

信用评级公告

联合〔2022〕4720号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江台华新材料股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江台华新材料股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“台华转债”和“台 21 转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十二日

浙江台华新材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙江台华新材料股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
台华转债	AA	稳定	AA	稳定
台 21 转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
台华转债	5.33 亿元	1.85 亿元	2024/12/17
台 21 转债	6.00 亿元	6.00 亿元	2027/12/29

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；上述为截至 2022 年 3 月底债券余额

评级时间：2022 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		AA	
	评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

2021 年，浙江台华新材料股份有限公司（以下简称“公司”）锦纶类产品产销量均大幅增长，产销率保持较高水平，公司营业总收入和利润总额均大幅增长，经营性现金保持净流入。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存货占流动资产比例较高以及在建项目尚需投资规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司加大对产品创新的研发，持续开拓差异化产品市场，公司的销售规模有望持续扩大，综合实力有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“台华转债”和“台 21 转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司属于全产业链纺织企业，具有显著竞争优势。公司作为国内少数的集锦纶纺丝、织造、染色及后整理的全产业链纺织企业，在产品开发、技术研发、客户质量等方面具有显著竞争优势。
2. 资产规模保持增长，经营活动现金流保持净流入状态。截至 2021 年底，公司资产规模较上年底增长 17.88%；2021 年，公司经营活动现金流量净额为 3.54 亿元。
3. 公司盈利能力大幅提高。2021 年，公司营业总收入同比增长 70.19%，利润总额同比增长 303.61%；期间费用率同比下降 2.66 个百分点，费用控制能力有所提高；总资本收益率和净资产收益率分别提高 5.90 个百分点和 8.69 个百分点，公司各盈利指标有所提高。

关注

1. 公司业绩易受到原材料价格及下游需求波动的影响。公司产品价格易受原材料锦纶切片的上游原油价格波动以及下游消费市场变化影响，对公司产品销售价格和生产成本影响较大。
2. 整体资产流动性一般。随着公司经营规模的扩大，应收账款和存货规模均大幅提升。截至 2021 年底，公司应收账

分析师：宁立杰 李敬云
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

款和存货分别占流动资产的 21.74%和 47.37%，对营运资金形成较大占用；非流动资产中固定资产占 83.75%；公司整体资产流动性一般。

3. **公司在建项目尚需投入规模较大。**截至 2021 年底，公司在建项目尚需投入 3.81 亿元，此外，公司在淮安市的“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”计划投资规模较大，建设周期长，整体看，公司存在较大的资金支出压力。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	5.70	5.18	6.75	11.19
资产总额(亿元)	45.92	54.53	64.28	72.63
所有者权益(亿元)	26.55	30.02	37.09	39.36
短期债务(亿元)	7.83	6.42	11.13	13.01
长期债务(亿元)	5.60	10.50	8.16	12.96
全部债务(亿元)	13.42	16.92	19.29	25.98
营业总收入(亿元)	26.91	25.01	42.57	9.45
利润总额(亿元)	2.19	1.28	5.17	1.31
EBITDA(亿元)	4.49	4.12	8.88	--
经营性净现金流(亿元)	3.41	4.86	3.54	2.49
营业利润率(%)	22.91	21.02	25.06	26.11
净资产收益率(%)	7.38	3.80	12.49	--
资产负债率(%)	42.19	44.94	42.31	45.81
全部债务资本化比率(%)	33.58	36.04	34.21	39.76
流动比率(%)	153.24	159.01	155.63	173.58
经营现金流动负债比(%)	25.08	35.40	18.88	--
现金短期债务比(倍)	0.73	0.81	0.61	0.86
EBITDA利息倍数(倍)	9.59	6.55	12.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.99	4.11	2.17	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	29.71	27.83	30.87	36.72
所有者权益(亿元)	18.36	20.83	24.17	25.37
全部债务(亿元)	6.74	5.30	4.44	9.60
营业总收入(亿元)	5.84	6.10	10.10	2.05
利润总额(亿元)	0.42	0.17	1.01	0.07
资产负债率(%)	38.20	25.17	21.71	30.89
全部债务资本化比率(%)	26.84	20.29	15.53	27.45
流动比率(%)	162.21	302.73	207.75	215.32
经营现金流动负债比(%)	24.35	51.50	17.88	--

注: 1. 公司2022年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. “—”表示指标不适用, “/”表示数据未获取

资料来源: 公司提供

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
台华转债	AA	AA	稳定	2021/05/25	宁立杰 李敬云	一般工商企业信用评级方法/模型(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读全文
台21转债	AA	AA	稳定	2021/02/03	宁立杰 罗 峤	一般工商企业信用评级方法/模型(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读全文
台华转债	AA	AA	稳定	2018/05/30	高 鹏 戴非易	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江台华新材料股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

浙江台华新材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江台华新材料股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为台华特种纺织（嘉兴）有限公司（以下简称“台华纺织”），2007 年，台华纺织吸收台华特种织造（嘉兴）有限公司，并于 2007 年 5 月 29 日获浙江省人民政府核发新的《中华人民共和国台港澳侨投资企业批准证书》。根据浙江省商务厅出具“浙商务资函〔2011〕191 号”《浙江省商务厅关于台华特种纺织（嘉兴）有限公司变更为外商投资股份有限公司的批复》，台华纺织以截至 2011 年 7 月 31 日经审计的净资产 54742.72 万元按 1:0.822027 的比例折合股份 45000.00 万股于 2011 年 8 月整体变更为股份有限公司，并更名为现名。2017 年 9 月，公司在上海证券交易所首次公开发行 6760.00 万股人民币普通股股票并挂牌上市，股票简称为“台华新材”，股票代码为“603055.SH”；发行后总股本 54760.00 万股。

截至 2021 年底，公司总股本 8.69 亿元，福华环球有限公司（以下简称“福华环球”）为公司控股股东，持有公司 32.41% 的股份；嘉兴市创友投资管理有限公司（以下简称“创友投资”）持有公司 17.29% 的股份。公司实际控制人为施秀幼和施青岛（两者为姐弟关系，一致行动人）。截至 2022 年 3 月底，公司控股股东及一致行动人持有公司的股票共计 48965.14 万股，质押数量为 3125.00 万股，质

押比例为 6.38%。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。截至 2021 年底，公司合并范围内拥有子公司 19 家，较上年底增长 5 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 64.28 亿元，所有者权益 37.09 亿元（含少数股东权益-0.01 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 42.57 亿元，利润总额 5.17 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 72.63 亿元，所有者权益 39.36 亿元（含少数股东权益-0.02 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.45 亿元，利润总额 1.31 亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市秀洲区王店镇工业园区；法定代表人：施青岛。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按指定用途使用。“台华转债”在付息日正常付息，“台 21 转债”尚未到首个付息日。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
台华转债	5.33	1.85	2018/12/17	6 年
台 21 转债	6.00	6.00	2021/12/29	6 年
合计	11.33	7.85	--	--

