





内部编号: 2023090031

浙江东南网架股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券

信用评级报告

分析师: 胡颖  huying@shxsj.com
杨亿  yangyi@shxsj.com

评级总监: 张明海 
联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪债评（2023）010519】

评级对象： 浙江东南网架股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券

主体信用等级： AA

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA

注册额度： 不超过 20 亿元（含）

本次发行： 不超过 20 亿元（含）

存续期限： 6 年

增级安排： 无

评级时间： 2023 年 9 月 4 日

发行目的： 项目建设及补充运营资金

偿还方式： 每年付息一次，到期还本和最后一年利息

评级观点

主要优势：

- 政策支持。钢结构建筑在节能环保、人力成本等方面具有较强的优势，得到国家政策的积极支持，与发达国家相比，我国钢结构建筑比例较低，未来仍有发展空间。
- 钢结构业务竞争力较强。东南网架钢结构业务拥有较高的建筑钢结构设计、制造和承包资质，为国内空间钢结构领域龙头企业之一，已树立了较好的品牌形象，且注重技术研发，业务承接能力较强。
- 融资渠道畅通。东南网架为上市公司，融资渠道畅通，2021 年 12 月定增募资增强了公司的资本实力。此外，公司可获得银行等金融机构的融资支持，目前银行授信余额尚且充裕。

主要风险：

- 核心业务竞争激烈、经营业绩易受市场环境的影响。东南网架核心业务钢结构、化纤制造均为竞争性行业，经营业绩受原材料价格、市场竞争等因素影响波动较大。
- 债务集中于短期。东南网架已累积了较大规模的刚性债务，且债务期限集中在短期，对债务滚续依赖度高。
- 资金链压力有所加大。随着业务规模扩张，东南网架存货（含合同资产）及应收账款规模增长较快，且 2021 年以来公司经营性现金流持续净流出，主业现金流回笼情况趋弱，资金链压力有所加大。
- 关联采购规模较大。东南网架与控股股东之间存在较大规模的关联采购，主要系控股股东钢结构原材料实施原材料集中采购，对公司经营独立性有一定影响。

未来展望

通过对东南网架及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 上半年度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	8.29	21.21	11.24	10.04
刚性债务（亿元）	27.31	38.19	39.48	46.41
所有者权益（亿元）	40.54	55.12	56.90	57.10
经营性现金净流量（亿元）	6.15	-1.32	-12.80	-5.52
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	136.50	171.51	175.24	190.92
总负债（亿元）	87.96	106.54	112.90	127.49

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 上半年度
刚性债务（亿元）	43.49	55.84	54.56	67.43
所有者权益（亿元）	48.54	64.96	62.35	63.43
营业收入（亿元）	92.56	112.87	120.64	65.37
净利润（亿元）	2.63	4.96	2.94	2.24
经营性现金净流入量（亿元）	4.45	-4.40	-11.70	-5.75
EBITDA（亿元）	6.21	9.18	7.38	—
资产负债率[%]	64.44	62.12	64.42	66.78
权益资本与刚性债务比率[%]	111.62	116.33	114.28	94.07
流动比率[%]	114.11	128.03	141.12	135.60
现金比率[%]	19.94	27.49	16.98	15.50
利息保障倍数[倍]	4.98	5.25	4.39	—
净资产收益率[%]	5.69	8.73	4.62	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.81	-4.72	-11.58	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.30	-7.62	-7.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.43	6.99	6.77	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.18	0.13	—

注：根据东南网架经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年上半年度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	1	
	初始信用级别		aa
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由： 无。			
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由： 无。		
主体信用级别		AA	

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据					
	钢结构产量 （万吨）	总资产 （亿元）	资产负债率 （%）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营性现金净流入 量（亿元）
精工钢构	112.18	219.09	63.45	156.18	7.13	-1.70
杭萧钢构	116.34	139.31	60.90	99.35	2.89	-8.35
富煌钢构	25.59	110.58	71.28	47.58	1.05	-6.77
东南网架	60.12	175.24	64.42	120.64	2.94	-11.70

注 1：精工钢构全称为长江精工钢结构（集团）股份有限公司；杭萧钢构全称杭萧钢构股份有限公司；富煌钢构全称为安徽富煌钢构股份有限公司。

注 2：精工钢构为公开市场发债企业，杭萧钢构、富煌钢构为 A 股上市企业，均并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

浙江东南网架股份有限公司（简称“东南网架”、“该公司”或“公司”）系经浙江省人民政府企业上市工作领导小组“浙上市[2001]119号”文批准，由浙江东南网架集团有限公司（简称“东南集团”）、浙江恒逸集团有限公司、杭州萧山振东出租汽车有限公司等3家法人和徐春祥、周观根、郭林林、陈传贤、殷建木等5名自然人共同发起设立，其中东南集团持有65%的股权。公司成立于2001年12月，初始注册资本1.00亿元。2003年12月，各股东同比例增资0.50亿元。2005年2月，除东南集团以外的2家法人将其股权转让给郭明明等自然人。2007年5月，公司在深圳证券交易所中小企业版上市（股票代码为002135），首次公开发行5,000万股普通股，筹集资金净额4.56亿元，注册资本增至2.00亿元，东南集团持股比例降至48.75%。经过几轮资本公积及未分配利润转增股本、非公开发行股票，至2017年末公司总股本增至约10.34万股。2021年12月，公司定增发行人民币普通股股票约1.31亿股，股票发行后总股本增至约11.66亿股。截至2023年6月末，公司总股本约为11.66亿股，控股股东为东南集团，实际控制人为郭明明先生，郭明明先生通过东南集团间接持有公司股份33.40%，直接持有公司股份4.33%。

该公司为大型钢结构企业，专注于大跨度空间钢结构、高层重钢结构、轻钢结构和住宅钢结构领域，是空间钢结构领域中的龙头企业之一，拥有建筑工程施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级、钢结构制造特级和轻型钢结构工程设计专项甲级等资质。另外，公司业务还涉及涤纶长丝的生产和销售，差别化功能性聚酯纤维产品设计年产能为50万吨。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

根据该公司2022年8月13日公告的可转换公司债券预案，公司拟发行可转换公司债券总额不超过20亿元。2023年6月发行方案获深圳证券交易所上市审核委员会审核通过，8月中国证监会出具了《关于同意浙江东南网架股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券注册的批复》（证监许可[2023]1845号），后续发行后上市尚需深圳证券交易所同意。本次债券期限为自发行之日起6年，具体情况如图表1所示。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	浙江东南网架股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过20亿元(含)
本次发行规模:	不超过20亿元(含)
本次债券期限:	6年
债券利率:	由公司董事会根据股东大会的授权在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人(主承销商)协商确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次,到期还本和最后一年利息
增级安排:	无

资料来源:东南网架

本次债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满 6 个月的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。本次债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 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。具体初始转股价格由股东大会授权该公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。

