

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(2020)100100】

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/2020年5月27日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2019年4月1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	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.42	3.41	1.18	1.15
刚性债务	0.98	22.34	22.52	22.62
所有者权益	36.08	41.32	65.18	65.21
经营性现金净流入量	-0.10	-0.59	-0.01	-0.23
合并口径数据及指标:				
总资产	110.51	171.69	229.01	267.18
总负债	44.90	89.27	112.40	149.86
刚性债务	31.44	70.32	85.98	126.69
所有者权益	65.60	82.42	116.60	117.32
营业收入	229.63	326.59	341.48	50.65
净利润	15.12	14.23	13.55	0.59
经营性现金净流入量	18.26	9.79	18.25	-16.49
EBITDA	28.69	28.14	30.39	—
资产负债率[%]	40.63	51.99	49.08	56.09
权益资本与刚性债务 比率[%]	208.67	117.22	135.61	92.60
流动比率[%]	102.08	84.61	85.73	79.15
现金比率[%]	49.93	41.07	37.63	23.82
利息保障倍数[倍]	13.39	8.79	4.84	—
净资产收益率[%]	30.52	19.23	13.61	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	50.59	19.48	26.67	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-0.44	-35.72	-37.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	18.40	12.89	7.73	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.81	0.55	0.39	—

注:根据新凤鸣经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、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

刘佳 liujia@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2019年以来新凤鸣在经营规模、产业链完善、资本实力增强等方面所取得的积极变化,在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、项目投资风险及即期偿债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。
- **规模效应与产业链完善。**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,近三年产销量逐步扩大,行业地位和市场占有率得到进一步的巩固。2019年底公司220万吨PTA一期项目投产,增强了原材料PTA的自给能力,产业链的完善有助于公司降低生产成本。
- **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,于2018年和2019年先后发行可转换公司债券和非公开发行股票,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

产后实际的经济效益是否达预期。

- **产品和原材料价格波动风险。**新凤鸣所产的民用涤纶长丝产品价格易受下游需求及石油价格波动影响。尽管公司产品上下游传导机制较通畅，但仍存在一定滞后，导致盈利情况出现波动。2020年初国际石油价格震荡下跌、同时受新冠疫情影响，下游需求萎缩，产品价格承压、销量缩减，公司经营业绩受到较大冲击。
- **即期债务偿付压力。**新凤鸣已积累了一定规模的刚性债务，且期限结构欠合理，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跟踪分析与评估，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券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“新风转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据新风鸣提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对新风鸣的财务状况、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“新风转债”，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%，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），初始转股价格为 23.74 元/股。公司于 2019 年 12 月办理完毕非公开发行新股的登记手续，新风转债的转股价格调整为 15.91 元/股。本次债券设置了到期赎回条款，即在本次债券期满后 5 个交易日内，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 2020 年 3 月末，本次债券累计转股数为 36,561 股，累计共有 78.50 万元新风转债转换为公司股票，尚未转股的可转债金额为 215,221.50 万元，占发行总量的 99.9635%。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。

图表 1. 截至 2020 年 4 月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 1.0%	正常

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 2019 年末，公司累计使用募集资金金额 20.43 亿元，其中 2019 年度实际使用募集资金投入项目 4.58 亿元，收回上年暂时补充流动资金的募集资金 2.50 亿元，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 0.02 亿元。截至 2019 年末，尚未使用的募集资金余额为 1.20 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 0.32 亿元）。

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 2019 年末募集资金已使用额	截至 2019 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	100.00%
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	4.52	100.00%
中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目	7.31	7.31	7.31	100.00%
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	5.35	83.79%
合计	21.53	21.31	20.43	-

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

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年，是我国全面建

成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。

(2) 行业因素

目前 PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速有限，行业集中度提高，企业头部效应明显，下游需求继续保持合理增长，供需格局继续改善。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，未来 PX 利润将向下游转移。2018 年四季度以来，涤纶长丝产品价格震荡回落，2019 年涤纶长丝价差有所收窄。2020 年一季度新冠疫情的不断蔓延加剧了原油需求面的疲软，加之俄罗斯和沙特两国增产降价，原油价格暴跌，价格由原料端逐步传导至下游，涤纶长丝价格承压。涤纶长丝产品-原材料价差波动较大，对产业链单一的涤纶长丝生产企业带来负面冲击。

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，随着行业供需格局的改善，涤纶长丝行业景气度有所回升。价格方面，2013 年以来涤纶长丝价格持续下行，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。但 2018 年第四季度，受原油价格下跌影响，涤纶长丝价格快速回落。2019 年初涤纶长丝企稳后，又于 4 月开始震荡下跌，POY 全年均价较上年下滑约 17%。2020 年初新冠疫情爆发，疫情的不断蔓延加剧了原油需求面的疲软，加之俄罗斯和沙特两国增产降价，原油价格暴跌。价格由原料端逐步向下游传导，涤纶长丝价格随之出现大幅下滑。截至 2020 年 3 月末，涤纶长丝 POY、DTY 和 FDY 价格分别降至 4,750 元/吨、6,850 元/吨和 5,100 元/吨，较年初分别下跌 33.10%、21.26%、31.77%。近期欧佩克+联合会议达成减产协议，将于 2020 年 5 月至 6 月减产 970 万桶/日，从 2020 年 7 月至 12 月的 6 个月内减产 770 万桶/日，另一方面，欧美部分国家启动复工复产，石油供需将得到一定改善，有助于阻止油价进一步下跌，但短期内预计仍将处于低位震荡态势。

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

2019 年以来涤纶长丝行业开工率保持高位，特别是直纺长丝旺季超过 90%，淡季开工率也保持在 80% 以上。2016-2018 年我国涤纶纤维产量分别为 3,959.00 万吨、3,934.26 万吨和 4,014.87 万吨。2019 年 1-10 月涤纶纤维产量 3,920 万吨，同比增长 14.4%。总的来看，涤纶纤维行业的产量有所增长，行业供给较为充足。

民用涤纶长丝下游需求主要为服装、产业用纺织品和装饰领域纺织品，其中纺织服装占比最高。销售市场以国内为主，直接出口仅占产量的 5% 左右。棉花价格及终端消费的起伏影响涤纶长丝的需求，具有一定的周期波动。2009-2011 年受益于出口提升，我国纺织服装行业景气度走高，随后由于产能集中投放及下游需求放缓，纺织服装行业进入结构深度调整期，纺织服装行业工业增加值同比增长由 2011 年的高点 15.60% 下滑至 2016 年的 3.80%。2017 年后，该增速有所回升，2017-2018 年分别为 5.80% 和 4.40%。2019 年受经济下行及中美贸易战影响，全国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 0.90%，增速较上年下降 3.50 个百分点。2020 年初，受新冠疫情爆发影响，国内多数纺织服装企业停工停产，导致纺织服装行业工业增加值出现负增长，2020 年 1-3 月累计同比增速为-19.70%。出口方面，2016-2019 年纺织业出口交货值分别为 3,654.90 亿元、3,445.20 亿元、3,076.30 亿元和 2,842.70 亿元，其中 2019 年同比减少 7.59%。而受新冠疫情爆发，物流停转影响贸易出口，2020 年 1-3 月纺织业出口交货值较上年同期大幅下降 28.32% 至 512.90 亿元。总的来看，2019 年以来我国纺织服装内销增速明显放缓，需求端压力增大。2020 年 1 月 15 日，中美第一阶段协议正式签署。截至 2020 年 1 月末，美国贸易代表办公室（USTR）已公布的 8 批 2000 亿美元加征关税商品排除清单，共涉及 32 个纺织服装产品税号。被排除产品在出口美国时将不再被加征 301 关税。该协议的达成将提升我国纺织品的价格竞争力，为出口带来改善。但新冠疫情的全球蔓延致部分出口停滞，短期内纺织服装业仍将受较大影响。

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), PTA、MEG 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。2011 年以前, 我国 PTA 供不应求, 对国外依存度很高。2012-2014 年行业大规模产能扩张, 下游需求走弱, 使得 PTA 行业开工率降低, PTA 价格下滑, 行业产能过剩。2015 年以来, 随着环保政策的趋严, PTA 落后产能加速淘汰¹, 新增产能有所放缓, 与此同时, 下游聚酯产能增长, 为 PTA 提供强有力的需求支撑, PTA 供需结构好转。2017 年下半年起, 整个行业库存下降, 供需呈现紧平衡格局。从 PTA 价格走势看, 2017 年以来, PTA 价格除季节因素二季度相对较为低迷 (低于 5,000 元/吨) 外, 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 9 月价格最高涨至 9,260 元/吨, 2018 年四季度以来, 受原油价格下跌、聚酯企业减产等因素影响, PTA 价格由高位回落至 2019 年末的 4,860 元/吨左右。2020 年以来, 受新冠疫情爆发影响, 下游需求有所下降, 加之原油价格暴跌, 导致 PTA 价格在低迷情况下进一步持续下跌, 2020 年 4 月末已跌破 3,100 元/吨。

