

# 南京聚隆科技股份有限公司2022年向不特定对象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.

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员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员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。

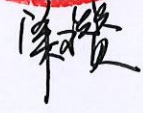
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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： 

# 南京聚隆科技股份有限公司

## 2022年向不特定对象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	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2022-10-25

### 评级观点

- 中证鹏元评定南京聚隆科技股份有限公司（以下简称“南京聚隆”或“公司”，股票代码：300644.SZ）主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，评定公司本次拟发行不超过 2.40 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。
- 上述等级的评定是考虑到新能源汽车景气度上升对改性塑料需求形成支撑，公司在改性塑料行业中具有一定的技术积累。同时中证鹏元也关注到，改性塑料行业竞争激烈，公司产能规模在同行业中偏小，盈利性波动较大，面临较大的成本控制压力，随着公司业务规模扩大，存货和应收款项对资金占用加大，面临一定的资金压力，此外近年公司债务规模持续增长，且以短期债务为主，面临较大短期债务压力。

### 债券概况

发行规模：不超过 2.40 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未转股的本期债券本金并支付最后一年利息

发行目的：拟投资于年产 5 万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目和年产 30 吨碳纤维复合材料生产线建设项目

### 未来展望

- 公司终端客户较为分散，与主要客户的合作较为稳定，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。

### 联系方式

项目负责人：何佳欢  
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：陈良玮  
chenlw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.6	2021	2020	2019
总资产	14.83	15.07	13.60	10.32
归母所有者权益	7.46	7.45	7.22	6.94
总债务	-	4.39	3.22	1.84
营业收入	7.84	16.59	11.39	9.53
净利润	0.20	0.30	0.61	0.29
经营活动现金流净额	0.20	-0.57	0.15	0.32
销售毛利率	11.05%	11.55%	18.36%	15.93%
EBITDA 利润率	-	5.69%	10.03%	5.66%
总资产回报率	-	2.80%	6.21%	3.56%
资产负债率	48.86%	50.18%	46.44%	32.34%
净债务/EBITDA	-	2.29	0.52	-1.57
EBITDA 利息保障倍数	-	9.18	21.58	8.95
总债务/总资本	-	36.89%	30.62%	20.83%
FFO/净债务	-	33.92%	147.27%	-32.01%
速动比率	0.95	1.03	1.10	1.79
现金短期债务比	-	0.64	0.98	1.61

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- 新能源汽车景气度上升对改性塑料需求形成支撑，公司在行业中具有一定的技术积累。公司作为中国汽车用尼龙、聚丙烯、塑料合金改性材料和中国高铁及轨道交通尼龙改性材料的主要供应商之一，累计主导起草了国家标准 5 项，参与起草国际标准 2 项、国家标准 4 项。汽车零部件为公司最大的下游行业，2021 年汽车行业增速回升，特别是新能源汽车景气度上行，带动公司营业收入大幅增长，考虑到在国家政策支持下，新能源汽车渗透率上升及轻量化发展趋势，未来对改性塑料的需求仍有支撑。

## 关注

- 改性塑料行业竞争激烈，公司产能规模在同行业中偏小，盈利性波动较大，面临较大的成本控制压力。改性塑料行业整体较为分散，产业集中度不高，竞争激烈，截至 2021 年末，公司主要改性塑料产品产能合计 12.40 万吨，与行业头部企业相比偏小。公司营业成本中约 80.00% 为材料费用，以 PP、PA 等塑料材料为主，塑料材料价格与石油价格具有较强关联性，近年主要原材料价格波动较大，受下游客户需求、同行业竞争等因素影响，公司无法将原材料波动风险完全转嫁给下游客户，毛利率水平波动下降，导致近年净利润波动较大。
- 业务规模扩大导致存货和应收款项对资金占用加大，面临一定的资金压力。近年来随着业务规模增长，公司原材料备货及应收账款规模持续增加，向上游供应商采购塑料材料通常需要付现金后发货，而下游客户会给予一定信用账期，导致公司运营资金压力加大，此外拟建项目尚需自筹一定资金。
- 公司面临较大的短期债务压力。受业务规模增长带来的营运资金占用增加影响，2019-2021 年公司经营活动现金流净额持续下降，2021 年为净流出，而总债务规模持续增长，且以短期债务为主，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	金发科技	国恩股份	会通股份	普利特	道恩股份	南京聚隆
总资产	483.00	99.09	51.57	46.17	31.51	15.07
营业收入	401.99	97.66	49.01	48.71	42.61	16.59
净利润	16.57	6.52	0.54	0.21	2.47	0.30
销售毛利率	16.62%	14.75%	9.44%	10.84%	12.24%	11.55%
资产负债率	65.38%	47.66%	67.08%	43.31%	30.54%	50.18%

注：以上各指标均为 2021 年末/年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9



调整因素	ESG 因素	0
	重大特殊事项	0
	补充调整	0
个体信用状况		a+
外部特殊支持		0
主体信用等级		A+

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	-	-	-	无



## 一、发行主体概况

公司前身为南京聚隆化学实业有限责任公司，成立于1999年4月，由自然人严渝荫和李庆天共同出资设立，持股比例分别为97.97%、2.03%。2009年9月公司完成股改并更名为现名，股改后吴汾、严渝荫、吴劲松持股比例分别为29.03%、13.72%、1.42%，吴汾为公司第一大股东。2016年4月吴汾病逝，其持有的公司股份由刘曙阳、刘越继承，公司的控股股东和实际控制人变更为刘曙阳、刘越、吴劲松和严渝荫，直接或间接控制公司股权比例为46.46%。刘曙阳与刘越系父女关系，严渝荫与吴劲松系母子关系，严渝荫与刘越系外祖孙关系。

吴汾为公司创始人，自聚隆化学1999年4月创立之后不久，吴汾便主导公司重大经营决策，对公司发展起到积极、有力的推动作用。自吴汾2014年患病后，为了保证公司平稳发展，其配偶刘曙阳全面接管公司的技术研发、生产、采购、销售、研发等多项工作。刘曙阳自2009年9月进入公司工作，并担任常务副总裁一职，与吴汾共同参与公司经营管理。吴汾在改性塑料行业有着较强的技术敏感性、丰富的工作经历和行业经验，其逝世对公司部分事项决策的效率有不利影响，随后刘曙阳全面接管公司日常经营管理和重大决策，保持了核心管理团队和业务骨干人员的稳定，推动公司持续发展。

经中国证券监督管理委员会核准，公司首次公开发行A股1,600.00万股，募集资金净额25,263.39万元，并于2018年2月6日在深圳证券交易所创业板挂牌上市，股票简称为“南京聚隆”。截至2022年6月末，公司注册资本和实收资本均为10,868.21万元，控股股东和实际控制人刘曙阳、刘越、吴劲松和严渝荫合计持有公司28.33%股权，公司控制关系见附录二。截至2022年6月末，刘越、刘曙阳持有的合计472.00万股公司股份处于质押状态，占控股股东和实际控制人合计持有公司股份的15.33%。

公司主要从事高分子新材料及其复合材料的研发、生产和销售，主要产品包括高性能尼龙材料、高性能聚丙烯材料、高性能塑料合金材料、塑木环境建筑工程材料、特种工程塑料、高性能弹性体材料、碳纤维复合材料制件等。截至2022年6月末，公司纳入合并范围的子公司共6家，详见附录四。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**南京聚隆科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

**发行规模：**不超过2.40亿元（含）；

**债券期限和利率：**6年，固定利率；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还未转股的本期债券本金并支付最后一年利息；

**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：**本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息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股票交易均价,具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会(或由董事会授权的人士)在发行前根据市场状况与保荐机构(主承销商)协商确定;

**转股价格的向下修正条款:** 在本期债券存续期间,当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格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。若在前述三十个交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形,则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时,持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价中的较高者。同时,修正后的转股价格不应低于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:** 在本期债券到期后五个交易日内,公司将以本期债券的票面面值上浮一定比例(含最后一期年度利息)的价格赎回全部未转股的可转债,具体上浮比率由公司股东大会授权公司董事会(或由董事会授权的人士)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,当下述情形的任意一种出现时,公司董事会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:(1)在转股期内,如果公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%;(2)本期债券未转股余额不足 3,000 万元时;

**债券回售条款:** 在本期债券最后两个计息年度,如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时,本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股(不包括因本期债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算;

如果出现转股价格向下修正的情况,则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次,若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不能再行使回售权,本期债券持有人不能多次行使部分回售权;

若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化,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,本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后,可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售,该次附加回售申报期内不实施回售的,不应再行使附加回售权;

**向原股东配售的安排：**本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会（或由董事会授权的人士）根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过2.40亿元（含），扣除发行费用后，募集资金净额拟用于以下项目：

**表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）**

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5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目	1.34	1.33	99.09%
年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目	1.08	1.07	99.53%
合计	2.42	2.40	99.28%