资料来源：联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，累计共有 34762.70 万元“台华转债”已转换为公司股票，累计转股数为 4443.60 万股；“台 21 转债”尚未进入转股期。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内

外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有

所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房

地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有

所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

公司主要从事锦纶产品的生产和销售，属于纺织行业中的锦纶行业。

1. 行业概况

2021 年，随着国内新冠肺炎疫情的缓解，纺织行业综合景气度及生产情况大体平稳；锦纶产量同比增长，锦纶产品市场份额小幅波动。

2021 年，随着国内新冠肺炎疫情的缓解，

中国纺织行业景气度逐渐恢复。全年石油价格呈增长趋势，纺织行业尤其是化学纤维行业原材料价格随之增长。同时，中国纺织品服装内销规模和出口规模较上年均同比增长。

根据中国化纤工业协会数据统计，2021年，中国化学纤维产量达到6524万吨，同比增长8.29%，其中，锦纶产量达到415万吨，同比增长8.00%。中国锦纶产量占化纤产量的比重较上年小幅下降0.02个百分点至6.36%。

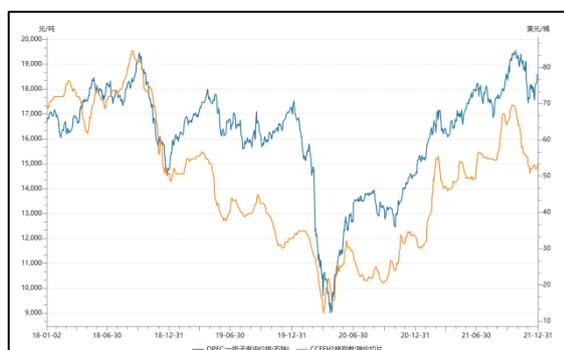
2. 上游原料情况

2021年，受益于新冠肺炎疫情逐渐趋缓，石油价格与锦纶切片价格均波动增长。

锦纶化纤纺织行业的主要原材料是锦纶切片，锦纶切片即锦纶生产中因其熔体强度低使用切粒方法所得片状造粒产品，根据所用二元胺和二元酸的碳原子数不同，或根据缩聚或开环的单元结构所含碳原子数目，可得到不同的锦纶产品，通过其后的数字区别，其中以锦纶6、锦纶66应用最为广泛，产量约占锦纶总产量的98.00%。

2021年，受益于新冠肺炎疫情逐渐趋缓，石油价格总体呈现增长趋势，2021年10月，价格已趋进疫情前高点。受此影响，锦纶切片价格总体亦呈现增长趋势。

图1 2018—2021年底锦纶切片和原油价格走势
(单位: 元/吨、美元/桶)



资料来源: Wind, 联合资信整理

3. 下游需求情况

2021年，受益于国内新冠肺炎疫情趋缓，中国纺织品服装内销市场规模同比增长，出口总量同比大幅增长。

从需求来看，中国纺织品的内销比例较高，国外需求对拉动中国纺织行业发展也起到了积极作用。长期来看，伴随着人均可支配收入的继续提高，纺织品消费支出也将持续增加，国内需求将对中国纺织行业的发展提供越来越重要的支撑作用。

国内需求方面，纺织服装类产品拥有十分巨大的市场。中国人口基数巨大，随着居民可支配收入的增长，消费能力不断增强，庞大的需求为国内市场的长期健康发展提供了广阔空间。2021年，全国限额以上服装鞋帽、针纺织品类商品零售额为13842亿元，同比增长12.70%。

国际需求方面，2021年，中国纺织品服装累计出口金额为3155.00亿美元，同比增长8.40%，增速高于上年4.65个百分点。同时，新冠肺炎疫情影响下，海外对防疫物资的需求也拉动了对纺织品原材料的需求。

4. 行业关注

(1) 环保压力

国家在淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临由节能环保要求带来的技术及综合成本压力，特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，受环保问题影响，发展形势更为严峻。现阶段，随着小型印染工厂的关闭，产能不断向大型、环保质量标准较高的工厂进行转移，未来行业将进一步集中。

(2) 汇率波动风险

纺织服装作为具有一定对外依存度的行业，对于人民币汇率变化十分敏感，尤其是行业内存在的大量小型纺织企业，由于其缺乏议价能力且成本消化能力较弱，易受到人民币升值的不利影响。

(3) 行业供需矛盾加大的风险

需求方面，国内需求增速放缓，外需走弱，中国纺织服装行业需求承压；供给方面，全球原油价格大幅波动，叠加纺织服装行业部分环节产能过剩等因素的影响，对行业供给形成较大挑战。

(4) 新冠肺炎疫情影响

受新冠肺炎疫情持续影响，纺织行业面临外贸订单流失及国际竞争加剧的情况，增加了行业发展不确定性。

5. 行业发展

随着中国纺织制造产能向海外转移、国内消费结构调整、新型城镇化建设推进等发展战略，“一带一路”政策逐步实施，促进纺织行业内需改善以及外需结构优化；行业关键性技术的突破，有利于中国纺织行业的长远发展。

中国纺织工业发展正面临发达国家“再工业化”和发展中国家加快推进工业化进程的双重挤压。发达国家在科技研发和品牌渠道方面优势明显，在高端装备、高性能纤维、智能纺织品服装等领域的制造能力仍将增长。亚洲、非洲地区的发展中国家劳动力成本优势明显，印度、越南、孟加拉国、巴基斯坦等发展中国家纺织业呈明显上升趋势，中国纺织龙头企业全球产能布局已成为大势所趋。此外，内需扩大和消费升级将是中国纺织工业发展的最大动力，城乡居民收入增长、新型城镇化建设等发展红利和改革红利叠加，将推动升级型纺织品消费增长。

“互联网+”全面推进，信息技术在纺织行业设计、生产、营销、物流等环节深入应用，将推动生产模式向柔性化、智能化、精细化转变，由传统生产制造向服务型制造转变。纺织工业与信息技术、互联网深度融合为创新发展提供了广阔空间，也对传统生产经营方式提出挑战。“一带一路”战略的实施，将促进企业更有效地利用国内外两个市场、两种资源，更积极主动地“走出去”，提升纺织工业国际化水平，开创纺织工业开放发展新局面。环保技术与标准成为发达国家保持竞争力的重要手段，围绕化学品安全控制、碳排放等内容技术性壁垒将有所增加。中国把建设生态文明提升到执政理念和国家整体战略层面，更加严格的环保法律法规和环境治理要求，产能将进一步向大型、遵守较高环保标准和要求的公司转移，进一步提升行业集中度。