我国是全球最大的 MEG 生产国和消费国, 2010 年以前我国 MEG 的生产主要采用石油制, 由于国内原油资源短缺, MEG 对外依存度高。随着我国大力推广煤制 MEG, 我国 MEG 产量稳步增长, 对外依存度由 2012 年的 70% 以上降至 2018 年的 60% 左右。但由于煤制 MEG 在工艺上存在缺陷, 生产连续稳定性较差, 开工率较低, 目前尚不能取代乙烯法在市场中的地位, 所以我国 MEG 的对外依存度仍较高。2019 年累计进口量达 994.70 万吨, 同比增长 1.48%, 增速较 2018 年减少 10.55 个百分点。2016 年 11 月以来, 我国华东地区 MEG 市场价 (中间价) 与 PTA 的价差基本保持在 1000 元/吨以上, 然而至 2018 年 8 月, 两者之间的价差逐步缩减, 此后 PTA 价格超过 MEG, 主要是由于 2018 年三季度煤制新产能集中投产, 库存不断累积, MEG 价格快速下行, 从 2018 年初 7,760 元/吨降至 2019 年 5 月的 4,225 元/吨。2019 年 6 月和 7 月, MEG 价格小幅反弹, 价格一度超过 PTA, 但随后又快速回落, 12 月末价格为 4,960 元/吨。2020 年 1 月, MEG 价格反弹突破 5,000 元/吨, 但随后价格受新冠疫情和原油价格战影响持续下滑, 3 月末已降至 2013 年以来最低价 (2,875 元/吨), 4 月价格在 3,000 元/吨-3,500 元/吨范围内波动。

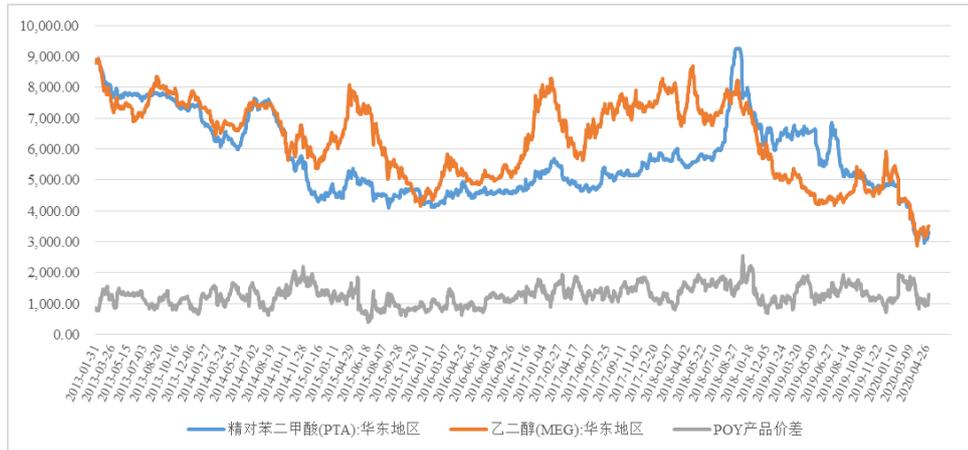
涤纶长丝与 PTA 的价格变化基本同步, 从 POY 产品价差²来看, 2018 年伴随着 PTA 价格冲高回落以及 MEG 价格下滑, 价差突破 2,000 元/吨, 最高涨至 2,683.85 元/吨。但随后由于缺乏原材料价格支撑以及春节前后下游需求较弱, POY 价格震荡下滑, 2019 年 5 月价差一度小于 1,200 元/吨, 6 月-9 月 POY 价格企稳回升, 而 PTA 价格大幅下跌, POY 价差逐步回升至 1,800 元/吨左右, 但 10 月以来随着产品价格回落, 价差又逐步缩小, 到 12 月末 POY 价差回落到 1,200 元/吨附近。2019 年 POY 产品平均价差为 1,431 元/吨, 较上年缩减

¹ 2015 年绍兴远东石化有限公司因长时间亏损严重, 最终宣布破产重组, 320 万吨/年的装置全部停产, 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 450 万吨/年的 PTA 装置停产。

² 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

约 13.8%。2020 年以来，随着原油价格的大幅下跌，POY 产品价格回落滞后于 PTA 与 MEG 价格，价差呈现“倒 V”型波动，由年初的 1,200 元/吨最高升至 2,020 元/吨，随后高位回落，截至 2020 年 3 月末，价差收窄至 1,043 元/吨，4 月价差在 1,100 元/吨左右波动。POY 产品价差的大幅波动，对单一生产涤纶长丝的企业盈利带来较大的影响。

图表 4. 上游核心原料 PTA 和 MEG 价格走势及 POY 产品价差（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

PTA 上游主要原料为对二甲苯（PX），每吨 PTA 生产约消耗 0.655 吨 PX。近年来 PX 项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游 PTA 民营企业加速向上游扩张。截至 2019 年末，我国 PX 产能为 2,053 万吨/年，同比增长近一半，全年装置平均开工率为 82.60%，较上年提升 6.89%。2019 年是 PX 产能集中释放期，其中，恒力石化股份有限公司（简称“恒力石化”）装置新增产能 450 万吨、中化弘润石油化工有限公司新增产能 60 万吨、中国石油化工集团公司海南炼化二期装置增产 100 万吨、恒逸石化文莱的大炼化一期全面投产，涉及 PX 产能 150 万吨等。随着 PX 产能的释放，PX 价格出现大幅下滑。截至 2019 年末，PX 价格为 6,700 元/吨，较年初下降 21.18%。与此同时，PX 进口替代步伐加快，2019 年进口依赖度降至 43%左右，随着我国新增产能投放加速，2020 年 PX 预计新增产能 568 万吨，加之 2019 年新增产能逐步量产后，PX 对外依存度将有所下降，PX 利润空间或有所收窄。PTA 方面，2019 年我国新增产能 320 万吨，PTA 总产能已经增至 4,898 万吨。在乙二醇方面，2019 年我国新增产能为 35 万吨，乙二醇总产能突破 1,000 万吨。而 2020 年 PTA 也将进入产能扩张期，新疆中泰 120 万 PTA 装置于 1 月投产，恒力石化四期 220 万吨、新凤鸣 220 万吨等新建产能释放，产能增速预期将超过聚酯产能增速，过剩的 PTA 产能将致使利润空间压缩，产业链的供需结构变化或将推动利润逐步从 PX、PTA 开始向下游转移。PX 价格承压下，PTA 价格亦出现下滑，PTA-0.655PX 价差³在 2019 年冲高后于下半年回落，截至 2020 年 3 月末，价差收窄至 313 元/吨。

³每吨 PTA 消耗 0.655 吨 PX，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

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。

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月工信部编制发布的《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。

2019年财政部和国家税务总局以及海关总署联合发布自4月1日起增值税税率调整。即增值税一般纳税人（以下称纳税人）发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用16%税率的，税率调整为13%；原适用10%税率的，税率调整为9%，以及扩大抵扣、加计抵减、留抵退税3项配套措施。减税政策提振聚酯市场信心，助推涤纶长丝企业的发展。

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有限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。恒逸石化、桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）、荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”）、恒力石化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，目前部分领先的民营企业已逐步向上游渗透，在产业完整度上优于同类竞争对手。截至2019年末，荣盛石化4,000万吨/年炼化一体化项目一期项目已投产；恒力股份2,000万吨/年炼化一体化项目全流程打通，顺利产出汽油、柴油、航空煤油、PX等产品，生产运行稳定；恒逸石化文莱一期项目全面满产运行，包括800万吨/年的原油加工能力，以及150万吨/年PX、50万吨/年苯、600万吨/年成品油产能。根据上市公司2019年年报披露，行业内领先民企产业链一体化发展仍在布局，恒逸石化年产600

万吨 PTA 项目，恒力股份年产 250 万吨 PTA-4 和年产 250 万吨 PTA-5 项目、年产 150 万吨乙烯项目以及东方盛虹年产 240 万吨 PTA 扩建项目均在建设中，桐昆股份年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10,000 吨苯甲酸、5,600 吨乙醛石化聚酯一体化项目正在筹备建设中。该公司年产 220 万吨 PTA 二期项目预计将于 2020 年三季度投产，届时将具备 440 万吨 PTA 年产能。

