

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2021】第 Z【1259】号

杭州聚合顺新材料股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司拟发行的杭州聚合顺新材料股份有限公司 2021 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二一年十月十四日



杭州聚合顺新材料股份有限公司2021年 公开发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





杭州聚合顺新材料股份有限公司2021年 公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期



AA-
稳定
AA-

中证鹏元评定杭州聚合顺新材料股份有限公司（以下简称“聚合顺”或“公司”，股票代码“605166.SH”）本次拟公开发行不超过2.04亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到目前公司在聚酰胺6（简称“尼龙6”）切片领域的市场占有率处于行业前列，经营活动现金流表现良好，未来随着在建产能陆续投产，营业收入和经营现金流规模有望进一步扩大；同时中证鹏元也关注到，公司产品盈利能力较弱，原材料价格波动较大，加大行业周期性波动，并且面临一定资金压力。

未来展望

公司业务规模持续扩大，未来随着在建产能陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

发行规模：不超过2.04亿元（含）

发行期限：6年

增信措施：傅昌宝、温州永昌控股有限公司、温州市永昌贸易有限公司、万泓、金建玲、王维荣将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一期利息；附债券赎回及回售条款

发行目的：新建生产基地，扩大公司产能

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.6	2020	2019	2018
总资产	31.15	22.93	10.93	8.29
归母所有者权益	12.81	11.67	5.59	4.59
总债务	13.34	8.04	4.04	2.14
营业收入	24.62	25.64	24.26	20.25
净利润	1.46	1.16	1.00	0.96
经营活动现金流净额	1.86	1.38	0.33	0.58
销售毛利率	10.21%	8.80%	9.42%	10.11%
EBITDA 利润率	-	6.40%	5.97%	6.66%
总资产回报率	-	7.86%	12.15%	16.32%
资产负债率	52.58%	40.57%	48.85%	44.68%
净债务/EBITDA	-	-1.42	1.35	1.05
EBITDA 利息保障倍数	-	40.79	15.82	13.34
总债务/总资本	47.45%	37.11%	41.97%	31.85%
FFO/净债务	-	-56.64%	60.15%	70.36%
速动比率	1.21	1.55	0.79	0.68
现金短期债务比	1.13	1.38	0.68	0.59

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司定位差异化竞争策略，目前在尼龙 6 切片领域的市场占有率处于行业前列。公司产品品种丰富，向细分市场延伸，2018-2020 年产品总销量复合增长率约 39%，业务规模快速增长，市场占有率持续提升。
- 公司经营活动现金流表现良好。公司产能有限导致供给紧俏，公司对大多数客户采取款到发货的形式，经营活动产生的现金持续净流入，FFO 持续增长，现金生成能力尚可。
- 未来营业收入和经营现金流规模有望进一步扩大。截至 2020 年末，公司在建、拟建项目较多，若项目全部顺利实施将给公司带来新增产能合计 39.40 万吨/年，届时公司合计产能是 2020 年底产能的 2.71 倍，公司收入和经营现金流规模也将随之扩大。

关注

- 公司产品盈利能力较弱，存在成本管控压力。公司产品毛利率水平较低，市场竞争激烈使得单位产品毛利持续下降，部分产品单位毛利下滑幅度较大，成本的精细化控制和提高产品竞争力对公司盈利尤为重要。
- 公司原材料价格波动较大，加大行业周期性波动。原材料己内酰胺的成本约占公司生产成本的 90%，己内酰胺价格受石油市场影响波动较大，若己内酰胺价格处于高位，会抑制下游需求，行业周期性波动对公司业务拓展带来一定影响。
- 公司面临一定资金压力。截至 2020 年末，公司在建拟建项目合计总投资 13.63 亿元，其中 2 个项目系本期债券募投项目，若本期债券未发行成功，较大的资本支出需求将给公司带来一定资金压力，同时需关注后续产能消化情况。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司成立于2013年11月，前身是杭州聚合顺新材料有限公司，由温州永昌控股有限公司（以下简称“永昌控股”）、永和亚太有限公司和温州市永昌贸易有限公司¹（以下简称“永昌贸易”）共同出资成立，成立时注册资本4,000.00万美元。随后，公司以2015年12月31日的净资产21,144.32万元按1.01422:1折股，折股后的股本规模为20,847.84万股，整体变更为股份有限公司；后经过原股东数次增资，截至2018年7月底，公司注册资本和实收资本变更至23,666.00万元。2020年6月，公司在上海证券交易所首次公开发行股票7,888.70万股上市（股票代码：605166.SH），上市完成后公司注册资本和实收资本增加至31,554.70万元。截至2021年6月底，公司股东主要是永昌控股、永昌贸易和自然人傅昌宝，分别对公司持股比例为19.08%、14.04%和4.75%，其中永昌控股和永昌贸易由傅昌宝全资控制，公司实控人为自然人傅昌宝先生，合计控制公司37.88%的股份，截至2021年6月底，公司股权结构图见附录二。

公司主要从事尼龙新材料的研发、生产和销售，截至2021年6月末，纳入公司合并范围内子公司共4家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：杭州聚合顺新材料股份有限公司2021年公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过20,400万元（含）；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一期利息；

债券利率：本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本期债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20交易日内发生过因除权、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

¹ 根据公司公告，截至2020年11月3日，永昌贸易累计质押公司股票865万股，占其所持有公司股数的19.53%，占公司总股本的2.74%，永昌控股和傅昌宝所持股票未质押。

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期内，当公司股票在任意连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格低于当期转股价格80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

债券赎回条款：本期债券到期后5个交易日内，公司将向可转债持有人赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司股票连续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%），或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定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可转债；

债券回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转债的权利；

向原股东配售安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，向原股东优先配售的具体比例由公司股东大会授权董事会授权董事在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和/或通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

担保事项：本期债券采用股份质押的担保方式，傅昌宝、永昌控股、永昌贸易、万泓、金建玲、王维荣（以下简称“出质人”）将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本次发行的可转换公司债券，即视同认可并接受本次可转换公司债券的担保方式，授权本次可转换公司债券保荐机构（主承销商）作为质权人代理人代为行使担保权益。

三、本期债券募集资金用途

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过20,400万元（含），扣除发行费用后的募集资金拟投入以下项目：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产18万吨聚酰胺6新材料项目	55,819.15	20,400.00	36.55%

资料来源：公司提供

1、项目基本情况

项目实施地址位于山东省滕州市木石镇鲁南高科技化工园区，公司子公司山东聚合顺鲁化新材料有限公司（以下简称“聚合顺鲁化”）为本项目建设主体，建设内容包括聚合生产车间、公用工程、辅助工程、办公楼及购置并安装生产线等。该项目预计总投资为55,819.15万元，项目建设期为24个月。2021年4月21日，聚合顺鲁化以1,950万元竞得本项目所涉及的主要建设土地TZ2021-12-1地块土地使用权，与滕州市自然资源局签署了《成交确认书》。

2、项目批复情况

本项目为年产40万吨聚酰胺6新材料项目的子项目，其中年产40万吨聚酰胺6新材料项目已经取得了项目代码为“2020-370481-26-03-147465”项目备案证明。2021年1月25日，滕州市行政审批局服务局出具了《关于山东聚合顺鲁化新材料有限公司备案项目的说明》，确认本项目为“40万吨聚酰胺6新材料项目”子项目，无需重新履行备案手续。2021年5月18日，本项目所属主项目取得了枣庄市生态环境局出具的《枣庄市生态环境局关于山东聚合顺鲁化新材料有限公司年产40万吨聚酰胺6新材料项目环境影响报告书的批复》（枣环许可字[2021]41号）。

3、项目效益预测

根据济南石油化工设计院出具的项目可行性研究报告预测，本项目预计在开工后48个月内达产，完全达产后，预计可实现年均销售收入20.11亿元，年均净利润7,390.32万元；财务内部收益率14.69%（税后），静态投资回收期8.00年（含建设期，税后）。受下游市场需求和公司销售开拓情况影响，公司未来产能消化及收益实现情况具有一定不确定性。

