

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(2019)100018】

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/2019年4月1日

前次跟踪: 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	2016年	2017年	2018年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	0.26	1.42	3.41
刚性债务	4.21	0.98	22.34
所有者权益	11.63	36.08	41.32
经营性现金净流入量	-0.01	-0.10	-0.59
合并口径数据及指标:			
总资产	86.21	110.51	171.69
总负债	52.71	44.90	89.27
刚性债务	39.36	31.44	70.32
所有者权益	33.50	65.60	82.42
营业收入	174.77	229.63	326.59
净利润	7.46	15.12	14.23
经营性现金净流入量	17.02	18.26	9.79
EBITDA	18.61	28.69	28.14
资产负债率[%]	61.14	40.63	51.99
权益资本与刚性债务比率[%]	85.10	208.67	117.22
流动比率[%]	52.20	102.08	84.61
现金比率[%]	15.35	49.93	41.07
利息保障倍数[倍]	5.72	13.39	8.79
净资产收益率[%]	25.02	30.52	19.23
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	44.34	50.59	19.48
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	16.85	-0.44	-35.72
EBITDA/利息支出[倍]	9.46	18.40	12.89
EBITDA/刚性债务[倍]	0.42	0.81	0.55

注:根据新凤鸣经审计的2016~2018年财务数据整理、计算;2017年数据根据2018年审计报告年初数进行了追溯调整。

分析师

胡颖 huying@shxsj.com
刘佳 liujia@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2018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。

主要优势:

- **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,近三年公司产能产销量逐步扩大,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。
- **直接间接融资渠道通畅。**新凤鸣2017年4月IPO后,成功拓宽股权融资渠道,目前尚未使用的银行授信较充足,直接间接融资渠道均较通畅。
- **主业现金流状况较好。**新凤鸣采取款到发货的结算模式,主业经营性现金呈持续净流入,可为本次债券的本息偿付提供一定支撑。

主要风险:

- **资本性支出压力与项目投资风险。**新凤鸣未来三年在建重大项目较多,主要为涤纶长丝产能扩产项目和PTA项目,行业内其他龙头企业同类项目扩产力度或计划均较大,未来市场竞争或将加剧,关注公司资本性支出压力及项目投产后能实际的经济效益是否达预期。
- **产品价格波动风险。**新凤鸣所产的民用涤纶

长丝产品价格透明，易受下游需求及石油价格波动影响。尽管公司产品上下游价格传导机制较通畅，但存在传导滞后或有时需自行消化产品价格下跌、原材料价格上涨的风险，导致经营业绩出现波动。

- 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，加之资产流动性指标一般，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。

➤ 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 2018 年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），转股价格为 23.74 元/股¹。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格的 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 年末，本次债券累计转股数为 12,349 股，累计共有 29.40 万元可转债转换为公司股票，尚未转股的可转债金额为 215,270.60 万元，占发行总量的 99.86%。如果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，公司须对未转股部分偿还本息，将会相应增加公司的财务负担。

¹ 2018 年度权益分派后（每 10 股派发现金红利 1.80 元（含税），每 10 股转增 4 股），公司转股价格于 2019 年 3 月 28 日起由原来的 23.74 元/股调整为 16.83 元/股。

图表 1. 截至 2018 年末公司存续期内债券概况

项目	注册额度/注册时间	起息日	期限	发行金额	待偿余额	票面利率	本息兑付情况
新风转债	21.53 亿元/2018 年 3 月	2018/4/26	6 年	21.53	21.52	累进利率， 目前 0.3%	尚未付息

资料来源：新风鸣

本次债券募集资金净额为 21.31 亿元（募集资金扣除承销和保荐费用、其他发行费用等），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。2018 年，公司实际使用募集资金投入募投项目 15.85 亿元、使用募集资金暂时补充流动资金 2.50 亿元、当年收到的银行理财产品收益及银行存款利息扣除银行手续费的净额为 0.295 亿元。截至 2018 年末，尚未使用的募集资金余额为 3.25 亿元（含累计收到的银行理财产品收益及银行存款利息扣除银行手续费的净额）。

图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（亿元）

项目名称	募集资金承诺投资总额	调整后募投资金使用总额	截至 2018 年末募集资金已使用额	截至 2018 年末投入进度
中维化纤锅炉超低排放节能改造项目	3.25	3.25	3.25	100%
新风鸣年产 4 万吨差别化纤维柔性智能化生产试验项目	4.59	4.37	3.04	69.63%
中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目	7.31	7.31	6.96	95.30%
中石科技年产 26 万吨差别化纤维深加工技改项目	6.39	6.39	2.60	40.70%
合计	21.53	21.31	15.85	-

资料来源：根据新风鸣所提供数据整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，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，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，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并保持中高速增长趋势。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。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，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，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作

用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，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操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。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并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以及国内金融强监管和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冲击因素的风险。

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。

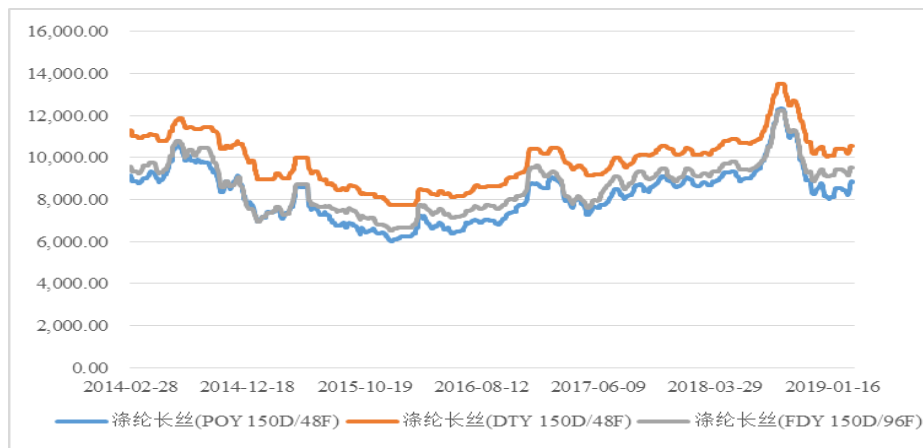
(2) 行业因素

目前 PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速较快，市场竞争不断加剧，且同质化竞争严重。行业内的大型涤纶长丝企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展。跟踪期内，化纤行业景气度有所回落，2018 年第四季度以来涤纶长丝产品-原材料价差明显收窄，对产业链单一的涤纶长丝生产企业负面冲击较大。