随着国内企业对尼龙66切片等原材料关键技术的突破，有利于加速尼龙66国产化的进程，未来锦纶行业原材料长期被国外龙头垄断的状况将得到缓解，有助于锦纶厂商的长期发展。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司实际控制人为施秀幼和施青岛（两者为姐弟关系，一致行动人）。截至2022年3月底，公司控股股东及一致行动人持有公司的股票共计48965.14万股，质押数量为3125.00万股，质押比例为6.38%。

2. 企业规模及竞争力

公司作为国内少数的集锦纶纺丝、织造、染色及后整理的全产业链纺织企业，在产品开发、技术研发、客户资源及税收优惠方面具有一定竞争优势。

公司作为国内少数集锦纶纺丝、织造、染色及后整理全产业链化纤的纺织企业，在生产能力、生产工艺、设备先进性、技术水平、新产品开发能力等方面，均处于锦纶纺织行业前列。

产品开发与技术研发方面，公司完整的产业链有助于公司在各个生产阶段实现资源共享，从而有效降低生产及管理成本，提高对客户的反应速度，具有较强的全产业链竞争优势。同时，公司利用与产业链后端即成品面料客户合作机会，及时反馈终端客户需求，并将研发推导至产业链前端进行联动研发，增强了研发有效性。

公司拥有各类纺织、染整、高分子、机械等相关专业相结合的研发团队，聘用了在国内知名的纺织染整公司服务十五年以上的专业复合型人才。公司还与国内专业院校、研究所以及国外知名企业杜邦、英威达、巴斯夫等知名纺织新材料厂商进行合作。目前，公司已在纺丝、织造、染色及后整理各环节均形成了具有自主知识产权的核心技术。

客户资源方面，经过多年发展，公司凭借产品开发优势、技术优势、产业链优势和产品质量

优势，与多家国内外知名品牌客户建立了稳定的合作关系。通过与品牌客户合作、共同研究流行趋势、合作开发新产品，公司的实力得到进一步提升。

税收优惠方面，公司本部及子公司台华高新染整（嘉兴）有限公司、浙江嘉华特种尼龙有限公司（以下简称“嘉华尼龙”）、吴江福华织造有限公司、嘉兴市华昌纺织有限公司获得《高新技术企业证书》，有效期三年，目前仍在有效期内，按15%的税率计缴企业所得税。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：9133000072527923XB），截至2022年5月20日，公司本部无未结清不良/关注类信贷信息记录；公司本部无已结清不良类信贷信息记录，已结清关注类账户系过往部分银行将“化纤、纺织”整个行业作为关注行业进行管理所致，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2021年，公司部分高级管理人员发生变动，相关人员变动未对公司经营产生重大不利影响；公司管理制度连续，运作正常。

2021年，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。公司部分高级管理人员发生变动，情况如下：

表3 2021年及2022年1-3月公司高级管理人员变动情况

姓名	职位	变动日期	变动事项及原因
戴涛	董事会秘书	2021/03/08	个人原因辞职
栾承连	董事会秘书	2021/03/26	聘任
覃小红	独立董事	2021/11/24	个人原因辞职
蔡再生	独立董事	2021/11/24	增补选举

资料来源：公司提供

八、重大事项

公司与淮安市签署投资协议，计划投资规模较大。

2021年10月28日，公司发布了《浙江台华新材料股份有限公司关于与淮安市洪泽区人民政府签署投资协议书的公告》，公告指出，公司计划投资“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”（以下简称“淮安一体化项目”），预计总投资不低于120.00亿元，其中固定资产投资不低于105.00亿元。项目将分四期建设，计划5年内建成。

根据公司2021年11月24日第四届董事会第十二次决议，考虑经营发展规划及战略布局，公司决定在江苏省淮安市洪泽区出资12.00亿元设立全资子公司台华新材（江苏）有限公司（以下简称“台华新材（江苏）”），并以台华新材（江苏）为出资主体新设四家全资孙公司，其中：出资5.00亿元设立嘉华再生尼龙（江苏）有限公司，出资5.00亿元设立嘉华特种尼龙（江苏）有限公司，出资1.00亿元设立台华织造（江苏）有限公司，出资1.00亿元设立全台华染整（江苏）有限公司。截至2021年底，公司对台华新材（江苏）已出资1.00亿元，剩余11.00亿元尚未出资。联合资信将持续关注项目投资进展。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，受下游行业需求增长和产能释放的影响，公司营业总收入同比大幅增长，综合毛利率同比有所提高。

2021年，公司继续以锦纶产品生产和销售为主要业务。

2021年，公司实现营业总收入42.57亿元，同比增长70.19%，主要系公司销售规模扩大同时主要产品销售单价提高所致；公司主营业务收入占营业总收入的97.56%，主营业务十分突出；营业成本31.69亿元，同比增长62.01%，成本随产销规模扩大而提高；营业利润率为

25.06%，同比提高4.05个百分点。

2022年1—3月，公司实现营业总收入9.45亿元，同比增长27.92%，主要系公司产销规模持

续扩大同时产品售价有所提高所致；利润总额1.31亿元，同比增长13.19%。

表4 2020—2021年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
锦纶长丝	8.41	34.02	21.29	17.97	43.27	24.25
锦纶坯布	6.66	26.94	22.00	11.13	26.80	31.61
锦纶成品面料	4.27	17.27	29.34	6.31	15.19	28.88
锦纶产品小计	19.34	78.24	23.31	35.41	85.26	27.39
涤纶成品面料	3.64	14.72	14.96	4.43	10.67	9.27
涤纶坯布	1.02	4.13	15.34	0.78	1.88	19.22
涤纶产品小计	4.66	18.85	15.04	5.21	12.55	17.73
其他	0.72	2.91	12.72	0.91	2.19	22.31
合计	24.72	100.00	21.44	41.53	100.00	26.06

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司主要采购品种为处于产业链上游的锦纶切片，2021年，公司两种主要原材料的采购单价有所增长；公司的供应商集中度仍较高。

公司生产锦纶长丝的主要原材料为锦纶66切片和锦纶6切片，2021年，公司锦纶6切片主要从国内采购，锦纶66切片主要从外资企业采购。公司生产锦纶坯布的主要原材料锦纶长丝大部分由全资子公司嘉华尼龙供应。随着国内切片技术的提升，公司近年从国内供应商采购锦纶切片的金额逐步提升。

2021年，公司采购模式未发生显著变化，公司仍采用市场化自行采购模式，公司设有联合采购中心负责汇总公司本部及各子公司的采购需求，具体采购业务流程由各主体公司独立执行。