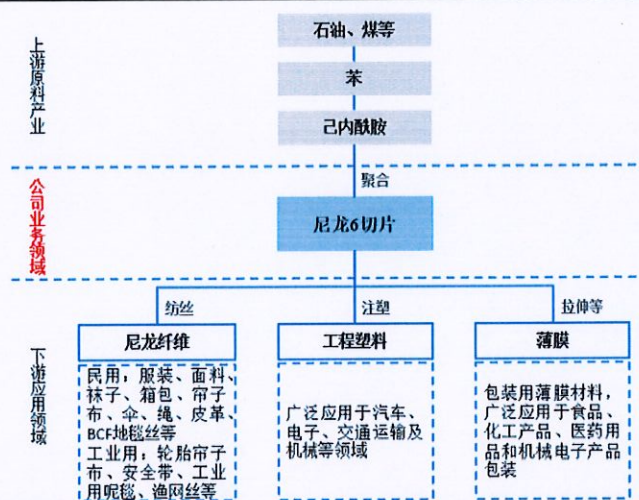
四、运营环境

近年国内尼龙产量增速放缓，产品结构以中低端为主；国内尼龙行业产业集中度持续提升，规模经济效应明显，行业龙头持续推进产能扩张，进一步向高端化、差异化发展

尼龙（Nylon）即聚酰胺，又被称为耐纶、锦纶（国内），简称PA，是分子主链上含有重复酰胺基团的热塑性树脂总称。由于尼龙具有良好的力学性能，且具有耐磨、耐油、耐溶剂以及良好的加工性能等优点，下游应用领域广泛。尼龙产品种类繁多，主要有尼龙6、尼龙66、尼龙610、尼龙11和尼龙12五大品种，此外，还有尼龙1010、尼龙4、尼龙8等各种共聚改性尼龙，其中尼龙6和尼龙66的用量最大，约占尼龙总消费量的90%。尼龙6（PA6）下游应用领域广泛，目前主要用于尼龙纤维、工程塑料、薄膜等领域。目前我国尼龙6常规化产品基本以自给自足为主，但市场上国内中低端产品相对充裕，高端质量产品相对较少，受生产技术壁垒、设备先进性、原材料质量等因素影响，个别中高端产品进口依赖度仍较强，高附加值、高技术含量产品比重低，不能很好适应功能性、绿色化、差异化、个性化消费升级

需求。相比全球消费结构，国内PA6切片应用在工程塑料和薄膜领域所占比重偏低，随着汽车、食品、运动器材、军工等行业新功能需求增强，将带动工程塑料和薄膜等领域需求增加，推动国内尼龙6产品中高端产品的占比。

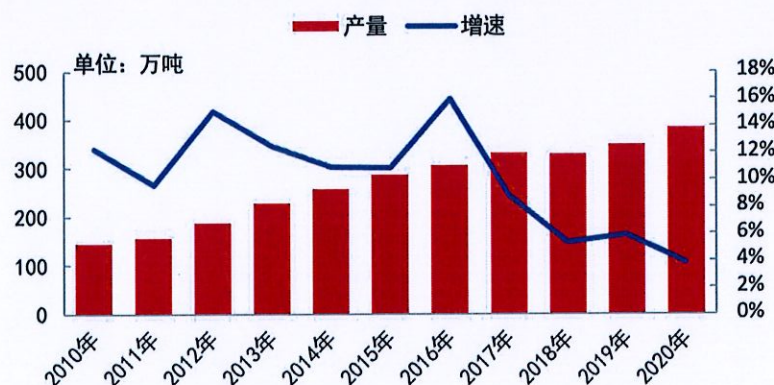
图1 尼龙6切片产业链情况



资料来源：公司招股说明书

随着我国改革开放以来，我国尼龙产业进入快速发展阶段，但由于上游原材料己内酰胺受制于国外企业，尼龙产业的发展受到极大制约。2002年，中石化与荷兰帝斯曼成立南京帝斯曼公司，推动了国内己内酰胺产业的大发展，己内酰胺依赖进口的现状逐渐被打破，到2010年我国国内己内酰胺产量首次高于当年进口量，为尼龙产业的发展垫底了基础。受益于原料己内酰胺国产供应的瓶颈被打破，2010年以来，我国尼龙产量快速增长，2010-2016年国内尼龙产量增速保持在10%-15%之间。经过几年的快速发展，同时受环保压力上升等因素影响，2017年起国内尼龙产量增速有所放缓，2020年全年产量达384.25万吨。

图2 近年尼龙产量增速持续下降



资料来源：中国化学纤维化工协会、国家统计局，中证鹏元整理

随着近几年我国尼龙6行业发展迅速，产业集中度不断提升，规模经济效益也较为明显。一方面企业平均规模不断增大，行业内主要生产企业产能基本上都达到10万吨/年以上，且行业呈现出不断向浙江、江苏和福建地区集中的态势，产业集中度不断提高；另一方面由于我国聚合技术水平的提高，生产装置趋向规模化、自动化和节能化，生产效率不断提高，单位投资、能耗和加工成本不断降低，企业规模化效益逐渐显现。目前国内PA6切片产能规模较大的公司包括浙江恒逸集团有限公司、鲁西化工集团股份有限公司、福建永荣锦江股份有限公司和聚合顺等，为扩大规模优势以及向高端化、差异化发展，行业内龙头企业持续推动产能扩张，未来行业集中度有望进一步提高，行业内小企业或将逐步淘汰。

表2 国内尼龙6切片主要生产厂家（单位：万吨）

企业	地区	设计产能	在建产能
浙江恒逸集团有限公司	浙江杭州	45	-
鲁西化工集团股份有限公司	山东聊城	30	30
福建永荣锦江股份有限公司	福建福州	35	-
福建中锦新材料有限公司	福建莆田	30	14
聚合顺	浙江杭州	23.1	39.4
江苏海阳化纤有限公司	江苏泰州	23	9
江苏弘盛新材料股份有限公司	江苏海安	20	30
广东新会美达锦纶股份有限公司	广东江门	20	-
长乐力恒锦纶科技有限公司	福建长乐	18	-
岳阳石油化工总厂化纤厂	湖南岳阳	16	-
中仑塑业（福建）有限公司	福建泉州	14.5	-
合计	-	274.6	122.4

注：“-”表示未能获取相关信息；表中数据主要来自各公司公开网站和证券研究报告，或与其实际情况存在一定差异。
资料来源：百川盈孚、百川研究部、各公司网站公开资料，中证鹏元整理

国内己内酰胺产能增长较快，在建产能规模较大，随着需求增速放缓，未来产能过剩矛盾将进一步加剧，市场竞争激烈；己内酰胺价格受原油价格影响波动较大，对下游尼龙生产厂家成本控制带来一定挑战

己内酰胺是聚合生成尼龙6切片最主要的原材料，且己内酰胺的成本约占尼龙6生产成本的90%以上，尼龙6切片的价格与己内酰胺的价格呈现高度相关。从生产端来看，2011年我国己内酰胺总产能约为56万吨，产量达到了53.5万吨，行业产能利用率高达94.6%，我国己内酰胺呈现出供不应求的状况，产能高度紧张，导致己内酰胺市场价格走高，抑制了国内尼龙6产量增长。2012年，行业内各企业前期规划的己内酰胺产能迅速投产，产能较2011年翻了一番，达到121万吨/年，之后我国的己内酰胺产能阶梯式的扩张，总体产能增长迅速。根据中纤网统计截至2020年末我国己内酰胺产能约436万吨/年，目前我国已成为世界最大的己内酰胺生产国。

从己内酰胺的需求情况来看，由于尼龙6的产量快速增长，己内酰胺消费量不断增长。2017-2019年

国内己内酰胺的表观消费量约为255万吨、301万吨和339万吨，同比分别增长约26%、18%和13%，增速不断放缓，主要是受中美贸易战影响导致出口受到限制、经济增速降低以及尼龙的需求增长相对缓慢所致。从生产端来看，2011年之前由于我国己内酰胺对外依存度长期保持在50%以上，随着国内对己内酰胺原材料技术的突破，己内酰胺对外依存度持续下降。近年国内己内酰胺产能增长较快，但需求增速放缓，目前行业开工率不饱和，产能有所过剩。据公开资料统计，目前国内部分企业正在积极新建己内酰胺产能，如内蒙古鄂托克旗建元煤焦化有限责任公司新建产能60.0万吨/年、福建永荣科技有限公司新建产能40.0万吨/年、福建申远新材料二期新建产能60.0万吨/年等，随着新建及扩建己内酰胺生产装置产能的释放，己内酰胺产能过剩矛盾将进一步加剧，市场竞争将会更为激烈。

