

2020 年永高股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2020 年永高股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【222】号 01

债券简称：永高转债

债券剩余规模：7 亿元

债券到期日期：2026 年
03 月 11 日

债券偿还方式：未转股
债券按年付息，每年付
息一次，最后一年利息
随本金一起支付，附债
券赎回及回售条款

分析师

姓名：
刘玮 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

本次跟踪评级结果

首次信用评级结果

本期债券信用等级

AA

AA

发行主体长期信用等级

AA

AA

评级展望

稳定

稳定

评级日期

2020 年 06 月 22 日

2019 年 08 月 30 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对永高股份有限公司（证
券代码 002641.SZ，以下简称“永高股份”或“公司”）及其 2020 年 3 月 11 日发行的可转
换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维
持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑
到：公司经营实力较强且产能进一步提升，2019 年产品产销量及收入利润水平均进一步
增长；同时中证鹏元也关注到，应收票据及应收账款对公司资金形成一定占用，需关注回
收情况，2020 年一季度受疫情影响，公司收入利润水平有所下滑，以及计划新增产能后
持续消化情况尚待观察等风险因素。

正面：

- 公司经营实力较强，产品种类丰富，2019 年公司产能提升，经销商数量进一步增
长。截至 2019 年末，公司拥有年产超过 60 万吨塑料管材的生产能力，年产能较
2018 年末提升 3 万吨，在国内可比上市公司中位居前列，是国内 A 股上市的规模
最大的塑料管道企业。目前公司拥有 5,000 多种不同规格的管材管件，是国内塑料
管道行业中产品种类和规格最全的企业之一，公司在全国设有八大生产基地，能
够使公司产品运送半径覆盖全国绝大多数地区，同时拥有较为完善的销售网络，
2019 年末有一级独立经销商 2,200 多家，数量进一步增长，经营实力较强。
- 2019 年公司产品产销量同比提升，推动收入及利润水平增长。2019 年，经销商数
量增加、销售网络扩大及市场需求增加推动公司管材管件产销量同比分别增长

8.29%和 8.12%，叠加灯具及组件、其他产品收入增长，2019 年公司实现营业收入 62.91 亿元，同比增长 17.50%，同期实现净利润 5.14 亿元，同比增长 109.96%。

关注：

- **需关注后续新增产能消化情况。**本期债券募投项目建成后将新增塑料管材管件产能 13 万吨/年，在建项目重庆永高三期工程预计新增产能 3.2 万吨/年，此外公司计划在迪拜建设第一个海外生产基地，规划产能约 3 万吨/年，上述事项将进一步扩大公司产能，需关注新增产能后续消化情况。
- **应收票据及应收账款对公司资金形成一定占用，且存货占比较大，需关注应收款项的坏账风险及存货跌价风险。**公司资产以固定资产、存货和应收票据及应收账款为主，2019 年末应收票据及应收账款占公司资产总额的比重为 21.22%，公司应收对象主要为房地产企业，2019 年公司计提坏账准备 4,540.92 万元，需关注目前房地产行业调控政策对公司款项回收带来的不利影响。此外，2020 年 3 月末公司存货占资产总额比重为 16.71%，需关注存货跌价风险。
- **疫情对公司 2020 年一季度产品销售及收入利润造成一定不利影响。**公司春节停产时间因疫情延长，且下游需求及运输曾受到一定程度影响，导致 2020 年一季度公司收入及净利润同比分别下降 28.74%和 34.90%，且公司涉及外销业务，鉴于目前海外疫情蔓延，需关注对出口业务的影响。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	703,147.23	572,368.36	542,213.10	463,250.03
归属于母公司所有者权益合计	353,450.95	338,247.09	290,855.64	269,025.19
刚性债务	188,891.01	107,770.97	138,553.28	109,283.21
资产负债率	49.73%	40.90%	46.36%	41.93%
流动比率	1.71	1.56	1.35	1.32
速动比率	1.28	1.11	0.92	0.89
营业收入	84,744.49	629,060.63	535,377.65	456,972.11
营业利润	4,521.12	58,722.24	30,010.93	22,504.62
净利润	3,785.57	51,372.05	24,467.04	19,265.43
综合毛利率	22.73%	25.76%	23.59%	22.96%
总资产回报率	-	10.73%	5.99%	5.35%

EBITDA	-	81,547.93	51,316.81	44,423.29
EBITDA 利息保障倍数	-	96.00	23.25	32.62
经营活动现金流净额	5,756.98	85,928.70	41,703.69	20,606.35

