

# 江苏裕兴薄膜科技股份有限公司创业板向不特定 对象发行可转换公司债券信用评级报告

---

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：周伊格 ygzhou@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年9月15日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]2850D 号

## 江苏裕兴薄膜科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“江苏裕兴薄膜科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定，本期可转换公司债券的信用等级为 **AA-**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年九月十五日

**发行要素**

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
江苏裕兴薄膜科技股份有限公司	不超过6亿元(含)	发行之日起6年	每年付息一次, 到期归还本金和支付最后一年利息	用于年产5亿平米高端功能性聚酯薄膜生产线建设项目、年产2.8万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线建设项目及补充流动资金

**评级观点:** 中诚信国际评定江苏裕兴薄膜科技股份有限公司(以下简称“裕兴股份”或“公司”)的主体信用等级为AA-, 评级展望为稳定; 评定“江苏裕兴薄膜科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券”的债项信用等级为AA-。中诚信国际肯定了公司细分领域产品差异化优势明显且市场占有率高、营业总收入及净利润逐年增长及债务规模小、财务杠杆水平低等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时, 中诚信国际关注到公司上下游集中度较高且存在一定资金占用、在建及拟建项目待投资规模较大及股权稳定性需持续关注等因素对其经营和整体信用状况的影响。

**概况数据**

裕兴股份(合并口径)	2018	2019	2020	2021.6
总资产(亿元)	16.39	17.48	19.41	19.28
所有者权益合计(亿元)	14.83	15.10	16.73	16.93
总负债(亿元)	1.57	2.38	2.68	2.34
总债务(亿元)	1.01	1.53	1.28	1.19
营业总收入(亿元)	7.38	8.75	10.00	6.46
净利润(亿元)	0.76	0.94	1.56	1.28
EBIT(亿元)	0.88	1.11	1.84	--
EBITDA(亿元)	1.39	1.66	2.45	--
经营活动净现金流(亿元)	-0.08	1.44	1.22	-0.21
营业毛利率(%)	14.40	18.76	24.27	29.22
总资产收益率(%)	5.45	6.56	9.98	--
资产负债率(%)	9.55	13.63	13.80	12.16
总资本化比率(%)	6.40	9.19	7.12	6.55
总债务/EBITDA(X)	0.73	0.92	0.52	--
EBITDA 利息倍数(X)	69.60	42.04	65.69	--

注: 中诚信国际根据2018~2020年审计报告及2021年半年度未经审计的财务报表整理。

**正面**

- **细分领域产品差异化优势明显, 市场占有率高。**公司在中厚型特种功能聚酯薄膜领域拥有丰富的技术和研发经验, 产品差异化优势明显, 太阳能背材聚酯薄膜全球市场占有率为26%, 综丝基膜国内市场占有率近90%, 均处于细分行业领先水平。
- **营业总收入及净利润逐年增长。**近年来受益于新建产能陆续投产及产能释放, 加之下游订单充足, 公司产销量持续提升, 营业总收入及净利润均呈逐年增长态势。
- **债务规模小, 财务杠杆水平低。**公司负债规模小, 截至2021

**同行业比较**

2020年部分化工企业主要指标对比表(亿元、%)					
公司名称	营业总收入	净利润	资产总额	所有者权益	资产负债率
苏博特	36.52	4.93	64.13	37.65	41.29
裕兴股份	10.00	1.56	19.41	16.73	13.80

注: “苏博特”为江苏苏博特新材料股份有限公司简称。

资料来源: 中诚信国际整理

年6月末资产负债率和总资本化比率分别为12.16%和6.55%, 财务杠杆处于很低水平。

**关注**

- **上下游集中度较高, 存在一定资金占用。**2020年公司前五大客户销售金额合计占比为50.29%, 前五大供应商采购金额合计占比为87.65%, 集中度均较高, 公司的稳定经营依赖于与上下游主要供应商及客户的持续合作; 且上下游均存在一定资金占用, 原材料价格波动及下游行业周期性变化均将对企业盈利及获现能力产生一定影响。
- **在建及拟建项目待投资规模较大。**公司在建及拟建项目投资规模相对较大, 未来将面临一定资本支出压力。
- **股权稳定性需持续关注。**公司实际控制人及其一致行动人对公司合计持股比例不高, 二股东及其一致行动人曾增持股份, 对实控人控股权构成威胁; 目前二股东及其一致行动人已减持公司股份, 但仍需对实控人控股权的稳定性保持关注。

**评级展望**

中诚信国际认为, 江苏裕兴薄膜科技股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司资产质量显著提升、资本实力显著增强, 或盈利大幅增长且具有可持续性。
- **可能触发评级下调因素。**净利润大幅亏损, 财务杠杆大幅攀升, 流动性恶化, 控股权不稳定严重影响生产经营或其他导致信用水平显著下降的因素。

## 发行人概况

江苏裕兴薄膜科技股份有限公司前身为成立于 2004 年的常州裕兴绝缘材料有限公司。2012 年 3 月 29 日，公司在深圳证券交易所创业板上市（股票代码：300305）。公司主营业务为中厚型特种功能性聚酯薄膜的研发、生产和销售，产品广泛应用于新能源、电子通讯、电气绝缘等工业领域。

产权结构：截至 2021 年 6 月末，公司总股本为 2.89 亿元；自然人王建新持有公司 23.62% 的股份，为公司控股股东及实际控制人，所持股份无质押；王建新与刘全、韩伟嘉、陈静、张静、徐鹏、朱益明及刘敏属于一致行动人<sup>1</sup>，合计持有公司 28.95% 的股份。

此外，常州市科技街城市建设有限公司（以下简称“常州科技街”）亦为公司控股股东的一致行动人。2019 年 6 月 14 日，王建新及上述 7 位自然人股东与常州科技街签署了《股东投票权委托协议》，将其合计所持公司 83,674,250 股股份对应的投票权委托给常州科技街行使。常州科技街系常州市钟楼区人民政府全资企业，不持有公司任何股份。此次表决权委托事项完成后，常州科技街成为公司单一拥有表决权份额最大的股东，但因其未直接参与公司经营，在受托投票表决前，会征求王建新董事长意见，鉴于王建新的意见会影响常州科技街的表决结果，公司的实际控制人仍然为王建新。2021 年 6 月，双方签署了《股东投票权委托之续签协议》，将委托期限延长至 2023 年 6 月 13 日，其他条款保持不变。