图3 国内己内酰胺切片产能产量情况

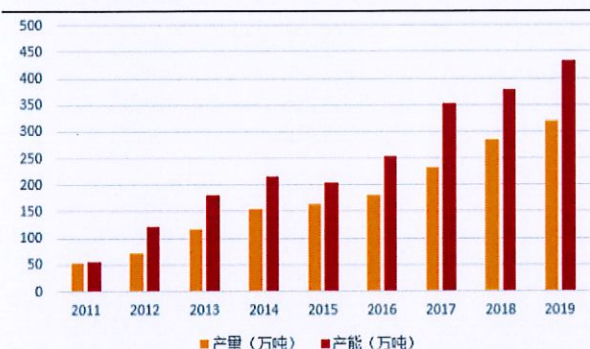
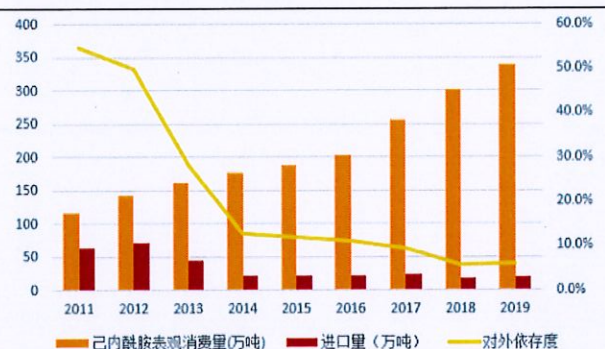


图4 国内己内酰胺消费量和对外依存度



资料来源：中国石油和化工工业联合会、首创证券，中证鹏元整理

己内酰胺合成原料苯属于石油化工品，因此己内酰胺价格走势和原油走势高度相似。2014-2016年，受美国页岩油气革命影响，全球油气供应剧增，国际油价断崖式下跌；2016年国际油价探底之后，以沙特为首的欧佩克国家和以俄罗斯为首的非欧佩克国家开启了新型的国际石油合作，即通过达成“欧佩克+”减产协议联手实施减产行动，从而控制全球石油产量，国际油价回暖上升。2019年美国页岩油产量创下历史新高，原油价格再次转向下行趋势，2020年初受新冠疫情和“欧佩克+”原油减产协议未达成影响，油价暴跌，下半年减产协议阶段性达成使得油价回升。从己内酰胺价格受原油波动较大，对PA6生产厂家的成本管理带来一定挑战。由于市场竞争激烈，己内酰胺价格与其原材料纯苯价差整体呈收缩之势。PA6切片价格与己内酰胺价格走势接近，2019年初PA6切片价格约1.45万元/吨，2020年初下降至1.21万元/吨，下降了约17%，2020年上半年PA6切片价格区间震荡，2020年下半年其价格震荡走高，PA6切片价格波动较大。

图5 2010-2020年己内酰胺走势及价差

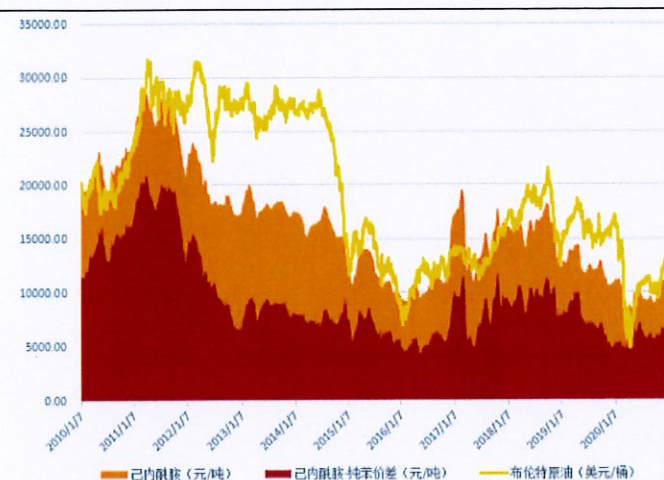


图6 2010-2020尼龙6切片（常规纺）价格走势



资料来源：百川盈孚、首创证券、Wind资讯，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司依法设立了股东会、董事会、监事会、经理层，建立了较为健全的企业法人治理结构。股东大会是公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、审批批准董事会的报告等职权。公司设董事会，对股东大会负责，董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核委员会，对董事会负责；公司董事会由7名董事组成，其中独立董事不少于全体董事人数的三分之一，由股东大会选举产生，董事任期每届3年，任期届满，可连选连任，董事会设董事长1人，由董事会选举产生。公司董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作以及执行股东大会决议等职权。公司设监事会，由3名监事组成，其中职工监事比例不低于1/3，监事任期每届3年，任期届满，可连选连任。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。监事会行使检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务行为进行监督等职权。此外，公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘。根据公司生产经营需求，下设营销部、采购部、财务部等多部门及研发中心，部门设置较齐全，公司组织结构图见附录三。

表3 截至2020年底公司员工构成情况（单位：人）

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	218	62.64%
销售人员	13	3.74%
技术人员	58	16.67%
财务人员	4	1.15%
行政人员	55	15.80%
合计	348	100.00%
教育程度	人数	占员工总数的比例
本科及以上	37	10.63%

专科	73	20.98%
高中及以下	238	68.39%
合计	348	100.00%

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

公司一方面将继续研发生产尼龙6切片材料，在巩固既有产品的优势地位基础上，通过扩大产能、加大研发投入和营销网络建设，不断提高产品品质和技术含量，逐步替代进口高端产品、满足国内高端客户的需求，以高质量、高性价比的产品发展和巩固市场；另一方面，公司也将在特种尼龙领域，研发与生产新产品，以实现公司产品的多元化、高端化发展，满足不同客户的需求。

六、经营与竞争

公司主要从事尼龙6切片的研发、生产和销售，针对下游不同的应用领域，主要产品包含纤维级切片、工程塑料级切片和薄膜级切片。受益于下游市场需求较好及公司销售拓展情况良好，叠加公司产能规模持续增长，公司各类产品销量不断上升，主营业务收入规模不断增长，但各类产品毛利率水平较低，产品的整体盈利能力较弱。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
纤维级切片	13.86	9.21%	14.60	9.15%	13.44	8.22%
工程塑料级切片	10.07	8.51%	7.60	10.69%	5.90	14.29%
薄膜级切片	1.43	6.42%	1.61	6.56%	0.72	7.18%
其他	0.08	24.03%	0.07	37.58%	0.09	53.50%
合计	25.43	8.83%	23.87	9.55%	20.14	10.15%

注：因收入会计准则变化，2020 年将原在销售费用核算的运输费用调整至营业成本核算，使得毛利率口径略有差异，为保持数据可比性，三类主要产品不考虑运输费用的毛利率分别为 10.02%、9.51%和 7.51%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司定位差异化竞争策略，向细分市场延伸，产品品种丰富，各类产品销量持续增长；公司对大多数客户采取款到发货的形式，有利于加快公司经营资金运转及应收账款管理

公司成立之前，实控人傅昌宝多年从事渔网丝(尼龙6切片下游产品)生产、销售和尼龙6切片贸易，对行业下游营销网络和客户资源具有一定积累，后续逐渐引入了其他具有多年行业管理经验的管理人员和研发人员，受益于公司核心团队丰富的行业经验，公司成立以来持续快速发展。公司成立初期即将目标市场定位于高端聚酰胺6切片市场，先行建设的三条生产线均采用德国伍德伊文达菲瑟公司进口设备，借助设备和工艺的先进性，公司生产线达产后快速抢占高端市场，在多家下游客户中成功替代了进口产品，使公司实现了差别化竞争，目前公司在尼龙6切片领域的市场占有率处于行业前列。根据行业发展的趋势，目前公司不断扩大产品的应用领域和市场需求的覆盖程度，加强对高性能、差别化产品和特种

尼龙的研发投入力度，进一步拓宽公司的产品线。

从销售模式来看，公司主要客户均为下游生产商，最终产品为服装地毯等民用纺织品、轮胎帘子布等工业织品、工程塑料制品及各类型薄膜产品，公司主要采取直销模式，具体销售方式有“年度供货”和“现货销售”两种销售模式，年度供货模式下，公司与大客户签订年度供货框架协议，每月销售数量由当月具体订单确定，结算价格按照当月中石化己内酰胺结算价格加上双方协定的加工费方式确定；现货模式下，公司采取与客户一单一谈的方式交易，双方在市场价格基础上协商定价。年度合约形势下，公司与客户之间的结算价格自动贴合原材料的价格波动，能有效的将原材料波动风险向下游客户传递，同时年度合约可以更好的分配企业产能，提前锁定销售市场，是公司力推的合作模式。从结算方式来看，公司产品市场信用较好，与大多数客户保持了稳定的供销关系，产能有限导致供给紧俏，公司对大多数客户采取款到发货的形式，对于少量客户给与一定账期，有利于加快公司经营资金运转及应收账款管理。

