

2021 年度航锦科技股份有限公司信用评级报告

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

王君鹏 jpwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 11 月 16 日

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2021 年 11 月 16 日至 2022 年 11 月 15 日。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]3651M 号

航锦科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2021 年 11 月 16 日至 2022 年 11 月 15 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年十一月十六日

评级观点：中诚信国际评定航锦科技股份有限公司（以下简称“航锦科技”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司区位及规模优势，业务多元化程度不断提升，股东实力较强等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到化工行业周期性较强，公司盈利易因其波动，对外收购及控制权变更对运营管理和整合提出挑战，经营性应收款项和商誉规模较大，环保生产情况有待提升等因素对其经营及信用状况的影响。

概况数据

航锦科技（合并口径）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	42.22	44.50	48.29	48.06
所有者权益合计（亿元）	24.65	27.55	31.57	36.04
总负债（亿元）	17.56	16.95	16.72	12.02
总债务（亿元）	5.48	7.42	9.18	5.40
营业总收入（亿元）	38.25	37.74	35.36	34.70
净利润（亿元）	5.17	3.12	2.27	6.17
EBIT（亿元）	6.42	4.03	3.09	--
EBITDA（亿元）	8.11	5.83	4.97	--
经营活动净现金流（亿元）	4.03	2.20	1.81	4.70
营业毛利率(%)	25.76	23.06	21.06	29.97
总资产收益率(%)	15.99	9.29	6.65	--
资产负债率(%)	41.61	38.09	34.62	25.01
总资本化比率(%)	18.19	21.21	22.53	13.03
总债务/EBITDA(X)	0.68	1.27	1.85	--
EBITDA 利息倍数(X)	32.50	13.99	10.85	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年三季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：化工(C030000_2019_02)

航锦科技股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(25%)	营业总收入(亿元)*	37.12	7
	固定资产(亿元)	12.05	6
盈利能力(15%)	EBITDA 利润率(%)*	16.90	8
	总资产收益率(%)*	10.64	10
财务政策与偿债能力(30%)	总资本化比率(%)	22.53	10
	总债务/EBITDA(X)*	1.27	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	19.11	10
	经营活动净现金流/总债务(%)*	40.95	10
运营实力(30%)	产品结构及竞争力	6	6
	技术水平	7	7
打分结果			aa
BCA			aa-
支持评级调整			1
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、安全环保及特殊事件风险等因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正面

■ **东北地区最大氯碱化工企业，区域优势明显。**公司为东北地区最大的氯碱化工企业，在东北液碱市场长期占据主导地位，区域优势明显。

■ **业务多元化程度不断提升。**近年来公司通过收购打造化工和军工电子双主业，且电子板块由单一军工产品逐步调整为军工民用产品并举，业务多元化程度不断提升，且在军工电子业务方面具备一定的技术和研发优势，为业务发展奠定了基础。

■ **公司成为武汉市国资委下属企业，未来在产业发展等方面或可获得较好支持。**2021 年 1 月，公司原控股股东债务重组完成，武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”）成为公司间接控股股东，公司实际控制人变更为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）。武汉金控为武汉市政府直属的四大国有投资公司之一，也是武汉市政府唯一的产业型投资公司，综合实力较强，未来公司股东及实际控制人或能够结合当地产业、人才、资金等优势为公司军工电子产业发展提供支持。

关注

■ **化工行业周期性较强，公司盈利水平波动性较大。**化工行业周期性较强，2018~2020 年烧碱等产品价格下滑等导致公司营业总收入和净利润逐年下降；2021 年以来化工产品价格普遍上涨使得公司盈利水平大幅提升，未来产品价格及盈利变化情况有待持续关注。

■ **对外收购及控制权变更对运营管理和整合提出挑战。**近年来公司通过收并购对军工、电子领域进行布局，可能带来跨行业和多区域经营、不同管理模式及资金调配管理等一系列问题，加之 2021 年以来公司控股股东及实际控制人发生变更，为其运营管理和整合带来一定挑战。

■ **经营性应收款项及商誉规模较大。**公司军工电子业务结算账期长且票据结算较多令其经营性应收款项（应收票据+应收账款）规模较大，对营运资金形成占用；同时，对外收购布局军工电子板块形成较大规模商誉，商誉减值风险有待持续关注。

■ **环保生产情况有待提升。**由于设备老化故障及生产工艺局限性影响，近年来公司因废渣堆积及废物超排等现象受到行政处罚，环保生产情况有待提升。

评级展望

中诚信国际认为，航锦科技股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**净利润出现连续大幅亏损、财务杠杆大幅攀升、行业政策导致业务严重受限、控制权或股东发生重大不利变化或其他导致信用水平显著下降的因素。

评级历史关键信息

航锦科技股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
无	无	无	无	--	无

同行业比较

2020年部分化工企业主要指标对比表					
公司名称	总资产（亿元）	总负债（亿元）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
中盐红四方	138.59	92.16	81.56	2.43	3.61
利民股份	51.90	26.74	43.88	4.30	9.03
贵州轮胎	115.16	66.34	68.09	11.38	16.59
航锦科技	48.29	16.72	35.36	2.27	1.81

注：“中盐红四方”为“中盐安徽红四方股份有限公司”简称；“利民股份”为“利民控股集团股份有限公司”简称；“贵州轮胎”为“贵州轮胎股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

评级对象概况

航锦科技为 1997 年 9 月由葫芦岛市国资委下属锦化化工(集团)有限责任公司发起设立的股份有限公司, 原名锦化化工集团氯碱股份有限公司。1997 年 10 月, 公司于深圳证券交易所上市, 股票代码 000818.SZ。2010 年, 公司进行破产重整, 辽宁方大集团实业有限公司(以下简称“方大集团”)取得公司控制权。2016 年, 方大集团将其持有的公司 19,830 万股股份作价 19.83 亿元转让给新余昊月信息技术有限公司(以下简称“新余昊月”), 新余昊月成为公司控股股东, 2017 年公司进入电子产业, 形成“化工+电子”双主业发展模式。2020 年 9 月, 新余昊月与武汉新能实业发展有限公司(以下简称“新能实业”)签署《债务重组协议书》¹, 2021 年 1 月新余昊月将其持有的公司 1.13 亿股股份作价 28.10 亿元转让给新能实业并完成过户登记, 新能实业成为公司控股股东。目前, 公司业务形成了“化工、军工、电子”三大板块共同发展的经营策略。

产权结构: 截至 2021 年 9 月末, 公司注册资本为 6.83 亿元, 新能实业持有公司 16.61% 的股份, 为公司控股股东; 武汉市国资委为公司实际控制人。2021 年 8 月, 新能实业与新余昊月签署了《表决权委托协议》, 新余昊月将其持有的公司 0.71 亿股(占公司总股本的 10.42%)对应的表决权全部委托至新能实业, 有效期为新余昊月持有公司股份的整个期间。