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

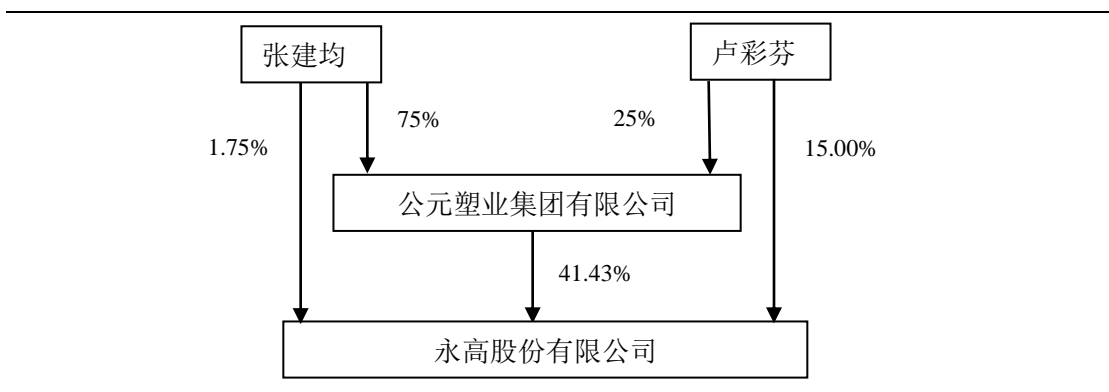
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年3月11日发行6年期7亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新建年产8万吨新型复合材料塑料管道项目、新建年产5万吨高性能管道建设项目和补充流动资金。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为4.22亿元。

二、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，公司控股股东仍为公元塑业集团有限公司，张建均先生和卢彩芬女士仍为公司的实际控制人，截至2020年3月末公司股权结构图如下。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司产权与控制关系图



资料来源：公司提供

2019年公司合并范围新增子公司2家，减少子公司1家，截至2019年末公司合并范围内子公司共计15家。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	股权取得时点	合并方式
YongGao African Piping Co.,Ltd	100.00%	10.00 万肯先令	2019.2.15	设立
湖南公元建材有限公司	100.00%	15,000.00	2019.6.11	设立
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	处置日净资产	股权处置时点	不再纳入合并报表的原因
安徽公元科技发展有限公司	100.00%	3,203.38	2019.5.31	吸收合并

注：湖南公元建材有限公司注册资本于 2020 年 3 月由 15,000 万元增加至 33,700 万元；
资料来源：公司提供

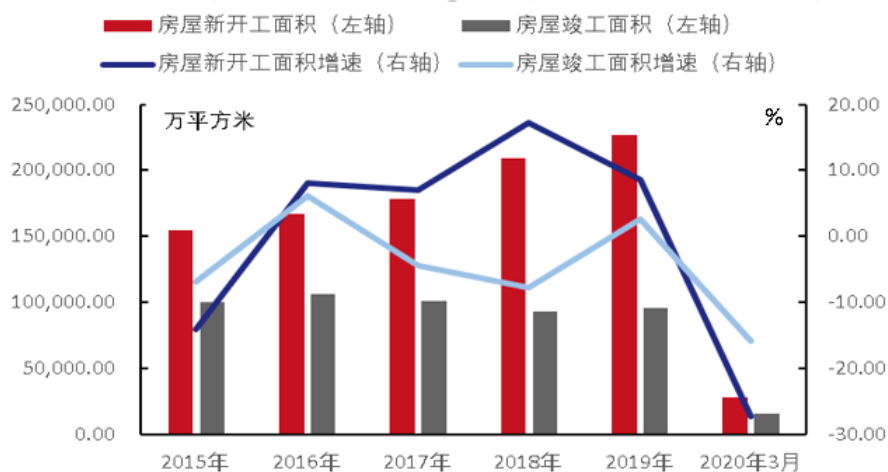
三、运营环境

竣工面积回补、城镇化进程持续推进等因素推动2019年管材需求稳步增长；但疫情导致2020年一季度施工进度放缓，或对管材需求造成一定影响

塑料管材下游行业主要为建筑、市政、燃气、电力通信等行业，与房地产、基础设施建设等紧密相连。从下游具体应用领域来看，大致可以分为家装零售管道和工程管道两类，其中家装零售管道应用于建筑给排水领域，以PPR、PVC为主；工程管道主要涉及市政排水、农业、燃气等领域，以PE和PVC为主。

经历了2017、2018年连续两年的负增长后，2019年竣工面积出现回补，当年房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.6%；同时新开工面积增速8.50%，一定程度为零售端的管道需求形成支撑。另一方面，我国城镇化水平不断提升，2019年我国城镇化率达到60.60%，同比进一步增长1.02个百分点，但城镇化水平与发达国家相比仍有较大差距，总体城镇化水平提升仍是大势所趋。随着城镇化推进，与之相匹配的排水、燃气、电力、通信管道的铺设需求也将不断增加，对塑料管道的需求仍有较大增长空间，同时海绵城市建设、城市地下管线建设、水利系统工程建设、乡村振兴战略规划等国家战略等也促进了塑料管道的推广应用。