公司定位差异化竞争策略，并向细分市场延伸，产品品种丰富。一方面受益于下游需求增长和公司市场开拓情况良好，另一方面公司新增产能不断释放，产能瓶颈得到缓解，各类产品销量持续上升。公司当前采取以销定产为主的生产方式，生产产能优先满足年度合约客户需求，而年度合约以纤维级切片客户为主，其次是工程塑料领域，薄膜级切片客户对年度合约模式接受度较低，纤维级切片销量规模较大且持续增长，同时，纤维级切片客户粘性相对较高，是公司主要发展的品类之一。工程塑料级切片高低端产品毛利率差异较大，高端产品质量要求很高，近年公司不断进行产品开发和市场拓展推广，销量增长较快。薄膜级切片销量规模相对较小。

表5 公司主要产品销量情况（单位：万吨）

主要产品	2020 年	2019 年	2018 年
纤维级切片	13.55	11.47	8.27
工程塑料级切片	10.04	6.15	3.78
薄膜级切片	1.45	1.36	0.46
其他	0.12	0.28	0.47
合计	25.16	19.26	12.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年1-6月，公司产品价格较去年同期大幅上涨，同时仅仅在2021年上半年度，公司共销售切片18.39万吨，达到2020年全年销量的73.09%。受此影响，2021 年公司营业收入规模上涨较快。

表6 公司主要产品尼龙切片销量情况

	2021 年 4-6 月	2021 年 1-3 月	2020 年 4-6 月	2020 年 1-3 月
均价（元/吨）	13,416.13	12,078.37	9,703.39	10,618.79
销量（万吨）	100,200.03	83,700.95	60,300.08	-

资料来源：杭州聚合顺新材料股份有限公司2021年第一季度主要经营数据公告，杭州聚合顺新材料股份有限公司2021年半年度主要经营数据公告，中证鹏元整理

公司产品毛利较薄，市场竞争激烈使得单位产品毛利呈下降趋势，成本的精细化控制和提高产品

竞争力对公司盈利尤为重要；客户集中度不高，不存在对第一大客户依赖的情况

尼龙6切片上下游行业的价格传导机制较为明显，原材料己内酰胺占尼龙6切片产品成本的90%左右，因此，公司尼龙6切片的价格主要受原材料己内酰胺价格波动及尼龙6切片现货市场的供需影响，2018-2020年各类产品价格持续下降。公司各类产品毛利率整体不高于10%，产品盈利较薄。从毛利率变动的情况来看，公司按照“成本+加工费”的模式进行定价，通过加工费获取毛利，由于原材料己内酰胺在产品成本中占比大且其价格受石油市场影响波动较大，进而影响公司销售价格波动较大，使得毛利率变动在反应产品真实盈利情况（收入基数波动较大）时有所失真，单位产品毛利变动情况更能真实反应公司产品盈利情况。受同行业部分公司扩产项目落地，市场产能增大，竞争加剧的影响，公司各类产品单位毛利整体呈下降趋势。工程塑料级切片广泛应用于汽车、交通运输等领域，受汽车行业需求放缓叠加2019年受中美贸易战等外部因素影响，2019年工程塑料级切片和薄膜级切片单位毛利下降明显，而纤维级切片客户大多数为年约客户，产品价格年度合同中做了相应规定，总体受到的影响较小，2019年其单位产品毛利有所下降但下降比例相对较小。2020年因收入会计准则变化，公司将原在销售费用核算的运输费用调整至营业成本核算，使得各类产品单位毛利进一步下降。整体来看，公司产品盈利情况不强，但通过收取加工费的模式可以获得相对稳定的毛利，市场竞争加剧下公司单位产品毛利呈下降趋势，工程塑料级切片和薄膜级切片单位毛利下滑幅度较大，成本的精细化控制和提高产品竞争力对公司盈利尤为重要。

表7 公司主要产品单价和毛利率情况（单位：元/吨）

主要产品		2020 年	2019 年	2018 年
纤维级切片	单价	10,226.81	12,723.75	16,258.82
	单位产品毛利	942.31	1,164.60	1,337.00
	毛利率	9.21%	9.15%	8.22%
工程塑料级切片	单价	10,025.12	12,350.30	15,599.89
	单位产品毛利	853.62	1,320.08	2,228.85
	毛利率	8.51%	10.69%	14.29%
薄膜级切片	单价	9,821.52	11,820.32	15,500.13
	单位产品毛利	630.62	775.85	1,113.08
	毛利率	6.42%	6.56%	7.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年随着公司产能和规模扩张，公司加大了海外营销力度，外销收入较2018年大幅提升，但整体来看占公司总收入的比例仍处于较低水平，不到5%。公司内销的销售区域主要集中在华东区域，该区域亦是我国当前尼龙纤维、尼龙工程塑料制造企业的集聚区之一。

表8 公司尼龙6切片销售区域分布（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

境内	24.37	95.83%	22.88	95.85%	19.95	99.07%
境外	1.06	4.17%	0.99	4.15%	0.19	0.93%
合计	25.43	100.00%	23.87	100.00%	20.14	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户集中度来看，2018-2020年，公司前五大客户销售额占年度销售总额的比重分别为38.16%、37.77%和39.44%，不存在对单一客户依赖的情况。值得注意的是，2019年和2020年公司第一大客户义务华鼎锦纶股份有限公司（以下简称“华鼎股份”，2019-2020年分别对其销售额3.88亿元和3.56亿元，占年度销售总额的比重分别为15.98%和13.87%）连续亏损，且存在其控股股东占用其非经营性资金、其控股股东持有其部分股票被司法拍卖、违规担保和违规借款以及涉嫌信息披露违法违规被证监会立案调查等风险事项，但由于公司主要采用预付账款销售，截至2020年末公司对华鼎股份应收账款规模仅474.88万元，应收账款风险不大，华鼎股份业绩持续下滑或影响其对公司的采购情况。尽管目前公司产品供给较为紧俏，仍需关注公司和华鼎股份的合作关系的持续性及其后续客户开发情况对公司业务规模的影响。

公司产能利用率和产销率保持较高水平；公司产能紧俏，为突破产能限制进一步扩大业务规模，公司在建和拟建产能规模较大，未来收入规模有望进一步扩大，但需关注其产能消化情况

目前公司主要生产基地位于杭州萧山区高新技术产业园，占地面积103.9亩，公司从筹划启动开始，将柔性化因素贯穿工厂、生产、设计的各个环节，柔性化生产易方面可以帮助公司实现多品种、小批量、多批次的生产，通过实现产品多品种快速切换，满足市场多样化需求的同时提高公司的应变能力，为公司根据市场波动和未来发展定位而在不同产品之间切换祭奠了基础。

截至2020年末，公司合计产能23.10万吨/年，受益于下游需求增长和市场开拓情况较好，公司产品销售较为紧俏，产能利用率较高。生产模式方面，公司主要采取“以销定产”的生产方式，对于部分小产量型号产品，辅以少量“以产定销”的生产方式，公司根据销售计划提前生产，以此避免生产线在不同型号间频繁切换，整体产销率水平较高。

表9 2018-2020 年公司产能及产能利用率（单位：万吨/年，万吨）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
产能	23.10	16.79	11.90
产量	23.71	19.41	12.94
产能利用率	102.64%	115.61%	108.89%
产销率	99.85%	99.22%	100.27%

注：公司产线陆续投产，当年投产的生产线按照实际投产天数测算产能及产能利用率。

资料来源：公司提供

公司上市以来发展较快，销售规模不断扩大，供给紧俏，为积极应对市场竞争，进一步建立成为具有规模优势的头部企业，一方面公司通过扩建生产基地扩大产能，年产18万吨聚酰胺6切片项目位

于山东滕州，由子公司聚合顺鲁化负责筹建，年产10.4万吨尼龙新材料项目位于杭州，由公司本部负责筹建，这两个项目是本期债券募投项目，IPO募投项目年产10万吨聚酰胺6切片项目剩余部分预计2021年10月完工，建成后将新增产能4万吨/年；另一方面，全资子公司常德聚合顺新材料有限公司（以下简称“常德聚合顺”）通过设备租赁增加产能，其租赁设备设计年产能约为7万吨，该产能预计能在2021年快速达产，若以上项目全部顺利实施，未来公司新增产能合计39.40万吨/年，届时公司总产能是2020年末产能的2.71倍，公司年产能规模将大幅上升。此外，公司在特种尼龙领域积极研究和开发新产品，控股子公司山东聚合顺新材料有限公司（以下简称“山东聚合顺”）拟筹建高端尼龙项目，以满足公司产品多元化、高端化发展。尼龙6切片生产具有一定规模效应，产能规模大幅增长有利于加强公司成本优势、提高市场地位，但行业头部企业产能扩张速度亦较快，预计未来尼龙6切片市场竞争将日益激烈，对公司新增产能的消化带来较大挑战。同时，在建拟建项目预计总投资合计13.63亿元，尚需投资超过10亿元，若本期债券未发行成功，较大的资本支出需求将给公司带来一定资金压力。

