，公司注册资本增加至41,335.53万元，何倩嫦持有公司34.01%的股份。2020年11月，公司于科创板发行4,592.84万股并上市，注册资本增至45,928.36万元，截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本均为45,928.36万元，何倩嫦持有公司30.61%的股权，为公司控股股东及实际控制人。

表1 2022年3月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	期末持股数量	持股比例
何倩嫦	140,571,428	30.61%
合肥朗润资产管理有限公司	87,202,734	18.99%
安庆市同安产业招商投资基金（有限合伙）	34,136,505	7.43%
泰安圆融股权投资合伙企业（有限合伙）	15,979,558	3.48%
李健益	14,928,571	3.25%
华富嘉业投资管理有限公司—安徽安华创新风险投资基金有限公司	11,959,646	2.60%
泰安聚道企业管理服务合伙企业（有限合伙）	10,114,286	2.20%
方安平	9,903,038	2.16%
西藏鲁嘉信创业投资管理有限公司—安徽鲁信皖禾科技创新创业 股权投资基金（有限合伙）	7,474,779	1.63%
合肥国耀科技创新创业投资合伙企业（有限合伙）	7,474,779	1.63%

资料来源：公司《2022年第一季度报告》

公司主要从事改性塑料的研发、生产和销售，为客户提供高性能化、功能化的材料整体解决方案，在国内改性塑料企业中排名靠前。公司拥有聚烯烃类、聚苯乙烯类、工程塑料及其他类多种产品平台，产品种类丰富，高性能化和功能化产品品种300多项，广泛应用于家电、汽车、5G 通讯、电子电气、光伏、医疗、轨道交通、家居建材、安防、快消等行业。截至2021年末，纳入公司合并范围子公司为8家，详见附录四。

## 二、本次债券概况

**债券名称：**会通新材料股份有限公司2022年向不特定对象发行可转换公司债券；

**发行规模：**不超过8.30亿元；

**债券期限和利率：**期限为自发行之日起6年；票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平由公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次的付息方式，到期归还未偿还的可转换公司债券本金并支付最后一年利息；

**转股期限：**自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行之后，若公司发生配股、增发、送股、派息、分立及其他原因引起公司股份变动的情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本），则转股价格相应调整；

**转股价格向下修正条款：**在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；

**赎回条款：**在本次债券期满5个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据届时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。在本次债券债券转股期内，如果公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或当本次债券未转股余额不足3,000万元时，公司董事会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本次债券；

**回售条款：**本次债券最后两个计息年度，如果公司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，本次债券持有人有权将其持有的本次债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生配股、增发、送股、派息、分立及其他原因引起公司股份变动的情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整

之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。最后两个计息年度，本次债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本次债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本次债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本次债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且根据中国证监会或上海证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途或被认定为改变募集资金用途的，本次债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次债券的权利。本次债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

**向原股东配售安排：**本次债券向公司现有股东实行优先配售，现有股东有权放弃配售权。具体优先配售比例由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场情况与保荐机构（联系主承销商）协商确定，并在本次债券的发行公告中予以披露。现有股东优先配售之外的余额和现有股东放弃优先配售后的部分通过深圳证券交易所交易系统向社会公众投资者发行，余额由主承销商包销。

### 三、本次债券募集资金用途

本次债券拟募集资金总额不超过8.3亿元，资金投向明细如下：

表2 本次债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产30万吨高性能复合材料项目	11.90	6.00	50.42%
补充流动资金	-	2.30	-
合计	-	8.30	-

资料来源：公司提供

本次债券募投项目为年产30万吨高性能复合材料项目，实施主体为子公司安庆会通新材料有限公司，拟新建生产厂房及配套建筑设施，购置安装满足年产30万吨高性能复合材料所需的生产设备、相应辅助配套等设施设备。该项目计划总投资119,045万元，其中建设投资107,124万元，铺底流动资金11,921万元。项目建设期拟定为3年，包括方案及施工设计、工程施工、设备购置及安装等前期准备工作、设备调试及试生产、项目验收等后期工作，分两期建设，一期、二期建设期均为1.5年，目前已完成备案立项和环评批复程序。截至2022年3月末，该项目已投资3.13亿元。

根据《安庆会通新材料有限公司年产30万吨高性能复合材料项目可行性研究报告》，以13年为计算期进行财务评价，其中建设期3年，运营期10年。生产负荷方面，假设项目计算期第2年生产负荷为15%，计算期第3年生产负荷为35%，计算期第4年生产负荷为75%，计算期第5年生产负荷为85%，第6年及以后各年生产负荷均为100%。估算结果为：该项目正常年收入为4.62亿元（不含税），净利润为2.20亿元，



毛利率为14.69%，净利率为4.76%，投资财务内部收益率所得税后为15.89%，所得税后财务净现值大于0，所得税后投资回收期为7.95年（含建设期3年）。需要注意的是，该项目投资金额较大，建设周期较长，如果在建设过程中出现意外事项可能导致项目实际投资超出预算、施工期延长等情况；同时该项目新增产能较大，建成后能否有效消化存在一定不确定性。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束

下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

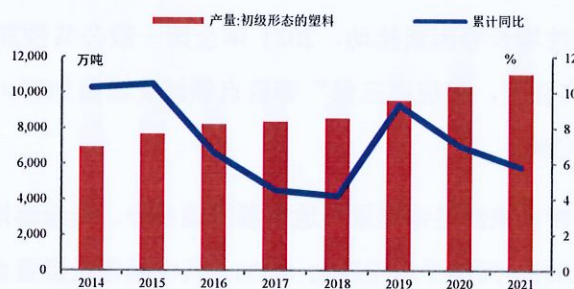
## 行业环境

**塑料为现代社会重要的基础材料，近年产量持续增长，同时改性化率不断提高**

高分子材料、钢铁、木材和水泥构成了现代社会的四大基础材料。高分子材料按来源可分为天然高分子材料和合成高分子材料，其中塑料、合成纤维和合成橡胶并称为三大合成高分子材料。塑料是由石油化工产业形成的各类树脂通过加聚或缩聚反应聚合而成，凭借质量轻、强度高、绝缘、透光、耐磨等特性，广泛应用于各项生产活动之中。但塑料本身存在着耐热性差，热膨胀系数大，易燃烧，耐低温性差，易老化等问题，因此在一些对材料性能要求较高的行业或使用场景中，需要对塑料进行改性处理，以达到使用性能要求。塑料改性是指在通用塑料、工程塑料或特种工程塑料的基础上，添加合适的助剂、填料或其他高分子成份，经过填充、增韧、增强等手段加工改性，提高塑料材料在某些方面的性能。一般来说，改性塑料在阻燃性、强度、抗冲击性、耐老化等方面的性能优于塑料。