图表 5. 行业内核心样本企业产业链一体化主要在建项目（单位：%、万吨）

样本企业名称	项目名称	总投资	项目进展
荣盛石化	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目一期	901.56 亿元	全面投产
	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目二期	829.29 亿元	建设中
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目	34.50 亿美元	一期全面投产，二期筹备中
	年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目	22.72 亿元	已投产
	智能化环保功能性涤纶 POY 纤维、涤纶短纤维、涤纶 DTY 纤维	63.60 亿元	第一套生产线已于 2020 年 2 月投产
	年产 600 万吨 PTA 项目	67.31 亿元	建设中
	福建逸锦新型功能性纤维项目	15.88 亿元	建设中
	海南逸盛年产 50 万吨多功能新型材料项目	8.36 亿元	建设中
恒力股份	2,000 万吨/年炼化一体化项目	562.06 亿元	全面投产
	年产 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目	123.00 亿元	计划 2020 年投产
	年产 250 万吨 PTA-4 项目	29.00 亿元	计划 2020 年二季度投产
	年产 250 万吨 PTA-5 项目	-	计划 2020 年二季度投产
	恒力化工 150 万吨乙烯项目	240 亿元	计划 2020 年二季度投产
	年产 20 万吨高性能车用工业丝技改项目	15.20 亿元	计划 2020 年年底投产
桐昆股份	年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	12.70 亿元	计划 2021 年投产
	年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	19.20 亿元	计划 2020 年三季度投产
	年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10000 吨苯甲酸、5600 吨乙醛石化聚酯一体化项目	180.00 亿元	筹备建设中
新凤鸣	年产 220 万吨 PTA 项目（一期）	40.00 亿元	已投产
	年产 220 万吨 PTA 项目（二期）	32.00 亿元	计划 2020 年三季度投产
	年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	18.97 亿元	建设中
	年产 28 万吨功能性差别化纤维项目	12.69 亿元	建设中
	年产 28 万吨差别化纤维柔性智能化项目	12.94 亿元	建设中
	年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料智能生产线项目	9.94 亿元	建设中
东方盛虹	盛虹炼化一体化项目	676.64 亿元	计划 2021 年底投产
	港虹纤维 CP5-20 万差别化纤维项目及 12 万吨加弹项目	18.74 亿元	计划 2021 年底投产
	港虹 20 万吨差别化功能性化学纤维项目	12.40 亿元	建设中
	年产 240 万吨 PTA 扩建项目	38.58 亿元	建设中

资料来源：各家上市公司 2019 年年报，新世纪评级整理（截至 2020 年 3 月末）

目前国内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、恒逸石化及该公司 POY 产量位于行业前三，拥有明显的规模优势；恒力股份 FDY 销售规模位列行业第一；东方盛虹则以高端 DTY 生产为主，产品差别化率达到 90%，高于同行业其他龙头企业。从财务指标来看，公司资产和收入规模较龙头企业仍有差距，但公司资产负债率相对较低，处于行业较好水平。产品盈利

方面，由于公司向上游原材料端生产布局相对较晚，长丝产品毛利率水平相较于桐昆股份和恒逸石化相对偏低，但 2020 年随着 PTA 一期和二期项目产能释放，公司原材料成本控制能力将得到增强，进而提升长丝产品盈利能力。

图表 6. 行业内核心样本企业 2019 年（末）基本数据概览（单位：亿元、%、万吨）

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	PX(设计年产能)	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	825.00	6.83	400	-	-	1,825.87	77.23	29.57	-20.52
恒逸石化	796.21	7.07	150	503.38	562.71	852.31	65.90	40.21	-1.12
恒力股份	1,007.82	20.75	450	706.08	266.42	1,743.78	78.93	101.1 ₂	169.37
桐昆股份	505.82	11.81	-	57.84	575.5	400.01	52.31	28.96	51.16
新凤鸣	341.48	8.52	-	28.86	389.84	229.01	49.08	13.55	18.25
东方盛虹	248.88	12.13	-	151.00	194.15	350.42	56.34	16.12	52.15

资料来源：新世纪评级整理，数据来源于各家上市公司 2019 年年报。

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向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的影响；（2）各家企业向上下游产业链延伸的进度；（3）外部融资环境变化及对大型民营化纤企业的流动性影响；（4）下游行业包括纺织等需求的变化；（5）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的影响；（6）供给侧政策调整及环保约束等行业供给的影响等；（7）新冠疫情对公司生产销售方面带来的影响及企业的应对措施。

2. 业务运营

跟踪期内，受益于在建项目的陆续完工投产，该公司产能进一步扩大，涤纶长丝产销量随之增加，公司营业收入继续增长，但受涤纶长丝景气度下滑，产品-原材料价差收窄的影响，2019 年以来综合毛利率有所下滑。公司产业链逐步完善，2019 年 11 月公司一期 220 万吨 PTA 项目完工投产，在建二期年 220 万吨 PTA 项目预计于 2020 年三季度建成投产，两期产能全部释放后将实现 PTA 原料自给自足，增强涤纶长丝产品盈利能力。但项目达产后效益能否达到预期仍有待市场检验，且后续公司仍有较多项目投资计划，存在一定资本性支出压力。

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三，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、中石科技及中维化纤被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 7. 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 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	229.63	326.59	341.48	50.65	76.59
其中：核心业务营业收入	209.26	265.62	285.68	44.56	65.56
在营业收入中所占比重	91.13%	81.33%	83.66%	87.98%	85.60%
其中：（1）POY	155.62	185.92	201.42	31.20	46.45
在核心业务收入中所占比重	74.37%	69.99%	70.51%	70.02%	70.85%
（2）FDY	34.72	56.90	57.41	8.57	13.03
在核心业务收入中所占比重	16.59%	21.42%	20.10%	19.23%	19.87%
（3）DTY	18.92	22.81	26.85	4.79	6.08
在核心业务收入中所占比重	9.04%	8.59%	9.40%	10.75%	9.28%
毛利率	12.33%	9.08%	8.52%	5.28%	7.46%
其中：POY	11.80%	10.45%	8.90%	4.17%	6.92%
FDY	15.71%	9.57%	10.62%	5.79%	11.35%
DTY	17.66%	15.02%	11.06%	10.79%	10.71%

资料来源：新凤鸣

该公司 2017~2019 年分别实现营业收入 229.63 亿元、326.59 亿元和 341.48 亿元，呈上涨趋势。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，2019 年占营业收入比重的 83.66%。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 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；2019 年核心业务收入同比增长 7.55%，主要系中跃化纤一期两套装置投产（共计新增产能 56 万吨）、产销量增加所致，而当年产品价格显著下降。

受行业景气度及原材料价格波动影响，该公司毛利率持续下滑，2017~2019

年分别为 12.33%、9.08% 和 8.52%，其中核心业务毛利率分别为 12.98%、10.66% 和 9.45%。其中 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；2019 年以来涤纶长丝主要产品价格持续下跌，利润空间收窄，核心业务毛利率继续下滑，较上年下降 1.21 个百分点。

另外，该公司 2017~2019 年其他收入分别为 20.38 亿元、60.96 亿元和 55.80 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；2019 年公司销售 PTA，实现营业收入 11.92 亿元，而同期切片等其他化纤产品及原材料贸易收入较上年减少 28.01% 至 43.89 亿元，主要受贸易产品价格下降影响。

2020 年第一季度，受新冠疫情爆发叠加春节期间影响，该公司涤纶长丝产销率同比显著下降。同时，主要产品价格受上游原材料价格暴跌传导影响大幅下降，公司营业收入同比大幅下滑 33.87% 至 50.65 亿元，其中 POY、FDY、DTY 三大涤纶长丝产品收入同比分别减少 32.83%、34.23% 和 21.22%。当期，公司综合毛利率较上年同期下降 2.18 个百分点至 5.28%，主要系 POY 及 FDY 产品毛利率下滑较显著。

A. 生产

该公司产能规模持续扩大，2019 年中跃化纤一期 HCP5 和 HCP6 装置分别于 7 月和 10 月陆续投产，当年新增涤纶长丝产能共计 56 万吨。截至 2020 年 3 月末，公司拥有 15 套熔体直纺工艺生产线（其中 13 套系 2010 年后投产），民用涤纶长丝年产能合计 422 万吨，其中 POY 年产能为 321 万吨，FDY 年产能为 73 万吨，DTY 年产能为 28 万吨。公司民用涤纶长丝产量位居行业前列，规模优势明显。近年来，公司不仅产能扩张较快，而且产能利用率维持在 97% 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。2020 年一季度，公司生产并未受疫情影响产生较大变化，产能利用率仍维持在 94% 以上的较好水平，但销量不达预期，主要产品产销率均有 20~30 个百分点的下滑。

