

2018 年新凤鸣集团股份有限公司

可转换公司债券

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100311】

**评级对象:** 2018年新凤鸣集团股份有限公司可转换公司债券

### 新凤转债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2018年6月22日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2017年8月17日

### 主要财务数据及指标

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	0.04	0.26	1.42	0.29
刚性债务	1.70	4.00	0.98	2.83
所有者权益	10.23	11.63	36.08	34.56
经营性现金净流入量	-0.25	-0.01	-0.16	-0.07
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	86.88	86.21	110.51	122.80
总负债	60.74	52.71	44.90	56.15
刚性债务	48.94	35.36	31.44	41.80
所有者权益	26.14	33.50	65.60	66.65
营业收入	146.40	174.77	229.63	57.27
净利润	3.21	7.46	15.12	2.62
经营性现金净流入量	6.93	17.02	17.74	-0.50
EBITDA	11.59	18.61	28.69	-
资产负债率[%]	69.91	61.14	40.63	45.72
权益资本与刚性债务比率[%]	53.41	94.72	208.67	159.44
流动比率[%]	55.18	52.20	102.08	93.05
现金比率[%]	14.34	15.35	49.93	36.23
利息保障倍数[倍]	2.83	5.72	13.39	-
净资产收益率[%]	12.45	25.02	30.52	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.00	44.34	49.16	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.45	16.85	-0.44	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.76	9.46	18.40	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.44	0.86	-

注:根据新凤鸣经审计的2015~2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

刘云 liuyun@shxsj.com

胡颖 huying@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对新凤鸣集团股份有限公司(简称“新凤鸣”、发行人、该公司或公司)及其发行的新凤转债的跟踪评级反映了2017年以来新凤鸣在经营规模与区位、融资渠道通畅、主业资金回笼等方面继续保持优势,同时也反映了公司在盈利波动、资本性支出及债务期限结构等方面继续面临压力。

#### 优势:

- **区位优势。**新凤鸣地处我国重要纺织品基地长三角经济区,区域产业集群效应显著,为公司发展提供较好的外部环境。
- **规模效应与产品差异化能力。**新凤鸣是国内年产能百万吨级以上的涤纶长丝专业生产企业之一,近三年公司产能产量逐步扩大,产品差异化率较高,行业地位和市场占有率得到进一步的巩固。
- **融资渠道拓宽,资本实力增强。**新凤鸣2017年IPO净募集资金达19.70亿元,公司融资渠道拓宽,且资本实力亦有所增强。
- **主业现金流状况较好。**新凤鸣采取款到发货的结算模式,主业资金回笼能力较好,货币资金存量较为充足,可为本次债券的本息偿付提供基础支撑。

#### 风险:

- **依赖单一市场的风险。**新凤鸣的经营受涤纶长丝行业变化的影响较大,如果下游对涤纶长丝的需求下降,则有可能对公司的经营业绩产生不利影响。
- **成本转移能力弱化风险。**新凤鸣所产的民用涤纶长丝产品价格透明,易受石油价格波动影响。尽管公司产品上下游价格传导机制较

通畅，但存在成本转移能力弱化的风险，主要受季节性因素影响 2018 年一季度毛利率出现阶段性下滑。

- **资本性支出压力与 PTA 项目投资风险。**新凤鸣未来三年在建重大项目较多，尤其是 PTA 项目总投资大，将面临较大的资本性支出压力，且国内 PTA 产能相对过剩，项目产能全部自用，但达产后效益能否达到预期存在一定的不确定性。
- **即期债务偿付压力。**新凤鸣已积累了一定规模的刚性债务，期限结构欠合理，加之资产流动性不强，存在一定的即期债务偿付压力。
- **安环风险。**作为化纤企业，新凤鸣在生产过程中持续面临一定的安全和环保风险。
- **本次债券转股风险。**本次债券发行规模大，一旦转股期内股价持续低迷等导致转股情况不理想，则新凤鸣需承担本次债券未转股部分偿付本息。

#### ➤ 未来展望

通过对新凤鸣及其发行的新风转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为新风转债还本付息安全性很强，并维持新风转债 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2018 年新凤鸣集团股份有限公司可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2018 年新凤鸣集团股份有限公司可转换公司债券（简称“新凤转债”、本次债券）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据新凤鸣提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对新凤鸣的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2018 年 3 月 15 日，中国证监会出具《关于核准新凤鸣集团股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2018]476 号），核准本次债券的发行。公司于 2018 年 4 月 26 日（起息日）采用优先配售和上网定价方式发行了 21.53 亿元的本次债券，债券期限为 6 年，债券简称“新凤转债”，债券代码为 113508.SH。本次债券的票面利率为第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2%，采用每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息。本次债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（2018 年 11 月 5 日至 2024 年 4 月 25 日）。本次债券设置了到期赎回条款，即在本次债券期满后 5 个工作日内，公司将以本次债券票面面值的 108%（含最后一年利息）向可转债持有人赎回全部未转股的可转债；设置了有条件赎回条款，即转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次债券。本次债券设置了有条件回售条款，即最后两个计息年度如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70% 时，债券持有人有权将其持有的债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司；还设置了附加回售条款，即若本次债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，债券持有人享有一次回售的权利。截至 2018 年 5 月末，本次债券尚未进入转股期，债券余额仍为 21.53 亿元。如果因公司股票价格走势持续低迷或本次债券持有人的投资偏好等原因导致本次债券到期未能实现转股，公司必须对未转股部分偿还本息，将会相应增加公司的财务负担。

**图表 1. 截至 2018 年 5 月末公司存续期内债券概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
新风转债	21.53	6 年	累进利率, 目前 0.3%	2018/4/26	—	尚未到 付息期

资料来源：新风鸣

本次债券所涉及募投项目包括中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目、中维化纤锅炉超低排放节能改造项目、中石科技年产 26 万吨差别化纤维深加工技改项目和年产 4 万吨差别化纤维柔性智能化生产试验项目。截至 2018 年 5 月末，本次债券募集资金共使用 4.38 亿元（如图表 2 所示）。

**图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（亿元）**

项目名称	总投资	2017 年末已 投资	建设期	年计划投资			拟投入募 集资金	募集 资金 已使 用额
				2018 年	2019 年	2020 年		
中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目	9.87	1.87	2016.07-2019.06	7.53	0.47	-	7.31	1.57
新风鸣年产 4 万吨差别化纤维柔性智能化生产试验项目	5.33	0.75	2017.06-2019.06	2.01	2.57	-	4.59	0.95
中维化纤锅炉超低排放节能改造项目	3.50	0.99	2017.08-2019	1.5	1.01	-	3.25	1.26
中石科技年产 26 万吨差别化纤维深加工技改项目	10.50	2.05	-	1.38	2.08	4.99	6.38	0.60

资料来源：根据新风鸣所提供数据整理。

注：募集资金已使用额的截至日为 2018 年 5 月 31 日

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

该公司所属行业为化纤行业中的涤纶长丝子行业，呈现周期性变化特征，受宏观经济影响较大。

2018年一季全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放

不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司主营业务为民用涤纶长丝的生产和销售，所属行业为化纤行业中的涤纶长丝子行业，与下游纺织工业的景气程度密切相关。纺织品作为消费品受宏观经济影响较大，进而影响民用涤纶长丝行业。受宏观经济周期性波动的影响，民用涤纶长丝行业也表现出一定的周期性波动。

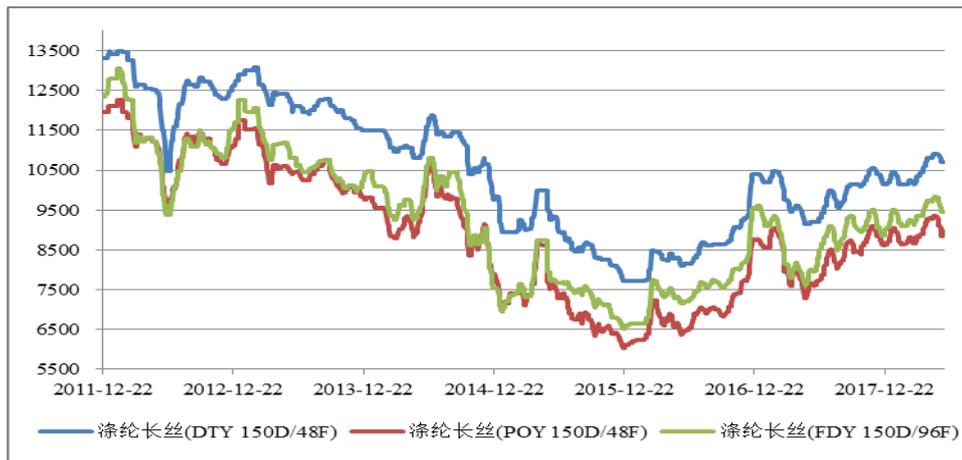
## **(2) 行业因素**

目前 PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速较快，行业竞争不断加剧，同质化竞争严重。行业内的大型企业均通过向上下游行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展。2017 年以来，行业景气度继续回升，行业盈利能力有所好转。