我国初级形态塑料制品产量持续增长，同时塑料改性化率不断提高。目前，我国已成为世界最大的塑料制品生产国之一。2014-2020年，我国初级形态塑料制品产能不断增长，从8,705.49万吨增长至12,355.90万吨，增幅达41.93%；我国初级形态塑料制品产量亦持续增长，2021年达11,039.10万吨。产量增速方面，2014-2015年增速较高；受经济环境下行影响，2016-2017年增速持续下降，2018年叠加中美贸易摩擦影响增速进一步下滑至4.20%，2019年来我国初级形态塑料制品产量增速有所恢复，2020-2021年受疫情影响，叠加我国限塑禁塑政策的执行，产量增速再次回落。改性塑料方面，近年来我国塑料的改性化率整体处于增长趋势，到2020年我国塑料改性化率已经达到21.70%。

**图1 近年我国初级形态塑料产量及增速情况**



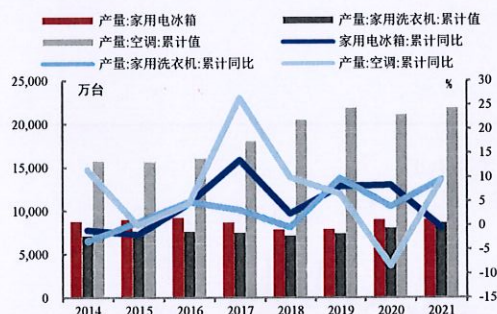
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 家电和汽车行业为改性塑料最重要的应用领域，未来下游需求仍有支撑

改性塑料在阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能都优于通用塑料，下游应用领域广泛，包括家电、汽车、通讯、电子电气、医疗、轨道交通、精密仪器、家居建材、安防、航天航空、军工等领域。家电、汽车是其中最大的两个应用领域，同时，近年来随着技术进步和产品升级，其下游应用在不断拓展中。

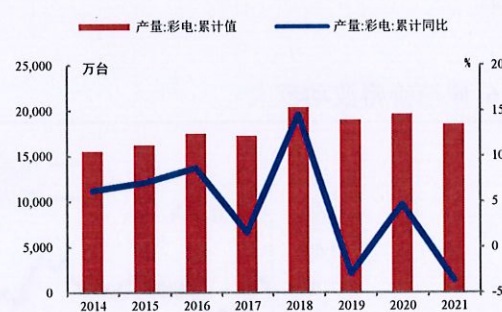
家电行业是改性塑料行业最重要的下游产业之一，主要被用于制造家电的壳体、叶片、外饰等部件。从白色家电领域来看，2014-2015年，国内洗衣机和电冰箱产量增速整体负增长，2016-2017年产量增速转正并逐渐修复，2018年再次大幅下滑后波动式回升，2021年国内洗衣机产量增速有所扩大，但电冰箱产量转为负增长；国内空调产量远高于洗衣机和电冰箱，整体处于增长趋势，但波动幅度较大，其中2020年度转为负增长，2021年度又快速回升。彩电方面，国内彩电产量增速亦波动较大，其中2019年及2021年为负增长。整体看来，近年我国各类家电产量增速波动幅度较大，部分品类个别年份负增长，但绝对产量整体有所提升且维持较大规模，对改性塑料的需求有一定支撑。

图2 国内主要白色家电生产情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 近年彩电产量小幅波动

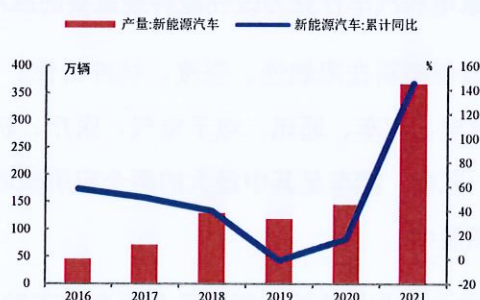


资料来源：Wind，中证鹏元整理

改性塑料在汽车行业的应用属于改性塑料行业的高端市场。随着汽车工业的发展，塑料以其重量轻、设计空间大、制造成本低、性能优异、功能广泛等优势，在汽车轻量化、安全性等方面具有更广泛应用，占整车质量的比重不断提升。汽车产量方面，2014-2017年，国内汽车产量持续增长，但增速存在较大波动；2018年国内汽车产量转为负增长，其中2019年产量下降幅度最大（-8.00%），2020-2021年国内汽车产量增速逐步回升，其中2021年全年生产汽车2,652.80万辆，同比增长4.80%。此外，近年来我国新能源汽车领域发展迅速，国内新能源汽车产量从2016年的45.50万辆增长至2021年的367.70万辆，复合增长率达51.88%，其中2021年增长幅度最大，较上年同比增长145.60%，新能源汽车的发展将为改性塑料创造更为广泛的应用空间。

**图 4 近年国内汽车生产量波动较大**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**图 5 新能源汽车产量增速较快**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

### 改性塑料原材料价格与石油价格关联度较大, 近年存在较大波动

改性塑料的原材料包括聚丙烯 (PP)、聚碳酸酯 (PC)、聚苯乙烯 (PS) 及 ABS 树脂等, 其中聚丙烯用量较大。聚丙烯系由石油经催化裂化至丙烯后聚合而成, 其产业链加工环节相对较少, 石油价格变动的传导效应较强。2020 年受疫情影响, 石油价格急速下滑, 在此影响下, 聚丙烯价格随之下降, 于 2020 年 3 月末达到最低值 5,673.00 元/吨, 之后随着石油价格的回升而逐步上涨。2022 年以来, 聚丙烯价格高位震荡, 截至 2022 年 6 月 20 日, 聚丙烯期货结算价 (活跃合约) 为 8,530.00 元/吨, 处于相对较高水平。

