

江苏龙蟠科技股份有限公司公开发行可转换公司 债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月24日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1652 号

江苏龙蟠科技股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；

维持“龙蟠转债”的信用等级为 **A⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持江苏龙蟠科技股份有限公司（以下简称“龙蟠科技”或公司）的主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；维持“龙蟠转债”的债项信用等级为 **A⁺**。中诚信国际肯定了品牌和客户资源优势、业务规模持续扩大、盈利和经营获现能力提升及偿债指标有所优化对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到下游汽车行业发展影响公司产品市场需求、产能利用率偏低、产能扩建带来消化新增产能压力、在建项目规模较大、存在一定资本支出压力等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

概况数据

龙蟠科技（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	16.64	20.50	21.70	22.33
所有者权益合计（亿元）	11.87	13.92	15.21	15.54
总负债（亿元）	4.77	6.58	6.49	6.78
总债务（亿元）	2.45	3.11	3.00	2.68
营业总收入（亿元）	12.97	14.98	17.13	3.14
净利润（亿元）	0.92	1.00	1.63	0.31
EBIT（亿元）	1.20	1.29	2.03	--
EBITDA（亿元）	1.61	1.79	2.58	--
经营活动净现金流（亿元）	0.43	1.70	2.47	1.55
营业毛利率(%)	32.54	30.14	34.57	35.52
总资产收益率(%)	8.91	6.94	9.63	--
资产负债率(%)	28.67	32.08	29.91	30.38
总资本化比率(%)	17.14	18.26	16.48	14.68
总债务/EBITDA(X)	1.52	1.74	1.16	--
EBITDA 利息倍数(X)	15.25	10.80	17.21	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **品牌和客户资源优势。**公司“龙蟠”品牌润滑油具有较高市场认知度，“可兰素”品牌柴油发动机尾气处理液市场份额领先。凭借品牌影响力和丰富的产品体系，公司开拓并维系了一批国内主流汽车整车制造企业和工程机械制造企业客户，为其持续发展奠定良好基础。

■ **业务规模持续扩大，盈利和经营获现能力提升，偿债指标有所优化。**公司各项业务板块稳步发展，受柴油发动机尾气处理

同行业比较

2019 年部分车用化学品企业主要指标对比表					
公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	营业毛利率（%）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）
康普顿	9.70	0.84	32.34	10.57	12.77
德联集团	38.51	2.18	16.20	40.46	26.04
龙蟠科技	17.13	1.63	34.57	21.70	29.91

注：“康普顿”为“青岛康普顿科技股份有限公司”简称；“德联集团”为“广东德联集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
龙蟠转债	A ⁺	A ⁺	4.00	4.00	2020/04/23~2026/04/23

注：公司控股股东石俊峰为公司发行可转债提供 0.60 亿股股权质押担保，并质押股权 0.64 亿股融资 2.00 亿元认购可转债。

液销量增加及并购影响，2019 年营业总收入、净利润及经营活动净现金流均同比上升，各项偿债指标亦有所优化。

关注

■ **下游汽车行业发展影响公司产品市场需求。**公司产品需求受汽车行业发展影响较大，2019 年汽车相关产业市场低迷，需求有所放缓，公司部分产品产销量增速承压。

■ **产能利用率偏低，产能扩建带来消化新增产能压力。**2019 年公司润滑油、发动机冷却液及车用养护品产能利用率分别为 64.27%、79.46% 和 62.27%，产能利用率水平偏低，公司产能扩建工程完成后需关注新增产能消化及产能利用率变化情况。

■ **在建项目规模较大，存在一定资本支出压力。**截至 2020 年 3 月末公司天津龙蟠二期等主要在建项目累计已投入 2.57 亿元，尚需投入 6.40 亿元，存在一定资本支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，江苏龙蟠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。**产品结构大幅优化且竞争力显著提升、盈利能力显著增强且具有可持续性、资本实力显著增强或其他导致信用水平显著上升的因素