公司采购锦纶切片时，一般与供应商每年签订一次框架协议，采购价格一般根据市场确定，结算时一般为先支付货款，供应商收到货款后发货。

采购价格方面，公司主要原材料价格仍根据市场行情确定。2021年，锦纶切片与锦纶长丝单价有所增长，同时公司产销规模扩大，公司

总采购金额为20.03亿元，同比增长69.18%。

表5 公司主要原材料采购单价情况

项目		2020年	2021年
锦纶切片	单价（万元/吨）	1.10	1.52
锦纶长丝	单价（万元/吨）	1.73	2.22
锦纶坯布	单价（元/米）	5.53	4.33

资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，2021年，公司从前五大供应商处采购额13.94亿元，占年度采购总额的比例为45.97%，较上年提高10.01个百分点，供应商集中度仍较高。

3. 产品生产

2021年，受到下游需求增长和产能释放的影响，公司锦纶类产品产量较上年均大幅增长；坯布类产品结构有所变化。

2021年，公司产品品种规格较全，产业链完整，公司生产模式较上年未发生变化。

产量方面，2021年，受下游需求增长和产能释放的影响，公司除涤纶坯布外，其他主要产品产量均出现增长。其中，锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶成品面料产量分别同比增长71.04%、44.58%和45.33%。公司对坯布类产品结构进行

调整，涤纶坯布产量大幅下降。

表 6 公司主要产品产量情况

产品名称	2020 年	2021 年
锦纶长丝（吨）	77125.89	131915.11
锦纶坯布（万平米）	20019.53	28944.79
锦纶成品面料（万平米）	3944.82	5733.17
涤纶坯布（万平米）	8539.18	4757.49
涤纶成品面料（万平米）	3860.99	4349.87

资料来源：公司提供

产能方面，2021 年坯布和成品面料类产品产能均未发生变化。公司未统计锦纶长丝产品产能数据，根据公司《2021 年年度报告》中的描述，“截止 2021 年年底，嘉华尼龙智能化年产 12 万吨高性能环保锦纶纤维项目基本实现全部投产”，2021 年公司锦纶长丝产能有所提高。

4. 产品销售

2021 年，受下游需求增长影响，公司锦纶类产品销售量大幅增长；锦纶长丝与锦纶坯布销售价格均大幅增长；产销率仍保持着较高水平，客户集中度一般。

2021 年，公司的销售模式未发生变化，仍

以直销为主要销售模式。

从销量和产销率看，受下游需求增长的影响，公司锦纶长丝销量同比大幅增长 66.56%，由于产量的快速提高，产销率较上年下降 2.59 个百分点；锦纶坯布销量同比大幅增长 37.71%，产销率较上年下降 5.18 个百分点；锦纶成品面料销量同比大幅增长 51.11%，产销率较上年增长 3.67 个百分点。由于公司对坯布类产品进行结构调整，涤纶坯布销量同比下降 11.84%，由于前期库存被消耗，产销率大幅提高 51.40 个百分点。公司涤纶成品面料销量同比增长 11.49%，产销率同比略有下降。

从销售价格来看，2021 年，受下游需求增长的影响，公司主要产品锦纶长丝与锦纶坯布售价分别大幅增长 27.78% 和 22.83%，涤纶成品面料售价增长 9.11%。由于产品结构调整，锦纶成品面料和涤纶坯布售价分别下降 1.18% 和 5.76%。

结算方面，公司外销客户结算方式主要为电汇和信用证；内销客户主要采用银行转账和承兑汇票的方式结算。对于信誉良好长期合作客户公司综合考虑规模、信用情况和订单，普遍给予客户 30~180 天不等的信用账期。对于新客户及规模较小客户采用款到发货的方式。

表 7 公司产品销售情况

产品名称	项目	2020 年	2021 年
锦纶长丝	产量（吨）	77125.89	131915.11
	销量（吨）	76388.21	127235.87
	产销率（%）	99.04	96.45
	售价（万元/吨）	1.98	2.53
锦纶坯布	产量（万平米）	20019.53	28944.79
	销量（万平米）	21796.89	30015.78
	产销率（%）	108.88	103.70
	售价（元/米）	3.81	4.68
锦纶成品面料	产量（万平米）	3944.82	5733.17
	销量（万平米）	3639.35	5499.60
	产销率（%）	92.26	95.93
	售价（元/米）	11.86	11.72
涤纶坯布	产量（万平米）	8539.18	4757.49
	销量（万平米）	7537.52	6644.87

涤纶成品面料	产销率 (%)	88.27	139.67
	售价 (元/米)	2.95	2.78
	产量 (万米)	3860.99	4349.87
	销量 (万米)	3835.52	4276.18
	产销率 (%)	99.34	98.31
	售价 (元/米)	9.55	10.42

注：此表中销售量既包括对外销售量，也包括对体系内销售量，因此销量与售价相乘结果与表4中的收入有所差异
资料来源：公司提供

客户集中度方面，2021年，公司对前五大客户销售额6.34亿元，占年度销售额的比重为14.90%，较上年有所下降，客户集中度一般。

5. 在建项目

除现有的在建项目外，公司淮安一体化项目计划投入规模较大。公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

截至2021年底，公司现有重要在建项目共2个，在建项目计划总投资17.00亿元，其中年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目已投产，公司产能已显著提高。截至2021年底，公司现有重要在建项目已投资金约13.19亿元，尚需投资约3.81亿元。此外，公司淮安一体化项目计划投入规模较大，截至2021年底投入规模较小，整体看公司仍面临较大的资金支出压力。

表8 截至2021年底公司重要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	累计投入比例	工程进度	计划投产时间
研发中心项目	1.29	41.83	40.00	2023年11月
年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目	15.71	80.51	85.00	已投产，预计2022年竣工
合计	17.00	--	--	--

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2021年，公司整体经营效率处于行业较低水平。

国内尚无从事锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶成品面料的全产业链的上市公司，上市公司中选取从事锦纶长丝业务的义乌华鼎锦纶股份有限公司（以下简称“华鼎股份”）和从事锦纶切片、锦纶长丝的广东新会美达锦纶股份有限公司（以下简称“美达股份”）进行对比。总体来看，2021年，公司经营效率处于行业较低水平。

表9 2021年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

企业简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
华鼎股份	10.41	6.60	1.30
美达股份	14.45	7.35	1.11
台华新材	7.54	2.70	0.72