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 9 月 POY、DTY 和 FDY 价格最高分别达 12,325 元/吨、13,500 元/吨和 12,250 元/吨；2018 年第四季度以来涤纶长丝价格快速下跌，11 月至今跌至于 2017 年第三季度水平，呈窄幅震荡。

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 年以来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，2016~2018 年我国化学纤维产量分别为 4,886.36 万吨、4,877.05 万吨和 5,011.10 万吨。其中，2016 年、2017 年及 2018 年 1-11 月我国涤纶纤维产量分别为 3,959.00 万吨、3,934.26 万吨和 3,599.27 万吨。整体而言，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。

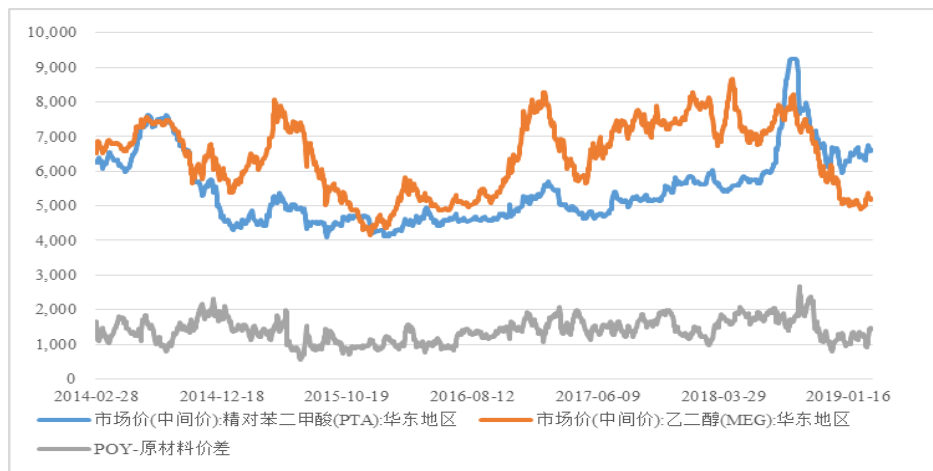
民用涤纶长丝的原材料主要为 PTA（精对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇），约 0.855 吨的 PTA 和 0.335 吨的 MEG 可生产 1 吨 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯，或简称聚酯），PTA、MEG 合计占民用涤纶长丝生产成本的 85% 左右。2015 年以前，我国 PTA 扩产迅速，导致 PTA 供过于求，迅速增加的供应无法被下游疲软的需求消化，使得 PTA 行业开工率降低，PTA 价格下滑。2015 年以来，

PTA 落后产能淘汰加速²，新增产能投放较为缓慢（2018 年无新增产能投放），聚酯行业走出低迷后对 PTA 需求增长较快，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，2016 年以来原油价格探底回升，PTA 成本端支持增强，下游聚酯需求回升，供需好转带动 PTA 价格进入反弹周期，最高涨至 2018 年 9 月的 9,100 元/吨，第四季度原油价格下跌、聚酯企业减产，导致 PTA 供需转弱，PTA 大幅回落至 2019 年 3 月的 6,500 元/吨左右。

近年来我国 MEG 产量稳步增长，至 2018 年底，我国 MEG 产能占全球比重约 29.5%（为 1,055.5 万吨，较上年增加 222 万吨），至 2020 年有望达到 40% 的水平，2018 年国内 MEG 产量约 693 万吨。国内 MEG 产量稳步增长的过程中进口依存度不断回落，从 2012 年的 73% 降至目前的 60% 左右。2018 年国内 MEG 供需整体宽平衡为主，库存处于近两年相对高位水平，价格走势强势程度不及 PTA，从年初的 8,000 元/吨降至 2019 年 2 月的 5,000 元/吨左右。

从涤纶长丝产品-原材料价差来看，2018 年 4-7 月，涤纶长丝和 PTA 价格上涨保持同步，价差基本维持稳定。8 月以来 PTA 价格快速上升，涤纶长丝厂商成本转移困难，涤纶-原材料价差缩窄；9 月 PTA 价格回落，涤纶-原材料价差有所恢复；11 月后涤纶长丝缺乏需求支撑，价格快速下跌，涤纶-原材料价差再次下滑，并创近几年新低，对涤纶长丝企业尤其产业链单一的涤纶长丝盈利负面影响较大。

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

注：图中 POY-原材料价差计算方式为：POY 价格-0.855*PTA 价格-0.335*MEG

B. 政策环境

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《环境保护法》承接了行政式的环保督察，通过环保成本的差

² 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。

异化继续推动化工行业的整合。

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（2016-2020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。

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

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
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	18.26
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）化纤行业内生化发展及产业链拓展延伸情况；（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产生的影响；（5）供给侧政策调整及环保约束等对行业供给的影响等。

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。跟踪期内，受益于产销规模扩张及产品销售均价上涨等，公司营业收入继续增长，但受第四季度涤纶长丝价格快速下跌、产品-原材料价差迅速收窄的影响，2018年综合毛利率有所下滑。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，产业链将实现向上游PTA延伸，但项目达产后效益能否达到预期仍有待市场检验。

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规模排名第二，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

(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	2016 年度	2017 年度	2018 年
营业收入合计	174.77	229.63	326.59
其中：核心业务营业收入	164.32	209.26	265.62
在营业收入中所占比重	94.02%	91.13%	81.33%
其中：（1）POY	123.09	155.62	185.92
在核心业务收入中所占比重	74.91%	74.37%	69.99%
（2）FDY	28.22	34.72	56.90
在核心业务收入中所占比重	17.17%	16.59%	21.42%
（3）DTY	13.01	18.92	22.81
在核心业务收入中所占比重	7.92%	9.04%	8.59%
毛利率	9.25%	12.33%	9.08%
其中：POY	8.56%	11.80%	10.45%
FDY	11.62%	15.71%	9.57%
DTY	13.46%	17.66%	15.02%

资料来源：新凤鸣

该公司 2016~2018 年分别实现营业收入 174.77 亿元、229.63 亿元和 326.59 亿元。从收入构成来看，POY、FDY、DTY 三大涤纶长丝产品收入为公司最主要收入来源，占营业收入比重的 80~95%左右。得益于新增产能的释放，近年来 POY、FDY 和 DTY 三大主要产品收入增长较快，其中 2017 年核心业务收入同比增长 27%，主要系行业景气度提升带动下，产品售价上涨及产销量略增；2018 年核心业务收入同比增长 27%，主要系产品销售价格上涨及 IPO 募投项目中石科技二期于 2018 年 3 月、5 月陆续投产（设计产能共计 65 万吨）及中欣化纤二期（设计产能共计 28 万吨）于 11 月部分投产、产销量增加所致。

