

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(2021)100267】

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/2021年6月17日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2020年5月27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	2018年	2019年	2020年	2021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	3.41	1.18	0.42	0.37
刚性债务	22.34	22.52	22.66	22.16
所有者权益	41.32	65.18	64.75	65.56
经营性现金净流入量	-0.59	-0.01	0.06	-0.10
合并口径数据及指标:				
总资产	171.69	229.01	284.03	305.40
总负债	89.27	112.40	163.61	179.18
刚性债务	70.32	85.98	130.46	148.14
所有者权益	82.42	116.60	120.42	126.22
营业收入	326.59	341.48	369.84	108.17
净利润	14.23	13.55	6.03	4.97
经营性现金净流入量	9.79	18.25	31.83	-5.85
EBITDA	28.14	30.39	27.27	—
资产负债率[%]	51.99	49.08	57.60	58.67
权益资本与刚性债务 比率[%]	117.22	135.61	92.31	85.20
流动比率[%]	84.61	85.73	63.95	65.58
现金比率[%]	41.07	37.63	37.31	24.30
利息保障倍数[倍]	8.79	4.84	2.18	—
净资产收益率[%]	19.23	13.61	5.09	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	19.48	26.67	36.87	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-35.72	-37.15	-17.16	—
EBITDA/利息支出 [倍]	12.90	7.73	5.94	—
EBITDA/刚性债务 [倍]	0.55	0.39	0.25	—

注:根据新凤鸣经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘佳 liujia@shxsj.com
史奕晨 syc@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(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2020年以来新凤鸣在区位优势、产业链完善、主业获现能力、融资渠道等方面继续保持优势,同时也反映了公司在盈利下滑、项目投资风险、资产流动性、即期偿债及安全环保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年和2020年公司PTA一期和二期项目陆续投产,增强了原材料PTA的自给能力。
- **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,2019年完成非公开发行股票,并于2018年和2021年先后发行两期可转换公司债券,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资后实际的经济效益是否达预期。

- **产品和原材料价格波动，经营业绩下滑风险。**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，产品价格大幅下跌，当年公司经营业绩受到较大冲击。
- **即期债务偿付压力。**新凤鸣刚性债务规模快速增长，且期限结构欠合理，加之资产流动性偏弱，即期债务偿付压力较大。
- **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。
- **可转债未转股风险。**新凤鸣可转债发行规模较大，一旦转股期内转股情况不理想，将加重公司债务负担。

➤ 未来展望

通过对新凤鸣及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述中票还本付息安全性很强，并给与上述债券 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

按照新凤鸣集团股份有限公司发行的 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”）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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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%，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 月办理完非公开发行新股的登记手续，新凤转债的转股价格调整为 15.91 元/股。公司于 2020 年 5 月 18 日派发权益分红，新凤转债的转股价格调整为 15.78 元/股。2021 年 6 月 17 日，公司派发权益分红，新凤转债的转股价格调整为 15.65 元/股。截至 2021 年 3 月末，本次债券累计转股数为 541.4035 万股，尚未转股的可转债金额为 20.67 亿元，占发行总量的 96.022%。

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。2019 年，公司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。2020 年，公司实际使用募集资金投入项目 1.13 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 0.008 亿元。截至 2020 年末，实际使用的募集资

金累计 21.56 亿元，累计收到的利息净额 0.33 亿元，结余募集资金 0.08 亿元因募投项目已全部实施完毕，转入各公司一般账户使用。

图表 1. 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 2020 年末募集资金已使用额	截至 2020 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%
新凤鸣年产 4 万吨差别化纤维柔性智能化生产试验项目	4.59	4.37	4.60	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	6.40	100.00%
合计	21.53	21.31	21.56	-

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理

除本次跟踪的新凤转债外，2021 年 4 月 8 日（起息日），该公司采用优先配售和上网定价方式新发行了 25.00 亿元可转债，债券期限为 6 年，债券简称“凤 21 转债”，债券代码为 113623.SH。凤 21 转债票面利率为第一年 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；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（2021 年 10 月 14 日至 2027 年 4 月 7 日），初始转股价格为 16.60 元/股。2021 年 6 月 17 日因权益分派调整转股价格为 16.47 元/股。募集资金主要用于独山能源年产 220 万吨绿色智能化 PTA 项目、桐乡市中益化纤有限公司年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目及湖州市中跃化纤有限公司年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料智能生产线项目前期投入资金的置换。

图表 2. 截至 2021 年 5 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
新凤转债	21.53 亿元/2018 年 3 月	2018/4/26	6 年	21.53	20.67	累进利率，目前 1.5%	正常
凤 21 转债	25.00 亿元/2021 年 2 月	2021/4/8	6 年	25.00	25.00	累进利率，目前 0.3%	尚未到付息日

资料来源：新凤鸣

若该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两笔可转债到期未能实现转股，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。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

该公司主要产品为涤纶长丝，化纤行业受宏观经济影响具有一定的周期性，目前行业集中度高，企业头部效应明显，下游需求继续保持合理增长，行业供给较为充足。2018 年第四季度涤纶长丝价格高位回落，2019 年价格震荡下行，主要产品价差收窄，2020 年初新冠疫情的蔓延使得化纤产品需求面疲软，涤纶长丝价格承压，自当年第二季度涤纶长丝下游需求逐步提升，产销回暖，但全年行情仍未恢复至同期水平，2021 年以来在国际宏观经济形势的驱动下，涤纶长丝价格进一步攀升。化纤产品-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，行业内的大型化纤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。

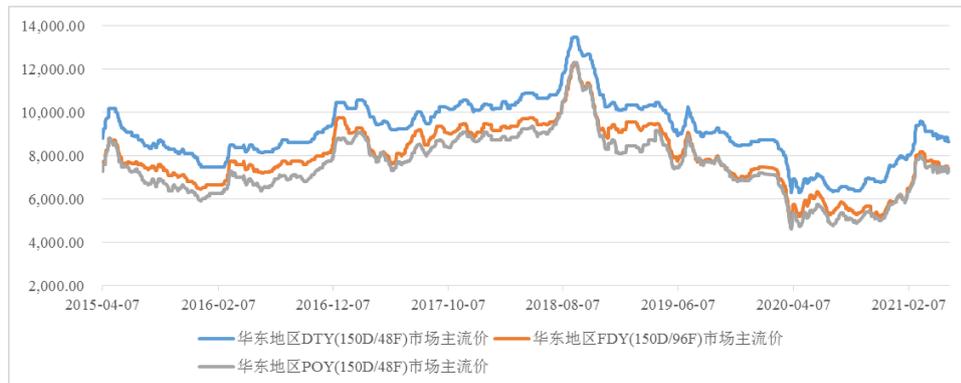
A. 行业概况

化纤行业的主要产品为涤纶长丝，该行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2018-2020 年我国化学纤维产量分别为 5,011.10 万吨、5,883.37 万吨和 6,126.50 万吨，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；2020 年初受疫情影响，第一季度纤维产量同比大幅下降，自 4 月复工复产后涤纶长丝企业开工逐步恢复，

2020 全年增长率为 4.13%，增速放缓。2021 年第一季度，全国化学纤维产量为 2,169.80 万吨，同比增长 22.10%。总的来看，近年涤纶纤维行业的产量持续增长，行业供给较为充足。

涤纶长丝市场规模大，POY、DTY 和 FDY 等产品供应充足，产品价格随行就市，同时价格易受原油等上游原料价格波动传导影响。2018 年第四季度，受国际争端引起的原油价格下跌影响，涤纶长丝价格由历史高位快速回落，2019 年初涤纶长丝价格企稳，后又于 4 月开始震荡下跌，其中 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，第一季度涤纶长丝价格随之出现大幅下滑。进入第二季度，得益于国内疫情的控制带动下游需求恢复与原油价格反弹，涤纶长丝价格有所回升；7 月至 8 月为涤纶长丝淡季，市场成交气氛偏淡，下游企业逢低采购，第三季度涤纶长丝价格低位波动；2020 年第四季度，纺织市场行情回暖，下游厂商开工率回升，加之国际原油价格持续反弹，涤纶长丝市场价格稳步上升，但仍未恢复至去年同期水平。截至 2020 年末，华东地区 DTY、FDY 和 POY 主流价格分别为 7,600 元/吨、5,875 元/吨和 5,875 元/吨，较上年末分别下跌 12.14%、20.61%和 16.96%。在阶段性供需错配和全球通胀预期下资本市场活跃的驱动下，2021 年第一季度原油等大宗商品价格大幅上涨，进入 4 月市场行情有所修正，截至 2021 年 5 月 24 日，华东地区 DTY、FDY 和 POY 主流价格较上年末分别上涨 13.82%、25.96%和 25.11%至 8,650 元/吨、7,400 元/吨和 7,350 元/吨。