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致
资料来源：Wind，联合资信整理

7. 未来发展

公司未来发展战略明确，有一定可行性。

2022年是公司淮安新生产基地建设的启动年，公司将继续坚持以“产业链向价值链转变”为发展战略，以“强创新、优品种、增销量、平产销、提质量、降成本、抓项目、控风险”为工作主线，准确把握市场需求，以“狠抓创新增效益，提质降本增效益，紧抓项目增效益”为举措，以实现公司实现高质量、高效益、可持续发展的目标。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年,公司经营范围较上年无变化。截至2021年底,公司合并范围内拥有子公司19家,较上年底增长5家。财务数据可比性一般。

截至2021年底,公司合并资产总额64.28亿元,所有者权益37.09亿元(含少数股东权益-0.01亿元);2021年,公司实现营业总收入42.57亿元,利润总额5.17亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额72.63亿元,所有者权益39.36亿元(含少数股东权益-0.02亿元);2022年1-3月,公司实

现营业总收入9.45亿元,利润总额1.31亿元。

2. 资产质量

截至2021年底,公司资产规模有所增长,资产结构相对均衡;公司应收账款和存货占流动资产比例高,对营运资金形成较大占用。

截至2021年底,公司合并资产总额较上年底增长17.88%,主要系流动资产增长所致。公司资产结构相对均衡,流动资产较上年底占比上升较快。

表 10 2020-2021 年及 2022 年 3 月底公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	21.84	40.05	29.16	45.36	34.76	47.85
货币资金	3.11	14.24	4.30	14.74	9.06	26.07
应收票据	0.77	3.52	1.59	5.45	1.10	3.16
应收账款	4.96	22.71	6.34	21.74	6.32	18.18
应收款项融资	0.81	3.71	1.53	5.23	0.82	2.37
存货	9.64	44.15	13.81	47.37	15.20	43.72
非流动资产	32.69	59.95	35.12	54.64	37.87	52.15
固定资产	26.82	82.05	29.41	83.75	28.99	76.53
无形资产	2.19	6.69	2.65	7.54	3.55	9.38
资产总额	54.53	100.00	64.28	100.00	72.63	100.00

注:流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例;流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计;非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计
数据来源:公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底,流动资产较上年底增长33.49%,主要系公司应收票据规模大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、应收款项融资和存货构成。

截至2021年底,公司货币资金较上年底增长38.18%,主要系公司取得银行存款增长所致。货币资金中有1.07亿元受限资金,受限比例为3.67%,主要为银行承兑汇票保证金、证券户存出投资款、信用证保证金、保函保证金、质押开具保函。

截至2021年底,公司应收票据较上年底增长106.74%,主要系2021年公司以票据结算增长所致。

截至2021年底,公司应收账款账面价值较上年底增长27.75%,主要系公司产销规模扩大所致。应收账款账龄以1年以内的(占97.78%)为主,累计计提坏账0.13亿元;应收账款前五大

欠款方合计金额为1.23亿元,占比为19.05%,集中度一般。

截至2021年底,公司应收款项融资较上年底增长88.34%,主要系2021年公司以票据结算增长所致。

截至2021年底,公司存货较上年底增长43.25%,主要系2021年公司产销规模扩大,导致期末公司库存原材料和库存商品大幅提高所致。存货主要由原材料(占42.85%)和库存商品(占45.68%)构成,累计计提跌价准备0.86亿元,计提比例为5.87%。

(2) 非流动资产

截至2021年底,公司非流动资产较上年底增长7.44%,公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。

截至2021年底,公司固定资产较上年底增长9.67%,主要系公司投入生产设备增长所致。

固定资产主要由房屋及建筑物（占39.57%）和机器设备（占57.20%）构成，累计计提折旧22.06亿元；固定资产成新率57.14%，成新率一般。

截至2021年底，公司无形资产较上年底增长21.24%，主要系公司取得的土地使用权增长所致。公司无形资产主要由土地使用权（占98.44%）构成，累计摊销0.51亿元，计提减值准备5.26万元。

截至2021年底，公司所有权或使用权受到限制的资产规模一般，占资产总额的比例尚可。

表 11 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	1.07	1.67	银行承兑汇票保证金、证券户存出投资款、信用证保证金、保函保证金、质押开具保函
交易性金融资产	0.87	1.35	为银行承兑汇票提供质押担保
固定资产	6.27	9.76	为短期借款、长期借款、银行承兑汇票、信用证提供抵押担保
无形资产	1.28	1.99	为短期借款、长期借款、银行承兑汇票、信用证提供抵押担保
合计	9.49	14.76	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年底增长12.99%，主要系产销规模同比扩大，导致存货与经营性应收款增长所致，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益大幅增长，未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

截至2021年底，公司所有者权益37.09亿元，较上年底增长23.52%，主要系公司2021年取得净利润增长，同时“台华转债”债转股导致资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为100.03%，少数股东权益占比为-0.03%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占23.43%、28.32%、0.13%和46.01%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年3月底，公司所有者权益39.36亿元，较上年底增长6.13%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为22.08%、26.77%、0.12%和46.27%。所有者权益结构稳定性一般。

(2) 负债

截至2021年底，公司负债规模有所增长，流动负债占比提高。公司债务规模增长，债务指标有所下降，债务负担尚可。截至2022年3月底，由于“台21转债”正式发行，公司债务规模增长，债务负担有所加重。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增长10.96%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占68.89%，非流动负债占31.11%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表 12 2020 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	13.74	56.05	18.73	68.89	20.02	60.18
短期借款	2.75	20.04	2.91	15.52	2.62	13.07
应付票据	3.32	24.15	5.82	31.08	8.00	39.96
应付账款	6.08	44.23	5.80	30.95	5.50	27.46
一年内到期的非流动负债	0.35	2.56	2.40	12.79	2.40	11.97
非流动负债	10.77	43.95	8.46	31.11	13.25	39.82
长期借款	6.09	56.52	6.32	74.71	6.22	46.95
应付债券	4.41	40.95	1.81	21.39	6.72	50.69
负债总额	24.51	100.00	27.19	100.00	33.27	100.00

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底增长36.40%，主要系应付票据大幅增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2021年底，公司短期借款较上年底增长5.63%，变化不大。

截至2021年底，公司应付票据较上年底增长75.57%，主要系2021年公司以票据结算增长所致。

截至2021年底，公司应付账款较上年底下降4.57%。应付账款账龄以1年以内的（占97.45%）为主。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长580.69%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。

截至2021年底，公司非流动负债8.46亿元，较上年底下降21.47%，主要系“台华转债”转股规模较大所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

截至2021年底，公司长期借款6.32亿元，较上年底增长3.80%；长期借款主要由抵押并保证借款（占93.55%）构成。从期限分布看，1~2年到期的占52.45%，2~3年到期的占21.96%，3年以上到期的占25.58%，其中1~2年到期的占比较大，存在一定的集中偿付压力。