资料来源：公司提供

#### （一）项目基本情况

年产5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目和年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目的实施主体均为安徽聚兴隆新材料科技有限公司，选址位于安徽来安顶山-汉河省际毗邻地区新型功能区。其中，年产5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目主要建设内容包括新建厂房并投入生产设备等，项目达产后，实际产能为5万吨特种工程塑料及改性材料。年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目主要建设内容包括新建厂房并投入生产设备等，项目达产后，实际产能为30吨碳纤维复合材料。

#### （二）项目审批情况

截至2022年10月21日，年产5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目和年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目分别取得来安县发展改革委出具的代码为2208-341122-04-01-115972的《来安县发展改革委项目备案表》和代码为2208-341122-04-01-265057的《来安县发展改革委项目备案表》，取得滁州市来安县生态环境分局出具的《关于<安徽聚兴隆新材料科技有限公司年产5万吨特种工程塑料及改性塑料生产线建设项目>的审批意见》及《关于<安徽聚兴隆新材料科技有限公司年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目>的审批意见》，其它相关手续正在办理中。

#### （三）项目经济效益

根据公司公告的《向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，年产5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目的税后财务内部收益率达23.62%，税后投资回收期7.51年，年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目的税后财务内部收益率达16.84%，税后投资回收期7.54年。但值得注意的是，受项目建设进度、市场需求、原材料价格波动等因素影响，本期债券募投项目的实际收益存在不达预期的可能。



## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2021年我国经济持续复苏，2022年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求

2021年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022年1-8月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期LPR利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

### 行业环境

改性塑料应用领域广泛，下游汽车行业在新能源汽车景气度上升的带动下有望为改性塑料需求提供支撑，但需关注疫情反复、国际形势复杂、经济下行压力较大等因素可能带来的不利影响

塑料材料是以合成树脂为主要原料而具有可塑性的各种高分子材料，根据市场需求量、物性和价格的不同，塑料材料一般分为通用塑料、工程塑料及特种工程塑料三大类。虽然通用塑料、工程塑料及特种工程塑料等塑料产品具备了种种优异的性能，但单一成分的塑料产品面临着物性不够丰富，并且存在单一材料本身固有的易燃、易老化、强度不够等问题，应用于汽车、轨道交通、电器等领域时需要经过塑料改性以满足要求。塑料改性的主要过程是以通用塑料、工程塑料或特种工程塑料为主要原料，以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有的塑料在力学、流变、燃烧性、电、热、光、磁等方面的性能。按功能分类，塑料改性主要包括阻燃改性技术、抗静电改性技术、抗老化改性技术、降解改性技术、功能化改性技术等，按改性过程分类，主要包括物理改性和化学改性。从下游需求来看，根据前瞻产业研究院数据显示，2020年中国改性塑料下游需求主要包括家电、汽车、办公设备、电线电缆、电动工具等，其中家电需求占比为34%、汽车需求占比为19%。

汽车产业一直是我国重点发展的支柱产业，近年来我国汽车产业在转型升级过程中，受中美经贸摩擦、环保标准切换、居民杠杆上升、经济下行压力较大等因素影响，居民汽车购买能力与消费意愿削弱，2018-2020年汽车产量同比分别下降6.59%、8.72%和3.54%，2021年受国内疫情控制情况良好，各地企业复工情况良好，叠加新能源汽车在技术和市场成熟度不断提高、关键零部件配套能力得到大幅提升背景下发展迅猛，2021年我国汽车产量同比增长7.83%，其中新能源汽车产量同比增长152.54%。2022年1-7月，我国新能源汽车产量仍保持较快增长速度，带动汽车产量增长。

新能源汽车由于具有全新的动力系统和电气系统架构，更容易与电子技术、信息技术融合，未来有望成为智能汽车的最佳载体，国家也出台了多项政策引导和支持新能源汽车行业发展，2020年10月国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，提出发展新能源汽车是我国从汽车大国迈向汽车强国的必由之路，是应对气候变化、推动绿色发展的战略举措，2022年1月国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》，提出到2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右，2022年1月国家能源局、农业农村部、国家乡村振兴局联合印发《加快农村能源转型发展助力乡村振兴的实施意见》，提出要引导充电业务运营商、新能源汽车企业在大型村镇、易地搬迁集中安置区、旅游景区、公共停车场等区域建设充换电站，优先推进县域内公务用车、公交车、出租车使用电动车，推广新能源汽车在旅游景区和特色小镇的应用，2022年7月工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部联合印发《工业领域碳达峰实施方案》，提出大力推广节能与新能源汽车，强化整车集成技术创新，提高新能源汽车产业集中度，提高城市公交、出租汽车、邮政快递、环卫、城市物流配送等领域新能源汽车比例，提升新能源汽车个人消费比例。整体来看，新能源汽车行业未来仍有较大的增长空间，但需关注疫情反复、国际形势复杂、经济下行压力较大、居民部门杠杆率居高不下等因素带来的不利影响。

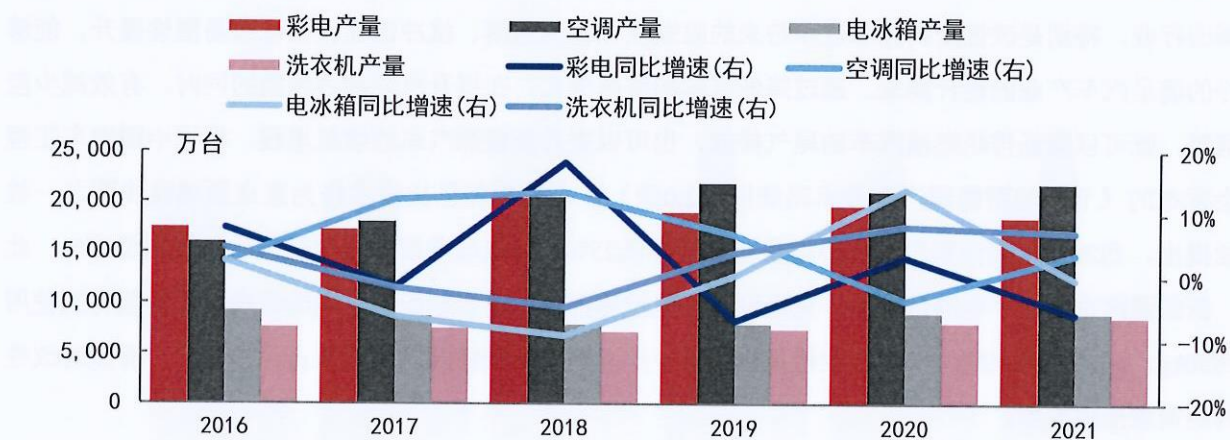
从汽车行业的改性塑料需求来看，随着轻量化、节能环保成为汽车工业领域的主要发展方向，相对于传统金属密度大、价格高的特点，塑料以其优异的综合性能和价格优势，开始越来越多地被应用于汽车制造行业，特别是改性塑料技术进步带来的阻燃性、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性提升，能够较好的满足汽车产业的设计要求。通过降低汽车的整车重量，在提升汽车动力性能的同时，有效减少能源消耗，既可以降低传统燃油汽车的尾气排放，也可以提升新能源汽车的续航里程。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图（2.0版）》，汽车轻量化技术作为重点领域路线图之一被单独提出，到2035年燃油乘用车整车轻量化系数降低25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低35%。此外，新能源汽车增加了电池组模块、充电桩及充电枪等部件，单台新能源车电池组模块工程塑料的使用量约30kg。因此，未来随着汽车行业轻量化的进一步提升以及新能源汽车消费占比的提升，有望对改性塑料的需求形成支撑。

图1 2021年新能源汽车产量大幅增长带动我国汽车产量增速回升



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

随着家电行业的发展，塑料在家电行业的应用规模快速增长，成为家电行业中仅次于钢材的第二大类材料，其中洗衣机和冰箱制品对塑料原材料的需求每台为30%-40%，电视机中塑料含量占比为23%-25%，空调约为11%。改性塑料已被广泛应用于家用电器的壳体、叶片、外饰等配件中，家电所使用的塑料几乎全都需要经过改性，具有较大的市场需求空间。但近年来受房地产调控政策、疫情等因素影响，我国主要家电产品的产量增速存在波动，其中2021年我国空调产量2.18亿台、彩电产量1.85亿台，电冰箱产量0.90亿台、洗衣机产量0.86亿台，同比增速分别为3.66%、-5.76%、-0.25%和7.17%。考虑到家电具有明显的房地产后周期属性，2021年房屋竣工面积及商品房销售面积保持增长及2021年底以来各地出台放宽房地产调控的政策可对2022年家电需求提供一定支撑，但2022年1-7月我国房屋竣工及商品房销售面积仍明显下降，房地产行业景气度仍较弱，未来市场增量空间有限，逐步进入存量更新时代；加上2022年以来疫情反复导致经济下行压力加大，居民谨慎消费，一定程度将抑制家电需求。