受行业景气度及原材料价格波动影响，该公司毛利率有所波动，2016~2018 年分别为 9.25%、12.33%和 9.08%，其中核心业务毛利率分别为 9.47%、12.98%和 10.66%。其中 2016、2017 年毛利率增长主要受益于供给侧改革，行业去产能、去库存成效显著，加之行业新增产能释放增速下降，行业景气度提升带动涤纶长丝价格上涨。2018 年受原料端 PTA 供应偏紧其价格大幅上涨、第四季度涤纶长丝价格下跌较快的影响，全年公司涤纶长丝产品-原材料价差收窄，核心业务毛利率较上年下降 2.32 个百分点。

另外，该公司 2016~2018 年其他收入分别为 10.45 亿元、20.38 亿元和 60.96 亿元，主要为切片等其他化纤产品及原材料贸易收入，其中 2018 年大幅增长

主要系原材料贸易收入大幅增加。公司其他收入占整体毛利比重不足 5%，盈利贡献度小。

A. 生产

该公司产能规模继续扩大，中石科技二期 65 万吨年产能、中欣化纤 28 万吨年产能及本部 4 万吨年产能于 2018 年内投产，当年新增涤纶长丝产能共计 97 万吨。截至 2018 年末，公司拥有 13 套熔体直纺工艺生产线（其中 10 套系 2010 年后投产），民用涤纶长丝年产能合计 370 万吨，其中 POY 年产能为 229 万吨，FDY 年产能为 62 万吨，DTY 年产能为 22 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，同时产销量维持在较好水平，公司新增产能消化能力强。

图表 8. 公司主要产品产能及产量情况（万吨）

品种	2016 年			2017 年			2018 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	211.00	199.42	94.51%	211.00	208.89	99.00%	229.00	222.95	97.36%
FDY	42.00	40.76	97.05%	42.00	41.69	99.26%	62.00	64.01	103.24%
DTY	16.00	15.91	99.44%	20.00	19.77	98.85%	22.00	22.10	100.45%
合计	269.00	256.09	-	273.00	270.35	-	313.00	309.06	-

资料来源：新凤鸣

注：2016~2018 年度产能数据系根据新增产能上线时间调整后的产能，故与年末节点产能数据有所差异

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。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，2016~2018 年主要产品差别化率分别为 54.16%、52.72% 和 52.79%。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。公司生产所需原材料主要为 PTA 和 MEG，两者价格与原油价格关

联性强，且市场价格公开透明，公司 PTA 和 MEG 采购价格参考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的价格。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%，与供应商签订的长期合同中约定月度采购量，以第三方公布的月度市场均价为基础享受价格折让，可有效保证货源稳定并降低采购成本；根据原材料价格波动情况，公司可在月度内调整长期合同与临时订单的采购下单时机。结算方面，公司根据生产计划每天采购原材料，月底结算货款，以现款或票据结算为主。

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，2018 年前五大供应商采购额为 126.04 亿元，占年度采购总额的 43.46%。PTA 国内供应充足，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 部分通过进口，部分通过国内大型石化企业采购来满足，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。公司海外采购占总采购比重约 10%。

2016~2018 年，该公司 PTA 和 MEG 采购量随着产能释放逐年增加，而受 2016 年以来原油价格震荡上涨影响，两者采购价格均趋增。其中 2018 年前三季度原油价格大幅上涨、PTA 产能偏紧，PTA 市场价格大幅上涨，影响公司全年 PTA 采购均价上涨约 25%，公司成本控制压力及资金压力有所加大。为此，公司增加了票据结算比例或适当延长付款账期以缓解资金压力。2018 年，公司 POY、FDY 和 DTY 的单位成本分别为 7,590.15 元、8,149.29 元和 8,948.76 元，较上年增长 13~16%。

图表 9. 公司主要原材料采购情况（万吨，元/吨）

原材料	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
PTA	220.24	3,938.61	232.62	4,447.04	271.16	5,578.15
MEG	82.17	4,658.67	88.43	6,124.02	103.97	6,227.79

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

图表 10. 公司主要产品单位生产成本情况（元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
POY	5,636.09	6,552.31	7,590.15
FDY	6,048.23	6,998.09	8,149.29
DTY	7,001.78	7,920.41	8,948.76

资料来源：新凤鸣

该公司实行低库存运营机制，原材料通常保持 10 天以内的消耗量，库存商品保持 5~7 天的销量，可有效减少仓储成本及流动资金占用，并有助于对市场波动作出快速调整。另外，考虑到涤纶长丝生产规模的扩大及后续 PTA 项目的投产，提高采购活动的主动性，2018 年 2 月公司将期货交易保证金额度提升至 1.50 亿元，额度内资金可以循环使用。

C. 销售

该公司涤纶长丝产品主要参考第三方网站公布的主要规格产品价格，并结合原材料 PTA 和 MEG 价格走势、公司库存水平和下游需求情况，采取随行就市的定价方式，需承担价格波动风险。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。

外销方面，该公司通过子公司浙江新风鸣进出口有限公司（简称“新风鸣进出口”），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。2016~2018 年外销收入分别为 12.41 亿元、12.34 亿元和 17.79 亿元，其中 2018 年外销毛利率为 13.86%，略高于内销毛利率 10.29%。

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，2018 年前五名客户销售额占年度销售总额的 4.84%，且均非关联方客户。

得益于新增产能释放及市场消化情况良好，该公司近年来主要涤纶长丝产品销售量稳步增长，产销率保持在较高水平，2018 年产销率略有下降主要系新上线装置投产所致。2017 年涤纶长丝市场需求较旺盛，销售均价出现较大幅度的上涨，POY、FDY 和 DTY 销售均价分别较上年增长 20.53%、21.33% 和 18.89%；受 2018 年第四季度涤纶长丝价格大幅下跌影响，当年公司主要产品销售均价涨幅收窄，POY、FDY 和 DTY 销售均价分别同比上涨 14.10%、8.53% 和 9.48%。