另外，本次债券附转股价格向下修正、赎回、回售及向原股东配售的安排等特殊条款，详见“债项信用分析——1. 本次债券特定条款”部分。

截至本报告出具日，该公司无存续期内的债务融资工具。

（2）募集资金用途

本次债券发行总规模不超过 20 亿元（含），扣除发行费用后，募集资金净额拟用于项目建设及补充流动资金，具体如图表 2 所示。该公司将根据募集资金项目进度及资金需求等具体情况，调整并最终决定募集资金的具体投资项目、优先顺序及各项目的具体投资额，募集资金不足部分由公司以自有资金或通过其他融资方式解决。本次发行募集资金到位之前，公司将根据市场情况及自身实际情况以自筹资金先行投入募集资金投入项目，募集资金到位后，依照相关法律法规的要求和程序置换先期投入。

图表 2. 拟发行的本次债券概况（单位：万元）

序号	募集资金用途名称	投资总额	募集资金拟投入金额
1	杭州国际博览中心二期地块 EPC 总承包项目	174,858.95	60,000.00
2	萧山西电子科技产业园 EPC 总承包项目	171,794.81	90,000.00
3	补充流动资金	50,000.00	50,000.00
	合计	396,653.76	200,000.00

资料来源：东南网架

杭州国际博览中心二期地块 EPC 总承包项目位于杭州钱江世纪城奥体博览城核心区，南临 G20 峰会主会场杭州国际博览中心，西望钱江，占据重要的项目区位，总用地面积 8.72 万平方米，总建筑面积 45.42 万平方米，其中地上建筑面积 26.16 万平方米，地下建筑面积 19.26 万平方米，建筑高度 160 米，地下 3 层，地上 29 层。本项目主体结构采用钢结构建设，既有大跨度结构，也有超高层结构，其中钢结构最大单跨 84 米。该项目将打造集会议会务、产业办公、高星级酒店和大型展会等功能于一体的都市型会展产业综合体。2021 年 4 月，该公司作为牵头人的联合体各方与杭州萧山钱江世纪城开发建设有限责任公司签署《杭州国际博览中心二期项目（萧政储出（2020）8 号）地块 EPC 总承包合同》，本项目合同总金额 41.24 亿元，其中公司承担的工程总额约为 20.43 亿元，预计公司承担部分的总投资金额为 17.49 亿元，本次拟使用募集资金投入 6.00 亿元。本项目计划建设时间为 2021 年 5 月至 2025 年 12 月。

萧山西电子科技产业园 EPC 总承包项目总用地面积 25.65 万平方米，总建筑面积 71.60 万平方米，其中地上建筑面积 64.11 万平方米，地下建筑面积 7.50 万平方米，该项目由科研办公、科研配套、商业、酒店、抬高车库、地下室等组成。2022 年 4 月，该公司（联合体成员）、浙江国泰建设集团有限公司（联合体牵头人）及浙江大学建筑设计研究院有限公司和杭州萧山科技城投资开发有限公司签署了《建设项目工程总承包合同》，合同金额为 39.46 亿元，其中公司承担的工程总额为 19.65 亿元，预计公司承担部分的总投资金额为 17.18 亿元，本次拟使用募集资金投入 9.00 亿元。本项目计划建设时间为 2022 年 6 月至 2024 年 8 月。

（3）信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年上半年，我国经济增长压力加大，稳增长政策发力；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年上半年，全球经济景气度呈服务业强制造业弱的格局，商品贸易与投资增长放缓，主要经济体的通胀压力依然很大，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储已暂停加息，欧洲央行也放缓加息步长，持续的高利率环境下美欧金融领域的潜在风险仍值得关注；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。

结构性问题和周期性矛盾交织叠加下我国经济增长压力加大。就业形势需进一步改善，消费者物价指数涨幅处于低位。工业中采矿业的生产增长明显放缓且盈利下降；除烟草制品、运输设备制造及新能源汽车带动下的电气机械、仪器仪表、橡胶塑料制品、汽车制造等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续显著承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力、燃气及供水行业盈利状况继续好转。服务消费带动消费较快增长，商品零售中家电、通讯器材、文化办公用品、建筑及装潢材料消费偏弱，居民的消费意愿和消费能力有待提升；基建和制造业投资增速有所回落，房地产开发投资降幅在政策扶持下收窄；剔除汇率因素后的出口疲弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，内外利差较大促使人民币面临阶段性贬值压力，境外机构对人民币证券资产的持有规模保持稳定，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策加大逆周期调控力度为稳增长、稳就业和防风险提供更有有力支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债发行再度发力，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在扩大内需、有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、调低政策利率、再贷款再贴现等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持普惠金融、科技创新、绿色发展和基础设施建设。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着稳增长政策力度加大和稳地产政策延续后逐步显效，我国经济完成年度目标的信心充足。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

A. 钢结构行业

与发达国家相比，我国钢结构建筑应用仍处于较低水平，近年来在国家装配式建筑政策密集驱动下，钢结构产业中长期内仍有发展空间。国内钢结构行业集中度不高，近年来受宏观经济、疫情等影响，部分中小型钢结构企业加速出清，拥有技术、品牌、规模优势和资金实力雄厚的头部企业具有更强的竞争优势。

钢结构可分为建筑钢结构、桥梁钢结构和设备钢结构等。该公司钢结构业务主要涉及建筑钢结构。建筑钢结构又可分为重型钢结构、空间钢结构和轻钢结构等。其中，多高层重型钢结构主要应

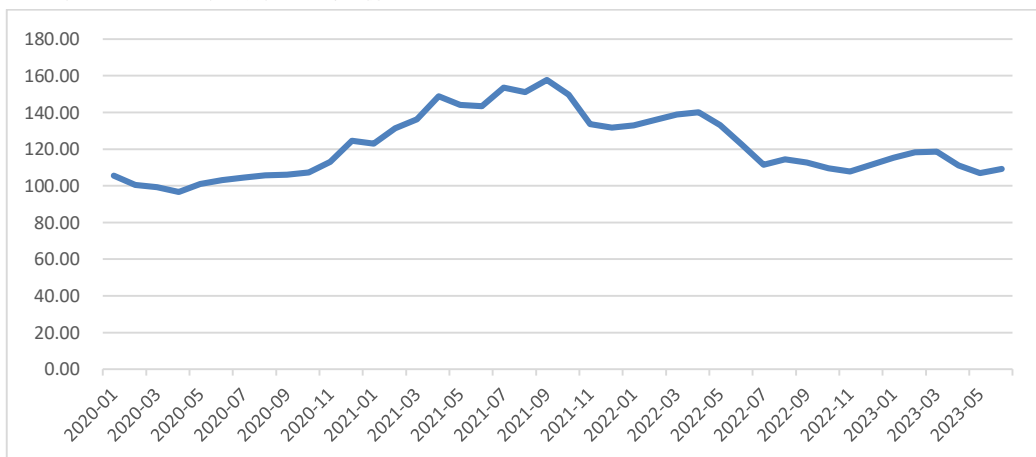
用于多层或高层写字楼、商业用房、住宅等；空间大跨度钢结构主要应用于大型工业厂房以及机场航站楼、火车站、会展中心等大型公共建筑；轻钢结构主要应用于轻型工业厂房、仓库、超市等，工艺较为简单。