图2 近年我国房地产情况

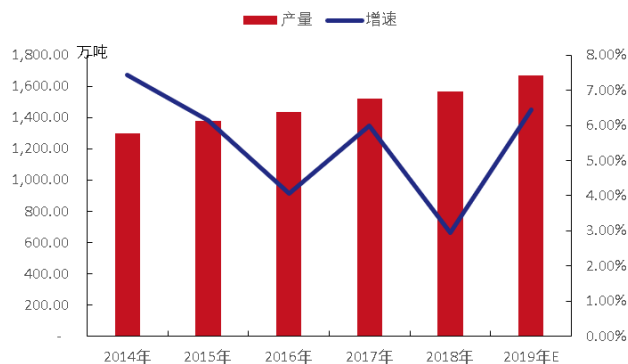


资料来源：wind

根据塑料管道专业委员会编制的《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》提出的预期发展目标，2018-2020年的塑料管道预期产量分别为1,530万吨、1,668万吨和1,700万吨，计划增速分别为3.0%、2.5%和2.0%，其中2018年实际产量已超预期。但值得关注的是，2020年初受疫情影响，春节复工时间较往年延后，房地产新开工面积、

竣工面积和基建投资同比均出现较大幅度下降，对2020年管材需求或产生一定影响；同时房地产调控政策不松，宏观经济下行压力加大，一定程度导致零售端管材长期需求承压。

图3 近年我国塑料管道产量



注：2019年数据为根据《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》的计划产量
资料来源：Wind

2019年PVC树脂等原材料价格有所波动，2020年3月以来国际石油价格大幅下降，导致PVC价格大幅下滑

PVC根据生产工艺不同可分为乙烯法和电石法。鉴于我国多煤少油的国情，电石法在我国PVC行业占有主导地位。受原材料价格影响，2019年电石法PVC价格有所波动，价格区间在6,200元/吨-7,100元/吨，价差略有收窄。全年PVC较大的两波上涨行情分别出现在3月和10月下旬，背后的驱动来自上游开工下降带来的供应收缩，上半年的供应收缩来自突发的安全爆炸事故带来的行业安全检查，上游在低库存下挺价意愿较强；下半年的供应收缩来自超预期的集中检修，同时下游地产需求维持较强韧性，而装置投产进程较慢，社会库存去化至低位，供需错配下价格出现上涨。2020年以来PVC市场出现了三波驱动因素，即春节、国内疫情和国外疫情，国内疫情爆发导致国内市场需求推迟，2月供需矛盾不断加大，库存大幅上升，3月欧美疫情爆发导致国际原油暴跌，引发国内能化板块大跌，以上因素导致电石法PVC市场中间价由2019年末的6,952元/吨下跌至2020年3月末的5,239元/吨，跌幅达24.64%，一定程度降低了生产成本但需关注对产品价格的影响以及存货跌价风险。

图 4 近年PVC价格情况



资料来源：Wind

四、经营与竞争

公司主要从事塑料管道产品的研发、生产和销售，是城乡管网建设的综合配套服务商，主要生产聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PP-R）等几大系列，塑料管道业务仍是目前公司收入的最主要来源。

2019年公司灯具及组件收入同比提升39.86%，主要系灯具及组件主要用于出口，2018年9月欧盟取消“双反”调查，公司该业务收入大幅增长。2019年公司其他产品收入大幅提升主要系检查井、窨井盖、PB及ABS等产品收入提升以及公司原将部分外购件销售计入PVC、PPR、PE各业务，现统一调整至其他产品所致。2019年公司其他业务收入大幅增长系原材料对外贸易业务大幅增加所致。

得益于塑料管道业务稳步发展及其他各项业务收入规模增长，2019年公司实现营业收入62.91亿元，同比增长17.50%。2019年塑料管材管件盈利能力均有所提升，加之其他产品毛利率大幅提高，推动当期综合毛利率提升2.17个百分点至25.76%。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
PVC 管材管件	41,848.12	18.89%	303,316.16	22.42%	265,006.88	22.31%
PPR 管材管件	13,319.26	41.60%	106,952.62	42.44%	97,879.05	38.91%
PE 管材管件	14,983.82	27.38%	136,867.04	27.23%	133,174.53	18.00%
电器产品	648.03	18.60%	6,585.36	17.74%	6,530.34	16.67%

灯具及组件	8,340.05	8.14%	28,952.48	12.45%	20,701.64	13.96%
其他产品	2,958.06	21.43%	21,385.78	28.39%	5,120.24	14.69%
其他业务	2,647.15	10.66%	25,001.19	2.12%	6,964.97	5.75%
合计	84,744.49	22.73%	629,060.63	25.76%	535,377.65	23.59%

资料来源：公司提供

公司具有品牌和规模优势，产品种类丰富，2019年产能增加，公司在建项目将进一步扩大产能，但需关注后续新增产能的消化情况

2019年末公司塑料管道年生产能力超过60万吨，生产规模在国内可比上市公司中位列第二，是目前国内A股上市的规模最大的塑料管道企业，目前生产约5,000多种不同规格的管材管件，产品口径16-2,400mm，是国内塑料管道行业中产品种类和规格最全的企业之一。公司的“公元”牌塑料管道曾获中国塑料加工工业协会、中国轻工业联合会颁发的“中国轻工业塑料行业（塑料管材）十强企业”多项国家级、省级荣誉，已广泛应用于国家重点工程和国际援建项目，如港珠澳大桥、上海F1赛车场、上海浦东国际机场、上海世博园、北京奥体馆、委内瑞拉直饮水工程等。