图表 3. 近年来我国涤纶长丝市场价主流价走势（单位：元/吨）



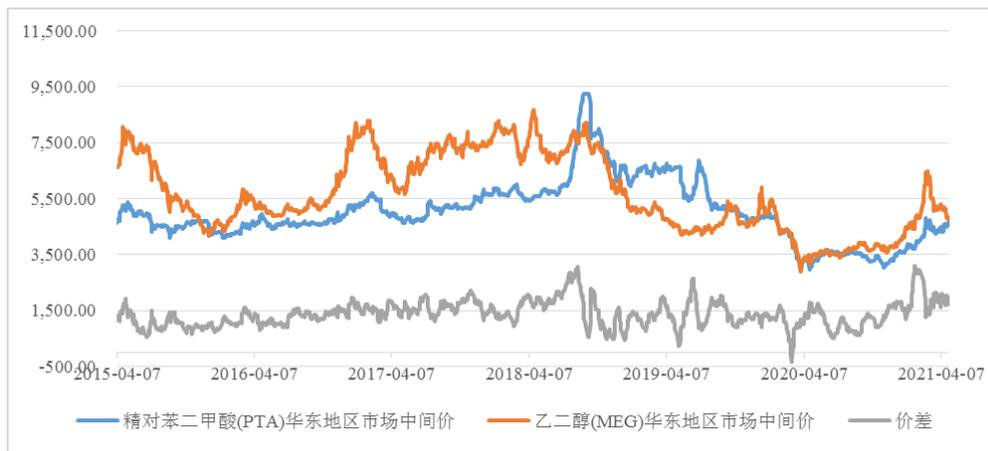
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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，此外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。2020 年新冠疫情在全球肆虐，多数纺织服装企业订单减少，企业效益受挫，根据国家统计局统计，2020 年全国纺织类企业营业收入合计 2.28 万亿元，同比减少 6.7%。出口方面，2018-2020 年纺织业出口交货值分别为 3,076.30 亿元、2,842.70 亿元和 2,596.20 亿元，呈逐年下降趋势，其中 2020 年受新冠疫情爆发，

物流停转影响贸易出口，纺织业出口交货值同比减少 8.9%。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，同期美国贸易代表办公室（USTR）已公布的 8 批 2,000 亿美元加征关税商品排除清单，共涉及 32 个纺织服装产品纺织服装产品税号。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，2020 全年纺织服装业行情受较大影响。2021 年 1-4 月全国纺织类企业实现营业收入 0.73 万亿元，同比增长 22.4%。纺织业出口交货值较上年同期增长 22.1% 至 859.40 亿元。

国内涤纶长丝与 PTA 的价格变化基本同步，从 POY 产品价差¹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，当年 10 月随着产品价格回落，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，由年初的约 1,200 元/吨最高升至约 1,810 元/吨，随后高位回落，截至 2020 年 12 月 15 日，价差收窄至约 1,200 元/吨。2021 年以来，原料 PTA、MEG 与 POY 产品价格均大幅攀升，产品价差总体较上年有所扩大，截至 2021 年 4 月末价差约为 2,000 元/吨。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. PTA 和 MEG 价格走势及下游主要产品 POY 产品价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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、

¹ 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

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。PTA 是 PX 的主要产出物，近年来随着国家环保政策的趋严，PTA 落后产能加速淘汰，但与此同时民营大炼化设备集中投放，PTA 进入新的产能扩张周期，叠加新冠疫情影响，PTA 市场持续承压。具体来看，自 2018 年第四季度开始，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，截至 2019 年末为 4,860 元/吨左右，较 2018 年 9 月 9,260 元/吨的阶段高点下降约 48%，同期末全国 PTA 总产能约为 5,700 万吨，产量为 4,485.40 万吨，表观消费量为 4,511.71 万吨，供需紧平衡。2020 年东营威联化学有限公司 100 万吨，中化泉州石化有限公司炼化一体化项目 60 万吨，恒力石化四期 220 万吨、新凤鸣集团股份有限公司（简称“新凤鸣”）220 万吨等新建产能释放，截至 2020 年末国内 PTA 产能增至 5,763 万吨，根据智研咨询统计，当年全国 PTA 产量同比增长 1.65%至 4,559.47 万吨，需求量同比增长 0.5%至 4,536.39 万吨，同期 PTA 出口数量为 84.68 万吨，同比增加 15.51 万吨。在 PX 价格承压下，PTA 价格亦出现下滑，截至 2020 年末华东地区 PTA 市场中间价为 3,615 元/吨，同比下降 25.62%；PTA-0.655PX 价差在上半年冲高后于下半年回落，2020 年末约为 516 元/吨。2021 年以来 PTA 价格跟随国际原油价格上涨，截至 2021 年 5 月 24 日为 4,545 元/吨，较年初上升 23.33%，而价差收窄至 400 元/吨左右。整体来看，未来 PTA 产能增速预期将超过聚酯产能增速，过剩的 PTA 产能将致利润空间压缩，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。

MEG（又称乙二醇）是炼化产业链中乙烯的产出物，与 PTA 经过缩聚反应后可产出聚酯化纤产品。我国是全球最大的 MEG 生产国和消费国，MEG 的生产有石油制和煤制两种，随着我国大力推广煤制 MEG，我国 MEG 产量稳步增长，对外依存度有所降低。截至 2020 年末我国乙二醇产能约为 1,850 万吨，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，所以我国 MEG 的对外依存度仍较高，2020 年累计进口量达 1,054.80 万吨，同比增长 6.04%，增速较 2019 年增加 4.54 个百分点。价格方面，由于 2018 年第三季度煤制新产能集中投产，库存不断累积，MEG 价格从 2018 年 9 月高点 8,230 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，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国际原油增产影响持续下滑，3 月末降至 2013 年以来最低价 2,875 元/吨，4 月以来价格缓慢爬升，截至 2020 年末市场价格为 4,305 元/吨，较上年末下降 13.21%。2021 年 MEG 价格随原油价格持续上涨，截至 2021 年 4 月 27 日为 4,770 元/吨，较年初上升 6.47%。

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。近年来我国芳烃项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游民营石化企业加速向上游扩张。2019 年是 PX 产能集中释放期，当年国内新增 PX 产能合计超 1,000 万吨/年，截至 2019

年末我国 PX 产能为 2,053 万吨；截至 2020 年末全国 PX 产能约为 2,604.65 万吨，生产商主要是中石化、荣盛石化、恒力石化和中国石油集团公司。2020 年装置平均开工率为 83.10%，较上年提升 0.50 个百分点。与此同时，PX 进口替代步伐加快，进口依赖度从 2018 年的 56% 降至 2020 年的 41% 左右。2020 年初受疫情影响国内 PX 价格快速下降，至 4 月下旬降至年内最低点约 3,500 元/吨，后随复工复产震荡回升，至 2020 年末的 4,730 元/吨，较 2019 年末下降 31.35%。2021 年得益于原油价格上升，PX 价格进入上升通道，截至 2021 年 5 月 27 日国内现货价格较年初上升 33.12% 至 6,310 元/吨。未来我国 PX 对外依存度仍呈下降趋势，同时新增产能或大于国内净增需求量，PX 利润空间或将收窄。

