



# 2022年浙江新化化工股份有限公司公开发行 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

# 2022年浙江新化化工股份有限公司公开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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
新化转债	AA-	AA-

## 评级日期

2024年06月26日

## 联系方式

**项目负责人:** 宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

**项目组成员:** 马琳丽  
mall@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：浙江新化化工股份有限公司（以下简称“新化股份”或“公司”，股票代码：“603867.SH”）作为国内脂肪胺行业重要生产企业，综合产能仍位居国内前列，其中异丙胺产品行业地位突出，经营竞争力仍相对较强，2023年虽受下游偏弱的市场需求及装置升级改造停工影响，主要产品产销量有所下滑，营业收入小幅下降，但仍保持了一定的毛利空间及经营现金回流，目前公司财务风险仍较低，财务安全性仍较好；但也需关注本期债券募投项目即将完工且公司拟继续扩大香料产能，新增产能存在消化风险，受行业特性影响，公司持续面临安全生产及环保压力，同时原材料价格波动、海外贸易政策变化、汇率波动等均给公司未来业绩带来不确定性，公司仍无实际控制人且股权较为分散，可能存在股东意见不一致而无法决策或控制权发生变化进而影响生产经营和业务发展的风险。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	39.73	39.71	37.33	28.13
归母所有者权益	22.22	22.05	20.37	16.55
总债务	--	10.02	10.43	5.56
营业收入	7.44	25.97	26.83	25.55
净利润	0.88	2.89	3.70	2.10
经营活动现金流净额	-0.07	2.81	3.23	0.55
净债务/EBITDA	--	-0.07	-0.38	-0.95
EBITDA 利息保障倍数	--	15.50	29.51	42.20
总债务/总资本	--	29.44%	32.37%	24.05%
FFO/净债务	--	-1,156.04%	-205.32%	-86.58%
EBITDA 利润率	--	17.38%	18.56%	13.32%
总资产回报率	--	9.43%	13.02%	9.35%
速动比率	2.24	1.98	1.88	1.43
现金短期债务比	--	3.59	2.59	1.78
销售毛利率	22.28%	23.26%	23.57%	18.35%
资产负债率	38.11%	39.51%	41.64%	37.62%

注：表中 FFO/净债务、净债务/EBITDA 指标为负数，系净债务为负数。  
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

- **产能保持稳定，异丙胺产品市场地位突出，合成香料业务的合作方实力较强。**从产品竞争力来看，作为国内脂肪胺行业重要生产企业，2023年公司的综合产能保持稳定，脂肪胺产能仍位居国内前列，其中现有异丙胺产能为国内最大，异丙胺产品曾入选工业和信息化部制造业单项冠军产品，行业地位突出；除有机溶剂外，主要产品的产能利用率整体维持较高水平。公司国内销售区域主要位于华东，具有区位及产业集聚优势，2023年主要产品产销率均表现较好，其中合成香料系列产品由公司与合作方全球香精香料行业龙头瑞士奇华顿公司（以下简称“奇华顿”）成立的合资公司负责生产，且产品主要销售给奇华顿体系内企业，经营较为稳定。“新化转债”募投项目即将完工并逐步投产，公司香料产能将进一步扩大。
- **财务安全性较好。**公司现金类资产占比较大，2023年末占总资产的比重仍在20%以上，现金类资产充足，对短期债务的覆盖程度较好，且净债务仍为负数，EBITDA利息保障倍数亦处于较高水平。

## 关注

- **主要产品产销量有所下滑及新增产能消化风险较高。**2023年公司脂肪胺业务板块受下游偏弱的市场需求及装置升级改造停工影响，产销量及价格水平有所下滑；目前公司主要在建项目为“新化转债”募投项目，截至2023年末已投资6.94亿元，建成后将新增26,650吨/年的香料产品产能，虽然此次新增产能包括水杨酸己酯、水杨酸戊酯等较为大宗、应用范围广泛的合成香料，该等产品市场需求量大，但考虑到2024年6月公司再次发布公告拟开展“宁夏新化化工有限公司合成香料生产基地新增7,155吨/年产品建设项目”，计划进一步扩大香料产能，总体来看产能消化风险仍较高。
- **安全生产和环保风险。**公司属精细化工行业，具有易燃易爆、有毒、高温高压的生产特点，且属于国家环保政策重点调控的污染行业。近年公司未发生重大安全生产事故和重大环保违规情况，但仍不排除后续因生产过程管理控制不当或其他不确定因素发生导致安全事故的可能，以及如果未来环保标准提高，将对公司在环境保护设施和日常运营管理领域的投入要求加大，进而影响公司盈利水平。
- **原材料价格波动风险。**原材料成本是公司化工行业产品营业成本的最主要构成，2023年占比仍超过80%，虽然2023年主要原材料采购价格多数呈下降趋势，未对公司盈利形成不利影响，但公司生产所需主要原材料为基础化工原料，价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大的关联性，在行业现有技术条件下，原材料占公司生产成本比重较高的情况难以改变，在可预见的未来，原材料价格的波动仍会对公司产品的毛利率产生一定影响。
- **海外贸易风险。**公司产品部分用于出口销售，其中合成香料系列产品下游稳定性较高，公司对外出口的产品暂未受到过反补贴制裁，但不排除未来农药原材料、化工产品的贸易政策或规则变化而导致公司产品被国外限制进口的风险，亦不排除随着国内外厂商竞争加剧或国外市场设置贸易壁垒，对公司出口的部分产品采取反倾销或反补贴等制裁的风险；此外，汇率波动对公司损益也具有一定影响，且2023年以来人民币兑美元汇率波动幅度加大，未来汇率走势的变化仍可能使公司承受一定的汇兑损失，需持续关注贸易政策、汇率波动等因素对公司海外销售的影响。
- **公司仍无控股股东及实控人。**截至2024年3月末，公司第一大股东建德市国有资产经营有限公司持股比例为16.89%；第二大股东胡健持股比例为10.35%；其他股东持股比例均在5%以下，不存在单一股东对公司决策构成实质性影响，公司仍无实际控制人和控股股东，且股权仍较为分散，可能存在股东意见不一致而无法决策或控制权发生变化进而影响生产经营和业务发展的风险。

## 未来展望

- 公司异丙胺市场地位突出，合成香料业务经营较为稳定且未来产能将进一步扩张，预计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。

## 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_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
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					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

## 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 aa-，反映了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。

## 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
新化转债	6.50	6.4989	2023-05-29	2028-11-28

## 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2022年11月发行6年期6.50亿元可转换公司债券，募集资金计划用于宁夏新化化工有限公司（以下简称“宁夏新化”）合成香料产品基地项目(一期)项目。2023年12月12日，公司召开第六届董事会第五次会议，审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，宁夏新化拟将部分闲置募集资金不超过8,000.00万元（含）暂时补充流动资金，使用期限不超过12个月（自公司董事会审议批准之日起计算）。截至2023年12月31日，尚未归还的闲置募集资金余额为2,000.00万元，剔除上述暂时补充流动资金的2,000.00万元外，募集资金结余8,300.63万元。

## 三、发行主体概况

2023年因员工股票期权行权及可转债转股，公司股本有所增加，截至2024年3月末，公司股本为1.86亿元，第一大股东建德市国有资产经营有限公司持股比例为16.89%；第二大股东胡健持股比例为10.35%，上述股东持有公司股份均未质押；其他股东持股比例均在5%以下。公司不存在单一股东持股比例超过30%的情况，不存在单一股东单独控制董事会的情形，不存在单一股东对公司决策构成实质性影响，股权比较分散，公司无控股股东和实际控制人。