截至2021年底，公司应付债券1.81亿元，较上年底下降58.98%，主要系2021年“台华转债”转股规模较大所致。

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底增长22.35%，主要系“台21转债”正式发行上市所致。其中，流动负债占60.18%，非流动负债占39.82%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务19.29亿元，较上年底增长13.99%，主要系短期债务规模增长所致。债务结构方面，短期债务占57.69%，长期债务占42.31%，结构相对均衡，其中，短期债务11.13亿元，较上年底增长73.28%，主要系应付票据规模增长所致；长期债务8.16亿元，较上年底下降22.27%，主要系

2021年“台华转债”转股规模较大所致。

从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为42.31%、34.21%和18.04%，较上年底分别下降2.64个百分点、1.83个百分点和7.87个百分点。公司债务负担尚可。

截至2022年3月底，公司全部债务25.98亿元，较上年底增长34.69%，主要系公司长期债务大幅增长所致。债务结构方面，短期债务占50.09%，长期债务占49.91%，结构相对均衡，其中，短期债务13.01亿元，较上年底增长16.96%，主要系应付票据规模增长所致；长期债务12.96亿元，较上年底增长58.87%，主要系“台21转债”正式发行上市所致。从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为45.81%、39.76%和24.78%，较上年底分别提高3.50个百分点、5.55个百分点和6.74个百分点，债务负担有所加大。

截至报告出具日公司存续债券7.85亿元，若不考虑可转债的转股情况，“台华转债”和“台21转债”将分别于2024年和2027年到期。

表 13 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
台华转债	2024/12/17	1.85
台21转债	2027/12/29	6.00
合计	--	7.85

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021年，公司营业总收入与利润总额均大幅增长，非经常性损益对营业利润影响不大，各盈利指标均有所提高。2022年一季度，受公司产销规模扩大和售价提高的影响，公司营业总收入和利润总额持续增长。

2021年，公司实现营业总收入42.57亿元，同比增长70.19%，主要系公司销售规模扩大同时主要产品销售单价提高所致；营业成本31.69亿元，同比增长62.01%，成本随产销规模扩大而提高。2021年，公司实现利润总额5.17亿元，

同比大幅增长 303.61%。营业利润率为 25.06%，同比提高 4.05 个百分点。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 5.15 亿元，同比增长 39.54%，主要系公司销售规模扩大所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.51%、38.84%、41.95% 和 8.69%，以管理费用和研发费用为主。其中，销售费用为 0.54 亿元，同比增长 54.64%，主要系公司销售规模扩大所致；管理费用为 2.00 亿元，同比增长 42.17%，主要系公司销售规模扩大所致；研发费用为 2.16 亿元，同比增长 54.91%，主要系公司研发投入增长所致；财务费用为 0.45 亿元，同比下降 16.92%，主要系汇兑收益增长所致。2021 年，公司期间费用率为 12.09%，同比下降 2.66 个百分点。公司费用规模对整体利润侵蚀有所减弱。

2021 年，公司实现投资收益 0.06 亿元，同比增长 19.90%，主要系公司处置交易性金融资产获得收益增长所致，投资收益占营业利润比重为 1.08%，对营业利润影响不大；其他收益 0.17 亿元，同比下降 33.61%，主要系收益相关政府补助同比大幅减少所致，其他收益占营业利润比重为 3.32%，对营业利润影响不大；营业外收入 0.01 亿元，同比下降 68.85%，主要系罚没及违约金收入同比大幅减少所致，营业外收入占利润总额比重为 0.17%，对利润影响不大；营业外支出 0.03 亿元，同比下降 50.79%，主要系赔偿金违约金支出同比大幅减少所致，营业外支出占利润总额比重为 0.49%，对利润影响不大。营业利润率为 25.06%，同比提高 4.05 个百分点。

表 14 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	25.01	42.57
利润总额（亿元）	1.28	5.17
营业利润率（%）	21.02	25.06
总资本收益率（%）	3.49	9.39
净资产收益率（%）	3.80	12.49

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 5.90 个百分点

和 8.69 个百分点。公司各盈利指标有所提高。

与所选公司比较，公司营业利润率、总资产报酬率与净资产收益率均处在行业较高水平，整体看，公司整体盈利水平属行业较高水平。

表 15 2021 年同行业公司盈利情况对比

（单位：%）

企业简称	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
华鼎股份	-8.07	-8.54	-16.75
美达股份	1.61	2.29	3.79
台华新材	12.17	9.02	12.50

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致
资料来源：Wind

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.45 亿元，同比增长 27.92%，主要系公司产销规模持续扩大同时产品售价有所提高所致；受原材料价格波动影响，营业成本 6.94 亿元，同比增长 32.45%。2022 年 1—3 月，公司实现利润总额 1.31 亿元，同比增长 13.19%。营业利润率为 26.11%，同比下降 2.37 个百分点。

5. 现金流

2021 年，公司经营现金与筹资活动现金仍保持净流入状态，规模均有所下降，投资活动现金保持净流出状态，考虑到公司在建及拟建项目规模，公司存在较大的融资需求。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	23.24	31.50
经营活动现金流出小计	18.38	27.96
经营活动现金流量净额	4.86	3.54
投资活动现金流入小计	4.19	7.43
投资活动现金流出小计	14.09	11.97
投资活动现金流量净额	-9.91	-4.54
筹资活动前现金流量净额	-5.04	-1.01
筹资活动现金流入小计	15.87	5.93
筹资活动现金流出小计	11.47	4.03
筹资活动现金流量净额	4.40	1.90
现金收入比	89.50	70.25

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021 年，由于公司销售规模扩大，公司经营现金流入同比增长 35.53%，经营活动现金流出同比增长 52.14%，

公司经营活动现金净流入同比下降27.26%。2021年，公司现金收入比为70.25%，同比下降19.25个百分点，收入实现质量有所降低。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比增长77.47%，主要系收回投资收到的现金增长所致；投资活动现金流出同比下降15.03%。2021年，公司投资活动现金净流出同比下降54.12%，主要系公司购建固定资产支付现金同比减少所致。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-1.01亿元，考虑到公司在建及拟建项目规模，公司存在较大的融资需求。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比下降62.63%，主要系取得借款收到的现金同比减少所致；筹资活动现金流出同比下降64.84%，主要系偿还债务支付的现金同比大幅减少所致。2021年，公司筹资活动现金净流入同比下降56.87%，主要系取得借款收到的现金同比减少所致。