公司在全国拥有八大生产基地，分别位于天津滨海新区、重庆、上海浦东、安徽广德、浙江黄岩、湖南岳阳（在建）、广州和深圳，由于管材产品运费较高，其现有生产基地配置能够使公司产品运送半径能够覆盖全国绝大多数区域。

生产方面，内销产品公司根据经验采用以销定产与合理备货相结合的生产模式；外销产品采取以销定产的生产模式。随着公司新增生产设备及子公司安徽永高塑业发展有限公司新建生产线，2019年公司PVC产能增加约3万吨，得益于产能扩张及下游需求较好，2019年公司管材管件产量55.64万吨，同比增长8.29%，当期产能利用率达到92.57%，较2018年进一步提升。但2020年一季度受冬季传统施工淡季叠加疫情冲击影响，公司管材管件产量为8.14万吨，产能利用率仅为54.17%。

表 3 公司产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）

产品名称	项目	2020 年一季度	2019 年	2018 年
塑料管材管件	产能	60.10	60.10	57.10
	产量	8.14	55.64	51.38
	产能利用率	54.17%	92.57%	89.98%

资料来源：公司提供

公司在建项目主要为重庆永高三期工程和本期债券募投项目，截至2019年末上述项目尚需投资5.84亿元，本期债券募投项目建成后将进一步提升公司年生产能力约13万吨，重庆永高三期工程建成后预计新增年产能3.2万吨，其中PE管材管件1.5万吨、PPR管材管件

1.7万吨，此外公司通过子公司公元（香港）投资有限公司在阿联酋迪拜收购一个海外公司100%股权，拟在迪拜建设第一个海外生产基地，规划建设产能约3万吨/年，公司为巩固和提升自身在行业中的领先地位，结合生产销售情况、重点区域布局计划和行业“十三五”规划等建设或筹建上述项目。但上述事项将进一步扩大公司产能，需关注后续项目投产后的产能消化情况。

表 4 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	项目进度	预计完工时间
重庆永高三期工程	2,499.35	1,286.16	51.46%	2021 年 7 月
年产 8 万吨新型复合材料塑料管道项目	41,700.00	8,340.04	25.00%	2022 年 4 月
年产 5 万吨高性能管道建设项目	32,022.00	8,152.33	32.00%	2021 年 3 月
合计	76,221.35	17,778.53	-	-

注：募投项目投资额包含土地购置成本
 资料来源：公司提供

公司产品维持了较高的产销率，销量增长推动2019年收入增加，但需关注下游政策以及疫情对公司产品国内需求和出口的影响

公司塑料管道业务采用以渠道经销为主，房地产直接配送、直接承揽工程配送、自营出口为辅的经营模式。公司根据某一区域的市场容量细分为多个子区域，每个子区域设立多家独立经销商，经过二十余年发展，公司构建了涵盖省地级中心城市，并辐射下属县城、乡镇的庞大经销网络，2019年末公司共有一级经销商2,200多家，经销商数量进一步增加约200家。

随着市场规模扩大，2019年公司塑料管道实现销量54.99万吨，同比增长8.12%，由于公司产品采用以销定产为主的产销模式，2019年仍保持了较高的产销率，但受疫情影响，下游停工及运输受阻导致2020年一季度产销率有所下滑。近年我国城市化进程持续推进，为公司发展提供了广阔市场空间，但国家对房地产市场调控政策仍将从严执行，需关注下游行业政策对公司产品需求的影响，此外管材需求一般在房地产项目开工后，2020年一季度房地产新开工面积大幅下滑，需关注疫情后市场恢复情况。

表 5 公司产品产销情况（单位：万吨）

产品名称	项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
塑料管材管件	产量	8.14	55.64	51.38
	销量	7.46	54.99	50.86
	产销率	91.69%	98.84%	98.95%

资料来源：公司提供

对于销售给经销商的商品，公司一般采用先签订年度销售框架合同，再根据经销商实

际业务需求下单的销售模式，按约定由公司安排运输或需方自提；工程直销客户主要包括房地产公司、燃气公司、市政工程公司及水务公司等，通过向客户投标的方式获取订单。公司与万科、恒大、中海等地产商保持着良好的战略合作关系，近年合作较为稳定，2019年前五大客户销售金额占营业收入的比重为14.38%，客户较为分散。

表 6 公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	客户名称	销售金额	销售产品	占营业收入的比重
2019 年	客户一	35,598.53	PVC、PPR、PE	5.66%
	客户二	27,709.58	PVC、PPR、PE	4.40%
	客户三	11,265.32	PVC、PPR、PE	1.79%
	客户四	8,003.59	PE	1.27%
	客户五	7,882.78	PVC、PPR	1.25%
	合计	90,459.79	-	14.38%
2018 年	客户一	30,278.02	PVC、PPR、PE	5.66%
	客户二	11,064.45	PVC、PPR、PE	2.07%
	客户三	5,307.23	PVC、PPR、PE	0.99%
	客户四	5,024.52	太阳能灯具	0.94%
	客户五	4,369.83	PVC、PPR、	0.82%
	合计	56,044.05	-	10.48%