B. 政策环境

近年来，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。根据《化纤工业“十三五”发展指导意见》，未来要着力提高常规化纤多种改性技术和新产品研发水平，重点改善涤纶、锦纶、再生纤维素纤维等常规纤维的阻燃、抗菌、耐化学品、抗紫外等性能，提高功能性、差别化纤维品种比重；加快发展定制性产品，满足市场差异化、个性化需求。研究并掌握新合纤开发的关键技术，提高涤纶长丝产品的功能化、差别化率，提升市场竞争力，增加产品经济附加值成为涤纶长丝市场发展的必然趋势。2019 年 10 月国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，纺织产业鼓励类目录：智能化、高效率、低能耗纺织机械，关键专用基础件、计量、检测仪器及试验装备开发与制造。税收政策方面，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，行业市场集中度持续上升，根据中国化纤信息网统计，涤纶长丝行业经过 2011 年至 2020 年近 10 年的整合，行业集中度 CR6 占有率从 32% 提升至 66% 左右，但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。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。目前行业内仅有极少数大型民营企业形成全产业链一体化的制造模式。根据百川资讯统计，2021 年预计全国新增 PTA 产能 2,440 万吨，其中恒力石化预计新增 500 万吨，荣盛石化预计新增 330 万吨，东方盛虹新增 240 万吨。随着新增产能的释放，未来国内石化行业结构性产能过剩问题将进一步凸显，行业竞争将愈加激烈。涤纶长丝产品方面，根据百川盈孚统计，2021 年全国预计净增加涤纶长丝产能 232 万吨，其中新凤鸣新增 60 万吨，荣盛石化新增 20 万吨，恒逸新增 50 万吨。未来行业内新增产能主要来自于业内前六家企业，中小型聚酯工厂缺乏技术创新的能力，将逐步退出行业竞争，聚酯行业的市场集中度将会进一步提升。此外，“十四五”期间国家环保政策法规趋严，业内企业或将进一步关注绿色制造、节能减排、清洁生产和循环利用等方面技术革新，具备创新能力、持续发展能力和资源配置能力的企业将持续提升其核心竞争力。

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、恒逸石化及新凤鸣 POY 产量位于行业前三，拥有明显的规模优势；恒力石化 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；荣盛石化则以完整的产业链见长。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。

图表 5. 行业内核心样本企业 2020 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	1,072.65	19.71	560	553.01	357.99	2,415.15	71.07	133.72	175.07
恒逸石化	864.30	6.92	150	485.02	650.27	922.60	67.17	30.72	50.14
恒力石化	1,523.73	18.54	450	961.50	266.44	1,910.29	75.38	134.62	241.43
桐昆股份	458.33	6.32	-	60.15	656.74	469.89	45.19	28.47	33.47
新凤鸣	369.84	4.96	-	166.13	462.17	284.03	57.60	6.03	31.83
东方盛虹	227.77	5.95	-	152.72	188.34	629.34	64.17	3.16	20.61

资料来源：新世纪评级整理，数据来源于各家上市公司 2020 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对行业供给的影响等。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司 PTA 二期项目投产，原料 PTA 供应能力进一步增强，涤纶长丝产能持续扩大，产能利用率和产销率保持在较高水平。2020 年在 PTA 收入和贸易业务收入增长的带动下，公司营业收入保持增长，但受新冠疫情和原油价格下跌影响，长丝产品价格大幅下滑，收入减少，同时产品-原材料价差收窄，综合毛利率下降明显，当年公司经营收益大幅减少。2021 年一季度以来随着化纤行情回暖，公司收入和毛利率均有显著提升。公司后续仍有较多项目投资计划，存在较大的资本性支出压力，且新增产能释放效益仍待市场检验。

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产量规模排名靠前，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 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	2018 年度	2019 年度	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	326.59	341.48	369.84	108.17	50.65
其中：核心业务营业收入	265.62	297.59	284.69	72.91	47.08
在营业收入中所占比重	81.33%	87.15%	76.97%	67.40%	92.95%
其中：（1）POY	185.92	201.42	166.46	46.15	31.20
在核心业务收入中所占比重	69.99%	67.68%	58.47%	63.30%	66.27%
（2）FDY	56.90	57.41	45.25	10.89	8.57
在核心业务收入中所占比重	21.42%	19.29%	15.89%	14.94%	18.20%

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
(3) DTY	22.81	26.85	23.35	6.18	4.79
在核心业务收入中所占比重	8.59%	9.02%	8.20%	8.47%	10.17%
(4) PTA	-	11.92	49.62	9.69	2.52
在核心业务收入中所占比重	-	4.00%	17.43%	13.29%	5.35%
毛利率	9.08%	8.52%	4.96%	9.41%	5.28%
其中：POY	10.45%	8.90%	3.75%	12.77%	4.17%
FDY	9.57%	10.62%	10.39%	17.80%	5.79%
DTY	15.02%	11.06%	9.09%	15.62%	10.79%
PTA	-	6.23%	6.66%	5.19%	-6.99%

资料来源：新凤鸣

该公司 2018~2020 年分别实现营业收入 326.59 亿元、341.48 亿元和 369.84 亿元，其中 2020 年收入增长主要由 PTA 和贸易收入增长带动。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，但 2020 年受新冠疫情影响，产品价格下跌，上述产品收入分别同比减少 17.36%、21.19%和 13.01%；2019 年以来公司独山港 PTA 产能逐步释放，收入贡献增长显著，2020 年实现收入 49.62 亿元。2020 年公司核心业务收入占营业收入比重的 76.97%。

另外，该公司 2018~2020 年其他收入分别为 60.96 亿元、43.89 亿元和 85.16 亿元，主要为 MEG 等原材料贸易收入及切片等其他化纤产品收入，其中 2019 年较上年减少 28.01%，主要系受贸易产品价格下降影响，原材料贸易收入减少，同时切片等其他化纤产品收入同比减少 14.25%至 3.58 亿元；2020 年较上年大幅增长 94.03%，主要系当年贸易行情较好，原材料贸易规模大幅增长。

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，2018~2020 年分别为 9.08%、8.52%和 4.96%，其中 2020 年 POY 产品受与原材料价差缩窄影响毛利率下滑较为显著，而 DTY 和 FDY 产品毛利率降幅相对较小，2020 年 POY、DTY 和 FDY 毛利率分别为 3.75%、9.09%和 10.39%，较上年分别下降 5.15 个百分点、1.97 个百分点和 0.23 个百分点；而 PTA 产品毛利率为 6.66%，较上年略有上升。

2021 年第一季度，该公司涤纶长丝产销率受春节需求减少影响有所下降，但主要产品价格得益于上游原材料价格回升也有所上涨，同时由于上年同期营业收入受新冠疫情影响基数较低，当期公司营业收入同比大幅增长 113.57%至 108.17 亿元，其中 POY、FDY、DTY 三大涤纶长丝产品收入分别为 46.15 亿元、10.89 亿元和 6.18 亿元，PTA 产品收入为 9.69 亿元。当期，公司综合毛利率较上年同期上升 4.12 个百分点至 9.41%。

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 58 万吨；2020 年 4 月

和 11 月，中益化纤一期 ZCP11 和 ZCP12 装置分别投产，共计新增涤纶长丝产能 60 万吨；2021 年中跃化纤二期 HCP7 装置于 4 月投产，新增涤纶长丝产能 30 万吨。截至 2021 年 3 月末，民用涤纶长丝年产能合计 500 万吨，其中 POY 年产能为 380 万吨，FDY 年产能为 80 万吨，DTY 年产能为 40 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，公司产品产能扩张较快，而且产能利用率较高，同时产销量维持在 97% 左右的较好水平，公司新增产能消化能力强，主要产品产量也随之增长。

图表 8. 公司主要产品产能及产量情况（万吨，%）

品种	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年第一季度		
	产能	产量	产能利用率									
POY	229.00	222.95	97.36	285.00	281.80	98.88	352.00	340.69	96.79	95.00	93.25	98.16
FDY	62.00	64.01	103.24	73.00	74.06	101.45	82.00	80.21	97.82	20.00	20.63	103.15
DTY	22.00	22.10	100.45	28.00	29.27	104.54	34.00	34.93	102.74	10.00	10.29	102.90
合计	313.00	309.06	-	386.00	385.13	-	468.00	455.83	-	125.00	124.17	-
PTA				29.00	28.86	99.52	310.00	301.53	97.27	125.00	133.92	107.14

资料来源：新凤鸣

注：近三年一期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；2020 年 PTA 产量数据包括自用和外销，故与年报披露数据存在差异。

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，截至 2021 年 3 月末，公司拥有 19 套熔体直纺工艺生产线（其中 17 套系 2010 年后投产）。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。

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，独山能源二期 220 万吨 PTA 项目于 2020 年 10 月开始陆续投产，2020 年公司 PTA 产量为 301.53 万吨。截至 2021 年 3 月末，公司 PTA 设计年产能 440 万吨，实际年产能达 500 万吨，产能利用率超 100%。公司 PTA 项目选用行业内领先的英国 BP 公司最新的工艺技术和专利设备，在环保能耗方面具备一定优势。公司生产的 PTA 作为原材料主要优先保障公司涤纶长丝产品的自用生产，2020 年和 2021 年一季度 PTA 自供量分别为 135.40 万吨和 104.34 万吨；部分对外销售，以更好追踪 PTA 市场行情，达到管理库存、降低生产成本的目标。总的来看，PTA 项目的达产保障了公司原料供应稳定，一定程度增强了抵抗原材料价格波动风险的能力。