**图 6 原油价格波动较大**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定, 公司制定了《会通新材料股份有限公司章程》(以下简称“公司章程”), 建立了股东大会、董事会、监事会及经理层分

权制衡的现代企业组织制度和企业运行机制。股东大会是公司的权力机构，分为年度股东大会和临时股东大会。年度股东大会每年召开一次。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由九名董事组成，设董事长一人。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任。公司聘请独立董事，建立独立董事制度。公司董事会每年至少召开两次会议，由董事长召集。代表十分之一以上表决权的股东、三分之一以上董事或者监事会，可以提议召开董事会临时会议。董事会会议应有过半数的董事出席方可举行。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，可以连聘连任。总经理对董事会负责，根据章程行使职权。公司设监事会，监事会由三名监事组成，其中股东代表2名，由股东大会选举产生，职工代表1名，由职工代表大会选举产生。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事会每六月至少召开一次会议，监事可以提议召开临时监事会会议，监事会决议应当经半数以上监事通过。

组织架构方面，公司部门设置较为完善，分工明确，符合业务发展需要。同时，公司根据行业特点和经营管理需要，建立了一套较为完整的内部控制制度，主要涉及财务会计制度、授权管理制度、信息披露管理制度等多个方面。

人力资源方面，公司主要高级管理人员大多已在公司任职多年，具有较为丰富的行业及管理经验。2021年末，公司员工合计1,733人，其中研发技术人员及研发辅助人员合计428人，占公司员工总数的24.70%，大专及以上学历826人，占比为47.66%。

**表3 公司主要高级管理人员**

姓名	职务	性别	年龄	学历
李健益	董事长	女	44	硕士研究生
方安平	董事、总经理	男	39	本科
吴江	董事、董事会秘书	男	39	本科
杨勇光	董事、财务总监	男	41	本科
王灿耀	董事、副总经理	男	41	博士研究生
宋海燕	监事会主席	女	54	硕士研究生
刘刚	监事	男	32	本科
李玉兰	职工代表监事	女	44	本科

资料来源：公司 2021 年年度报告及其他公告

**表4 2021 年末公司员工构成情况**

类别	人数	占比
管理人员	252	14.54%
销售人员	210	12.12%
研发技术人员	214	12.35%
研发辅助人员	214	12.35%

生产制造人员	843	48.64%
<b>合计</b>	<b>1,733</b>	<b>100.00%</b>
本科及以上	548	31.62%
大专	278	16.04%
大专以下	907	52.34%
<b>合计</b>	<b>1,733</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021 年年度报告

发展战略方面，公司未来将围绕国家战略产业发展需要和国外垄断的“卡脖子”材料方向，坚持内涵增长和外延拓展双轮驱动战略，保障公司可持续快速发展，致力于成为国际领先的材料整体解决方案提供商。

## 六、经营与竞争

公司主要从事改性塑料的研发、生产和销售，为客户提供高性能化、功能化的材料整体解决方案，拥有聚烯烃类、聚苯乙烯类、工程塑料及其他类多种产品平台，近年营业收入持续增长，其中2021年度增幅较大。具体来看，聚烯烃系列产品为公司主要的收入来源，近年稳定增长；聚苯乙烯系列产品收入小幅波动，工程塑料及其他系列产品收入增幅较大。毛利率方面，2020年公司销售毛利率小幅增长，2021年因原材料价格高位运行，单位材料成本显著提升，而原材料价格上涨传导至产品销售价格存在一定的时滞，公司销售毛利率大幅下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
聚烯烃系列	6.66	10.65%	24.91	9.99%	23.52	16.79%	21.92	13.45%
聚苯乙烯系列	2.42	13.37%	11.01	7.66%	9.21	15.00%	9.98	13.79%
工程塑料及其他系列	2.82	14.64%	10.42	11.36%	6.96	19.91%	7.11	17.98%
其他	0.02	8.88%	0.13	11.52%	0.48	31.83%	0.56	28.57%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>11.92</b>	<b>12.14%</b>	<b>46.48</b>	<b>9.75%</b>	<b>40.17</b>	<b>17.10%</b>	<b>39.58</b>	<b>14.56%</b>
其他业务收入	0.80	1.83%	2.53	3.76%	1.07	6.37%	0.74	8.88%
<b>合计</b>	<b>12.72</b>	<b>11.50%</b>	<b>49.01</b>	<b>9.44%</b>	<b>41.24</b>	<b>16.82%</b>	<b>40.31</b>	<b>14.46%</b>

资料来源：公司提供

公司主要产品为改性塑料，近年销售收入持续增长，但对关联方美的集团销售占比较大，销售毛利率受原材料价格变动影响而存在较大波动

公司主要产品为改性塑料，根据所使用的基础树脂原料类型的不同，公司产品可划分为聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列。公司主要产品系列及基材种类如下表所示：

表6 公司主要产品系列及基材种类

产品系列	主要基材种类
聚烯烃系列	PP
聚苯乙烯系列	ABS、PS
工程塑料及其他系列	PA、PBT、PC、PET、PPO、PPS、PEEK、PMMA

资料来源：《公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》

销售方面，公司采取直销的销售模式，直接与最终用户签署合同和结算货款，并向其提供技术支持和售后服务。对于部分采用“零库存”管理模式的客户，公司采用寄售模式向其销售产品，将部分产品寄放在寄售客户仓库中，与客户就实际使用量进行对账并结算。