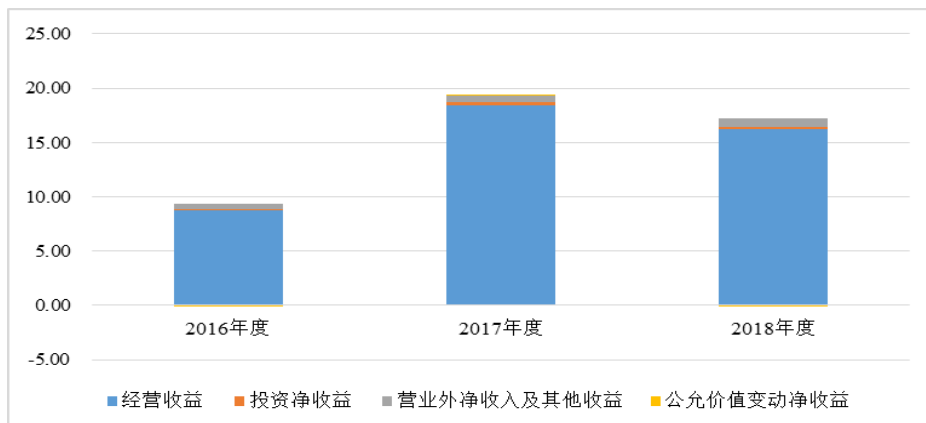
图表 11. 公司主要产品销售情况（万吨，元/吨）

品种	2016 年		2017 年		2018 年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
POY	199.71	6,163.50	209.48	7,429.09	219.34	8,476.25
FDY	41.24	6,843.40	41.81	8,302.82	63.14	9,011.43
DTY	16.08	8,090.98	19.66	9,619.26	21.66	10,530.73
合计	257.03	-	270.95	-	304.14	-

资料来源：新风鸣

(2) 盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构（亿元）



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

该公司盈利主要来源于主业，2016~2018 年营业毛利分别为 16.16 亿元、28.32 亿元和 29.65 亿元，其中 2017 年毛利大幅增长主要受益于涤纶长丝行情好转、产品-原材料价差增加，小部分因产能释放；2018 年毛利增幅远不及收入增幅，主要系全年产品-原材料价差收窄所致。

图表 13. 公司营业利润结构分析（亿元）

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	174.77	229.63	326.59
毛利	16.16	28.32	29.65
期间费用率	4.06%	4.04%	3.73%
其中：财务费用率	1.49%	0.69%	0.75%
全年利息支出总额	1.97	1.56	2.18
其中：资本化利息数额	0.01	0.03	0.15

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

2016~2018 年，该公司期间费用率分别为 4.06%、4.04% 和 3.73%，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³占期间费用的比例约 70~75% 左右，2018 年为 8.68 亿元，同比增长 23.44%，其中研发费用较上年增加 1.27 亿元至 6.45 亿元，主要系新产品、新工艺研发投入增加所致；当年财务费用同比增长 56.29% 至 2.46 亿元，主要系短期借款增加、外币负债形成的汇兑损失增加及可转债利息摊销等综合影响。2018 年公司计提的资产减值损失为 0.78 亿元，约为上年的 9 倍，主要系原材料及涤纶长丝产品价格波动较大，计提的存货跌价损失大幅增加。近三年公司经营收益分别为 8.76 亿元、18.45 亿元和 16.21 亿元，其中 2018 年较上年有所下降主要系研发费用、财务费用及计提的存货跌价损失增加。

³ 为保持可比，将公司 2018 年研发费用调整至管理费用计算分析。

图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析（亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益	0.06	0.31	0.26
其中：理财产品	0.04	0.37	0.56
期货业务	-	-0.11	-0.36
权益法核算的长期股权	0.03	0.04	0.04
营业外净收入及其他收益	0.50	0.59	0.77
其中：政府补助	0.51	0.48	0.55
公允价值变动损益	-0.03	0.01	-0.09

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理

2016~2018 年，该公司营业外净收入及其他收益分别为 0.50 亿元、0.59 亿元和 0.77 亿元，主要为政府补助。公司每年获得一定的投资收益，近三年分别为 0.06 亿元、0.31 亿元和 0.26 亿元，其中股权投资收益较小，而理财产品及期货业务投资损益具有波动性，2018 年原材料价格波动较大，期货业务投资损失有所扩大。公司整体盈利有所波动，近三年净利润分别为 7.46 亿元、15.12 亿元和 14.23 亿元。

(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，同时稳步推进 PTA 项目建设，完善产业链。

该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，两期设计产能均为 220 万吨/年，其中一期计划投资额为 40 亿元，截至 2018 年末累计投入 16.84 亿元，已基本完成厂房建设，进入设备安装期，预计 2019 年三季度投产，2019~2021 年分别计划投入 20.22 亿元、2.86 亿元和 0.08 亿元。根据公司 2019 年 3 月 7 日公告，独山能源 PTA 二期项目开工建设的议案获得董事会审议通过，二期项目总投资为 32 亿元，其中建设投资 29.60 亿元、铺底流动资金 2.40 亿元。二期项目建设地点位于浙江嘉兴平湖独山港经济开发区内，拟新增建设土地 357.58 亩，新建 PTA 装置、产品仓库、研发楼等建（构）筑物 13.26 万平方米，项目计划于 2020 年三季度建成投产。

至 2020 年末，该公司涤纶长丝产能预计将增至 486 万吨，对原材料 PTA 的需求量约 415 万吨，因此独山能源 PTA 项目产能大部分可实现自我消化，产能释放风险尚可控。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 新上项目规模很小，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，但近几年涤纶长丝龙头企业均在扩张 PTA 产能或进一步向上游 PX 延伸，未来 PTA 行情变化存在很大的不确定，关注 PTA 项目风险。

截至 2018 年末，该公司重大在建项目主要为中益化纤年产 120 万吨智能化、低碳差别化纤维项目、独山能源年产 220 万吨 PTA 项目（一期）、中石科技年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目（IPO 募投项目）及可转债募投项目等，2019~2021 年分别计划投入 51.43 亿元、33.18 亿元和 17.22 亿元。未来三年，公司仍有较大的资本性支出计划，公司继续面临很大的资本性支出压力及涤纶长丝扩产项目、PTA 项目投资风险。