**表 1：公司子公司情况**

全称	简称	持股比例
江苏裕创投资有限公司	裕创投资	100.00%

资料来源：公司提供

## 本期债券概况

公司本期向不特定对象发行可转换公司债券拟募集资金总额不超过 6.00 亿元（含），扣除发行

注1：刘全现任公司董事、总经理、董事会秘书，对公司持股比例为 1.16%；朱益明现任公司董事、常务副总经理，对公司持股比例为 0.11%；韩伟

费用后用于以下项目：

**表 2：本期债券募集资金用途（万元）**

序号	项目名称	项目总投资	募集资金
1	年产 5 亿平米高端功能性聚酯薄膜生产线建设项目	78,471.09	32,000.00
2	年产 2.8 万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线建设项目	19,383.43	12,000.00
3	补充流动资金	16,000.00	16,000.00
合计		<b>113,854.52</b>	<b>60,000.00</b>

资料来源：公司提供

本期债券的存续期限为自发行之日起 6 年，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。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年上半年，经济延续修复态势，低基数下 GDP 同比实现 12.7% 的高增长，两年复合增速提升至 5.3%，产需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下 GDP 同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现产需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年 PPI 出现快速

嘉、陈静、张静、徐鹏及刘敏目前在公司无任职，对公司持股比例分别为 1.00%、1.00%、1.00%、1.00% 和 0.06%。

上升，与CPI之差不断扩大，不过，随着全球产需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续PPI涨幅或将持续回落。

**宏观风险：**虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然PPI涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注PPI回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

**宏观政策：**2021年上半年宏观政策延续向常态化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7月初全面降准落地释放长期资金1万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支紧平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注

政府部门去杠杆对财政支出的约束。

**宏观展望：**虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济持续修复的基本态势不改，产需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 行业及区域环境

**2020年化工<sup>2</sup>行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计2021年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性**

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工产品的需求；医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的HDPE，用

注2：文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、

石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等5个子行业。

作口罩的 PP 等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3 月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

出口方面，受海外疫情形势严重令其他经济体经济下行、国际贸易摩擦持续以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，2020 年我国化工行业出口端承受了巨大压力，根据海关统计数据，2020 年前三季度行业进出口贸易总额呈负增长态势，为近三年来较低水平。随着海外主要国家重启经济活动，全球经济总体呈现回暖趋势，美国 2020 年第三季度 GDP 环比折年率初值为 38.0%，欧盟 27 国同期 GDP 环比增长 12.1%，同时新冠疫苗未来在全球的逐步推出亦有助于各经济体重新提振经济。此外，随着拜登在美中期选举中获胜，中美贸易摩擦有望缓和；而 2020 年 11 月签署的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）规定协定生效后区域内 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税，亦有助于降低贸易壁垒。上述事项有利于相关化工产品 & 下游产品出口需求的恢复，尤其是处于纺织服装、海外地产、家电产业链等的相关产品。不过，预计新冠疫苗仍很难使疫情在 2021 年内完全解除，海外疫情的发展和贸易摩擦仍存在一定的不确定性，并影响行业总需求。

2020 年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，其中湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。

**表 3：我国部分化工产品产量统计**  
 (万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2019	2020
----	------	------

	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸（折 100%）	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱（折 100%）	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱（碳酸钠）	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9
化学农药原药（折有效成分 100%）	225.4	1.4	214.8	-1.1
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从成本端来看，化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020 年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下，全球经济受到沉重打击，石油需求出现大幅萎缩，供需失衡令产油国库存高企，国际原油价格快速下跌，4 月 20 日美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货 5 月结算价暴跌至-37.63 美元/桶；随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启，油价逐步反弹。2020 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 39.58 美元/桶和 43.21 美元/桶，同比分别下降约 17.45 美元/桶和 20.96 美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响，2020 年上半年天然气价格持续下跌；下半年以来，疫情缓和以及下游需求回暖，天然气消费量上升，价格亦反弹明显，LNG 市场价格较上半年增长 7.99%，不过全年均价仍同比下降约 16.79%。自供给侧改革以来，煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳，2020 年以来呈小幅下降态势，整体降幅较为平稳，截至 12 月末国内无烟煤（2 号洗中块）市场价为 900 元/吨，较年初下降 15.75%。总体来看，2020 年原油价格的超预期下跌将严重削弱石油开采企业的盈利空间，短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企，随着油价

及下游产品价格缓慢恢复，油制产业链盈利提升，同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击；接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。预计 2021 年，OPEC+ 执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑，但疫情对经济和原油需求的拖累将持续存在，加之当前原油供大于求的格局下，油价或将处于中枢区间。

图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响，2020 年 1~5 月化工产品价格整体下跌；随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产，化工产品价格底部复苏，全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看，自 2020 年 2 月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均弱于上年同期且分化较为明显。

图 2：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



注3：根据申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，中诚信国际选取 A 股 381 家化工上市公司，剔除 2019 年以来上市但缺少单一季度数据的 20 家公司后保留 361 家为样本进行

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020 年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降 15.5% 和 8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020 年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿色化改造；全面实行排污许可制，推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严，短期看，不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020 年一季度受新冠疫情影响较大，化工企业<sup>3</sup>普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，叠加原油价格大幅下跌，营业总收入同比下降，亏损企业数量大幅增至 89 家。进入二季度后，随着国内疫情逐步得到控制，企业开工率有所回升，4~6 月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升；但由于原油及其炼化产品价格处于低位，石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降，且仍呈亏损状态。三季度以来，在国内疫情防控措施得力的背景下，工业生产保持快速增长，各行业需求持续复苏，第三季度营业总收入环比增长；行业亏损企业数量降至 43 家。总体来看，2020 年化工行业营业总收入同比下降，盈利能力有所弱化，但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，盈

分析，其中包括石油开采企业 3 家，石油化工企业 19 家，化学原料企业 36 家、化学制品企业 228 家，化学纤维企业 24 家，塑料和橡胶制品企业 51 家。

利能力持续修复。

**表 4：2020 年化工行业主要经济指标**

行业	行业亏损企业亏损总额（亿元）		营业收入（亿元）		利润总额（亿元）	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)
石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
<b>化工行业</b>	<b>2,263.8</b>	<b>--</b>	<b>144,171.3</b>	<b>-8.07</b>	<b>7,328.3</b>	<b>-8.99</b>