表7 公司主要产品销售情况（单位：万元、万元/吨）

时间	类别	销售收入	销售均价	毛利率
2021年	聚烯烃系列	249,083.76	0.94	9.99%
	聚苯乙烯系列	110,119.29	1.67	7.66%
	工程塑料及其他系列	104,242.13	2.06	11.36%
2020年	聚烯烃系列	235,241.04	0.98	16.79%
	聚苯乙烯系列	92,053.04	1.45	15.00%
	工程塑料及其他系列	69,649.21	1.72	19.91%
2019年	聚烯烃系列	219,168.12	0.93	13.45%
	聚苯乙烯系列	99,841.47	1.49	13.79%
	工程塑料及其他系列	71,135.11	1.65	17.98%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年，公司销售收入持续增长，聚烯烃系列产品销售收入占公司营业收入比重较高，近三年均在50%以上。2019-2021年，公司改性塑料全系列产品分别实现收入39.58亿元、40.17亿元和46.48亿元，稳定增长，产销率分别为96.14%、97.56%和96.91%，处于较高水平。价格方面，公司根据产品成本、产品性能和工艺难度的不同进行定价，并通过商业谈判确定最终定价，销售价格分为月度、季度或者年度定价，且在价格确定后一段时间内不会变化。近年，公司聚烯烃系列产品销售均价相对稳定；聚苯乙烯系列和工程塑料及其他系列产品销售均价整体有所提高。

毛利率方面，2020年有所上升，2021年因原材料价格上涨；产品单位材料成本显著提升，其中聚烯烃系列<sup>1</sup>、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列分别上涨5.39%、22.70%和29.64%，而因价格传导时滞，产品售价的涨幅（其中聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列分别上涨3.08%、15.71%和19.33%）低于单位材料成本的上涨幅度，公司销售毛利率大幅下降。近年公司主要客户较为稳定，2019-2021年前五大客户销售占比分别为42.18%、38.67%和40.56%，集中度较高。此外，需要注意的是，

<sup>1</sup> 2021年公司聚烯烃系列单位材料成本及销售均价变动情况不含防疫物资产品的影响。

公司对美的集团<sup>2</sup>及其下属公司的销售占比较高，2019-2021年分别为30.68%、29.52%和31.96%，关联方交易规模较大。

**表8 公司前五大客户情况（单位：万元）**

时间	客户名称	销售收入	营收占比
2021年	美的集团	156,641.43	31.96%
	海信集团	13,933.36	2.84%
	TCL集团	10,504.28	2.14%
	理士集团	9,364.02	1.91%
	比亚迪集团	8,358.76	1.71%
	合计	<b>198,801.85</b>	<b>40.56%</b>
2020年	美的集团	121,757.86	29.52%
	TCL集团	11,898.45	2.89%
	海信集团	11,446.82	2.78%
	奥克斯集团	8,285.29	2.01%
	理士集团	6,057.21	1.47%
	合计	<b>159,445.63</b>	<b>38.67%</b>
2019年	美的集团	123,672.67	30.68%
	奥克斯集团	15,797.45	3.92%
	海信集团	12,752.44	3.16%
	TCL集团	11,500.62	2.85%
	创维集团	6,308.86	1.56%
	合计	<b>170,032.04</b>	<b>42.18%</b>

资料来源：公司提供

近年公司产能不断扩张，产能利用率保持较高水平，目前公司新建产能较多，需关注项目建成后的产能消化情况

生产方面，公司主要实行“以销定产”的生产模式，生产规划部门根据系统中订单信息组织生产。对于部分订单量较大、需求较为稳定的长期客户，公司销售部门会根据在手销售订单以及历史订单情况进行订单预判，并由生产规划部门安排提前生产备货。此外，在订单旺季时，公司可能会出现短期的产能不足，生产规划部门会根据情况选择部分工艺较为简单的产品委托第三方工厂进行加工。近年来，随着新产能的扩建，公司产能持续增长，2021年度增至40.60万吨。产能利用率方面，2019-2021年，公司产能利用率分别为99.78%、87.03%和89.91%，处于很高水平。

<sup>2</sup> 何倩女士的父亲何享健为美的集团实际控制人。



**表9 公司主要产品产能和产量情况（单位：吨）**

年度	产能	自产产量	外协产量	产能利用率
2021年	406,000.00	365,054.31	38,406.81	89.91%
2020年	389,000.00	338,557.07	32,320.46	87.03%
2019年	359,600.00	358,792.89	22,921.25	99.78%

资料来源：公司提供

新建产能方面，2022年3月末公司主要在建项目为本次债券募投项目，设计产能30.00万吨/年，计划总投资合计119,045.40万元，尚需投资87,745.41万元，面临一定资金压力，同时需关注项目建成后的产能消化情况。

#### 原材料占营业成本比重较大，需关注原材料价格波动对公司盈利能力的影响

采购方面，公司采用按需采购及安全库存管理相结合的方式执行采购。每月采购部门根据公司月度销售计划并结合原材料库存、到货周期等情况制定相应的原材料采购计划，分配给各采购专员落实执行。同时，采购部门会根据各类原材料单日消耗量和交货周期确定其安全库存标准，并实时监控原材料的领用情况，及时调整后续采购计划。

**表10 公司主要原材料采购情况（单位：万元/吨、万元）**

时间	类别	采购均价	采购金额
2021年	聚烯烃类	0.78	156,356.54
	聚苯乙烯类	1.29	77,411.10
	工程塑料及其他	1.68	69,817.37
2020年	辅料	0.93	116,782.22
	聚烯烃类	0.73	125,567.45
	聚苯乙烯类	1.01	56,980.30
	工程塑料及其他	1.15	39,388.53
2019年	助剂类	0.93	87,170.22
	聚烯烃类	0.77	140,259.55
	聚苯乙烯类	1.02	65,889.47
	工程塑料及其他	1.30	38,217.14
	助剂类	0.89	84,014.57

资料来源：公司提供

从近年采购情况来看，聚烯烃类和助剂类采购金额占总采购金额的比重较高。采购均价方面，2019及2020年，公司原材料采购价格相对较低，2021年受全球大宗商品价格上涨影响，公司原材料采购均价不同程度上升，考虑到原材料占公司营业成本很大，2021年公司利润规模大幅下降，需关注原材料价格波动对公司盈利能力的影响。供应商方面，2019-2021年公司对前五大供应商采购金额占当期采购金额的比重分别为27.45%、29.35%和28.13%，集中度不高。