本期债券自2023年6月2日起可转换为公司股份，截至2023年末，共有面值11.20万元债券转为公司股份。

**表1 截至2024年3月末公司前十大股东明细**

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
建德市国有资产经营有限公司	31,348,331	16.89
胡健	19,204,660	10.35
前海开源公用事业行业股票型证券投资基金	7,182,583	3.87
前海开源新经济灵活配置混合型证券投资基金	6,078,260	3.28
王卫明	2,435,702	1.31
浙江新化化工股份有限公司回购专用证券账户	2,394,600	1.29
包江峰	2,104,506	1.13
刘丽萍	2,015,214	1.09
吴永根	1,871,100	1.01
赵建标	1,743,373	0.94
<b>合计</b>	<b>76,378,329</b>	<b>41.16</b>

资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

2023年公司新设2家子公司。截至2023年末，公司合并范围内子公司共12家。

**表2 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
中景辉（杭州）创业投资合伙企业（有限合伙）	99%	30,000	新设
浙江新耀循环科技有限公司	51%	1,000	新设

资料来源：公司 2023 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

## 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。

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

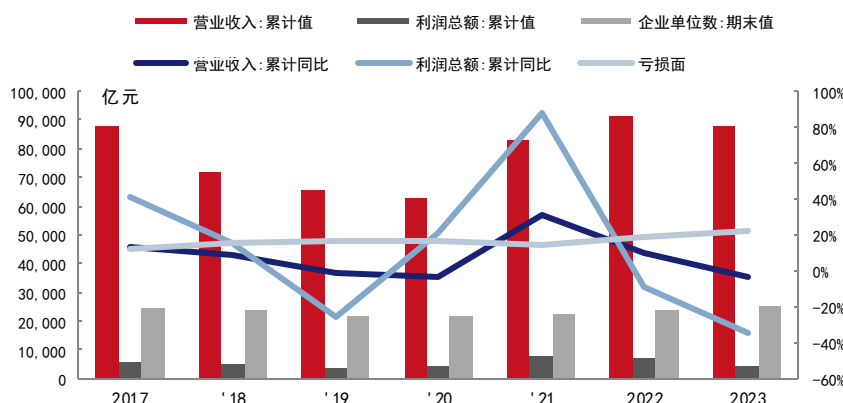
### 1、行业概况

**精细化工工业处在优化升级的发展阶段，受原油价格维持高位运行等多重因素影响，2023年行业营业收入、利润总额均有所下降，其中利润降幅较大，同时行业亏损面继续扩大**

精细化工工业上游包括石油、矿石等生产原料，下游则包括农业、纺织业、建筑业、造纸工业、食品工业、日用化学品生产、电子设备等诸多行业。精细化学品种类繁多，生产计算复杂，国际上已有40-50个门类，10万多个品种，同一种中间体产品经不同的工艺流程可延伸出几种甚至几十种不同用途的衍生品，生产工艺复杂多变，技术复杂，也因此精细化学品一般附加值较高。同时，因精细化工下游行业覆盖国民经济的众多领域，其行业本身不存在明显的周期性特征，但受宏观经济的影响会随着整体经济状况的变化而呈现一定的波动。精细化工行业的传统领域主要包括农药、涂料等领域。经过长期积累，我国精细化工行业部分产品已具有一定的国际竞争力，染料、农药的产量已处于全球首位，但目前我国精细化工行业的整体技术水平还比较低，一些新兴领域精细化工产品还需要大量进口，整个行业处在优化升级的发展阶段，新兴领域精细化工行业还有较大的提升空间。

2023年国内化学原料及化学制品制造业企业单位数量继续增加，但营业收入和利润总额受行业政策调整、原油价格波动、国际贸易摩擦等因素影响而存在较大波动，2023年国内化学原料及化学制品制造业规模以上企业实现营业收入8.79万亿元，同比下降4%，实现利润总额4,694.20亿元，同比下降34%；行业内亏损企业数量继续增加，亏损面继续扩大。

**图 1 国内化学原料及化学制品制造业企业基本情况**



资料来源: ifind, 中证鹏元整理



## 2、供需状况

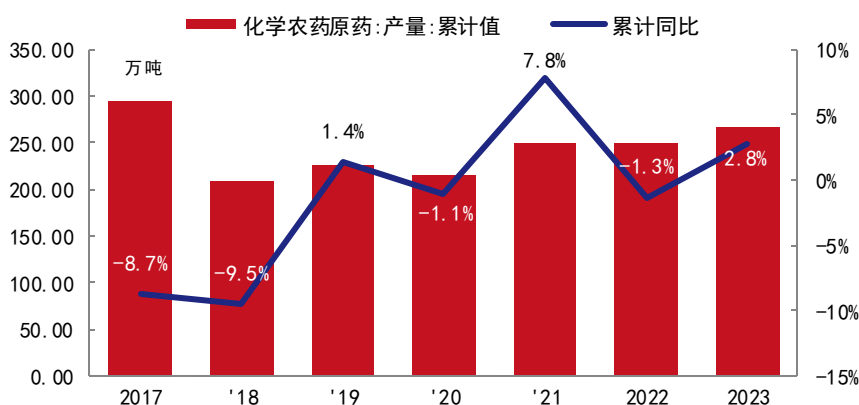
公司产品的主要下游应用领域为农药、医药制造领域，从趋势来看，医药制造领域仍有较大发展空间，农药行业整体进入弱势盘整状态，且石油价格维持高位震荡，或将对公司主要原材料价格形成一定影响

### (1) 农药行业

受环保政策推行等影响，叠加化工行业的安全要求不断加强，农药行业的进入壁垒提高，供给端面临长期约束

农药生产过程中涉及到多种具有毒性和污染性的化工原辅料、中间产品，随着国家对于化工行业的环保、安全要求不断加强，农药行业的进入壁垒提高，对供给端形成长期约束。2017年以来，随着供给侧改革的推进及环保政策趋严，同时随着农村农业部“到2020年实现化肥、农药零增长”政策的实施，我国农药总产量总体呈下降趋势，2021年出口拉动下有所回升，2022年国内外市场需求增加，2022年全国农药产量与上年基本持平。随着国内生产企业产能持续释放，2023年农药产量同比略增长2.8%，2023年其中杀虫剂产量同比增长，杀菌剂和除草剂产量同比下降；从万吨级以上品种看，草铵膦、乙酰甲胺磷、噻虫嗪、高效氯氟氰菊酯、多菌灵、精异丙甲草胺等13个品种原药产量同比实现增长；乙烯利、莠灭净、百草枯、二甲戊灵等15个品种原药产量不同程度下降。2022年11月，农业农村部印发《到2025年化学农药减量化行动方案》，随着系列农药减量政策落地实施，我国农药产业结构将持续优化，化学农药施用总量进一步减少，农药产品结构将加速调整。