图表 15. 截至 2018 年末公司主要在建项目投资情况（亿元）

项目名称	实施主体	总投资	资金来源	截至 2018 年末累计投资	2018 年投入额	建设期间 (y/m-y/m)	计划投资		
							2019 年	2020 年	2021 年
年产 120 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	中益化纤	67.30	银团贷款 37 亿、自筹 30.3 亿	3.29	2.56	2017.11-2021.12	10.00	28.00	17.00
年产 220 万吨 PTA 项目（一期）	独山能源	40.00	银团贷款 20 亿、自筹 20 亿	16.84	14.02	2017.7-2019.9	20.22	2.86	0.08
年产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目	中石科技	21.85	IPO 募资 18 亿元，自筹 3.85 亿	21.15	10.76	2014.2-2018.6	0.70	-	-
年产 26 万吨差别化纤维深加工技改项目	中石科技	10.50	可转债 6.39 亿，余自筹	4.37	2.32	2016.2-2019.12	5.63	0.50	-
年产 28 万吨功能性差别化纤维项目	中跃化纤	9.59	项目贷款 5 亿、自筹 4.59 亿	4.82	4.45	2017.11-2020.6	4.32	0.45	-
年产 28 万吨差别化纤维柔性智能化项目	中跃化纤	9.94	项目贷款 5 亿、自筹 4.94 亿	1.92	1.92	2018.10-2020.10	6.92	1.10	-
年产 28 万吨改性纤维整合提升项目	中欣化纤	9.87	可转债 7.31 亿，余自筹	8.29	6.42	2017.7-2019.2	1.58	-	-
年产 4 万吨差别化纤维柔性智能化生产试验项目	新风鸣	5.33	可转债 4.59 亿，余自筹	3.30	2.58	2017.4-2019.1	1.65	0.11	0.02
锅炉超低排放节能改造项目	中维化纤	4.17	可转债 3.25 亿，余自筹	3.48	2.49	2017.8~2020.9	0.41	0.16	0.12
合 计	-	178.55		67.46	47.52	-	51.43	33.18	17.22

资料来源：根据新风鸣所提供数据整理

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，治理结构和管理层基本保持稳定。公司关联交易规模较小，对生产经营无重大影响。另外，公司计划通过非公开发行股份筹集部分在建项目建设资金，目前定增计划已获得证监会受理，关注定增事项进展。

自 2017 年 4 月上市以来，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 年末，公司股份总数为 8.51 亿股，较上年末增加 2.49 亿股，主要系 2017 年资本公积转增股本（2.41 亿元）、股权激励计划实施（0.08 亿元）及新风转债部分转股所致。

截至 2018 年末，庄奎龙先生直接持有该公司 26.84% 的股权，并通过恒聚投资和中聚投资间接持有公司合计 33.00% 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。公司实际控制人及其一致行动人合计控股公司 72.94%的股权。截至 2019 年 3 月 13 日，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。

2018 年 10 月 23 日，该公司公布非公开发行股票预案，计划非公开发行新股不超过 16,856 万股（其中庄奎龙先生认购比例不超过 10%），计划募集资金不超过 37 亿元，主要用于投资独山能源年产 220 万吨 PTA 项目（一期）和中跃化纤年产 56 万吨功能性差别化、功能性纤维新材料项目（两期一起），拟使用募集资金金额分别为 27 亿元和 10 亿元。公司根据项目进度实际需要以自筹资金先行投入，在募集资金到位后按相关法规规定程序予以置换。2019 年 3 月 8 日，公司定增申请获得证监会受理，未来定增计划能否获得证监会核准存在不确定性，新世纪评级将对公司本次定增进展持续关注。

跟踪期内，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，公司内控管理与经营规模、业务范围、竞争状况和风险水平等基本适应。2018 年以来公司董监高无重大人事变动。

该公司与关联企业因业务往来有一定规模的关联交易，关联购销按市场价进行定价。公司关联采购主要为采购包装材料、粘合剂和运输服务等，2018 年为 0.10 亿元，占营业成本比例 0.03%；关联销售主要为销售涤纶长丝产品，2018 年为 1.28 亿元，占营业收入比例 0.39%，关联交易方为桐乡市凤翔化纤有限公司和桐乡中祥化纤有限公司。2018 年，庄奎龙先生为公司借款提供担保金额为 1.79 亿元。2018 年末公司向关联方应付类项目余额为 0.02 亿元，无应收类项目余额。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。

根据该公司提供的本部（2018 年 1 月 11 日）及其他主要下属企业的《企业信用报告》，公司近三年内不存在不良信贷记录情况。经 2019 年 3 月 15 日查询国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司本部及核心子公司存在严重不良行为记录。

财务

跟踪期内，受业务扩张及原材料价格上涨、营运资金需求增加及在建项目持续投入等影响，该公司负债规模快速增加，资产负债率明显攀升，但尚属适中水平。公司后续资本性支出规模仍较大，如未能顺利完成定增，财务杠杆将进一步攀升。公司经营性现金保持净流入，可为即期债务偿付提供一定支撑。

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 2016 年至 2018 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一

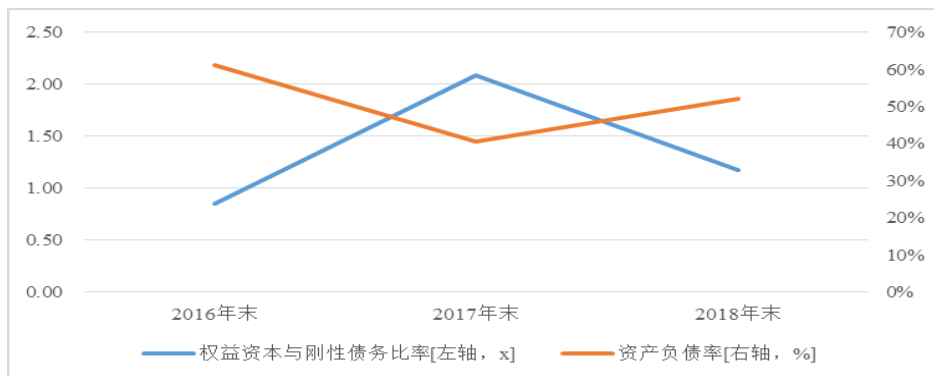
一基本准则及其补充规定，并于 2018 年起执行财务部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）。

2018 年度，该公司合并范围发生了一定的变化，但整体对财务信息影响有限。当年，公司新设了 2 家子公司，分别为湖州市中禾贸易有限公司和平湖市中润化纤有限公司。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的子公司共 15 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