图表 9. 公司主要产品产能及产量情况（万吨，%）

品种	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年第一季度		
	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	产能	产量	产能利用率
POY	211.00	208.89	99.00	229.00	222.95	97.36	285.00	281.80	98.88	80.00	75.49	94.36
FDY	42.00	41.69	99.26	62.00	64.01	103.24	73.00	74.06	101.45	18.00	17.84	99.11
DTY	20.00	19.77	98.85	22.00	22.10	100.45	28.00	29.27	104.54	7.00	7.48	106.86
合计	273.00	270.35	-	313.00	309.06	-	386.00	385.12	-	105.00	100.81	-

资料来源：新凤鸣

注：2017~2019 年度及 2020 年第一季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，2017~2019 年主要产品差别化率分别为 52.72%、52.79% 和 54.29%，其中 2019 年差异化产品销售量为 209.45 万吨，实现销售收入 155.09 亿元。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。

此外，该公司逐步完善产业结构，产业链向原材料端延伸。独山能源一期 220 万吨 PTA 项目于 2019 年 11 月开始陆续投产，11 月、12 月 PTA 产量为 28.86 万吨。2020 年一季度，公司 PTA 产量为 50.74 万吨，产能利用率达 92.25%，原材料 PTA 自给率达 51%。独山能源二期 220 万吨 PTA 项目已于 2019 年 3 月开工建设，预计于 2020 年三季度建成投产。独山能源 PTA 项目选用行业领先的英国 BP 公司最新 PTA 工艺技术和专利设备，在能耗方面有一定优势。根据公司发展规划，到 2020 年底涤纶长丝产能将达到近 500 万吨，对应的 PTA 需求将达近 430 万吨，二期 PTA 产能全部达产后可以在短期内基本实现 PTA 原料的自给自足。PTA 项目的达产将保障公司原料供应稳定和降低生产成本、提高聚酯产品盈利能力。

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，两者约占涤纶长丝生产成本的 85% 左右。PTA 和 MEG 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，2019 年前五大供应商采购额为 99.90 亿元，占年度采购总额的 33.86%。PTA 国内供应充足，主要由珠海碧辟化工有限公司、逸盛大化石化有限公司、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。

2017~2019 年，该公司 PTA 和 MEG 采购量随着聚酯产品产能释放逐年增加。2019 年 11 月开始，公司 220 万吨 PTA 产能陆续投产，2019 年和 2020 年第一季度分别实现产量 28.86 万吨和 50.74 万吨，一季度 PTA 自给率达 51%。公司主要原材料均为大宗石化产品，产品价格与原油走势相关度较高，2017 年和 2018 年受原油价格震荡上涨影响，两者采购价格均有所上涨，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%。2019 年以来原油价格下跌，PTA 和 MEG 的采购均价分别较上年下降 9.73% 和 32.87%。2019 年，公司 POY、FDY 和 DTY 的单位成本分别为 6,514.05 元、6,900.24 元和 8,021.77 元，分别较上年下降 14.18%、15.33% 和 10.36%。2020 年第一季度，主要受原油价格大幅下跌影响，PTA、MEG 采购均价分别下降至 3,835.46 元/吨和 3,958.41 元/吨。

随着该公司独山能源 PTA 项目的投产，公司采购原材料新增 PX。PX 采购主要通过国外进口，进口量约 70% 左右；主要采用签订长期协议的模式，长期协议占比约为 96.26%。结算方面，外购多为 30-45 天承兑信用证，内购主要采取预付货款的方式，每月底确认结算价后再对预付款进行多退少补。目前，PX 前五大供应商主要为三菱商事株式会社、ITOCHU Corporation、S-OIL Corporation、道达尔贸易亚洲有限公司和青岛丽东化工有限公司。2019 年和 2020 年第一季度，公司 PX 采购量分别为 21.32 万吨和 39.40 万吨，采购均价分别为 5,791.56 元/吨和 5,393.50 元/吨。未来随着独山能源 PTA 二期项目的投产，公司 PTA 将基本实现自给自足，PX 采购量将随着 PTA 产能释放逐步增加。

图表 10. 公司主要原材料采购情况（万吨，元/吨）

原材料	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	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
PTA	232.62	4,447.04	271.16	5,578.15	337.64	5,035.66	42.34	3,835.46
MEG	88.43	6,124.02	103.97	6,227.79	126.31	4,180.67	38.09	3,958.41

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 11. 公司主要产品单位生产成本情况（元/吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
POY	6,552.31	7,590.15	6,514.05	5,713.88
FDY	6,998.09	8,149.29	6,900.24	6,114.54
DTY	7,920.41	8,948.76	8,021.77	7,148.71

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，2019 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。公司销售以直销为主，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，由该公司的子公司浙江新风鸣进出口有限公司（简称“新风鸣进出口”）负责，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。2017~2019 年外销收入分别为 12.34 亿元、17.79 亿元和 25.75 亿元，其中 2019 年外销毛利率为 9.35%，略高于内销毛利率 9.21%。2020 年第一季度，外销订单出货量有所增长，但受新冠疫情影响，产品售价降低，当期外销收入较上年同期下降 8.43% 至 7.27 亿元。

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，2019 年前五名客户销售额为 17.45 亿元，占年度销售总额的 5.11%，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，2019 年主要产品产销率均达到 100%。销售价格方面，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上涨 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%；2019 年以来行业景气度下滑，涤纶长丝价格持续下跌，当年公司 POY、FDY 和 DTY 销售均价同比分别下降 15.64%、14.33% 和 14.35%。2020 年第一季度，受春节期间叠加新冠疫情影响，下游需求萎靡，公司 POY、FDY 和 DTY 产销率大幅下降，分别为 69.31%、73.99% 和 79.95%，商品库存周转天数明显增加；销售均价较上年分别下降 16.62%、15.93% 和 11.15%。4、5 月份随着国内全面复工复产，销售情况逐步得到好转。

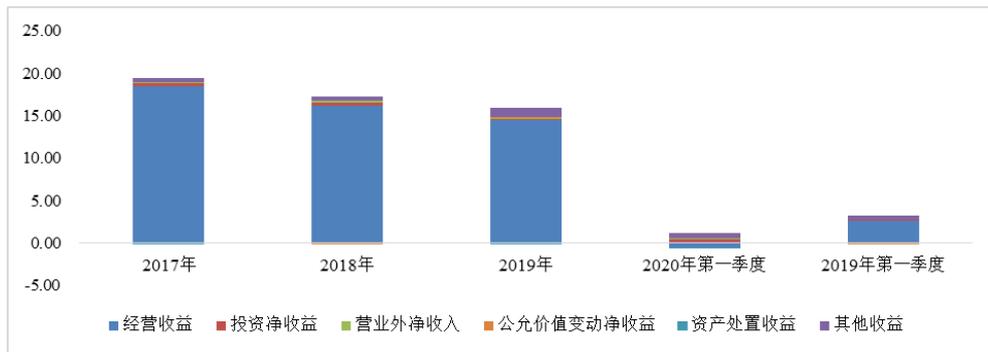
图表 12. 公司主要产品销售情况（万吨，元/吨）

品种	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
POY	209.48	7,429.09	219.34	8,476.25	281.68	7,150.63	52.32	5,962.37
FDY	41.81	8,302.82	63.14	9,011.43	74.36	7,720.51	13.20	6,490.30
DTY	19.66	9,619.26	21.66	10,530.73	29.76	9,019.24	5.98	8,013.68
合计	270.95	-	304.14	-	358.80	-	71.50	-

资料来源：新凤鸣

(2) 盈利性

图表 13. 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，2017~2019 年营业毛利分别为 28.32 亿元、29.65 亿元和 29.09 亿元，其中 2019 年尽管营业收入保持增长，但化纤行业景气度下滑，产品与原材料价差收窄，营业毛利有所下降。

图表 14. 公司营业利润结构分析（亿元）

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度	2019 年第一季度
营业收入合计	229.63	326.59	341.48	50.65	76.59
毛利	28.32	29.65	29.09	2.68	5.72
期间费用率	4.04%	3.73%	4.10%	5.90%	3.91%
其中：财务费用率	0.69%	0.75%	0.81%	1.39%	0.92%
全年利息支出总额	1.56	2.18	3.93	-	-
其中：资本化利息数额	0.03	0.15	0.81	-	-