**图2 近年我国主要家电产量增速存在波动**


资料来源: iFinD, 中证鹏元整理

### 改性塑料行业呈现“大行业，小公司”特征，近年行业竞争日趋激烈

我国的改性塑料行业规模较大，但整体较为分散，产业集中度不高，一方面系改性塑料市场容量较大，应用领域广泛，近年来新能源、人工智能、物联网等技术的发展也进一步拓展了改性塑料的应用场景，导致下游客户数量较多；另一方面，下游应用领域及不同终端产品对于改性塑料的性能要求各有不同，改性塑料在具体应用上具有非标准、定制化的特点，导致改性塑料品种较多，每个厂商都有自己相对专注的细分产品领域和客户领域，单个厂商很难同时满足整个市场所有客户的需求。受下游领域规模大、用户群体数量多、需求多样、市场分散等因素的影响，加之我国的改性塑料行业起步较晚，伴随着国内改性塑料需求的不断上涨，市场参与者不断增多，行业竞争日趋激烈。目前国内改性塑料上市公司数量较多，主要包括金发科技（600143.SH）、国恩股份（002768.SZ）、会通股份（688219.SH）、普利特（002324.SZ）、道恩股份（002838.SZ）和南京聚隆等，根据中商情报网数据，2021年我国规模以上工业企业改性塑料产量为2,193万吨，以此估算行业龙头金发科技的市场占有率约为8.33%，改性塑料行业CR5约为14.56%。但值得注意的是，在中高端改性塑料产品市场，国内企业占据的市场份额仍相对较小，与杜邦、巴斯夫、朗盛等大型跨国企业相比，在资金规模和技术实力上仍有较大差距，跨国企业通常是集上游原料、改性设备、品牌、技术及产品销售于一体的大型化工企业。近年来，部分国内改性塑料企业通过技术攻关、生产工艺的改进，加上性价比和本地化服务优势，在部分中高端产品上能够逐步替代进口产品，未来国产替代的趋势有望增强。

**表2 2021年改性塑料行业主要上市公司情况**

企业名称	主要下游领域	主要终端客户
金发科技	汽车、家电、电子电气等	比亚迪、格力等
国恩股份	家电、电动工具、汽车、锂电池等	海信、TCL、京东方、格力、金力新能源、江苏中天、智米等
会通股份	家电、汽车等	美的、TCL、海信、飞利浦、富士康、上汽大众、一汽大众等

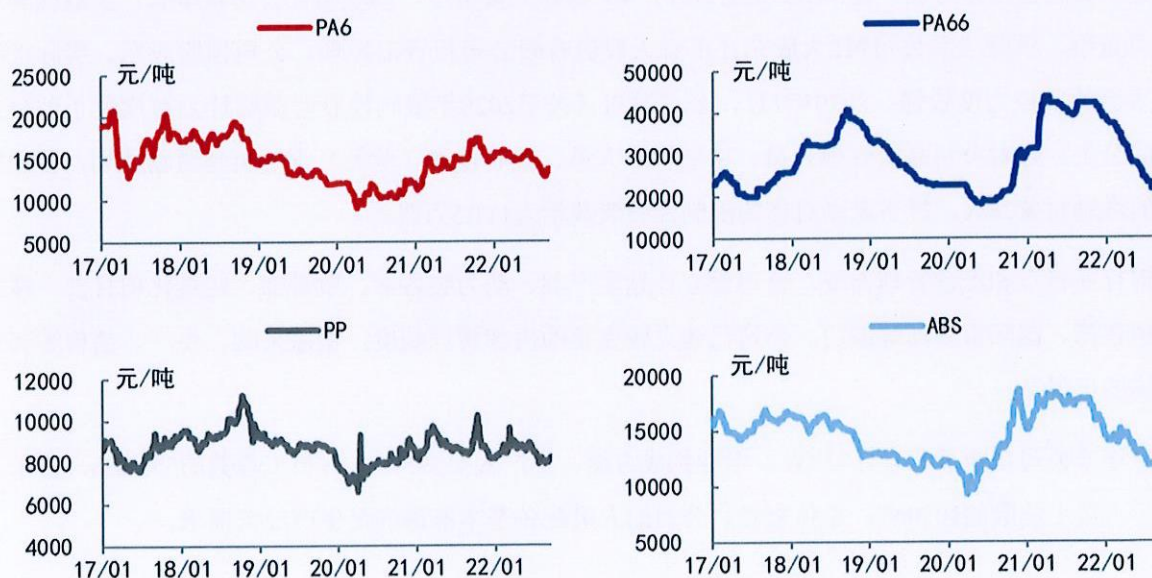
普利特	汽车等	宝马、奔驰、大众、通用、福特、比亚迪等
道恩股份	汽车、家电等	海尔、海信、三星、松下、上海大众、长城汽车等
南京聚隆	汽车、通讯电子电气等	上汽、通用、大众、比亚迪、蔚来、理想、百得、TTI、联想等

资料来源：Wind、各上市公司公告，中证鹏元整理

### 近年主要塑料产品价格波动较大，改性塑料企业面临较大的成本控制压力

改性塑料行业上游基础原材料主要包括PE、PP、PS、PVC、ABS、PA、PBT等塑料产品，其中用量最大的PP和ABS占比约为43%和31%，改性剂则通常包括玻纤、云母（增强）、橡胶（增韧）或阻燃剂等。由于不同改性塑料企业聚焦的细分产品领域和客户领域存在差异，其采购的基础原材料会有所不同，以2021年原材料采购金额来看，国恩股份采购的原材料中ABS占比41.48%、PS占比33.17%，普利特采购的原材料中PP占比34.94%、ABS占比18.51%，道恩股份采购的原材料中PP占比36.29%、ABS占比11.61%，南京聚隆采购的原材料中PA占比35.86%、PP占比28.17%。PP、PA、ABS等塑料作为石化产业链产品，其价格波动与原油价格走势整体趋同，2020年下半年至2022年初，受原油价格上涨影响，PA、PP、ABS等塑料价格呈上升趋势，改性塑料行业盈利水平有所弱化，2022年以来受国内疫情反复和原油价格回落等因素影响，PA、PP、ABS等塑料价格呈下降趋势，改性塑料成本端有望迎来改善，但改性塑料行业成本传递速度较慢，销售价格难以及时反映原材料成本的变化，原材料价格波动给改性塑料企业带来较大的成本控制压力。

图3 近年主要塑料产品价格波动较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理



## 公司治理

公司已按照《公司法》《证券法》等法律法规以及《公司章程》的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对股东大会和股东、董事会和董事、监事会和监事、高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定。

股东大会是公司的权力机构，具有决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事和非由职工代表担任的监事，决定有关董事、监事的报酬事项等职权。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1名，不设职工董事。董事长以全体董事的过半数选举产生或罢免。董事任期3年，任期届满可连选连任。董事会的主要职权包括执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。公司设监事会，监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为3年，任期届满，连选可以连任。监事会的主要职权包括检查公司财务以及对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。公司设总裁1名，由董事会聘任或解聘，公司设副总裁若干名，财务负责人、董事会秘书各1名，董事会认定的其他高级管理人员若干名，由董事会聘任或解聘。总裁每届任期3年，连聘可以连任。总裁对董事会负责，主要职权包括主持公司的生产经营管理工作以及组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

## 公司管理

近三年来，公司控股股东、实际控制人未发生变化，主要管理人员具有较为丰富的行业经验和管理经验。董事会席位安排方面，除3名独立董事外，4位非独立董事中，刘曙阳任公司董事长，吴劲松和刘越任公司董事，倪晓飞系公司第2大股东江苏舜天股份有限公司投资部经理，公司控股股东、实际控制人对董事会的掌控力度较强。2020年7月，公司发布《关于2020年限制性股票激励计划首次授予部分登记完成的公告》，对公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干实施激励计划，首次授予涉及的激励对象28人，授予激励对象的限制性股票数量为111.5万股。

根据行业特点和经营管理需要，公司设立计划生产部、动力装备部、质量部、轻量化项目部、技术中心、销售部、国际贸易部等部门。公司已建立较完整的内部管理制度，覆盖采购、生产、销售等环节，组织架构图见附录三。

2021年末公司在职员工合计713人，专业构成方面，生产人员395人，占员工总数的55.40%，技术人员74人，占员工总数的10.38%。总体来看，公司的人员配备基本能够满足生产经营需求。

## 六、经营与竞争

公司作为专注于改性塑料研发、生产和销售的高新技术企业，形成了面向多个应用领域的高性能改性塑料和塑木产品体系。2019-2021年公司营业收入持续增长，主要系汽车零部件和通讯电子电气行业