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021 年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下，终端行业将延续回暖态势或实现边际改善，国内化工产品整体需求或将提升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

## 业务运营

公司专注于中厚型特种功能性聚酯薄膜的研发、生产和销售，是国内规模最大的中厚型特种功能性聚酯薄膜生产企业之一，主要产品按下游应用分为太阳能背材用聚酯薄膜、电子光学用聚酯薄膜、电气绝缘用聚酯薄膜及综丝用聚酯薄膜。近年来随产能扩张以及太阳能背材用、电气绝缘用聚酯薄膜产销量的增长等，公司营业总收入逐年上升。2021 年上半年，受益于 2020 年三季度两条生产线投产带来的产能提升，加之订单充足及部分产品价格回升等因素，公司当期营业总收入同比增长 60.42%。

**表 5：近年来公司收入及占比情况（亿元、%）**

收入	2018	2019	2020	2021.1~6
塑料薄膜制造业	7.20	8.57	9.66	6.24
其中：太阳能背材用	4.78	5.87	6.49	3.85
电子光学用	1.40	1.29	1.54	1.26
电气绝缘用	0.89	1.20	1.42	0.98
综丝用	0.13	0.22	0.21	0.15
其他业务	0.18	0.18	0.34	0.22
<b>营业总收入</b>	<b>7.38</b>	<b>8.75</b>	<b>10.00</b>	<b>6.46</b>
占比	2018	2019	2020	2021.1~6
塑料薄膜制造业	97.56	97.95	96.58	96.65
其中：太阳能背材用	64.79	67.11	64.86	59.68

电子光学用	18.95	14.71	15.42	19.49
电气绝缘用	11.99	13.67	14.19	15.16
综丝用	1.82	2.47	2.12	2.33
其他业务	2.44	2.05	3.42	3.35
<b>合计占比</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

注：其他业务主要为销售半成品、废料收入及水电费、加工费和租金收入；数据经四舍五入处理。

资料来源：公司提供

**公司为中厚型特种功能性聚酯薄膜细分行业龙头之一，近年来随着新生产线建成投产，产能规模提升；优势产业太阳能背材用聚酯薄膜等产品订单充足，整体产销量逐年增长**

公司生产基地位于江苏省常州市。2018 年三季度，公司年产 2 万吨高端功能聚酯薄膜项目（以下简称“五号线”）建成投产；2020 年三季度，年产 2.50 万吨功能聚酯薄膜项目（以下简称“六号线”）及年产 2 万吨光学级聚酯薄膜项目（以下简称“七号线”）建成投产，带动总产能持续增长，截至 2021 年 6 月末，公司合计拥有 12 万吨/年聚酯薄膜产能。此外，目前公司在建年产 5 亿平米高端功能性聚酯薄膜生产线等项目，并拟建年产 2.8 万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线项目，上述项目建成投产后产能规模将进一步提升。

功能性聚酯薄膜生产流程主要包括投料、干燥、挤出熔融、过滤、铸片成型、纵向拉伸、横向拉伸、牵引、收卷、分切等步骤，均在一条产线上连续完成，整体耗时较短。公司可生产 30 多个品种的产品，产品厚度在 50~500 μm 之间，差异化优势明显，同时具备优异的尺寸稳定性、绝缘性能、

耐热性能、耐候性能和光学性能等。各产线具备一定通用性，产品结构可根据市场需求进行调节，生产较为灵活。

**表 6：截至 2021 年 6 月末公司已建成生产线及产能情况（万吨/年）**

生产线	投产时间	初始设计产能	最新产能	生产线特点
一号线	2005 年 4 月	0.50	0.78	可生产中薄型功能聚酯薄膜
二号线	2009 年 2 月	1.00	1.02	可生产功能聚酯薄膜
三号线	2012 年 5 月	1.50	1.80	可生产中厚型功能聚酯薄膜
四号线	2013 年 3 月	1.00	1.80	可生产特种电子用聚酯薄膜
五号线	2018 年 8 月	2.00	2.40	可生产特种功能聚酯薄膜
六号线	2020 年 7 月	2.50	2.40	可生产特种功能聚酯薄膜
七号线	2020 年 8 月	2.00	1.80	可生产光学级聚酯基膜产品
<b>总产能</b>	--	<b>10.50</b>	<b>12.00</b>	--

注：最新产能系设备在当前状态预计所能达到的产能；一号线至五号线经工艺改进及设备改造，最新产能较初始设计产能有所提升；不同品种、规格的功能性聚酯薄膜的产能水平有所不同，使得六号线及七号线最新产能略低于初始设计产能。

资料来源：公司提供

公司采用以销定产的生产模式，产品产销率整体维持在较高水平。随着新产线陆续投产及产能释放，近年来公司产品总计产销量呈逐年增长态势。其中，太阳能背材用聚酯薄膜是公司的优势产品，技术处于国内领先水平，市场占有率高；受益于光伏行业的快速发展，近年来其产销量保持了较高增速。由于产品性能优异，电气绝缘用聚酯薄膜出货量亦逐年增长。综丝用聚酯薄膜下游需求有限，因此整体业务规模较小<sup>4</sup>。电子光学用聚酯薄膜方面，2019 年其产销量有所下降主要系公司调整产品结构，增加太阳能背材用聚酯薄膜产销所致；2020 年受益于光学级聚酯基膜产能增加及市场扩张，其产销量大幅回升。2021 年上半年，产能提升及订单充

足带动公司各产品产销量同比均有不同幅度增长。

产品定价方面，公司及客户双方以协议方式确定产品价格；产品价格以原材料结算价格为基础，加上一定的附加值溢价，其中附加值溢价主要取决于市场供需状况及公司产品在市场竞争中的竞争力等。近年来受原材料价格下行等影响，公司主要产品平均售价整体呈下降态势。2021 年上半年，受原材料价格上涨等影响，公司太阳能背材用及电气绝缘用聚酯薄膜产品价格同比有所回升；但透明电子材料用聚酯薄膜市场景气度下滑致使电子光学用产品平均售价有所下降；同期，出于客户关系维护，公司综丝用产品平均售价略有下调。