图 2 国内农药生产情况



资料来源：ifind，中证鹏元整理

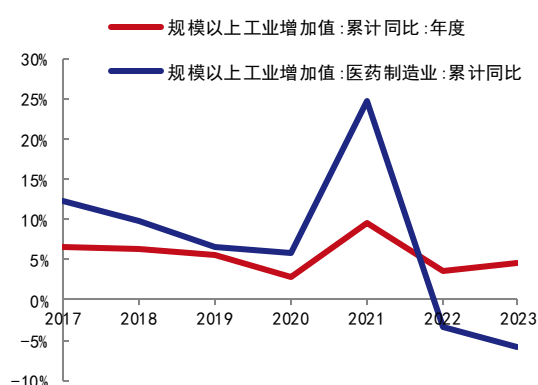
未来农药需求仍然有较大的提升空间。一方面，农药可以在耕地面积有限的情况下保障国家粮食安全。按照联合国粮农组织的测算，不用农药平均每年可造成粮食损失30%—40%。通过施用农药提高单位面积产量可以增加粮食供给。另一方面，农药出口的提升也对需求有积极的推动，农药出口量占我国农药生产总量的60%左右，2023年我国农药出口量保持增长，同比增加9.8%，出口量仍保持增长趋势。

## (2) 医药制造业

受带量采购和医保目录谈判等政策影响，医药制造业收入、利润均显著承压，但随着我国老龄化程度进一步加剧，人均卫生费用仍将呈增长态势，医药制造业未来仍有较大发展空间

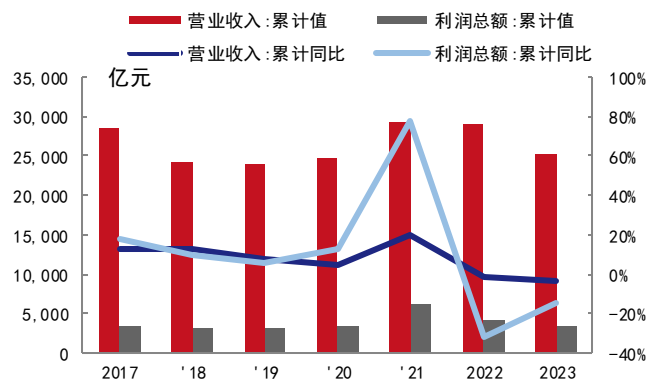
根据国家统计局数据，2017年以来中国医药制造业规模以上工业增加值呈现逐年增长的态势，且增长率持续高于同期全国规模以上工业增加值增速，但2023年受多重因素影响医药制造业规模以上工业增加值增速同比下降 3.4%。同时受带量采购和医保目录谈判等政策影响，医药制造业收入有所承压，利润水平也随之下滑。2023年医药制造业累计实现营业收入25,205.7亿元，同比下降3.7%，实现利润总额3,473.0亿元，同比下降15.1%。一方面随着两票制、一致性评价、医保控费等政策的推进，药企的销售费用高占比的畸高情况已逐渐得到缓解；但与此同时，随着药企销售费用的下降，创新成为医药行业发展的主旋律，医药领域市场竞争加剧，为比拼产品效果和研发速度，医药企业特别是创新型企业高度重视研发，研发费用不断增加，也对利润形成一定侵蚀。

图 3 规模以上工业增加值增速情况



资料来源: ifind, 中证鹏元整理

图 4 医药制造企业营业收入、利润情况



资料来源: 国家统计局, 中证鹏元整理

随着我国老龄化程度进一步加剧，未来人均卫生费用整体仍将呈增长态势，医药制造业未来仍有较大发展空间。2023年全年我国出生人口902万人，出生率为6.39‰；死亡人口1,110万人，死亡率为7.87‰；自然增长率为-1.48‰，从60周岁以上的人口数量来看，2023年末已经增长至29,697万人，占比21.1%，老龄人口的增长已经远远超过了新生人口的增长，近年来全国卫生费用占GDP比重不断增加，人均卫生费用常年保持高速增长，医药制造业未来仍有较大发展空间。

## (3) 行业供给

公司生产所需原材料主要为基础化工原料，价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大关联，2024年石油价格或将维持高位波动，对公司主要原材料价格形成一定影响

公司现有的主导产品为脂肪胺系列（以异丙胺、乙基胺为主）、有机溶剂系列（以异丙醇为主）和合成香料系列。生产所需原材料主要为基础化工原料，价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大关

联性。下游方面，脂肪胺系列产品主要用于农药、医药领域生产。有机溶剂系列产品用途分散：香精香料可细分为日用香精和食用香精，其中日用香精主要用于香皂洗涤剂、化妆品和高档香水等领域，与国民经济密切相关。

受市场供需阶段性失衡以及复杂国际局势的影响，原油价格高位震荡。2022年以来，石油价格继续上行，主要原因是虽 OPEC+ 继续执行每月增产 40 万桶/日计划，但实际增产不达预期，许多较小的产油国无法增加供应，2023 年国际原油市场整体呈现高位波动行情走势，波动区间位于 70-90 美元/桶之间。一方面，美联储面临高通胀压力，不断的进行加息和缩表，虽然后续随着通胀下行，美联储加息步伐放缓，但是宏观压力始终存在，对原油市场价格形成下行压力；另外一方面，随着市场担忧美联储不断加息和缩表，全球经济将面临下行风险，为了规避这种风险，以沙特为代表的欧佩克+联盟不断减产来支撑油市，令市场供应端相对紧张。因此，在宏观面下行和基本面供应端减产支撑的博弈过程中，原油市场持续高位波动。

图 5 近年原油价格变动情况



资料来源：ifind，中证鹏元整理

### 3、细分领域竞争格局

公司脂肪胺系列产品主要包括异丙胺、一乙胺、二乙胺和三乙胺，主要用于农药、医药等领域产品的生产，有机溶剂系列产品主要包括异丙醇和异丙醚，其中又以异丙醇为主，是重要的化工产品和原料，用途广泛。香精香料系列产品主要为超级檀香208、檀香208、牡丹腈、乙酸邻叔丁基环己酯，用于各类香精的生产。

表3 公司主要细分产品、原材料及用途

产品大类	细分产品	主要上游原材料	主要下游应用领域
脂肪胺	异丙胺系列、乙基胺系列、正丙胺系列、正丁胺系列	丙酮、酒精等	农药、医药、橡胶助剂、电池电解液等
有机溶剂	异丙醇	丙酮、丙烯等	油墨、涂料、农药和制药工业过程中的溶剂

合成香料	生物源香料（以松节油为原料）、全合成香料（以双环戊二烯、醋酐等化工产品为原料）	松节油、醋酐、双环戊二烯等	各类日用、食用、烟用香精
------	-----------------------------------------	---------------	--------------

资料来源：公司年度报告等公开资料，中证鹏元整理

（1）异丙胺：生产主要采用异丙醇法和丙酮法。目前全球异丙胺供需基本平衡，国内产能占比较高，且较为集中。目前国内异丙胺主要生产企业有公司、建业股份（603948.SH）和安徽昊源化工集团有限公司，其中公司生产装置产能为年产10万吨异丙胺（副产异丙醇），现有异丙胺产能为国内最大，被国家工业和信息化部和中国工业经济联合会认定为2019-2021制造业单项冠军示范企业，获得制造业工业用-异丙胺单项冠军。

（2）异丙醇：国内异丙醇产能近年有所增长，据百川盈孚，2019-2023年国内异丙醇产能从88.5万吨增至111.5万吨，年均复合增速达5.95%。产能持续增长也带来行业供过于求的趋势，行业开工率常年维持在较低水平，其中2023年国内异丙醇产量达44.06万吨，同比增长7.40%，开工率达39.5%，同比增长1.7个百分点。竞争格局方面，异丙醇产能较为集中，前六大厂商占据68%市场份额，其中凯凌化工、恒力石化分别拥有产能23.5、13万吨/年，新化股份拥有异丙醇产能9万吨/年。产品工艺方面，公司产品的工艺技术等在国内具有一定的竞争优势：（1）公司装置主要系自行研发设计，通用性强，可根据市场需求情况及时调整工艺，根据市场情况调整产品生产结构，选择毛利率相对较高的产品或工艺技术进行生产；（2）公司可以实现丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺规模化生产异丙醇产品。两种工艺使公司可以在不同原料之间选择具有成本优势的原料进行产品生产，在市场竞争中可以保持一定成本优势。