■ **可能触发评级下调因素。**新增产能释放不及预期、产品价格出现超预期下降等令盈利大幅亏损、财务杠杆大幅攀升、流动性恶化或其他导致信用水平显著下降的因素

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

龙蟠转债发行规模为 4.00 亿元，募集资金用于投资年产 18 万吨可兰素项目、新能源车用冷却液生产基地建设项目及补充流动资金。截至 2020 年 5 月末，募集资金账户余额为 3.95 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球

主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，化工¹产品产量稳步增长，但国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化；预计 2020 年下游需求难以明显改善，加之中美贸易摩擦后续发展的不确定性及疫情等影响，行业景气度将承受一定压力，同时原油价格的大幅波动将影响子行业盈利格局

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末化工行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除硫酸、烧碱等因需求影响增长率同比有所下降外，其他多数产品产量增幅均较上年有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发。短期来看，安全

环保事故及督查引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 1：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦

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。

¹ 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

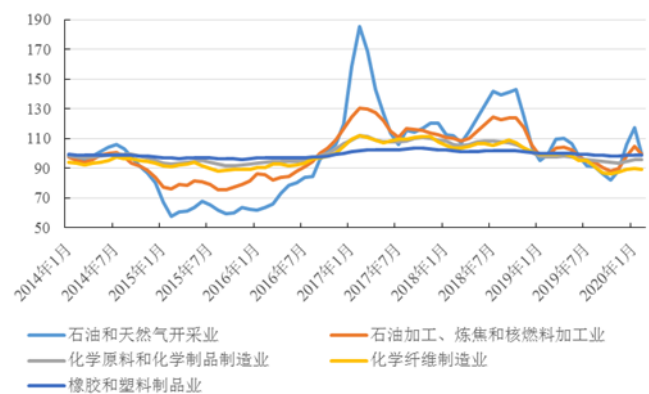
承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平。中美两国于2020年1月15日签署第一阶段经贸协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自1月20日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求；新型冠状病毒肺炎在国外的快速蔓延令国际经济面临下行风险，使得出口进一步承压；而医疗行业需要的部分化工品的需求大幅增加，但其产值有限。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，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，而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。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019年布伦特原油价格在50~70美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020年2月以来受OPEC+减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至2020年3月末，布伦特和WTI原油期货结算价分别降至22.74美元/桶和20.48美元/桶。低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，但有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而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。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自2018年10月开始大幅回落，并于2019年1月同比增速首次由正转负，之后化工产品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI持续下滑，价格处于相对低位区间。2020年3月以来，受原油价格大幅下跌及疫情抑制需求等影响，预计多数化工产品价格同比将进一步下降。

图1：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

2019年化工行业景气度下行，营业收入虽然仍呈增长态势，但增速大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑25.6%和19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升12%。国内经济稳中向好、长期向好的基本趋势不会改变，但短期内受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等影响，

2020年化工行业业绩可能受到一定冲击。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业占比(%)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2019	同比(%)	2019	同比(%)	2019	同比(%)
石油和天然气开采业	35.65	-5.00	8,675.6	-0.80	1,606.1	1.80
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4.00	1,279	-42.50
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1.00	3,481	-25.60
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4.00	311	-19.80
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2.00	1,374.8	12.00
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

受收购瑞利丰科技及其进行投资扩建影响，公司车用环保精细化学品产能规模进一步扩张，产量保持增长，但多个产品产能利用率偏低且呈下滑趋势；原材料成本占比较高，2019年采购均价有所下降

公司主要从事车用环保精细化学品的研发、生产和销售，是国内较早进入该领域的民营企业之一，目前形成了涵盖润滑油、发动机冷却液、柴油发动机尾气处理液、车用养护品等于一体的车用环保精细化学品的产品体系，先后打造了“龙蟠”、“可兰素”及“3ECARE”等自主品牌，“可兰素”品牌柴