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

2017~2019 年，该公司期间费用率分别为 4.04%、3.73%和 4.10%，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，但 2019 年三费增长较多导致期间费用率较上年上升 0.37 个百分点。从费用结构看，以研发支出为主的管理费用⁴占期间费用的比例约 70%左右，2019 年为 9.68 亿元，同比增长 11.54%，其中研发费用较上年增长 5.82%至 6.82 亿元，主要

⁴ 为保持可比，将公司 2018 年及 2019 年研发费用调整至管理费用计算分析。

系新产品、新工艺研发投入及人工费用增加所致；当年财务费用同比增长 12.25%至 2.76 亿元，主要系短期借款增加导致利息增加及可转债利息摊销等影响；当年销售费用同比增长 50.32%至 1.54 亿元，主要系海外销售增加导致的货物运保费增加。2019 年公司计提的资产减值损失为 0.07 亿元，均为存货跌价损失。近三年公司经营收益持续下降，分别为 18.45 亿元、16.21 亿元和 14.51 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，2019 年较上年下降主要系营业毛利减少和期间费用增加。

图表 15. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
投资净收益	0.31	0.26	0.11	0.45
其中：理财产品	0.37	0.56	0.13	0.03
期货业务	-0.11	-0.36	-0.03	0.41
权益法核算的长期股权	0.04	0.04	0.04	0.01
营业外净收入及其他收益	0.59	0.77	1.23	0.65
其中：政府补助	0.48	0.55	1.17	0.56
公允价值变动损益	0.01	-0.09	0.09	0.05

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理

2017~2019 年，该公司营业外净收入及其他收益分别为 0.59 亿元、0.77 亿元和 1.23 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 0.31 亿元、0.26 亿元和 0.11 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。总体来看，公司营业毛利增幅远不及收入增幅，公司整体盈利反而受期间费用增加呈下降趋势，近三年净利润分别为 15.12 亿元、14.23 亿元和 13.55 亿元。

2020 年第一季度，主要受疫情影响，该公司产品销量减少，营业毛利同比减少 53.19%至 2.68 亿元。同期，公司期间费用率较上年同期增加 1.99 个百分点至 5.90%，管理费用（不包括研发费用）同比增长 30.04%。同期，公司计提了资产减值损失 0.15 亿元，主要系存货跌价损失，公司经营产生亏损，经营收益为-0.58 亿元。2020 年第一季度，影响公司盈利的其他因素表现较好，公司营业外净收入及其他收益为 0.65 亿元，其中政府补助 0.56 亿元；期货业务的投资产生较大收益，导致公司获得投资净收益 0.45 亿元。公司净利润同比大幅减少 77.89%至 0.59 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 2019 年末累计投入 39.65 亿元，2020~2021 年分别计划投入 4.20 亿元和 0.13 亿元，目前一期项目已完工并于 2019 年 11 月投产。独山能源 PTA 二期项目于 2019 年 3 月开工建设，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，截至 2019 年末，独山能源 PTA 二期项目累计已投资 11.27 亿元，2020~2022 年分别计划投入 17.75 亿元、2.88 亿元和 0.10 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 500 万吨，对原材料 PTA 的需求量约 428 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。

目前，该公司重大在建项目如图表 16 所示。截至 2020 年 3 月末，上述在建项目已累计投资 96.42 亿元，2020~2022 年分别计划投入 51.07 亿元、34.93 亿元和 26.02 亿元。未来，公司还拟建年产 400 万吨 PTA 及 210 万吨智能化、功能性差别化纤维一体化项目，建设期为 5 年，预计项目总投资 130.80 亿元，其中 50.80 亿元拟通过借款筹资，2020~2022 年分别拟投资 10.00 亿元、25.00 亿元和 25.00 亿元。总的来看，未来两年，公司仍有较大的资本性支出计划，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 16. 截至 2019 年末公司主要在建/拟建项目投资情况（亿元）

项目名称	实施主体	总投资	资金来源	截至 2020 年 3 月末累计投资	2019 年投入额	建设期间 (y/m-y/m)	计划投资		
							2020 年	2021 年	2022 年
独山能源年产 220 万吨 PTA 项目	独山能源	40.00	募集资金、自筹及银行借款	42.04	22.81	2017/7-2019/9	4.20	0.13	-
独山能源年产 220 万吨绿色智能化 PTA 项目	独山能源	32.00	自筹及银行借款	18.39	10.50	2019/1-2020/12	17.75	2.88	0.10
中益化纤年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	中益化纤	18.97	自筹及银行借款	11.03	5.60	2018/11-2021/4	11.64	2.38	-
中跃化纤年产 28 万吨功能性差别化纤维项目	中跃化纤	12.69	募集资金、自筹及银行借款	12.10	6.90	2017/11-2020/06	0.97	-	-
中跃化纤年产 28 万吨差别化纤维柔性智能化项目	中跃化纤	12.94	募集资金、自筹及银行借款	11.34	7.86	2018/10-2020/10	2.92	0.24	-
中跃化纤年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料智能生产线项目	中跃化纤	9.94	自筹	1.52	0.61	2019/08-2022/08	3.59	4.30	0.92
浙江独山能源有限公司年产 400 万吨 PTA 及 210 万吨智能化、功能性差别化纤维一体化项目	独山能源	130.80	自筹	-	-	2020/07-2025/06	10.00	25.00	25.00
合计		257.34	-	96.42	54.28	-	51.07	34.93	26.02

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理

管理

跟踪期内，该公司完成非公开发行股票，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，公司计划通过发行可转换公司债券筹集部分在建项目建设资金，目前已获得证监会受理，关注可转债发行事项进展。

跟踪期内，该公司第一大股东及实际控制人保持不变，仍为庄奎龙先生（中国居民）。截至 2019 年末，公司股份总数为 14.00 亿股，较上年末增加 5.49 亿股，主要系 2019 年利润分配及资本公积转增股本（3.40 亿股）、非公开发行新股（2.08 亿股）及新风转债部分转股所致。2019 年 8 月 16 日，中国证监会出具《关于核准新风鸣集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2019]1515 号），核准该公司非公开发行不超过 235,984,000 股新股。公司于 2019 年 11 月完成定向增发，发行 208,333,332 股新股，募集资金净额 21.89 亿元。

截至 2020 年 3 月末，庄奎龙先生直接持有该公司 24.12% 的股权，并通过恒聚投资和中聚投资间接持有公司合计 27.82% 的股权，共计持有公司 51.94% 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 3.77% 的股权；其妻屈凤琪女士直接持有公司 7.27% 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 62.98% 的股权。截至 2020 年 3 月末，上述自然人及法人股东所持的公司股票中处于质押状态的共 0.94 亿股，其中公司实控人庄奎龙质押 0.78 亿股、恒聚投资质押 0.11 亿股、中聚投资质押 0.05 亿股。公司产权状况详见附录一。

2020 年 3 月 27 日，该公司公布公开发行可转换公司债券预案，拟向中国证券监督管理委员会申请公开发行 A 股可转换公司债券，计划募集资金不超过 25.00 亿元，主要用于投资中益化纤年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目、中跃化纤年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料智能生产线项目及独山能源年产 220 万吨绿色智能化 PTA 项目二期，拟使用募集资金金额分别为 7.00 亿元、7.00 亿元和 11.00 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。新世纪评级将持续关注此次可转债发行进展。

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，根据公司 2020 年 4 月 17 日发布的《2019 年年度股东大会决议公告》，审议通过了关于增设公司副董事长职务及重新制定《公司章程》的议案、关于修订《股东大会议事规则》的议案和关于修订《董事会议事规则》的议案。跟踪期内，除公司财务负责人变更外，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运输服务等，2019 年为 0.13 亿元；关联销售主要为销售涤纶长丝产品，2019 年为 1.11 亿元，关联交易方为桐乡市凤翔化纤有限公司。2019 年末公司向关联方应付类项目余额为 0.01 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（2020 年 1 月 7 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。经查询国家企业信用信息公示系统，截至 2020 年 4 月末公司本部不存在被实施行政处罚、经营异常和严重违约的不良行为记录。

财务

跟踪期内，受业务扩张、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，但得益于非公开增发新股，所有者权益增加，资产负债率仍处于适中水平。公司后续资本性支出规模仍较大，后续有较大的融资需求，未来财务杠杆或将有所攀升。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