（3）合成香料：我国香精香料行业集中度较低，我国拥有香精香料生产企业1,000余家，行业集中度较低，大量中小企业竞争激烈。在香料行业，新化股份、新和成、亚香股份等一些优势企业通过对香料产品进行技术改造和工艺优化，同时加大研发投入对新产品进行开发，形成批量化和规模化生产，在工艺、技术、生产设备、产品质量、原材料的选用配套等方面的水平显著提升，在香料的生产销售中具备一定的国际竞争力，逐渐成长为全球市场的重要供应来源。例如，国内香兰素和乙基香兰素产能占全球50%以上；全球消费量前30位的大宗香料，国内企业产量在50%以上，其中80%至90%出口到国际市场。而伴随我国行业管控趋严、环保壁垒抬升、国内消费升级、原料价格上涨等因素影响，小型企业生存更加艰难，无力扩张的中小企业将逐步退出市场或融入大企业，头部企业综合实力与市场份额有望持续提升。

**表4 我国香精、香料行业内企业的主要细分产品**

	相关企业	香精香料相关产品
香精生产	华宝股份	食用香精、日用香精、烟用香精
	百润股份	食用香精
	爱普股份	食用香精、日用香精、烟用香精、天然香料、合成香料(凉味剂-3、凉味剂-23等)
	中国波顿	食用香精、日用香精、烟用香精、烟用天然香料
香料生产	新和成	主要产品为芳樟醇系列、柠檬醛系列、叶醇系列、覆盆子酮、女贞醛、薄荷醇等多种香料

新化股份	主要产品为乙酸对叔丁基环己酯、牡丹腈、檀香类、水杨酸酯类等合成香料
亚香股份	主要产品为丁香酚香兰素和阿魏酸香兰素等天然香料、女贞醛等合成香料、凉味剂
金禾实业	主要产品为甲、乙基麦芽酚、甲基环戊烯醇酮(MCP)及佳乐麝香溶液等香料
华业香料	主要产品为丙位内酯系列和丁位内酯系列合成香料

资料来源：各公司年度报告等公开资料，中证鹏元整理

总体来看，公司的异丙胺产品无论从生产规模、成本、市场占有率来说，都具有较强的竞争优势；异丙醇产品具有一定的成本优势；香精香料产品与业内企业具有一定差异，同时也是全球市场的重要供应来源。

## 五、经营与竞争

公司主要从事脂肪胺、有机溶剂、合成香料、其他精细化工产品的生产经营，主导产品有脂肪胺系列、有机溶剂系列和合成香料系列。2023年因下游市场需求较弱，公司脂肪胺、有机溶剂、合成香料类产品销售价格较上年有所下降，导致营业收入较上年小幅下降。销售毛利率方面，分产品来看，三大类主要产品的销售毛利率涨跌不一，其中脂肪胺、合成香料降幅较大；有机溶剂有一定增幅。从收入占比来看，公司近一半收入仍来源于脂肪胺系列产品。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
脂肪胺	12.32	47.46%	16.56%	14.33	53.41%	20.77%
有机溶剂	4.87	18.76%	30.55%	4.36	19.46%	25.50%
合成香料	5.19	19.99%	20.58%	5.22	16.25%	24.15%
其他	3.29	12.67%	39.29%	2.69	10.03%	30.80%
其他业务	0.29	1.12%	51.04%	0.24	0.89%	61.17%
合计	<b>25.97</b>	<b>100%</b>	<b>23.26%</b>	<b>26.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.57%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司国内销售区域主要位于华东，具有区位优势及产业集聚优势，2023年主要产品产销率均表现较好，但脂肪胺业务板块受下游偏弱的市场需求及装置升级改造停工影响，产销量、价格均有所下滑，下游客户方面除对奇华顿<sup>1</sup>销售占比较高外，其他客户仍相对分散

从销售区域来看，公司地处华东区块，脂肪胺产品下游主要用于农药（如除草剂草甘膦异丙胺盐、莠去津等）生产，国内草甘膦等除草剂生产商集中在浙江、江苏、山东地区，在港口、原料供应与产品使用厂家的合理运输半径内，在保证产品的顺利销售与原料的充足供应的同时，也为进出原料与成品节

<sup>1</sup> 包括奇华顿体系内的所有销售对象。

约了运输成本，增加了产品的竞争力。2023年公司国内销售收入18.88亿元，受脂肪胺产品销量减少、售价下跌影响，同比小幅下降。

公司产品部分用于出口销售，其中合成香料系列产品主要销售给江苏馨瑞香料有限公司（以下简称“江苏馨瑞”）合资方奇华顿，稳定性较高。2023年海外销售收入完成7.08亿元，同比小幅下降。

**表6 公司销售收入构成情况（单位：万元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
国内销售	188,824.15	72.72%	196,201.08	73.12%
海外销售	70,836.21	27.28%	72,135.09	26.88%
<b>合计</b>	<b>259,660.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>268,336.17</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

从销售情况来看：（1）2023年公司脂肪胺业务板块受下游偏弱的市场需求及装置升级改造停工影响，产销量及价格水平有所下滑，脂肪胺产品销售量10.10万吨，同比微幅下降，平均售价亦有下降；2024年一季度，该产品售价进一步下降，但销量及营业收入同比有所增长；（2）有机溶剂方面，公司积极促进产品结构优化、强化产品功能升级，当期该产品产量、销售量均有所增加；（3）合成香料产品方面，市场状况整体较为稳定，当期销售量1.48万吨，略有增长，销售价格较上年微幅下降。公司主要产品的产销率均接近100%。

**表7 公司主要产品销售情况（单位：吨、元/吨）**

	项目	2023年	2022年
一、脂肪胺	销售量	100,961.19	107,235.90
	平均售价（不含税）	12,207.29	13,358.99
	产销率	99.80%	101.02%
二、有机溶剂	销售量	61,231.00	50,448.26
	平均售价（不含税）	7,958.09	8,641.15
	产销率	101.11%	98.67%
三、合成香料	销售量	14,840.76	14,502.11
	平均售价（不含税）	34,958.28	35,988.16
	产销率	98.46%	92.73%

资料来源：公司提供

从销售模式来看，生产商客户占公司销售收入比重仍相对较高，客户结构持续优化，公司与国内外的草甘膦生产龙头企业、医药中间体生产企业、香精生产企业都建立了长期稳定的合作关系。合成香料产品因与全球香料香精行业龙头瑞士奇华顿公司深度合作，奇华顿所需产品优先向公司采购，保证了较高的产能利用率和稳定的市场需求。2023年前五大客户销售额59,256.14万元，占年度销售总额的22.82%，除对奇华顿销售占比较高外（约14%），公司其他客户整体相对分散。

生产方面，公司的综合产能仍位居国内前列，其中现有异丙胺产能国内最大，但也需关注受异丙醇行业产能富余影响，有机溶剂产品的产能利用仍不足，此外新增香料产能规模较大，存在消化风险

(1) 公司脂肪胺产品主要为异丙胺系列、乙基胺系列、正丙胺系列、正丁胺系列等，均属于低碳脂肪胺。公司脂肪胺系列产品年产能仍保持在13.5万吨，综合产能位居国内前列，因市场需求及装置升级改造停工影响而产量较上年微幅下降，产能利用率也随之微幅下降。