表 1: 公司主要下属公司

全称	简称	持股比例
长沙韶光半导体有限公司	长沙韶光	100%
沈阳四四三五微电子有限公司	四四三五	100%
威科电子模块(深圳)有限公司	威科电子	100%
湖南九强讯盾信息技术有限公司	九强讯盾	51.00%
武汉导航与位置服务工业技术研究院有限责任公司	武汉导航院	43.66%
深圳市中电华星电子技术有限公司	中电华星	51.00%

¹新余昊月于 2016 年 5 月 25 日与武汉信用投资集团股份有限公司(与新能实业同为武汉金控下属公司, 以下简称“武汉信用集团”)等签署了《委托贷款委托合同》和《委托贷款借款合同》, 由武汉信用投资向新余昊月提供借款 13.83 亿元, 利率 19%/年, 借款期限三年。上述借款已

深圳威科射频技术有限公司	威科射频	44.00%
泓林微电子(昆山)有限公司	泓林微	45.00%
航锦锦西氯碱化工有限公司	锦西氯碱	100%

资料来源: 公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济: 2021 年前三季度, GDP 同比实现 9.8% 的较高增长, 但三季度同比增速较二季度回落 3.0 个百分点至 4.9%, 经济修复边际趋缓。展望四季度, 基数抬升叠加修复力量趋弱 GDP 增速或将延续回落态势, 剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

前三季度中国经济整体延续修复态势, 但产需正向循环的动态平衡尚未完全形成。从生产端看, 前三季度工业增加值同比增速逐月回调, 两年累计复合增速较疫情前仍有一定回落空间, “双限双控”政策约束下制造业增加值同比增速在三季度出现下调; 服务业持续修复但受疫情局部反复影响较大, 内部增速分化扩大, 信息传输、软件和信息技术等高技术服务业加速修复, 而接触性服务业、房地产等行业修复力度边际趋缓。从需求端看, 前三季度投资、社零额两年复合增速仍显著低于疫情前, 出口保持高增长但可持续性或不稳固。其中, 房地产投资对投资的支撑作用明显, 但在融资及土地购置严监管下后续下行压力较大, 财政后置、地方化债约束以及专项债优质项目储备不足等多重因素影响下基建投资托底作用尚未充分显现, 制造业投资边际回暖主要受出口高速增长拉动, 但剔除价格上涨因素之后出口规模增速或有所下调, 叠加全球经济产需错配逐步纠正, 出口错峰增长效应后续或弱化, 社零额增速修复受限于疫情反复以及居民收入增速放缓, 短期内较难期待边际消费倾向出现大幅反弹。从价格端看, 国际大宗商品价格上行叠加国内“双碳”目标约束, 上游工业品通胀压力犹存, PPI 与 CPI 之差持续扩大, 企业利润占比或持

于 2019 年 7 月 4 日届满, 此后武汉信用集团将债权全部转让给新能实业, 确认债权总额 28.10 亿元。

续向上游倾斜。

宏观风险：经济修复走弱的过程中伴随着多重风险与挑战。从外部环境看，新冠病毒变体全球蔓延，疫苗技术及接种水平或导致各国经济复苏分化，美联储 Taper 落地及发达经济体加息预期或对新兴经济体的金融稳定带来一定外溢效应，中美冲突短期缓和但大国博弈基调不改。从内部挑战看：首先，防控目标“动态清零”下疫情反复依然影响相关地区的经济修复。其次，需求偏弱叠加原材料价格上行，微观主体面临市场需求与成本的双重压力。再次，再融资压力与生产经营压力并存，尾部民营企业风险或加速暴露，其中房地产行业信用风险持续释放，需警惕房地产调整对关联行业及地方财政的外溢影响。第四，“双限双控”政策或继续对生产形成扰动，“双碳”约束下能源成本或有所上行。

宏观政策：面对宏观经济修复趋缓以及多重风险并存，宏观调控需在多目标约束下持续巩固前期复苏成果，通过加强跨周期调节进一步托底经济增长。前三季度宏观政策以稳为主，宏观杠杆率总体稳定。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，央行流动性管理以“等量平价”为显著特征，7月进行降准操作但货币政策稳健基调未改，在实体融资需求趋缓以及 PPI 高位运行下四季度货币政策全面宽松的基础较弱。从财政政策看，前三季度财政预算支出增速显著低于收入增速，专项债发行力度逐步增强，“财政后置”作用下四季度财政支出及专项债发行将提速，基建投资的支撑作用或有一定显现，同时财政支出将持续呵护民生与促进就业，但财政收支紧平衡、地方化债压力以及专项债项目审批趋严对财政政策的宽松力度仍有约束。

宏观展望：当前经济恢复仍不稳固、不均衡，四季度 GDP 增速仍有回落压力，但全年经济增速仍有望录得近年来的高位，两年复合增速或将回归

至潜在增速水平。随着基数走高以及经济修复趋缓延续，2022 年 GDP 增速或进一步回落。

中诚信国际认为，总体来看中国经济修复基本态势未改，供需缺口持续弥合，宏观政策储备依然充足，跨周期调节仍有持续稳定经济增长的能力和空间。中长期看，中国内需释放的潜力依然巨大，能源结构转型也将带来新的投资机会，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

2020 年化工²行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5 月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计 2021 年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020 年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工品的需求；医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3 月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下

² 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

2020年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。其中，新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，其中湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。

表 2：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

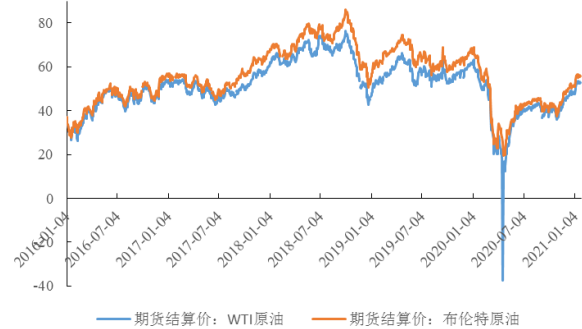
产品	2019		2020	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸（折 100%）	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱（折 100%）	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱（碳酸钠）	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9
化学农药原药（折有效成分 100%）	225.4	1.4	214.8	-1.1
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从成本端来看，化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下，全球经济受到沉重打击，石油需求出现大幅萎缩，供需失衡令产油国库存高企，国际原油价格快速下跌，4月20日美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货5月结算价暴跌至-37.63美元/桶；随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启，油价逐步反弹。2020