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，2019 年以来，随着公司独山能源 PTA 项目的投产，公司采购原材料新增 PX。公司关联采购规模很小，但供应商集中度较高，2020 年前五大供应商采购额为 98.39 亿元，占年度采购总额的 30.59%。PTA 国内供应充足，主要由珠海碧辟化工有限公司、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。PX 采购主要通过国外进口，进口量约 60% 左右；主要采用签订长期协议的模式，长期协议占比约 90% 以上。目前，PX 主要国外供应商为三菱商事株式会社、S-OIL CORPORATION 等，国内主要通过中国石化、浙江石油化工有限公司等公司采购。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。

2018~2019 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，2020 年及 2021 年第一季度分别实现产量 301.53 万吨和 133.92 万吨，其中自供量分别为 135.40 万吨和 104.34 万吨，故 2020 年以来公司 PTA 采购量显著下降，而 MEG 和 PX 采购量随产能扩大继续增长。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，2020 年年中原油价格大幅下挫，PTA、MEG 和 PX 采购均价受此影响均显著下滑，同比分别下降 37.44%、17.54% 和 30.01%。2020 年，公司 POY、FDY 和 DTY 的单位成本分别为 4,723.72 元/吨、5,088.41 元/吨和 6,222.92 元/吨，分别较上年下降 27.48%、26.26% 和 22.42%。2021 年第一季度，原油价格逐步反弹，PTA、MEG 和 PX 采购均价分别为 3,748.26 元/吨、4,580.30 元/吨和 4,934.10 元/吨，较上年分别增长 18.98%、32.86% 和 21.72%。随着原油价格的波动增长，未来公司原材料采购成本仍有上升压力。

图表 9. 公司主要原材料采购情况（万吨，元/吨）

原材料	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	271.16	5,578.15	337.64	5,035.66	255.41	3,150.29	5.71	3,748.26
MEG	103.97	6,227.79	126.31	4,180.67	152.71	3,447.40	39.40	4,580.30
PX	-	-	21.32	5,791.56	206.01	4,053.71	83.28	4,934.10

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
POY	7,590.15	6,514.05	4,723.72	5,114.71
FDY	8,149.29	6,900.24	5,088.41	5,432.87
DTY	8,948.76	8,021.77	6,222.92	6,629.44

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。2020 年公司期货交易保证金额度 0.35 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凤鸣进出口有限公司（简称“新凤鸣进出口”）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。2018~2020 年外销收入分别为 17.79 亿元、25.75 亿元和 24.04 亿元，其中 2020 年外销毛利率为 4.39%，受新冠肺炎疫情及行业竞争影响较上年下降 4.96 个百分点，且毛利率低于内销毛利率。

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，2020 年前五名客户销售额为 34.81 亿元，占年度销售总额的 9.41%，且均非关联方客户。

图表 11. 2020 年公司前五大客户情况（亿元）

客户名称	销售金额	销售金额占比
客户一	12.88	3.48%
客户二	6.26	1.69%
客户三	5.29	1.43%
客户四	5.21	1.41%
客户五	5.16	1.40%
合计	34.81	9.41%

资料来源：新凤鸣

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，2020 年 POY、FDY 和 DTY 产品产销率分别为 99.56%、99.35%和 97.68%，但 PTA 产品因优先保障自用，产销率为 54.40%。销售价格方面，2020 年受新冠疫情影响，上半年度下游需求萎靡，同时原材料价格下降，公司 POY、FDY 和 DTY 销售均价同比分别下降 31.37%、26.45%和 24.11%至 4,907.53 元/吨、5,678.23 元/吨和 6,844.91 元/吨；PTA 产品销售均价较上年下降 28.73%至 3,025.08 元/吨。2021 年第一季度，公司产品销售均价虽有所回升，但仍处于低位。

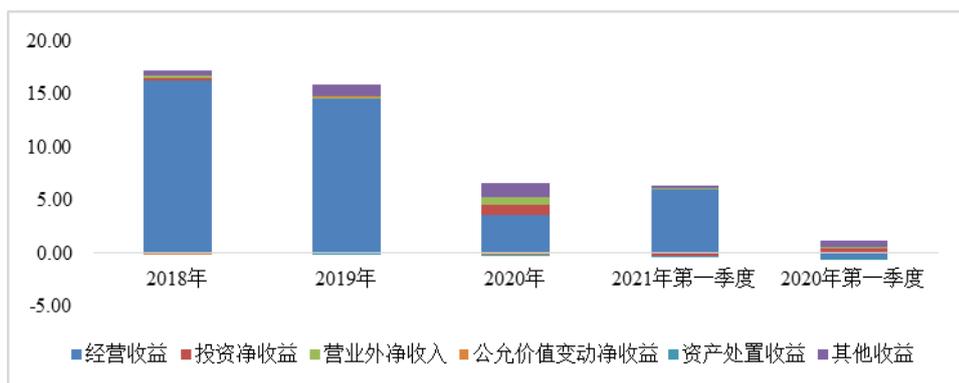
图表 12. 公司主要产品销售情况（万吨，元/吨）

品种	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	219.34	8,476.25	281.68	7,150.63	339.20	4,907.53	78.71	5,863.27
FDY	63.14	9,011.43	74.36	7,720.51	79.69	5,678.23	16.48	6,609.59
DTY	21.66	10,530.73	29.76	9,019.24	34.12	6,844.91	7.86	7,856.97
合计	304.14	-	358.80	-	453.01	-	103.05	-
PTA	-	-	28.07	4,244.76	164.04	3,025.08	26.56	3,648.60

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，2018~2020 年营业毛利分别为 29.65 亿元、29.09 亿元和 18.36 亿元。2020 年尽管公司营业收入保持增长，但增量主要来自于低毛利率的贸易业务，核心业务涤纶长丝收入下滑，且长丝产品与原材料

价差收窄，毛利同比下滑 36.89%至 18.36 亿元。同期，PTA 业务贡献毛利 3.31 亿元。

图表 14. 公司营业利润结构分析（亿元）

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度	2020 年第一季度
营业收入合计	326.59	341.48	369.84	108.17	50.65
毛利	29.65	29.09	18.36	10.17	2.68
期间费用率	3.73%	4.10%	3.80%	3.68%	5.90%
其中：财务费用率	0.75%	0.81%	0.98%	0.96%	1.39%
全年利息支出总额	2.18	3.93	4.59	-	-
其中：资本化利息数额	0.15	0.81	1.02	-	-

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理。

2018~2020 年，该公司期间费用率分别为 3.73%、4.10%和 3.80%，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，公司期间费用以研发支出为主，2020 年占期间费用的比例为 42.86%，主要系新产品、新工艺研发投入费用；当年财务费用同比增长 30.92%至 3.62 亿元，主要系借款增加导致利息增加；管理费用同比增长 30.77%至 3.74 亿元，主要系职工薪酬、折旧摊销费及安全生产费增加；销售费用同比减少 56.42%至 0.67 亿元，主要系新收入准则下将运费转入营业成本所致。2020 年公司计提的资产减值损失为 0.18 亿元，均为存货跌价损失；计提信用减值损失 0.03 亿元，主要为坏账损失。近三年公司经营收益持续下降，分别为 16.21 亿元、14.51 亿元和 3.61 亿元，主要系产品价格下滑和与原材料价差缩小导致营业毛利下降所致。

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	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
投资净收益	0.26	0.11	0.95	-0.32
其中：理财产品	0.56	0.13	0.22	-
期货业务	-0.36	-0.03	0.66	-0.32
权益法核算的长期股权	0.04	0.04	0.07	-
营业外净收入及其他收益	0.77	1.23	2.01	0.29
其中：政府补助	0.55	1.17	1.33	-
公允价值变动损益	-0.09	0.09	-0.13	0.08

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理

2018~2020 年，该公司营业外净收入及其他收益分别为 0.77 亿元、1.23 亿元和 2.01 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 0.26 亿元、0.11 亿元和 0.95 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，2020 年投资收益较大主要系期货等衍生金融工具投资产生收益 0.66 亿元。公司近三年净利润分别为 14.23 亿元、13.55 亿元和 6.03 亿元。

2021 年第一季度，该公司产品销量较上年同期显著增加，营业毛利同比

增长 280.27%至 10.17 亿元，主要系低基数下的高增长。同期，公司期间费用率较上年同期减少 2.22 个百分点至 3.68%。同期，主要系期货业务的投资产生亏损导致公司投资净收益为-0.32 亿元；公司营业外净收入及其他收益为 0.29 亿元；得益于营业毛利增长，公司净利润同比大幅增长 734.44%至 4.97 亿元。