表10 截至2020年末公司的在建/拟新增产能项目（单位：亿元、万吨）

项目名称	新增产能	资金来源	总投资	已投资	位置
年产10万吨聚酰胺6切片项目（剩余部分）	4.00	IPO募集资金	3.29	2.30	浙江杭州
年产18万吨聚酰胺6切片项目	18.00	发行可转换债券和自有资金	5.58	-	山东滕州
年产10.4万吨尼龙新材料项目	10.40	发行可转换债券和自有资金	4.76	-	浙江杭州
子公司常德聚合顺租用聚合设备增加产能	7.00	-	-	-	湖南常德
小计	39.40	-	13.63	2.30	-

资料来源：公司提供

公司定价模式可使其有效将己内酰胺价格波动风险转嫁给下游客户，但己内酰胺价格波动较大影响尼龙市场需求，行业周期性波动或对公司业务拓展带来一定影响；公司供应商集中度相对较高

己内酰胺是聚合生成尼龙6切片的最主要的原材料，且己内酰胺的成本占尼龙6切片生产成本的90%左右，因此尼龙6切片的价格与己内酰胺的价格高度相关。己内酰胺主要从原油、纯苯、甲苯等原材料中提取，其市场价格易受石油市场波动而出现较大幅度的波动。采购模式与销售模式对应，公司对己内酰胺的采购主要有签订“年度采购协议”和“一单一谈”两种，在年度采购协议的模式下，公司与主要供应商签订年度框架协议，采购数量每月具体订单确定，采购价格参照中石化的月度结算价结算；“一单一谈”的采购模式下，公司在有采购需求时，采取市场询价方式选择供应商，结算价格按照询价时市场价格确定。由于己内酰胺的生产对设备、技术和管理有较高的要求，国内主要生产厂商为大型国有企业及部分资金实力较强的大型民企，集中度较高，为了保证公司己内酰胺的长期稳定供应，公司采购以签订“签订年度采购协议”为主，公司已与南京福邦特东方化工有限公司、中石化江苏分公司等多家优质供应商签订了年度供货合同。在采购结算模式方面，根据行业惯例，公司采购己内酰胺主要采取款（包含承兑汇票、信用证）到发货模式，通常无账期，其中承兑汇票采购系公司主要采购结算方式之一。

表11 公司原材料己内酰胺采购情况（单位：万吨、亿元、万元/吨）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
采购数量	25.68	21.13	12.66
金额	22.19	23.01	17.53
平均单价	0.86	1.09	1.39
占原材料采购总额的比例	97.87%	97.74%	97.75%

注：上述金额和平均单价不含税。

资料来源：公司提供

公司执行“以销定产、以产定购”的生产及采购模式，原材料己内酰胺采购数量随着业务规模扩大不断增长。2019年美国页岩油产量创下历史新高影响原油价格转向下行趋势，2020年初受新冠疫情和“欧佩克+”原油减产协议未达成影响，油价暴跌，己内酰胺市场价格快速下降，公司采购价格与己内酰胺市场知道价格（中石化每月公布的己内酰胺结算价）走势基本一致，2019年、2020年公司己内酰胺采购单价快速下降。原油价格波动较大使得公司主要原材料价格波动较大，但公司主要通过“成本+加工费”的方式进行产品定价，通过加工费获取相对稳定的毛利，公司可以将原材料价格波动风险有效转移至下游企业，但随着公司业务规模持续扩大，库存备货增多，原材料价格的大幅波动仍给公司一定利润波动的风险。同时，己内酰胺价格波动较大使得尼龙6切片市场价格波动加大，如果己内酰胺价格处于高位，会使得下游需求受到抑制，行业周期性波动对公司业务拓展带来一定影响。

公司与主要供应商合作时间长，关系较为稳定，主要供应商包括中国石化化工销售有限公司、南京福邦特东方化工有限公司和福建天辰耀隆新材料有限公司等，2018-2020年前五大供应商采购金额占比分别为89.02%、75.23%和63.04%，前五大供应商集中度呈下降趋势但整体供应商集中度仍保持较高水平，公司原材料采购对主要供应商存在较强依赖性，如果公司与主要供应商的合作关系发生重大不利变化，或者主要供应商经营财务出现重大不利变化，或其进行定期、不定期的生产检修，有可能导致公司不能足量、及时采购，影响公司正常生产经营。

表12 公司前五大供应商采购占比

供应商	2020 年	2019 年	2018 年
第一名	19.53%	21.30%	42.79%
第二名	16.95%	20.26%	21.48%
第三名	13.06%	14.89%	8.65%
第四名	7.33%	11.88%	8.39%
第五名	6.17%	6.90%	7.70%
合计	63.04%	75.23%	89.02%

注：表格中“第X名”系根据各年供应商采购金额排序后的代称，不同年份前五大供应商各有所不同。

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及2021年1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2021年6月末，公司合并范围一级子公司4家，详见附录四，2018年公司合并范围无变化，2019-2020年公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表13 2018-2020 年公司合并范围变化情况

年份	名称	增减情况	变动方式
2020 年	山东聚合顺鲁化新材料有限公司	增加	设立
	常德聚合顺新材料有限公司	增加	设立
	山东聚合顺新材料有限公司	增加	设立
2019 年	杭州聚合顺特种材料科技有限公司	增加	设立

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，以流动性资产为主，且货币资金占比较高，资产流动性较好

受益于公司业务规模持续扩张及2020年首次公开发行股票募集资金总额5.56亿元，2020年公司总资产规模快速增长，资产结构转变为以流动资产为主。随经营规模扩大，2021年上半年公司资产规模持续扩大。

2020年末公司货币资金规模大幅上升，主要是首次公开发行股票募集资金总额5.56亿元所致，其中3.34亿元货币资金用于开具银行承兑汇票和信用证存入保证金使用受限，受限比例为32.85%。应收票据全部是银行承兑汇票，承兑风险较小；随着业务规模扩大，公司应收账款规模持续增长，但公司对大多数客户执行款到发货的信用政策，仅对少量客户给予一定账期，近年公司应收账款占营业收入的比重较低，2020年末前五大应收对象合计占应收账款余额的72.87%，应收账款集中度相对较高。2021年上半年，公司营收增长较快，应收票据和应收账款规模随之增长。截至2020年末，公司预付款项和存货规模均大幅增长，预付款项主要是预付的原材料己内酰胺采购款，存货规模增长亦是库存原材料规模大幅增长所致，一方面是由于IPO募集资金到位，公司货币资金较为宽裕，另一方面是基于公司对来年生产的计划安排，加大了对原材料己内酰胺的采购和存货所致。2021年上半年，公司存货规模继续扩大，主要系公司采取委托加工方式增加了公司产量以满足销售，同时叠加原材料价格上涨较快的影响，存货规模上升较快。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 6 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.88	41.34%	10.16	44.30%	1.73	15.84%	1.08	12.97%

应收票据	1.37	4.40%	0.62	2.71%	0.20	1.86%	0.20	2.41%
应收账款	1.97	6.31%	1.08	4.71%	0.76	7.00%	0.42	5.07%
预付款项	1.75	5.61%	1.74	7.58%	0.40	3.67%	0.41	4.92%
存货	4.74	15.20%	3.00	13.09%	1.34	12.25%	0.82	9.84%
流动资产合计	24.22	77.74%	17.16	74.82%	5.45	49.90%	3.18	38.36%
固定资产	4.92	15.79%	5.00	21.82%	4.47	40.92%	2.46	29.72%
在建工程	1.46	4.70%	0.46	2.02%	0.70	6.45%	2.34	28.19%
非流动资产合计	6.93	22.26%	5.77	25.18%	5.47	50.10%	5.11	61.64%
资产总计	31.15	100.00%	22.93	100.00%	10.93	100.00%	8.29	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年，随着公司主要在建项目年产10万吨聚酰胺6切片生产项目（IPO募投项目）和16万吨尼龙新材料切片项目三期不断投入建设和完工后转入固定资产，公司固定资产规模持续增长；截至2021年6月末，16万吨尼龙新材料切片项目三期已经全部完工转入固定资产，公司主要在建项目是年产10万吨聚酰胺6切片生产项目，预计总投资3.29亿元，设备建设已经完毕，目前进入试运行阶段。本期债券募投项目年产18万吨聚酰胺6切片项目已于2021年4月完成所涉及建设土地的竞拍，2021年开始预付设备款，使得在建工程规模快速增长。