年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 39.58 美元/桶和 43.21 美元/桶，同比分别下降约 17.45 美元/桶和 20.96 美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响，2020 年上半年天然气价格持续下跌；下半年以来，疫情缓和以及下游需求回暖，天然气消费量上升，价格亦反弹明显，LNG 市场价格较上半年增长 7.99%，不过全年均价仍同比下降约 16.79%。自供给侧改革以来，煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳，2020 年以来呈小幅下降态势，整体降幅较为平稳，截至 12 月末国内无烟煤（2 号洗中块）市场价为 900 元/吨，较年初下降 15.75%。总体来看，2020 年原油价格的超预期下跌将严重削弱石油开采企业的盈利空间，短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企，随着油价及下游产品价格缓慢恢复，油制产业链盈利提升，同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击；接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。预计 2021 年，OPEC+ 执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑，但疫情对经济和原油需求的拖累将持续存在，加之当前原油供大于求的格局下，油价或将处于中枢区间。

图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）

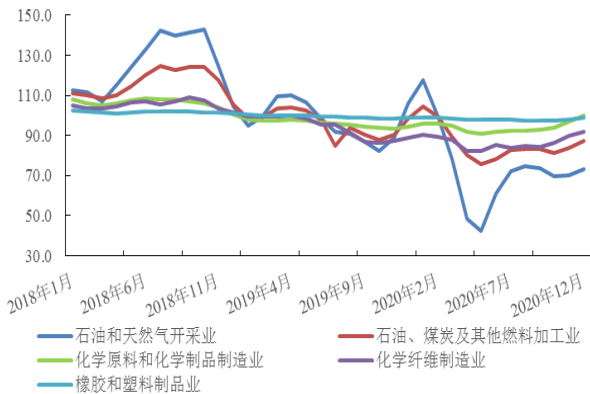


资料来源：Choice，中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响，2020 年 1~5 月化工产品价格整体下跌；随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产，化工产品价格底部复苏，全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看，自 2020 年 2 月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均弱于上年

同期且分化较为明显。

图 2：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020 年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降 15.5% 和 8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020 年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿

色化改造；全面实行排污许可制，推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严，短期看，不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020 年一季度受新冠疫情影响较大，化工企业普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，叠加原油价格大幅下跌，营业总收入同比下降，亏损企业数量大幅增至 89 家。进入二季度后，随着国内疫情逐步得到控制，企业开工率有所回升，4~6 月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升；但由于原油及其炼化产品价格处于低位，石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降，且仍呈亏损状态。三季度以来，在国内疫情防控措施得力的背景下，工业生产保持快速增长，各行业需求持续复苏，第三季度营业总收入环比增长；行业亏损企业数量降至 43 家。总体来看，2020 年化工行业营业总收入同比下降，盈利能力有所弱化，但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，盈利能力持续修复。

表 3：2020 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业亏损总额（亿元）		营业收入（亿元）		利润总额（亿元）	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)
石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
化工行业	2,263.8	--	144,171.3	-8.07	7,328.3	-8.99

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021 年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下，终端行业将延续回暖态势，国内化工产品整体需求将提升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

随着军队改革持续深化、军民融合不断推进，国防科技工业仍具有较大发展空间

近年来，我国经济实力和综合国力显著增强，军费开支也保持增长态势。由于国际安全局势日益复杂、我国军队改革的持续深化和新一代武器装备

换代的全面开展，2020年我国国防支出预算约为12,680亿元，同比增长6.6%，但我国国防费用占GDP的比例仍处于低位。从我国军费的结构来看，装备费、人员生活费、训练维持费各占1/3左右，其中装备支出低于主要军事国家40%以上的比例。未来，在国家综合国力、安全环境和全球战略形势深刻变化的大背景下，保持与经济增长同步的军费开支能够对国防安全起到保障作用，我国国防费用支出预计将保持稳中有升的增长趋势，亦将对军工装备生产企业的经营形成有力支撑。



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从发展方向来看，我国军民结合、寓军于民的发展格局已基本形成，军民结合优势产品正在形成新的经济增长点。政府近年来相继出台了一系列政策鼓励军民融合发展，例如完善武器装备竞争性采购制度、健全市场准入制度、加强军民通用标准研究、完善军产学研协同创新及科技资源开放共享机制等，营造了军民融合发展的良好环境，支持民营企业进入国防建设领域。

业务运营

2018~2020年公司营业总收入持续下降。具体来看，化工为公司传统业务，受核心产品液碱销售均价持续下滑等影响，该板块业务收入逐年下降，不过仍为公司最主要的收入来源，其占营业总收入的比重保持在80%以上。2017年公司以现金支付的方式收购了长沙韶光70%和威科电子100%的股权，

新增军工电子板块收入。2019年，受外部市场环境和国家产业政策导向的影响，公司电子板块由“单一军工产品”调整为“军工民用产品并举”，加之中电华星全年收入并表等影响³，当年军工电子板块收入同比增长76.14%。2021年前三季度，化工产品销售价格普遍上涨带动公司营业总收入同比增长40.80%。

表4：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
化工行业	34.20	30.60	28.69	29.07
其中：液碱	12.69	11.16	8.32	6.45
聚醚	7.74	7.93	6.82	8.49
环氧丙烷	6.59	4.92	7.29	7.30
聚氯乙烯	3.19	2.97	2.98	2.84
氯化苯	1.71	1.38	1.05	1.46
军工+电子行业	4.05	7.14	6.67	5.63
其中：军品	3.17	3.03	2.64	--
民品	0.91	4.11	3.93	--
营业总收入	38.25	37.74	35.36	34.70
占比	2018	2019	2020	2021.1~9
化工	89.40	81.08	81.13	83.78
其中：液碱	33.16	29.56	23.53	18.59
聚醚	20.23	21.01	19.29	24.47
环氧丙烷	17.23	13.04	20.62	21.04
聚氯乙烯	8.35	7.88	8.44	8.18
氯化苯	4.46	3.66	2.98	4.21
军工+电子行业	10.60	18.92	18.87	16.22
其中：军品	8.30	8.02	7.48	--
民品	2.38	10.90	11.10	--

注：其他业务板块包括氯、四氯化钛、二氯丙烷、氢气等；因四舍五入，合计数可能存在尾差；2018年统计数据中包含威科电子与长沙韶光发生关联方销售634.85万元。

资料来源：公司提供

作为东北地区最大氯碱化工企业，公司区域优势明显，近年来主要产品保持了较高的产能利用率及产销率；2018~2020年核心产品液碱销售价格低迷，2021年以来各产品销售均价均大幅提升

公司前身为始建于1939年的锦西化工总厂，化工业务经过多年发展，目前已形成了烧碱（液碱）、环氧丙烷、聚醚为主，兼产液氯、氯化苯及聚氯乙烯等化工品的产业布局。截至2021年9月末，公司烧碱、环氧丙烷和聚醚的年产能分别为43万