**表11 公司前五大供应商情况（单位：万元）**

时间	供应商名称	采购金额	占当期采购金额比重
2021年	中国石化化工销售有限公司及其下属公司	69,187.57	15.93%
	中国石油天然气股份有限公司及其下属公司	14,410.48	3.32%
	天津大沽化工股份有限公司及其下属公司	14,224.73	3.27%
	LG化学	12,955.72	2.98%
	浙江四邦实业有限公司	11,416.02	2.63%
	<b>合计</b>	<b>122,194.52</b>	<b>28.13%</b>
2020年	中国石化化工销售有限公司及其下属公司	48,565.84	15.17%
	浙江四邦实业有限公司	19,154.26	5.99%
	天津大沽化工股份有限公司滨海新区销售分公司	10,944.98	3.42%
	中国石油天然气股份有限公司及其下属公司	9,062.85	2.83%
	山东海王化工股份有限公司	6,212.95	1.94%
	<b>合计</b>	<b>93,940.88</b>	<b>29.35%</b>
2019年	中国石化化工销售有限公司及其下属公司	45,543.20	13.44%
	明日控股集团及其下属公司	15,419.90	4.55%
	国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	13,617.45	4.02%
	厦门象屿化工有限公司	9,374.72	2.77%
	浙江前程石化股份有限公司及其下属公司	9,056.98	2.67%
	<b>合计</b>	<b>93,012.25</b>	<b>27.45%</b>

资料来源：公司提供

公司注重技术研发，在研项目较多，研发支出较大，为公司新产品新技术开发提供了有力支撑

公司注重技术积累，针对低散发材料、增强复合材料、高稳定阻燃材料、免喷涂材料、健康防护材料、特色功能材料、可生物降解材料、特种工程材料等特色产品自主研发形成了独特的技术体系，截至2021年末，公司拥有授权发明专利62项、实用新型专利37项，参与起草、修订国家标准9项。公司在研项目较多，近年研发人员数量稳定，占公司总人数比例较高，研发投入有所增长，占营业收入比例保持在4%左右，持续的研发投入为公司提升技术创新和研发能力以及新产品新技术的开发提供了有力支撑。

表12 公司研发情况（单位：人、万元）

项目	2021年	2020年	2019年
研发人员数量	428	427	427
占公司总人数的比例	24.70%	24.93%	25.83%
研发投入总额	19,286.58	16,884.98	16,874.45
研发投入总额占营业收入比例	3.94%	4.09%	4.19%

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

## 七、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2017-2019年三年连审审计报告、2020-2021年度审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019-2021年，公司合并范围变化情况如下表所示：

**表13 2019-2021年公司合并范围变动情况**

报告期	子公司名称	取得/处置方式
2021年	会通中孚新材料有限公司	设立
2019年	合肥会通科技有限公司	设立
	安庆会通新材料有限公司	设立

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告和2020-2021年度审计报告，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以应收款项、存货和固定资产为主，部分资产使用受限

近年公司资产规模持续增长，2021年末为51.57亿元。资产结构方面，公司流动资产占比有所下降，2021年末为60.01%。公司货币资金规模较为稳定，2021年末为5.77亿元，其中1.71亿元为票据保证金、信用证保证金及保函保证金，使用受限。公司应收票据规模略有下降，2021年末为4.82亿元，其中4.42亿元已背书或贴现。公司应收账款规模持续增长，2021年末为12.27亿元，占总资产比重较大，对公司资金形成较大占用；账龄主要在1年以内，分布较为分散，且主要客户较为优质，坏账风险整体可控。近年公司存货规模存在一定波动，2021年末为6.09亿元，主要为原材料和库存商品，考虑到公司实行“以销定产”的生产模式，以按需采购及安全库存管理相结合的方式进行采购，公司库存数量较为可控，但仍需关注价格波动可能带来的跌价风险。公司固定资产规模持续增长，2021年末为10.86亿元，主要为厂房、办公楼和机器设备等，采用年限平均法进行折旧，其中6.56亿元已用于借款抵押。公司在建工程持续增长，2021年末为2.58亿元，主要为本次债券募投项目建设成本。公司无形资产主要为取得的土地使用权，2021年末为3.40亿元，其中1.78亿元因借款抵押使用受限。截至2021年末，公司受限资产合计10.28亿元，占总资产的比重为19.93%。

**表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.01	11.24%	5.77	11.19%	5.15	11.94%	5.89	13.95%
应收票据	4.60	8.60%	4.82	9.35%	5.02	11.64%	5.35	12.65%
应收账款	12.58	23.51%	12.27	23.79%	10.27	23.82%	8.80	20.83%
存货	6.87	12.83%	6.09	11.81%	5.14	11.93%	5.93	14.03%
<b>流动资产合计</b>	<b>32.16</b>	<b>60.08%</b>	<b>30.94</b>	<b>60.01%</b>	<b>27.16</b>	<b>63.01%</b>	<b>28.09</b>	<b>66.46%</b>
固定资产	11.78	22.01%	10.86	21.06%	8.51	19.74%	7.79	18.43%
在建工程	2.19	4.09%	2.58	4.99%	1.81	4.19%	0.53	1.26%
无形资产	3.37	6.30%	3.40	6.59%	3.47	8.05%	3.57	8.45%

非流动资产合计	21.37	39.92%	20.62	39.99%	15.95	36.99%	14.17	33.54%
资产总计	53.53	100.00%	51.57	100.00%	43.11	100.00%	42.26	100.00%

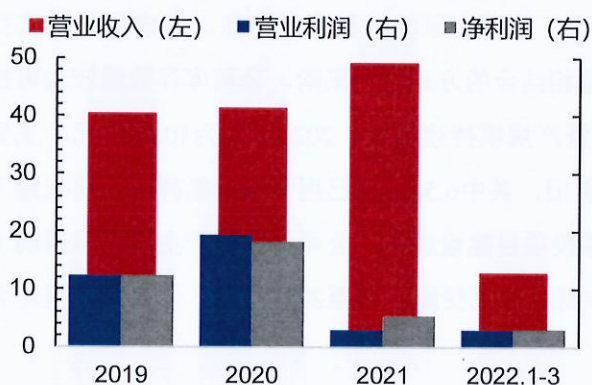
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