### **A. 行业概况**

涤纶长丝行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2011 年四季度起，涤纶长丝行业的景气度逐步回落，行业进入结构性深度调整期，至 2013 年到达行业景气度谷底，之后受行业短期供需影响有所波动，总体处于低位徘徊。2016 年以来，供给侧调整及环保趋严使得行业产量增长放缓，下游需求持续增长，行业供需格局得以改善，涤纶长丝行业景气度有所回升。价格方面，涤纶长丝价格近年来持续下行，于 2015 年四季度形成价格筑底，2016 年以来价格受供给端的供给侧调整、环保约束等影响呈现明显反弹，到 2018 年 5 月 DTY、POY 和 FDY 价格最高分别达 10,900 元/吨、9,350 元/吨和 9,825 元/吨。

图表 3. 我国涤纶长丝市场价（中间价）走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2016 年，化纤行业运行质量明显好转，主要产品新增产能投放放缓，产量中速增长，整体开工率较 2015 年有所提升，2016-2017 年我国化纤行业累计完成产量 4,943.7 万吨、4,919.60 万吨。其中，2014-2016 年我国涤纶纤维生产量分别为 3,580.99 万吨、3,945.20 万吨和 3,959.00 万吨；2017 年涤纶纤维生产量为 3,934.26 万吨，略低于上年水平。由此可见，化学纤维（含涤纶纤维）行业的产量变化不大，行业供给较为稳定。

我国民用涤纶长丝主要用于服装、家纺和产业用纺织品等行业，直接出口仅占产量的 5% 左右。由于上述下游行业的生产企业数量多，规模相对较小，涤纶长丝生产企业对下游行业有一定的议价能力。近年来，服装、家纺和产业用纺织品等行业的需求变化不断影响着涤纶长丝行业的发展方向。

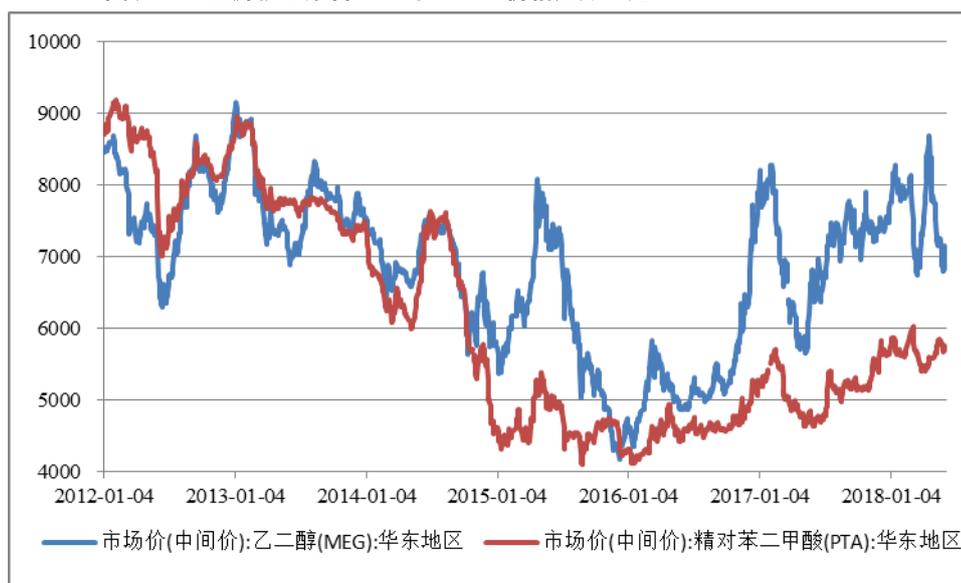
2011 年以来，国内外经济下行、市场需求放缓、劳动力成本提升，我国纺织服装业进入去产能、去库存的调整转型期，2013-2015 年我国布、纱、服装的复合增长率分别为 3.45%、8.74% 和 4.94%。2016 年以来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速出现分化。2016-2017 年，纱产量分别为 3,732 万吨和 4,050 万吨，同比增长分别为 5.50% 和 8.50%；同期，布产量分别为 906.75 亿米和 868.10 亿米，同比分别增长 1.59% 和下降 4.26%。另外，2016 年以来，与化工行业有关的纺织材料价格指数开始回升，化纤材料价格指数也呈现类似的走势。2018 年 1 月 5 日中国纺织材料价值指数（化纤）回升至 85.06。出口方面，2015-2017 年纺织业出口交货值分别为 3,803.3 万吨、3,654.9 万吨和 3,445.2 万吨，出口交货值有所下滑。

民用涤纶长丝的原材料主要为 PTA（精对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇），两者合计占民用涤纶长丝成本的 85% 左右。其中，PTA 是最主要的原材料，占民用涤纶长丝成本的 60% 以上。2015 年以前，我国 PTA 扩产迅速，导致 PTA 供过于求，迅速增加的供应无法被下游疲软的需求消化，使得 PTA 行业开工

率降低，PTA 价格下滑。2015 年以来，PTA 落后产能淘汰加速<sup>1</sup>，新增产能投放较为缓慢（2018 年无新增产能投放），PTA 供需失衡得到较大缓解，整体处于紧平衡状态。从 PTA 价格走势看，2015 年年初 PTA 为 4,600 元/吨，此后到 2016 年底价格整体处于 4,000~5,000 元/吨的价格区间内波动运行，少数月份如 2015 年 4 月中旬至 5 月中旬价格突破 5,000 元/吨后有回落至 5,000 元/吨之下。2016 年四季度，PTA 价格开始反弹，到 2016 年 12 月 12 月价格突破 5,000 元/吨，达 5,220 元/吨；2017 年以来，PTA 价格除二季度相对较为低迷（低于 5,000 元/吨），2017 年 7 月中下旬以来均处于 5,000 元/吨之上波动上行，到 2018 年 6 月 1 日价格涨至 5,730 元/吨，较 2015 年初累计上涨 24.57%。

我国 MEG 进口依赖度仍很高，2016 年进口依存度为 68.8%。但是，煤制乙二醇进口替代有所加快，2016 年煤制乙二醇产能占比 32%。2017 年，MEG 进口量为 871.62 万吨，同比增加 15.82%。2012 年以来，MEG 价格（华东，市场价-中间价）经历波动下行之后，2015 年四季度下滑至近年来低点（2015/12/8，4,160 元/吨），之后价格开始波动上行，在 2018 年 4 月 19 日达到阶段性价格高点 8,500 元/吨。

**图表 4. 上游核心原料 PTA 和 MEG 价格走势（元/吨）**



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## B. 政策环境

环保约束是化解化工行业过剩产能行之有效的手段；环保法规体系日益完善，环保成本上升加速化工行业产能出清。2018 年 1 月 1 日起施行的《环境保护税法》承接了行政式的环保督察，通过环保成本的差异化继续推动化工行业的整合。

<sup>1</sup> 2015 年 4 月，古雷腾龙芳烃(漳州)有限公司 PX 工厂发生爆炸，导致翔鹭石化股份有限公司年产能 450 万吨装置停产；南京扬子石化炼化有限责任公司乙二醇装置发生爆炸，年产能 135 万吨 PTA 装置停产；7 月，绍兴远东石化有限公司宣布破产，旗下年产能 330 万吨的装置已停产。

国内多项行业政策的推出，鼓励差别化、功能化纤维发展，有利于行业内产品结构调整及优化。2016年9月，工信部编制发布《纺织工业发展规划（2016-2010年）》提及，增强化纤行业创新开发能力，包括实现聚酯、锦纶等通用纤维高效柔性化与功能化，丰富涤纶、粘胶、锦纶、腈纶等功能化、差别化产品，提高产品性能及品质等。2016年12月，工信部、发改委印发《化纤工业“十三五”发展指导意见》（简称“指导意见”），在发展目标中提到，“十三五”期间化纤工业继续保持稳步健康增长，化纤差别化率每年提高1个百分点，高性能纤维、生物基化学纤维有效产能进一步扩大；涤纶、锦纶等常规纤维品种技术水平继续保持世界领先地位，碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维等基本达到国际先进水平，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团。指导意见提及，化纤行业“十三五”期间的主要任务包括：（1）推动行业发展模式由“成本+规模”向“高附加值、专业化与系统化”转变，由生产型纸质向服务型制造转变，加大淘汰落后产能力度，严格控制常规化纤产品新增产能，化解部分过剩产能，为优化供给结构提供空间；（2）支持行业企业横向联合与垂直整合，对规模大、实力强的精对苯二甲酸-聚酯企业、己内酰胺-锦纶企业可通过产业链延伸，实现炼化、化纤及纺织的一体化生产，提高产业链掌控能力和综合竞争力；形成一批产品技术含量高、品种丰富、具有较强综合竞争力的大型化纤集团；同时发展一批“专、精、特、强”中小型企业，提供个性化、差异化和多功能的产品和服务等。