³ 2018年10月公司完成对中电华兴100%股权收购并于12月1日起将其纳入合并报表范围。

吨、12万吨和17.5万吨（实际生产能力）。

公司烧碱、环氧丙烷采取“以产定销”的生产经营模式，除烧碱2020年因疫情原因生产负荷有所降低外，近年来产能利用率处于很高水平。环氧丙烷除直接对外销售外可进一步加工成聚醚，由于聚醚型号众多，一般根据客户的需求“以销定产”，同时根据环氧丙烷-聚醚的价差情况在直接出售环氧丙烷或将其进一步加工成聚醚再进行销售间进行适时调整。除上述主要产品外，公司还兼产聚氯乙烯、氯化苯等产品以平衡生产液碱过程中所产生的氯气，其中近年来受销售价格下滑及环保政策趋严等影响，氯化苯产量有所下降。

表5：公司主要化工产品产销情况（万吨、元/吨）

		2018	2019	2020	2021.1~9
液碱	产量	43.72	43.80	41.56	31.98
	销量	42.44	42.68	41.35	32.10
	销售均价	2,990	2,626	2,013	2,011
聚醚	产量	8.47	9.76	7.37	6.34
	销量	7.26	8.74	6.67	5.90
	销售均价	10,566	9,078	10,230	14,395
环氧丙烷	产量	12.45	12.52	12.38	9.40
	销量	6.52	5.68	6.98	4.88
	销售均价	10,109	8,677	10,448	14,943
聚氯乙烯	产量	5.55	5.13	5.30	3.59
	销量	5.57	5.13	5.19	3.67
	销售均价	5,731	5,802	5,751	7,744
氯化苯	产量	3.54	3.44	2.89	2.15
	销量	3.55	3.45	2.89	2.15
	销售均价	4,807	4,008	3,645	6,809

注：液碱按照折百计算。

资料来源：公司提供

销售方面，液碱由于其物理及化学性质，合理销售半径一般为500公里，作为东北最大的氯碱化工企业，公司区域优势明显，在东北液碱市场长期占据主导地位，产品以直销为主，主要销售客户包括吉林化纤股份有限公司、鞍钢集团有限公司、中信钛业股份有限公司等多家东北地区的大型国有企业、上市公司。环氧丙烷、聚醚等产品除在东北销售外还销往华北、华东、华中等地区，由于单一用户需求较小，产品销售以经销为主。近年来公司各产品保持了较好的产销率。销售价格方面，2019年由于原油价格中枢回落以及国内经济增速放缓，

化工行业景气度下行，除聚氯乙烯外公司各主要化工产品销售均价均有所下滑。2020年烧碱市场仍保持供大于求的态势，公司烧碱销售价格进一步下滑；下半年以来随着国际油价反弹以及疫情逐步受控后下游软泡行业需求恢复，聚醚、环氧丙烷价格快速反弹。2021年国内经济持续复苏，原油等大宗商品供需错配以及全球宽松的货币政策等导致化工品价格上涨。其中，9月以来烧碱销售价格快速回弹，但1~9月销售均价较去年全年均价仍略有下降；其余各产品销售均价均有较大幅度回升。结算方面，公司液碱直销采用现汇为主的结算方式，账期约为一个月；液碱经销或其他品种销售一般为款到发货。

生产技术与研发方面，公司采用离子膜电解法生产烧碱、采用氯醇法生产环氧丙烷，生产工艺已十分成熟，但由于建厂时间较早，单一装置产能较小且部分生产设备出现不同程度老化，需持续通过技改、维修或更新设备以保证生产稳定并降低能耗。公司化工研发中心为辽宁省省级技术中心，研发重点主要集中在聚醚新产品，近年来研发了高回弹聚醚 JH-3548、通用型硬泡聚醚 JH-4112、消泡剂型聚醚 XP-302、XP-303、胶黏剂型聚醚 ED-28 等多种聚醚产品以满足下游客户的不同需求。同时公司亦开发食品级氢氧化钠、聚醚食品级消泡剂和食品级盐酸以拓展产品销售范围。除在传统的基础化工板块保持区域龙头优势外，公司积极转型氢能源利用和开发，2019年投资3,888万元建设3,000Nm³/h高纯氢气充装站项目，对烧碱副产品氢气进行加压充装后进行远程运输及销售，氢气纯度可达99.999%，该项目已于2021年8月17日完成投料试车，未来将对公司收入形成一定程度补充。

公司化工业务采购的主要原材料包括丙烯、电石、工业盐、纯苯等大宗原料，2020年上述原材料采购额占采购总额的比重分别为47.40%、15.80%、13.20%和5.60%，主要供应商包括中国石油天然气股份有限公司东北化工销售辽西分公司（以下简称“中石油辽西分公司”）、内蒙古白雁湖化工股份有

限公司等。原盐主要从印度采购，2020年以来受疫情影响运输等，公司加大国内采购。公司自备电厂可供应部分电力，电力主要仍从国网辽宁省电力有限公司葫芦岛供电公司进行采购。近年来公司不断拓展采购渠道，打破原有独家供货模式，逐步引进贸易商进行比价采购以降低采购成本并降低供应商较为集中的风险，但目前供应商仍相对较为集中，2018~2020年前五名供应商采购额占采购总额的比重分别为63.18%、59.02%和48.54%。采购价格方面，受原油价格波动下行等影响，2018~2020年公司丙烯、纯苯采购均价不断下降；工业盐采购均价则因采购品级较高、汇率变动及国内采购增加等逐年提升；电石采购均价较为稳定。2021年以来各原材料采购价格均有很大涨幅。结算方面，公司同中石油辽西分公司采购商品需全额预付款，电石采购以预付款为主，账期一般为一周，其余采购主要为货到付款。

表 6：近年来公司化工板块主要原材料、能源采购情况
(万吨、元/吨、亿度、元/度)

		2018	2019	2020	2021.1-9
丙烯	采购量	10.29	10.34	10.22	7.79
	采购均价	7,059	6,242	5,857	6,807
纯苯	采购量	2.54	2.46	2.08	1.52
	采购均价	5,333	4,136	3,379	5,863
电石	采购量	7.41	6.75	6.99	4.80
	采购均价	2,885	2,831	2,859	4,240
工业盐	采购量	69.03	68.37	69.80	48.92
	采购均价	231	249	264	382

表 7：近年来公司主要资产收购情况 (亿元、%)

标的	应用领域	重点产品	金额	股权取得时间	出售方	2020 年末总资产	2020 年末净资产	2020 年营业总收入	2020 年净利润	业绩承诺情况
威科电子	航空 航天、兵器	厚膜集成电路	4.50	2017/9	张亚、北京恒燊泰、上海典博、周文梅	4.84	2.73	3.68	0.34	已完成
长沙韶光	航空 航天、兵器	图形处理芯片	10.01	2017/9、2018/10	上海典博、张亚、新创韶光；新余环亚	10.36	6.96	3.03	0.69	已完成
中电华星	军工、通讯	模块电源	0.57	2018/12	中国电子器材、安拓普、张志浩、严莉、李湘昭、熊辉	2.58	0.65	1.88	0.05	无承诺
武汉导航院	导航、定位	芯片、板卡、智能终端解决方案	1.77	2020/1、2021.4、2020/8	英之园科技；光谷产投	3.59	3.36	0.10	-0.08	无承诺
泓林	通讯	毫米波通讯	0.23	2020.10	--	0.29	0.20	0.05	-0.007	无承诺