装配式钢结构相较于现浇工艺优势较明显，机械化程度高、工期缩短约 3 个月、用工减少 30~50%，自重减轻约 40%、可大大减少基础造价，使用面积增约 5~8%，拆除时主体结构材料回收率在 90%以上；相较预制 PC、木结构，装配式钢结构抗震抗风等品质性能更好，节约资源、绿色环保。我国钢结构市场起步较晚，钢结构建筑用钢量明显偏低，钢结构产量占粗钢比例不超过 10%，与发达国家平均 40%的比重（美国、日本等已达到 50%以上）仍有较大差距。根据钢结构行业协会数据，我国钢结构产量由 2018 年的 6,874 万吨增至 2022 年的 9,200 万吨，但占粗钢产量比重仍较低，2022 年仅 9.08%。

从下游需求来看，随着人口城镇化的推进及城市群建设的要求，体育场馆、交通市政、医疗、教育等基础建设投资在不断加大，为钢结构的发展助力。钢结构下游需求主要来自公共建筑、房地产、工业厂房等建设。钢结构建筑在下游领域渗透率仍较低，根据住建部统计，2022 年我国在建钢结构建筑面积为 4.81 亿平方米，占全国在建建筑面积比例约为 3.07%，有很大的提升空间。

钢结构产品的主要原材料为钢材。国内钢结构工程的定价主要采取成本加成模式，钢结构企业的工程合同额与钢材价格密切相关，并在采购过程中还需承担一定的钢材价格波动风险。2020 年钢材综合价格指数先降后升，全年钢材综合价格平均指数为 105.35，同比下降 2.65%。2021 年 1-5 月，钢材价格大幅攀升，钢材综合价格指数一路上涨至 5 月中旬的高位 174.81，随着政府指导干预，钢材价格逐步回落，2021 年全年钢材综合价格平均指数为 143.10，指数均值同比上涨 35.82%。2022 年第一季度，俄乌冲突加剧了通胀，钢材综合价格指数呈小幅上涨；二季度以来需求低迷，钢厂开始提产，供强需弱导致钢材综合价格指数整体偏弱；9 月因传统市场旺季和钢厂前期减停产效应显现，钢材综合价格指数短暂反弹，随后继续一路下行，2022 年全年钢材综合价格平均指数为 122.78，指数均值同比下降 13.55%。2023 上半年钢材综合价格平均指数在低位震荡，至 6 月末为 109.19。钢材价格波动较为频繁，钢结构企业在工程定价、采购成本管控、流动资金等方面持续有一定的压力。

图表 3. 2020 年以来我国钢材综合价格指数走势



资料来源：Wind

近年来，国家连续发布了多项政策支持装配式建筑发展，推进建筑行业向绿色化和低碳化转型，BIPV（光伏建筑一体化）应用面提升。2022 年 3 月，住建部出台了《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，明确提出到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 30%，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 0.5 亿千瓦以上。2022 年 3 月，浙江省住建厅印发的《浙江省钢结构行业发展“十四五”规划》提出，“十四五”期间，要推广钢结构建筑工程总承包模式；要鼓励钢结构企业做精做强；要大力推进高性能高效能钢材应用；要加快推广钢结构装配式住宅建设；要持续提升钢结构建筑绿色等级等重要规划。在国家产业政策的扶持以及有利市场环境的助推下，钢结构行业有着较

为广阔的发展空间。2022年7月，住建部、发改委印发《城乡建设领域碳达峰实施方案》，《方案》提出大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，到2030年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到40%。

图表 4. 近年来国家建筑钢结构重点政策梳理

时间	发文机构	政策名称	具体内容
2020年7月	住建部等多部门	关于加快新型建筑工业化发展的若干意见	大力发展钢结构建筑，鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构，积极推进钢结构住宅和农房建设。
2021年3月	国务院	第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	“十四五”期间，发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅，建设低碳城市。
2021年10月	国务院	2030年前碳达峰行动方案	加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅。
2021年10月	住建部	建筑节能与可再生能源利用通用规范	作为强制性工程建设规范，全部条文必须严格执行，自2022年4月1日起实施，其中要求“新建建筑应安装太阳能系统”。
2021年10月	中国钢结构大会	钢结构行业“十四五”规划及2035年远景目标	到2025年底，全国钢结构用量达到1.4亿吨左右，占全国粗钢产量比例15%以上，钢结构建筑占新建建筑面积比例达到15%以上。
2022年3月	住建部	“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划	到2025年，完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到30%，全国新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦以上。
2022年3月	浙江省住建厅	浙江省钢结构行业发展“十四五”规划	“十四五”期间，要推广钢结构建筑工程总承包模式；要鼓励钢结构企业做精做强；要大力推进高性能高效能钢材应用；要加快推广钢结构装配式住宅建设；要持续提升钢结构建筑绿色等级等重要规划。
2022年6月	住建部、发改委	城乡建设领域碳达峰实施方案	大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，到2030年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到40%。

资料来源：公开资料，经新世纪评级整理

国务院将京津冀、长三角、珠三角三大城市群列为装配式建筑的“重点推进地区”，因此钢结构产量主要分布在华东及华南、北京等经济较发达地区。随着西部大开发政策的实施，西部地区逐渐成为钢结构工程发展的新兴地区。我国钢结构行业集中度低，市场竞争较为激烈。2022年全国规模前五的上市公司钢结构产量总和为663.77万吨，占钢结构行业产量的比重为6.35%，行业集中度很低。近几年由于宏观经济等外部环境的变化，以及钢材价格波动较大，加速了部分中小型钢结构企业的出清。另外，钢结构市场呈现出标准化、规模化和市场化的趋势，拥有技术、品牌、规模优势和资金实力雄厚的头部企业具有更强的竞争优势，可获得更多的大型工程承包制造的订单，呈现强者恒强的趋势。

规模以上钢结构企业中，按市场化程度可分为两类：一类是以精工钢构、杭萧钢构、东南网架（该公司）、鸿路钢构、富煌钢构等上市民营企业为代表，完全面向市场独立经营；一类是以中建钢构、上海宝冶为代表的国有大中型钢构企业，主要是为系统内工程建设提供配套，并未完全市场化。市场化经营的钢结构企业由于从事建筑安装业务，普遍具有工程垫资较多、负债经营程度较高的特征。除鸿路钢构以钢结构产品销售为主外，各上市钢结构企业均寻求向总承包商转型，提升承接大型项目的能力。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2022年/末，单位：亿元）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	钢结构产量（万吨）	钢结构收入	钢结构毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
鸿路钢构	198.48	11.98%	349.54	190.19	9.02%	205.89	59.88%	11.63	6.22
精工钢构	156.18	14.13%	112.18	152.82	13.47%	219.09	63.45%	7.13	-1.70
东南网架	120.64	11.96%	60.12	91.73	15.04%	175.24	64.42%	2.94	-11.70
杭萧钢构	99.35	15.25%	116.34	89.09	15.59%	139.31	60.90%	2.89	-8.35
富煌钢构	47.58	15.24%	25.59	41.29	16.16%	110.58	71.28%	1.05	-6.77