油发动机尾气处理液国内市场份额领先。其中，润滑油和发动机冷却液系公司传统产品，产能主要集中于南京新港和天津滨海两处生产基地；2018年7月公司完成对江苏瑞利丰新能源科技有限公司（以下简称“瑞利丰科技”）的收购，其控股子公司张家港迪克汽车化学品有限公司（以下简称“迪克化学”）纳入合并报表范围，2019年迪克化学推进年产7.70万吨汽车精细化学品技改扩建项目，公司主要产品产能规模进一步扩张。公司的年产12万吨润滑油及防冻液扩产项目及18万吨可兰素项目及新能源车冷却液生产基地建设项目建成将使产能进一步扩张。截至2020年3月末，公司主要在建项目累计投资金额2.57亿元，尚需投入6.40亿元，未来投资规模相对较大，存在一定资本支出压力。

表 3：截至 2020 年 3 月末重大在建项目情况（亿元、%）

项目名称	计划投资	累计投资	工程进度	资金来源	计划进度
天津龙蟠二期（可转债项目）	3.83	0.12	3.00	自有资金、发行可转债募集资金	2021年部分投产
小批量调和及添加剂灌装改造项目	0.08	0.06	83.00	自有资金	--
年产12万吨润滑油及防冻液扩产项目	4.31	2.35	25.00	自有资金、首发募集资金	2021年4月完工
溧水园区后续资本支出	0.75	0.04	5.00	自有资金	--
合计	8.97	2.57	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年，受国内外经济形势以及国内汽车市场终端增速放缓影响，车用润滑油需求增速放缓，且行业竞争日趋激烈，公司润滑油产量及产能利用率亦延续下降趋势；迪克化学纳入合并范围令发动机冷却液产量进一步提升，但新增产能仍有待进一步消化；受益于柴油发动机尾气处理液在重型卡车和

客车尾气处理中的应用不断扩大及国家环保监管愈发严格，其行业需求亦迅速增长，公司在该领域形成了较好的品牌、渠道及产品质量优势，市场份额领先，产量增速较快且产能利用率高达129.25%；车用养护品产能与产量规模较小。公司部分产品产能利用率不高，未来天津龙蟠二期项目和年产12万

吨润滑油及防冻液扩产项目投产后，公司消化新增产能及产能利用率变化情况需加以关注。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司各类产品产量有所下滑。

表 4：近年来公司主要产品生产情况（万吨）

产品	项目	2017	2018	2019	2020.1~3
润滑油	产能	8.00	8.13	8.30	8.30
	产量	6.09	5.71	5.33	1.17
	产能利用率	76.11	70.23	64.27	--
柴油发动机尾气处理液	产能	12.00	15.00	15.00	15.00
	产量	11.05	15.11	19.39	5.47
	产能利用率	92.11	100.71	129.25	--
发动机冷却液	产能	5.20	5.62	10.00	10.00
	产量	3.78	4.85	7.95	1.01
	产能利用率	72.72	86.41	79.46	--
车用养护品	产能	1.20	1.62	2.20	2.20
	产量	0.76	1.44	1.37	0.01

产能利用率	63.01	89.18	62.27	--
-------	-------	-------	-------	----

注：上述柴油发动机尾气处理液产量不包括 2017~2020 年一季度委外加工采购量 1.22 万吨、1.88 万吨、5.56 万吨和 1.61 万吨。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司生产所需的主要原材料为基础油、乙二醇、添加剂及尿素，2019 年直接材料成本占营业成本比重为 88.55%，其价格的变化对公司毛利率水平影响较大。其中，基础油和乙二醇为石油衍生品，与石油价格的联动趋势较强，而石油作为国际大宗商品期货交易标的，受多方因素影响有较大波动。公司在基础油采购方面与大型企业及贸易商签订合作协议，并通过备货采购、成本转嫁及期现套保等方式减少原材料价格波动对公司盈利产生的影响，2019 年公司主要产品原材料采购价格均有所下降。