电	采购量	11.02	10.21	9.85	7.66
	采购均价	0.434	0.503	0.493	0.564

资料来源：公司提供

通过外部收购布局军工、电子领域；军工客户合作较为稳定但账期较长、民用领域具备一定研发实力但盈利能力较弱，未来板块内部协同效应显现情况仍有待观察

2017年公司分别以现金4.50亿元收购威科电子100%股权、6.28亿元收购长沙韶光70%股权，布局军工领域。其中，长沙韶光始建于1960年，是我国军用集成电路系列产品的供应商，拥有军工三级保密资格等齐套的军工资质，具有军用集成电路产品研发能力及完整的封装测试考核后道生产线，产品包括可编程逻辑电路、存储器、图形处理器等，客户体系涵盖了我国各大军工集团及下属单位、民营军工企业等国内重点武器装备生产企业。威科电子为一家设计、生产和销售厚膜混合集成电路的企业，在标准厚膜混合集成电路领域有着三十年左右的生产和销售经验，产品覆盖军工、航天、通信等领域，拥有武器装备质量管理体系认证证书、军工保密资格证书等军工资质。此后，公司又陆续收购了长沙韶光剩余30%股权、中电华星51%股权、武汉导航院43.66%股权、泓林微45%股权，进一步完善军工电子行业布局的同时将较为单一的军工产品结构调整为军工、民用产品并举，涉及航天、航空、兵器、通讯、导航等多个领域。

微	用射频器件								
---	-------	--	--	--	--	--	--	--	--

注：中电华星为威科电子子公司；泓林微为增资方式。

资料来源：公司提供

由于军工产品定制化及保密要求较高，公司军工产品除进行自主研究开发外，还承接了部分国家、地方、军队科研项目，成立联合研发项目，直接面对客户了解产品需求，完成产品开发、产品认证且就产品价格、供货周期、技术服务等商务条款与客户达成一致后即保持长期合作，客户粘性较高。随着我国武器装备国产化率的不断提高，凭借较好的研发实力以及良好的市场开拓，公司在可编程逻辑器件（FPGA）、微处理器、存储电路、接口电路、模拟电路（模拟开关类）等形成了自主的拳头产品，具备一定市场认可度。中诚信国际关注到，公司军用产品与客户形成了长期稳定的合作关系，下游采购较为稳定，对销售稳定性提供了一定保障，但军工品客户付款账期亦较长，对公司资金形成了一定占用。

2019年以来公司在军用集成电路的基础上，向民用芯片产业和民用市场拓展。其中中电华星同时覆盖军、民两个市场，而武汉导航院、泓林微等子公司产品主要以民用市场为主。具体来看，中电华星成立于2001年，主营产品包括模块电源、定制电源、大功率电源等。武汉导航院为北斗高精度定位服务的供应商，研发实力较强，目前形成了以中国工程院刘经南院士，中组部“千人计划”专家韩绍伟博士为首的优秀技术团队，拥有国家乙级测绘资质、自主研发了北斗高精度芯片、高精度OEM板卡及GNSS接收机、北斗高精度位置服务平台等4大类别16个系列产品体系，主要应用于无人机、测绘、形变监测、安全/辅助驾驶等多个行业，目前已签约的主要项目包括贵州省、湖北省等地的地灾监测项目、湖北省驾校计时培训项目、环卫车项目等等。泓林微成立于2015年，从事微波射频电路、数字电路、微波通信天线、可视化物联网产品等业务，主要以ODM/OEM模式为国内、外的通信运营商、通信设备制造商及国内相关单位、院所提供开发设计和产品加工等服务。由于成立时间较短，近年来

泓林微尚处于业务布局阶段，其中2020年完成IPD/SiP器件研发和销售团队组建工作；完成19种、超过80款射频芯片流片；作为华为二级供应商配合一级供应商研发4个华为5G微基站项目，当年末已完成小批量的出货及客户认证验。

整体来看，近年来公司新增订单总额较为稳定，目前在手订单可为未来收入提供一定保障。各产品客户重合程度不高，客户集中度较为适中。中诚信国际认为，公司通过一系列收购实现了军工电子业务的快速布局，打造了以核心芯片和通信业务为发展核心，集半导体材料、芯片、组件的研发设计、集成、封测为一体的电子业务生态链。但目前除威科电子、长沙韶光和中电华星经营及盈利体系已较为成熟外，武汉导航院、泓林微仍处于发展阶段，盈利能力较弱，且各企业间产品类型较为分散，协同效应显现情况尚待关注。

表 8：近年来公司电子板块新增订单情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~9	截至2021年9月末在手订单
军用	3.64	3.06	3.53	2.71	1.30
民用	4.51	5.55	4.56	1.84	0.54
合计	8.15	8.61	8.09	4.55	1.84

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司各子公司分别进行自主采购，采购的原材料较为多样化，其中主要原材料包括电子元器件、芯片等等，但由于各子公司业务及产品不同，采购的电子元器件及芯片亦存在差异性。

战略规划及管理

化工、军工、电子三大板块共同发展，在建项目投资支出较小，未来各业务投资规划有待关注

未来公司将以化工、军工板块为底层资产，做大做强电子板块、实现“化工、军工、电子”三大板块共同发展。通过结构优化调整、资源赋能等方式加速各业务单元的业务成长、实现自我循环和相

互间业务协同。截至 2021 年 9 月末，公司主要在建项目计划总投资额 0.60 亿元，已投资 0.45 亿元，在建工程投资支出较小。不过，公司未来化工装置的升级改造或将需要一定资本支出规模，同时近年

来公司持续通过收购的方式对军工、电子板块进行布局，未来仍或将有关投资计划，中诚信国际将对此保持关注。

表 9：截至 2021 年 9 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2021.10~12 投资	2022 年计划投资	预计完工时间
1,500m ³ /h 污水站提标改造项目	0.60	0.45	0.05	0.10	2022 年
3,000Nm ³ /h 高纯氢气充装站建设项目	0.37	0.31	-	0.06	2022 年
合计	0.97	0.76	0.05	0.16	--

资料来源：公司提供

法人治理结构完善，但对外收购为公司的运营管理带来一定挑战；环保生产情况有待改善

公司按照公司法和有关规定建立了以股东大会为权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构、经营管理层为执行机构，各司其职、各尽其责、相互协调、相互制衡的法人治理结构。公司董事会设董事 9 名，其中 7 人由新能实业委派，2 人由新余昊月委派。公司设立了综合管理中心、财务管理中心、电子（民品）事业部、军工事业部、化工事业部、风控合规中心、资本运营部等职能部门，法人治理结构较为完善。公司在资金管理、关联交易、重大投资、对外担保、安全环保和质量管理方面已建立起较为全面且基本契合公司运营和管理现状的管理体系，能够保障业务运营效率以及资产安全。此外，为维持公司持续经营和管理稳定，新能实业和新余昊月进行债务重组时约定，重组完成后公司仍由原经营管理团队继续负责经营管理，并约定经营业绩承诺：2021~2023 年公司扣除非经营损益的归母净利润分别不低于 3 亿元、3.3 亿元和 3.7 亿元，业绩承诺以三年整体口径考虑，若未能完成，则由董事长蔡卫东⁴以现金方式向公司补偿。未来管理团队的持续稳定有待观察。