资料来源：根据公开资料整理、绘制

注：上表中精工钢构钢结构业务包含年报中的钢结构分包和集成及EPC

B. 化纤行业

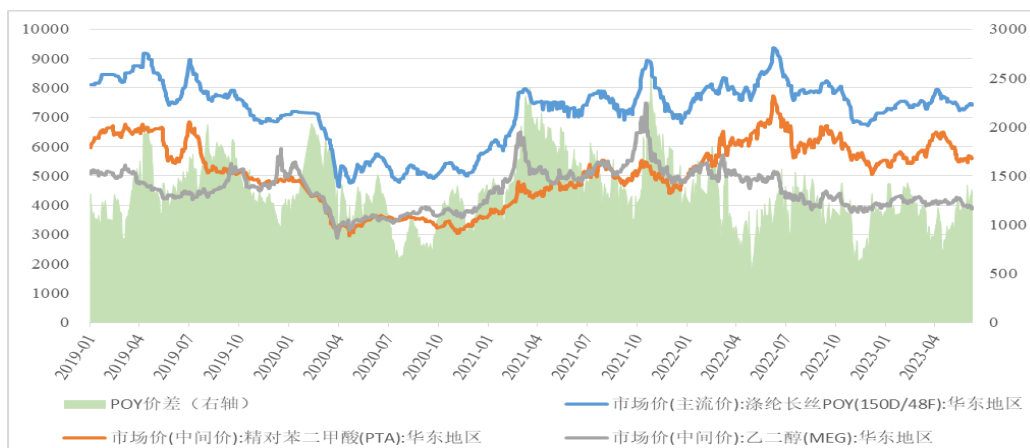
化纤行业的主要产品为涤纶长丝，行业受宏观经济影响具有一定的周期性，目前化纤行业集中度较高，且行业内的大型化纤企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展，企业头部效应明显。2022 年受下游需求疲软影响，化纤产量首次出现下滑，化纤市场价格上涨动力不足，化纤产品原材料价差走窄，化纤生产企业经营压力加大。

化纤行业的主要产品为涤纶长丝，行业受宏观经济影响具有一定的周期性。根据中国化纤协会统计，2022 年我国化纤产量为 6,488 万吨，同比微减 0.55%，为近四十年来化纤产量首次出现负增长。其中，涤纶长丝产量 4,276 万吨，同比减少 0.24%。

民用涤纶长丝市场主要由 POY、DTY 和 FDY 等产品组成，下游需求主要为服装、产业用纺织品和装饰领域纺织品，其中纺织服装占比最高，销售市场以国内为主，直接出口仅占产量的 5% 左右。国家统计局数据显示，2022 年全国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比减少 6.5%；网上穿类商品零售额同比增长 3.5%，增速较 2021 年放缓 4.8 个百分点。

2022 年涤纶长丝价格先涨后跌，上半年价格上涨主要系成本驱动，6 月末 POY150D/48F 市场均价较年初上涨 17.48%；而需求端持续低迷，对涤纶长丝价格形成拖累，三季度以来油价下跌，成本支撑减弱，涤纶长丝价格随之下行，年末 POY 产品市场均价较 6 月末下降 14.58% 至 7,175 元/吨。民用涤纶长丝的原材料主要为 PTA（精对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇），约 0.855 吨的 PTA 和 0.335 吨的 MEG 可生产 1 吨 PET（聚对苯二甲酸），PTA、MEG 合计占民用涤纶长丝成本的 85% 左右。从 POY 产品价差来看，由于 POY 价格涨幅小于原材料涨幅，2022 年上半年国内 POY 平均价差为 1,072 元/吨，同比约下降 32%；7、8 月份，随着 PTA、MEG 价格逐步下行，涤纶长丝产品价差有所回升；9 月和 11 月由于需求不及预期价差又呈回落态势，价差一度降至 600 元/吨以下；12 月临近年末下游客户有补货需求，供需情况有所改善，涤纶长丝价差随着产品价格上涨逐步扩大，截至 2022 年末、POY 价差约为 1,119 元/吨。2022 年，POY 平均价差为 1,139 元/吨，较上年下降 29.18%。2023 年 1-5 月，POY 价差低位波动，平均价差为 1,124 元/吨。总体来看，2022 年以来 POY 价差低位运行，对涤纶长丝生产企业盈利带来较大冲击。

图表 6. POY、PTA 和 MEG 价格走势及下游主要产品 POY 产品价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注：价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

政策方面，近年来国内多项行业政策推出，鼓励差别化、功能化纤维发展，有利于行业内产品结构调整及优化。2021 年 11 月，中国化学纤维工业协会发布《化纤工业“十四五”发展展望》对于化学纤维“十四五”发展作出展望：到 2025 年，进一步巩固和提升化纤工业对纺织产业链的引领作用和对战略性新兴产业的支撑作用，构建智能化、绿色化、高端化现代产业体系，建成化纤强国。行业规模保持合理区间，企业效益稳步提升，区域布局不断优化，产品品质持续提升，国际合作继续深化，培育一批具备较强全球竞争力的龙头企业。新一代信息技术与行业融合的广度和深度大幅

提升，数字化转型取得明显成效，工业互联网作为新兴基础设施的作用更加显著。行业研发投入强度达到 1.6%以上，常规纤维生产保持国际领先水平，高性能纤维产量年均增长 10%以上。绿色制造体系不断完善，生物基化学纤维和可降解合成纤维产量年均增长 20%以上，废旧资源综合利用水平和规模进一步发展，行业碳达峰取得关键性进展。2022 年 4 月，工业和信息化部、国家发改委两部委联合发布《关于化纤工业高质量发展的指导意见》，提出到 2025 年，规模以上化纤企业工业增加值年均增长 5%，化纤产量在全球占比基本稳定，形成一批具备较强竞争力的龙头企业，构建高端化、智能化、绿色化现代产业体系，全面建设化纤强国。

从竞争格局和竞争战略来看，化纤生产企业的竞争力除体现在规模与成本外，更体现在技术、管理、品牌和创新上。全球范围内，印度的信赖工业公司和台湾地区的南亚塑胶工业股份公司等公司在涤纶长丝的技术、研发、品牌等方面具有优势。根据中国化纤信息网统计，涤纶长丝行业经过近 10 年的整合，行业集中度 CR6 占有率已达到 60%左右，但国内尚未有一家涤纶长丝企业可以覆盖市场上所有规格涤纶长丝产品，化纤企业一般在不同产品上形成差异化的竞争优势。荣盛石化、恒力石化、恒逸石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣等大型民营企业已在生产规模上具备优势，并已具备自己的核心生产技术，且在工艺成熟度、产品稳定性以及生产成本控制方面具备了较强的竞争力。桐昆股份、恒逸石化及新凤鸣 POY 产量位于行业前三，拥有明显的规模优势；恒力石化 FDY 销售规模位列行业第一；东方盛虹则以高端 DTY 生产为主，产品差别化率达到 90%，高于同行业其他龙头企业；荣盛石化则以完整的产业链见长，炼化产能最大，产品种类丰富，原材料自给能力强。从财务指标来看，荣盛石化的资产和收入规模处于行业内绝对领先地位，恒力石化、东方盛虹和恒逸石化有拥有较大的炼化产能，资产和收入规模大，但与此同时因前期大额的投资资金支出，上述企业都积累了较重的债务负担，资产负债率均偏高。产品盈利方面，荣盛石化全产业链布局已完成，抗风险能力较强，2022 年在行业业绩普遍大幅下滑的情况下，仍保持相对较高的毛利率。未来行业内新增产能仍主要来自于业内前六家企业，中小型聚酯工厂缺乏技术创新的能力，将逐步退出行业竞争，聚酯行业的市场集中度将会进一步提升。此外，“十四五”期间国家环保政策法规趋严，业内企业或将进一步关注绿色制造、节能减排、清洁生产和循环利用等方面技术革新，具备创新能力、持续发展能力和资源配置能力的企业将持续提升其核心竞争力。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（单位：亿元、%、万吨）