### C. 竞争格局/态势

从竞争格局和竞争战略来看，民用涤纶长丝生产企业的竞争力除体现在规模与成本外，更体现在技术、管理、品牌和创新上。

从全球范围来看，印度的信赖工业公司和台湾地区的南亚塑胶工业股份公司等公司在涤纶长丝的技术、研发、品牌等方面具有优势。就国内而言，行业逐步呈现寡头竞争格局。桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）、该公司、荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”）、恒力石化股份有限公司（简称“恒力股份”）、恒逸石化股份有限公司（简称“恒逸石化”）和盛虹控股集团有限公司（简称“盛虹集团”）等行业先入者已经在生产规模上具备优势，并已具备自己的核心生产技术，且在工艺成熟度、产品稳定性以及生产成本控制方面具备了较强的竞争力。

产业链完整度是控制企业成本、凸显规模优势的重要方面。行业内极少大型民营企业有机会进入上游行业，目前荣盛石化、恒逸石化在产业完整度上要优于同类竞争对手，其中荣盛石化年产200万吨的芳烃项目已经投产，而恒逸石化在文莱也建设类似的项目。

目前尚未有一家涤纶长丝企业可以覆盖市场上所有规格涤纶长丝产品，化纤企业一般在不同产品上形成差异化的竞争优势。桐昆股份和该公司POY生产规模大于同行业其他竞争对手，拥有明显的规模优势；盛虹集团在DTY产能上具有领先的规模优势；恒力股份FDY销售规模位列行业第一。可见产品

差异化成为行业龙头企业的重要竞争手段之一。

**图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，万吨，亿元，%）**

样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	销售毛利率	产量（芳烃）	产量（PTA）	产量（聚酯）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
荣盛石化	705.31	5.41	合计 873.46		221.27	620.54	58.51	20.71	40.33
恒逸石化	642.84	3.72	—	491.49	191.40	332.68	52.35	18.44	23.63
桐昆股份	328.14	10.36	—	0.26	395.92	265.58	49.42	17.69	21.90
新凤鸣	229.63	12.33	—	—	271.34	110.51	40.63	15.12	17.74
恒力股份	222.88	16.27	—	—	235.01	196.84	62.63	17.45	1.56

资料来源：新世纪评级整理。

注：核心样本主要为行业内的重点上市公司或发债企业。

#### D. 风险关注

化纤行业企业多为民营企业，固定资产投资规模大，重资产及规模化运行是行业的重要特征。行业内大中型企业多采用产品差异化等方向发展，行业并购重组较频繁。少数企业向上游炼化方向发展，但因为项目投资规模很大，企业一般面临较大的财务压力。

新世纪评级将持续关注：（1）原油价格波动风险及其对化纤价格影响；（2）外部融资环境变化及对大型民营化纤企业的流动性影响；（3）下游行业包括纺织等需求的变化；（4）化纤行业竞争不断加剧，行业并购重组对行业竞争格局可能影响；（5）供给侧政策调整及环保约束等对行业供给的影响等。

#### （3）区域市场因素

凭借市场和劳动力成本优势，我国、印度和东南亚地区承接世界化纤产业的转移。目前，全球产能主要分布在我国、印度、东盟、韩国和西欧。

我国涤纶长丝行业的区域性特征明显。受下游化纤贸易集散地和主要原材料供应商的分布影响，我国涤纶长丝产能主要分布在浙江省、江苏省和福建省。目前，上述三个省份涤纶长丝产量合计约占全国总产量的 90% 以上，区域集中度很高，产业链优势明显。

该公司位于浙江省桐乡市，属于以上海为中心的长江三角洲经济区域。长江三角洲经济区域是我国重要的纺织品基地，区域内涤纶长丝消费量约占国内总量的 80%，形成了涤纶生产企业、上游的原材料供应企业和下游主要的化纤交易市场。公司所处的地理位置，既降低了公司的物资采购成本，同时也拓宽了公司的销售渠道，公司区位优势较为明显。

## 2. 业务运营

该公司长期从事民用涤纶长丝产品的生产和销售，生产设备和工艺较为先进，已形成一定的竞争优势。近三年，公司民用涤纶长丝产销量保持增长态势，

产品差异化率维持在较高水平。2017 年受益于产销规模扩张及产品售价上涨等影响，公司营业收入及毛利率均呈较好增长，但原料及化纤产品的价格波动风险较大，使得公司盈利波动性较大。未来三年，随着在建项目的陆续完工投产，公司产能将进一步扩大，产业链完整度将有所提升，但项目达产后效益能否达到预期，存在较大的确定性。

该公司主要从事“凤鸣”牌民用涤纶长丝的研发、生产和销售，产品包括各种规格的 POY、FDY、DTY 涤纶长丝和聚酯切片，公司其他业务主要是原材料贸易及废品销售等。

该公司主业突出，在国内民用涤纶长丝行业中按产量排名第二，具有一定的规模与成本优势。公司注重研发，子公司中辰化纤 2013 年认定为高新技术企业，旗下“企业研究院”被认定为省级高新技术研究开发中心，公司与东华大学等共同承担的“超大容量高效柔性差异化聚酯长丝成套工程技术开发”被评为国家科技进步二等奖等，均表明公司在该领域有一定的技术优势。

**图表 6. 公司主业基本情况**

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
涤纶长丝	化纤	国内	规模/成本/技术

资料来源：新凤鸣

该公司 2015~2017 年分别实现营业收入 146.40 亿元、174.77 亿元和 229.63 亿元。从收入构成来看，POY、FDY、DTY 三大涤纶长丝产品收入占营业收入比重的 90% 左右。得益于新增产能的释放，2015 年以来 POY 产品收入增长较快；同期，FDY 销售额也略有增长。公司 DTY 产销规模相对小得多，新增产能在 2016 年得到释放，2016 年以来 DTY 业务收入大幅增长。2017 年，公司营业收入较上年增加 31.39%，主要系行业景气度提升，产品售价上涨及中盈化纤二期全部达产使得其化纤产销量略有增长所致。2018 年第一季度，公司实现营业收入 57.27 亿元，同比增长 23.26%。

2015-2017 年，该公司毛利率逐年增长，从 2015 年的 6.01% 升至 12.33%，主要系供给侧改革积极影响，行业新增产能释放增速下降，去产能、去库存成效显著，行业景气度提升有关。2018 年第一季度，公司综合毛利率为 8.38%，较上年下滑 1.45 个百分点，主要受春节期间下游停工等季节性影响，每年一季度的产品库存较多，加上 2018 年一季度上游石油价格上涨较快，传导至化纤价格有一定的滞后性，因此原料端 PTA、MEG 采购价格大幅上涨超过了各类产品售价上涨，导致各产品毛利率出现阶段性较大幅度的下滑。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计	146.40	174.77	229.63	57.27

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
其中：核心业务营业收入（亿元）	133.52	164.32	209.26	49.81
在营业收入中所占比重（%）	91.20	94.02	91.13	86.97
其中：（1）POY	98.91	123.09	155.62	36.86
在核心业务收入中所占比重（%）	74.08	74.91	74.37	74.00
（2）FDY	27.91	28.22	34.72	8.45
在核心业务收入中所占比重（%）	20.90	17.17	16.59	16.96
（3）DTY	6.70	13.01	18.92	4.50
在核心业务收入中所占比重（%）	5.02	7.92	9.04	9.04
<b>毛利率（%）</b>	<b>6.01</b>	<b>9.25</b>	<b>12.33</b>	<b>8.38</b>
其中：POY（%）	4.79	8.56	11.80	8.45
FDY（%）	8.62	11.62	15.71	9.75
DTY（%）	13.65	13.46	17.66	13.06

资料来源：新凤鸣

### A. 生产

2015 年以来，该公司产能规模继续扩大。截至 2017 年末公司拥有 10 套熔体直纺工艺生产线（其中 8 套系 2010 年后投产），民用涤纶长丝年产能合计 273 万吨，其中 POY 年产能为 211 万吨，FDY 年产能为 42 万吨，DTY 年产能为 20 万吨（较上年增加 4 万吨）。公司民用涤纶长丝产量位居行业前列，规模优势明显。公司不仅产能扩张较快，而且产能利用率维持在 95% 以上，同时产销率维持在较好水平，公司新增产能消化能力很强。

图表 8. 公司主要产品产能及产量情况（万吨）

品种	2015 年			2016 年			2017 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
POY	165.00	161.63	97.96%	211.00	199.42	94.51%	211.00	208.89	99.00%
FDY	42.00	40.67	96.83%	42.00	40.76	97.05%	42.00	41.69	99.26%
DTY	9.00	8.87	98.56%	16.00	15.91	99.44%	20.00	19.77	98.85%

资料来源：新凤鸣

熔体直纺工艺直接以聚合物熔体为原料，不需经聚酯切片干燥和再熔融直接纺丝，流程相对较短，能耗相对较小，是目前行业最为先进的化纤制造方法。该公司目前产能 99% 以上为熔体直纺装置，为公司主要生产工艺。公司聚酯设备采用当今国际先进的杜邦工艺—美国康泰斯技术及装备、纺丝设备主要采用德国巴马格技术及装备、丝饼搬运和产品包装主要采用智能化控制的自动落筒和自动包装设备，工艺上采用三釜聚合工艺、酯化蒸汽能量利用、酯化加压反应、在线清洗、纺丝环吹、Wings 卷绕和废水、废气再利用技术等一系列改善产品品质、降低能耗的技术，使公司的生产效率、产品品质得到进一步优化和提升。因此，在生产环节，公司具有一定的工艺与装备优势。