整体来看，公司资产规模快速增长，以流动性资产为主，且货币资金占比较高，整体资产流动性较好。

盈利能力

公司产品盈利能力较弱，2018-2020年产品单位毛利呈下降趋势，使得业务规模的快速扩大未对公司盈利带来明显提升，2021年上半年度，公司产品单位毛利有所上升，叠加业务规模迅速扩大的影响，公司盈利水平有所好转；成本的精细化控制和提高产品竞争力进一步增加市场占有率对公司未来盈利尤为重要

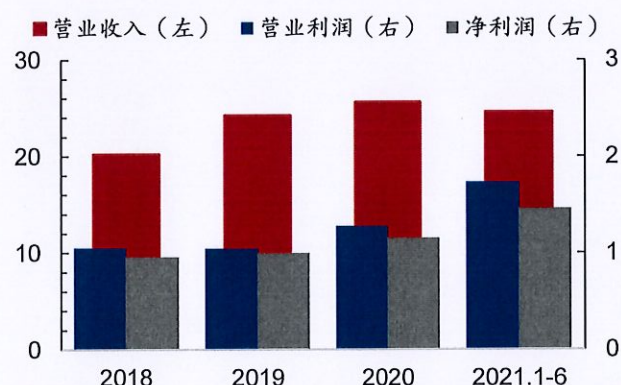
报告期内公司营业收入增速呈现放缓趋势，主要由于产品价格持续下降所致。原材料己内酰胺占公司生产的尼龙6切片产品成本的90%左右，产品价格与己内酰胺市场价格走势基本一致，2018年以来，己内酰胺市场价格呈下降趋势，使得尼龙6切片价格不断下降。而从产品销量来看，一方面受益于公司市场开拓情况良好下游需求增长，另一方面公司新增产能不断释放，产能瓶颈得到缓解，公司各类产品销量持续快速上升，2018-2020年公司各类产品合计销量复合增长率约39%，业务规模快速扩张。综合使得同期营业收入增长速度远不及销量增长速度，2018-2020年公司营业收入复合增长率为12.53%。2021年1-6月公司各类产品合计销售量18.39万吨，继续保持较快速度增长，叠加产品价格上升的影响，公司2021年上半年度营业收入较去年同期增长138.04%。

公司按照“成本+加工费”的模式进行定价，通过加工费获取毛利，尼龙6切片产品毛利较薄，且市场竞争激烈使得单位产品毛利呈下降趋势，2018-2020年公司EBITDA利润率维持较低水平，产品盈利能

力较弱。同时，公司产品销量虽以较快速度增长，但单位毛利呈持续下降之势，使得公司营业利润和净利润规模增速缓慢，2018-2020年两者复合增长率均在10%左右。2021年1-6月，公司毛利率水平有所回升，主要系公司原材料价格上涨较快，前期采购原材料价格较低，有效降低了营业成本，叠加上半年度公司产品销量同比上涨较快的影响，公司营业利润和净利润同比增加较快，盈利水平有所好转。2020年公司IPO募集资金到位使得总资产规模快速增长，利润增速远低于资产规模增速，使得总资产回报率快速下降。未来随着IPO募集资金用于生产基地的建设，产能进一步增长，销量上升带动利润规模，或将使得总资产回报率回升。

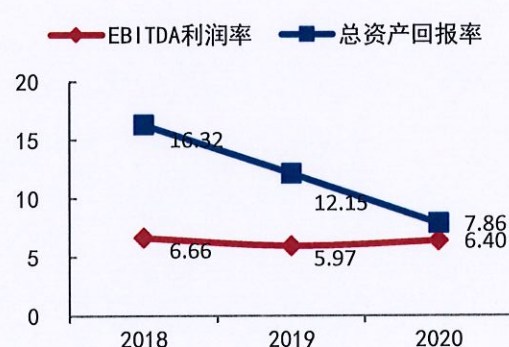
整体来看，近年公司市场拓展良好，产品销量快速增长带动业务规模持续扩大，但产品单位毛利不断下降，两相抵消，使得业务规模的扩大未对公司盈利带来明显提升。公司产品盈利能力较弱，目前拟建和在建产能规模较大，资本支出将持续增加，成本的精细化控制和提高产品竞争力进一步增加市场占有率对公司未来盈利尤为重要。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流情况较好，业务快速发展使得资本性支出持续进行，目前公司在建和拟建项目总投资规模较大，未来资金需求将持续依赖筹资活动

公司的部分客户惯用银行承兑汇票结算，公司再将收到的大部分银行承兑汇票背书转让用于购买原材料和生产设备等，使得公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金规模相对较小。总的来看，近年经营活动产生的现金流量净额持续为正，但规模有所波动。2015年以来，公司16万吨尼龙新材料切片项目逐渐建设投产（2015年投产3条生产线、2017年投产1条生产线、2019年投产3条生产线），公司处于业务快速发展期，持续进行资本性投入，报告期内公司投资活动产生的现金流量净额持续为负。公司筹资活动现金流入主要来自银行借款，2020年公司IPO募集资金到账，使得筹资

活动产生的现金净流入大幅上升。

报告期公司FFO持续增长，经营活动现金生成能力尚可。近年公司逐渐加大使用应付票据对上游进行结算，经营性应付项目快速增加，使得营运资本对公司经营活动生成的现金占用不大，经营活动生产的现金可对公司持续增加的资本性支出需求提供一定支持，但经营活动生成现金规模有限，未来主要资本性支出活动仍将主要依靠筹资活动。

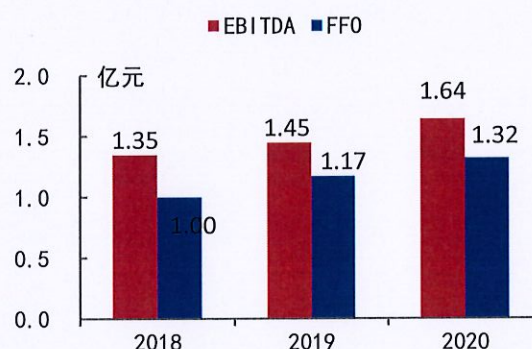
整体来看，公司经营活动现金流情况较好，现金生成能力尚可，业务快速发展使得公司资本性支出持续进行，目前公司在建和拟建项目总投资规模较大，未来资金需求将持续依赖筹资活动，若本期债券未发行成功，较大的资本支出需求将给公司带来一定资金压力。

图 9 公司现金流结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况

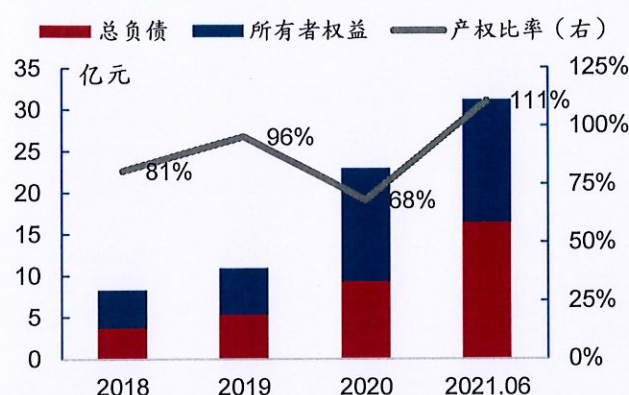


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

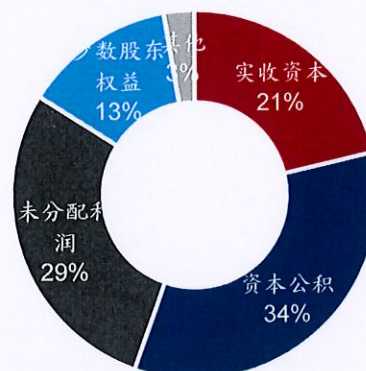
资本结构与偿债能力

公司资产负债水平一般，获取流动性资源的能力多样，整体流动性较好

2018-2020年公司产权比率有所波动，受益于2020年IPO募集资金到账，公司所有者权益规模快速增长，产权比率明显下降。2021年1-6月，公司总负债规模上升较快，主要系公司2021年1-6月公司业务增长较快，应付票据金额迅速扩大导致，截至2021年6月末，公司产权比率相对较高，所有者权益对负债的保障程度有所减弱。

图 11 公司资本结构


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 12 2021 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司负债主要由应付票据和应付账款组成，2020年公司加大使用银行承兑汇票对上游结算，使得应付票据规模快速增长。公司利用应付票据结算上游采购款，有利于缓解对营运资金的占用，且公司开具银行承兑汇票的保证金比例在40%-50%，具有一定杠杆效应。随着应付票据使用力度加大，2018-2020年公司应付账款规模持续下降。2021年1-6月，公司营业增长较快，加大了原材料等购买力度，对上游结算大幅增加。整体来看，目前公司债务主要是经营性债务，随业务规模扩大持续上升。