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司华东地区为公司国内主要经营区域，2019年华东地区收入占公司营业收入的比重为59.44%。此外，2019年外销收入约占公司营业收入的11.62%，出口产品主要灯具组件、阀门及管件等高附加值产品，以公司自有品牌产品为主，同时有少量代工产品。公司出口的主要区域包括美洲、亚洲其他国家、中东地区等。公司产品属于美国加征关税产品，2019年公司对美销售金额约1,800万美元，占公司营业收入比重不大，得益于欧盟取消“双反”调查，组件出口量加大，但需关注政策以及海外疫情蔓延对出口的影响。

表 7 公司分地区销售情况（单位：万元）

区域	2019 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
华东	373,928.31	59.44%	308,647.10	57.65%
华北	22,091.04	3.51%	26,270.56	4.91%
东北	4,185.12	0.67%	3,568.87	0.67%
西北	13,567.78	2.16%	10,952.29	2.05%
华中	26,870.78	4.27%	32,903.57	6.15%
西南	24,305.90	3.86%	19,637.68	3.67%

华南	90,999.86	14.47%	72,933.71	13.62%
外销	73,111.84	11.62%	60,463.88	11.29%
合计	629,060.63	100.00%	535,377.65	100.00%

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

公司生产成本以直接材料为主，原材料价格波动一定程度增加了公司成本控制难度，2020年3月以来国际原油价格大幅下调，需关注其对公司产品价格的影响

公司生产成本主要包括直接材料、人工、燃料等，2019年直接材料占公司营业成本的80.70%，公司原材料主要为PVC、PE、PPR等树脂，其中PVC、PE等原材料主要向国内厂商采购，PPR、PB等采用进口原材料，公司原料采购大部分采用直接向厂家或其设立的销售公司采购的方式。由于公司所需原料主要为石油下游产品，易受国际原油价格变动影响；同时由于PPR原料主要为进口，也一定程度受到汇率因素影响；PVC原料主要为电石法PVC，会受到煤炭价格影响。整体来看，2019年公司PVC原料采购均价略有上涨，PPR和PE原料价格持续下降。

产品价格方面，公司塑料管材产品价格以成本加成为主，并受市场供求关系影响，2019年PVC、PPR管材管件均价略有下跌，PE管材管件价格有所上涨。由于2019年产品产量增长，规模效应提升，单位生产成本下降，PVC管材管件毛利率相对稳定；PPR和PE产品受益于原材料价格下降，毛利率分别提升3.53个百分点和9.23个百分点。由于市场竞争等因素公司很难将原料价格迅速全额转嫁至产品价格，原材料价格波动增加了公司成本控制的难度，2020年3月以来国际原油价格大幅下调，需关注其对公司产品价格的影响以及可能造成的存货跌价风险。

供应商方面，公司与大型原料供应商建立了战略合作关系，每年签订框架性战略合同，以保证货源稳定并控制成本，由于公司对原料品质要求较高，近年主要供应商较为稳定。

表 8 公司主要供应商情况

2019 年			2018 年		
供应商名称	采购产品	占当期采购金额的比例	供应商名称	采购产品	占当期采购金额的比例
供应商 A	PVC	18.57%	供应商 A	PVC	16.48%
供应商 B	PVC	10.18%	供应商 B	PVC	6.31%
供应商 C	PPR	3.58%	供应商 C	PPR	5.06%
供应商 F	PE	2.90%	供应商 D	PE	3.12%
供应商 G	PE	2.32%	供应商 E	PVC	2.67%
合计	-	37.55%	合计	-	33.64%

注：相同字母代表同一供应商

资料来源：公司提供

五、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2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围内新增子公司2家，不再纳入公司合并范围子公司1家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收票据及应收账款对资金形成一定占用，需关注应收账款坏账风险及存货跌价风险，且公司部分资产使用受限

近年公司资产规模持续增长，2019年末为57.24亿元，主要系利润累积；2020年3月末进一步增长至70.31亿元，主要系债务规模扩大所致。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2020年3月末流动资产占比为66.96%。