表 5：公司主要原材料采购情况（万吨、元/吨）

原材料	2017		2018		2019		2020.1~3	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
基础油	6.23	6,528.07	4.25	6,936.57	4.45	6,260.99	1.11	5,770.27
乙二醇	1.7	5,901.86	1.38	5,967.30	3.61	4,397.58	0.28	4,322.38
尿素	3.71	1,631.85	5.03	1,938.81	6.64	1,841.98	1.49	1,710.11
润滑油添加剂	0.49	25,507.44	0.45	24,758.06	0.37	24,344.59	0.11	24,422.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产品研发方面，公司为高新技术企业，承担组建了江苏省润滑材料工程技术研究中心及南京市润滑材料工程技术研究中心，公司润滑油实验室是经 CNAS（中国合格评定国家认可委员会）认证的实验室。2019 年以来，公司研发主要集中于国 IV 专用润滑油、新能源专用冷却液、SCR 催化还原剂产品等，截至 2019 年末，共拥有 35 项发明专利，22 项外观设计专利，38 项实用新型专利。

全面拓展多渠道销售，销售网络覆盖较广，2019 年柴油发动机尾气处理液和发动机冷却液销量大幅提升，主要产品价格随原材料价格下降而有所下降

针对车用环保精细化学品不同渠道类型客户的不同特点，公司建立了全面、完善的营销体系，形成了针对集团客户市场的直销模式、针对零售市场的经销模式和利用互联网平台的电子商务模式，其中经销商与集团客户为收入的主要来源，2019 年

以上两种渠道收入合计占比为 86.67%。

集团客户渠道方面，公司为国内主流汽车整车制造企业、工程机械制造公司提供产品配套，主要客户包括江淮汽车、安凯汽车、华菱汽车、上汽集团、中联重科等，通过满足客户的个性化需求，形成了良好的品牌效益。经销商客户渠道方面，公司采用经销商模式对汽车后市场等零售市场进行覆盖，建立了规模较大、覆盖面较广、影响力较强的零售渠道网络。公司在全国 30 个省、市、自治区拥有 700 余家经销商，通过合理的渠道划分、严格的渠道保护、信息化营销管理系统、创新营销等方式，在保护经销商利益的同时，促进了经销商渠道稳定、良性发展。电子商务渠道方面，公司拓展天猫、京东等线上销售渠道，采用线上、线下产品线互为补充的模式，开发了“SONIC”系列产品线，理顺了电子商务渠道与其他渠道销售的关系，为未

来电子商务渠道销售的增长奠定了基础。此外，公司还为部分国内、国际知名度较高的润滑油、发动机冷却液品牌提供代加工服务，按照委托方的要求进行生产。

表 6：主营业务收入按客户类型占比情况（%）

客户类别	2017	2018	2019	2020.1~3
经销商	51.13	47.89	44.03	56.77
集团客户	36.87	39.13	42.64	36.79
OEM/ODM	8.09	10.35	10.83	5.06
电子商务	3.90	2.63	2.51	1.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，受汽车相关产业市场低迷影响，润滑

表 7：公司主要产品销售情况（万吨、元/吨、亿元）

产品		2017	2018	2019	2020.1~3
润滑油	销量	5.86	5.70	5.33	0.99
	销售均价	14,257.43	14,177.82	14,316.02	14,176.51
	销售额	8.35	8.08	7.63	1.42
柴油发动机尾气处理液	销量	12.12	16.94	24.29	5.40
	销售均价	1,979.17	1,968.83	1,880.12	1,789.39
	销售额	2.40	3.34	4.57	0.97
发动机冷却液	销量	3.59	4.95	7.53	1.00
	销售均价	4,859.76	5,405.02	5,004.46	5,270.02
	销售额	1.74	2.68	3.77	0.53
车用养护品	销量	0.74	1.44	1.38	0.10
	销售均价	4,084.64	3,061.07	3,454.39	4,889.88
	销售额	0.30	0.44	0.48	0.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年财务报告、经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，财务数据均为审计报告期末数。