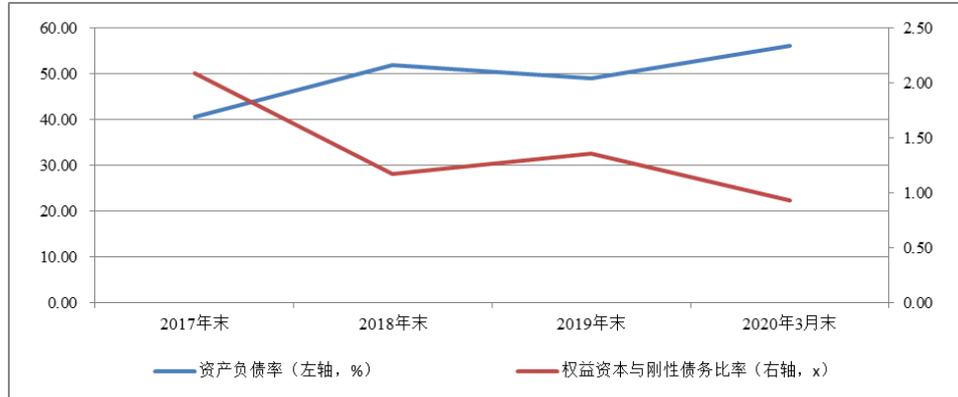
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则—基本准则及其补充规定。2019 年 1 月 1 日，公司执行财政部修订后的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》并对此项会计政策变更采用追溯调整。公司自 2019 年 6 月 10 日起执行经修订的《企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换》，自 2019 年 6 月 17 日起执行经修订的《企业会计准则第 12 号——债务重组》。公司根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）、《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号）和企业会计准则的要求编制 2019 年度财务报表。

2019 年，该公司新设了 1 家子公司，为湖州市中磊化纤有限公司。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 16 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 17. 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。

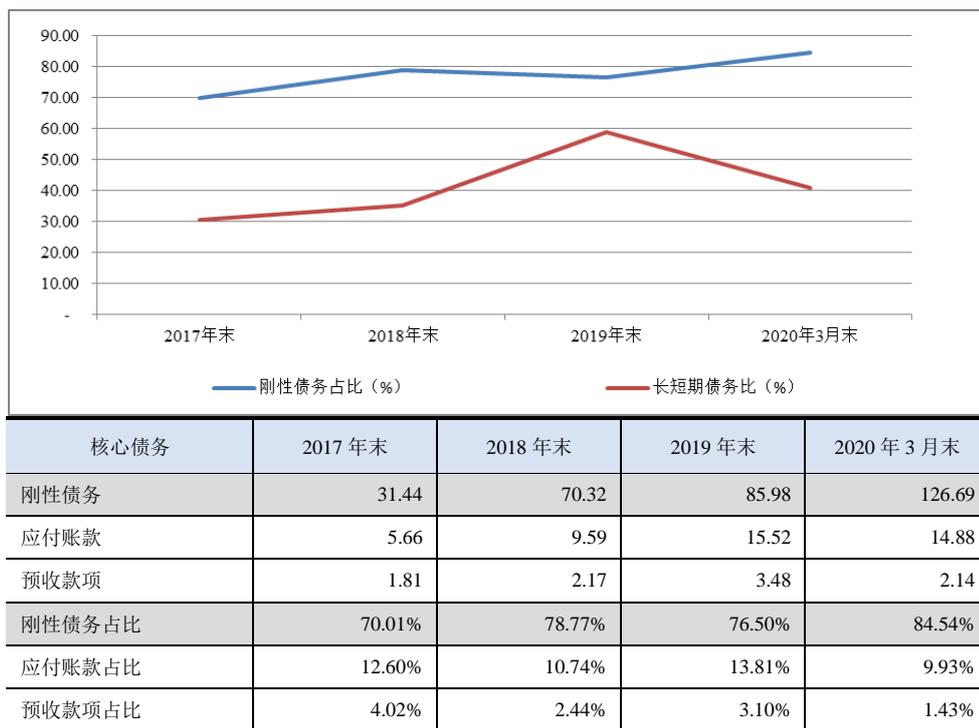
近年来该公司所有者权益快速增长，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 65.60 亿元、82.42 亿元、116.60 亿元和 117.32 亿元，其中 2018 年末增长主要系经营积累（增加约 12.40 亿元）和当年发行可转债计入权益的部分（4.12 亿元）；2019 年末增长主要系经营积累（增加约 12.01 亿元）和当年非公开发行股票 21.89 亿元，其中计入股本 2.08 亿元，计入资本公积 19.80 亿元。2019 年末公司实收资本、资本公积和未分配利润分别为 14.00 亿元、34.37 亿元和 62.73 亿元，分别占归母所有者权益的 12.00%、29.47%和 53.80%，所有者权益稳定性尚可。

随着在建项目的持续投入和业务规模扩大，该公司负债规模快速扩张，2017~2019 年末分别为 44.90 亿元、89.27 亿元和 112.40 亿元，其中 2018 年末较上年末大幅增长 98.79%，主要系当年发行可转债、短期借款增加和应付材料采购款增加；2019 年末较上年末增长 25.92%，主要系银行借款增加以及应付材料采购款和固定资产采购款增加。近三年末公司资产负债率分别为 40.63%、51.99%和 49.08%，其中 2019 年末得益于非公开发行股票，所有者权益显著增加，公司资产负债率较上年末下降 2.91 个百分点。

2020 年 3 月末，该公司负债规模较年初增长 33.33%至 149.86 亿元，资产负债率较年初上升 7.01 个百分点至 56.09%，主要系受春节叠加疫情影响，公司流动资金需求增加。目前，公司财务杠杆仍处于适中水平，但公司未来两三年内仍有很大的资本性支出计划，未来公司财务杠杆水平或将继续攀升。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



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，近两年随着可转债的发行和新增长期借款，公司债务期限结构有所改善。2017~2019 年末长短期债务比率分别为 30.35%、35.04% 和 58.95%。

该公司核心债务包括刚性债务、应付账款和预收账款等。2019 年末，公司刚性债务合计 85.98 亿元，较上年末增加 15.67 亿元，占总负债的 76.50%，主要为长期借款增加；主要因公司业务规模的扩大，应付账款较上年末增长 61.88% 至 15.52 亿元，预收账款较上年末大幅增长 60.12% 至 3.48 亿元，增幅超出公司营业成本和营业收入的增幅，表现为公司将部分资金压力向上下游转嫁。此外，公司还有一定规模的递延收益和其他应付款，同期末公司递延收益为 2.61 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 1.08 亿元、中跃化纤基础设施建设补助期末余额为 0.50 亿元；其他应付款为 1.13 亿元，主要为限制性股票回购义务 0.85 亿元和应付运费、押金保证金合计 0.24 亿元。

2020 年 3 月末，该公司流动负债较年初大幅增长 50.59% 至 106.49 亿元，公司长短期债务比降至 40.73%。从构成上看，2020 年 3 月末刚性债务较年初大幅增加 40.70 亿元至 126.69 亿元，占总负债比重升至 84.54%；其他科目变化不大，应付账款、预收款项、其他应付款较年初分别减少 0.64 亿元、减少 1.34 亿元和增加 0.23 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 19. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	23.22	49.55	47.68	86.88
其中：短期借款	15.48	30.60	39.85	73.70
应付票据	4.02	11.21	6.99	12.55
交易性金融负债	0.03	0.14	0.03	-
一年内到期的长期借款	3.18	7.48	0.80	0.63
其他短期刚性债务	0.49	0.12	-	-
中长期刚性债务合计	8.22	20.76	38.30	39.81
其中：长期借款	8.22	2.92	19.39	20.61
应付债券	-	17.85	18.91	19.19
综合融资成本	4.40%	4.29%	5.03%	-

资料来源：根据新风鸣所提供数据整理，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%。

2019 年末，该公司短期刚性债务为 47.68 亿元，较上年末减少 1.87 亿元，主要系应付票据和一年内到期的长期借款分别减少 4.21 亿元和 6.68 亿元，而短期借款较上年末增加 9.25 亿元至 39.85 亿元，其中保证借款占比 97.74%；公司长期刚性债务较上年末增加 17.54 亿元至 38.30 亿元，主要系长期借款较上年末增加 16.48 亿元至 19.39 亿元，其中抵押保证借款占比 91.77%；应付债券调整摊余成本后，较上年末增加 1.06 亿元至 18.91 亿元。从融资成本来看，公司综合融资成本在 4.29~5.03%之间，受可转债发行影响，2019 年公司财务成本有所增加，但整体财务负担适中。

图表 20. 公司 2019 年末银行借款综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

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
3%以内	2.02				
3%~4%（不含 4%）	10.02				
4%~5%（不含 5%）	28.54	1.96	2.19	9.22	5.99
合计	40.58	1.96	2.19	9.22	5.99