销售规模扩大。从收入结构来看，近年公司高性能改性尼龙和工程化聚丙烯占营业收入的比重合计均在75.00%以上，塑木环境工程材料主要由控股子公司南京聚锋新材料有限公司（以下简称“聚锋新材”）及其子公司负责运营，对公司收入形成补充。毛利率方面，近年公司销售毛利率有所波动，主要系PA66、PA6、PP等原材料价格波动所致，2021年及2022年1-6月受原材料价格处于相对高位，加上改性塑料行业成本传递速度较慢，公司销售毛利率较2020年显著下降。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
高性能改性尼龙	3.25	13.56%	6.46	14.82%	3.93	20.77%	4.34	18.04%
高性能工程化聚丙烯	2.73	9.59%	5.99	8.14%	5.34	18.67%	3.64	12.99%
高性能合金及其他材料	0.84	11.14%	1.76	9.41%	0.82	7.56%	0.65	17.12%
塑木环境工程材料	0.68	8.22%	1.42	13.23%	1.08	18.25%	0.90	15.68%
贸易品	0.33	3.51%	0.94	10.37%	-	-	-	-
其他业务	0.00	100.00%	0.02	100.00%	0.22	8.59%	0.01	89.71%
<b>合计</b>	<b>7.84</b>	<b>11.05%</b>	<b>16.59</b>	<b>11.55%</b>	<b>11.39</b>	<b>18.36%</b>	<b>9.53</b>	<b>15.93%</b>

资料来源：公司提供

公司在改性塑料行业具有一定的技术积累，总部临近主要汽车生产基地上海，受新能源汽车行业景气度上升等因素影响，近年公司收入规模保持增长，产销率处于较高水平

公司作为中国汽车用尼龙、聚丙烯、塑料合金改性材料和中国高铁及轨道交通尼龙改性材料的主要供应商之一，承担了国家863计划、国家科技支撑计划、国家重点火炬计划、国家重大科技成果转化等，“几种无机纳米材料的制备及应用研究”、“有机化无机颗粒改性聚合物复合材料制备关键技术”项目获国家科学技术进步二等奖。截至2022年6月末，公司累计主导起草了国家标准5项，参与起草国际标准2项、国家标准4项。整体来看，公司在改性塑料行业具有一定的技术积累。

公司产品下游行业分布主要包括汽车零部件、通讯电子电气、建筑工程、轨道交通扣件系统等，其中汽车零部件为公司最大的下游行业，公司主营产品如尼龙、聚丙烯、合金、弹性体、长玻纤增强材料等被应用于汽车发动机部件、动力系统部件、新能源汽车动力部件、线束部件、智能驾驶部件、散热系统部件、电子部件、结构部件及内外饰部件，公司与外资、合资及自主品牌汽车及新能源汽车主机厂、一级零部件供应商形成较为稳定的合作，进入上汽、通用、大众、比亚迪、福特、日产、长城、吉利、广汽、蔚来、理想、小鹏等车企供应链体系，近年来受益于新能源汽车市场景气度较高，公司产品应用于汽车零部件的销售规模保持较快增长。

公司通讯电子电气材料板块主要应用于园林工具项目、电动工具项目、笔记本、小家电、国家电网特高压线路智慧管理系统和继电保护装置等产品，下游客户主要包括百得、TTI、格力博、苏美达、联想、国家电网等，受下游电动工具厂商备货等因素影响，2021年公司通讯电子电气材料板块收入规模同

比大幅增长95.65%，而随着电动工具厂商进行库存消化和部分产业链外移，2022年上半年通讯电子电气材料销售收入同比下降49.80%。

公司建筑工程产品主要为塑木环境工程材料，用于住宅的庭院建设和景观工程项目，产品以出口海外为主，主要销往德国、英国、澳大利亚、泰国等国家，近年销售规模稳步增长。公司轨道交通扣件系统产品主要为高性能改性尼龙，应用于京沪、京广、沪昆、京沈、哈杜等高铁线路和蒙华等重载铁路。

**表4 公司营业收入分行业情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车零部件	4.87	62.09%	9.43	56.83%	6.37	55.94%	5.53	58.02%
通讯电子电气	0.92	11.80%	3.18	19.17%	1.63	14.28%	1.30	13.59%
建筑工程	0.68	8.71%	1.42	8.56%	1.08	9.45%	0.90	9.42%
轨道交通扣件系统	0.76	9.69%	1.23	7.42%	0.72	6.32%	1.41	14.78%
其他	0.60	7.70%	1.33	8.02%	1.59	13.99%	0.40	4.19%
合计	<b>7.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.39</b>	<b>99.98%</b>	<b>9.53</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

公司产品采取直接销售为主、内外销兼顾的销售模式，根据客户对产品功能及性能提出的要求，组织生产并交付，在销售产品的同时对下游客户提供技术支持服务，对于战略合作客户会提前介入到其产品研发设计阶段，提供改性塑料材料应用的优化解决方案。在国外销售方面，公司通过直接销售和贸易销售相结合的模式进行产品销售，并给予国外贸易商客户一定的技术支持。受下游需求增长影响，近年公司各主要产品的产销量均持续增长。由于改性塑料产品具有一定的定制化特征，行业内企业通常采用以销定产的生产模式，公司亦如此，近年产销率维持在较高水平。

公司产品定价主要考虑生产成本、供货量、产品性能、可靠性和稳定性等方面，同时根据原材料价格变动进行调价，通常以季度定价为主，客户根据原材料价格变动、产品性能、市场供求关系等因素与公司谈判确认下一季度各产品牌号的采购价格。受原材料价格波动影响，2021年公司高性能改性尼龙和高性能合金及其他材料的销售均价同比有所增长，而高性能工程化聚丙烯受2020年部分PP熔喷料产品售价较高影响，2021年销售均价同比有所下降。

**表5 公司主要产品销售情况（单位：吨、元/吨）**

产品类别	项目	2021年	2020年	2019年
高性能改性尼龙	销量	33,553.32	23,563.38	22,153.87
	产量	32,670.44	25,742.15	22,772.48
	销售均价	19,248.17	16,675.11	19,587.86
	产销率	102.70%	91.54%	97.28%
高性能工程化聚丙烯	销量	63,080.04	48,884.36	36,165.02
	产量	62,908.43	53,057.13	37,169.63



高性能合金及其他材料	销售均价	9,496.80	10,922.96	10,051.92
	产销率	100.27%	92.14%	97.30%
	销量	8,266.67	4,639.87	3,634.15
	产量	8,514.33	5,507.12	3,806.13
	销售均价	21,264.05	17,751.38	17,781.19
	产销率	97.09%	84.25%	95.48%
塑木环境工程材料	销量	20,122.20	14,064.00	12,559.72
	产量	20,517.20	14,546.00	13,743.58
	销售均价	7,061.84	7,655.10	7,146.72
	产销率	98.07%	96.69%	91.39%

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司以境内销售为主，且主要集中在华东地区，主要系公司总部及主要生产基地位于南京，距离国内重要汽车生产基地上海较近，具有一定的区位优势。2021年华东地区销售收入占营业收入的比重为51.81%，境外销售主要来自塑木环境工程材料，2021年销售收入占营业收入的比重为8.92%。由于华东地区和华中地区产品主要以高性能改性尼龙为主，毛利率相对较高。在信用政策方面，公司通常给予客户的信用期限为30-90天不等，主要采取银行转账和承兑汇票相结合的结算方式。

由于改性塑料企业专注的下游行业不同，其客户结构通常会有不同的表现，如来自于家电行业收入比例较高的国恩股份、会通股份、聚赛龙等企业，2021年前五大客户收入占比分布在40.56%-52.80%之间，汽车行业收入占比较高的普利特2021年前五大客户收入占比仅为12.37%，主要系家电行业集中度较高，同时改性塑料企业通常直接销售给家电企业，而汽车行业的客户通常是经过各汽车零部件厂商进行供应。公司的主要客户包括汽车零部件供应商铭胜实业有限公司、浙江致威电子科技有限公司、乔路铭科技股份有限公司等及轨道交通扣件系统供应商河北富跃铁路装备有限公司、河北铁科翼辰新材料科技有限公司等，另有部分对长城汽车股份有限公司等汽车主机厂直接供货，客户较为分散，近年来前五大客户集中度不高，对单个客户的销售规模不大，受单个客户经营状况变化的影响程度较小。

表6 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占营业收入的比例
2022年1-6月	河北富跃铁路装备有限公司	3,806.34	4.85%
	浙江致威电子科技有限公司	2,079.20	2.65%
	河北铁科翼辰新材料科技有限公司	1,966.37	2.51%
	江苏朗信电气有限公司	1,935.01	2.47%
	铭胜实业有限公司	1,575.85	2.01%
	合计	11,362.77	14.49%
2021年	铭胜实业有限公司	10,855.54	6.54%
	河北富跃铁路装备有限公司	5,427.56	3.27%
	河北铁科翼辰新材料科技有限公司	4,309.63	2.60%