收入规模与营业毛利率有所增长，盈利能力稳步增强

2019 年，公司各项业务板块稳步发展，受柴油发动机尾气处理液销量增加及合并瑞利丰科技全年收入影响，营业总收入同比上升 14.37%，同时由于各类原材料采购均价不同程度下降且原材料为

油及车用养护品销售量有所下滑；受益于国家治理环境污染各项政策的密集出台和推进实施，柴油发动机尾气处理液市场持续增长，带动该产品销量同比上升 43.39%；受瑞利丰科技并表影响，发动机冷却液销量分别同比增长 52.12%。由于原材料采购价格下降，公司柴油发动机尾气处理液及发动机冷却液销售均价有所下降，而对集团客户销售占比的降低则使润滑油销售均价略有上升；车用养护品销售均价有所上升，但其销售规模较小。2020 年一季度，受新冠疫情影响，产品物流受阻、下游客户复工情况不佳令公司产品销量同比下滑。

营业成本的主要组成部分，润滑油、柴油发动机尾气处理液、发动机冷却液及车用养护品四大产品板块毛利率均有所提高，推动整体毛利率上升至 34.57%，处于较高水平。

表 8：公司主要产品板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
润滑油	8.36	8.08	7.63	1.42
柴油发动机尾气处理液	2.40	3.34	4.57	0.97
发动机冷却液	1.74	2.68	3.77	0.53
车用养护品	0.30	0.44	0.48	0.05
营业总收入	12.97	14.98	17.13	3.14
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
润滑油	33.43	31.94	34.43	33.97
柴油发动机尾气处理液	36.63	31.73	41.22	41.93
发动机冷却液	23.70	23.79	28.65	28.47
车用养护品	23.10	39.09	45.87	42.48

营业毛利率	32.54	30.14	34.57	35.52
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

注：公司其他产品收入规模较小，未列示在表中。

资料来源：公司提供

随着经营规模的扩大，2019年以销售费用、管理费用为主的期间费用规模小幅上升，但收入增长使得期间费用率保持稳定。受益于收入和毛利率提高，当年经营性业务利润同比上升85.27%，利润总额与净利润亦大幅提升。EBIT和EBITDA随利润总额增加而增长，EBITDA利润率及总资产收益率亦随之提高，盈利能力稳步增强。2020年一季度，受疫情影响，公司营业收入与净利润分别同比下降28.06%和28.00%。

表9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	3.10	3.30	3.86	0.82
期间费用率	23.92	22.03	22.56	26.01
经营性业务利润	1.02	1.02	1.88	0.31
利润总额	1.09	1.12	1.88	0.35
净利润	0.92	1.00	1.63	0.31
EBITDA利润率	12.44	11.94	15.07	--
总资产收益率	8.91	6.94	9.63	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营规模的扩大带动资产规模小幅增长，债务规模较小，资本结构保持稳健

随着经营规模的扩大，公司总资产呈小幅增长态势，结构较为均衡，截至2020年3月末，流动资产占比59.01%。受理财产品到期赎回影响，2019年末货币资金上升，其他流动资产同比下降；2020年3月末因购买理财产品令交易性金融资产升至3.20亿元，货币资金回落至3.13亿元，其中0.36亿元受限，受限比例不高。2019年末应收账款与存货随业务规模扩张均小幅上升。非流动资产方面，固定资产主要为房屋建筑及生产设备，无形资产主要为土地使用权，商誉主要为收购瑞利丰科技形成的2.07亿元商誉。

负债方面，应付账款规模呈稳定态势，其他应付款主要为收购瑞利丰科技形成的应付股权收购款；短期债务占总债务比重较高，2020年3月末为66.54%，2019年末部分长期借款于一年内到期导致

短期债务小幅增加；2020年一季度偿还部分短期借款，3月末总债务有所下降。整体来看，公司债务规模较小，债务结构较为合理，但2020年4月发行可转债计入长期债务将推升债务规模。