近年来公司依靠并购、整合的方式对军工、电子领域进行布局，扩大经营规模，提高业务多元化程度。但并购整合的同时也会带来跨行业和多区域

经营、不同管理模式以及资金的调配管理等一系列问题，为运营管理和整合带来一定挑战。

安全环保生产方面，由于公司采取氯醇法生产工艺进行环氧丙烷生产，该工艺下每生产 1 吨环氧丙烷约会生成约 1.2 吨废渣，难以处理，公司前期未能及时、有效处理该副产品导致厂区内现堆积超 300 万吨废渣。自 2018 年起，公司对新增的废渣及时处理或转移处置，逐步减少现有堆存量，将废渣堆存数量逐步控制在合理范围内。但由于累计废渣堆存量较大，目前公司尚无法一次性解决该问题。在当前环保要求日趋严格的情况下，若新增废渣无法及时处理，或将影响公司日常经营；同时公司亦面临短期内投入较大资金对原有渣堆进行转移处理的问题。此外，由于设备老化故障，近年来公司出现多次尾气、污水超标排放并受到行政处罚。在出现超排现象后公司及时组织停产整治，并通过复查。在国家安全环保政策趋严的背景下，环保事故的发生或将影响公司整体生产运营和经营业绩，中诚信国际将对公司环保生产情况保持关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年度财务报告以及未经审计的 2021 年三季度财务报表。各期财务数据均为财务报表期末数。

⁴ 董事长蔡卫东由新余昊月委派。

盈利能力

受化工行业景气度下行、军工电子板块子公司计提减值和成本上升等影响，近年公司盈利水平有所下滑，但 2021 年以来随着化工行业回暖，盈利能力显著提升

2018~2020 年公司营业毛利率呈下滑趋势。具体来看，由于销售价格持续下降，加之人民币汇率波动等令自印度进口原盐的平均采购成本有所抬升，液碱毛利率逐年降低；聚醚和环氧丙烷价格受下游需求影响波动较大，2020 年下半年市场需求旺盛带动二者去年销售均价同比大幅回升，毛利率明显改善；聚氯乙烯和氯化苯的收入与成本倒挂，公司为平衡液碱生产中所产生的氯气，仍保持正常生产。此外，2020 年以来将属于合同履约成本的运费及出口费用计入营业成本，亦令该期间毛利率摊薄。电子板块中，军工产品受益于良好的订单获取，利润空间维持高位；公司自 2019 年开始进入毛利相对较低的民用电子领域，加之原材料采购成本上升，电子板块综合毛利率有所下降。2021 年以来，化工行业景气度大幅回升，公司主要产品销售价格快速上涨，带动前三季度营业毛利率上升较多。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

	2018	2019	2020	2021.1~9
化工行业	22.44	18.55	16.59	31.81
其中：液碱	68.62	60.68	36.42	45.18
聚醚	4.72	-2.14	12.12	32.43
环氧丙烷	17.15	4.31	21.62	40.81
聚氯乙烯	-7.62	-3.56	-5.43	-1.76
氯化苯	11.86	-2.40	-0.85	22.96
军工+电子行业	53.84	42.39	40.29	42.00
其中：军品	57.81	57.44	57.27	--
民品	38.17	31.31	29.58	--
营业毛利率	25.76	23.06	21.06	29.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用小幅波动。由于自 2020 年起执行新收入准则，将属于合同履约成本的运费及出口费用计入营业成本，当年销售费用同比下降较多；因子公司中电华星、九强讯盾和武汉导航院持续推进产品研发创新工作，研发费用呈增长态势，并使管理费用维持在一定规模；财务费用随着债务规模

增加而逐年增长。总体来看，公司期间费用率处于行业合理水平，费用管控能力较强。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，因主要产品盈利能力下滑，2018~2020 年经营性业务利润和利润总额整体呈下降趋势。资产减值损失对利润总额造成一定侵蚀，其中 2020 年计提较多，主要系对盈利能力较弱的子公司中电华星和武汉导航院确认了商誉减值损失以及对固定资产计提减值准备等增加。盈利能力弱化使得 EBIT 和 EBITDA 持续下降，EBITDA 利润率和总资产收益率亦随之下行。2021 年前三季度，随着化工行业进入景气周期，公司盈利能力显著改善，经营性业务利润和利润总额已大幅超过去年全年水平。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~9
销售费用	1.03	1.27	0.43	0.45
管理费用	2.69	2.86	2.57	2.35
财务费用	0.25	0.39	0.42	0.23
期间费用合计	3.97	4.52	3.42	3.03
期间费用率(%)	10.38	11.98	9.66	8.74
经营性业务利润	5.32	3.78	3.81	7.06
资产减值损失	0.18	0.12	0.88	0.01
利润总额	6.17	3.61	2.63	7.07
EBIT	6.42	4.03	3.09	--
EBITDA	8.11	5.83	4.97	--
EBITDA 利润率(%)	21.21	15.44	14.05	--
总资产收益率(%)	15.99	9.29	6.65	--

注：“管理费用”包含“研发费用”，“资产减值损失”包含“信用减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

资产及所有者权益规模稳步增长，资本结构稳健，财务杠杆比率在行业内处于较低水平；经营性应收款项规模较大，对营运资金形成占用；收购形成的商誉较高，需关注减值风险

随着公司合并范围的扩大及业务运行等，近年末总资产规模稳步增长。公司流动资产主要由应收账款、应收票据、存货和货币资金构成。受益于经营获现及银行借款增加，货币资金保持增长，2021 年三季度末规模有所下降，系偿还银行借款和分配股利所致；截至 2021 年 9 月末，货币资金受限 0.55

亿元，受限比例 25.70%，主要为票据保证金。近年来存货逐年增加，主要系军工电子业务在产品成品库存增加所致。公司军工电子业务账期较长且采用票据结算较多，令经营性应收款项规模持续增加，对营运资金形成占用。截至 2020 年末公司应收账款账面价值 4.44 亿元，账款以一年内为主，集中在军工电子板块，前五大应收账款占比为 32.63%；当期末累计计提坏账准备 0.60 亿元，主要为以前年度形成。