企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	炼化一体化产能（最新）	PTA 产能	聚酯产能	营业收入	销售毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
荣盛石化	4,000 万吨 炼化一体化项目 (1,060 万吨 PX)	1,200 (合并口径)	230 (合并口径)	2,890.95	10.81	3,625.87	73.20	63.70	190.58
恒逸石化	文莱 800 万吨 炼化一体化项目	1,900 (含联营)	1,006.5	1,520.50	2.32	1,119.65	70.83	-9.24	27.06
恒力石化	2,000 万吨 炼化一体化项目 (450 万吨 PX)	1,660	335	2,223.73	8.21	2,414.30	78.08	23.18	259.54
东方盛虹	1,600 万吨 炼化一体化项目 (280 万吨 PX)	390	310	638.22	7.67	1,665.12	78.56	5.43	13.91
桐昆股份	-	720	960	619.93	3.23	901.40	61.16	1.36	10.73
新凤鸣	-	500	720	507.87	3.71	413.04	61.99	-2.05	31.85

资料来源：经营财务数据来源于各家上市公司 2022 年报，新世纪评级整理。

注：核心样本主要为行业内的重点上市公司或发债企业，产能统计截至 2022 年末；恒逸石化 PTA 产能包括联营企业逸盛与海南逸盛的 PTA 产能，而荣盛石化不包括；聚酯产能包括 POY、FDY、DTY、短纤和切片产品等。

2. 业务运营

该公司主要从事钢结构和化纤业务，在钢结构领域为空间钢结构龙头企业之一，具有较强的规模和品牌优势，近年来收入呈现良好增长，主要受益于钢结构业务新签订单量增长。公司化纤业务规模较小，与头部企业相比毛利率明显较低，受市场需求下滑影响，2022 年化纤业务收入及利润下

滑。

该公司主营业务包括钢结构和化纤业务两大板块。公司钢结构业务主要为钢结构建筑及围护系统的设计、制造、安装以及房屋建筑和市政基础设施等项目的工程总承包，公司为空间钢结构龙头企业之一。另外，公司紧跟国家“双碳”政策，积极布局光伏建筑一体化业务，以“装配式+EPC+BIPV”的建设模式及“投资、建设、运维一体化”的运营模式拓展光伏建筑一体化市场。公司参与建设众多标志性工程，在全国享有较高的知名度，塑造了良好的品牌形象。公司在装配式钢结构、数字化技术等多个领域进行了大量的技术创新，形成了十大核心技术，其中国家重大科学装置结构建造技术、旋转开合屋盖技术、大型公共建筑综合建造技术、桁架加劲多腔体钢板组合剪力墙建筑体系、空间网格结构全自产一体化技术均处于世界领先水平。2015年，公司将业务扩展至化纤制造，但与头部化纤企业相比，公司化纤业务规模较小。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 上半年度	2022 年 上半年度
营业收入合计	92.56	112.87	120.64	65.37	60.51
其中：（1）钢结构业务	67.09	79.23	91.73	48.43	45.86
在营业收入中所占比重	72.48	70.20	76.04	74.09	75.79
其中：工程总承包	6.71	18.64	31.03	12.84	17.03
钢结构分包	60.38	60.60	60.70	35.60	28.83
（2）化纤	20.42	30.86	26.66	15.46	13.68
在营业收入中所占比重	22.06	27.34	22.10	23.65	22.61
（3）光伏业务	-	-	0.04	0.29	-
在营业收入中所占比重	-	-	0.00	0.44	-
毛利率（%）	11.61	13.26	11.96	10.94	12.33
其中：（1）钢结构业务	15.24	15.13	15.04	13.25	14.64
其中：工程总承包	13.17	14.67	14.11	11.06	14.12
钢结构分包	15.47	15.27	15.52	14.04	14.94
（2）化纤	-2.65	6.37	-0.41	2.07	4.34
（3）光伏业务	-	-	26.88	22.83	-

资料来源：东南网架

注：该公司自 2022 年起新增光伏业务收入分类

2020-2022 年及 2023 年上半年度，该公司营业收入分别为 92.56 亿元、112.87 亿元、120.64 亿元和 65.37 亿元，呈增长趋势，主要受钢结构业务尤其是钢结构工程总承包收入快速增长的带动；同期综合毛利率分别为 11.61%、13.26%、11.96%和 10.94%，其中钢结构业务毛利率相对稳定，化纤业务毛利率波动较大，主要系市场需求下降及原油价格高位震荡推升化纤原料 PTA 成本高位运行，导致化纤行业利润空间缩小甚至收入成本倒挂。

A. 钢结构业务

公司产品涵盖大跨度空间钢结构、高层重钢结构、轻钢结构、装配式钢结构等系列产品，产品广泛应用于学校、医院、体育场馆、机场航站楼、会展中心、高铁站房、住宅等多个建筑领域。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司钢结构业务收入分别为 67.09 亿元、79.23 亿元、91.73 亿元和 48.43 亿元，其中 2022 年工程总承包和钢结构分包收入分别为 31.03 亿元和 60.70 亿元；同期毛利率分别为 15.24%、15.13%、15.04%和 13.25%，小幅波动。

该公司为国家发改委批准的全国唯一“装配式钢结构住宅低碳技术创新及产业化示范基地”和

住建部首批“国家装配式建筑产业基地”，在技术水平、施工管理、质量控制等方面均领先于同行业。截至2023年6月末，公司获得国家科学技术进步一等奖，鲁班奖51项，詹天佑奖8项，国家优质工程奖22项，中国钢结构金奖138项，中国空间结构工程施工金奖和银奖33项，中国金属维护系统金禹奖13项；设有技术中心1个。拥有建筑工程施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级、钢结构制造特级、轻型钢结构工程设计专项甲级、建筑幕墙工程设计专项乙级、建筑幕墙工程专业承包贰级、建筑金属屋（墙）面设计与施工特级等资质、中国实验室计量认证（CMA）、美标AISC认证、承装（修、试）四级电力设施许可证。公司的技术水平及资质储备为业务承接打下基础。