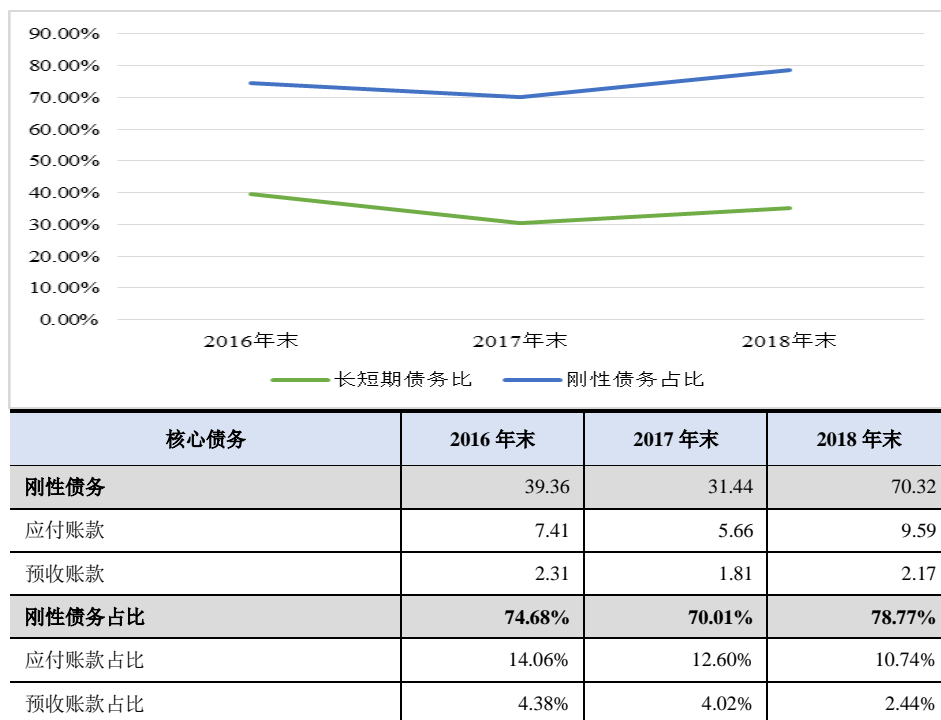
近年来该公司所有者权益快速增长，2016~2018 年末分别为 33.50 亿元、65.60 亿元和 82.42 亿元，增长主要来自 IPO 募资（2017 年 4 月募资净额 19.70 亿元）和自身经营积累，其中 2018 年末增长主要系经营积累（增加约 12.40 亿元）和当年发行可转债计入权益的部分（4.12 亿元）。2018 年末实收资本、资本公积和未分配利润分别为 8.51 亿元、17.78 亿元和 51.04 亿元，其中实收资本和资本公积交互变化主要系资本公积转增股本。

该公司负债规模呈波动增长趋势，2016~2018 年末分别为 52.71 亿元、44.90 亿元和 89.27 亿元，其中 2017 年末较上年末减少主要系 IPO 募集资金置换募投项目自筹资金、长期借款有所减少；2018 年末较上年末大幅增长 98.79%，主要系在建项目持续投入、业务规模扩大、原材料价格上涨及可转债发行到位等造成负债增加。公司资产负债率波动与负债规模波动趋势相近，近三年末分别为 61.14%、40.63%和 51.99%。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，股权融资能力较强。公司未来三年内仍有很大的资本性支出计划，如能顺利实现定增，公司财务杠杆或可得以维持；反之，公司财务杠杆水平将继续攀升。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务（亿元）



资料来源：根据新凤鸣所提供数据绘制

流动负债为该公司负债的主要构成，2016~2018 年末长短期债务比率分别为 39.69%、30.35%和 35.04%，债务短期化趋势较明显。

该公司核心债务包括刚性债务、应付账款和预收账款等。2018 年末，公司刚性债务合计 70.32 亿元，占总负债的 78.77%，较上年末大幅增加 38.88 亿元，长短期刚性债务均大幅增加，主要受在建项目持续投入、业务规模扩大、原材料价格上涨及可转债发行到位等影响；应付账款 9.59 亿元，较上年末增长 69.52%，主要系公司将自身资金压力向上游部分转嫁；预收账款呈波动增长态势，2018 年末为 2.17 亿元，较上年末增加 20.28%，主要随业务规模扩大而增加。此外，公司还有一定的递延收益，同期末为 2.01 亿元，大部分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 1.14 亿元。整体来看，公司刚性债务规模及占比较高，且大部分为短期刚性债务，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	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	26.06	23.22	49.55
其中：短期借款	12.10	15.48	30.60
应付票据	6.34	4.02	11.21
交易性金融负债	0.04	0.03	0.14

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
应付短期融资券	4.00	-	-
一年内到期的长期借款	2.45	3.18	7.48
其他短期刚性债务	1.13	0.49	0.12
中长期刚性债务合计	13.31	8.22	20.76
其中：长期借款	12.85	8.22	2.92
应付债券	-	-	17.85
其他中长期刚性债务	0.45	-	-
综合融资成本	4.45%	4.40%	4.29%

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算，综合融资成本=当期利息支出总额/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]*100%

2018 年末，该公司短期刚性债务为 49.55 亿元，较上年末增加 26.34 亿元，短期借款和应付票据增加较多，主要系营运需求增加及在建项目在获得股权融资前自筹资金投入所致；长期刚性债务较上年末增加 12.54 亿元至 20.76 亿元，主要系当年新发可转债 21.53 亿元，其中计入应付债券部分的余额为 17.85 亿元。同期末公司长短期银行借款（不含应付票据）共计 41 亿元，90%以上为保证借款。从融资成本来看，公司综合融资成本约 4.00~4.50%，且上市后公司融资渠道增加，财务成本有所降低，整体财务负担适中。

图表 19. 公司 2018 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间/到期年份	1 年以内	1-2 年（不含 2 年）	2-3 年（不含 3 年）	3-5 年（不含 5 年）	5 年及以上
应付债券	-	-	-	-	17.85
应付票据	11.21	-	-	-	-
3%以内	2.61	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	3.09	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	29.39	-	-	-	-
5%~6%（不含 6%）	1.08	-	-	-	-
6%~7%（不含 7%）	1.92	-	-	-	-
7%及以上	-	2.92	-	-	-
合计	49.29	2.92	-	-	17.85

资料来源：新凤鸣

从承债主体分布看，除该公司本部外，下属企业中石科技、中盈化纤、中维化纤、中辰化纤和中欣化纤是主要融资主体，2018 年末公司本部和上述子公司的刚性债务余额分别为 22.34 亿元、15.86 亿元、10.99 亿元、10.64 亿元、5.93 亿元和 3.17 亿元，占刚性债务总额约 98%。

另外，该公司刚性债务中有一定的外币债务，截至 2018 年末外币负债余额折人民币为 9.82 亿元（不含应付票据，其中长期借款 2.92 亿元），占总负债的 11.00%，面临一定的汇兑风险。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	20.00	15.64	16.48
营业收入现金率（%）	106.42%	102.62%	105.75%
业务现金收支净额（亿元）	17.02	18.56	11.09
其他因素现金收支净额（亿元）	0.00	-0.30	-1.30
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	17.02	18.26	9.79
EBITDA（亿元）	18.61	28.69	28.14
EBITDA/刚性债务（倍）	0.42	0.81	0.55
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.46	18.40	12.89