(2) 公司有机溶剂系列主要产品是异丙醇。从国内异丙醇消费占比来看，主要应用于医药中间体、有机合成及其他、农药、电子清洗、油墨和涂料。2023年末公司有机溶剂系列产品产能9万吨/年，受国内异丙醇供应增速快于需求影响，2023年公司有机溶剂产能利用率虽较上年有所提升，但仍未超过70%。

(3) 公司合成香料系列产品仍由公司与瑞士奇华顿公司成立的合资公司江苏馨瑞香料有限公司负责生产，年生产能力为1.6万吨；合资公司充分利用合作双方的技术和生产经验进行装置建设与生产，相关产品75%左右供应奇华顿全球采购，2023年合成香料的产能利用率处于较高水平。

**表8 公司主要产品生产情况（单位：吨）**

	项目	2023年	2022年
一、脂肪胺	设计年产能	135,000	135,000
	产量	101,162	106,155
	产能利用率	74.93%	78.63%
二、有机溶剂	设计年产能	90,000	90,000
	产量	60,560	51,130
	产能利用率	67.29%	56.81%
三、合成香料	设计年产能	16,000	16,000
	产量	15,073	15,639
	产能利用率	93.21%	97.74%

资料来源：公司提供

原材料成本是公司营业成本的最主要构成，2023年占比仍超过80%。公司生产主要原材料包括丙酮、酒精、液氨、丙烯及松节油等，近年价格存在较大波动。公司产能规模较大，故具有一定的原材料采购议价能力，如大宗原料丙酮，公司与主要丙酮生产商大多签订年度合约，结算时可在市场价格基础上有一定折扣，但因丙酮材料的市场价格呈显著上涨趋势（从华东市场丙酮中间价来看，2023年平均为6,205.27元/吨，同比上涨11.44%），公司的采购均价显著低于区域市场的中间价，且公司的采购价上涨幅度为9.34%，也低于市场中间价涨幅；除丙酮外，其余原材料采购均价均有不同程度下降。从原材料成本来看，因产量减少及原材料价格基本保持平稳，当期公司主要生产产品的生产成本构成中，原材料成本多呈下降趋势，其中脂肪胺产品下降7.21%，合成香料产品原材料成本下降9.08%，整体上原材料成本降幅大于产量的降幅。

**表9 公司主要原材料采购情况（单位：千元/吨、吨）**

年份	主要原材料	采购均价	采购量
2023年	丙酮	5.50	44,937.44
	酒精	6.29	50,437.88
	液氨	3.46	31,048.35
	松节油	15.95	1,789.87
	丙烯	6.11	45,492.42
2022年	丙酮	5.03	52,263.51
	酒精	6.50	54,653.87
	液氨	3.97	33,237.25
	松节油	21.57	2,699.52
	丙烯	6.99	38,513.42

资料来源：公司提供

公司前五大供应商相对稳定，2023年前五名供应商采购额48,243.43万元，占年度采购总额的22.45%，不同供应商间采购相对分散，不存在对单一供应商的重大依赖。

研发实力方面，公司为国家高新技术企业，建有浙江省博士后科研工作站、新化高级胺省级高新技术研究开发中心、浙江省企业技术中心和省级新材料企业研究院，有一定的产品研发能力。2023年公司申报科技项目16项，其中国家级2项（国家高新技术企业、国家知识产权示范企业），省级6项。《工业用一异丙胺高效催化剂与低能耗精制工艺研究与应用》获得浙江省化学工业科学技术奖一等奖。近年公司研发投入整体有所增长，2023年研发投入9,096.88万元，占营业收入的比重为3.50%；同时研发人员数量稳定增长，2023年末增加至149人。

**表10 公司研发投入情况（单位：万元）**

项目	2023年	2022年
研发投入	9,096.88	8,781.56
研发投入占营业收入比例	3.50%	3.27%
研发人员数量（人）	149	138
研发人员占比	13.61%	13.77%

资料来源：公司2022-2023年年度报告

此外，在矿用化学品领域，公司积极拓展应用范围，在原有镍、钴、稀土分离等业务外，积极推动萃取法提锂技术和专用化学品在盐湖提锂、矿石提锂、锂电回收的应用。2023年公司萃取提锂项目逐步落地，与盐湖股份、蓝科锂业签订的萃取法沉锂母液提锂工业化试验项目已于7月份顺利投产；锂电回收领域公司与江苏耀宁新能源有限公司合作建设一期1万吨/年废旧锂回收产线，并成功将萃取剂应用于格林美电池回收产线。

### ➤ 经营风险关注

(1) **安全生产和环保风险**：公司属精细化工行业，具有易燃易爆、有毒、高温高压的生产特点，



且属于国家环保政策重点调控的污染行业。近年公司未发生重大安全生产事故和重大环保违规情况，但仍不排除因生产过程管理控制不当或其他不确定因素发生导致安全事故的可能，以及如果未来环保标准提高，将对公司在环境保护设施和日常运营管理领域的投入要求加大，进而影响公司盈利水平。

**(2) 原材料价格波动风险：**原材料成本是公司化工行业产品营业成本的最主要构成，2023年占比仍超过80%，虽然2023年公司主要原材料中，除丙酮外采购价格多数呈下降趋势，未对公司盈利形成较大不利影响，但公司生产所需主要原材料为基础化工原料，价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大的关联性，全球石油市场的价格波动会带来基础化工产品采购价格的波动，市场供需的不平衡也会对公司原材料价格造成影响。在行业现有技术条件下，原材料占公司生产成本比重较高的情况难以改变，在可预见的未来，原材料价格的波动仍会对公司产品的毛利率产生一定影响，公司面临原材料价格波动风险。

**(3) 海外销售风险：**公司产品部分用于出口销售，其中合成香料系列产品主要销售给江苏馨瑞合资方奇华顿，稳定性较高，公司对外出口的产品未受到过其他反补贴制裁，但不排除未来进口国修改相关农药原材料、化工产品的进口政策或规则以及对进口产品提出更高要求而导致公司产品被限制进口的风险，亦不排除随着国内外厂商竞争加剧或国外市场设置贸易壁垒，存在对公司出口的部分种类产品采取其它反倾销或反补贴等制裁的风险；此外，汇率波动对公司损益也有一定影响，2022年及2023年，公司汇兑收益分别为1,448.37万元及455.25万元，均对当年的成本费用形成抵减，增厚了利润水平，但未来汇率走势的变化仍可能使公司承受一定的汇率损失，需持续关注贸易政策、汇率波动等因素对公司海外销售的影响。

**(4) 新增产能消化风险：**截至2023年末，公司IPO募投项目基本建设完毕。目前公司主要在建项目为“新化转债”募投项目-宁夏新化化工有限公司合成香料产品基地项目（一期），截至2023年末已投资6.94亿元，已接近完工，另需关注的是，根据公司于2024年4月发布公告，拟将募投项目达到预定可使用状态日期由2023年12月延期至2024年6月，系在实际建设过程中仍存在较多不可控因素，试生产过程中需要不断调试，基于谨慎性考虑，结合当前募集资金投资项目整体情况而决定延期。此次新增产能包括水杨酸己酯、水杨酸戊酯等较为大宗、应用范围广泛的合成香料，细分品类较多，该等产品市场需求量大，主要客户仍为奇华顿及其体系内企业；同时公司也在积极承接市场上其他客户的订单，并针对客户需求适时调整所供应的香料品类。