2019年末公司货币资金9.96亿元，主要为银行存款，其中包括银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金等合计2.79亿元的受限资金。公司应收票据全部为商业承兑汇票，2019年账面价值同比增长56.10%，主要系公司增加了对房地产企业的销售额，房地产企业票据结算较多所致，其中账面价值0.50亿元的应收票据使用受限。公司应收账款主要为应收货款，2019年末账面价值9.52亿元，其中公司对河北华燃长通燃气有限公司的应收账款按50%计提坏账准备800.97万元，除此之外公司应收账款账龄在一年以内的占比为72.69%，2019年末累计计提坏账准备1.74亿元；从应收对象来看，公司前五大应收对象合计占应收账款的比重为34.06%。公司预付款项主要为预付新疆中泰化学股份有限公司、内蒙古中谷矿业有限责任公司等单位的采购款，2020年3月末账面价值大幅提升主要系国际原油价格下跌带动原材料价格下行，公司低位储备原料所致。2019年末公司存货主要包括账面价值4.71亿元的原材料和3.83亿元的库存商品，公司根据预估售价扣减相关费用后确认存货跌价准备0.36亿元，需关注2020年一季度以来国际原油价格下行对公司存货价值的影响。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	175,637.60	24.98%	99,625.46	17.41%	92,147.53	16.99%
应收票据	31,025.22	4.41%	26,243.13	4.59%	16,812.26	3.10%
应收账款	84,000.50	11.95%	95,164.85	16.63%	94,528.87	17.43%
预付款项	54,199.75	7.71%	14,621.71	2.55%	13,062.98	2.41%
存货	117,463.45	16.71%	98,867.83	17.27%	101,501.87	18.72%
流动资产合计	470,808.30	66.96%	339,595.59	59.33%	321,922.88	59.37%
固定资产	168,974.26	24.03%	172,625.84	30.16%	174,019.34	32.09%
无形资产	38,572.68	5.49%	38,759.23	6.77%	28,434.11	5.24%
非流动资产合计	232,338.93	33.04%	232,772.78	40.67%	220,290.22	40.63%
资产总计	703,147.23	100.00%	572,368.36	100.00%	542,213.10	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司固定资产账面价值17.26亿元，账面价值有所下降主要系折旧所致，其中价值775.53万元的太阳能五车间尚未办妥产权证，且价值5.30亿元的资产已用于抵押。2019年末公司无形资产账面价值有所增长，主要系公司购入价值1.12亿元的土地所致，此外价值0.24亿元的无形资产已用于抵押。

整体来看，公司资产规模有所增长，但应收票据及应收账款对公司资金形成一定占用，需关注应收款项的坏账风险和存货跌价风险；此外，2019年末账面价值合计8.83亿元的资产使用受限，占公司资产总额的15.43%。

资产运营效率

得益于收入增长，公司资金运营效率及资产周转效率均有所提升

得益于产能扩大及产品产销量提升，2019年公司营业收入规模进一步增长，受此推动，2019年公司应收票据及应收账款周转天数和存货周转天数同比分别下降1.27天和1.91天，同期公司对上游占款有所提升，2019年公司净营业周期同比减少5.82天至41.18天。

资产运营效率方面，随着收入增长推动公司固定资产周转效率持续提升，2019年公司总资产周转天数下降19.12天。

表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收票据和应收账款周转天数	66.60	67.87
存货周转天数	77.23	79.14
应付票据和应付账款周转天数	102.65	100.01
净营业周期	41.18	47.00
流动资产周转天数	189.29	189.15

固定资产周转天数	99.19	118.04
总资产周转天数	318.93	338.05

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司收入及利润水平均有所提升，但受疫情影响2020年一季度收入及利润情况均有所下滑，此外公司在建项目预计新增产能规模较大，若顺利投产将扩大公司生产能力，需关注其消化情况及海外疫情蔓延对公司外销情况的影响

公司收入仍主要来源于塑料管道业务，2019年公司实现营业收入62.91亿元，同比增长17.50%。但疫情导致公司春节停工时间延长、下游开工不足及运输受阻，2020年1-3月公司营业收入为8.47亿元，较2019年同期下降28.74%。毛利率方面，由于公司管材管件产品盈利能力均有所提升，2019年公司综合毛利率同比提升2.17个百分点；但2020年一季度公司主要生产线因疫情春节停产延长，导致当期综合毛利率较2019年同期下降0.19个百分点。值得关注的是，目前海外疫情仍在持续，需关注其对公司外销情况的影响。

2019年公司计提坏账准备4,540.92万元、存货跌价损失2,523.40万元，规模较2018年有所下降，但仍对利润水平形成一定侵蚀。2020年一季度，公司转回信用减值损失2,198.31万元，对当期利润水平贡献较大。

期间费用方面，由于公司生产的部分产品口径较大、运输中难以套装，因此运输费用较高，此外公司的期间费用主要包括职工薪酬、折旧以及研发费用等，上述费用存在一定刚性，随着业务拓展，2019年公司期间费用进一步提升，但得益于收入增长，期间费用率同比下降0.98个百分点，2020年一季度收入下滑而期间费用具有一定刚性，导致当期期间费用率上升至19.76%。

收入规模增加及毛利率提升，推动2019年公司实现净利润5.14亿元，同比增长109.96%；而2020年一季度公司净利润仅为0.38亿元，同比下降34.90%。目前公司在建拟建项目预计新增产能规模较大，若顺利投产预计将进一步扩大公司生产规模，但需关注后续新增产能消化情况。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	84,744.49	629,060.63	535,377.65
信用减值损失（损失以“-”号填列）	2,198.31	-4,540.92	0.00
资产减值损失（损失以“-”号填列）	-129.17	-2,635.33	-8,821.48
营业利润	4,521.12	58,722.24	30,010.93