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。

该公司主业经营运转效率较高，原材料及库存商品保持低库存运营机制，整体营业周期较短，2018 年为 16.48 天。公司销售结算一般较为及时，营业收入现金率指标值表现良好，2016~2018 年分别为 106.42%、102.62% 和 105.75%，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 17.02 亿元、18.26 亿元和 9.79 亿元，其中 2018 年同比下降 46.37%，主要系产品销售取得的银行承兑汇票用于购买固定资产增加所致。公司经营性现金保持净流入，可为债务偿付提供一定支撑。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 18.61 亿元、28.69 亿元和 28.14 亿元，以利润总额和固定资产折旧为主。2018 年公司刚性债务大幅增长，使得 EBITDA 对刚性债务、全部利息支出的覆盖程度有所下降，但总体仍保持在较好水平。

(2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	0.48	-4.76	4.00
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	-8.18	-13.01	-36.30
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.24	-0.70	-1.47
投资环节产生的现金流量净额	-7.46	-18.48	-33.76

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理

受扩大产能项目不断建设的影响，该公司投资性现金流始终表现为净流

出，2016~2018年分别为7.46亿元、18.48亿元和33.76亿元，其中2018年重点投资项目包括独山能源年产220万吨PTA项目、中石科技年产45万吨功能性、共聚共混改性纤维项目及中欣化纤年产28万吨改性纤维整合提升项目等。公司未来2年内计划资本性投入仍较大，投资环节资金缺口将主要依赖筹资性现金来满足。

(3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
权益类净融资额	-0.10	18.15	-0.70
债务类净融资额	-7.74	-6.02	33.60
其中：现金利息支出	1.81	1.76	1.44
筹资环节产生的现金流量净额	-8.81	10.04	31.04

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理

2016~2018年，该公司筹资性净现金流分别为-8.81亿元、10.04亿元和31.04亿元。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，当年公司IPO募资获得的现金19.92亿元；2018年筹资性现金净流入大幅增加一方面系可转债的发行获得现金21.33亿元，另一方面系银行渠道融资规模扩大。

该公司本部自2017年上市以来按监管机构及公司制度实施分红计划，2017年、2018年分配的现金股利分别为1.57亿元和1.53亿元，对公司经营积累及货币资金有一定负面影响，但尚可控。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况（亿元）

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末
流动资产（金额，在总资产中占比）	19.70	35.17	55.93
	22.85%	31.82%	32.57%
其中：现金类资产	5.79	17.20	27.15
应收账款	2.03	1.25	3.99
存货	6.71	7.67	14.38
其他流动资产	3.32	7.10	7.36
非流动资产（金额，在总资产中占比）	66.51	75.34	115.77
	77.15%	68.18%	67.43%
其中：固定资产	60.41	55.01	77.25
在建工程	2.08	14.17	29.96
期末全部受限资产账面金额	—	6.27	9.35
受限资产账面余额/总资产	—	5.67%	5.45%

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，资产形态上以非流动资产为主。2017

年公司上市后直接融资渠道打通，扩产项目顺利实施，业务规模稳步扩大，公司流动资产及非流动资产规模均快速增长。2018 年末，公司总资产为 171.69 亿元，较上年末增长 55.36%，其中，非流动资产较上年末增长 53.65%，占总资产的 67.43%。

从流动资产构成看，该公司以现金类资产、存货和其他流动资产等为主。2018 年末，公司现金类资产 27.15 亿元，现金比率为 41.07%，其中受限货币资金为 4.27 亿元，可动用的现金类资产尚属充足；同期末存货账面价值为 14.38 亿元，较上年末增长 87.55%，主要系中石科技二期、中欣化纤二期在本年投产及年末原材料常规备货增加和产品库存增加所致，原材料和库存商品账面价值分别为 6.83 亿元和 6.78 亿元，累计计提的跌价准备分别为 0.34 亿元和 0.40 亿元，均较上年末大幅增加，主要受 PTA 和涤纶长丝价格波动较大的影响，关注计提跌价准备转化为实际损失的风险；其他流动资产中除待抵扣进项税 5.83 亿元外，还有银行理财产品余额 1.32 亿元。另外，公司赊销规模小，应收账款规模不大，2018 年末为 3.99 亿元，较上年末大幅增加，主要系外销客户未到期信用证增加所致；采购环节也有一定的预付款项，同期末为 1.93 亿元，较上年末增长 86.52%，主要系预付原材料货款增加所致。

该公司非流动资产主要分布于固定资产、在建工程等。2016~2018 年末，公司固定资产分别为 60.41 亿元、55.01 亿元和 77.25 亿元，其中 2018 年末固定资产较上年末增长 40.42%，主要系中石科技二期、中欣化纤二期项目投资转固所致。公司 2018 年多项目处于大规模投入阶段，当年末在建工程较上年末增长 111.40% 至 29.96 亿元，主要在建项目包括独山能源年产 220 万吨 PTA 项目、中跃化纤年产 28 万吨功能性差别化纤维项目等。公司无形资产多为土地使用权等，2018 年末无形资产为 5.96 亿元。

受限资产方面，2018 年末该公司受限资产账面金额为 9.35 亿元，主要为各类保证金存款、用于质押的信用证及银行理财产品、用于抵押的固定资产和无形资产等，受限资产占总资产比重分别为 5.45%，对资产流动性有一定负面影响。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率	52.20%	102.08%	84.61%
速动比率	30.33%	76.83%	59.94%
现金比率	15.35%	49.93%	41.07%

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，面临一定的流动性压力。2018 末，公司流动比率、速动比率分别为 84.61%、59.94%，较上年末明显下降，主要系短期刚性债务、应

付账款快速增加所致，短期流动性压力有所加大。

6. 表外事项

截至 2018 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。

2018 年以来，从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

该公司本部主要承担对下属子公司管理职能及融资职能，自身经营性业务少，盈利主要来自子公司投资收益，2018 年本部营业收入和净利润分别为 0.67 亿元和 2.64 亿元。公司经营性资产规模较小，资产主要分布于货币资金、其他应收款、长期股权投资、固定资产和在建工程等，2018 年末分别为 3.41 亿元、20.13 亿元、36.63 亿元、1.19 亿元和 2.17 亿元，其中其他应收款主要为与子公司之间的往来拆借款，主要系扩产项目投入需要；长期股权投资均为对合并范围内子公司的投资；固定资产和在建工程主要为 4 万吨/年差别化纤维柔性智能化生产试验项目，于 2019 年初达产。2018 年末，公司本部总资产为 65.06 亿元，资产负债率 36.50%，较上年大幅提升主要系 2018 年 4 月本部发行了 21.53 亿元可转债（当年末计入应付债券余额为 17.85 亿元，计入权益类余额为 4.13 亿元），中长期刚性债务大幅增长。同期末公司本部短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 4.49 亿元和 17.85 亿元。公司本部现金类资产对短期刚性债务覆盖比率为 0.15 倍，可对债务形成一定覆盖。