募投项目建成后将新增26,650吨/年的香料产品产能，2024年6月公司发布公告拟开展“宁夏新化化工有限公司合成香料生产基地新增7,155吨/年产品建设项目”，项目建成后将新增2-甲基丁酸酯、 $\alpha$ -甲基肉桂醛、丁位十二内酯等香料产品29种，年生产规模7,155吨，项目总投资约6,000万元。此外，公司在建工程中的宁夏新化含磷新材料产品项目计划总投资5.16亿元，截至2023年末账面价值1.55亿元，该项目所生产的材料系萃取剂、阻燃剂等用于贵金属萃取的材料，后续将陆续投入；中试车间项目计划总投资0.55亿元，截至2023年末账面价值0.24亿元。仍需关注上述在建项目未来存在新增产能无法充分利

用的风险。

**表11 截至 2023 年末公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）**

项目	总投资	累计投资金额	工程进度	资金来源
宁夏新化化工有限公司合成香料产品基地项目（一期）	7.43	6.94	93.41%	可转债募集资金

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

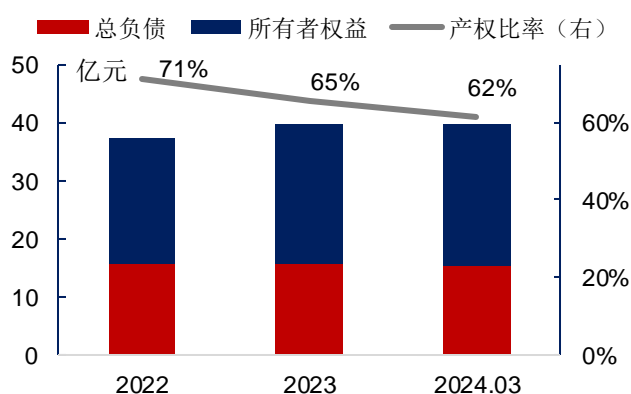
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023 年公司新设 2 家子公司。截至 2023 年末，公司合并范围内子公司共 12 家。

### 资本实力与资产质量

公司资本结构较为稳定，产权比率有所降低，且资产中受限资产规模较小，整体来看资产质量尚可，权益对负债的保障程度较好

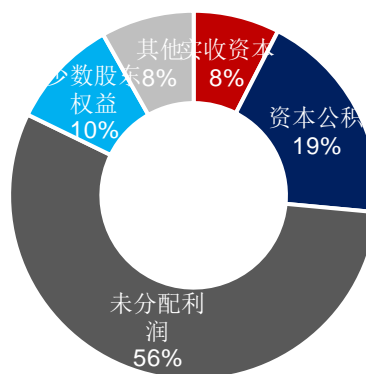
随着利润的累积，公司所有者权益规模持续增长，2024 年 3 月末为 24.59 亿元，主要由资本公积和未分配利润构成；负债规模也基本保持稳定。整体来看，公司产权比率有所下降，仍处于较低水平，权益对负债的保障程度较好。

**图 6 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 7 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

公司货币资金规模较为稳定，2023 年末含保函保证金、远期结售汇保证金合计 245.64 万元；应收款项融资均为银行承兑汇票，整体来看，公司货币资金及应收款项融资之和占总资产的比重均在 20% 以上，现金类资产较为充足。公司应收账款全部为应收货款，账龄主要在一年以内，前五大客户整体分散，坏

账风险可控。公司存货主要由原材料、库存商品和在产品等组成，整体而言规模不大，但仍需关注原材料及产品价格波动可能带来的减值风险。

非流动资产方面，固定资产主要为厂房、设备，固定资产中存在未办妥产权证的资产合计1.59亿元；在建工程主要为IPO募投项目及“新化转债”募投项目的建设成本，其中IPO项目完工进度较高，部分已转入固定资产，2023年末主要在建项目为“新化转债”募投项目，当年因工程投入增加导致期末余额有所增加。

截至2023年末，公司受限资产仅有货币资金245.64万元，规模较小。整体来看，公司资产以在建项目、厂房设备及现金类资产为主，且受限资产规模小，资产质量尚可。

**表12 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	6.06	15.25%	7.32	18.44%	6.83	18.31%
应收账款	3.79	9.53%	2.79	7.04%	2.45	6.57%
应收款项融资	3.88	9.77%	3.65	9.19%	3.76	10.06%
存货	2.98	7.51%	3.10	7.81%	3.02	8.10%
<b>流动资产合计</b>	<b>17.65</b>	<b>44.43%</b>	<b>17.76</b>	<b>44.74%</b>	<b>19.66</b>	<b>52.67%</b>
固定资产	8.20	20.65%	8.48	21.36%	6.93	18.56%
在建工程	11.53	29.02%	11.07	27.89%	9.01	24.15%
无形资产	1.42	3.56%	1.42	3.58%	1.41	3.77%
<b>非流动资产合计</b>	<b>22.08</b>	<b>55.57%</b>	<b>21.94</b>	<b>55.26%</b>	<b>17.67</b>	<b>47.33%</b>
<b>资产总计</b>	<b>39.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>37.33</b>	<b>100.00%</b>

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

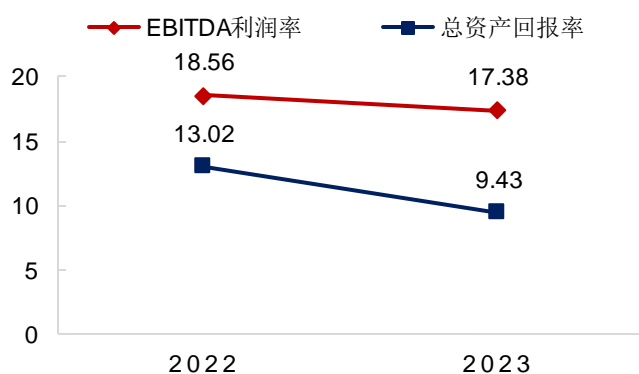
**2023年公司销售毛利率整体保持稳定，但期间费用上升导致利润有所下降，总资产回报率、EBITDA利润率亦有所下滑，未来仍需关注盈利易受原材料价格波动等因素影响而出现波动**

2023年公司收入、利润均有小幅下降，从主要产品的销量、售价来看，产品中脂肪胺销量、售价均有回落，对公司业绩产生了一定的拖累。2023年虽然产品价格略有回落，但主要原材料中除丙酮外价格亦有不同程度下降，整体对公司成本及毛利率未形成较大不利影响，公司销售毛利率保持稳定；但期间费用方面，2023年因REACH认证费用、管理人员薪酬、交通、办公等费用增加，公司销售费用、管理费用均同比增长接近10%；财务费用方面，因本期债券利息费用影响，财务费用规模亦显著扩大，综合影响下，公司实现净利润2.89亿元，同比下降21.87%，总资产回报率、EBITDA利润率也有所下降。

从盈利趋势波动性来看，原材料成本是公司化工行业产品营业成本的最主要构成，2023年占比仍超过80%，虽然当期主要原材料采购价格多数呈下降趋势，未对公司盈利形成不利影响，但公司生产所需

主要原材料为基础化工原料，价格与石油产品价格、市场供需关系存在较大的关联性，在行业现有技术条件下，原材料占公司生产成本比重较高的情况难以改变，在可预见的未来，原材料价格的波动仍会对公司盈利产生一定影响。

**图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司投融资期限匹配合理，杠杆水平较为稳定，现金类资产充足，净债务仍为负数，财务安全性较好

因“新化转债”发行成功，公司债务规模显著增长，截至2023年末，公司总债务规模为10.02亿元，由短期借款、长期借款、应付债券、经营性债务（应付票据）构成。公司债务期限较合理，项目建设资金主要来源于长期债务。