随着行业对差别化、功能化民用涤纶长丝需求的增长，涤纶行业进入结构调整期。产品差异化率成为衡量化纤企业生产能力的重要指标之一。该公司差

异化产品产量持续增长，但受总产量扩大更快影响，主要产品差异化率有所下滑，2015~2017 年主要产品差别化率分别为 56.03%、54.16%和 52.72%。公司新增产能的不断释放及差别化率维持在较高水平，有利于其综合竞争实力的提升。

## B. 采购

该公司生产所需原材料主要为 PTA 和 MEG，其中 0.85-0.86 吨的 PTA 和 0.33-0.34 吨的 MEG 可生产 1 吨 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯，或简称聚酯），PTA、MEG 合计占民用涤纶长丝生产成本的 85%左右。2017 年，公司 POY、FDY 和 DTY 的原料分别占产品成本的 88.06%、84.29%和 74.38%，均较上年略有上升。

该公司原材料采购由原料供应部或物资供应部统筹安排、各生产型子公司独立采购。对于 PTA 和 MEG 等主要原材料，由原料供应部确定供应商，各子公司分别与其签订采购合同。公司主要原材料采用长期合同和临时订单相结合的采购模式，长期合约占比约 80%。一般公司与合作供应商签订长期合同，约定月度采购量，在稳定货源的基础上降低采购成本；同时根据原材料价格波动情况，在月度内调整长期合同与临时订单的采购下单时机。公司根据生产计划按照市场价格每天采购原材料，月底结算货款，一般以现款或票据结算为主。此外，公司还通过子公司进行海外采购，海外采购占比在 10%左右。

从采购价格来看，PTA 和 MEG 的价格随着原油价格上下波动，且市场价格公开透明，中国化纤经济信息网、中国化纤信息网、安迅思化工网等第三方网站每日公布 PTA 和 MEG 价格。公司 PTA、MEG 采购均价走势与市场基本一致，存在略微差异主要系受到运费、付款方式及采购模式的影响。公司采购价格一般为包含运费的到厂价，长期合同主要采用银行承兑汇票支付货款、并以月度市场均价为基础享受价格折让，也导致了采购价格与第三方网站公布价格有所差异。2015-2017 年，PTA 采购量随着产能释放逐年增加，每年采购均价总体稳定，但 2018 年一季度 PTA 采购均价升至 4,912.92 元/吨，较上年同期上升约 500 元。MEG 价格波动较大，2015-2017 年公司 MEG 采购均价整体呈下滑态势，2018 年第一季度采购均价大幅升至 6,558.55 元/吨，最终使得公司一季度各产品成本均出现不同程度的上升。

**图表 9. 公司主要原材料采购情况（万吨，元/吨）**

原材料	2015 年		2016 年		2017 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
PTA	185.03	3924.93	220.24	3938.61	232.62	4447.04
MEG	70.97	5062.61	82.17	4658.67	88.43	6124.02

资料来源：新凤鸣

注：公司 PTA、MEG 采购均价低于市场价格，主要系批量化采购优惠折让。

该公司原材料 PTA 和 MEG 采购货源稳定，供应较为充足。公司关联采购规模很小，但供应商集中度较高，2017 年前五大供应商采购额为 10.58 亿元，占年度采购总额的 55.64%。PTA 主要由逸盛大石化有限公司、恒力石化（大

连)有限公司等供应。MEG 主要由中国石化、环球乙二醇有限公司(也称 MEG 国际有限公司,为陶氏化学下属公司)和沙伯亚太有限公司(为沙特基础工业公司(SABIC)亚太区销售公司)等供应。

该公司实行低库存运营机制,PTA 和 MEG 的库存量维持在 10 天以内,并根据市场情况作适当调整,在一定程度上减少了资金占用并降低价格波动风险。公司每日编制原材料库存表,根据库存量并结合原材料价格走势及后续市场趋势的判断决定次日采购,保持合理库存。公司原材料采购策略较为稳健,低库存管理使得原料价格波动风险得到一定的控制。另外,利用原料价格波动风险,公司还进行额度不超过 5,000 万元期货投机业务。

2015~2016 年,民用涤纶长丝原材料 PTA 与 MEG 采购价格呈下行趋势,加之能耗等成本的控制,该公司单位成本快速下降,成本控制压力有所减轻。2017 年以来,在原油价格上涨带动下,PTA 和 MEG 价格呈不同程度上涨,公司主要通过提高产品售价方式转嫁成本上涨的压力,但是 2018 年一季度春节假期等季节性因素导致公司库存量较大,成本转移能力若有其他季度,因此一季度产品成本上升要快于产品售价。

**图表 10. 公司主要产品单位生产成本情况(元/吨)**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
POY	5,891.99	5,600.10	6,552.31
FDY	6,348.61	6,303.50	6,998.09
DTY	6,839.94	6,980.46	7,920.41

资料来源:新凤鸣

### C. 销售

2015~2016 年,受主要原材料价格下行的影响,该公司主要产品销售均价逐步下跌,但公司生产规模不断扩大,保持高产能利用率和产销率,使得公司产品销售量增长,其中 2016 年 POY 产品销售量同比增长 25.18%,进而带动公司营业收入较快增长。2017 年,公司各类产品行情较好,销售均价出现较大的上升;2018 年第一季度,各类产品小幅涨价,POY、FDY 和 DTY 的销售均价分别为 7,825.48 元/吨、8,557.79 元/吨和 9,807.22 元/吨。

**图表 11. 公司主要产品销售情况(万吨,元/吨)**

品种	2015 年		2016 年		2017 年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
POY	159.54	6,199.56	199.71	6,163.50	209.48	7,429.09
FDY	40.15	6,950.51	41.24	6,843.40	41.81	8,302.82
DTY	8.32	8,054.31	16.08	8,090.98	19.66	9,619.26

资料来源:新凤鸣

该公司产品以内销为主,外销为补充。内销区域集中在江苏、浙江等纺织业发达的地区,内销占比在 90% 以上。其中江苏、浙江的销售额占比超过 70%,是公司销售的主要市场,其他销售地区还有福建、广东、山东、天津等零散市场。公司以直销为主,通过结合现有市场客户群及潜在客户群进行市场细分,

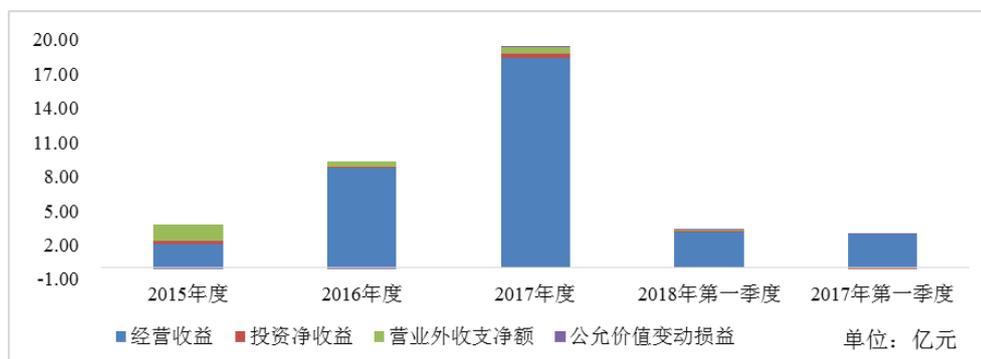
以销售量为主要指标，综合考虑行业地位、信誉、合作时间、忠诚度等指标，将主要客户按等级划分为战略客户、重要客户和一般客户三类。每月根据客户等级，对不同类别的客户开展不同的营销活动，帮助公司低库存运行。公司产成品一般保持 5~7 天产量的低库存，未有减产或停产的情况发生，持续生产经营情况良好。

外销方面，该公司通过子公司浙江新凤鸣进出口有限公司（简称“新凤鸣进出口”），根据产成品阶段性的涨跌趋势，结合产成品库存及国内销售情况合理安排出口数量。公司会在春节期间多接外销订单以缓解库存压力。2015-2017 年外销收入分别为 10.16 亿元、12.41 亿元和 12.34 亿元，其中 2017 年外销毛利率为 15.72%，略高于内销毛利率 12.77%。

销售结算方面，该公司内销结算方式一般采取款（或银行承兑汇票或国内信用证）到发货的方式。出口业务以订单生产后采取电汇、信用证等国际结算方式，以收到部分或全部预付款项后发货，平均收款期约为 40 天。由于民用涤纶长丝下游用途比较广泛，销售客户比较分散，2017 年前五名客户销售额占年度销售总额的 4.94%，且均非关联方客户。