总体来看，该公司产品产能逐步扩张，产销率维持较好水平，但产品盈利能力易受化纤行业景气度波动影响，尤其 2020 年新冠疫情对长丝价格冲击较大，当年公司净利润大幅下滑。2021 年一季度，随着下游需求回暖，产品价格回升，公司业绩大幅好转。

(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。根据公司规划，2021 年公司涤纶长丝产能将达到近 600 万吨/年，涤纶短纤产能达到 60 万吨/年。

目前，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（其中一期 60 万吨产能已于 2020 年投产）、独山能源年产 60 万吨功能性差别化纤维项目、中磊化纤年产 60 万吨功能柔性定制化短纤新材料项目和中跃化纤年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料智能生产线项目。截至 2021 年 3 月末，上述在建项目已累计投资 38.89 亿元，2021~2022 年分别计划投入 34.02 亿元和 7.70 亿元。

此外，2020 年 4 月 16 日该公司召开 2019 年度股东大会，审议通过了关于子公司与浙江独山港经济开发区管理委员会签订《项目投资协议书》的议案，拟由独山能源在浙江独山港经济开发区投资新建年产 400 万吨 PTA 和 210 万吨差别化、功能性纤维项目。项目预计总投资 130 亿元，截至 2021 年 3 月末该项目尚在规划中。

2020 年 6 月 9 日该公司召开 2020 年度第二次临时股东大会，审议通过了《关于全资子公司投资建设新材料项目的议案》，公司全资子公司桐乡市中友化纤有限公司拟以自有资金或自筹资金投资建设年产 200 万吨功能柔性定制化短纤、100 万吨功能性差别化纤维及 30 万吨聚酯薄膜新材料项目，该项目建设投资约 110 亿元，其中年产 200 万吨差异化直纺涤纶短纤总投资 65.5 亿元（固定资产投资 61.5 亿元），100 万吨功能性差别化纤维总投资 30 亿元（固定资产投资 27 亿元），30 万吨聚酯薄膜等配套新材料总投资 14.5 亿元（固定资产投资 13.5 亿元）。截至 2021 年 3 月末该项目尚在规划中。

经该公司与江苏新沂经济开发区管理委员会签订《关于投资建设年产 270 万吨聚酯新材料一体化项目投资协议》，拟在开发区投资建设年产 270 万吨聚酯新材料一体化项目，项目预计总投资 180 亿元，建设周期预计为 5-6 年。公司拟在新沂经开区设立一个或多个控股子公司作为该项目的具体实施主体。

2021年2月，公司已独资设立新凤鸣江苏新拓新材有限公司作为项目的具体实施主体之一，该公司注册资本10亿元人民币。截至2021年3月末该项目尚在规划中。

总的来看，未来两年，该公司仍有较大的资本性支出计划，继续面临较大的资本性支出压力及涤纶长丝扩产项目产能释放风险。

图表 16. 截至 2020 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 年末累计投资	项目进度	计划投资		
						2021	2022	2023
独山能源年产 60 万吨功能性差别化纤维项目	独山能源	21.80	自筹及银行借款	7.97	36.56%	10.50	3.33	-
中益化纤年产 120 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	中益化纤	53.00	自筹及银行借款	23.34	44.05%	4.60	1.50	0.50
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	自筹及银行借款	5.77	58.00%	5.00	0.83	-
中磊化纤年产 60 万吨功能柔性定制化短纤新材料项目	中磊化纤	19.42	自筹及银行借款	1.81	9.32%	13.92	2.04	0.23
合计	-	104.14	-	38.89		34.02	7.70	0.78

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，但受换届选举影响，公司董监高级管理人员发生较大变动，目前治理结构保持稳定，仍需关注主要高管人员变动后对公司经营管理带来的影响。公司关联交易规模较小，对生产经营无重大影响。

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 2021 年 3 月末，庄奎龙先生直接持有公司 24.08% 的股权，并通过新凤鸣控股集团有限公司（简称“新凤鸣控股”，原名桐乡市恒聚投资有限公司）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 27.79% 的股权，共计持有公司 51.87% 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 7.29% 的股权。公司 4 个法人股东新凤鸣控股、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 62.89% 的股权。截至 2021 年 4 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 1.8838 亿股，其中公司实控人庄奎龙质押 1.205 亿股（占其所持股权的 8.60%）、新凤鸣控股质押 0.6328 亿股、中聚投资质押 0.046 亿股。公司产权状况详见附录一。

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。2020年8月6日，公司第四届董事会第四十七次会议审议通过了《关于调整公司组织结构的议案》，最新组织结构图详见附录二。公司2021年3月22日召开第五届董事第八次会议，对《股东大会议事规则》、《对外担保管理制度》、《关联交易决策制度》、《内幕信息知情人管理制度》、《信息披露事物管理制度》、《关联方资金往来管理制度》进行了修订，同时新制定了《年报信息披露重大差错责任追究制度》；公司2021年4月28日召开第五届董事会第十二次会议，审议通过了《关于修订〈公司章程〉部分条款的议案》，将“公司股东大会就选举董事、监事进行表决时，根据本章程的规定或者股东大会的决议，可以实行累积投票制”修订为“股东大会就选举董事、监事进行表决时，根据本章程的规定或者股东大会的决议，必须实行累积投票制”；将“董事会设董事长1人，副董事长1人”修订为“董事会设董事长1人”。跟踪期内，公司董事会、监事会换届选举，公司董监高人员发生较大变动，原董事长庄奎龙辞职，原董事吴林根、原监事李雪昌、原职工监事朱志华离任，公司新聘任庄耀中（庄奎龙之子）为公司董事长、新聘任许纪忠为公司董事、新聘任姚敏刚为公司监事会主席、新聘任陆斗平为公司监事，选举梁松华为公司职工监事，原监事会主席管永银任公司副总裁，需关注主要高管人员变动后对公司经营管理带来的影响。

该公司与关联企业因业务往来有一定关联交易，关联购销按市场价进行定价，规模较小。公司关联采购主要为采购运输服务等，2020年为0.45亿元；关联销售主要为销售涤纶长丝产品，2020年为1.01亿元，关联交易方主要为浙江双盈化纤股份有限公司。此外，2020年7月17日，公司与桐乡市众润投资有限公司签订《股权转让协议》，公司以191.07万元受让其持有的五疆科技100%股权，构成关联交易。2020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（2021年5月26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2021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，资产负债率显著上升。公司后续资本性支出规模仍较大，未来财务杠杆或将继续攀升。公司负债以刚性债务为主，且期限结构偏向短期，即期偿债压力较大，而公司资产以非流动资产为主，资产流动性较弱。公司经营性现金保持净流入，外部融资渠道畅通，可为即期债务偿付提供一定支撑。

1. 数据与调整

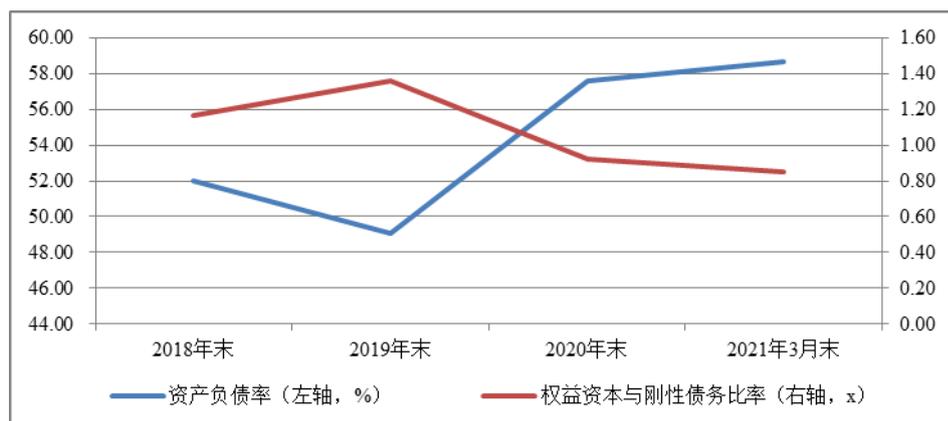
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年至 2020 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则—基本准则及其补充规定。2020 年起，公司首次执行《企业会计准则第 14 号—收入》（财会[2017]22 号）（简称“新收入准则”），并对首次执行当年年初财务报表进行了调整²；公司自 2020 年 1 月 1 日起执行财政部于 2019 年年度颁布的《企业会计准则解释第 13 号》，该项会计政策变更采用未来适用法处理。