其他经营性负债方面，应付账款为应付货款和工程设备款。长期应付款为新华基地搬迁产生的资金补偿，因搬迁工作尚未完成，暂列长期应付款，抵扣搬迁支出。

**表13 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	0.05	0.33%	0.48	3.06%	1.40	9.02%
应付票据	2.70	17.85%	2.57	16.41%	3.60	23.17%
应付账款	2.95	19.50%	3.30	21.02%	3.04	19.59%
<b>流动负债合计</b>	<b>6.55</b>	<b>43.27%</b>	<b>7.39</b>	<b>47.14%</b>	<b>8.85</b>	<b>56.91%</b>
长期借款	1.58	10.46%	1.29	8.24%	0.00	0.00%
应付债券	5.71	37.71%	5.66	36.05%	5.43	34.91%
长期应付款	0.65	4.31%	0.69	4.38%	0.72	4.65%
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.59</b>	<b>56.73%</b>	<b>8.29</b>	<b>52.86%</b>	<b>6.70</b>	<b>43.09%</b>
<b>负债合计</b>	<b>15.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.54</b>	<b>100.00%</b>

总债务合计	--	--	10.02	63.89%	10.43	67.10%
其中：短期债务	--	--	3.06	19.49%	5.00	32.19%
长期债务	--	--	6.96	44.40%	5.43	34.91%

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

2023年公司销售收入略有下降，虽收现同比增加，但购买商品、接受劳务支付的现金也小幅增加，2023年公司经营活动净现金流有小幅下降，资金平衡能力略有削弱，但仍保持较好水平。公司现金类资产充足，净债务仍为负数，总体而言财务风险较低。

**表14 公司现金流及杠杆状况指标**

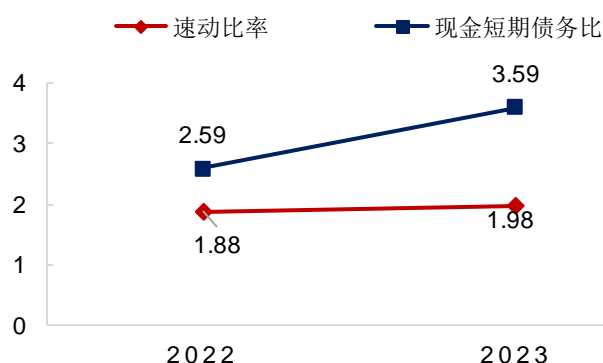
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.07	2.81	3.23
FFO（亿元）	--	3.50	3.84
资产负债率	38.11%	39.51%	41.64%
净债务/EBITDA	--	-0.07	-0.38
EBITDA 利息保障倍数	--	15.50	29.51
总债务/总资本	--	29.44%	32.37%
FFO/净债务	--	-1,156.04%	-205.32%
经营活动现金流/净债务	--	-928.76%	-172.80%
自由活动现金流/净债务	--	338.61%	105.47%

注：表中 FFO/净债务、经营活动现金流/净债务指标为负数，系净债务为负数。

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

公司速动比率、现金短期债务比指标均有所提升，现金类资产对短期债务的覆盖程度较好，同时未使用授信额度尚有一定规模，作为上市公司，公司还可进行增发等权益融资。整体来看，公司融资渠道多样，具有一定融资弹性。但公司整体规模相对不大，且控制权分散、无控股股东及实控人，需关注突发情况下公司流动性获取能力可能出现的变动。

本期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，因实施 2023 年年度权益分派，2024 年 6 月 18 日起本期债券转股价格从 31.86 元/股调整为 31.42 元/股，但 2024 年以来公司股票价格表现一般，整体在 20-29 元/股区间波动，截至 6 月 13 日收盘价为 25.22 元/股，仍低于调整后的转股价格，且本期债券自发行以来，转股比例很低，仍需关注未来股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

**图 9 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响，但公司属精细化工行业，具有易燃易爆、有毒、高温高压的生产特点，且属于国家环保政策重点调控的污染行业，持续面临安全生产及环保风险

#### 环境因素

根据公司提供的相关情况说明，过去一年，未发现公司因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等受到处罚。但公司所处精细化工行业属于污染行业，属国家环保政策调控的重点。随着国家和社会对环境保护要求的日益提高，国家将有可能颁布更高的环境保护标准。如果环保标准提高，公司对环境保护设施和日常运营管理的投入将进一步加大，从而影响公司盈利水平。

#### 社会因素

公司属精细化工行业，具有易燃易爆、有毒、高温高压的生产特点，不排除未来因生产过程管理控制不当或其他不确定因素发生导致安全事故，给公司财产、员工人身安全和周边环境带来严重不利影响的的风险。

#### 公司治理

2023 年 5 月，公司进行董事会及监事会换届选举，董事会及监事会成员发生一定变化，此后均保持稳定，总体来看，公司核心团队人员仍保持稳定。公司于 2020 年开展有一期股权激励计划，2023 年度公司股票期权共行权 96.03 万股，行权金额共计 1,915.80 万元。截至 2023 年 12 月 31 日，公司股票期权已全部行权完毕，累计行权 215.99 万股。

公司监事方军伟于 2023 年 1 月 3 日至 10 日之间，通过二级市场集中竞价方式卖出 25,400 股公司股票，占公司总股本的 0.013%，成交金额合计约 87 万元。2023 年 1 月 12 日公司披露《浙江新化化工股份有限公司 2022 年度业绩预增公告》，监事方军伟构成窗口期违规交易公司股票情形，公司于 2023 年 12 月 8 日收到中国证券监督管理委员会浙江监管局行政监管措施决定书（〔2023〕205 号）《关于对方军伟采取出具警示函措施的决定》。

同时我们也关注到，截至 2024 年 3 月末，公司仍无实际控制人和控股股东，且股权仍较为分散，可能存在股东意见不一致而无法决策或控制权发生变化进而影响生产经营和业务发展的风险。

## （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 4 月 7 日、2024 年 4 月 24 日），公司本部及子公司宁夏新化均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。

## 八、结论

公司属于精细化工行业，主要下游应用领域为农药、医药制造领域，农药行业未来市场空间或将保持平稳，同时医药制造领域仍有较大发展空间，下游需求或稳中有升，但原材料价格与石油价格息息相关，近年存在较大波动，预计未来将高位震荡，可能对公司产生一定成本压力。从细分行业来看，国内异丙胺和异丙醇产能相对集中，行业竞争格局相对稳定，公司产品较为多元，其中异丙胺在行业内地位较高，异丙醇产品也具有一定成本优势，合成香料业务经营稳定且产能将进一步增长，公司经营竞争力仍相对较强，但 2023 年公司脂肪胺业务板块受下游偏弱的市场需求及装置升级改造停工影响，产销量及价格水平有所下滑；目前公司主要在建项目为“新化转债”募投项目并计划进一步扩大香料产能，总体来看产能消化风险仍较高，同时也存在安全生产及环保风险、原材料价格波动风险和海外贸易风险等风险因素。此外，公司杠杆水平不高，各项偿债指标均表现较好，现金类资产充足，对短期债务的覆盖程度较好，且净债务仍为负数，总体而言财务风险仍较低。

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“新化转债”的信用等级为 AA-。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