利润总额	4,464.89	58,944.80	27,890.82
净利润	3,785.57	51,372.05	24,467.04
综合毛利率	22.73%	25.76%	23.59%
期间费用率	19.76%	15.07%	16.05%
营业利润率	5.34%	9.33%	5.61%
总资产回报率	-	10.73%	5.99%
净资产收益率	-	16.33%	8.74%
营业收入增长率	-28.74%	17.50%	17.16%
净利润增长率	-34.90%	109.96%	27.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司业务获现能力较好，经营活动现金流表现较好，但需关注持续资本投入或对公司造成的资金压力

随着业务规模扩大，2019年公司存货及经营性应收项目进一步增长，对营运资本形成一定占用。公司业务获现能力较好，2019年收现比为1.04，受益于此及公司收入规模扩大，2019年公司经营活动现金净流入8.59亿元，经营活动现金流表现较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为收回的期货投资成本及期货套期收益，投资活动现金流出主要为购置土地及在建工程项目投入，近年投资活动现金持续呈净流出状态。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资5.84亿元。筹资活动方面，2019年公司通过借款收到现金5.70亿元，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支出和派发现金股利支出，2019年公司筹资活动现金净流出4.20亿元。

整体来看，公司经营活动现金流表现较好，近年持续呈大额净流入状态，但持续的资本投入或使得公司后续存在一定资金压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.04	1.07
净利润	51,372.05	24,467.04
营运资本变化	4,367.43	-16,613.46
其中：存货减少（减：增加）	-2,896.25	-27,983.83
经营性应收项目的减少（减：增加）	-21,296.59	-41,116.94
经营性应付项目的增加（减：减少）	28,560.27	52,487.31
经营活动产生的现金流量净额	85,928.70	41,703.69
投资活动产生的现金流量净额	-30,829.63	-19,386.57

筹资活动产生的现金流量净额	-42,022.66	1,365.21
现金及现金等价物净增加额	12,884.53	23,256.48

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司刚性债务规模波动增长，但财务安全性尚可

近年公司负债规模波动增长，2020年3月末公司负债总额34.97亿元，较2018年末增长39.12%；从负债结构来看，公司债务以流动负债为主，但近年占比有所下降，2020年3月末占负债总额的比重为78.94%。得益于利润累积，公司所有者权益持续增长，2020年3月末为35.35亿元，但由于负债规模增长较快，2020年3月末公司产权比率上升至98.94%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	349,696.28	234,121.27	251,357.46
所有者权益	353,450.95	338,247.09	290,855.64
产权比率	98.94%	69.22%	86.42%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款余额0.86亿元，主要包括抵押及保证借款0.36亿元和质押借款0.50亿元。公司应付票据均为应付银行承兑汇票，2019年末余额为9.92亿元，近年随着公司票据结算规模增加，应付票据持续增长。公司应付款项主要为应付材料款、应付运费及配送费等，2020年3月末为3.74亿元。公司预收款项均为预收货款，2020年将该科目调整至合同负债核算，2020年3月末大幅增长系促销预收货款增加所致。2019年末公司其他应付款主要为应付天津市宏信瑞英管材销售有限公司、林大聪、王进军等单位或个人的工程保证金、货款保证金、押金保证金等。公司应付债券为应付本期债券，2020年3月末余额为5.71亿元，另有1.21亿元计入所有者权益其他权益工具科目。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,631.68	1.61%	8,583.03	3.67%	45,825.98	18.23%
应付票据	126,207.45	36.09%	99,187.94	42.37%	92,727.30	36.89%
应付账款	37,423.23	10.70%	36,396.32	15.55%	38,013.63	15.12%
预收款项	0.00	0.00%	24,987.44	10.67%	25,646.17	10.20%
合同负债	66,794.65	19.10%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

其他应付款	29,478.94	8.43%	26,292.76	11.23%	20,110.37	8.00%
流动负债合计	276,062.19	78.94%	217,315.91	92.82%	239,051.33	95.10%
应付债券	57,051.88	16.31%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	73,634.09	21.06%	16,805.36	7.18%	12,306.13	4.90%
负债合计	349,696.28	100.00%	234,121.27	100.00%	251,357.46	100.00%
其中：刚性债务	188,891.01	54.01%	107,770.97	46.04%	138,553.28	55.12%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司刚性债务余额为10.78亿元，随着本期债券发行，2020年3月末公司刚性债务余额增长至18.89亿元，较2018年末增长36.33%。由于公司应付票据、合同负债等增长及本期债券发行，公司2020年3月末资产负债率提升至49.73%，较2018年末增长3.37个百分点。近年公司流动比率、速动比率持续提升，2020年3月末分别为1.71和1.28。得益于利润水平提升，2019年公司EBITDA为8.15亿元，同比增长58.91%，由于公司2019年末刚性债务余额下降，当期EBITDA利息保障倍数大幅提升至96，同期EBITDA对刚性债务和债务的保障程度均有所提升。得益于公司经营活动现金净流入增长，2019年公司经营性净现金流对流动负债及负债总额的保障程度均有所提升。随着本期债券发行成功，公司刚性债务余额大幅增长，但财务安全性尚可。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	49.73%	40.90%	46.36%
流动比率	1.71	1.56	1.35
速动比率	1.28	1.11	0.92
EBITDA（万元）	-	81,547.93	51,316.81
EBITDA 利息保障倍数	-	96.00	23.25
刚性债务/EBITDA	-	1.32	2.70
债务总额/EBITDA	-	2.87	4.90
经营性净现金流/流动负债	-	0.40	0.17
经营性净现金流/负债总额	-	0.37	0.17