2020 年，该公司投资新设 5 家子公司，同一控制下合并 1 家子公司，中欣化纤合并吸收桐乡市中驰化纤有限公司后减少 1 家子公司。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的子公司共 21 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：根据新风鸣所提供数据绘制。

近年来该公司所有者权益快速增长，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 82.42 亿元、116.60 亿元、120.42 亿元和 126.22 亿元，其中 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（募集资金净额 21.89 亿元，其中计入股本 2.08 亿元，计入资本公积 19.80 亿元）；2020 年末所有者权益增加主要仍来自经营积累（增加约 4.20 亿元），但增量减少。2018~2020 年分配的现金股利分别为 1.53 亿元、1.82 亿元和 1.81 亿元，占归属于上市公司普通股股东的净利润的比率分别为 10.76%、13.45% 和 29.99%。2020 年末公司实收股本、资本公积和未分配利润分别为 13.96 亿元、34.15 亿元和 66.73 亿元，分别占归母所有者权益的 11.59%、28.36% 和 55.42%，所有者权益稳定性一般。

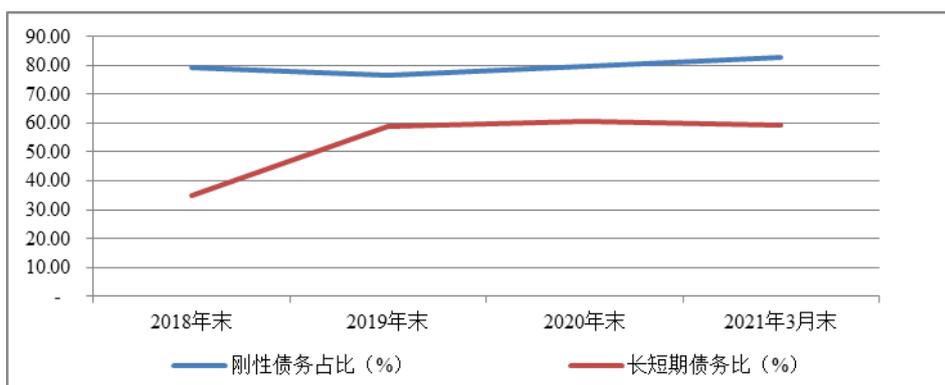
随着在建项目的持续投入和业务规模扩大，该公司负债规模快速扩张，

² 本评级报告使用数据仍为 2019 年末审计数据。

2018~2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 89.27 亿元、112.40 亿元、163.61 亿元和 179.18 亿元，其中 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；2020 年末较上年末增长 45.55%，2021 年 3 月末较上年末增长 9.52%，均主要为银行借款的增加。同期末，公司资产负债率分别为 51.99%、49.08%、57.60%和 58.67%，2020 年以来显著上升。公司未来两三年内仍有很大的资本性支出计划，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



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务	70.32	85.98	130.46	148.14
应付账款	9.59	15.52	19.29	20.96
预收款项	2.17	3.48	4.45	1.56
刚性债务占比	78.77%	76.50%	79.74%	82.67%
应付账款占比	10.74%	13.81%	11.79%	11.70%
预收款项占比	2.44%	3.10%	2.72%	0.87%

资料来源：根据新风鸣所提供数据绘制。

流动负债为公司负债的主要构成，2020 年末占总负债的 62.32%。近三年随着可转债的发行和新增长期借款，公司债务期限结构逐步改善，2018~2020 年末长短期债务比率分别为 35.04%、58.95%和 60.45%。

该公司债务构成主要包括刚性债务、应付账款和预收账款等。2020 年末，公司刚性债务合计 130.46 亿元，较上年末增长 51.72%，占总负债的 79.74%，主要为银行借款增加；应付账款为 19.29 亿元，较上年末增长 24.25%，其中应付材料采购款 9.26 亿元，较上年末变化不大，固定资产采购款 8.77 亿元，随着在建工程推进较上年末增加 3.30 亿元；合同负债较上年末增长 27.79%至 4.45 亿元，增幅超出营业收入的增幅，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 3.47 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 1.06 亿元、中跃化纤基础设施建设补助期末余额为 0.79 亿元；其他应付款为 1.46 亿元，主要为限制性股票回购义务 0.58 亿元和

应付运保费、押金保证金合计 0.82 亿元。

2021 年 3 月末，该公司流动负债上年末增长 10.24%至 112.41 亿元，长短期债务比为 59.40%。从构成上看，2021 年 3 月末刚性债务较上年末增加 17.68 亿元至 148.14 亿元，占总负债比重升至 82.67%；合同负债较上年末减少 2.89 亿元至 1.56 亿元，主要系预售减少；应付账款较上年末增加 1.68 亿元，主要为应付材料款增加。2021 年 4 月，公司成功发行 25.00 亿元可转债，公司债务压力进一步加重。整体来看，公司刚性债务占负债的比重高，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	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	49.55	47.68	73.35	85.99
其中：短期借款	30.60	39.85	58.15	71.42
应付票据	11.21	6.99	9.89	9.33
交易性金融负债	0.14	0.03	0.17	0.09
一年内到期的长期借款	7.48	0.80	5.14	5.14
其他短期刚性债务	0.12	-	-	-
中长期刚性债务合计	20.76	38.30	57.11	62.15
其中：长期借款	2.92	19.39	37.15	42.70
应付债券	17.85	18.91	19.95	19.45
综合融资成本	4.29%	5.03%	4.25%	-

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%。

2020 年末，该公司短期刚性债务为 73.35 亿元，较上年末增加 25.67 亿元，主要系短期借款和一年内到期的长期借款分别增加 18.30 亿元和 4.34 亿元，同时应付票据较上年末增加 2.89 亿元至 9.89 亿元；公司长期刚性债务较上年末增加 18.80 亿元至 57.11 亿元，主要系长期借款较上年末增加 17.76 亿元；应付债券调整摊余成本后，较上年末增加 1.04 亿元至 19.95 亿元。截至 2020 年末，公司短期借款全部为保证借款，长期借款（包括一年内到期的）主要为保证借款和抵押保证借款，占比分别为 30.83%和 69.17%。从融资成本来看，公司综合融资成本在 4.25~5.03%之间，受可转债发行影响，2019 年公司财务成本有所增加，近年来公司银行借款持续快速增长，整体财务负担增加。

2021 年 3 月末，该公司刚性债务规模较上年末增加 17.68 至 148.14 亿元，其中短期刚性债务较上年末增加 12.64 亿元，主要系短期借款增加 13.27 亿元；公司中长期刚性债务增加 5.04 亿元，其中长期借款增加 5.55 亿元，应付债券减少 0.50 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、中益化纤和独山能源是主要融资主体，2020年末公司本部和上述子公司的刚性债务余额分别为22.66亿元、16.26亿元、12.64亿元、8.74亿元、7.10亿元、10.05亿元、10.54亿元、13.16亿元和28.66亿元，占刚性债务总额约99.50%。

另外，该公司刚性债务中有一定的外币债务，截至2020年末外币负债余额折人民币为1.54亿元（全部为短期借款），较上年末减少0.50亿元，占总负债的0.94%。

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	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
营业周期（天）	16.48	20.70	19.95	-
营业收入现金率（%）	105.75%	106.15%	107.96%	103.62%
业务现金收支净额（亿元）	11.09	14.59	23.38	-5.73
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.30	3.65	8.45	-0.12
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	9.79	18.25	31.83	-5.85
EBITDA（亿元）	28.14	30.39	27.27	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.55	0.39	0.25	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	12.90	7.73	5.94	-

资料来源：根据新风鸣所提供数据整理。

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，2018~2020年分别为16.48天、20.70天和19.95天。公司主业现金回笼能力强，营业收入现金率指标表现良好，2018~2020年分别为105.75%、106.15%和107.96%，呈上升趋势。同期，公司经营性现金净流入量分别为9.79亿元、18.25亿元和31.83亿元，公司经营性现金保持净流入，可为债务偿付提供一定支撑，其中2020年公司计提大额固定资产折旧同时受到退税返还金额较大，当期经营性现金流量呈大额净流入。2021年第一季度，公司产品产销率略有下降，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5.85亿元。