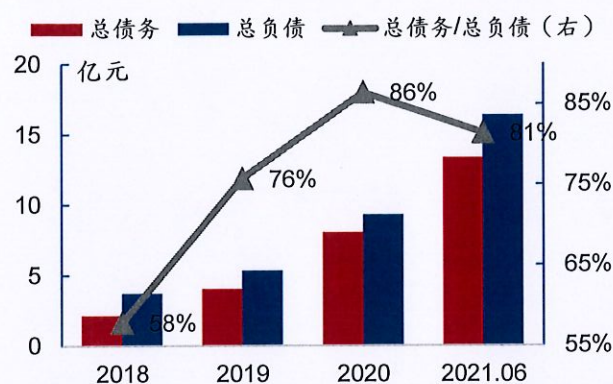
表15 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年 6 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.95	17.80%	0.80	21.60%
应付票据	13.32	81.34%	8.04	86.44%	3.09	57.92%	1.26	34.02%
应付账款	0.86	5.22%	0.39	4.23%	0.73	13.65%	1.16	31.33%
合同负债	1.36	8.33%	0.46	4.90%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	16.08	98.18%	9.11	97.92%	5.24	98.12%	3.48	93.94%
负债合计	16.38	100.00%	9.30	100.00%	5.34	100.00%	3.70	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

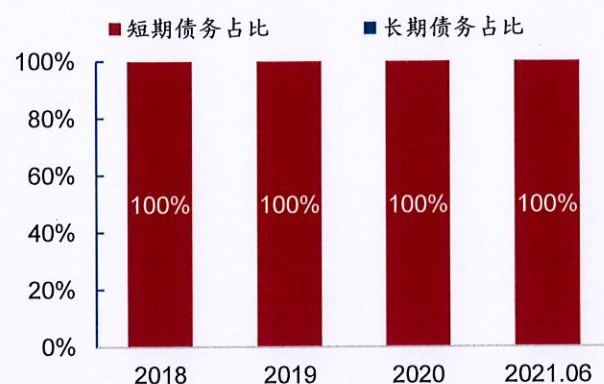
2020年公司偿还了所有短期借款后，总债务全部由应付票据构成，无其他融资性有息债务。目前公司在建拟建项目总投资规模较大，除了利用本期可转换公司债券筹集资金，未来银行借款亦是公司重要的筹资活动来源，有息负债规模或将增加，长期债务占比亦将上升。2021年1-6月公司经营活动扩张，应付票据规模迅速扩大，同时总负债水平迅速上升，综合影响下，公司总债务/总负债水平有所下降。

图 13 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表

图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表

2018-2020年公司资产负债率有所波动，截至2020年末资产负债率为40.57%，资产负债水平一般。由于2020年公司IPO募集资金到位，货币资金规模快速增长，使得2020年末净债务为负，且有息债务全部是经营活动产生的应付银行承兑汇票，总债务占总资本的比重不大，公司整体债务偿还压力不大。

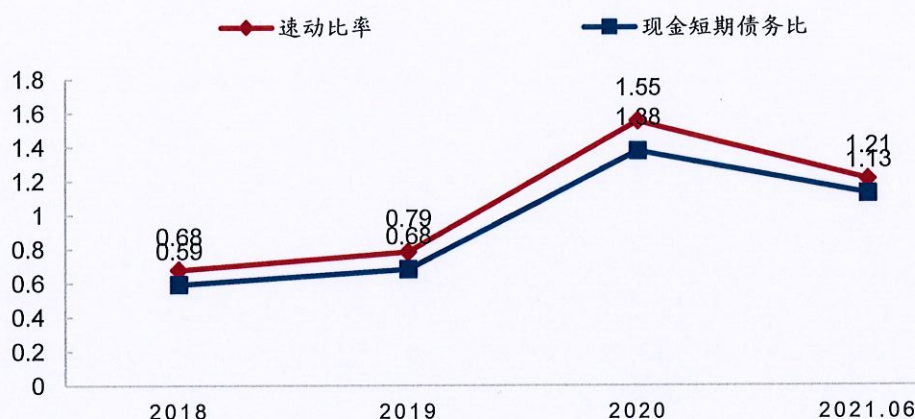
表16 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	52.58%	40.57%	48.85%	44.68%
净债务/EBITDA	-	-1.42	1.35	1.05
EBITDA 利息保障倍数	-	40.79	15.82	13.34
总债务/总资本	47.45%	37.11%	41.97%	31.85%
FFO/净债务	-	-56.64%	60.15%	70.36%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年公司速动比率和现金短期债务比持续上升，截至2020年末两项指标上升明显且均大于1，2021年6月末，公司速动比率和现金短期债务比均有所回落，但两项指标总体水平仍然大于1，现金类资产对短期债务保障程度仍然较好。公司可通过银行借款融资和通过发行可转换公司债券筹集项目建设资金，外部融资渠道较为通畅。整体来看，目前公司无融资性债务，获取流动性资源的能力多样，整体流动性较好。

图 15 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-6 月审计报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年10月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源和风险主要包括如下方面：

（1）公司经营活动产生的现金流。2018-2020年公司分别实现营业收入20.25亿元、24.26亿元和25.64亿元，公司收入规模持续增长，同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.58亿元、0.33亿元和1.38亿元，经营活动产生的现金流量持续净流入，现金生产能力尚可，可为本期债券偿还提供一定保障。

（2）公司发行的可转换公司债券可在规定时间内进行转换成股票，减轻公司偿债压力。在本期可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，投资者可将所持有的本期债券转换为股票，转股后将减轻公司偿本付息压力。但值得注意的是，转股期间股票价格波动或将影响投资者转股情况。

本期债券保障措施分析

出质人为债务人发行本期可转债提供股份质押担保

国泰君安证券股份有限公司作为质权人代理人与出质人签订《杭州聚合顺新材料股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“《股份质押合同》”），出质人将其合法持有的聚合顺部分限售股份为债务人发行本期可转换公司债券提供质押担保。质押担保的债权为公司本次发行的总额不超过人民币20,400万元（含20,400万元）²的可转换公司债券，质押担保的范围包括公司经中国证监会核准发行的本期可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及债权人实现债权而产生的一切合理费用。质押期间为《股份质押合同》项下质权登记之日起至本期可转换债券持有人全部形式股权或本期可转换债券本息全额付清两个时点中的较早者。

（1）质押资产

截至2021年6月末，出质人合计持有公司127,941,888股的流通受限股份（其中：永昌控股现持有聚合顺 60,216,050股；永昌贸易现持有聚合顺 44,300,838股；傅昌宝现直接持有聚合顺 15,000,000股；金建玲现持有聚合顺3,900,000股；万泓现持有聚合顺3,175,000股；王维荣现持有聚合顺1,350,000股）。出质人将其持有的部分公司人民币普通股出质给质权人，为公司本次发行的可转换公司债券提供质押担保。初始出质股份数、追加出质股份数及解除质押股份数以办理质押登记手续时，质权人与出质人按照本合同确定的标准计算并相应签署的《股份质押合同补充协议》中确定的股份数为准。在办理初始股票质押手续时，初始质押的公司股票合计数量=（本次可转换债券发行规模×130%）/首次质押登记日前1个交易日收盘价，不足一股按一股计算。

出质人保证在《股份质押合同》签署后，不再在质押股份上设置其他质押权、优先权或者其他第三方权利，未经质权人代理人书面同意，不得采取转让该质押股份或作出其他损害质权人权利的行为。

《股份质押合同》签订后及本次可转债有效存续期间，如公司进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持公司的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量，不足一股按一股计算。《股份质押合同》签订后及本期可转债有效存续期间，如公司实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金红利不作为股票质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

（2）质押财产价值发生变化的后续安排

①质押物市场价值下降，追加质押

在质权存续期内，如连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，追加的资产限于公司人民币普通股，追加质押后质押股票的市场价值不得低于当期未偿还债券本息总额的

² 《股份质押合同》金额为 44,500 万元，由于发行金额变更，正文中数值与本次发行金额一致

130%，追加质押的合计股份数量计算如下：

追加质押的合计股份数量=（当期未偿还本息总额×130%）/办理质押登记日前1交易日收盘价—追加质押前质押的合计股份数量。不足一股按一股计算。

在出现上述须追加担保物情形时，出质人保证追加提供相应数量的公司人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值符合上述规定。在满足追加质押的公司股票合计数量要求的前提下，六名出质人各自追加质押的股份数量依出质人内部协商所确定。