	乔路铭科技股份有限公司	3,703.74	2.23%
	浙江致威电子科技有限公司	3,592.83	2.17%
	<b>合计</b>	<b>27,889.30</b>	<b>16.81%</b>
2020年	铭胜实业有限公司	5,040.79	4.43%
	河北富跃铁路装备有限公司	4,544.32	3.99%
	长城汽车股份有限公司	2,580.67	2.27%
	浙江致威电子科技有限公司	2,185.01	1.92%
	乔路铭科技有限公司	1,718.25	1.51%
	<b>合计</b>	<b>16,069.04</b>	<b>14.11%</b>
2019年	河北富跃铁路装备有限公司	10,007.26	10.50%
	长城汽车股份有限公司	3,106.06	3.26%
	DWS GMBH (德国)	3,080.49	3.23%
	重庆小康汽车部品有限公司	2,891.62	3.03%
	铭胜实业有限公司	2,466.07	2.59%
	<b>合计</b>	<b>21,551.50</b>	<b>22.61%</b>

注1：铭胜实业有限公司销售收入金额包括铭胜实业有限公司、铭景实业有限公司；

注2：乔路铭科技股份有限公司销售收入金额包括乔路铭科技股份有限公司、宁波驰航贸易有限公司；

注3：长城汽车股份有限公司销售收入金额包括诺博汽车系统有限公司、诺博汽车系统有限公司保定徐水分公司、诺博汽车零部件（泰州）有限公司、诺博汽车零部件（日照）有限公司、诺博汽车零部件（平湖）有限公司、诺博汽车零部件（荆门）有限公司、诺博汽车零部件（张家港）有限公司、保定亿新汽车配件有限公司、长城汽车股份有限公司天津哈弗分公司。

资料来源：公司提供

公司原材料成本占营业成本的比重较高，主要塑料材料价格波动较大，面临较大的成本控制压力

公司营业成本中约80.00%为材料费用，由于需要根据客户差异化需求添加不同的辅料和助剂，因此采购的原材料种类较多，主要包括PP、PA、玻纤、合金原料、增塑剂、填充料、废塑料、阻燃剂、聚乙烯、助剂等。

在公司的主要原材料中，PP、PA等塑料材料的采购金额占比相对较大，由于受上游原油价格波动等因素影响，近年主要塑料材料采购均价波动较大，受原材料价格波动和价格调整机制影响，在原材料成本下降时，公司产品价格下调的幅度通常小于原材料价格的降幅，原材料价格上升时，由于价格调整的滞后性，以及受下游客户需求、同行业竞争对手等因素影响，公司无法将原材料波动风险完全转嫁给下游客户，面临较大的成本控制压力。

表7 公司主要原材料采购情况（单位：万元，万元/吨）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	单价	金额	单价	金额	单价	金额	单价
PP	17,620.20	0.77	35,929.03	0.78	31,548.63	0.75	20,889.61	0.81
PA	18,440.33	1.82	44,385.43	1.98	22,768.97	1.27	26,149.70	1.69
玻纤	4,933.60	0.62	9,022.87	0.57	5,701.73	0.49	5,047.09	0.53

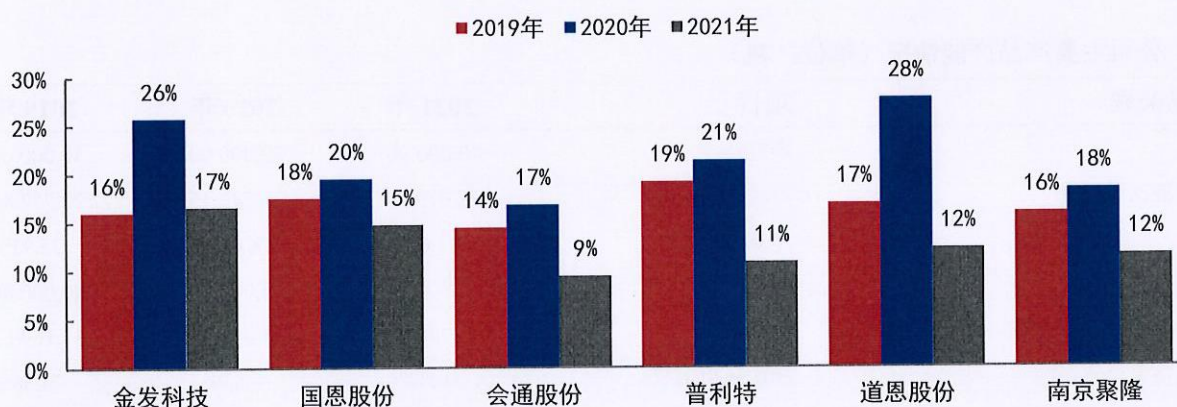
合金	2,237.11	1.77	5,483.37	2.00	2,764.59	1.41	1,729.83	1.46
----	----------	------	----------	------	----------	------	----------	------

资料来源：公司提供

从主要改性塑料上市公司来看，虽然各家企业因重点拓展的下游行业差异导致主要塑料原材料在细分品类上存在差异，但塑料材料价格与石油价格走势的相关度较高，加上改性塑料行业哑铃型产业链特征，上游供应商和下游客户均处于相对强势的地位，盈利情况均易受原材料价格波动的影响，2019-2021年各主要改性塑料上市公司毛利率波动趋势较为一致。

近年来部分改性塑料企业在积极布局产业链上游，如金发科技投资“120万吨/年聚丙烯热塑性弹性体（PTPE）及改性新材料一体化项目”、宝来新材料60万吨/年ABS及其配套装置项目，国恩股份收购浙江一塑新材料科技有限公司和江苏国恒新材料科技有限公司，其中浙江一塑新材料科技有限公司在建年产100万吨聚苯乙烯项目，江苏国恒新材料科技有限公司具备年产20万吨聚丙烯（PP）树脂生产能力，随着产业链延申带来的上下游一体化规模优势，预计这类企业在抵御原材料价格波动方面将拥有更明显的相对优势，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力。

图4 主要改性塑料上市公司毛利率情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司原材料的采购渠道主要是国内各石化厂家或从国外进口，塑料材料作为大宗商品，供应较为充足，因此近年前五大供应商集中度不高，2019-2021年及2022年1-6月前五大供应商采购金额占总采购金额的比重分别为46.15%、29.96%、35.99%和36.43%，主要包括神马实业股份有限公司、中国石油化工集团有限公司、泰山玻璃纤维有限公司等单位。公司主要原材料的采购价格通常为随行就市，与石油价格的关联度较高。在货款结算方面，不同类型原材料存在差异，对于向中国石油化工集团有限公司等大型石化企业采购的塑料原料，通常为现金付款后发货，而对于助剂类材料通常有30天账期，以现金或者银行承兑汇票付款，随着业务规模的扩大，原材料采购备货对资金占用显著增加。

近年公司主要产品产能持续提升，但产能规模在行业内仍相对偏小，需关注拟建项目投产后的产能消化情况

公司改性塑料产品的生产基地主要包括公司本部和扬州，其中本部产能占比相对较高，地处南京市江北新区智能制造产业园，塑木环境建筑工程材料主要由子公司聚锋新材负责。2022年3月公司以自有资金1,650.00万元对东莞旺顺生物科技有限公司（后更名为广东聚旺科技有限公司）增资并获得55.00%股权，布局高温尼龙、特种工程塑料及降解塑料。公司改性塑料生产工艺流程主要是将合成树脂与助剂按照产品配方比例进行配置和混料，然后利用双螺杆挤出机熔融混合并将聚合物熔体挤出，再经过冷却、风干、切粒、过筛流程后检验入库，该生产流程中的设备通用性较强，只需在产品配方、配色上加以区别，生产过程中会产生少量的废水、废气、固体废弃物、噪声等污染物。根据公司提供的说明，过去一年公司未有因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚，加上公司主要采用物理改性的方式进行生产，预计受环保政策引发停产或搬迁的风险较小。