非流动资产主要为固定资产、无形资产和商誉，近年来规模较为稳定。随着厂房和机器设备等处置、报废及计提折旧，公司固定资产规模不断下降。无形资产主要为土地使用权和专有技术，2020 年因合并武汉导航院，期末规模同比增加。近年来公司通过并购扩大经营范围，形成较大规模商誉，其中因收购长沙韶光形成商誉 5.04 亿元，收购威科电子形成商誉 3.58 亿元；由于子公司中电华星和武汉导航院盈利能力尚较弱，2020 年对收购上述两家公司形成的商誉全额计提了合计 0.33 亿元的商誉减值准备，未来商誉减值风险有待关注。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	2.82	3.09	3.75	2.14
存货	3.24	3.63	4.36	5.02
应收票据	2.13	4.72	4.49	3.27
应收账款	4.13	3.85	4.44	5.85
预付账款	0.47	0.28	0.33	1.14
流动资产	13.50	16.10	18.16	18.36
固定资产	13.24	12.44	12.05	11.36
无形资产	5.30	5.14	6.11	5.98
商誉	8.81	8.83	8.65	8.65
非流动资产	28.71	28.40	30.13	29.70
总资产	42.22	44.50	48.29	48.06

注：“无形资产”包含“使用权资产”；“应收票据”包含“应收款项融资”中的票据部分。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债主要为流动负债，2021 年 9 月末占比超过 80%。随着公司增加货款结算，近年应付账款余额有所下降；公司早期对外收购形成了较大规模的应付股权款，但通过陆续偿还，规模逐年下降，截至目前已基本付清。有息负债方面，公司近年来

加大票据贴现力度，已贴现未到期的不终止确认的票据及流动资金借款增加令 2018~2020 年末债务规模逐年上升；2021 年以来公司加大短期借款偿还力度，使得期末有息债务规模下降较多，同时增加长期借款的使用，债务期限结构有所改善。

随着利润积累及并表范围增加，近年来公司未分配利润和少数股东权益实现增长，盈余公积亦呈上升态势，带动所有者权益规模持续增加。2020 年公司回购注销激励对象持有的部分限制性股票，当年末资本公积有所下降。受益于权益的增长，公司资产负债率呈下降态势，但有息债务的规模增加使得总资本化比率有所升高；2021 年 9 月末，随着有息债务的规模缩减及盈利的大幅提升，公司杠杆水平进一步下降，并在行业内处于较低水平。

表 13：近年来公司主要负债和权益情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
短期借款	4.97	6.73	8.49	3.53
应付账款	4.53	5.19	4.81	3.88
其他应付款	5.25	2.42	0.56	0.45
流动负债	17.32	16.71	15.95	9.98
长期借款	--	--	0.52	1.75
非流动负债	0.24	0.24	0.77	2.04
总负债	17.56	16.95	16.72	12.02
短期债务	5.48	7.42	8.66	3.60
总债务	5.48	7.42	9.18	5.40
资本公积	8.84	9.15	8.71	8.71
盈余公积	1.20	1.33	1.50	1.50
未分配利润	8.40	10.11	11.97	16.63
少数股东权益	0.43	0.72	2.80	2.60
所有者权益	24.65	27.55	31.57	36.04
资产负债率(%)	41.61	38.09	34.62	25.01
总资本化比率(%)	18.19	21.21	22.53	13.03

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

盈利水平和经营获现能力下滑使得公司经营活动净现金流和 EBITDA 呈下降趋势，公司债务负担较轻，偿债指标整体处于较好水平

经营活动方面，由于销售结算取得票据较多，公司将承兑汇票贴现回款计入筹资活动，加之盈利水平下滑，近年来经营活动净现金流持续减少，但 2021 年前三季度盈利提升使得经营活动净现金流

大幅增长。投资活动方面，近年来公司支付收购股权款并持续进行项目建设支出等，投资活动现金流呈净流出态势。筹资活动方面，2019~2020 年公司承兑汇票贴现回款增加令筹资活动净现金流保持净流入态势；2021 年前三季度公司加大银行借款偿还力度，筹资活动现金流量净额转为大额净流出。

偿债能力方面，债务规模上升、盈利能力和经营获现能力弱化导致公司经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的覆盖能力持续下降，不过，由于债务负担较轻，公司偿债指标整体处于较好水平，2021 年以来公司债务规模持续下降，且盈利和经营获现能力大幅提升，各偿债指标进一步优化。此外，公司货币等价物对短期债务的覆盖程度亦较高。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020	2021.9
经营活动净现金流（亿元）	4.03	2.20	1.81	4.70
投资活动净现金流（亿元）	-0.79	-3.47	-4.42	-0.21
筹资活动净现金流（亿元）	-1.68	0.50	2.97	-5.04
货币等价物/短期债务(X)	0.90	1.05	0.97	1.52
总债务/EBITDA(X)	0.68	1.27	1.85	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	32.50	13.99	10.85	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.73	0.30	0.20	1.16*
经营活动净现金流/利息支出(X)	16.13	5.28	3.96	--

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产比例较低，外部授信有待进一步拓展

截至 2021 年 9 月末，公司无影响其正常经营的大额未决诉讼，亦不存在对外担保。

受限资产方面，截至 2021 年 9 月末，公司受限资产合计 2.28 亿元，占当期末总资产的 4.74%，受限比例较低。

表 15：2021 年 9 月末公司受限资产情况（亿元）

受限资产	账面价值	用途
货币资金	0.55	票据保证金
应收票据	1.73	已背书/贴现未到期商业汇票
固定资产	0.42	借款抵押
无形资产	2.95	借款抵押
合计	5.65	-

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2021 年 9 月末，公司共

获得综合授信额度 9.23 亿元，其中未使用额度 5.03 亿元，具有一定的备用流动性。为进一步拓展融资渠道等，公司目前正在推进将注册地迁址至武汉的事项，若完成或有助于公司借助间接控股股东武汉金控的资金优势。此外，公司为 A 股上市公司，直接融资渠道较畅通。

过往债务履约情况：根据公司提供的企业信用报告及相关资料，2018~2021 年 10 月 29 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况；根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司间接控股股东武汉金控是武汉市政府直属的四大国有投资公司之一，也是武汉市政府唯一的产业型投资公司，综合实力较强，能够为公司发展给予有力支持

2021 年 2 月，公司控股股东变更为新能实业，武汉金控成为公司间接控股股东，武汉市国资委成为公司实际控制人。武汉金控作为武汉市政府直属的四大国有投资公司之一，也是武汉市政府唯一的产业型投资公司，旗下并表子公司涵盖银行、金融租赁、信托、财险、公募基金、期货、担保、资产管理等金融、类金融机构以及集成电路、新能源汽车等战略性新兴产业和高科技产业为主的实业投资经营产业，综合实力较强。公司被定义为武汉市科技型平台，未来注册地迁至武汉后，实际控制人能够结合当地的产业优势、人才优势及资金优势，为公司军工、电子产业发展提供支持。