近年公司营业收入持续增长，未来随着新建产能的释放，公司收入有望继续增长，但受原材料价格变动影响，盈利水平存在较大波动

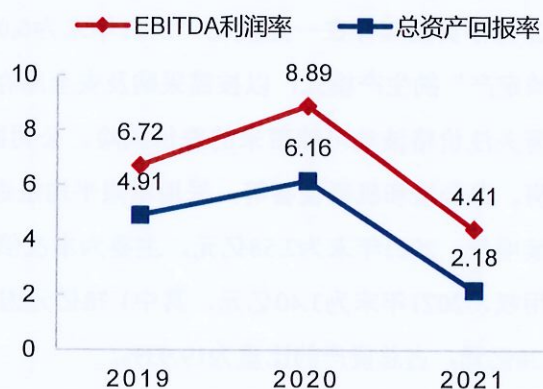
2019-2021年，公司营业收入有所增长，其中2021年度增幅较大，主要系随着公司新建产能的逐步释放，主要产品销售量有所增长，且部分产品销售均价提高所致。目前，公司新建产能规模较大，随着新建产能的建成与投放，公司未来营业收入有望继续增长，但仍需对新建产能的消化情况保持关注。净利润方面，2020年公司销售毛利率有所提高，净利润随之有所增长；2021年受原材料价格上涨影响，公司销售毛利率大幅下降，净利润亦大幅下滑。报告期内，公司EBITDA利润率和总资产回报率波动较大，其中2020年有所上升，2021年大幅下降。需要注意的是，原材料成本占公司生产成本的比重超过90.00%，占比很高，原材料价格变动对公司盈利能力影响较大，需持续关注原材料价格变动情况。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告，中证鹏元整理

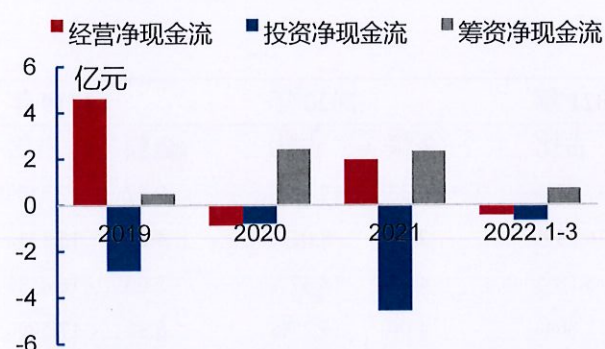
## 现金流

公司经营净现金流存在较大波动，在建项目尚需投资金额较大，公司仍面临较大的资金压力

近年公司 EBITDA 和 FFO 存在较大波动，经营活动现金流量净额亦波动较大，其中 2020 年公司 EBITDA 有所上升，经营活动现金流转为净流出，主要系经营收现下降所致；2021 年公司 EBITDA 大幅下降，经营活动现金转为净流入，主要系经营收现相对好转以及减少采购活动现金支出比例所致。投资活动方面，随着公司新建产能的持续推进，近年公司投资活动现金持续净流出，2021 年流出规模有所扩

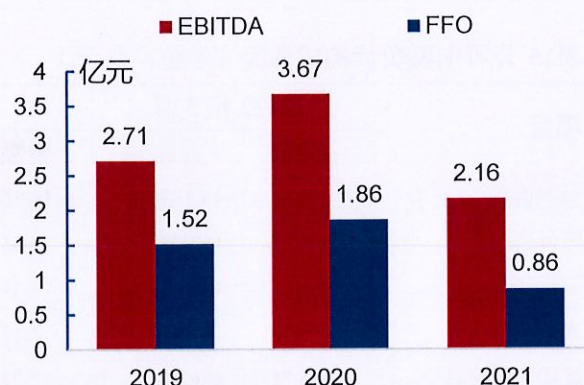
大，其中本次债券募投项目增加投资2.52亿元。筹资活动方面，近年表现为持续净流入，其中2019年和2020年分别取得资本金注入4.15亿元和3.52亿元，2021年取得借款金额大幅增长。2022年3月末，公司主要在建项目尚需投资8.77亿元，规模较大，面临较大的资金压力。

图9 公司现金流结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



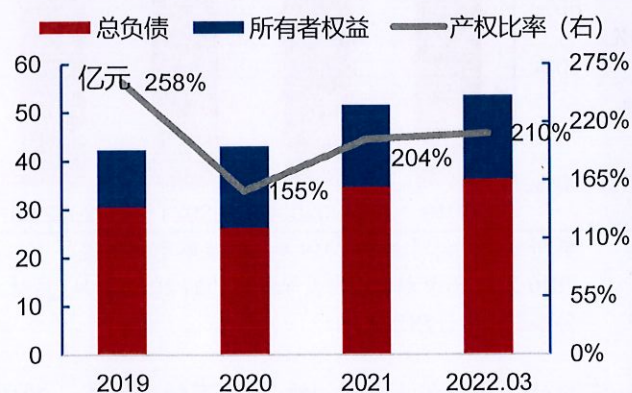
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

公司资产负债率较高，且短期债务占比很高，面临较大的债务偿还压力

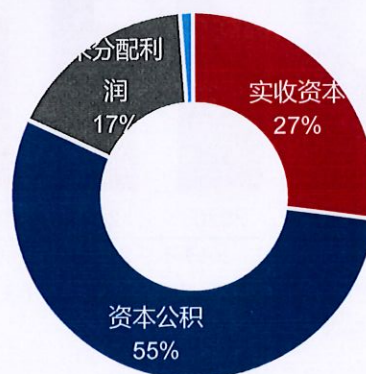
近年公司总负债规模波动增长，2021年末为34.59亿元。随着公司股东增资及上市，叠加利润的累积，公司所有者权益规模有所增长，2021年末增至16.98亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。综合影响下，公司产权比率变动较大，2021年末为204%，公司权益对负债的保障程度较弱。

图11 公司资本结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图12 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年度审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款规模持续增长，2021年末为16.35亿元，主要为保证借款和信用借款，且占总负债的比重较高。公司应付票据均为银行承兑汇票，2021年末为5.61亿元，近年波动增长。公司应付账款主要为应付货款和工程设备款，近年存在一定波动，2021年末为5.39亿元。公司其他流动负债主要为公司已背书或贴现的非大型银行承兑的银行承兑汇票和企业承兑的商业承兑汇票，2021年末为4.43亿元。公司长期借款规模相对较小，2021年末为0.48亿元。