## (2) 盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据新凤鸣所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司 2015-2017 年和 2018 年第一季度实现经营收益、投资净收益、营业外收支净额和公允价值变动损益合计 3.83 亿元、9.29 亿元、19.34 亿元和 3.37 亿元（如上图所示）。受益于主导产品价格行情好转、产能释放等因素影响，2017 年公司经营收益达 18.45 亿元（上年为 8.76 亿元），主业盈利能力继续增强。公司投资收益和营业外净收入可持续性较弱，仅为公司利润提供一定的补充。2018 年以来，由于主要原料采购成本大幅上涨，导致公司经营业绩增长放缓，第一季度经营收益为 3.12 亿元，同比增长 7.49%。

**图表 13. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	146.40	174.77	229.63	57.27	46.46
毛利（亿元）	8.80	16.16	28.32	4.80	4.57
期间费用率（%）	4.39	4.06	4.04	2.80	3.07
其中：财务费用率（%）	1.90	1.49	0.69	0.38	1.03
全年利息支出总额（亿元）	2.01	1.97	1.56	0.31	0.47
其中：资本化利息数额（亿元）	0.15	0.01	0.03	0.00	0.02

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

2015~2017 年，该公司期间费用率分别为 4.39%、4.06%和 4.04%，公司营业收入扩大的同时各类费用开支管控情况较好，期间费用率处于较低水平。从费用结构看，以研发支出为主的管理费用占期间费用的比例保持在 50-60%左右，2017 年为 7.03 亿元，同比增加 85.47%，主要系技术开发费由上年 2.28 亿元增至 5.18 亿元；当年财务费用为 1.58 亿元，同比减少 39.54%，主要系当年完成首次公开发行股票筹集资金后减少了部分有息债务使得利息支出减少。但是，公司存在外币资产与负债，尽管外汇净头寸规模可控，但仍面临一定的汇兑风险，2016-2017 年汇兑损益分别为 0.43 亿元、-0.17 亿元。2018 年第一季度公司期间费用率为 2.80%。整体上，公司期间费用管控能力较强，成为公司获取较强的盈利能力的重要保障。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业外收入分别为 1.63 亿元、0.63 亿元、0.19 和 0.07 亿元，其中 2015 年营业外收入规模较大主要系新凤鸣化纤完成“退二进三”确认的资产处置及补偿款收益 1.03 亿元所致，2017 年大幅减少与会计政策变化，公司将政府补贴 0.43 亿元计入其他收益中有关。公司每年获得一定的投资收益，其中股权投资收益较小，而理财及期货套保投资损益具有波动性。公司 2017 年资金较为充裕，为提高资金收益能力，公司增加短期保本型理财产品的投资，当年理财收益大幅增长至 0.37 亿元。为应对大宗原材料价格波动风险，公司进行期货套保操作，因此每年会有一定的期货业务投资损益，2017 年为-0.11 亿元。

2015-2017 年和 2018 年第一季度，该公司利润总额分别为 3.83 亿元、9.29 亿元、19.34 亿元和 3.37 亿元；净利润分别为 3.21 亿元、7.46 亿元、15.12 亿元和 2.62 亿元。公司盈利水平保持增长，尤其是 2017 年公司利润总额及净利润大幅增长，主要系公司行业景气度回升，各产品售价大幅上涨，同时产能扩大，产销量大幅增加所致。2015~2017 年公司总资产报酬率分别为 7.37%、13.00%和 21.23%，净资产收益率分别为 12.45%、25.02%和 30.52%。公司主业盈利能力有所增强。

**图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.28	0.06	0.31	0.08	-0.07
其中: 理财产品	0.06	0.04	0.37	0.06	0.01
营业外收入 (亿元)	1.63	0.63	0.19	0.07	0.05
其中: “退二进三” 资产处置及补偿款 (亿元)	1.03	-	-	-	-
公允价值变动损益 (亿元)	-0.01	-0.03	0.01	0.01	0.04
其他收益 (亿元)	-	-	0.43	0.07	0.04

资料来源: 根据新风鸣所提供数据整理。

### (3) 运营规划/经营战略

为更好满足化纤产业功能化、差别化高档产品的需求, 该公司将着重以提升企业综合竞争力为出发点, 以扩大产品差别化率、打造低碳节能型企业为目标, 进一步加大科技创新与技改投入, 做精做强主业。公司计划至 2018 年末拥有 13 套熔体直纺生产线, 达到 370 万吨的熔体直纺涤纶长丝产能。另外, 公司计划向产业链上游延伸扩张, 进一步完善产业链以提高市场抗风险能力。公司下属企业中石科技于 2016 年 11 月新设立全资子公司浙江独山能源有限公司 (简称“独山能源”), 负责 PTA 的生产和销售。独山能源 PTA 项目计划分两期进行, 计划总投资 70 亿元, 其中一期计划投资额为 40 亿元 (2017 年末累计投入 2.82 亿元), 将计划 2019 年 9 月建成年产 220 万吨 PTA 生产装置。目前项目处于前期申报、土地征用阶段, 公司计划 2018 年以后将加快建设, 2018-2019 年处于项目投资高峰期, 分别计划投入 14.82 亿元、20.36 亿元。公司到 2018 年底会有 300 多万吨 PTA 的需求 (2017 年为 220.24 万吨), 因此独山能源 PTA 项目产能释放风险可控。公司新上 PTA 装置具有能耗低和物耗低等优势, 项目地理位置较从海南、大连等采购的 PTA 运距更短。2015 年以来 PTA 新上项目很小, 早期投产的小型 PTA 装置经过周期调整已被淘汰出局, 项目实施行业环境有改善, 但是, 该项目一次性投资规模大, 项目投资回报受 PTA 行情变化影响存在很大的不确定, 需关注 PTA 项目风险。

除独山能源 PTA 项目以及本次债券所涉及的 4 个募投项目外, 截至 2017 年末, 该公司其他在建重大项目主要为年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目, 计划 2018 年投入 1.61 亿元, 年底建成; 另外, 中跃化纤年产 56 万吨差异化、功能性纤维新材料项目计划投资总额 19.53 亿元, 截至 2017 年累计投入 0.37 亿元, 为前期设备预付款, 目前项目土地尚未落实, 建设期存在不确定性。2018-2020 年, 公司仍有较大的资本性支出计划, 主要集中在独山能源 PTA 项目上, 公司继续面临较大的资本性支出压力及 PTA 项目投资风险。

**图表 15. 截至 2017 年末除募投项目外公司主要在建项目投资情况 (亿元)**

项目名称	总投资	已投资	建设期	年计划投资			备注
				2018 年	2019 年	2020 年	
中石科技年产 45 万吨功能性、	18.00	10.39	2016.11-2018.06	7.61	-	-	

项目名称	总投资	已投资	建设期	年计划投资			备注
				2018年	2019年	2020年	
共聚共混改性纤维项目							
中跃化纤年产56万吨差异化、功能性纤维新材料项目	19.53	0.37	2017.07-2021.10	2.55	9.65	6.08	已立项、土地未定
独山能源年产220万吨PTA项目	40.00	2.82	2017.07-2019.09	14.82	20.36	2.00	

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

## 管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生较大变化。公司实际控制人及少数股东担任公司高管，并对公司日常经营决策形成重要影响。公司仍持续完善治理结构及内控体系。2017年以来，公司对组织架构和管理制度进行调整，以适应公司日常经营需要。

自上市以来，该公司股权结构变化不大，第一大股东及实际控制人为庄奎龙先生（中国居民）。截至2018年3月末，公司股份总数为8.428亿股，较上年末增加2.408亿股，系2017年资本公积转增所致。

截至2018年5月末，庄奎龙先生直接持有该公司26.84%的股权，并通过桐乡市恒聚投资有限公司（简称“恒聚投资”）和桐乡市中聚投资有限公司（简称“中聚投资”）间接持有公司合计33%的股权；其子庄耀中先生通过桐乡市尚聚投资有限公司（简称“尚聚投资”）、桐乡市诚聚投资有限公司（简称“诚聚投资”）合计持有公司4.48%的股权；其妻屈凤琪女士直接持有公司8.62%的股权。公司4个法人股东恒聚投资、中聚投资、尚聚投资和诚聚投资，均为公司高管/中层管理人员持股平台。截至2018年5月末，上述自然人及法人股东所持的公司股票均处于无质押或冻结状态。公司产权状况详见附录一。

该公司不断完善组织架构和管理制度，加强效益与管理相结合的考核体系。公司持续改进企业管理，运行效率有一定的提升。

根据该公司2017年年度报告披露，公司董监高发生一定的调整，主要为3名董事离任（其中2名独董），2名监事离任（1名为监事会主席）。公司多名股东担任公司高管，参与公司日常经营决策。其中，庄奎龙担任公司董事长，2017年5月不再兼任总裁；庄耀中2017年5月起担任公司总裁兼任董事；屈凤琪已离职，自2017年9月不再担任董事。公司重大经营决策均按照规范程序作出，在资产、人员、财务、机构、业务方面与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业完全分开，具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。但公司实际控制人及少数股东仍可能利用公司职务，对公司的人事任免、经营决策等进行不当控制，从而损害公司及其中小股东的利益。

在关联交易方面，该公司制定了较完善的关联交易决策程序，在《公司章

程》中规定了关联交易的回避表决制度、决策权限、决策程序，保证公司关联交易的公允性；同时，公司在《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《独立董事制度》和《关联交易决策制度》等相关制度中对关联交易决策权力与程序作了更加详尽的规定，确保关联交易行为不损害公司和全体股东的利益。