②质押物市场价值上升，解除质押

在质权存续期内，如连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押登记日前1交易日收盘价计算）不得低于当期尚未偿还债券本息总额的130%，具体解除质押的合计股份数量计算如下：

解除质押的合计股份数量=解除质押前质押的合计股份数量—（当期未偿还本息总额×130%）/办理解除质押登记日前1交易日收盘价。在满足解除质押的公司股票合计数量要求的前提下，六名出质人各自解除质押的股份数量依出质人内部协商所确定。

十、结论

综上，中证鹏元评定杭州聚合顺新材料股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

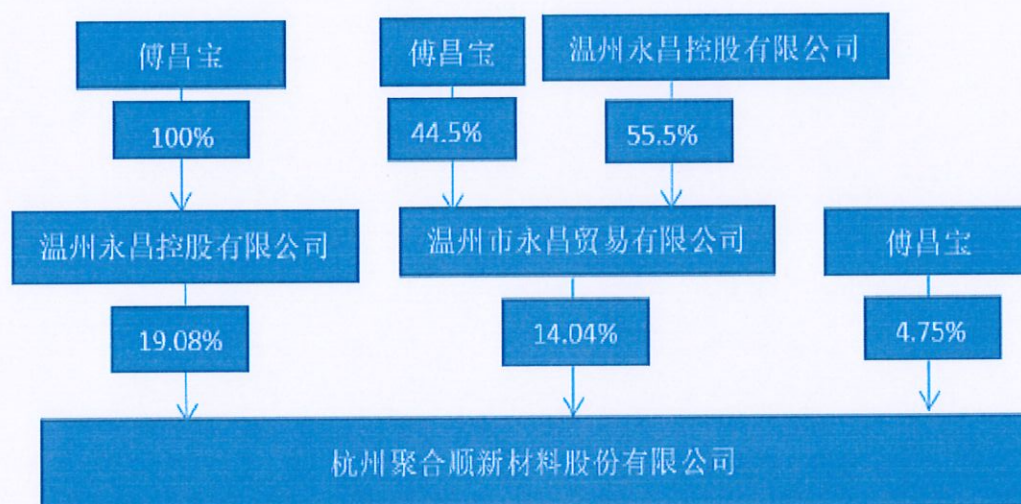
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	12.88	10.16	1.73	1.08
应收票据	1.37	0.62	0.20	0.20
应收账款	1.97	1.08	0.76	0.42
应收款项融资	0.77	0.30	0.83	-
预付款项	1.75	1.74	0.40	0.41
存货	4.74	3.00	1.34	0.82
流动资产合计	24.22	17.16	5.45	3.18
固定资产	4.92	5.00	4.47	2.46
在建工程	1.46	0.46	0.70	2.34
非流动资产合计	6.93	5.77	5.47	5.11
资产总计	31.15	22.93	10.93	8.29
短期借款	0.00	0.00	0.95	0.80
应付票据	13.32	8.04	3.09	1.26
应付账款	0.86	0.39	0.73	1.16
合同负债	1.36	0.46	0.00	0.00
流动负债合计	16.08	9.11	5.24	3.48
非流动负债合计	0.30	0.19	0.10	0.22
负债合计	16.38	9.30	5.34	3.70
总债务	13.34	8.04	4.04	2.14
归属于母公司的所有者权益	12.81	11.67	5.59	4.59
营业收入	24.62	25.64	24.26	20.25
净利润	1.46	1.16	1.00	0.96
经营活动产生的现金流量净额	1.86	1.38	0.33	0.58
投资活动产生的现金流量净额	-1.66	-0.91	-0.32	-0.70
筹资活动产生的现金流量净额	-0.31	5.91	-0.24	0.19
财务指标	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	10.21%	8.80%	9.42%	10.11%
EBITDA 利润率	-	6.40%	5.97%	6.66%
总资产回报率	-	7.86%	12.15%	16.32%
产权比率	110.86%	68.25%	95.51%	80.75%
资产负债率	52.58%	40.57%	48.85%	44.68%
净债务/EBITDA	-	-1.42	1.35	1.05
EBITDA 利息保障倍数	-	40.79	15.82	13.34
总债务/总资本	47.45%	37.11%	41.97%	31.85%
FFO/净债务	-	-56.64%	60.15%	70.36%
速动比率	1.21	1.55	0.79	0.68

现金短期债务比	1.13	1.38	0.68	0.59
---------	------	------	------	------

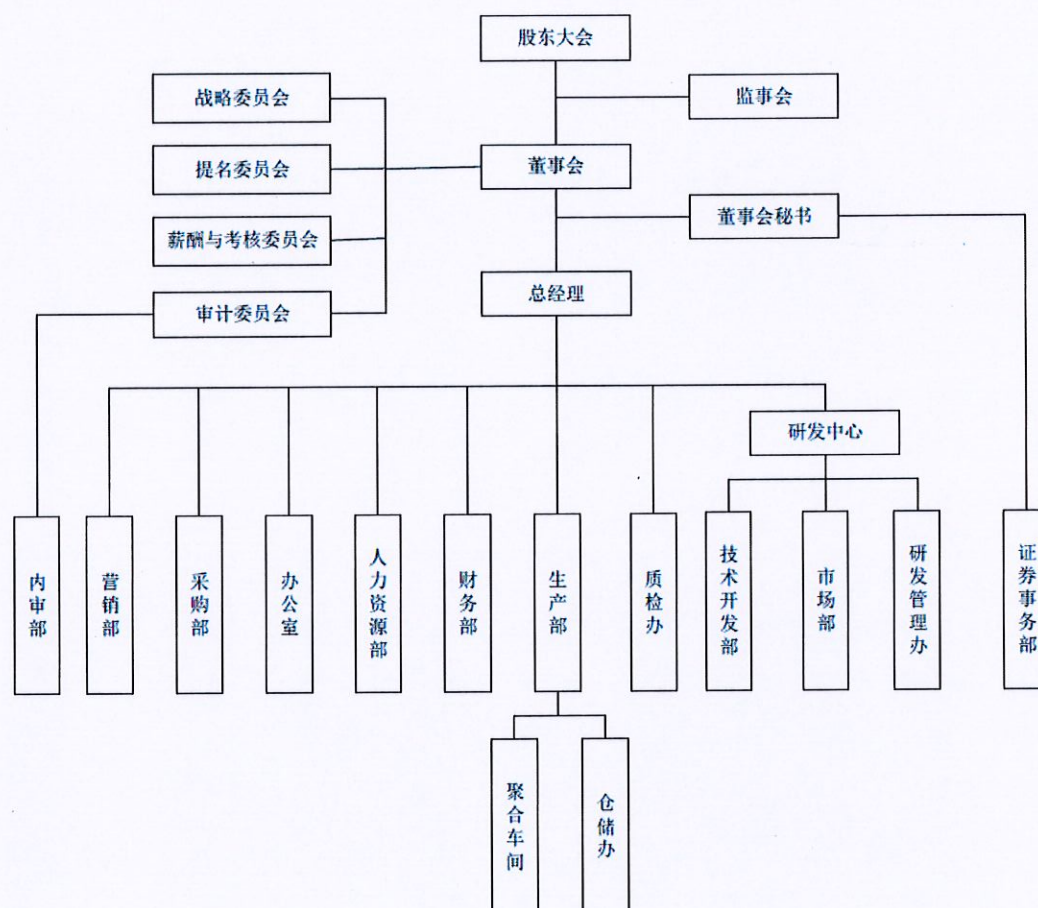
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
山东聚合顺鲁化新材料有限公司	40,000.00	51%	尼龙新材料生产销售
常德聚合顺新材料有限公司	5,000.00	100%	尼龙新材料生产销售
山东聚合顺新材料有限公司	20,000.00	70%	尼龙新材料生产销售
杭州聚合顺特种材料科技有限公司	100.00	100%	尼龙切片贸易

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

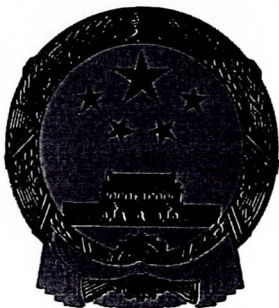
二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
类型 其他股份有限公司（非上市）
住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人 张剑文
成立日期 1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

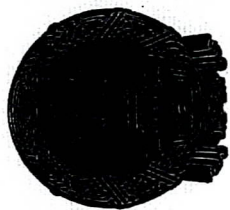


此复印件仅供
聚合顺 使用
再复印无效

登记机关

2018 年 11 月 03 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：毕柳

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030212120003

证书取得日期 2012-12-21



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

SAC

中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	龚程晨	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220040001	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-04-03			

6-10-39

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030220040001	2020-04-03	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	