2022年1-3月，公司经营活动现金净流入2.49亿元，投资活动现金净流出3.68亿元，筹资活动现金净流入5.45亿元。

6. 偿债指标

2021年，公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标表现仍属很强，融资渠道较畅通。

表 17 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率(%)	159.01	155.63
	速动比率(%)	88.81	81.90
	经营现金/流动负债(%)	35.40	18.88
	经营现金/短期债务(倍)	0.76	0.32
	现金类资产/短期债务(倍)	0.81	0.61
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	4.12	8.88
	全部债务/EBITDA(倍)	4.11	2.17
	经营现金/全部债务(倍)	0.29	0.18
	EBITDA/利息支出(倍)	6.55	12.19
	经营现金/利息(倍)	7.73	4.85

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率同比分别下降3.38个

百分点和6.91个百分点，流动资产对流动负债的保障程度有所下降，但仍属较好。截至2022年3月底，公司流动比率和速动比率分别为173.58%和97.69%。截至2021年底，公司经营现金/流动负债同比下降16.52个百分点，经营现金/短期债务同比下降0.44倍，现金类资产/短期债务同比下降0.20倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长115.56%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧(占33.32%)、计入财务费用的利息支出(占7.45%)和利润总额(占58.14%)构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的6.55倍提高至12.19倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的4.11倍下降至2.17倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金/全部债务由上年的0.29倍下降至0.18倍，经营现金对全部债务的保障程度有所下降；经营现金/利息支出由上年的7.73倍下降至4.85倍，经营现金对利息支出的保障程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司共计获得银行授信额度34.76亿元，已使用18.59亿元。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部具备一定的经营能力，资产规模有所增长，资产负债率有所下降，存在一定的短期偿债压力，但整体债务负担尚可。

截至2021年底，公司本部资产总额30.87亿元，较上年底增长10.91%，主要系产销规模扩大导致应收账款及存货增加所致。其中，流动资产9.66亿元(占31.28%)，非流动资产21.22亿元(占68.72%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占6.75%)、应收账款(占26.29%)、预付款项(占8.40%)、其他应收款(占23.98%)和存货(占30.48%)构成；非流动资产主要由长

期股权投资(占66.71%)和固定资产(占31.65%)构成。截至2021年底,公司本部货币资金为0.65亿元。

截至2021年底,公司本部负债总额6.70亿元,较上年底下降4.33%。其中,流动负债4.65亿元(占69.36%),非流动负债2.05亿元(占30.64%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占24.32%)、应付票据(占27.97%)、应付账款(占19.27%)和其他应付款(占18.69%)构成;非流动负债主要由长期借款(占9.75%)和应付债券(占88.11%)构成。公司本部2021年资产负债率为21.71%,较2020年下降3.46个百分点。

截至2021年底,公司本部全部债务4.44亿元。其中,短期债务占54.71%、长期债务占45.29%。截至2021年底,公司本部短期债务为2.43亿元,存在一定的短期债务偿付压力。截至2021年底,公司本部全部债务资本化比率15.53%,公司本部债务负担尚可。

截至2021年底,公司本部所有者权益为24.17亿元,较上年底增长16.04%,主要系“台华转债”转股引起资本公积增加所致。在所有者权益中,实收资本为8.69亿元(占35.95%)、资本公积合计11.17亿元(占46.20%)、未分配利润合计3.52亿元(占14.55%)、盈余公积合计0.84亿元(占3.47%),所有者权益稳定性尚可。

2021年,公司本部营业总收入为10.10亿元,利润总额为1.01亿元。同期,公司本部投资收益为0.03亿元。

现金流方面,2021年,公司本部经营活动现金流净流入0.83亿元,投资活动现金流净流出1.25亿元,筹资活动现金流净流入0.54亿元。

截至2021年底,公司本部资产占合并口径的48.03%;公司本部负债占合并口径的24.64%;公司本部所有者权益占合并口径的65.17%;公司本部全部债务占合并口径的23.03%。2021年,公司本部营业总收入占合并口径的23.72%;公司本部利润总额占合并口径的19.50%。

十一、债券偿还能力分析

联合资信认为,公司对“台华转债”和“台21转债”的偿还能力指标表现较好。

截至2022年3月底,公司存续期可转换公司债券“台华转债”和“台21转债”余额合计7.85亿元,公司可转换公司债券偿还能力指标表现较好。

考虑到“台华转债”和“台21转债”具有转股的可能性,如果公司股价未来上涨超过转股价,“台华转债”和“台21转债”将转换为公司的权益,有利于公司减轻债务负担。从“台华转债”和“台21转债”的发行条款来看,由于公司做出了较低的转股修正条款(任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%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),有利于降低转股价;同时制定了提前赎回条款(公司股票连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%),或未转股余额不足3000.00万元时,公司有权决定按照可转债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),有利于促进债券只有人转股。考虑到未来转股因素,预计公司的债务负担将有进一步下降的可能性。

表 18 公司可转换公司债券偿还能力指标

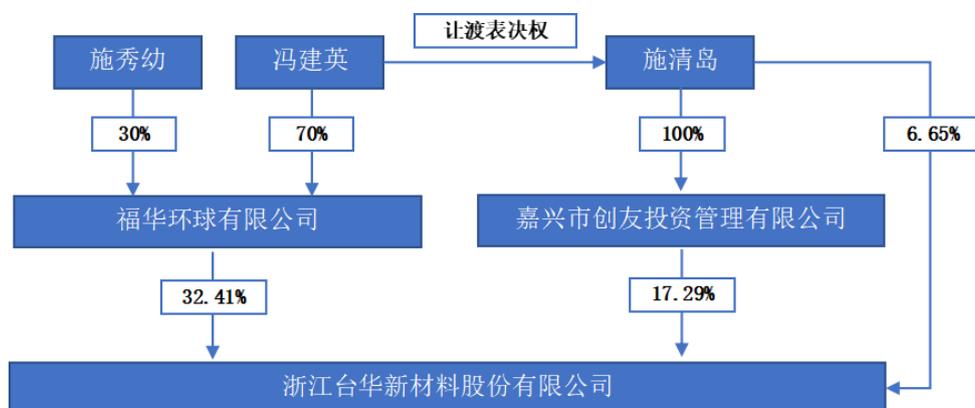
项目	2021年
长期债务(亿元)	8.16
经营现金流入/长期债务(倍)	3.86
经营现金/长期债务(倍)	1.28
长期债务/EBITDA(倍)	0.92

注:1.上表中的长期债务为将可转换公司债券计入后的金额;2.经营现金、经营现金流入、EBITDA均采用上年度数据
资料来源:联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