根据该公司 2017 年审计报告显示，公司关联购销交易风险较小，不存在被控股股东或实际控制人占用资金的风险。其中，公司关联购销均按市场价进行定价，公司关联采购额不大，2017 年仅 0.07 亿元，较上年略有增加。公司关联销售规模也小，2017 年为 0.92 亿元，较上年增加 55.78%，全部系向桐乡市凤翔化纤有限公司（简称“凤翔化纤”）销售 POY 产品。2017 年，公司向中驰化纤的少数股东聚力实业公司收购其 25% 的股权，交易对价为现金 1.01 亿元。公司关联应收应付款规模也较小，2017 年末资金未被关联方净占用。整体来看，公司关联往来金额较小且对其生产经营无重大影响。

根据该公司本部及其重要子公司（重要子公司名单见附录三）于 2018 年 4 月或 5 月查询的《企业基本信用信息报告》、2017 年年报及其所提供的其他信息显示，2015 年以来公司及重要子公司不存在逾期贷款或其他违约记录，2015 年以来贷款、汇票及信用证无被列入关注或不良的征信记录。

## 财务

跟踪期内，该公司打通了直接融资渠道，IPO 后权益资本实力明显增强，财务杠杆处于较低水平。但，公司后续资本性支出很大，虽然 2018 年 4 月发行了新风转债能缓解公司的筹资压力，但一年后本次债券将进入转股期，能否顺利转股存在较大的不确定性。

### 1. 数据与调整

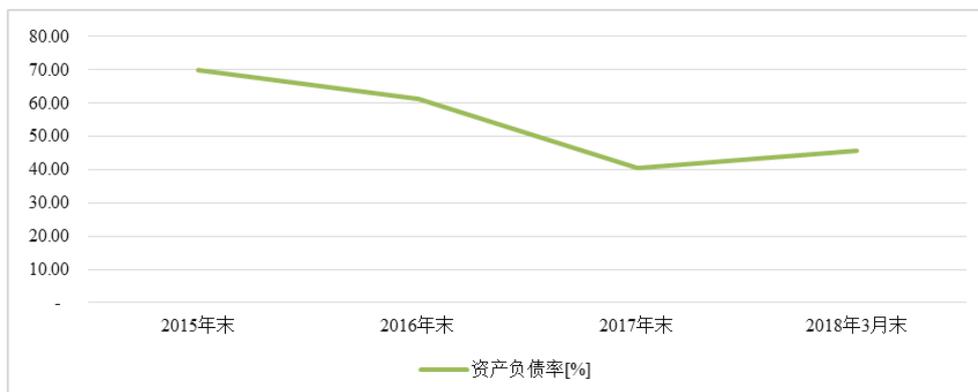
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。2017 年，公司会计政策变更包括《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修改印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），上述会计政策变更对公司 2017 年财务影响较小。

2017 年度，该公司合并范围发生了一定的变化，但整体上对财务信息影响有限。当年，公司新设了 3 家子公司，1 家控股子公司因收购少数股东股权成为全资子公司（以现金 1.01 亿元收购中驰化纤公司的 25% 股权）。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的子公司共 13 家，其中重要子公司如附录三所示。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据新凤鸣所提供数据绘制。

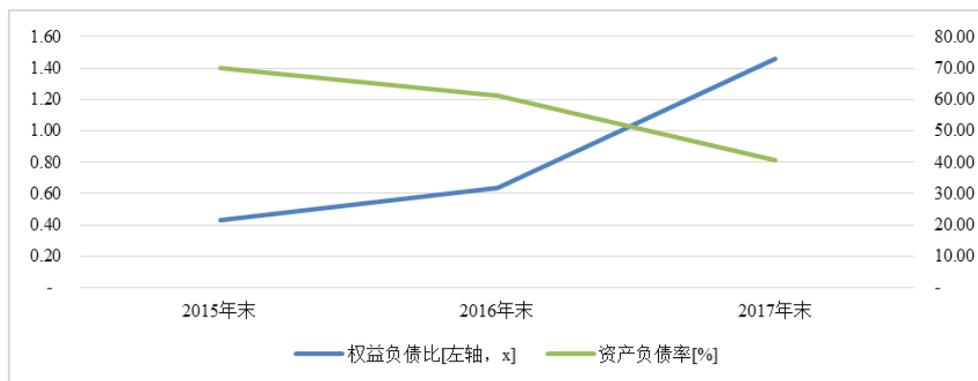
2015 年以来，该公司负债规模总体呈现增减交互变化，2015-2017 年末分别较上年末增加 32.45%、-13.21%和-14.81%，主要系长期借款逐步到期偿付所致。2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 26.14 亿元、33.50 亿元和 65.60 亿元。公司经营积累增加是净资产增长的原因之一，另外 2017 年公司完成 IPO 后自有资本实力得以大幅增强，实收资本、资本公积和未分配利润较年初分别增长 14.73%、5,894.68%和 58.15%，其中资本公积主要来自 2017 年 IPO 新增的股本溢价 18.98 亿元。

2015-2016 年末，该公司资产负债率维持在略高 60%的水平，2017 年得益于长期债务到期偿付及获得较大的股权融资，年末资产负债率由上年末的 61.14%降至 40.63%。截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 56.15 亿元，所有者权益为 66.65 亿元，分别较年初增加 25.04%、1.60%。公司资产负债率主要因票据融资规模扩大上升至 45.72%。目前，公司财务杠杆处于适中水平。

该公司主业保持较强的经营积累能力；同时，作为上市公司，公司融资渠道畅通，股权融资能力有所增强。但是，公司三年规划显示，未来三年仍有很大的资本性支出计划，或将推动公司财务杠杆水平的升高。

## (2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
刚性债务 (亿元)	48.94	35.36	31.44	41.80
应付账款 (亿元)	9.10	7.41	5.66	7.34
预收账款 (亿元)	0.45	2.31	1.81	1.93
应交税金 (亿元)	0.10	1.24	2.83	1.98
刚性债务占比 (%)	80.58	67.09	70.01	67.63
应付账款占比 (%)	14.98	14.06	12.60	13.07
预收账款占比 (%)	0.73	4.38	4.02	3.44
应交税金 (占比 %)	0.16	2.35	6.30	3.53

资料来源：根据新凤鸣所提供数据绘制。

该公司核心债务包括刚性债务、应付账款、预收账款和应交税金等。2015年以来，公司核心债务规模有所下降，主要系刚性债务规模逐年减少所致。2017年末，公司刚性债务合计31.44亿元，较上年末减少11.10%，主要系中长期刚性债务减少所致。2015年以来，公司应付账款逐年减少，其中2017年末账面价值为5.66亿元，占总负债的12.60%，较上年末减少23.66%，主要系采购环节现金支付规模扩大。公司预收账款呈波动增长态势，2017年末为1.81亿元，较上年末减少21.63%。公司应交税金2017年末为2.83亿元，占总负债的6.30%，主要系本期利润增加导致其应交所得税增加。此外，公司还有一定的递延收益，2017年末为1.91亿元，全部系与资产有关的政府补贴，其中中石科技基础设施建设补贴期末余额为1.21亿元（本期新增0.35亿元）。

截至2018年3月末，该公司的负债构成未发生较大变化。公司仍以刚性债务为主，3月末刚性债务继续增至41.80亿元，较年初增加32.97%，其中应付票据较年初增加238.31%至13.62亿元。

整体来看，该公司刚性债务规模及占比较高，且短期债务占比高，已经积累了一定的即期债务偿付压力。

### (3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	28.72	22.06	23.22	32.08
其中：短期借款	16.98	12.10	15.48	14.60
一年内到期非流动借款	1.02	2.45	3.18	3.83
应付票据	9.79	6.34	4.02	13.62
其他短期刚性债务	0.92	1.13	0.49	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	20.22	13.31	8.22	9.73
其中：长期借款	18.90	12.85	8.22	9.73
其他中长期刚性债务	1.32	0.45	-	-
综合融资成本 (%)	4.74	4.77	4.89	4.92

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

2015-2017 年末，该公司短期刚性债务规模及占比很大，存在一定的即期债务偿付压力。2017 年末，公司短期刚性债务为 23.22 亿元，融资方式上以银行融资为主，其中短期借款为 23.22 亿元，保证借款占 93.41%，其余全部为抵押保证借款。

从承债主体分布看，除该公司本部外，下属企业中维化纤、中石科技、中辰化纤和中盈化纤是主要融资主体，2017 年末上述子公司的刚性债务余额分别为 12.76 亿元、8.39 亿元、3.86 亿元和 3.80 亿元。