该公司业务承接额呈增长趋势。2020-2022年及2023年上半年度，公司新签订合同额分别为112.18亿元、142.10亿元、146.16亿元和75.20亿元，均为国内订单。从订单结构来看，公司由传统钢结构分包商向工程总承包商及服务商转型，总承包项目持续增长，但订单结构仍以传统钢结构为主；2020-2022年及2023年上半年度新签总承包合同金额分别为52.51亿元、59.93亿元、60.11亿元和24.93亿元。截至2023年6月末，公司在手合同金额172.89亿元，其中传统钢结构在手合同金额98.62亿元，总承包合同金额74.27亿元，在手合同较为充裕。

图表9. 公司钢结构业务新签合同金额分布情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度	截至2023年6月末在手合同金额
订单总额	112.18	142.10	146.16	75.20	172.89
其中：传统钢结构	59.66	82.17	86.06	50.26	98.26
总承包	52.51	59.93	60.11	24.93	74.27

资料来源：东南网架

该公司目前主要在执行项目如图表10所示，主要项目包括杭州湾智慧谷二期EPC工程总承包项目、杭州国际博览中心二期项目(萧政储出(2020)8号)地块EPC总承包合同、萧山西电电子科技产业园EPC工程总承包项目等。截至2023年6月末，公司主要在执行项目合同金额共计130.62亿元，其中总承包项目合同金额为113.86亿元；主要在执行项目实际已投入金额71.35亿元。

图表10. 截至2023年6月末公司主要钢结构项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	合同金额	累计投入额	项目进度	回款比例
杭州萧山三阳房地产投资管理有限公司-杭州湾智慧谷二期项目EPC工程总承包	总承包	27.97	21.13	65.91%	43.40%
杭州萧山钱江世纪城开发建设有限责任公司-杭州国际博览中心二期项目(萧政储出(2020)8号)地块EPC总承包合同	总承包	20.23	11.90	38.00%	26.35%
浙江国泰建设集团有限公司-萧山西电电子科技产业园EPC工程总承包项目	总承包	19.65	9.85	36.37%	22.50%
委内瑞拉会议中心和服务大楼等配套工程合同	专业分包	10.24	9.25	42.00%	48.69%
中国建筑第四工程局有限公司-杭州大会展中心施工总承包(一期)项目钢结构工程	专业分包	6.51	5.90	81.00%	63.45%
桐庐城市发展经营有限公司-桐庐县第一人民医院(120急救指挥中心)迁建工程设计采购施工(EPC)总承包合同	总承包	6.30	4.53	56.00%	50.97%
杭钱塘工出【2022】28号高创世界产业园项目总承包	总承包	15.78	0.69	5.30%	1.00%
钱塘新区国产宽体客机零部件生产厂房(一期)二标段工程	总承包	10.15	6.73	80.00%	43.33%
杭州钱塘新区河庄片区人才专项租赁住房项目EPC工程总承包	总承包	8.04	0.99	15.00%	8.54%
浙江东南网架集团有限公司低碳有机健康产业项目(EPC)	总承包	5.76	0.38	8.38%	3.48%
合计	-	130.62	71.35	-	-

资料来源：东南网架

该公司钢结构销量主要由前两年订单量和一部分当年订单量决定，2020-2022年及2023年上半年度分别为49.05万吨、59.82万吨、60.82万吨和35.31万吨。销售区域方面，公司业务以国内市场为主，国内业务实施分片区营销管理，形成以“华南、西南、北方、西北、华东、华中”六大区域为核心的国内营销网络，业务主要集中在华东和华南地区。公司海外业务较小，主要在巴拿马设立了分公司，负责巴拿马及周边国家和区域的市场开拓、产品销售及工程项目服务，2020-2022年公司海外业务收入分别为0.25亿元、0元和0.18亿元。

工程项目结算方面，该公司传统钢结构业务一般预先收取 10-30%的款项，之后根据工程量按进度进行确认结算，在验收前可以收回 70-80%，验收合格后收回 90-95%，剩余 5-10%作为质保金，一般要在工程竣工决算完成一至三年后收回。公司工程项目结算周期长、完工验收和竣工决算存在滞后性，存在一定的垫资施工压力。近年来公司总承包项目增长迅速，可减少收款环节并适当向下游分包方转嫁资金压力。

生产方面，该公司于浙江、广东、四川和天津“三省一市”设立六大钢结构制造基地，其中杭州萧山本部为主要生产基地。2021 年公司杭州大江东装配式建筑基地投产，钢结构年产能提高 12 万吨至 62 万吨。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司钢结构产量分别为 48.09 万吨、60.84 万吨、60.12 万吨和 35.65 万吨，产能利用率保持在 95%以上的高水平。

该公司钢结构业务主要原材料为钢板、焊管、无缝管、H 型钢等各类钢材，2020 年以来原材料采购量详见图表 11。面对大宗商品价格的大幅波动，公司通过与重要原材料供应商长期构建战略合作关系和东南集团集中采购，另外合同签订由闭口合同转为开口合同为主，以降低原材料成本波动的不利影响。结算上，公司自钢厂处采购签订合同时预付 10%，到货后以现款和票据结算；贸易商处采购在到货后 1 个月内以现款和票据结算；通过东南集团集中采购的，与自采原材料结算类似，根据供应商类型向东南集团同步支付。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司钢结构业务前五大供应商采购金额合计分别为 18.44 亿元、22.17 亿元、20.74 亿元和 9.77 亿元，其中自东南集团采购金额分别为 15.32 亿元、14.47 亿元、10.89 亿元和 5.35 亿元。

图表 11. 公司钢结构业务原材料采购量情况（单位：万吨）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年上半年度
钢板	37.08	48.00	56.51	32.00
焊管	2.72	3.86	4.23	1.36
无缝管	1.93	2.69	1.79	1.13
H 型钢	2.96	5.17	5.69	2.82

资料来源：东南网架

B. 化纤业务

该公司化纤业务由子公司东南新材料（杭州）股份有限公司（简称“东南新材料公司”）负责，化纤产品包括 POY、FDY、DTY 和聚酯切片等系列，主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等下游领域。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司化纤业务收入分别为 20.42 亿元、30.86 亿元、26.66 亿元和 15.46 亿元，其中 2020 年收入同比减少 34.84%，主要系受外部环境影响、下游需求疲软，化纤产品量价齐跌所致；2021 年收入同比增长 51.17%，一系上年基数较低，二系下游纺织需求增长，化纤产品整体量价齐升；2022 年收入同比下降 13.63%，主要系市场需求下降。同期公司化纤业务毛利率分别为-2.65%、6.37%、-0.41%和 2.07%，受原材料及产品价格变动较大影响，大幅波动。另外，受限于较小的产能规模，公司化纤业务毛利率水平明显低于化纤头部企业。

生产工艺方面，该公司采用聚酯生产工艺和纺丝生产工艺两道工艺路线。聚酯生产工艺路线由精对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（MEG）连续酯化和缩聚生产聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），PET 熔体分两路输送，一路到切粒机生产聚酯切片，另一路到纺丝生产聚酯纤维 POY 和 FDY 等。根据 POY 和 FDY 等的市场需求情况，公司可调整聚酯切片线路的产能，即当 POY 和 FDY 市场需求量大时，公司减少生产聚酯切片转而生产上述产品。截至 2023 年 6 月末公司化纤板块年产能约 41.59 万吨。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司化纤产品产量分别为 45.70 万吨、45.26 万吨、39.49 万吨和 22.28 万吨，其中 2022 年产量减少主要系市场需求下滑的影响。