**表 7：近年来公司产品产能、生产及销售情况**

板块	用途及市场占有率	分类	2018	2019	2020	2021.1~6
太阳能背材用	产品主要用于太阳能电池背材；2020 年公司该产品在全球市场占有率约为 26%，为细分行业龙头之一	产量（吨）	41,574.68	55,209.25	68,159.01	36,005.16
		销量（吨）	41,196.08	55,030.98	69,004.92	34,536.15
		销售均价（元/千克）	11.62	10.66	9.40	11.15
		产销率（%）	99.09	99.68	101.24	95.92
电子光学用	产品主要为电子材料用聚酯薄膜和光学级聚酯薄膜，广泛应用于消费电子行业和光电显示行业；近年来公司市场占有率稳步提升	产量（吨）	10,952.27	9,208.32	13,434.31	11,919.70
		销量（吨）	10,594.65	9,683.41	12,880.93	10,749.21
		销售均价（元/千克）	13.21	13.28	11.97	11.70
		产销率（%）	96.73	105.16	95.88	90.18
电气绝缘用	产品主要用于电机马达槽间、匝间的绝缘材料以及干式变压器线圈之间及槽间的隔断绝缘材料等；公司处于细分行业领先地位	产量（吨）	8,322.48	11,156.91	14,604.45	9,030.42
		销量（吨）	7,902.78	11,242.88	14,847.87	8,896.43
		销售均价（元/千克）	11.20	10.63	9.56	11.00
		产销率（%）	94.96	100.77	101.67	98.52
综丝用	产品主要应用于纺织机械领域；公司产品国内市场占有率近 90%	产量（吨）	632.13	1,288.96	1,184.53	982.90
		销量（吨）	680.97	1,098.40	1,133.96	818.33

注4：除综丝用聚酯薄膜外，公司其他产品均采用以销定产的生产模式。综丝用聚酯薄膜与其他产品生产用料不同，2019 年及 2021 年上半年，

为降低生产线的产品转换成本，公司在一段时间内集中生产综丝用聚酯薄膜，使得当期产销率相对较低。

合计	销售均价（元/千克）	19.78	19.66	18.71	18.37
	产销率（%）	107.73	85.22	95.73	83.26
	设计产能（吨/年）	75,000	75,000	120,000	120,000
	产量（吨）	61,482	76,863	97,382	57,938
	产能利用率（%）	99.16	98.54	103.60	96.56
	销量（吨）	60,374	77,056	97,868	55,000
	产销率（%）	98.20	100.25	100.50	94.93
	销售均价（万元/吨）	1.19	1.11	0.99	1.13

注：产能利用率为按月加权计算。

资料来源：公司提供

公司产品以内销为主，2020年境内销售收入占比为98.04%。国内下游客户主要集中在长三角及珠三角地区。此外，公司拥有自营进出口业务经营权，出口销售模式主要为自营出口，主要销往中国台湾、韩国、东南亚等国家和地区，但目前境外业务规模较小。销售模式主要采取直销模式，小部分为经销商分销模式，2020年直销及经销商模式销售收入占比分别为95.70%和4.30%。

公司下游客户多，大部分为民营企业。由于质量高、差异化优势明显，公司产品具有一定品牌效应，已与多家大型厂商建立了稳定的合作关系。近年来公司前五大客户销售占比为50%左右，销售集中度较高。公司结算方式由合同双方共同协商确定，根据合作情况和客户信用情况等采用先款后货、先货后款等方式。公司对大部分客户都给予了信用账期，期限为1~3个月。2018~2020年，公司对主要客户的信用期多为90天；2021年1~6月，由于光伏行业景气度进一步提升，公司产品供不应求，因此将部分客户的账期调整为2个月。**中诚信国际认为**，公司下游客户集中度较高且为客户提供一定账期，若光伏用聚酯薄膜行业竞争加剧或主要客户流失，将使得公司业务规模下滑；此外，光伏行业具有一定周期性，未来光伏行业景气度变动或对公司应收账款的回收及持续稳定经营产生一定影响。

**表 8：2020 年公司前五大客户销售情况（亿元、%）**

2020	销售金额	销售占比
苏州赛伍应用技术有限公司	1.95	19.51
苏州中来光伏新材股份有限公司	1.39	13.92

注5：截至2021年6月末，公司持有依索合成25.67%股份。依索合成主营业务为生产高性能复合材料及其制品（含电气复合绝缘材料及其原材料）、耐高温绝缘材料及绝缘成型件。截至2020年末，依索合成总资产

常州回天新材料有限公司	0.70	7.04
乐凯胶片股份有限公司	0.50	5.02
苏州福斯特光伏材料有限公司	0.48	4.80
<b>合计</b>	<b>5.03</b>	<b>50.29</b>

资料来源：公司提供

关联交易方面，公司与参股企业常州依索沃尔塔合成材料有限公司（以下简称“依索合成”）<sup>5</sup>存在一定关联交易，向其销售聚酯薄膜产品，但销售额及其占营业总收入的比重均很低。

### 公司原材料依赖外购，采购集中度高，议价能力弱；需关注原材料价格波动对公司盈利能力产生的影响

公司采购的原材料主要是聚酯切片，其占生产成本的比例约为70%~80%。公司原材料供应商主要集中在江苏、浙江和上海周边区域。近年来公司前五大供应商合计采购占比为88%左右，采购集中度很高。

**表 9：2020 年公司前五大供应商采购情况（亿元、%）**

2020	采购金额	占年度采购总额的比例
浙江古纤道绿色纤维有限公司	3.01	46.72
江苏三江化纤工业有限公司	1.18	18.38
中国石化仪征化纤有限责任公司	0.71	10.97
江苏海欣纤维有限公司	0.57	8.79
上海彩艳实业有限公司	0.18	2.79
<b>合计</b>	<b>5.65</b>	<b>87.65</b>

资料来源：公司提供

公司一般与供应商签订年度框架合同，月度、季度根据生产计划向供应商下达采购订单。由于聚酯薄膜行业的上游供应商拥有较强话语权，一般要求客户进行预付，以现款或银行承兑汇票结算。聚