另外，该公司刚性债务中有一定的外币债务，截至 2017 年末外币负债余额折人民币为 6.79 亿元（长期借款 5.04 亿元），占总负债的 10.34%，面临一定的汇兑风险。同时，在利率风险方面，截至 2017 年末公司以浮动利率计息的银行借款余额为 11.41 亿元（上年末为 15.31 亿元），一旦利率变动 50 个基点，公司净利润将减少/增加 0.04 亿元，因此公司承受着一定的利率风险。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
营业周期 (天)	19.86	20.00	15.64	-
营业收入现金率 (%)	97.33	106.42	102.62	97.69
业务现金收支净额 (亿元)	8.58	17.02	18.56	1.63
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.65	0.00	-0.82	-2.13
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	6.93	17.02	17.74	-0.50
EBITDA (亿元)	11.59	18.61	28.69	-

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.27	0.44	0.86	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.76	9.46	18.40	-

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司随着销售收入规模扩大且应收账款结算周期缩短，营业周期较短，2017 年仅 15.64 天。2015 年以来，受益于内销信用证结算方式的控制，公司营业收入现金率指标值表现良好，2015~2017 年分别为 97.33%、106.42% 和 102.62%，公司主业回笼现金能力有望保持。同期，公司经营性现金净流入量分别为 6.93 亿元、17.02 亿元和 17.74 亿元，主要系产品销量增加及销售价格回升导致公司主业现金收入快速增长所致。公司经营性净现金流状况较好，可为债务偿付提供一定支撑。

2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 11.59 亿元、18.61 亿元和 28.69 亿元，其中利润总额增长较快。由于公司刚性债务规模有所减小，使得公司 EBITDA 对刚性债务、全部利息支出的覆盖程度有所提高，总体保持在较好水平。

2018 年第一季度，该公司营业收入现金率为 97.69%、经营性净现金流为 -0.50 亿元。公司本期增加原料采购现金支出，达 5.13 亿元，同比增加 14.72%，主要与 PTA 及 MEG 价格上涨有关。

## （2）投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年、第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.52	0.41	-5.15	4.81
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-9.99	-8.18	-13.01	-6.83
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.20	0.31	0.20	-0.19
投资环节产生的现金流量净额	-9.30	-7.46	-17.96	-2.21

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

受该公司扩大产能项目不断建设的影响，投资性现金流始终表现为净流出。2015~2017 年，公司投资性净现金流分别为 -9.30 亿元、-7.46 亿元和 -17.96 亿元。其中，公司 2017 年购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净流出额为 13.01 亿元，2018 年第一季度 6.83 亿元。公司 2018-2019 年计划的资本性投入大，将导致公司投资环节资金缺口仍将很大，全部依靠经营环节资金结余较难满足。

### (3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	3.40	-8.81	10.04	-0.76

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司筹资性净现金流分别为 3.40 亿元、-8.81 亿元、10.04 亿元和-0.76 亿元。公司筹资渠道在 2017 年成功实施 IPO 后得到明显的拓宽，股权融资成为公司的重要融资工具之一，一定程度上解决了公司对银行融资渠道过度依赖的问题。其中，2017 年公司因 IPO 吸收投资收到的现金 19.92 亿元。

该公司股权投资方面现金支出稳定性差，2017 年因收购中驰化纤的少数股东股权支出 1.01 亿元（列入支付其他与筹资活动有关的现金）。2015 年以来，公司母公司每年进行利润分配，2015-2016 年分红规模较小，2017 年共派发现金股利 1.57 亿元，占其可供分配利润的 16.45%，分红比例较高。若公司持续采取高比例的分红政策，将不利于公司经营积累增加，也对货币资金充足性形成不利影响。

由于该公司项目资金投入需求很大，仅靠自身经营积累、银行筹资较难满足。公司 2018 年 4 月发行了“新风转债”，募集资金 21.53 亿元，全部用于解决项目资金需求，一定程度上缓解了公司筹资压力，但一年后本次债券将进入转股期，能否顺利完成转股有着较大的不确定性。

## 4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	21.54 24.80%	19.70 22.85%	35.17 31.82%	41.07 33.44%
其中：货币资金（亿元）	5.15	4.97	14.48	13.08
应收账款（亿元）	2.45	2.03	1.25	3.46
存货（亿元）	6.62	6.71	7.67	14.81
应收票据（亿元）	0.45	0.82	2.72	2.90
预付账款（亿元）	0.78	1.55	1.03	2.25
其他流动资产（亿元）	5.73	3.32	7.10	3.55
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	65.33 75.20%	66.51 77.15%	75.34 68.18%	81.73 66.56%
其中：固定资产（亿元）	57.92	60.41	55.01	61.37
在建工程（亿元）	3.70	2.08	14.17	14.08
无形资产（亿元）	2.55	3.10	3.03	3.01
其他非流动资产（亿元）	0.11	0.09	1.97	2.06
期末全部受限资产账面金额（亿元）	—	—	6.27	7.19

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
期末抵押融资余额（亿元）	—	—	8.54	8.49
受限资产账面余额/总资产（%）	—	—	4.24	5.86

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

该公司主业的重资产运行特征显著，使得资产形态上以非流动资产为主。2015-2016 年，随着公司扩能项目实施，公司非流动资产保持增长。2017 年末，公司总资产为 110.51 亿元，较 2016 年末增加 28.19%，其中，非流动资产占总资产的 68.18%，占比较上年末下降了 8.97 个百分点，主要系当年公司 IPO 完成后，货币资金存量大幅增加从而导致流动资产规模及占比快速上升。

从流动资产构成看，该公司以货币资金、其他流动资产和存货等为主。2017 年末，公司货币资金 14.48 亿元，不可动用货币资金为 0.98 亿元。公司通过 IPO 净募集资金 19.76 亿元，较大程度上缓解了因项目持续投入带来的资金压力。同年末，公司其他流动资产中待抵扣进项税 2.10 亿元外，还有保本型理财资产 5 亿元。公司存货随着生产规模扩大而增加，2017 年末为 7.67 亿元，较上年末增加 14.33%。近三年，公司存货结构较稳定，以原材料和产成品为主，为应对原料及产成品价格波动，公司计提了存货跌价准备，2017 年为 0.08 亿元。另外，公司赊销规模小，应收账款、应收票据，2017 年末分别为 1.25 亿元和 2.72 亿元；采购环节也有一定的预付账款，2017 年末为 1.03 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产为 41.07 亿元，较年初增加 16.78%，其中，存货大幅增长 93.16%（主要与中石二期项目 3 月投产，原料备货增加有关），其他流动资产因理财产品到期减少 49.99%、应收账款增加 176.81%（主要系国际信用证结算形成）及预付账款增加 117.32%（本期原料采购规模扩大所致）。

该公司的非流动资产主要分布于固定资产、在建工程等。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司固定资产分别为 57.92 亿元、60.41 亿元、55.01 亿元和 61.37 亿元，其中 2015 年末固定资产较上年末增长 43.63%，主要系中石科技低碳超仿真涤纶纤维项目 2015 年投产，工程及设备达到预定可使用状态结转固定资产所致。公司固定资产以专用设备为主，2017 年末专用设备账面价值为 44.36 亿元，占固定资产的 80.64%，变现能力很弱，一定程度上影响了公司即期债务偿付保障能力。公司在建工程规模很大，2017 年末为 14.17 亿元，主要系中石科技年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目（8.97 亿元）、中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目（1.63 亿元）等。公司无形资产多为土地使用权等，截至 2017 年末无形资产为 3.03 亿元。年末公司其他非流动资产为 1.97 亿元，其中预付土地款为 1.04 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产为 81.73 亿元，较年初增加 8.48%，主要系在建工程转固所致，而其他项目变化很小。

该公司以非流动资产为主，总体上资产组合及占用形式较为合理。但公

公司固定资产多数为机器设备专用型很强，变现能力一般。公司获得较大的股权融资后公司货币资金较为充裕，有助于增强公司的即期债务偿付能力。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 23. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
流动比率 (%)	55.18%	52.20%	102.08%	93.05%
速动比率 (%)	36.23%	30.33%	76.83%	54.40%
现金比率 (%)	14.34%	15.35%	49.93%	36.23%

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

该公司资产运营效率较高，但由于资产主要为长期资产，加之公司负债主要集中于短期债务，公司面临一定的流动性压力。2017 年末，公司流动比率、速动比率分别为 102.08%、76.83%，较 2016 年末有明显的提升，但资产流动性仍较低。2017 年公司实现 IPO 后，获得的较大的股权融资，流动资产中货币资金存量明显增加，同时受限资金规模较小，公司现金比例由上年末的 15.35% 提高至 49.93%。

总体上，该公司资产流动性有所改善，目前货币资金充裕，对即期债务偿债能力能提供较强的保障。

## 6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司未对合并范围之外的客户提供担保，仅为纳入合并报表范围子公司所开具的部分银行承兑汇票、银行借款及信用证提供了担保。

2017 年以来，该公司所提供资料看，公司无重大未决诉讼，也不存在重大资产减值待计提问题，也未查阅到公司存在可能对其信用质量造成的负面影响的其他重大表外事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事投资管理，2017 年末本部股权投资为 29.60 亿元（投资对象多为纳入合并范围的子公司）。公司经营资产规模较小，主要为在建项目 4 万吨/年差别化纤维柔性智能化生产试验项目（在建工程为 0.45 亿元），计划于 2018 年底达产。另外，公司有关联往来款性质的其他应收款，2017 年末为 3.23 亿元。公司采取多承债主体融资方式，以旗下子公司所持资产进行抵质押融资较为便利，使得公司本部的负债规模很小。截至 2017 年末，公司本部总资产为 37.19 亿元，总负债为 1.11 亿元，资产负债率 2.97%。2018 年 4 月公司本部发行了 21.53 亿元可转债，长期债务将大幅增长，若股价长期低迷无法顺利转股或触发回售条款，公司本部将需承担本次债券本息偿付