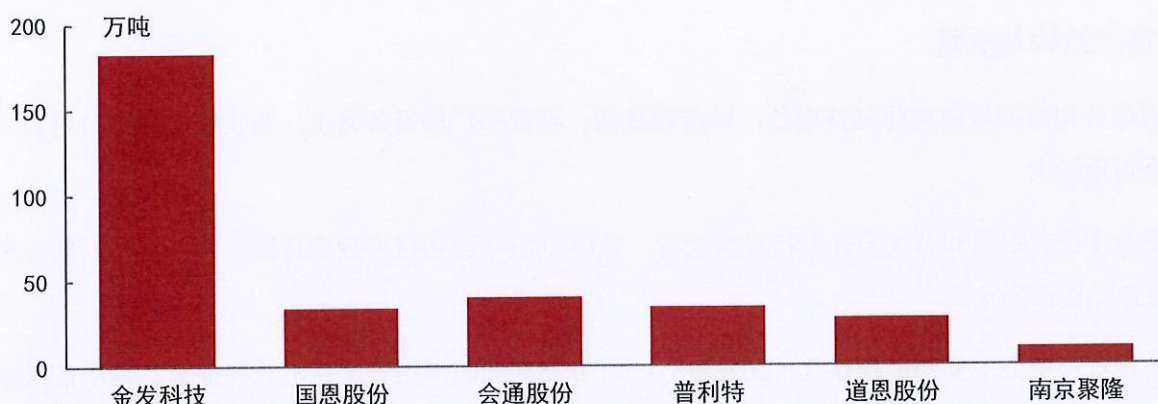
公司主要采取以销定产的生产模式，客户对已认证的材料专门采购，以客户订单数量确定产量，并按照准时制生产方式组织生产。随着首次公开发行股票募投项目逐步投产及新增生产设备，近年公司各主要产品的产能均有所提升。从产能利用率来看，公司高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯的产能利用率相对较高，而高性能合金及其他材料、塑木环境工程材料受产能提升影响，2021年产能利用率有所下降。

**表8 公司主要产品产能情况（单位：吨）**

产品类别	项目	2021年	2020年	2019年
高性能改性尼龙	产能	40,000.00	32,000.00	30,000.00
	产量	32,670.44	25,742.15	22,772.48
	产能利用率	81.68%	80.44%	75.91%
高性能工程化聚丙烯	产能	70,000.00	66,000.00	50,000.00
	产量	62,908.43	53,057.13	37,169.63
	产能利用率	89.87%	80.39%	74.34%
高性能合金及其他材料	产能	14,000.00	7,000.00	5,000.00
	产量	8,514.33	5,507.12	3,806.13
	产能利用率	60.82%	78.67%	76.12%
塑木环境工程材料	产能	30,000.00	16,000.00	16,000.00
	产量	20,517.20	14,546.00	13,743.58
	产能利用率	68.39%	90.91%	85.90%

资料来源：公司提供

与同行业主要上市公司改性塑料产量相比，公司改性塑料的产能规模相对偏小，在规模效应方面相对较弱。虽然近年公司通过在建或拟建项目逐步提升改性塑料产能，但金发科技、会通股份、道恩股份等均有扩产计划，预计短期内公司与行业头部企业的仍将存在产能差距。

**图5 主要改性塑料上市公司 2021 年改性塑料产量情况**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

截至2022年7月末, 公司主要拟建项目为在安徽来安顶山-汉河省际毗邻地区新型功能区投资建设年产15万吨改性工程塑料、2万吨特种工程塑料及30吨碳纤维复合材料项目(含本期债券募投项目), 项目总投资6.00亿元, 在南京江宁滨江经济开发区内投资建设“聚新锋新材料研发生产基地”项目, 项目投资总额约为1.80亿元。随着拟建项目的逐步投产, 公司改性塑料产能将显著上升, 虽然公司改性塑料生产线在不同产品之间具有通用性, 但仍需关注市场竞争情况带来的产能消化问题, 而新增的碳纤维复合材料产品主要是以树脂为基体、以碳纤维或碳纤维织物为增强体的复合材料, 应用于航空航天、轨道交通和汽车等领域, 需关注后续的市场拓展情况。此外, 考虑到拟建项目尚需自筹资金规模较大, 公司未来或将通过分期投资等方式逐步推进, 从而降低资本开支压力。

## 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衡会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表, 报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围无变化, 2020-2021年及2022年1-6月合并报表范围变化情况如下表所示。

**表9 公司合并报表范围变动情况**

时间	企业	变化方向	变动原因
2020年	南京聚隆复合材料科技有限公司	新增	设立
2020年	聚隆新材料科技(扬州)有限公司	新增	设立
2021年	南京聚隆复合材料技术有限公司	新增	非同控合并
2021年	南京聚隆香港有限公司	新增	设立
2021年	南京聚隆复合材料科技有限公司	减少	吸收合并注销

2022年	广东聚旺科技有限公司	新增	非同控合并
-------	------------	----	-------

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

近年公司资产规模整体保持增长，以应收款项、存货和厂房设备为主，应收款项和存货对公司营运资金占用较大

受益于经营积累和首次公开发行股票融资，2019-2021年公司资产规模持续增长。从资产结构来看，公司以流动资产为主。

公司货币资金主要为银行存款，2022年6月末有0.18亿元因属银行承兑汇票保证金、信用证保证金、远期外汇交易保证金而使用受限。公司应收票据包括应收银行承兑汇票和商业承兑汇票，其中应收海南恒乾材料设备有限公司的16.49万元商业承兑汇票已计提坏账准备13.19万元。公司应收款项融资均为银行承兑汇票。

随着业务规模增长，公司应收账款近年整体呈上升趋势，账龄主要集中在1年以内，2022年6月末前五大应收对象合计占应收账款余额15.81%，主要包括重庆思普宁塑胶制品有限公司、河北铁科翼辰新材料科技有限公司、铭景实业有限公司等单位，客户较为分散。2022年6月末公司应收账款计提坏账准备合计0.53亿元，其中应收海南恒乾材料设备有限公司、广州恒乾材料设备有限公司合计505.17万元款项已计提404.13万元坏账准备。整体来看，公司应收恒大系企业<sup>1</sup>的商业承兑汇票和应收账款2022年6月末余额合计521.66万元，主要系销售塑木环境工程材料形成，考虑到目前公司塑木环境工程材料主要销往国外，回款风险相对可控。

公司存货主要包括原材料、库存商品、发出商品，因采用以销定产的生产销售模式，自制半成品规模相对较小。受业务规模扩大带来的原材料备库增长及主要塑料产品价格波动影响，近年公司原材料规模持续上升，存货规模呈上升趋势，对公司资金形成较大占用。此外，由于塑料产品价格与石油价格走势相关度较高，存货面临一定的跌价风险。

公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备和电子设备等，2022年6月末房屋建筑物账面价值为2.08亿元。由于首次公开发行股票募投项目轨道交通及汽车用高性能尼龙复合材料生产线建设项目、汽车轻量化用聚丙烯新型功能材料生产线建设项目和生产智能化升级与改造项目等完工转固，2021年末公司固定资产规模同比大幅增长，在建工程则同比大幅下降。截至2022年6月末，公司主要在建工程为弹性体项目。2022年6月末公司受限资产合计0.39亿元，包括货币资金、应收票据、固定资产和无形资产，主要为各类保证金和用于银行借款抵押。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

<sup>1</sup> 包括海南恒乾材料设备有限公司、广州恒乾材料设备有限公司。

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.74	4.96%	1.18	7.82%	1.25	9.19%	1.19	11.49%
应收票据	0.12	0.78%	0.43	2.83%	0.22	1.63%	0.03	0.31%
应收账款	3.97	26.78%	4.32	28.68%	3.24	23.84%	2.49	24.08%
应收款项融资	0.94	6.36%	0.84	5.61%	0.77	5.68%	0.91	8.79%
存货	3.29	22.21%	3.12	20.68%	2.95	21.72%	1.75	16.95%
<b>流动资产合计</b>	<b>9.64</b>	<b>65.03%</b>	<b>10.44</b>	<b>69.31%</b>	<b>9.39</b>	<b>69.06%</b>	<b>7.44</b>	<b>72.08%</b>
固定资产	3.99	26.89%	3.66	24.31%	1.98	14.54%	1.90	18.43%
在建工程	0.19	1.28%	0.20	1.30%	1.45	10.67%	0.54	5.20%
<b>非流动资产合计</b>	<b>5.19</b>	<b>34.97%</b>	<b>4.62</b>	<b>30.69%</b>	<b>4.21</b>	<b>30.94%</b>	<b>2.88</b>	<b>27.92%</b>
<b>资产总计</b>	<b>14.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.32</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 近年公司营业收入保持增长，但盈利能力易受原材料价格波动影响

公司主要产品包括改性尼龙、改性聚丙烯、高性能合金和塑木环境工程材料等改性材料，近年来受新能源汽车和通讯电子电气行业等需求带动，公司营业收入持续增长。2022年上半年，受电动工具厂商进行库存消化和部分产业链外移影响，公司通讯电子电气行业收入同比下降49.80%，整体营业收入同比小幅增长4.37%。

毛利率方面，受石油价格波动等因素影响，公司主要原材料PA66、PA6、PP等原材料价格波动较大，导致近年销售毛利率波动下降。随着应收款项规模增长，计提的坏账准备规模相应增加，2019-2021年公司分别计提信用减值损失147.36万元、890.58万元和1,917.96万元，对利润形成一定侵蚀。综合影响下，近年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所波动，盈利能力易受原材料价格波动影响。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）