产为2.19亿元，所有者权益为1.47亿元，资产负债率为32.87%；2020年依索合成实现营业收入2.98亿元，净利润0.26亿元。

酯切片作为大宗原料，其价格随原油价格变化波动较大，近年来受宏观经济增速放缓及疫情等因素影响，基础型聚酯切片平均采购价格逐年下降，但2021年以来有所回升。**中诚信国际认为**，公司采购集中度高，且原材料价格波动较大，上游供应商或

通过涨价转移成本压力，从而压缩公司盈利空间；需关注公司与主要供应商合作情况的变化及原材料价格波动对公司生产经营及盈利能力产生的影响。

**表 10：近年来公司原材料采购情况（吨、万元/吨）**

原材料类别	2018		2019		2020		2021.1~6	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格
聚酯切片-基础型	64,886	0.76	81,687	0.66	107,947	0.48	62,580	0.56
聚酯切片-功能型	1,207	1.67	1,457	1.40	1,291	1.66	1,189	1.47

资料来源：公司提供

## 公司是国家级高新技术企业，细分领域研发实力较强

公司为国家高新技术企业，建设有江苏省（裕兴）功能聚酯薄膜工程技术研究中心和高分子材料检测实验中心，设有功能母料研究室、聚酯合成研究室、光学薄膜研究室、户外用功能膜研究室，长期注重科技进步和技术开发，并与国内多所大学合作成立联合实验室，开展多个项目的产学研合作，积累了较为深厚的功能聚酯双拉厚膜技术工艺装备优势和产品创新、研发优势。同时，公司还具有较强的装备改造及项目管理能力，能自行调试、调整及升级改造设备，并根据客户和市场需求，研发并生产差异化产品。截至2021年6月30日，公司累计获得35项国家发明专利授权，26项实用新型专利授权，12个产品通过UL认证，8个产品被认定为高新技术产品。2018~2020年，公司研发费用分别为0.29亿元、0.39亿元和0.45亿元。

## 战略规划及管理

### 公司在建及拟建项目集中于中厚型功能聚酯薄膜和光学薄膜基材等领域，未来产能规模及产品应用

### 范围均将进一步扩大，但面临一定资本支出压力

公司将继续专注于功能聚酯薄膜的研发、生产和销售；立足适度规模，通过差异化产品，提升竞争力，将公司打造为中国最好的中高端功能性聚酯薄膜供应商。未来公司将重点围绕中厚型功能聚酯薄膜和光学薄膜基材扩大产能；同时向下游延伸，开展离线涂布应用，拓展产品应用领域。

目前，公司在建的年产5亿平米高端功能性聚酯薄膜项目主要产品为太阳能背材用聚酯薄膜、高端光学聚酯基膜及电子通用类功能膜，年产量可达7.5万吨；该项目建成达产后，公司高端功能聚酯薄膜产能规模及市场占有率或将得到进一步提升。公司主要在建项目计划总投资为8.60亿元，截至2021年6月末已投资1.94亿元。此外，公司拟投资1.94亿元建设年产2.8万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线，该项目的建成达产或将进一步巩固公司在太阳能背材用聚酯薄膜行业的地位。**中诚信国际关注到**，公司在建及拟建项目投资规模相对较大，未来将面临一定资本支出压力；项目建设进度、资金投入及市场消纳情况有待关注。

**表 11：截至2021年6月末公司主要在建项目情况（万元）**

项目名称	项目总投资	资金来源	预计建成投产时间	截至2021年6月末已投入	2021年7~12月计划投入	2022年计划投入
年产5,000万平方米光学用离型及保护膜项目	7,500.00	自有资金	2021年	5,100.86	2,400.00	-
年产5亿平米高端功能性聚酯薄膜生产线建设项目	78,471.09	自有资金、本次可转换债券募集资金	2022年	14,255.61	15,744.39	42,700.00
<b>合计</b>	<b>85,971.09</b>	--	--	<b>19,356.47</b>	<b>18,144.39</b>	<b>42,700.00</b>

注：聚酯薄膜重量和面积的计算方式为：重量（kg）=面积（m<sup>2</sup>）\*厚度（mm）\*密度（g/cm<sup>3</sup>）。常规聚酯薄膜的密度为1.395g/cm<sup>3</sup>；特殊功能性聚

酯薄膜由于添加功能切片，密度会有变化。

资料来源：公司提供

**表 12：截至 2021 年 6 月末公司拟建项目情况（亿元）**

项目名称	项目总投资	资金来源	预计 2021 年投入	预计 2022 年投入
年产 2.8 万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线项目	1.94	本次可转换债券募集资金、自有资金	0.50	1.44

资料来源：公司提供

### 法人治理结构完善，各项管理制度较为健全，但股权结构的稳定性需持续关注

公司依据《公司法》、《证券法》等法律法规建立了以股东大会为权力机构、董事会为决策机构、监事会为监管机构、经营层为执行机构的相互制衡的法人治理结构。公司董事会由 7 名董事组成，其中一位董事由二股东北京人济房地产开发集团有限公司（以下简称“北京人济”）委派。公司下设董事会办公室、财务部、市场一部、市场二部、物流采购部、技术部、品管部、生产部、设备部、工艺部、高分子材料事业部、安全环保部及内审部等十四个职能部门，法人治理结构较为完善。

公司制定了财务管理制度、内部审计制度、货币资金及有价证券管理制度、安全生产岗位责任制度及危险废物污染防治责任制度等一系列符合自身发展的内控制度。资金管理方面，唯一子公司裕创投资的资金管理和归集独立于公司。安全环保方面，公司是生产安全标准化三级达标企业，并建立了系统性的安全管理制度；此外，公司是排污许可登记类企业，并按照政府部门提供的十二本标准化管理台账建立了日常环保管理运营体系。

此外，公司第二大股东北京人济与上海佳信企业发展有限公司、铁岭经济开发区建新万和财务咨询有限公司（以下简称“建新万和”）及北京金诺瑞呈文化发展有限公司（以下简称“金诺瑞呈”）为一致行动人。2018 年 6 月，公司二股东北京人济总裁章熠与刘天凇口头商议，就刘天凇买入公司股票、共同增加表决权等方面达成一致，双方构成一致行动关系；此后，刘天凇通过其控股企业建新万和及金诺瑞呈增持公司股份；截至 2021 年 5 月 28 日，北京人济及其一致行动人对公司持股比例为