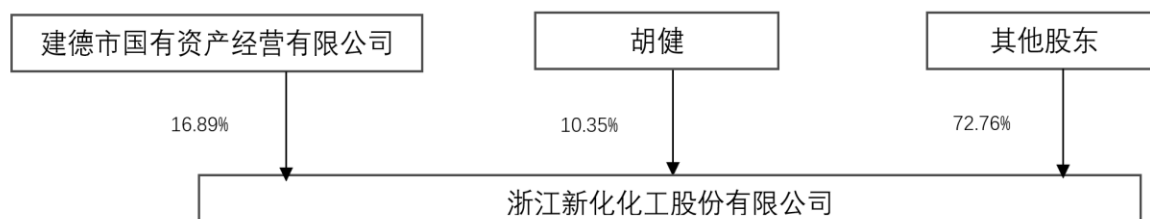
财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.06	7.32	6.83	4.12
应收账款	3.79	2.79	2.45	2.30
应收款项融资	3.88	3.65	3.76	3.41
存货	2.98	3.10	3.02	3.17
流动资产合计	17.65	17.76	19.66	15.78
固定资产	8.20	8.48	6.93	6.86
在建工程	11.53	11.07	9.01	3.46
无形资产	1.42	1.42	1.41	1.52
非流动资产合计	22.08	21.94	17.67	12.35
资产总计	39.73	39.71	37.33	28.13
短期借款	0.05	0.48	1.40	1.51
应付票据	2.70	2.57	3.60	3.39
应付账款	2.95	3.30	3.04	2.38
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	6.55	7.39	8.85	8.80
长期借款	1.58	1.29	0.00	0.26
应付债券	5.71	5.66	5.43	0.00
长期应付款	0.65	0.69	0.72	1.02
非流动负债合计	8.59	8.29	6.70	1.79
负债合计	15.14	15.69	15.54	10.58
总债务	--	10.02	10.43	5.56
所有者权益	24.59	24.02	21.78	17.55
营业收入	7.44	25.97	26.83	25.55
营业利润	1.02	3.41	4.14	2.49
净利润	0.88	2.89	3.70	2.10
经营活动产生的现金流量净额	-0.07	2.81	3.23	0.55
投资活动产生的现金流量净额	-0.77	-2.07	-5.51	0.85
筹资活动产生的现金流量净额	-0.47	-0.27	4.90	-0.48
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	4.51	4.98	3.40
FFO（亿元）	--	3.50	3.84	2.79
净债务（亿元）	--	-0.30	-1.87	-3.22
销售毛利率	22.28%	23.26%	23.57%	18.35%
EBITDA 利润率	--	17.38%	18.56%	13.32%
总资产回报率	--	9.43%	13.02%	9.35%
资产负债率	38.11%	39.51%	41.64%	37.62%



净债务/EBITDA	--	-0.07	-0.38	-0.95
EBITDA 利息保障倍数	--	15.50	29.51	42.20
总债务/总资本	--	29.44%	32.37%	24.05%
FFO/净债务	--	-1,156.04%	-205.32%	-86.58%
经营活动现金流/净债务	--	-928.76%	-172.80%	-17.07%
自由活动现金流/净债务	--	338.61%	105.47%	64.01%
速动比率	2.24	1.98	1.88	1.43
现金短期债务比	--	3.59	2.59	1.78

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

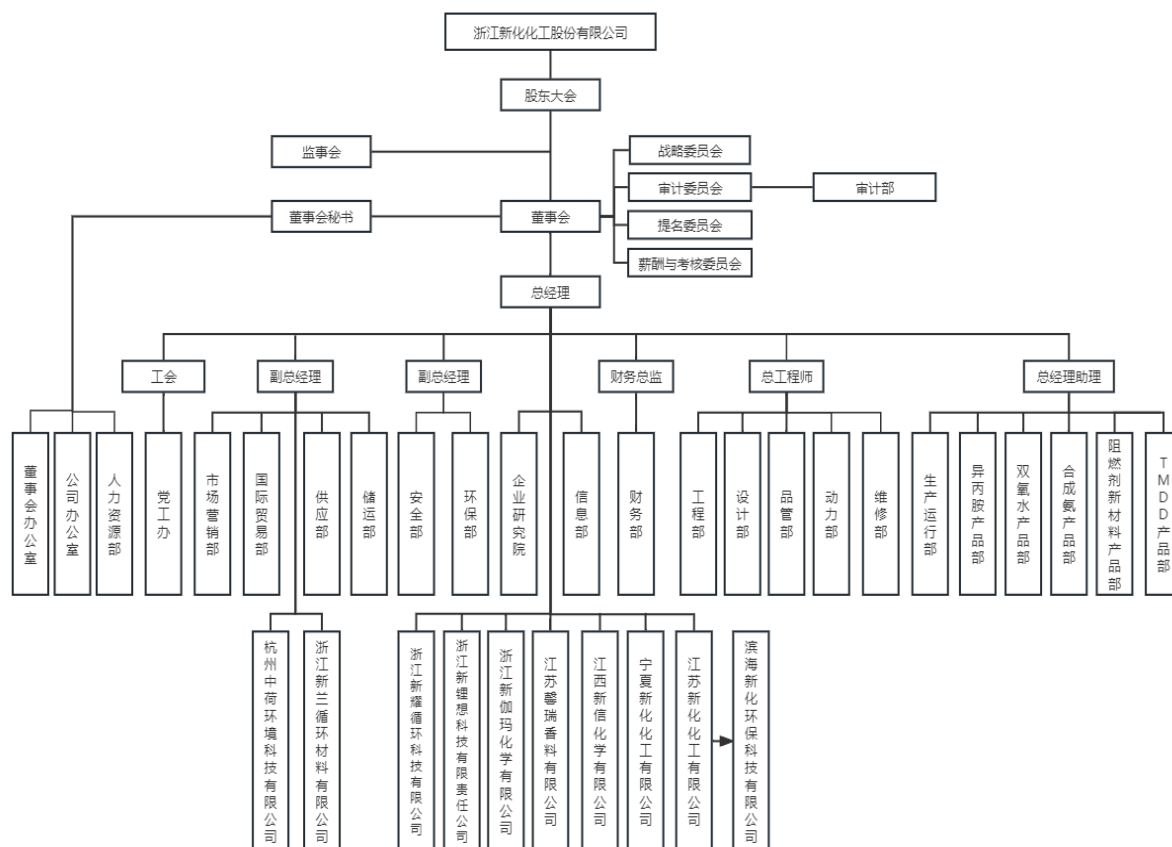
## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



---

资料来源：公司提供

### 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

## 附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股 比例	主营业务
江苏新化化工有限公司	12,000	100.00%	异丙醇生产销售
杭州中荷环境科技有限公司	2,100	100.00%	化工危废环保化处理
江西新信化学有限公司	3,500	100.00%	有机磷产品
宁夏新化化工有限公司	16,000	100.00%	合成香料、有机磷
浙江新伽玛化学有限公司	630	100.00%	表面活性剂
浙江新兰复合材料有限公司	2,000	100.00%	复合新材料
江苏馨瑞香料有限公司	4,000 万美元	51.00%	合成香料
滨海新化环保科技有限公司	500	100.00%	环境保护技术研发及其转让，污水处理等
建德市伽玛股权投资合伙企业（有限合伙）	300	32.00%	服务业
浙江新理想科技有限责任公司	1,000	79.60%	制造业
中景辉（杭州）创业投资合伙企业（有限合伙）	30,000	99%	服务业
浙江新耀循环科技有限公司	1,000	51%	制造业

注：公司对浙江新理想科技有限责任公司直接持股比例为 70%，间接持股比例为 9.6%。

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。