资料来源：新风鸣

2020 年 3 月末，该公司刚性债务规模较年初大幅增长 47.34%至 126.69 亿元，其中短期刚性债务较年初增加 39.20 亿元，主要系短期借款增加 33.85 亿元和应付票据增加 5.55 亿元；公司中长期刚性债务增加 1.50 亿元，其中长期借款和应付债券分别增加 1.22 亿元和 0.28 亿元。

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、中欣化纤、中跃化纤和独山能源是主要融资主体，2019 年末公司本部和上述子公司的刚性债务余额分别为 22.52 亿元、15.69

亿元、8.52 亿元、7.35 亿元、5.66 亿元、3.52 亿元、7.81 亿元和 14.13 亿元，占刚性债务总额约 99.09%。

另外，该公司刚性债务中有一定的外币债务，截至 2019 年末外币负债余额折人民币为 2.04 亿元（全部为短期借款），较上年减少 7.79 亿元，占总负债的 1.81%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	15.64	16.48	20.70	-
营业收入现金率（%）	102.62%	105.75%	106.15%	102.45%
业务现金收支净额（亿元）	18.56	11.09	14.59	-17.12
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.30	-1.30	3.65	0.63
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	18.26	9.79	18.25	-16.49
EBITDA（亿元）	28.69	28.14	30.39	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.81	0.55	0.39	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	18.40	12.89	7.73	-

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，但近年来受存货增加及外销扩大导致信用证等票据结算增加，整体营业周期有所拉长，2019 年为 20.70 天。公司主业现金回笼能力较强，营业收入现金率指标值表现良好，2017~2019 年分别为 102.62%、105.75%和 106.15%，呈上升趋势。同期，公司经营性现金净流入量分别为 18.26 亿元、9.79 亿元和 18.25 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。

2017~2019 年，该公司 EBITDA 分别为 28.69 亿元、28.14 亿元和 30.39 亿元，以利润总额和固定资产折旧为主。近年来，公司刚性债务持续大幅增长，使得 EBITDA 对刚性债务、全部利息支出的覆盖程度持续减弱，2019 年 EBITDA 对刚性债务和全部利息支出的覆盖程度分别为 0.39 倍和 7.73 倍。

2020 年第一季度，受新冠疫情影响，该公司产品产销率下降，采购原料现金支出超过销售产品现金流入，经营性现金净流出 16.49 亿元，营业收入现金率降至 102.45%。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-4.76	4.00	-4.52	-1.15
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	-13.01	-36.30	-52.05	-17.85
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.70	-1.47	0.86	1.40
投资环节产生的现金流量净额	-18.48	-33.76	-55.71	-17.60

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持续净流出且流出量不断增加，2017~2019 年及 2020 年第一季度分别为 18.48 亿元、33.76 亿元、55.71 亿元和 17.60 亿元，其中 2019 年主要投资项目为独山能源年产 220 万吨 PTA 项目、中益化纤年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目、中跃化纤年产 28 万吨差别化纤维柔性智能化项目等。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 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
权益类净融资额	18.15	-0.70	20.33	-
债务类净融资额	-6.02	33.60	17.66	31.52
其中：现金利息支出	1.76	1.44	2.83	1.12
筹资环节产生的现金流量净额	10.04	31.04	37.99	31.52

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

近年来，该公司产能布局加快、资本性支出加剧，非筹资性活动资金缺口较大，主要通过银行借款、发行可转债及增发股票进行筹资。2017~2019 年，公司筹资性环节现金流净额分别为 10.04 亿元、31.04 亿元和 37.99 亿元，呈持续大额净流入状态。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 获得募集资金净额 19.70 亿元，2018 年发行可转换公司债券募集资金净额 21.31 亿元，2019 年向特定投资者非公开发行股票募集资金净额 21.89 亿元。

2020 年第一季度，该公司合计新增银行借款 35.01 亿元，导致当期公司筹资性现金净流入 31.52 亿元。

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，2017~2019 年分配的现金股利分别为 1.57 亿元、1.53 亿元和 1.82 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 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（金额，在总资产中占比）	35.17	55.93	60.62	84.28
	31.82%	32.57%	26.47%	31.54%
其中：现金类资产	17.20	27.15	26.61	25.37
应收账款	1.25	3.99	3.14	4.85
存货	7.67	14.38	14.53	33.37
其他流动资产	7.10	7.36	13.01	18.66
非流动资产（金额，在总资产中占比）	75.34	115.77	168.38	182.90
	68.18%	67.43%	73.53%	68.46%
其中：固定资产	55.01	77.25	125.16	124.80
在建工程	14.17	29.96	30.33	41.59
无形资产	3.03	5.96	9.03	9.86
期末全部受限资产账面金额	6.27	9.35	6.09	-
受限资产账面余额/总资产	5.67%	5.45%	2.66%	-

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。2019 年末，公司总资产为 229.01 亿元，较上年末增长 33.38%，其中，非流动资产较上年末增长 45.45% 至 168.38 亿元，占总资产的 73.53%。

从流动资产构成看，以现金类资产、存货和其他流动资产为主。2019 年末，该公司现金类资产 26.61 亿元，现金比率为 37.63%，其中受限货币资金为 1.52 亿元，占货币资金比重为 6.61%，公司可动用的现金类资产尚属充足；存货账面价值为 14.53 亿元，较上年末增长 1.06%，主要系原材料常规备货增加，其中原材料和库存商品账面价值分别为 8.36 亿元和 5.32 亿元，累计计提的跌价准备分别为 0.29 万元和 151 万元，均较上年末大幅减少，主要系上期计提跌价准备的原材料及库存商品已耗用或售出；其他流动资产较上年末增长 76.73% 至 13.01 亿元，主要为待抵扣进项税 7.07 亿元和银行理财产品 5.90 亿元等。另外，公司赊销规模小，应收账款规模不大，账龄全部在一年以内，2019 年末为 3.14 亿元，较上年末有所减少；采购环节也有一定的预付款项，同期末为 2.88 亿元，较上年末增长 49.28%。

该公司非流动资产主要分布于固定资产、在建工程和无形资产等。2017~2019 年末，公司固定资产分别为 55.01 亿元、77.25 亿元和 125.16 亿元，其中 2019 年固定资产较上年末大幅增长 62.02%，主要系独山能源年产 220 万吨 PTA 项目一期、中跃化纤年产 28 万吨功能性差别化纤维项目等投产转固所致。2019 年公司在建项目新增投资 59.33 亿元，转固金额 58.96 亿元，当年末在建工程较上年末变化不大，增长 1.24% 至 30.33 亿元，主要在

建项目包括独山能源年产 220 万吨 PTA 项目二期、中益化纤年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目等。公司无形资产多为土地使用权等，2019 年末无形资产为 9.03 亿元，较上年末增长 51.59%，其中主要包括土地使用权账面价值 6.94 亿元和特许使用权 1.83 亿元。

2020 年 3 月末，该公司总资产较年初增长 16.67% 至 267.18 亿元，其中流动资产 84.28 亿元，较年初增长 39.03%；非流动资产 182.90 亿元，较年初增长 8.62%。同期末，应收账款较年初增长 54.30% 至 4.85 亿元，主要系外销客户信用证增加；存货较年初大幅增长 129.64% 至 33.37 亿元，主要受疫情影响，销售不畅产品库存显著增加；其他流动资产较年初增长 43.48% 至 18.66 亿元，主要系待抵扣进项税及银行理财增加；在建工程较年初增长 37.12% 至 41.59 亿元，主要系在建项目投入增加。同期末，公司现金类资产、固定资产、和无形资产较年初变化不大，分别为 25.37 亿元、124.80 亿元和 9.86 亿元。

受限资产方面，2019 年末该公司受限资产账面金额为 6.09 亿元，占总资产比重为 2.66%，主要为用于各类保证金存款的受限货币资金 1.52 亿元、用于借款抵押的受限固定资产 2.04 亿元和受限无形资产 2.53 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率	102.08%	84.61%	85.73%	79.15%
速动比率	76.83%	59.94%	61.11%	46.30%
现金比率	49.93%	41.07%	37.63%	23.82%

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。2019 末，公司流动比率和速动比率分别为 85.73% 和 61.11%，较上年末小幅提升，但受货币资金减少加之流动负债增加影响，2019 年末公司现金比率较上年末减少至 37.63%。总的来看，公司短期流动性压力仍然较大。

2020 年 3 月末，由于春节叠加疫情原因，该公司流动资金需求增加，短期债务规模迅速扩大，流动性指标明显弱化，流动比率、速动比率、现金比率较上年末均有不同程度的下降，分别为 79.15%、46.30% 和 23.82%，公司短期流动性压力加大。