21.78%，同日公司控股股东王建新及其一致行动人对公司持股比例为 28.95%，双方持股比例接近。2021 年 6 月以来，刘天凇方陆续减持，但截至 2021 年 7 月 16 日，北京人济及其一致行动人仍合计持有公司 17.70% 股份。此外，2021 年 8 月 17 日，公司发布了关于控股股东之一致行动人减持股份的预披露公告，张静、韩伟嘉拟减持 2,000,000 股，占剔除回购专用证券账户股份数量后总股本的 0.71%。**中诚信国际关注到**，虽然公司通过表决权委托的方式引入政府战略联盟，但股权结构的稳定性仍面临一定风险与挑战，需求对此保持关注。

### 财务分析

以下分析基于经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年财务报告及未经审计 2021 年半年报，各期财务数据均为财务报表期末数，其中，2020 年审计报告含强调事项段，该强调事项为：公司于 2021 年 4 月 22 日董事会批准报出的财务报表将运输活动支出误列报于销售费用；根据企业会计准则相关要求，经公司董事会审议批准，公司对上述事项进行了更正。

### 盈利能力

#### 公司经营性业务利润和盈利指标保持增长，投资收益可对利润总额形成一定补充

近年来，通过技术工艺创新和设备改进，公司产品制造成本有所下降；加之原材料价格持续下降使得产品附加值溢价在销售价格中的占比相对提升，近年来营业毛利率呈逐年增长态势。2019 年，由于减少部分附加值较低的电子材料用聚酯薄膜产品的产销，当年电子光学用聚酯薄膜板块毛利率

大幅提升；2020年，受益于光伏行业需求旺盛，太阳能背材用聚酯薄膜供需关系改善，公司议价能力有所提升，当年该板块毛利率同比增幅较大。此外，由于在综丝用聚酯薄膜行业市场占有率高且拥有一定定价权，该板块毛利率较高，但其收入占比低，对公司整体盈利能力贡献有限。2021年上半年，太阳能背材用聚酯薄膜板块毛利率受益于行业景气度的提升继续增长，带动公司营业毛利率同比进一步提升。

**表 13：近年来公司主要板块毛利率情况(%)**

	2018	2019	2020	2021.1~6
塑料薄膜制造业	14.34	18.97	24.51	29.50
其中：太阳能背材用	13.30	16.32	22.14	28.79
电子光学用	16.82	28.08	30.07	29.58
电气绝缘用	11.63	16.50	24.38	28.70
综丝用	43.46	50.37	57.19	51.96
其他业务	16.83	8.88	17.47	21.22
<b>营业毛利率</b>	<b>14.40</b>	<b>18.76</b>	<b>24.27</b>	<b>29.22</b>

资料来源：公司提供

管理费用在公司期间费用中占比较高，且近年来随员工持股计划的实施以及研发费用的增加等逐年增长。销售费用主要为运输费用，2020年降幅较大主要系执行新收入准则，将销售合同履行相关的运输费用转至营业成本核算所致。近年来由于有息债务规模较小，利息支出处于较低水平，同时银行存款获得的利息收入相对较多，使得财务费用始终为负。整体看，公司期间费用及期间费用率受管理费用增加影响逐年增长。2021年上半年，公司经营规模及营业总收入进一步扩大，但由于股份支付费用的减少，当期期间费用同比变化不大，期间费用率下降。

经营性业务利润是公司利润总额的主要构成部分，且近年来随营业毛利润的增加逐年增长。此外，投资收益对公司利润总额形成一定补充，主要为理财产品收益及按权益法对联营企业依索合成确认的投资收益；其中2020年由于子公司裕创投转让所持浙江海丰花卉有限公司的全部股权，确认投资收益0.11亿元，使得当年投资收益同比增幅较大。盈利指标方面，近年来公司EBIT及EBITDA

逐年增长，相关盈利指标亦呈逐年上升态势。

2021年上半年，受益于产能提升及订单量充足，公司特种膜和新产品产销量均有较大增长，加之持续开展降本提质增效工作，当期经营性业务利润及利润总额均实现大幅增长。

**表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~6
销售费用	0.11	0.12	0.01	0.01
管理费用	0.46	0.72	0.99	0.43
财务费用	-0.17	-0.09	-0.07	-0.04
期间费用合计	0.40	0.76	0.93	0.40
期间费用率(%)	5.46	8.65	9.30	6.27
经营性业务利润	0.67	0.88	1.51	1.48
投资收益	0.26	0.27	0.35	0.07
资产减值损失合计	0.07	0.07	0.05	0.04
利润总额	0.86	1.07	1.80	1.50
净利润	0.76	0.94	1.56	1.28
EBIT	0.88	1.11	1.84	--
EBITDA	1.39	1.66	2.45	--
EBITDA 利润率(%)	18.85	18.99	24.49	--
总资产收益率(%)	5.45	6.56	9.98	--

注：管理费用含研发费用；资产减值损失合计含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

### 在建项目的持续投入等带动公司资产总额增长；财务杠杆处于较低水平

随着在建项目的持续投入及经营规模的扩大，近年末公司总资产整体有所增长。其中，流动资产在总资产中占比较高，截至2021年6月末，以货币资金、经营性应收款项及其他流动资产为主的流动资产占总资产的比重为62.53%。货币资金主要为银行存款，近年来规模较为稳定，2021年6月末较上年末有所下降主要系实施股份回购及现金分红，且经营性应收款项及采购支出增加等因素所致，同期末受限金额为0.20亿元，均为保证金，受限规模较小。其他流动资产主要为理财产品，近年来随净赎回增加而逐年下降；截至2021年6月末，公司持有未到期银行理财产品0.46亿元及信托理财产品0.80亿元，其中银行理财产品具有较好的流动性，可为公司流动性提供一定支持。经营性应收款项方面，公司下游客户采用票据结算规模较大，近

年末应收票据随业务规模的扩大持续增长，且部分为商业承兑汇票，2021年6月末，应收票据合计随营业收入的扩大较上年末增长；此外，应收账款亦维持在一定规模，截至2021年6月末，按欠款方归集的应收账款期末余额前五名合计占比为65.58%，集中度较高。公司按账龄分析法对应收款项计提坏账准备，并自2019年末起将应收商业承兑汇票纳入计提范围；截至2021年6月末，公司应收账款及应收票据分别累计计提坏账准备193.36万元和57.43万元；较高的应收款项余额对资金形成一定占用，同时存在一定坏账风险，需对此保持关注。非流动资产方面，近年来随着五号线、六号线及七号线等项目建设的持续推进及建成转固，公司非流动资产逐年增长。