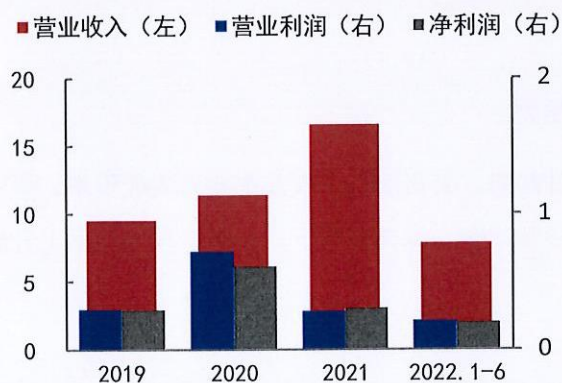
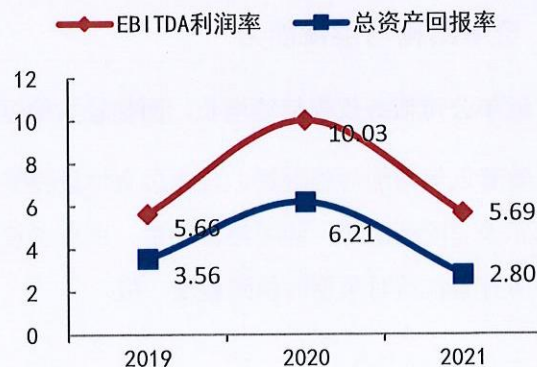


图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

受业务规模扩大影响，营运资金占用加大，公司经营活动现金流整体表现欠佳，面临一定的资金压力

随着业务规模扩大，公司FFO持续为正且波动上升，现金生成能力尚可，但由于公司将部分收到的票据直接背书转让给供应商，导致收现比不高，2019-2021年平均收现比为0.71。近年公司经营活动现金流整体表现欠佳，受业务规模扩大带来的原材料备货需求及原材料价格上涨等因素影响，2019-2021年公司经营净现金流持续下降且2021年转为净流出，2022年1-6月随着原材料价格有所回落，公司经营现金流情况有所好转。

投资活动方面，近年公司主要的资本支出项目为首次公开发行股票募投项目，随着项目建设的推进，2019-2021年的投资活动现金净流出规模逐年收窄。筹资活动方面，受原材料备货及价格上涨等因素影响，公司营运资金需求有所扩大，因此2019-2021年公司筹资活动现金净流入规模持续增加。整体来看，公司后续资本支出和日常运营仍存在一定资金需求，面临一定的资金压力。

图8 公司现金流结构

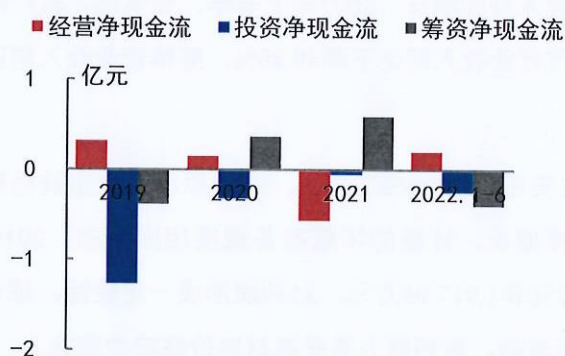
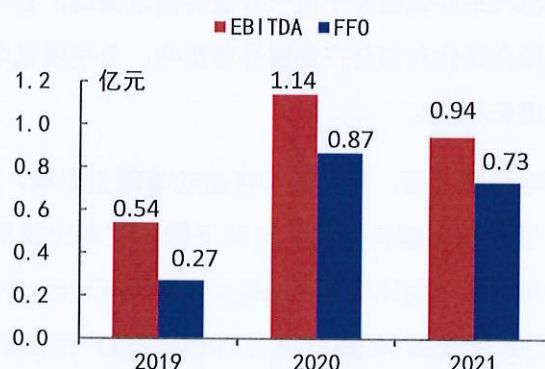


图9 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

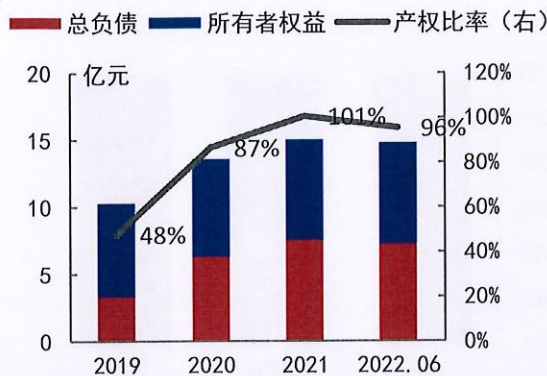
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

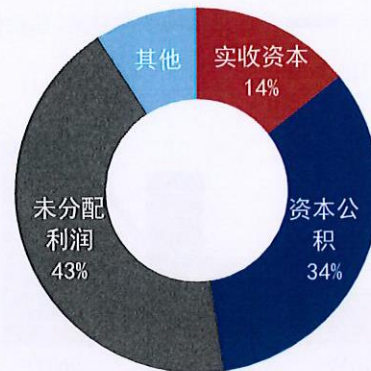
近年公司债务规模持续增长，面临较大的短期债务压力

随着近年增加对外融资，公司总负债规模整体呈上升趋势。公司所有者权益主要为实收资本、资本公积和未分配利润等，随着经营积累，所有者权益规模持续增长。综合影响下，公司产权比率呈上升趋势，所有者权益对负债的保障程度一般。



**图10 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

**图11 2022 年 6 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

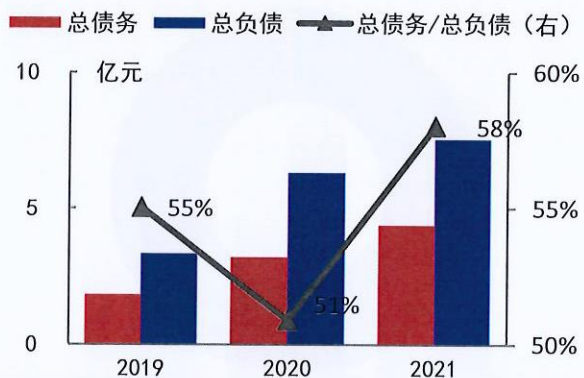
受原材料备货及价格上涨等因素带来的运营资金压力影响，近年公司短期借款规模呈增长态势，主要为保证借款，利率区间为1.50%-4.94%。公司应付票据主要为应付银行承兑汇票，应付账款主要为应付货款和设备款等，随着业务规模扩大，应付票据和应付账款规模呈上升趋势。公司长期借款主要为保证、抵押借款，借款机构包括宁波银行南京分行、中国银行南京高新支行、永赢租赁和仲利租赁，递延收益均为收到的政府补助。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

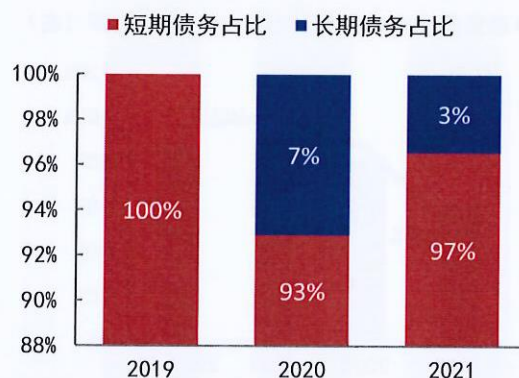
项目	2022 年 6 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.22	30.59%	2.30	30.39%	1.40	22.21%	1.10	33.06%
应付票据	2.02	27.93%	1.81	23.88%	1.49	23.51%	0.73	21.98%
应付账款	2.07	28.58%	2.26	29.88%	2.21	34.95%	1.09	32.73%
<b>流动负债合计</b>	<b>6.71</b>	<b>92.66%</b>	<b>7.10</b>	<b>93.93%</b>	<b>5.87</b>	<b>92.91%</b>	<b>3.18</b>	<b>95.38%</b>
长期借款	0.20	2.76%	0.15	2.01%	0.23	3.61%	0.00	0.00%
递延收益	0.32	4.42%	0.31	4.06%	0.19	3.00%	0.15	4.59%
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.53</b>	<b>7.34%</b>	<b>0.46</b>	<b>6.07%</b>	<b>0.45</b>	<b>7.09%</b>	<b>0.15</b>	<b>4.62%</b>
<b>负债合计</b>	<b>7.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.34</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款等，随着融资规模扩大，近年公司总债务规模持续增长。从期限结构来看，主要为短期借款和应付票据，面临较大的短期债务压力。

**图12 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图13 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

受融资规模影响，近年公司资产负债率呈波动上升趋势。随着债务规模增长，净债务/EBITDA、总债务/总资本逐年上升，杠杆水平有所上升。但由于公司利息负担不大，EBITDA利息保障倍数表现较好。