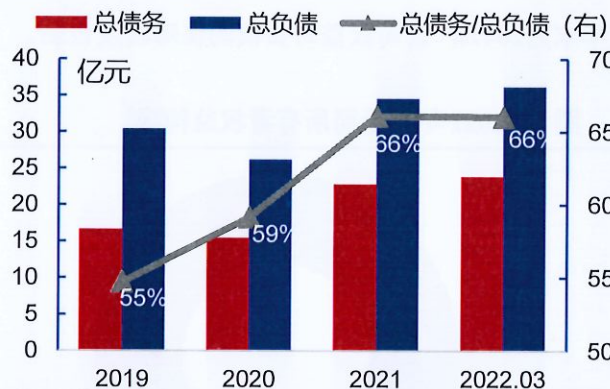
表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.35	45.13%	16.35	47.27%	11.33	43.21%	9.87	32.41%
应付票据	5.80	16.00%	5.61	16.23%	2.10	8.03%	4.62	15.15%
应付账款	4.83	13.33%	5.39	15.58%	4.87	18.57%	5.00	16.41%
其他流动负债	5.56	15.33%	4.43	12.80%	4.00	15.27%	5.35	17.57%
流动负债合计	33.71	93.04%	32.77	94.73%	24.01	91.59%	28.02	91.98%
长期借款	1.17	3.23%	0.48	1.38%	1.06	4.05%	1.42	4.66%
负债合计	36.24	100.00%	34.59	100.00%	26.22	100.00%	30.46	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

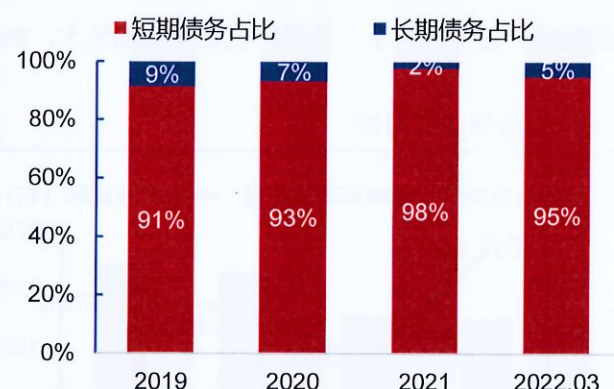
近年，公司总债务规模波动增长，占公司总负债的比重持续上升，2021年末占比为66%。从期限结构来看，公司短期债务占比很高，且有所增长，债务期限结构有待优化。

图 13 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，近年公司资产负债率存在一定波动，2021年末为67.08%，处于较高水平。2019及2020年，公司净债务/EBITDA相对较低；2021年随着净债务规模增长，叠加EBITDA大幅下降，公司净债务/EBITDA大幅上升，债务压力大幅增加。公司EBITDA利息保障倍数小幅波动，2021年为3.18，表现尚可。公司债务资本化比率有所波动，2021年末为57.39%。2019-2020年公司FFO/净债务持续上升，

2021年大幅下降至4.89%，营运现金流对净债务的覆盖程度较弱，同时考虑到公司短期债务占比很高，整体看来，公司面临较大的债务偿还压力。

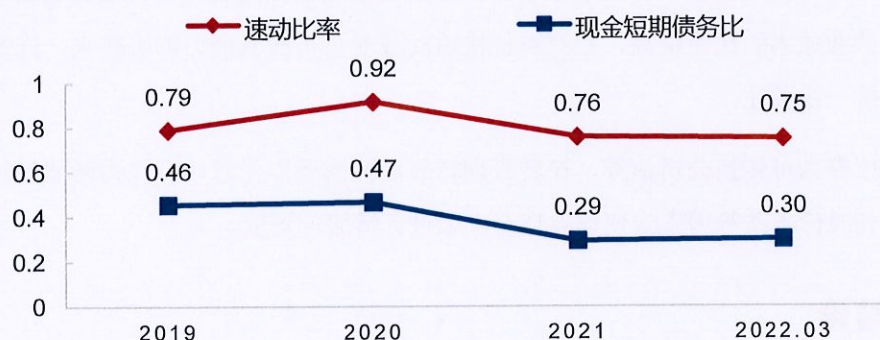
**表16 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	67.70%	67.08%	60.81%	72.09%
净债务/EBITDA	-	8.18	2.69	4.00
EBITDA 利息保障倍数	-	3.18	5.37	3.64
总债务/总资本	58.06%	57.39%	47.86%	58.57%
FFO/净债务	-	4.89%	18.91%	14.04%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司速动比率和现金短期债务比波动下降，2021年末分别为0.76和0.29，均表现较弱。2022年3月末，公司取得各类金融机构授信总额44.90亿元，尚未使用额度为21.25亿元，较2020年末大幅上升。

**图 15 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 八、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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月27日），公司本部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。根据公司提供的广东圆融企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年6月28日），广东圆融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。

## 九、抗风险能力分析

近年来，我国初级形态塑料制品产量持续增长，且改性化率不断提升。家电和汽车为改性塑料最重要的应用领域，生产量保持较大规模，对改性塑料的需求形成良好支撑。此外，随着社会的发展，改性塑料的应用领域不断扩大，新的增长点不断涌现。公司作为改性塑料行业的重要参与者，近年产能持续增长，主要客户较为稳定，且在建产能规模较大，业务持续性较好。但中证鹏元也关注到，原材料占公司营业成本的比重很高且价格波动较大，易对公司业绩产生影响，公司利润水平相对较低且存在波动，资产负债率较高，且以短期债务为主，债务偿还压力较大。整体来看，公司抗风险能力一般。

## 十、本次债券偿还保障分析

### 本次债券偿债资金来源及其风险分析

公司经营活动产生的现金流入是本次债券按时还本付息资金的主要来源。2019-2021年，公司分别实现营业收入40.31亿元、41.24亿元和49.01亿元，持续增长，净利润分别为1.24亿元、1.82亿元和0.54亿元。目前，公司产能规模较大，主要客户稳定性较高，业务持续性较好。此外，公司在建产能较多，未来随着新建产能的释放，公司收入有望继续增长。但中证鹏元也关注到，公司业务毛利率相对较低，原材料成本占公司营业成本的比重很高，原材料价格波动或对公司盈利能力影响较大，同时需对公司新建产能消化情况保持一定关注。