近年来总负债有所增长，但负债水平仍较低。负债以有息债务为主，且全部为短期债务。截至2021年6月末，公司短期借款余额为0.86亿元，均为中国工商银行股份有限公司提供的信用借款。可转换公司债券的发行可在一定程度上改善债务期限结构。此外，由于实施员工持股计划，2019年末其他应付款大幅增长。

利润积累带动公司所有者权益逐年增长；近年来财务杠杆随负债的增长有所上升，但仍处于很低水平。2018~2020年公司分别现金分红0.18亿元、0.30亿元和0.47亿元，分别占归属于上市公司股东净利润的23.87%、31.82%和30.13%。

**表 15：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~6
货币资金	4.13	3.80	4.25	3.13
应收账款	1.61	1.39	2.23	1.87
应收票据	2.76	3.05	1.24	1.60
应收款项融资	--	--	1.96	3.18
应收票据合计	2.76	3.05	3.20	4.78
预付款项	0.31	0.33	0.24	0.14
其他流动资产	3.14	3.07	2.88	1.26
固定资产	3.16	3.06	5.16	4.82
在建工程	0.05	1.34	0.04	0.33
<b>总资产</b>	<b>16.39</b>	<b>17.48</b>	<b>19.41</b>	<b>19.28</b>
应付票据	0.61	0.63	0.38	0.33
短期债务	1.01	1.53	1.28	1.19
<b>总债务</b>	<b>1.01</b>	<b>1.53</b>	<b>1.28</b>	<b>1.19</b>

其他应付款	0.001	0.35	0.26	0.19
<b>总负债</b>	<b>1.57</b>	<b>2.38</b>	<b>2.68</b>	<b>2.34</b>
未分配利润	4.76	5.33	6.30	7.11
<b>所有者权益合计</b>	<b>14.83</b>	<b>15.10</b>	<b>16.73</b>	<b>16.93</b>
资产负债率(%)	9.55	13.63	13.80	12.16
总资本化比率(%)	6.40	9.19	7.12	6.55

注：中诚信国际将公司计入应收款项融资中的应收票据调整至应收票据。  
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 公司经营获现能力有所波动；投资活动现金流持续呈净流出态势；债务规模小，偿债指标较好，整体偿债能力较强

由于上下游占款均对公司资金形成一定占用，近年来公司经营活动净现金流有所波动，2018年原材料采购支出增加等使得当期经营活动现金流呈净流出态势；2019年，公司加大应收账款回收及采购时票据支付比例，当年经营活动净现金流大幅增长；2020年，新产线于四季度投产带动销量增加，公司经营性应收款项随之增长，使得当年经营活动净现金流同比有所下降。在建项目的推进使得投资活动现金流持续呈净流出态势。筹资活动现金流方面，2019年由于新增银行借款及收到员工持股计划认购款，当年筹资活动净现金流转为净流入；2020年，由于无新增融资，而利息及股利支付仍保持在一定规模，使得当年筹资活动净现金流转为净流出态势。2021年上半年，经营性应收款项增加及缴纳税款增加使得经营活动现金流量转为净流出态势；理财产品净赎回使得投资活动现金流呈净流入态势；实施股份回购及现金分红增加使得筹资活动净流出规模较大。

偿债指标方面，公司债务规模小、利息支出少，整体来看各偿债指标较好，偿债能力较强，且货币资金可有效覆盖短期债务。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）**

	2018	2019	2020	2021.1~6
经营活动净现金流	-0.08	1.44	1.22	-0.21
投资活动净现金流	-0.50	-1.67	-0.69	0.40
筹资活动净现金流	-0.12	0.01	-0.31	-1.26
EBITDA 利息保障倍数	69.60	42.04	65.69	--

经营活动净现金流/利息支出	-3.83	36.46	32.75	--
总债务/EBITDA	0.73	0.92	0.52	--
经营活动净现金流/总债务	-0.08	0.94	0.95	-0.35*
货币资金/短期债务	4.07	2.49	3.31	2.63

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

级为 **AA<sup>-</sup>**。

### 或有风险较低，直接融资渠道畅通

截至 2021 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计为 1.38 亿元，占当期末总资产的 7.15%，包括受限的货币资金 0.20 亿元和承兑汇票 1.18 亿元。同期末，公司无对外担保或影响其正常经营的重大未决诉讼。

截至 2021 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 6.60 亿元，其中未使用额度为 3.73 亿元；同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。

**过往债务履约情况：**根据公开资料及公司提供的《企业征信报告》及相关资料，2018~2021 年 7 月 13 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金及利息的情况。

## 外部支持

### 公司实际控制人为自然人，对公司支持意愿强，但支持能力有限

裕兴股份为实际控制人王建新的主要资产，对实际控制人的收入和利润贡献度很高，且实际控制人担任公司董事长，与公司保持很高的关联程度，因此实际控制人对公司的支持意愿极强。但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司支持能力有限。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定江苏裕兴薄膜科技股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>-</sup>**，评级展望为稳定；评定“江苏裕兴薄膜科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券”的债项信用等