评级结论

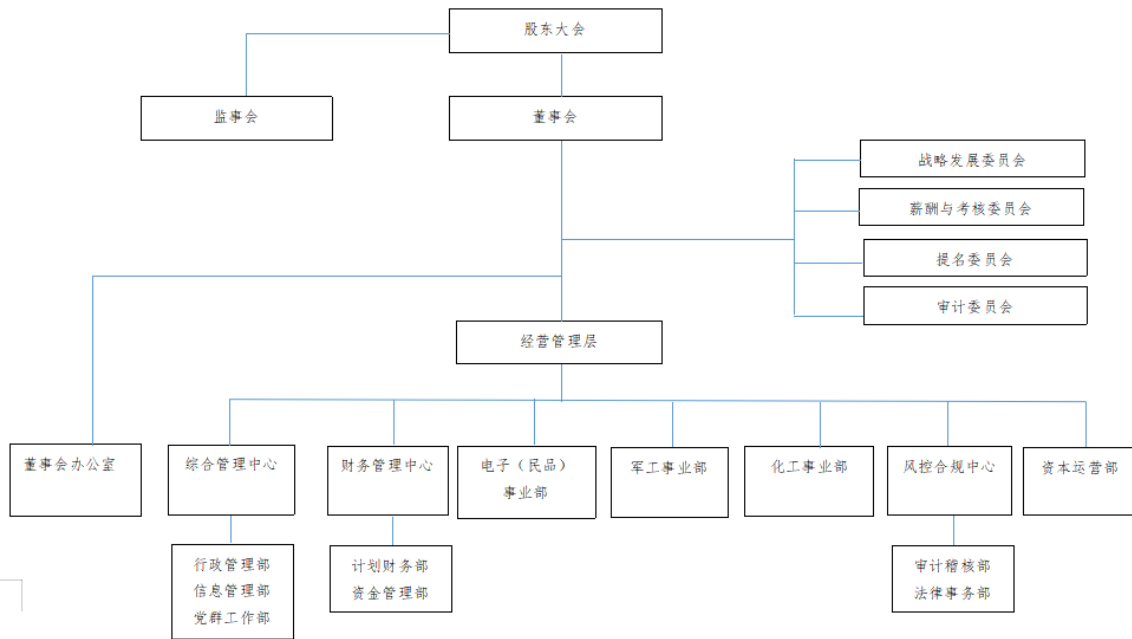
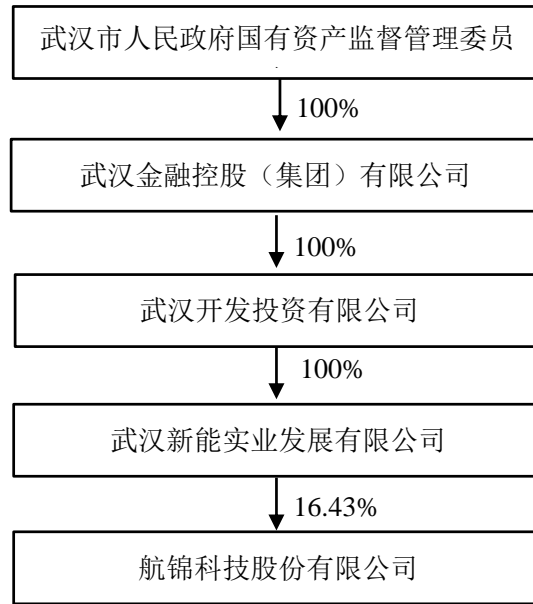
综上所述，中诚信国际评定航锦科技股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于航锦科技股份有限公司的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

附一：航锦科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：航锦科技股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	28,184.86	30,905.03	37,483.37	21,445.69
应收账款净额	41,326.10	38,483.40	44,421.09	58,513.35
其他应收款	1,913.60	1,502.30	1,631.19	2,558.57
存货净额	32,382.06	36,270.83	43,564.10	50,154.46
长期投资	0.00	5,100.00	6,864.29	7,201.10
固定资产	132,357.91	124,367.17	120,475.96	113,583.86
在建工程	5,702.62	7,569.13	8,961.10	11,988.28
无形资产	52,980.46	51,441.16	61,128.63	59,869.19
总资产	422,162.08	445,008.74	482,888.14	480,565.86
其他应付款	52,517.75	24,248.54	5,577.56	4,451.31
短期债务	54,823.70	74,178.96	86,609.87	35,991.37
长期债务	-	-	5,223.02	17,501.20
总债务	54,823.70	74,178.96	91,832.89	53,492.57
净债务	26,638.84	43,273.93	54,349.52	32,046.87
总负债	175,648.97	169,516.79	167,197.82	120,187.35
费用化利息支出	2,496.86	4,165.14	4,516.34	--
资本化利息支出	-	-	62.79	--
所有者权益合计	246,513.12	275,491.95	315,690.32	360,378.51
营业总收入	382,534.94	377,394.58	353,649.16	346,970.76
经营性业务利润	53,179.07	37,837.33	38,109.69	70,569.91
投资收益	10,397.27	55.44	-39.00	209.54
净利润	51,702.21	31,237.24	22,666.20	61,659.13
EBIT	64,163.07	40,273.90	30,862.41	--
EBITDA	81,145.32	58,268.10	49,670.78	--
经营活动产生现金净流量	40,271.72	21,997.48	18,135.43	47,002.80
投资活动产生现金净流量	-7,853.53	-34,699.18	-44,178.94	-2,108.45
筹资活动产生现金净流量	-16,803.88	4,958.05	29,747.89	-50,403.32
资本支出	7,327.57	9,680.19	16,401.23	2,687.54
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	25.76	23.06	21.06	29.97
期间费用率(%)	10.38	11.98	9.66	8.74
EBITDA 利润率(%)	21.21	15.44	14.05	--
总资产收益率(%)	15.99	9.29	6.65	--
净资产收益率(%)	20.39	11.97	7.67	24.32*
流动比率(X)	0.78	0.96	1.14	1.84
速动比率(X)	0.59	0.75	0.87	1.34
存货周转率(X)	10.99	8.46	6.99	6.91*
应收账款周转率(X)	11.93	9.46	8.53	8.99*
资产负债率(%)	41.61	38.09	34.62	25.01
总资本化比率(%)	18.19	21.21	22.53	13.03
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	94.31	66.67
经营活动净现金流/总债务(X)	0.73	0.30	0.20	1.16*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.73	0.30	0.21	1.74*
经营活动净现金流/利息支出(X)	16.13	5.28	3.96	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	57.23	10.57	5.66	--
总债务/EBITDA(X)	0.68	1.27	1.85	--
EBITDA/短期债务(X)	1.48	0.79	0.57	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	32.50	13.99	10.85	--
EBIT 利息保障倍数(X)	25.70	9.67	6.74	--

注：1、2021年三季度报未经审计；2、中诚信国际分析时将“使用权资产”计入“无形资产”，“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收账款”；3、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。