表10：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2.35	3.61	5.30	3.13
交易性金融资产	-	-	-	3.20
应收账款	1.73	2.01	2.29	1.70
存货	2.47	2.62	2.77	2.86
其他流动资产	3.03	1.67	0.04	0.01
流动资产	11.30	12.50	12.65	13.17
固定资产	3.79	4.08	4.02	4.14
无形资产	1.42	1.46	1.46	1.44
商誉	0.00	2.07	2.07	2.07
总资产	16.64	20.50	21.70	22.33
短期债务	1.84	1.85	2.03	1.78
总债务	2.45	3.11	3.00	2.68
应付账款	1.23	1.02	1.08	1.28
其他应付款	0.29	1.61	1.61	1.56
总负债	4.77	6.58	6.49	6.78
所有者权益合计	11.87	13.92	15.21	15.54
资产负债率	28.67	32.08	29.91	30.38
总资本化比率	17.14	18.26	16.48	14.68

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司现金分红规模逐年增加，2019年同比增长19.18%至3,873.23万元。受益于利润积累，2019年以来所有者权益保持增长，资产负债率与总资本化比率呈下降态势，财务杠杆水平较低，资本结构保持稳健。

经营获现能力持续增强，相关偿债指标进一步优化且处于较好水平，短期偿债压力较小

2019年，公司经营回款情况良好，且收入规模有所提升，经营活动净现金流同比上升45.38%，经营获现能力增强；2020年一季度，公司加强货款回收力度，经营活动净现金流同比提升。2019年收回理财产品投资产生较大现金流入，投资活动净现金流由负转正；2020年一季度购买理财产品及投资项目支出产生较大规模投资净流出。筹资活动方面，2019年以来公司偿还部分债务，加之支付股利及利息，筹资活动净现金流转为净流出状态。

2019年，受益于EBITDA和经营获现能力的提

升，其对债务本息覆盖能力亦有所提升；同时，债务规模较小，货币等价物储备相对充足，对总债务能够形成有效覆盖，短期偿债压力较小，各偿债指标均处于很好水平。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	0.43	1.70	2.47	1.55
投资活动净现金流	-3.76	-0.77	0.60	-3.67
筹资活动净现金流	4.53	0.06	-0.80	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	15.25	10.80	17.21	--
总债务/EBITDA	1.52	1.74	1.16	--
经营活动净现金流/利息支出	4.03	10.28	16.49	--
经营活动净现金流/总债务	0.17	0.55	0.82	2.32*
货币等价物/短期债务	2.02	2.98	3.48	4.44

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

融资渠道畅通，可对公司整体偿债提供支持

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保情况、无重大诉讼或仲裁事项。

资产抵质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司质押其持有的瑞利丰科技 70% 股权用于提供银行借款担保，质押长期股权投资账面价值为 3.03 亿元。

备用流动性方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得多家金融机构合计 6.10 亿元的授信额度，其中未使用授信额度为 3.73 亿元；同时，公司为 A 股上市企业，股权融资渠道通畅。

股权质押方面，截至 2020 年 6 月 13 日，公司控股股东石俊峰合计持有公司 50.20% 股份，共计 1.52 亿股，其中质押股份 0.72 亿股，占其持有股份的 47.23%，用于本期可转债的质押担保及认购等。

过往债务履约情况：根据公司提供的相关资料，2017~2020 年 6 月 9 日，公司所有借款均到期还本、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