## 中诚信国际关于江苏裕兴薄膜科技股份有限公司 创业板向不特定对象发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

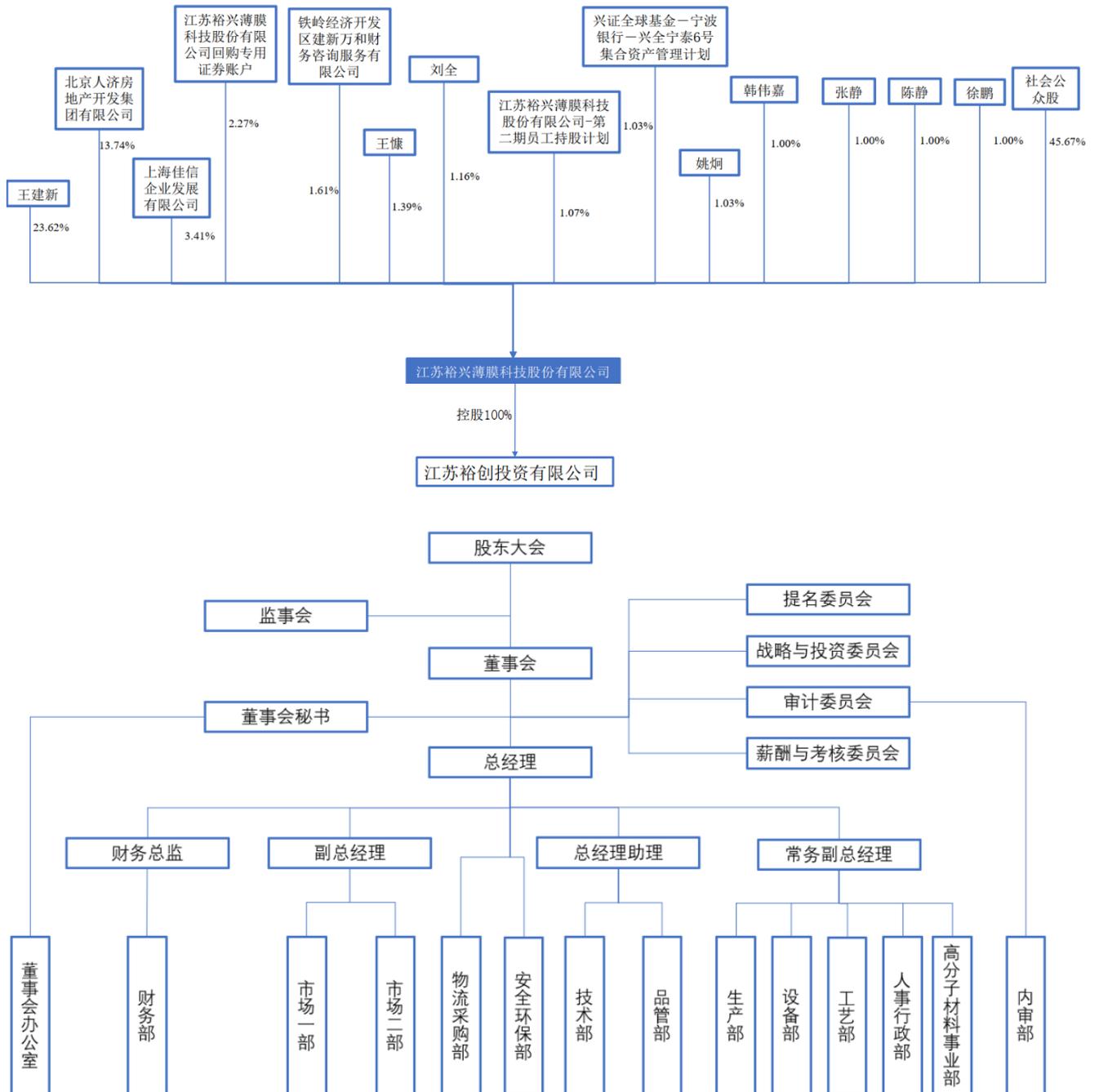
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可转换公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使赎回权等，并及时在跟踪信用评级报告中进行披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

## 附一：江苏裕兴薄膜科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：江苏裕兴薄膜科技股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	41,298.94	38,030.85	42,477.86	31,276.48
应收账款净额	16,139.07	13,873.71	22,286.74	18,716.80
其他应收款	397.84	41.82	12.27	2,027.64
存货净额	5,070.47	4,807.06	3,824.42	6,757.53
长期投资	5,261.49	5,399.06	3,775.70	4,072.96
固定资产	31,586.07	30,562.84	51,637.45	48,223.22
在建工程	486.47	13,354.15	354.78	3,287.24
无形资产	1,227.56	2,821.49	2,778.37	6,381.26
总资产	163,911.50	174,786.98	194,091.91	192,765.25
其他应付款	14.94	3,535.07	2,555.31	1,936.58
短期债务	10,136.70	15,275.18	12,832.30	11,871.58
长期债务	-	-	-	-
总债务	10,136.70	15,275.18	12,832.30	11,871.58
净债务	-31,162.24	-22,755.67	-29,645.57	-19,404.90
总负债	15,652.92	23,826.76	26,779.86	23,444.16
费用化利息支出	199.97	394.99	372.93	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	148,258.58	150,960.22	167,312.05	169,321.09
营业总收入	73,848.14	87,456.03	100,021.13	64,550.56
经营性业务利润	6,749.66	8,831.33	15,097.21	14,792.54
投资收益	2,562.94	2,656.92	3,505.79	676.71
净利润	7,621.19	9,436.83	15,619.73	12,813.72
EBIT	8,769.04	11,117.45	18,412.11	--
EBITDA	13,918.55	16,606.40	24,498.03	--
经营活动产生现金净流量	-766.02	14,400.90	12,211.92	-2,078.69
投资活动产生现金净流量	-5,021.02	-16,747.18	-6,864.51	4,007.75
筹资活动产生现金净流量	-1,153.10	74.81	-3,053.76	-12,626.52
资本支出	5,112.14	20,889.57	13,099.44	10,635.11
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率(%)	14.40	18.76	24.27	29.22
期间费用率(%)	5.46	8.65	9.30	6.27
EBITDA 利润率(%)	18.85	18.99	24.49	--
总资产收益率(%)	5.45	6.56	9.98	--
净资产收益率(%)	5.21	6.31	9.82	15.23*
流动比率(X)	8.82	5.40	5.78	6.09
速动比率(X)	8.47	5.19	5.61	5.75
存货周转率(X)	13.87	14.39	17.55	17.27*
应收账款周转率(X)	5.02	5.83	5.53	6.30*
资产负债率(%)	9.55	13.63	13.80	12.16
总资本化比率(%)	6.40	9.19	7.12	6.55
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.08	0.94	0.95	-0.35*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.08	0.94	0.95	-0.35*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.83	36.46	32.75	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-25.53	79.38	68.05	--
总债务/EBITDA(X)	0.73	0.92	0.52	--
EBITDA/短期债务(X)	1.37	1.09	1.91	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	69.60	42.04	65.69	--
EBIT 利息保障倍数(X)	43.85	28.15	49.37	--

注：1、2021年半年报未经审计；2、中诚信国际在分析时将“研发费用”计入“管理费用”；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。