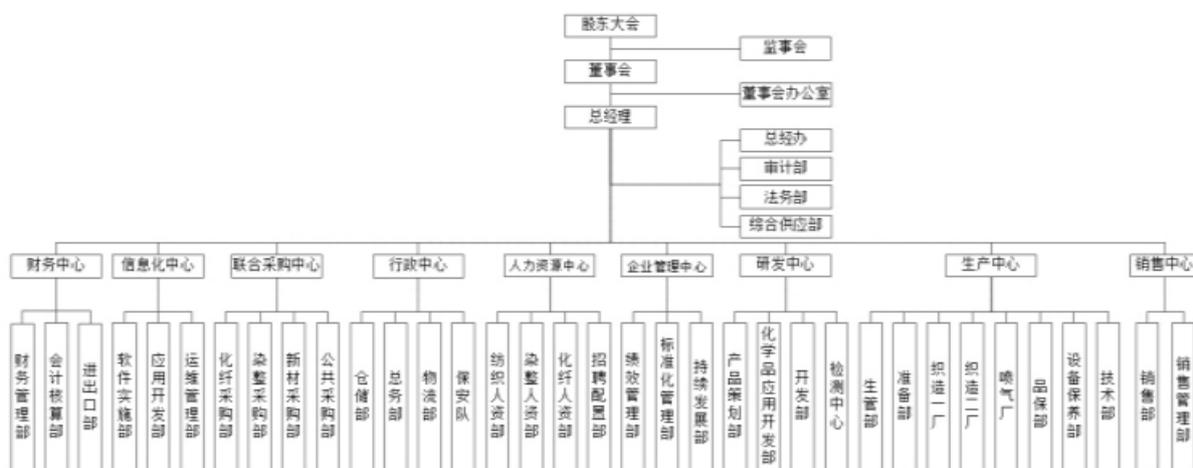
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA,维持“台华转债”和“台21转债”的信用等级为AA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底浙江台华新材料股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底浙江台华新材料股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底浙江台华新材料股份有限公司 主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
				直接持股	间接持股	
1	台华高新染整（嘉兴）有限公司	制造业	29663.28	75.00	25.00	同一控制下的企业合并
2	浙江嘉华特种尼龙有限公司	制造业	13600.00 (美元)	65.37	34.63	同一控制下的企业合并
3	吴江福华织造有限公司	制造业	19500.00	75.00	25.00	同一控制下的企业合并
4	吴江福华面料有限公司	制造业	1000.00	--	100.00	投资设立
5	吴江市福华纺织整理有限公司	制造业	1000.00	--	100.00	投资设立
6	苏州润裕纺织有限公司	贸易	1000.00	--	100.00	投资设立
7	尼斯达有限公司	投资	1.00 (港元)	100.00	--	投资设立
8	嘉兴市华昌纺织有限公司	制造业	8000.00	100.00	--	投资设立
9	嘉兴市伟荣商贸有限公司	贸易	100.00	100.00	--	同一控制下的企业合并
10	陆嘉有限公司	贸易	1.00 (港元)	--	100.00	同一控制下的企业合并
11	台华实业（上海）有限公司	技术服务	15000.00	100.00	--	投资设立
12	浙江嘉华再生材料有限公司	制造业	2000.00	--	100.00	投资设立
13	苏州福华安全防护科技有限公司	制造业	100.00	--	100.00	投资设立
14	浙江台华安全防护科技有限公司	制造业	1000.00	--	51.00	投资设立
15	台华新材（江苏）有限公司	制造业	120000.00	100.00	--	投资设立
16	嘉华特种尼龙（江苏）有限公司	制造业	50000.00	--	100.00	投资设立
17	嘉华再生尼龙（江苏）有限公司	制造业	50000.00	--	100.00	投资设立
18	台华染整（江苏）有限公司	制造业	10000.00	--	100.00	投资设立
19	台华织造（江苏）有限公司	制造业	10000.00	--	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	5.70	5.18	6.75	11.19
资产总额 (亿元)	45.92	54.53	64.28	72.63
所有者权益 (亿元)	26.55	30.02	37.09	39.36
短期债务 (亿元)	7.83	6.42	11.13	13.01
长期债务 (亿元)	5.60	10.50	8.16	12.96
全部债务 (亿元)	13.42	16.92	19.29	25.98
营业总收入 (亿元)	26.91	25.01	42.57	9.45
利润总额 (亿元)	2.19	1.28	5.17	1.31
EBITDA (亿元)	4.49	4.12	8.88	--
经营性净现金流 (亿元)	3.41	4.86	3.54	2.49
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.86	3.94	5.32	--
存货周转次数 (次)	2.38	2.08	2.70	--
总资产周转次数 (次)	0.60	0.50	0.72	--
现金收入比 (%)	82.11	89.50	70.25	83.75
营业利润率 (%)	22.91	21.02	25.06	26.11
总资本收益率 (%)	5.76	3.49	9.39	--
净资产收益率 (%)	7.38	3.80	12.49	--
长期债务资本化比率 (%)	17.41	25.91	18.04	24.78
全部债务资本化比率 (%)	33.58	36.04	34.21	39.76
资产负债率 (%)	42.19	44.94	42.31	45.81
流动比率 (%)	153.24	159.01	155.63	173.58
速动比率 (%)	85.85	88.81	81.90	97.69
经营现金流动负债比 (%)	25.08	35.40	18.88	--
现金短期债务比 (倍)	0.73	0.81	0.61	0.86
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.59	6.55	12.19	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.99	4.11	2.17	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. “--”表示指标不适用, “/”表示数据未获取

资料来源:

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.01	0.31	0.65	0.57
资产总额 (亿元)	29.71	27.83	30.87	36.72
所有者权益 (亿元)	18.36	20.83	24.17	25.37
短期债务 (亿元)	1.98	0.69	2.43	2.68
长期债务 (亿元)	4.76	4.61	2.01	6.92
全部债务 (亿元)	6.74	5.30	4.44	9.60
营业总收入 (亿元)	5.84	6.10	10.10	2.05
利润总额 (亿元)	0.42	0.17	1.01	0.07
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	1.60	1.23	0.83	-0.57
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.38	3.41	4.33	--
存货周转次数 (次)	2.43	2.00	2.74	--
总资产周转次数 (次)	0.20	0.21	0.34	--
现金收入比 (%)	77.85	96.38	77.97	141.99
营业利润率 (%)	25.44	21.66	24.66	23.50
总资本收益率 (%)	1.56	0.64	3.12	--
净资产收益率 (%)	2.14	0.80	3.70	--
长期债务资本化比率 (%)	20.59	18.12	7.68	21.43
全部债务资本化比率 (%)	26.84	20.29	15.53	27.45
资产负债率 (%)	38.20	25.17	21.71	30.89
流动比率 (%)	162.21	302.73	207.75	215.32
速动比率 (%)	129.08	194.90	144.42	142.33
经营现金流动负债比 (%)	24.35	51.50	17.88	--
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.45	0.27	0.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：公司本部 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持