**表12 公司杠杆状况指标**

项目	2022年6月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	48.86%	50.18%	46.44%	32.34%
净债务/EBITDA	-	2.29	0.52	-1.57
EBITDA 利息保障倍数	-	9.18	21.58	8.95
总债务/总资本	-	36.89%	30.62%	20.83%
FFO/净债务	-	33.92%	147.27%	-32.01%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，近年公司速动比率和现金短期债务比均呈现下降趋势，2021年末公司现金短期债务比为0.64，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱。根据公司提供的资料，2022年6月末公司在授信合同有效期内获得的银行授信总额为10.23亿元，未使用额度为5.55亿元，同时考虑到公司作为上市公司，可以利用资本市场拓宽融资渠道，能够提供一定的流动性补充。

**图14 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022年10月14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、抗风险能力分析

公司主要从事改性塑料研发、生产和销售，产品应用于汽车零部件、通讯电子电气、建筑工程、轨道交通扣件系统等下游行业，在行业内有一定的技术积累，进入了上汽、通用、比亚迪等汽车供应链体系，在新能源汽车景气度上升的背景下，公司汽车零部件领域的产品销售收入大幅增长，带动营业收入持续增长。但受疫情反复、国际形势复杂、经济下行压力较大等因素影响，家电和汽车等行业的改性塑料需求面临一定的波动风险。近年改性塑料行业市场竞争日趋激烈，公司产能规模在同行业中偏小，加上改性塑料厂商处于哑铃型产业链中端，上游石化企业和下游汽车、通讯电子电气等均处于相对强势的地位，主要原材料与石油价格走势关联度较高，公司面临较大的成本控制压力和运营资金压力。整体来看，公司抗风险能力尚可。

## 十、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

募投项目收益是本期债券偿债资金的重要来源之一。年产5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目的税后财务内部收益率达23.62%，税后投资回收期7.51年，年产30吨碳纤维复合材料生产线建设

项目的税后财务内部收益率达16.84%，税后投资回收期7.54年，但值得注意的是，受项目建设进度、市场需求、原材料价格波动等因素影响，本期债券募投项目的实际收益存在不达预期的可能。

公司日常经营所产生的现金流也是偿债资金的重要来源。2019-2021年及2022年1-6月，公司分别实现营业收入9.53亿元、11.39亿元、16.59亿元和7.84亿元；公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为6.48亿元、8.55亿元、11.43亿元和6.24亿元，日常经营产生的现金流能为偿债提供一定保障。目前公司主要客户资质较好且合作关系较为稳定，未来收入较有保障。但随着公司业务规模扩大，预计营运资金占用规模将有所上升，可能导致经营现金流波动加大。

本期债券为可转换公司债券，并且设置了转股价向下修正条款，在债券转股时转股部分无需还本付息，但应关注股价下跌或其他因素导致债券持有人不转股的可能。

同时，作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营情况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

## 十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

## 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](http://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）

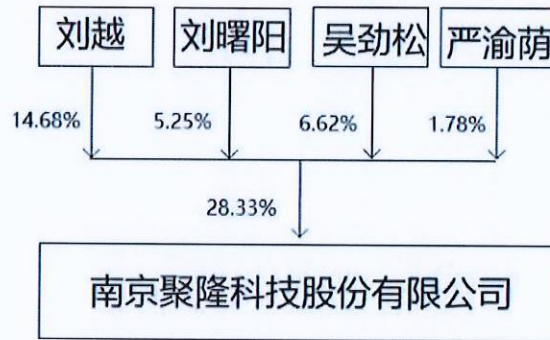
财务数据（单位：亿元）	2022年6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.74	1.18	1.25	1.19
应收票据	0.12	0.43	0.22	0.03
应收账款	3.97	4.32	3.24	2.49
应收款项融资	0.94	0.84	0.77	0.91
存货	3.29	3.12	2.95	1.75
流动资产合计	9.64	10.44	9.39	7.44
固定资产	3.99	3.66	1.98	1.90
在建工程	0.19	0.20	1.45	0.54
非流动资产合计	5.19	4.62	4.21	2.88
资产总计	14.83	15.07	13.60	10.32
短期借款	2.22	2.30	1.40	1.10
应付票据及应付账款	4.09	4.06	3.69	1.83
应付票据	2.02	1.81	1.49	0.73
应付账款	2.07	2.26	2.21	1.09
流动负债合计	6.71	7.10	5.87	3.18
长期借款	0.20	0.15	0.23	0.00
递延收益-非流动负债	0.32	0.31	0.19	0.15
非流动负债合计	0.53	0.46	0.45	0.15
负债合计	7.25	7.56	6.32	3.34
总债务	-	4.39	3.22	1.84
归属于母公司的所有者权益	7.46	7.45	7.22	6.94
营业收入	7.84	16.59	11.39	9.53
营业利润	0.21	0.28	0.72	0.30
净利润	0.20	0.30	0.61	0.29
经营活动产生的现金流量净额	0.20	-0.57	0.15	0.32
投资活动产生的现金流量净额	-0.25	-0.05	-0.32	-1.27
筹资活动产生的现金流量净额	-0.40	0.59	0.37	-0.39
财务指标	2022年6月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.05%	11.55%	18.36%	15.93%
EBITDA 利润率	-	5.69%	10.03%	5.66%
总资产回报率	-	2.80%	6.21%	3.56%
资产负债率	48.86%	50.18%	46.44%	32.34%
净债务/EBITDA	-	2.29	0.52	-1.57
EBITDA 利息保障倍数	-	9.18	21.58	8.95
总债务/总资本	-	36.89%	30.62%	20.83%
FFO/净债务	-	33.92%	147.27%	-32.01%



速动比率	0.95	1.03	1.10	1.79
现金短期债务比	-	0.64	0.98	1.61

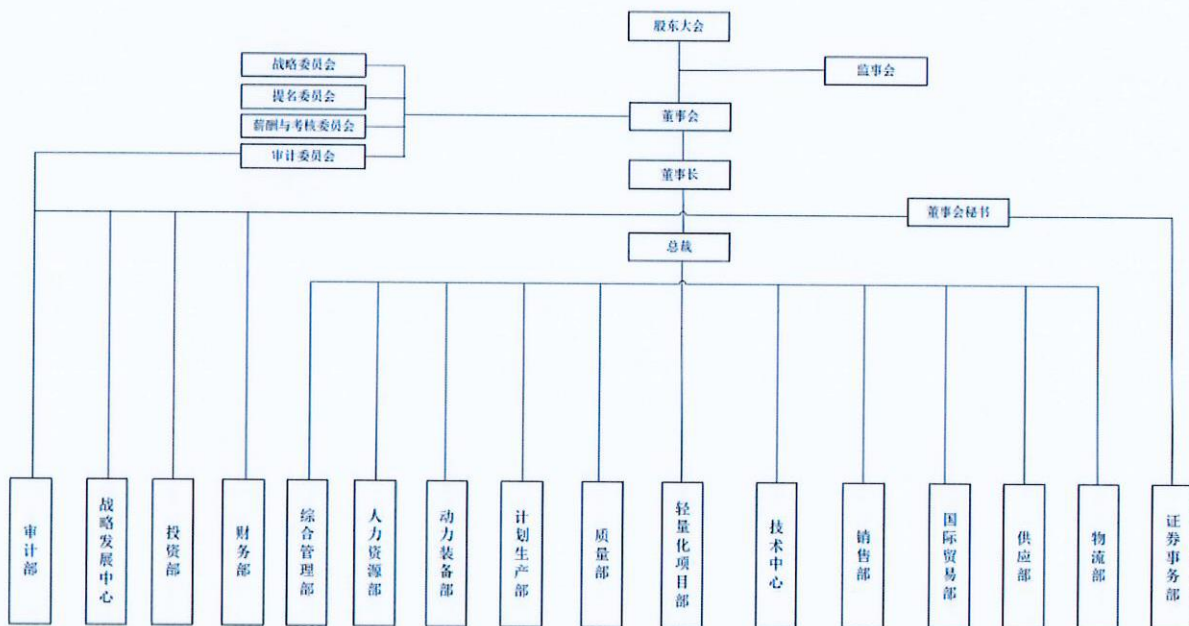
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

### 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供



#### 附录四 截至 2022 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
南京聚锋新材料有限公司	江苏	南京	环保材料生产销售	76.29%	
南京聚新锋新材料有限公司	江苏	南京	环保材料生产销售		76.29%
聚隆新材料科技（扬州）有限公司	江苏	扬州	新材料生产销售	100.00%	
南京聚隆复合材料技术有限公司	江苏	南京	新材料生产销售	80.00%	
南京聚隆香港有限公司	江苏	香港	新材料销售	100.00%	
广东聚旺科技有限公司	广东	东莞	新材料生产销售	55.00%	

资料来源：公司 2022 年半年度报告

## 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

#### 四、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。