此外，本次债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债保障方式之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本次债券信用等级为AA-。



## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

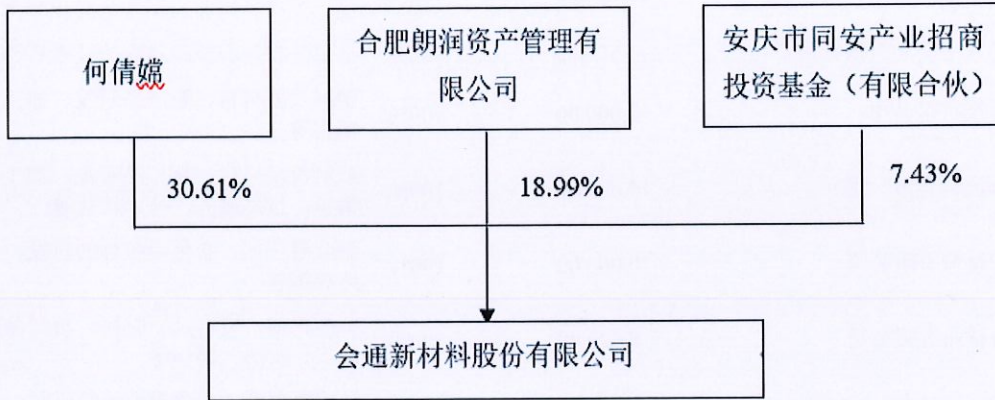
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	6.01	5.77	5.15	5.89
应收票据	4.60	4.82	5.02	5.35
应收账款	12.58	12.27	10.27	8.80
存货	6.87	6.09	5.14	5.93
流动资产合计	32.16	30.94	27.16	28.09
固定资产	11.78	10.86	8.51	7.79
在建工程	2.19	2.58	1.81	0.53
无形资产	3.37	3.40	3.47	3.57
非流动资产合计	21.37	20.62	15.95	14.17
资产总计	53.53	51.57	43.11	42.26
短期借款	16.35	16.35	11.33	9.87
应付票据	5.80	5.61	2.10	4.62
应付账款	4.83	5.39	4.87	5.00
一年内到期的非流动负债	0.56	0.36	1.01	0.77
其他流动负债	5.56	4.43	4.00	5.35
流动负债合计	33.71	32.77	24.01	28.02
长期借款	1.17	0.48	1.06	1.42
非流动负债合计	2.52	1.82	2.21	2.44
负债合计	36.24	34.59	26.22	30.46
总债务	23.93	22.86	15.51	16.68
归属于母公司的所有者权益	17.29	16.98	16.89	11.79
营业收入	12.72	49.01	41.24	40.31
净利润	0.31	0.54	1.82	1.24
经营活动产生的现金流量净额	-0.44	1.96	-0.88	4.61
投资活动产生的现金流量净额	-0.66	-4.58	-0.80	-2.83
筹资活动产生的现金流量净额	0.71	2.31	2.42	0.50
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.50%	9.44%	16.82%	14.46%
EBITDA 利润率	-	4.41%	8.89%	6.72%
总资产回报率	-	2.18%	6.16%	4.91%
资产负债率	67.70%	67.08%	60.81%	72.09%
净债务/EBITDA	-	8.18	2.69	4.00
EBITDA 利息保障倍数	-	3.18	5.37	3.64
总债务/总资本	58.06%	57.39%	47.86%	58.57%
FFO/净债务	-	4.89%	18.91%	14.04%
速动比率	0.75	0.76	0.92	0.79
现金短期债务比	0.30	0.29	0.47	0.46

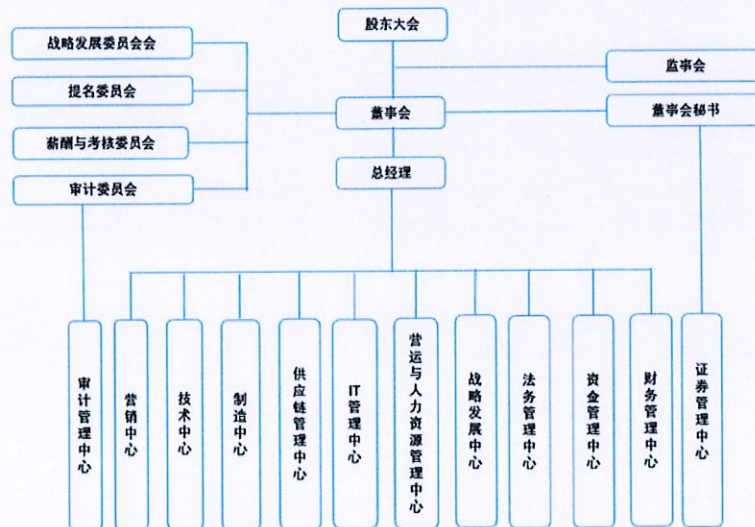
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供



#### 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
重庆会通科技有限公司	10,000.00	100%	塑料及高分子改性新材料、新产品研发、加工、生产、销售（不含危险化学品）等
会通新材料（上海）有限公司	500.00	100%	从事新材料科技领域内的技术咨询等
合肥会通科技有限公司	2,000.00	100%	塑料及新材料、新产品研发、加工、制造、销售等
安庆会通新材料有限公司	14,000.00	100%	塑料及新材料、新产品研发、加工、制造、销售，技术服务、技术转让等
广东圆融新材料有限公司	30,000.00	100%	塑胶着色剂、着色母粒等的研发、加工、制造和销售
合肥圆融新材料有限公司	5,000.00	100%	节能材料、塑料及新材料、新产品的研发、加工、制造、销售等
佛山市顺德区美融新材料有限公司	15,000.00	100%	塑胶着色剂、着色母粒等的研发、加工、制造和销售
会通中孚新材料有限公司	5,000.00	100%	弹性体材料的研发、生产与销售

资料来源：公司 2021 年度审计报告及公开资料，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+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+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。