图表 12. 公司化纤业务产销量情况（单位：万吨）

主要产品	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年上半年度		
	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量
POY	35.36	33.01	29.86	37.03	34.59	36.15	29.91	28.05	27.46	32.44	15.43	16.05
FDY	9.06	8.82	8.66	8.05	7.81	8.42	8.10	7.86	7.50	9.18	4.44	4.36
聚酯切片	3.87	3.87	2.46	2.86	2.86	3.87	3.58	3.58	3.43	4.22	2.11	2.62
DTY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.72	0.30	0.14

主要产品	2020年			2021年			2022年			2023年上半年度		
	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量
合计	48.30	45.70	40.98	47.94	45.26	48.44	41.59	39.49	38.39	46.56	22.28	23.17

资料来源：东南网架

该公司化纤产品的主要原材料为 PTA 和 MEG，均为大宗石化产品，产品价格与原油走势相关性较高。2022 年公司化纤原材料采购均价有所分化，MEG 采购均价呈下降，PTA 采购均价涨幅较大，公司化纤业务整体成本压力上升；2023 年上半年度 PTA 和 MEG 采购均价均有所回落，成本压力有所缓解。原材料采购量与产量变动基本一致，2020-2022 年及 2023 年上半年度 PTA 采购量分别为 43.95 万吨、39.13 万吨、33.92 万吨和 19.27 万吨，MEG 采购量分别为 15.20 万吨、15.02 万吨、13.25 万吨和 7.34 万吨。公司原材料主要供应商为浙江前程石化股份有限公司、宁波富德能源有限公司、上海中泰多经国际贸易有限责任公司等，前五大供应商采购金额占业务营业成本比重很高，近三年一期分别为 82%、96%、82%和 75%。采购结算方式为电汇，账期以 1 个月为主。

图表 13. 化纤业务主要原材料采购情况

采购原料品类	项目	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度
PTA	采购量（万吨）	43.95	39.13	33.92	19.27
	采购金额（亿元）	14.42	16.45	18.11	9.68
MEG	采购量（万吨）	15.20	15.02	13.25	7.34
	采购金额（亿元）	5.26	7.08	5.43	2.68

资料来源：东南网架

该公司化纤产品销售采取直销模式，结算方式为款到发货；产品定价主要参考第三方网站公布的主要规格产品价格。公司所处杭州市周边纺织企业分布较多，具有销售区位优势，销售集中度较低，2022 年前五大客户销售额占化纤业务收入比重为 11%。2020-2022 年及 2023 年上半年度，公司化纤产品产销率分别为 89.67%、107.03%、97.21%和 103.99%。公司化纤产品销售均价近三年一期分别为 4,964.84 元/吨、6,370.10 元/吨、6,943.01 元/吨和 6,668.92 元/吨，与市场价格走势基本一致。

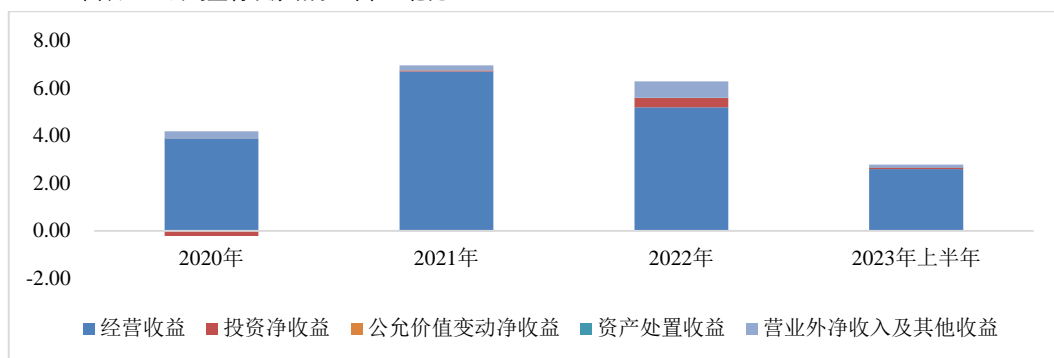
图表 14. 化纤业务主要产品销售情况

产品类别	指标	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度
POY	销量（万吨）	29.96	36.15	27.46	16.05
	销售收入（万元）	144,642.91	228,325.37	187,459.75	105,215.05
FDY	销量（万吨）	8.68	8.42	7.50	4.36
	销售收入（万元）	48,626.74	59,310.17	57,487.67	32,520.03
聚酯切片	销量（万吨）	2.48	3.88	3.43	2.62
	销售收入（万元）	10,884.70	20,976.38	21,608.97	15,733.36
DTY	销量（万吨）	-	-	-	0.14
	销售收入（万元）	-	-	-	1,122.57
化纤产品合计	销量（万吨）	41.12	48.45	38.39	23.18
	销售收入（万元）	204,154.36	308,611.92	266,556.39	154,591.01

资料来源：东南网架

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据东南网架所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本¹

营业毛利为该公司利润的主要来源，2020-2022年及2023年上半年度分别为10.74亿元、14.97亿元、14.43亿元和7.15亿元，主要毛利由钢结构业务贡献且呈良好增长，毛利占比在80%以上；化纤业务毛利波动较大。近三年一期，公司经营收益分别3.87亿元、6.70亿元、5.20亿元和2.60亿元。

图表 16. 公司营业利润结构分析（单位：亿元、%）

公司营业利润结构	2020年度	2021年度	2022年度	2023年上半年度
营业收入合计	92.56	112.87	120.64	65.37
毛利	10.74	14.97	14.43	7.15
其中：钢结构	10.23	11.99	13.80	6.42
化纤	-0.54	1.97	-0.11	0.32
期间费用率	7.14	7.09	7.28	6.63
其中：财务费用率	0.77	0.79	0.55	0.75
全年利息支出总额	0.84	1.31	1.09	-
其中：资本化利息数额	0.02	0.02	-	-

资料来源：根据东南网架所提供数据整理

2020-2022年及2023年上半年度，该公司期间费用率分别为7.14%、7.09%、7.28%和6.63%，2022年有所上升主要系管理费用和研发费用增长较快。期间费用主要由研发费用和管理费用构成，2022年分别为4.59亿元和3.19亿元；公司融资中低成本的应付票据规模较大，因此财务费用规模不大，2022年为0.67亿元。