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2017年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日期：2020年4月21日）和子公司安徽永高塑业发展有限公司（查询日期：2020年5月8日）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，公司及子公司安徽永高塑业发展有限公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对部分经销商担保金额合计996.11万元，占公司2019年末净资产的比重为0.29%，被担保方的法定代表人以保证的方式向公司提供反担保，由于被担保对象均为民营企业，公司仍面临一定的或有负债风险。

表 16 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
南通公元建材有限公司	296.12	2020.08.08-2020.08.07	有
杭州永高建材有限公司	300.00	2019.11.12-2020.11.11	有
永康市杰元建材有限公司	299.99	2020.08.15-2020.08.14	有
枣庄市致和建材有限公司	100.00	2020.11.02-2020.11.01	有
合计	996.11	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司产品种类丰富，生产线及营销网络布局广泛，经营实力较强且具有品牌优势，公司产品已广泛应用于国家重点工程和国际援建项目。2019年随着经销商布局更为广泛，公司产品市场需求较好，产品产销量进一步提升，推动收入及利润水平均进一步增长。

同时中证鹏元也关注到，公司在建拟建项目建成后将进一步扩大产能，需关注新增产能后续消化情况。公司资产以固定资产、存货、应收票据及应收账款为主，需关注应收款项回收情况及存货跌价风险。2020年一季度受疫情影响，公司收入利润水平有所下滑，且涉及部分外销，鉴于目前海外疫情蔓延，需关注对出口业务的影响。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	175,637.60	99,625.46	92,147.53	55,825.80
应收账款	84,000.50	95,164.85	94,528.87	72,431.72
存货	117,463.45	98,867.83	101,501.87	78,356.91
固定资产	168,974.26	172,625.84	174,019.34	177,060.42
总资产	703,147.23	572,368.36	542,213.10	463,250.03
短期借款	5,631.68	8,583.03	45,825.98	39,312.83
应付票据	126,207.45	99,187.94	92,727.30	69,970.38
合同负债	66,794.65	0.00	0.00	0.00
应付债券	57,051.88	0.00	0.00	0.00
总负债	349,696.28	234,121.27	251,357.46	194,224.84
刚性债务	188,891.01	107,770.97	138,553.28	109,283.21
所有者权益合计	353,450.95	338,247.09	290,855.64	269,025.19
营业收入	84,744.49	629,060.63	535,377.65	456,972.11
营业利润	4,521.12	58,722.24	30,010.93	22,504.62
净利润	3,785.57	51,372.05	24,467.04	19,265.43
经营活动产生的现金流量净额	5,756.98	85,928.70	41,703.69	20,606.35
投资活动产生的现金流量净额	-5,996.39	-30,829.63	-19,386.57	-17,140.57
筹资活动产生的现金流量净额	66,229.75	-42,022.66	1,365.21	-849.51
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	-	66.60	67.87	64.09
存货周转天数	-	77.23	79.14	76.33
应付票据及应付账款周转天数	-	102.65	100.01	96.99
净营业周期	-	41.18	47.00	43.43
流动资产周转天数	-	189.29	189.15	177.16
固定资产周转天数	-	99.19	118.04	133.12
总资产周转天数	-	318.93	338.05	353.73
综合毛利率	22.73%	25.76%	23.59%	22.96%
期间费用率	19.76%	15.07%	16.05%	17.12%
营业利润率	5.34%	9.33%	5.61%	4.92%
总资产回报率	-	10.73%	5.99%	5.35%
净资产收益率	-	16.33%	8.74%	6.88%
营业收入增长率	-28.74%	17.50%	17.16%	21.30%
净利润增长率	-34.91%	109.96%	27.00%	-10.33%
资产负债率	49.73%	40.90%	46.36%	41.93%

流动比率	1.71	1.56	1.35	1.32
速动比率	1.28	1.11	0.92	0.89
EBITDA (万元)	-	81,547.93	51,316.81	44,423.29
EBITDA 利息保障倍数		96.00	23.25	32.62
刚性债务/EBITDA	-	1.32	2.70	2.46
债务总额/EBITDA	-	2.87	4.90	4.37
经营性净现金流/流动负债	-	0.40	0.17	0.11
经营性净现金流/负债总额	-	0.37	0.17	0.11

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
刚性债务	短期借款 + 应付票据 + 应付债券
收现比	销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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