6. 表外事项

截至 2019 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。

2019 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，2019 年本部营业收入和净利润分别为 0.97 亿元和 3.31 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，2019 年末分别为 1.18 亿元、23.20 亿元、59.47 亿元、1.64 亿元和 1.96 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；长期股权投资为对合并范围内子公司的投资及对联营、合营企业的投资。2019 年末，公司本部总资产为 89.06 亿元，资产负债率为 26.81%，较上年大幅下降主要系当年本部增发了 208,333,332 股股票。同期末公司本部短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 3.60 亿元和 18.91 亿元。公司本部现金类资产对刚性债务覆盖比率为 0.05 倍，对债务覆盖程度较弱，但鉴于公司对下属公司管控力度强，偿债资金调拨保障性较强。截至 2020 年 3 月末，公司本部总资产为 89.09 亿元，资产负债率为 26.81%，刚性债务合计 22.62 亿元；2020 年第一季度，公司本部营业收入和净利润分别为 0.17 亿元和 -0.02 亿元，当期经营性现金流净额为 -0.23 亿元。

外部支持因素

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 2020 年 3 月末，公司合并口径共获得的授信总额约 252.93 亿元，其中贷款授信 194.62 亿元，已使用贷款授信额度约 94.85 亿元，剩余授信额度较充足。

图表 26. 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	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	252.93	194.62	94.85	1.13~4.90%	担保、抵押、信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	15.70	8.70	12.28	3.915~4.90%	担保、抵押
工农中建交五大商业银行（亿元）	115.95	89.24	48.58	3.90~4.90%	担保、抵押
其中：大型国有金融机构占比（%）	47.95	50.32	35.60		

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

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，受益于在建项目的陆续完工投产，公司产能进一步扩大，涤纶长丝产销量随之增加，公司营业收入继续增长，但受涤纶长丝景气度下滑，产品-原材料价差收窄的影响，2019年以来综合毛利率有所下滑。公司产业链逐步完善，2019年11月公司一期220万吨PTA项目完工投产，在建二期年220万吨PTA项目预计于2020年三季度建成投产，两期产能全部释放后将实现PTA原料自给自足，增强涤纶长丝产品盈利能力。但项目达产后效益能否达到预期仍有待市场检验，且后续公司仍有较多项目投资计划，存在一定资本性支出压力。

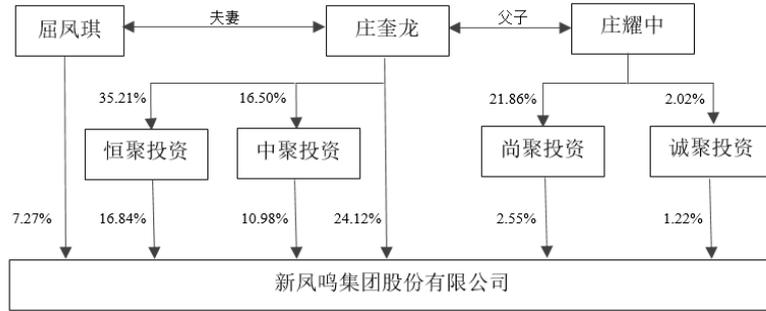
跟踪期内，该公司完成非公开发行股票，股权结构未发生较大变化，公司实际控制人及少数股东担任公司高管，治理结构和管理层基本保持稳定。公司关联交易规模较小，对生产经营无重大影响。另外，公司计划通过发行可转换公司债券筹集部分在建项目建设资金，目前已获得证监会受理，关注可转债发行事项进展。

跟踪期内，受业务扩张、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，但得益于非公开增发新股，所有者权益增加，资产负债率仍处于适中水平。公司后续资本性支出规模仍较大，后续有较大的融资需求，未来财务杠杆或将有所攀升。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）经营业绩受新冠疫情影响程度；（5）债务期限结构风险；（6）本次债券进入转股期后转股情况等。

附录一：

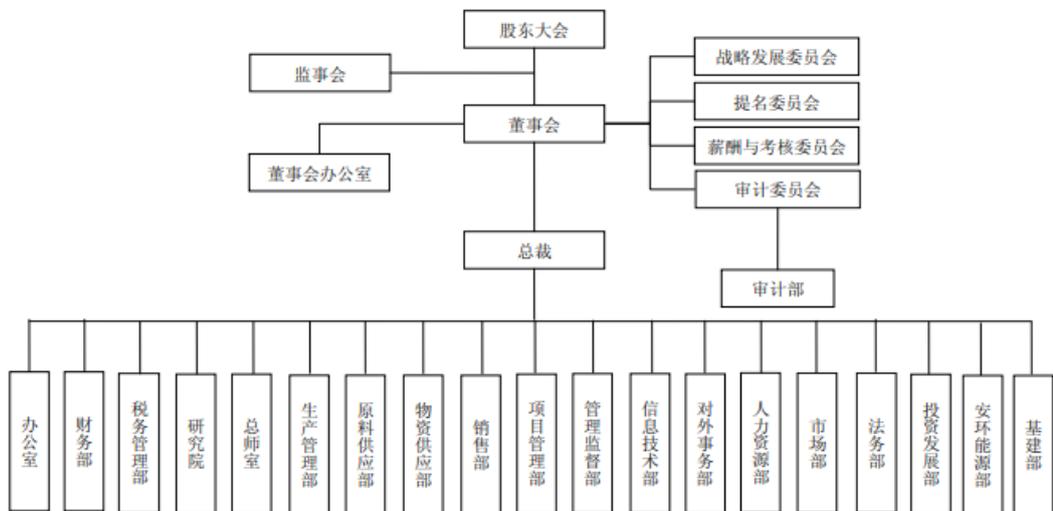
公司与实际控制人关系图



注：根据新凤鸣提供的资料绘制（截至 2020 年 3 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 2019 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	2019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	22.52	65.18	0.97	3.31	-0.01	3.56	
桐乡中欣化纤有限公司	中欣化纤	核心子公司	62.50%	涤纶长丝的研发、生产和销售	3.52	5.68	38.55	0.97	2.56	2.72	-
桐乡市中维化纤有限公司	中维化纤	核心子公司	100.00%	涤纶长丝的研发、生产和销售	7.35	15.24	44.34	1.98	6.60	5.38	-
桐乡市中盈化纤有限公司	中盈化纤	核心子公司	100.00%	涤纶长丝的研发、生产和销售	8.52	9.59	48.32	1.53	1.44	3.77	-
新凤鸣集团湖州中石科技有限公司	中石科技	核心子公司	100.00%	涤纶长丝的研发、生产和销售	15.69	60.26	99.32	6.09	12.00	12.18	-
浙江独山能源有限公司	独山能源	核心孙公司	100.00%	精对苯二甲酸、其他化工产品、化工原料的生产和销售及新能源技术开发	14.13	28.13	25.44	0.12	4.54	0.36	-
湖州市中跃化纤有限公司	中跃化纤	核心孙公司	100.00%	涤纶长丝的研发、生产和销售	7.81	11.58	10.72	0.16	-2.93	0.59	-

注：根据新凤鸣 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	110.51	171.69	229.01	267.18
货币资金 [亿元]	14.48	24.97	23.01	23.38
刚性债务[亿元]	31.44	70.32	85.98	126.69
所有者权益 [亿元]	65.60	82.42	116.60	117.32
营业收入[亿元]	229.63	326.59	341.48	50.65
净利润 [亿元]	15.12	14.23	13.55	0.59
EBITDA[亿元]	28.69	28.14	30.39	—
经营性现金净流入量[亿元]	18.26	9.79	18.25	-16.49
投资性现金净流入量[亿元]	-18.48	-33.76	-55.71	-17.60
资产负债率[%]	40.63	51.99	49.08	56.09
权益资本与刚性债务比率[%]	208.67	117.22	135.61	92.60
流动比率[%]	102.08	84.61	85.73	79.15
现金比率[%]	49.93	41.07	37.63	23.82
利息保障倍数[倍]	13.39	8.79	4.84	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	15.64	16.48	20.70	-
毛利率[%]	12.33	9.08	8.52	5.28
营业利润率[%]	8.35	5.18	4.65	0.95
总资产报酬率[%]	21.23	13.60	9.51	—
净资产收益率[%]	30.52	19.23	13.61	—
净资产收益率*[%]	30.96	19.78	14.20	—
营业收入现金率[%]	102.62	105.75	106.15	102.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	50.59	19.48	26.67	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.44	-35.72	-37.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	18.40	12.89	7.73	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.81	0.55	0.39	—

注：表中数据依据新风鸣经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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。在被评债券存续期内，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。