义务。

## 外部支持因素

在股东支持方面，该公司控股股东庄奎龙为子公司 20.10 亿元银行借款提供保证担保。

该公司 IPO 后股权融资较为便利，整体上公司具有较强的融资能力。间接融资方面，公司与多家银行保持了良好的合作关系。截至 2017 年末，公司合并口径共获得的授信总额约 84.01 亿元，已使用额度约 26.28 亿元，融资空间充足。

**图表 24. 公司本部来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	160.96	86.45	26.89	—	—
其中：国家政策性金融机构（亿元）	22.88	22.88	10.18	4.18-7.08%	—
工农中建交五大商业银行（亿元）	61.13	46.53	16.10	4.00-6.72%	—
其中：大型国有金融机构占比（%）	52.19	80.29	97.73	—	—

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理（截至 2017 年末）。

## 跟踪评级结论

民用涤纶长丝行业具有一定的周期性，2015 年以来，下游纺织工业需求增长及上游原材料价格下行，带动民用涤纶长丝行业盈利好转。该公司位于长三角经济区，下游产业纺织工业发展良好，区域的产业集群效应显著，为公司发展提供较好的外部环境。

该公司民用涤纶长丝产量居全国前列，规模优势明显。公司产销量保持增长态势，产品差异化率维持在较高水平。2017 年受益于产销规模扩张及产品售价上涨等影响，公司营业收入及毛利率均呈较好增长。但原料及化纤产品的价格波动风险较大，对公司盈利形成了不确定影响。未来三年，随着在建项目的陆续完工投产，公司产能将进一步扩大，产业链完整度将有所提升，但产能能否消化有待市场检验。

跟踪期内，该公司股权结构未发生较大变化。公司实际控制人及少数股东担任公司高管，并对公司日常经营决策形成重要影响，公司治理结构及内控体系仍待持续完善。2017 年以来，公司对组织架构和管理制度进行调整，以适应公司日常经营需要。

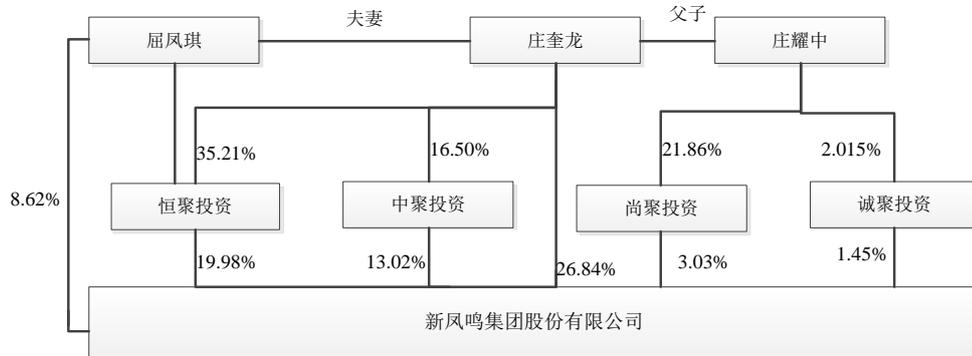
2017 年，该公司直接融资渠道拓宽，IPO 后权益资本实力明显增强，财务杠杆处于较低水平。然而，公司后续资本性支出很大，虽然 2018 年 4 月发行了新风转债能缓解公司的筹资压力，但一年后本次债券将进入转股期，能

否顺利转股存在较大的不确定性。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济环境及下游行业的需求变化；（2）该公司盈利波动风险；（3）重大在建项目推进及资本性支出安排（PTA 项目风险）；（4）债务期限结构风险；（5）本次债券进入转股期后是否实现预期的转股等。

附录一：

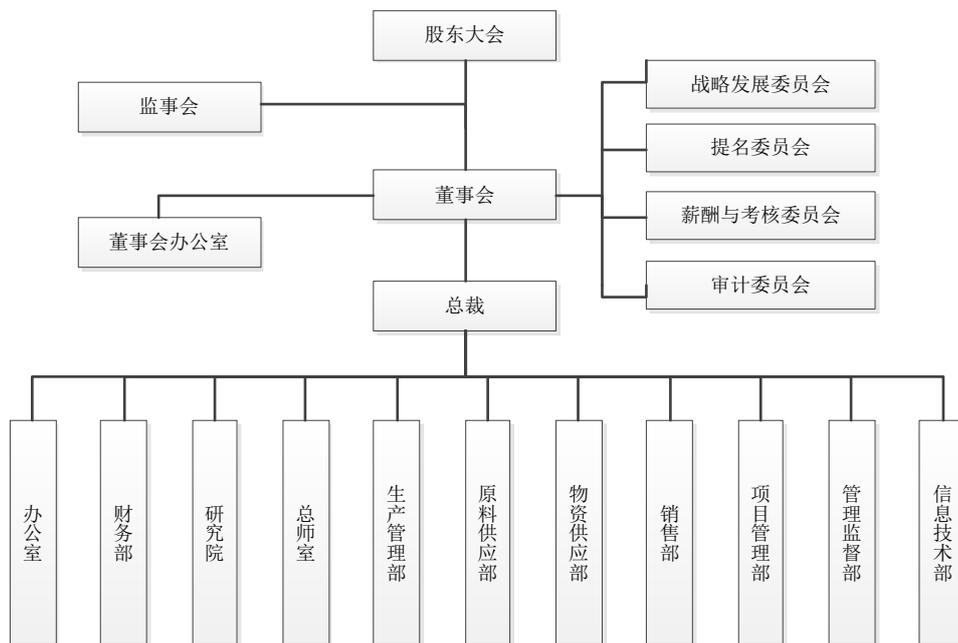
公司与实际控制人关系图



注：根据新凤鸣提供的资料绘制（截至 2018 年 5 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据新凤鸣提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

**附录三：**
**相关实体主要数据概览**

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余 额(亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
新凤鸣集团股份有限公司	新凤鸣	本级	-	涤纶长丝、功能性聚酯母粒	0.98	36.08	0.34	4.96	-0.16	4.98	-
桐乡市中辰化纤有限公司	中辰化纤	核心子公司	100	涤纶功能性纤维的生产、销售	3.86	8.84	39.94	3.06	4.27	5.05	-
桐乡中欣化纤有限公司	中欣化纤	核心子公司	62.50	生产销售差别化化学纤维	1.29	4.31	14.87	0.71	-0.11	1.10	-
桐乡市中驰化纤有限公司	中驰化纤	核心子公司	100	涤纶长丝生产销售	0.27	4.56	17.92	0.90	0.67	1.69	-
桐乡市中维化纤有限公司	中维化纤	核心子公司	100	涤纶长丝、聚酯切片	12.76	10.68	46.47	3.80	3.87	7.91	-
桐乡市中盈化纤有限公司	中盈化纤	核心子公司	100	涤纶长丝	3.80	5.31	52.35	2.69	4.98	5.37	-
新凤鸣集团湖州中石科技有限公司	中石科技	核心子公司	100	涤纶长丝的研发、生产、销售。	8.39	24.18	48.48	3.12	3.73	6.89	-

注：根据新凤鸣 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

**附录四：**
**主要数据及指标**

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	86.88	86.21	110.51	122.80
货币资金 [亿元]	5.15	4.97	14.48	13.08
刚性债务[亿元]	48.94	35.36	31.44	41.80
所有者权益[亿元]	26.14	33.50	65.60	66.65
营业收入[亿元]	146.40	174.77	229.63	57.27
净利润[亿元]	3.21	7.46	15.12	2.62
EBITDA[亿元]	11.59	18.61	28.69	-
经营性现金净流入量[亿元]	6.93	17.02	17.74	-0.50
投资性现金净流入量[亿元]	-9.30	-7.46	-17.96	-2.21
资产负债率[%]	69.91	61.14	40.63	45.72
权益资本与刚性债务比率[%]	53.41	94.72	208.67	159.44
流动比率[%]	55.18	52.20	102.08	93.05
现金比率[%]	14.34	15.35	49.93	36.23
利息保障倍数[倍]	2.83	5.72	13.39	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	19.86	20.00	15.64	-
毛利率[%]	6.01	9.25	12.33	8.38
营业利润率[%]	1.62	5.03	8.35	5.75
总资产报酬率[%]	7.20	13.00	21.23	-
净资产收益率[%]	12.45	25.02	30.52	-
净资产收益率*[%]	13.49	26.63	30.96	-
营业收入现金率[%]	97.33	106.42	102.62	97.69
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.00	44.34	49.16	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.45	16.85	-0.44	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.76	9.46	18.40	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.44	0.86	-

注：表中数据依据新凤鸣经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

**指标计算公式**

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《基础化工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。