公司系实际控制人石俊峰、朱香兰名下最核心资产，

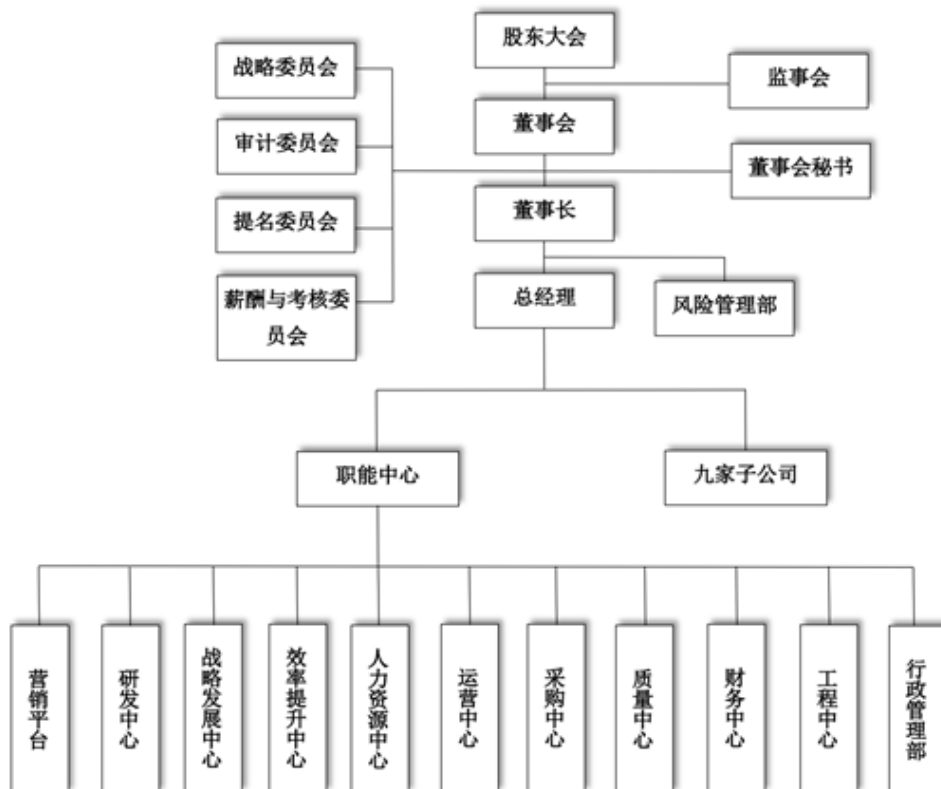
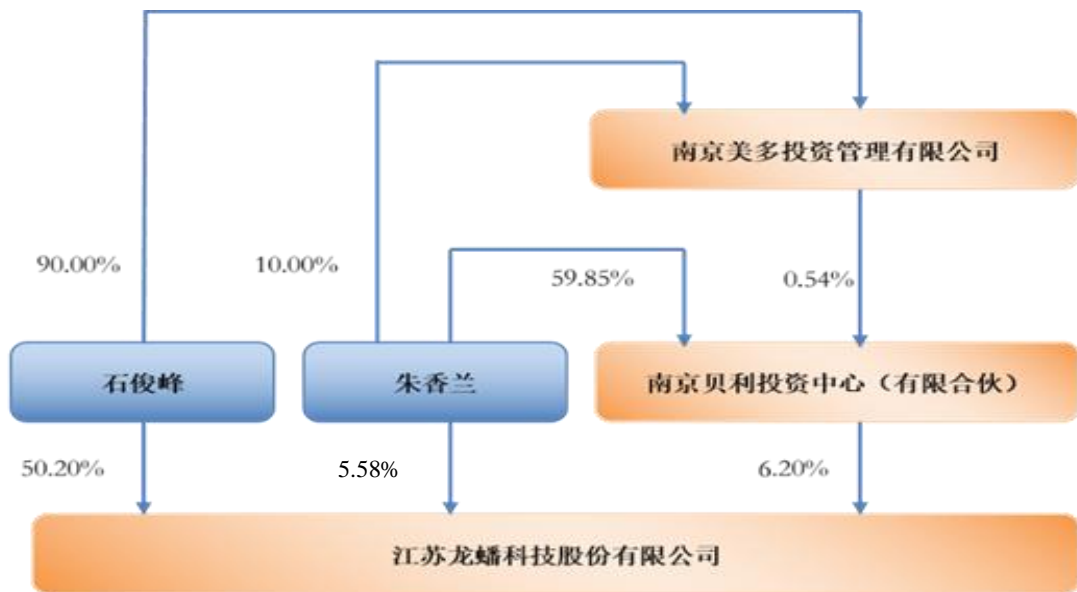
其对公司支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限