外部支持因素

在股东支持方面，该公司控股股东庄奎龙为公司 1.79 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 2018 年末，公司合并口径共获得的授信总额约 208.50 亿元，其中贷款授信 157.60 亿元，已使用贷款授信额度约 40.99 亿元，融资空间充足。

图表 25. 公司来自大型国有金融机构的信贷支持（亿元）

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	208.50	157.60	40.99	—	—
其中：国家政策性金融机构	26.10	26.10	7.60	3.17-8.17%	保证/抵押

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
工农中建交五大商业银行	81.90	67.30	19.28	3.60-6.88%	保证/抵押
其中：大型国有金融机构占比	51.80%	59.26%	65.58%	—	—

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理（截至 2018 年末）

跟踪评级结论

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。公司民用涤纶长丝产量居全国前列，规模优势明显。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。跟踪期内，受益于产销规模扩张及产品销售均价上涨等，公司营业收入继续增长，但受第四季度涤纶长丝价格快速下跌、产品-原材料价差迅速收窄的影响，2018 年综合毛利率有所下滑。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，产业链将实现向上游 PTA 延伸，但项目达产后效益能否达到预期仍有待市场检验。

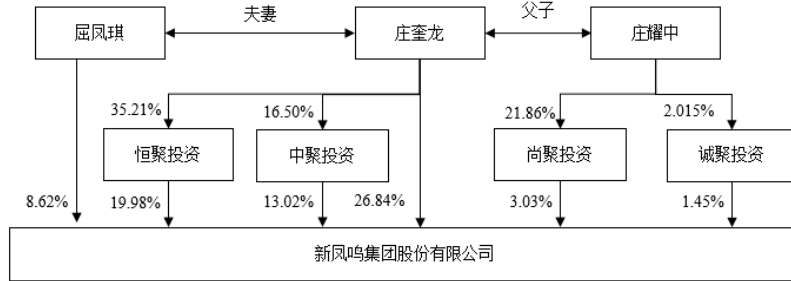
跟踪期内，该公司股权结构未发生较大变化，公司实际控制人及少数股东担任公司高管，治理结构和管理层基本保持稳定。公司关联交易规模较小，对生产经营无重大影响。另外，公司部分在建项目将以定增方式募集建设资金，目前证监会已受理公司定增申请材料，关注定增事项进展。

跟踪期内，受业务扩张及原材料价格上涨、营运资金需求增加及在建项目持续投入等影响，该公司负债规模快速增加，资产负债率明显攀升，但尚属适中水平。公司后续资本性支出规模仍较大，如未能顺利实现定增，财务杠杆将进一步攀升。公司经营性现金保持净流入，可为即期债务偿付提供一定支撑。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济环境及涤纶长丝行业景气度波动情况；（2）该公司盈利波动状况；（3）重大在建项目推进及资本性支出安排（涤纶长丝扩产项目及 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转股情况等。

附录一：

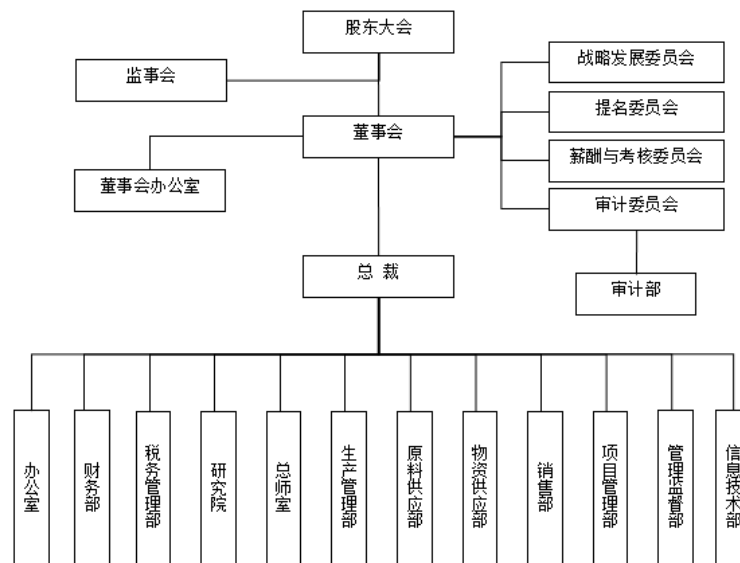
公司与实际控制人关系图



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	2018年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务 余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
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	22.34	41.32	0.67	2.64	-0.59	3.13	母公司口径
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	5.93	8.87	44.93	2.03	4.04	3.85	-
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	3.17	4.70	17.91	0.38	-1.57	0.78	-
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	0.57	5.33	19.17	0.77	0.68	1.26	-
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	10.64	14.03	49.42	3.35	4.33	6.70	-
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	10.99	8.04	61.42	2.73	7.29	5.22	-
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	15.86	32.14	91.33	4.66	5.43	9.71	-

注：根据新凤鸣 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	86.21	110.51	171.69
货币资金 [亿元]	4.97	14.48	24.97
刚性债务[亿元]	39.36	31.44	70.32
所有者权益[亿元]	33.50	65.60	82.42
营业收入[亿元]	174.77	229.63	326.59
净利润[亿元]	7.46	15.12	14.23
EBITDA[亿元]	18.61	28.69	28.14
经营性现金净流入量[亿元]	17.02	18.26	9.79
投资性现金净流入量[亿元]	-7.46	-18.48	-33.76
资产负债率[%]	61.14	40.63	51.99
权益资本与刚性债务比率[%]	85.10	208.67	117.22
流动比率[%]	52.20	102.08	84.61
现金比率[%]	15.35	49.93	41.07
利息保障倍数[倍]	5.72	13.39	8.79
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	20.00	15.64	16.48
毛利率[%]	9.25	12.33	9.08
营业利润率[%]	5.03	8.35	5.18
总资产报酬率[%]	13.00	21.23	13.60
净资产收益率[%]	25.02	30.52	19.23
净资产收益率*[%]	26.63	30.96	19.23
营业收入现金率[%]	106.42	102.62	105.75
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	44.34	50.59	19.48
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	16.85	-0.44	-35.72
EBITDA/利息支出[倍]	9.46	18.40	12.89
EBITDA/刚性债务[倍]	0.42	0.81	0.55

注：表中数据依据新风鸣经审计的 2016~2018 年度财务数据整理、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 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。

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（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。

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。