2018~2020年，该公司EBITDA分别为28.14亿元、30.39亿元和27.27亿元，以利润总额和固定资产折旧为主，2020年占比分别为23.53%和61.34%。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，2020年EBITDA对刚性债务和全部利息支出的覆

盖程度分别为 0.25 倍和 5.94 倍。

(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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	3.31	-4.73	5.73	-5.44
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	-36.30	-52.05	-59.71	-20.19
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.47	0.86	-2.45	-3.32
投资环节产生的现金流量净额	-33.76	-55.71	-55.52	-28.94

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呈持续大额净流出状态，2018~2020 年及 2021 年第一季度分别为-33.76 亿元、-55.71 亿元、-55.52 亿元和-28.94 亿元。其他因素对投资环节现金流量影响较小，主要为各类保证金的收支，2020 年其他投资性现金净流出 2.45 亿元，主要系支付重整偿债资金 3.07 亿元。公司回收投资与投资支付的现金受理产品的收支影响呈一定波动。整体看，公司未来 2 年内规划的扩产项目投资支出仍较大，后续面临较大的投资压力。

(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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
权益类净融资额	-0.70	20.33	-1.82	-
债务类净融资额	33.60	17.66	36.73	18.79
其中：现金利息支出	1.44	2.83	3.68	-
筹资环节产生的现金流量净额	31.04	37.99	34.19	17.59

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、资本性支出规模大，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。2018~2020 年及 2021 年第一季度，公司筹资性环节现金流净额分别为 31.04 亿元、37.99 亿元、34.19 亿元和 17.59 亿元，呈持续大额净流入状态，主要体现为债务类融资。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，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。此外，公司分别于 2018 年 4 月和 2021 年 4 月发行了 21.53 亿元和 25.00 亿元可转债公司债券。

该公司自上市以来按监管机构及公司制度实施分红计划，2018~2020 年分配的现金股利分别为 1.53 亿元、1.82 亿元和 1.81 亿元，占归属于上市公司

普通股股东的净利润的比率分别为 10.76%、13.45%和 29.99%，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

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（金额，在总资产中占比）	55.93	60.62	65.21	73.72
	32.57%	26.47%	22.96%	24.14%
其中：货币资金	24.97	23.01	33.79	16.33
应收账款	3.99	3.14	4.40	4.56
存货	14.38	14.53	16.73	33.62
其他流动资产	7.36	13.01	3.46	5.27
非流动资产（金额，在总资产中占比）	115.77	168.38	218.82	231.68
	67.43%	73.53%	77.04%	75.86%
其中：固定资产	77.25	125.16	172.79	174.28
在建工程	29.96	30.33	12.74	17.21
无形资产	5.96	9.03	12.30	12.61
期末全部受限资产账面金额	9.35	6.09	7.99	-
受限资产账面余额/总资产	5.45%	2.66%	2.81%	-

资料来源：根据新风鸣所提供数据整理。

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。近年来随着业务规模和项目投资的扩大，公司资产规模也快速增长。2020 年末，公司总资产为 284.03 亿元，较上年末增长 24.03%，其中，非流动资产较上年末增长 29.95%至 218.82 亿元，占总资产的 77.04%。

从流动资产构成看，以货币资金、存货和其他流动资产为主。2020 年末，该公司货币资金 33.79 亿元，较上年末增长 46.83%，其中受限货币资金为 2.16 亿元，占货币资金比重为 6.38%；公司还有部分应收票据融资，2020 年末为 4.05 亿元，较上年末增长 12.58%；存货账面价值为 16.73 亿元，较上年末增长 15.09%，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 9.87 亿元和 6.00 亿元，累计计提的跌价准备分别为 51.24 万元和 294.29 万元；其他流动资产较上年末大幅减少 73.39%至 3.46 亿元，主要为待抵扣进项税和银行理财产品大幅减少。公司赊销规模小，应收账款规模不大，账龄全部在一年以内，2020 年末为 4.40 亿元，较上年末增长 39.95%，主要系贸易出口业务规模增长，账龄全部在一年以内，累计计提坏账准备 552.67 万元；采购环节也有一定的预付款项，同期末为 1.71 亿元，较上年末减少 40.53%。2020 年末，公司其他流动资产较上年末减少 9.55 亿元至 3.46 亿元，主要系银行理财产品和待抵扣进项税大幅减少。

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。2020 年末，公司固定资产较上年末增长 38.06%，主要系独山能源年产 220 万吨 PTA 项目二期、中石科技年产 26 万吨差别化纤维深加工技改项目等投产转

固所致。2020 年公司在建项目新增投资 47.06 亿元，转固金额 64.66 亿元，当年末在建工程较上年减少 58.01% 至 12.74 亿元，主要在建项目包括中跃化纤年产 30 万吨功能性差别化纤维新材料智能生产线项目、独山能源年产 60 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，2020 年末无形资产为 12.30 亿元，较上年末增长 36.11%，其中主要包括土地使用权账面价值 9.21 亿元和特许使用权 2.73 亿元。此外，2020 年末公司其他非流动资产较上年末增加 16.39 亿元至 17.68 亿元，主要系预付设备款增加 14.53 亿元和预付重整偿债资金 3.07 亿元³。

2021 年 3 月末，该公司总资产较上年末增长 7.52% 至 305.40 亿元，其中流动资产为 73.72 亿元，较上年末增长 13.05%；非流动资产为 231.68 亿元，较上年末增长 5.88%。其中，公司货币资金较上年末减少 51.66% 至 16.33 亿元，主要系项目投资支出增加；交易性金融资产较上年末增加 5.44 亿元至 5.64 亿元，主要为理财产品；应收款项融资较上年末增长 31.77% 至 5.33 亿元；应收账款较上年末增长 3.71% 至 4.56 亿元；存货较上年末大幅增长 101.03% 至 33.62 亿元，主要受季节性因素影响期末产品和原材料库存均显著增加；其他流动资产较上年末增长 52.15% 至 5.27 亿元，主要系待抵扣进项税及银行理财增加；预付账款较上年末增长 32.23% 至 2.26 亿元；在建工程较上年末增长 35.11% 至 17.21 亿元；其他非流动资产较上年末增长 42.89% 至 25.26 亿元，主要系预付设备款、预付土地款和重整偿债资金增加。其他会计科目变化不大。

受限资产方面，2020 年末该公司受限资产账面金额为 7.99 亿元，占总资产比重为 2.81%，包括用于各类保证金存款的受限货币资金 2.16 亿元、用于借款抵押的受限固定资产 2.13 亿元和受限无形资产 3.50 亿元、用于信用证质押的交易性金融资产 0.20 亿元。

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	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率	84.61%	85.73%	63.95%	65.58%
速动比率	59.94%	61.11%	45.87%	33.66%
现金比率	41.07%	37.63%	37.31%	24.30%

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，面临较大的流动性压力。2020 末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 63.95%、45.87% 和 37.31%，受流动负债急剧增加影响，流动性指标明显弱化。2021 年 3 月末，由于存货规模显著增加、而货

³ 公司 2020 年 8 月 4 日四届四十七次董事会审议，同意全资孙公司独山能源参与中嘉华宸能源有限公司（简称“中嘉华宸能源”）及其子公司的合并重整，独山能源拟支付 64,890 万元偿债资金，获取中嘉华宸能源及其子公司 100% 股权。

币资金大幅减少,速动比率和现金比率较上年末分别降至 33.66%和 24.30%,流动比率为 65.58%,变化不大。总体来看,跟踪期内公司流动性压力加大。

6. 表外事项

截至 2020 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。

2020 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,2020 年本部营业收入和净利润分别为 1.30 亿元和 1.88 亿元。公司经营性资产规模较小,资产主要分布于其他应收款、长期股权投资和固定资产等,2020 年末分别为 24.22 亿元、60.55 亿元和 2.11 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。2020 年末,公司本部总资产为 88.42 亿元,资产负债率为 26.76%,同期末公司本部短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 2.70 亿元和 19.95 亿元。公司本部现金类资产对刚性债务覆盖比率为 0.02 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 2021 年 3 月末,公司本部总资产为 88.72 亿元,资产负债率为 26.10%,刚性债务合计 22.16 亿元;2021 年第一季度,公司本部营业收入和净利润分别为 0.54 亿元和-0.01 亿元,当期经营性现金流净额为-0.10 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 2021 年 3 月末,公司合并口径共获得的授信总额约 334.79 亿元,其中已使用贷款授信额度约 151.01 亿元,剩余授信额度较充足。