公司实际控制人为自然人石俊峰、朱香兰，二人系夫妻关系，龙蟠科技为其名下最核心资产，其对公司支持意愿很强，石俊峰为公司发行可转债提供 0.60 亿股股权质押担保，并质押股权 0.64 亿股融资 2.00 亿元认购可转债。但由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏龙蟠科技股份有限公司的主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；维持“龙蟠转债”的债项信用等级为 **A⁺**。

附一：江苏龙蟠科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：江苏龙蟠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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	23,459.91	36,137.53	53,014.25	31,282.54
应收账款净额	17,323.51	20,127.85	22,925.98	16,962.41
其他应收款	1,622.54	1,764.84	2,037.96	1,981.18
存货净额	24,740.39	26,238.96	27,674.93	28,622.21
长期投资	-	-	8,000.00	8,000.00
固定资产	37,899.00	40,800.46	40,157.92	41,350.39
在建工程	191.45	2,019.38	3,044.12	3,639.75
无形资产	14,204.27	14,627.12	14,554.91	14,449.29
总资产	166,354.31	204,962.00	216,968.74	223,251.62
其他应付款	2,906.71	16,086.20	16,053.36	15,594.16
短期债务	18,422.36	18,500.00	20,300.00	17,800.00
长期债务	6,120.00	12,600.00	9,700.00	8,950.00
总债务	24,542.36	31,100.00	30,000.00	26,750.00
净债务	1,082.45	-5,037.53	-23,014.25	-4,532.54
总负债	47,691.98	65,759.31	64,885.12	67,832.87
费用化利息支出	1,058.83	1,655.95	1,500.30	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	118,662.33	139,202.69	152,083.61	155,418.75
营业总收入	129,743.37	149,778.67	171,296.32	31,427.45
经营性业务利润	10,172.28	10,150.53	18,805.61	3,122.40
投资收益	700.65	971.40	302.95	92.08
净利润	9,237.26	9,952.51	16,277.17	3,134.63
EBIT	11,966.13	12,884.53	20,314.77	--
EBITDA	16,146.10	17,890.44	25,817.99	--
经营活动产生现金净流量	4,268.24	17,022.24	24,746.83	15,521.07
投资活动产生现金净流量	-37,550.59	-7,668.80	5,956.08	-36,731.99
筹资活动产生现金净流量	45,264.10	566.33	-8,044.25	-3,568.61
资本支出	9,037.14	5,255.65	7,895.88	1,827.97
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	32.54	30.14	34.57	35.52
期间费用率(%)	23.92	22.03	22.56	26.01
EBITDA 利润率(%)	12.44	11.94	15.07	--
总资产收益率(%)	8.91	6.94	9.63	--
净资产收益率(%)	10.08	7.72	11.18	8.16*
流动比率(X)	2.94	2.50	2.43	2.40
速动比率(X)	2.29	1.98	1.90	1.88
存货周转率(X)	4.28	4.11	4.16	2.88*
应收账款周转率(X)	8.26	8.00	7.96	6.30*
资产负债率(%)	28.67	32.08	29.91	30.38
总资本化比率(%)	17.14	18.26	16.48	14.68
短期债务/总债务(%)	75.06	59.49	67.67	66.54
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.55	0.82	2.32*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.23	0.92	1.22	3.49*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.03	10.28	16.49	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	13.20	43.46	58.49	--
总债务/EBITDA(X)	1.52	1.74	1.16	--
EBITDA/短期债务(X)	0.88	0.97	1.27	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.25	10.80	17.21	--
EBIT 利息保障倍数(X)	11.30	7.78	13.54	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、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/交易性金融资产+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+租赁负债+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=债权投资+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。