图表 25. 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）	334.79	334.79	151.01	2.50%-5.00%	抵押、保证、信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	16.70	16.70	16.59	2.50%-5.00%	抵押、保证
工农中建交五大商业银行（亿元）	142.25	142.25	72.47	2.50%-5.00%	抵押、保证、信用

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
其中：大型国有金融机构占比（%）	47.48	47.48	58.98		

资料来源：根据新凤鸣所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 本次债券特定条款

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。

跟踪评级结论

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，但受换届选举影响，公司董监高级管理人员发生较大变动，目前治理结构保持稳定，仍需关注主要高管人员变动后对公司经营管理带来的影响。公司关联交易规模较小，对生产经营无重大影响。

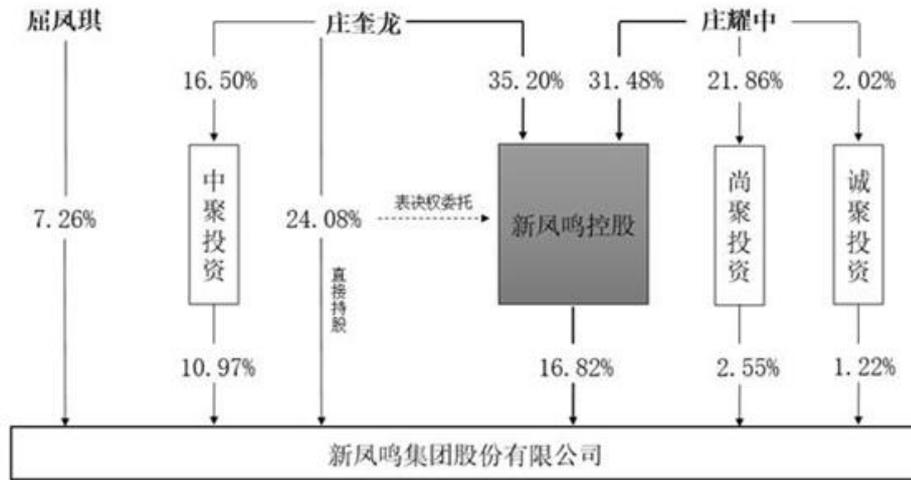
跟踪期内，该公司 PTA 二期项目投产，原料 PTA 供应能力进一步增强，涤纶长丝产能持续扩大，产能利用率和产销率维持在较高水平。2020 年公司营业收入保持增长，但受新冠疫情和原油价格下跌影响，长丝产品价格大幅下滑，收入减少，同时产品-原材料价差收窄，综合毛利率下降明显，当年公司经营收益大幅减少。2021 年一季度以来随着化纤行情回暖，公司收入和毛利率均有显著提升。公司后续仍有较多项目投资计划，存在一定资本性支出压力，且新增产能释放效益仍待市场检验。

跟踪期内，受业务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，资产负债率显著上升。公司后续资本性支出规模仍较大，未来财务杠杆或将持续攀升。公司负债以刚性债务为主，且期限结构偏向短期，即期偿债压力较大，而公司资产以非流动资产为主，资产流动性较

弱。公司经营性现金保持净流入，外部融资渠道畅通，可为即期债务偿付提供一定支撑。

附录一：

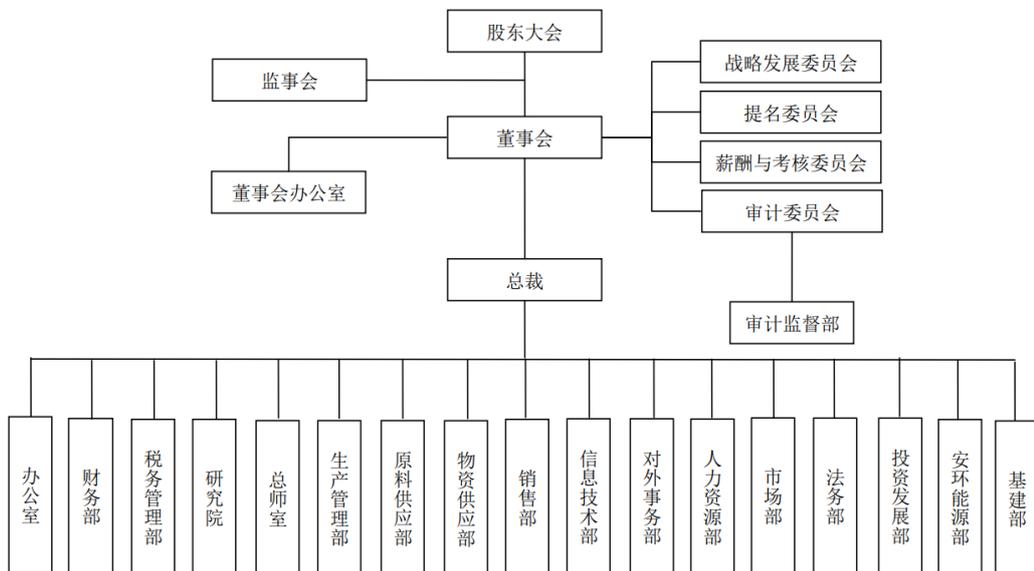
公司与实际控制人关系图



注：根据新凤鸣提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020年（末）主要财务数据（亿元）					
					刚性债务	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	22.66	64.75	1.30	1.88	0.06	2.23
桐乡中欣化纤有限公司	中欣化纤	核心子公司	86.27%	差别化化学纤维；进出口业务	10.05	10.21	37.44	-0.26	5.20	1.50
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	8.74	16.32	32.82	1.09	4.45	4.27
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	12.64	9.20	32.18	-0.39	5.47	1.35
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	16.26	62.60	70.44	2.34	15.19	7.76
浙江独山能源有限公司	独山能源	核心孙公司	0	PTA	28.66	31.47	111.30	3.32	-1.13	7.91
湖州市中跃化纤有限公司	中跃化纤	核心孙公司	0	涤纶长丝、聚酯切片	10.54	10.94	32.12	-0.64	4.56	1.19
桐乡市中益化纤有限公司	中益化纤	核心子公司	75%	涤纶长丝的研发、生产、销售。	13.16	4.83	11.57	-0.17	-0.57	0.42
桐乡市中辰化纤有限公司	中辰化纤	核心子公司	100%	涤纶长丝、聚酯切片	7.10	8.93	26.94	0.08	2.60	1.49

注：根据新凤鸣 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	171.69	229.01	284.03	305.40
货币资金 [亿元]	24.97	23.01	33.79	16.33
刚性债务[亿元]	70.32	85.98	130.46	148.14
所有者权益 [亿元]	82.42	116.60	120.42	126.22
营业收入[亿元]	326.59	341.48	369.84	108.17
净利润 [亿元]	14.23	13.55	6.03	4.97
EBITDA[亿元]	28.14	30.39	27.27	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.79	18.25	31.83	-5.85
投资性现金净流入量[亿元]	-33.76	-55.71	-55.52	-28.94
资产负债率[%]	51.99	49.08	57.60	58.67
权益资本与刚性债务比率[%]	117.22	135.61	92.31	85.20
流动比率[%]	84.61	85.73	63.95	65.58
现金比率[%]	41.07	37.63	37.31	24.30
利息保障倍数[倍]	8.79	4.84	2.18	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	16.48	20.70	19.95	—
毛利率[%]	9.08	8.52	4.96	9.41
营业利润率[%]	5.18	4.65	1.55	5.49
总资产报酬率[%]	13.60	9.51	3.90	—
净资产收益率[%]	19.23	13.61	5.09	—
净资产收益率*[%]	19.23	13.61	5.09	—
营业收入现金率[%]	105.75	106.15	107.96	103.62
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.48	26.67	36.87	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-35.72	-37.15	-17.16	—
EBITDA/利息支出[倍]	12.90	7.73	5.94	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.55	0.39	0.25	—

注：表中数据依据新风鸣经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	5
		盈利能力	6
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	4
		会计政策与质量	1
		现金流状况	1
		负债结构与资产质量	2
		流动性	5
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2012年12月10日	AA/稳定	陈祎、姚一鸣	新世纪评级方法总论(2012)	报告链接
	评级结果变化	2017年8月17日	AA/稳定	刘云、周文哲	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 基础化工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年5月27日	AA/稳定	刘佳、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月17日	AA/稳定	刘佳、史奕晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	-
债项评级(新风转债)	历史首次评级	2017年8月17日	AA	刘云、周文哲	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 基础化工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年5月27日	AA	刘佳、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月17日	AA	刘佳、史奕晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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实地调查和诚信义务，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。