2020-2022年及2023年上半年度，该公司资产减值损失（含信用减值损失）金额分别为0.62亿元、1.36亿元、2.58亿元和0.14亿元，主要为按账龄及单项计提的应收账款坏账准备（2022年为2.35亿元），其中2022年大幅增长主要系应收账款增长及账龄整体有所延长。同期，公司投资净收益分别为-0.22亿元、0.04亿元、0.39亿元和0.06亿元，2020年投资净亏损主要系票据贴现利息支出较大；2021年投资收益转正一系票据贴现利息支出减少，二系联营企业杭州萧山亚运场馆投资建设有限公司权益法确认的投资收益增加；2022年由于战略调整处置子公司杭州白石会展中心有限公司（简称“白石会展”），公司实现投资收益0.52亿元。近三年一期，公司营业外净收入及其他收益分别为0.30亿元、0.20亿元、0.68亿元和0.13亿元，主要为政府补助，其中2022年规模较大主要系当年收到萧山区经济高质量发展奖励0.24亿元、2020年度总部企业贡献奖及命名奖补贴0.12亿元等。政府补助可对利润总额形成一定补充。

¹ 含资产减值损失及信用减值损失。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年上半年度
投资净收益	-0.22	0.04	0.39	0.06
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.002	0.13	0.04	0.18
营业外净收入及其他收益合计	0.30	0.20	0.68	0.13
其中：政府补助	0.28	0.16	0.65	0.12
资产减值损失与信用减值损失	-0.62	-1.36	-2.58	-0.14

资料来源：根据东南网架所提供数据整理

2020-2022 年及 2023 年上半年度，该公司净利润分别为 2.63 亿元、4.96 亿元、2.94 亿元和 2.24 亿元，其中 2022 年减少主要受化纤业务业绩下滑及期间费用增长的影响。2020-2022 年公司净资产收益率分别为 5.69%、8.73%和 4.62%。

（3）运营规划/经营战略

该公司将坚持“EPC 总承包+1 号工程”的双引擎发展战略，坚定不移地实施“十大营销”战略，把装配式钢结构医院、学校、体育场馆、会展中心、城市综合体等彰显优势的差异化、特色化品牌项目作为营销工作的重点战略目标，进一步发挥优势，推进“装配式+EPC、装配式+BIM、装配式+AI、装配式+BIPV”融合发展。

管理

1. 公司治理

该公司为民营控股上市公司，股权结构清晰，在控股股东体系中居于核心地位。该公司组织架构设置较为合理，职责分工明晰；公司不断完善经营管理制度，经营运作更为规范。公司因集团集中采购，与控股股东之间存在较大规模的关联采购，对公司经营独立性有一定影响。

该公司控股股东为东南集团，实际控制人为自然人郭明明先生。截至 2023 年 6 月末，郭明明先生通过东南集团间接持有公司股份 33.40%，直接持有公司股份 4.33%。截至 2023 年 3 月 1 日，东南集团所持公司 5,500 万股股份用于质押，占其所持股份比例为 17.49%。公司产权状况详见附录一。

东南集团成立于 1995 年 1 月，由集体企业改制而成，注册资本为 1.20 亿元，主要从事钢结构工程承包、化纤业务，并涉及医疗服务业务。该公司是东南集团钢结构、化纤业务的核心企业。东南集团 2022 年未经审计的资产总额为 210.52 亿元，所有者权益为 72.61 亿元；2022 年度完成营业收入 278.01 亿元，实现净利润 4.28 亿元，经营性现金流量净额-9.11 亿元。

该公司根据相关法律、法规和《公司章程》的规定，制定了《关联交易决策制度》，对关联交易事项、交易价格、决策程序、信息披露等方面作有相关规定。

该公司关联交易以关联采购为主，主要系向东南集团及实控人家族、公司高管等旗下企业采购钢材、五金原材料，接受物业服务、体检服务等；有少量关联销售，主要系向关联企业提供钢结构建造及设计等。2020-2022 年公司向关联方采购商品、接受劳务涉及金额分别为 15.40 亿元、14.71 亿元和 11.08 亿元，大部分为东南集团实施集中采购，公司向其采购钢板、钢管和型钢等原材料。同期公司向关联方出售商品、提供劳务金额为 0.22 亿元、0.01 亿元和 0.02 亿元。公司与关联方之间还存在办公用房出租承租，金额较小。公司银行借款主要由东南集团提供担保，截至 2022 年末，东南集团对公司借款担保余额为 41.48 亿元。

图表 18. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
向关联方采购商品、接受劳务	15.40	14.71	11.08
其中：向东南集团采购原材料	15.32	14.47	10.89
向关联方出售商品、提供劳务	0.22	0.01	0.02
关联担保余额-公司作为被担保方	31.33	42.33	41.48
应收预付关联方款项	0.12	0.01	0.002
应付预收关联方款项	0.11	0.77	0.41

资料来源：根据东南网架所提供数据整理

该公司按照《公司法》等法律、法规及《公司章程》的相关规定建立起相应的公司治理架构，由股东大会行使股东职责。公司设立董事会、监事会和经理层，形成了决策、监督和执行独立运行的管理体系。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名。董事会下设战略与发展委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、审计委员会。公司监事会由 3 名监事组成，设主席 1 名，职工监事 1 名。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。

2. 运营管理

该公司设有行政管理、市场经营、数字中心、设计院、技术中心、工程管理事业部、财务管理、证券管理、综合管理等 12 个大部，每个大部下设若干个子部门。公司组织架构图详见附录二。

该公司自上市以来逐步健全和完善其内部管理和控制制度，以促进公司制度化、规范化运作。财务管理方面，公司建立了包括资金、财务报告、信息披露和对外担保等方面的规章制度。

在采购管理方面，该公司制定了原辅材料计划、采购、仓储管理制度及细则，各子公司采购计划统一由子公司采购部审核，仓库结存余料由供应部综合调配。采购价格及付款方式由本部招标办备案。

在工程项目管理方面，该公司对施工项目的质量、安全、成本及文明施工作了全面、明确的规定，由公司安装部门负责相关制度的贯彻、监督、指导和实施，并承担相应的管理责任。为加快回笼资金，公司还制定了工程项目收款管理制度，并落实工程款催收责任，同时通过实施相应惩罚和奖励措施以保证工程款的及时回收。

在安全生产管理方面，该公司制定了安全教育、监督检查、奖罚及工商事故处理等方面的实施细则，将生产部门经理、车间主任、班组长分别列为安全生产的管理责任人、第一责任人和直接责任人。为保证安全生产管理体系的正常、有效运行，公司成立了安全生产领导小组，组长由总经理担任，每月至少安排一次专项活动，并把安全生产管理与监督列入每周生产与施工例会议题。

在对外担保方面，该公司下属子公司未经母公司董事会或股东大会批准，不得提供对外担保，也不得进行互相担保。

该公司设有资金管理平台，对其下属子公司通过收、支两条线进行资金统一管理。公司设立了筹资管理制度、融资管理制度和资金管理制度等资金制度。公司 1,500 万元以下的借款由董事长审批，1,500 万元（含）以上的则需经公司董事会审批。抵押借款均需由公司董事会审批。子公司所有借款，均须上报公司董事长批准。

3. 严重不良行为记录

根据该公司提供的本部（2023 年 7 月 13 日）、子公司浙江东南钢制品有限公司（2023 年 7 月 13 日）、浙江东南钢结构有限公司（2023 年 7 月 14 日）和东南新材料公司（2023 年 7 月 11 日）等的《企业信用报告》，公司及子公司近 3 年来无信贷违约记录。

根据该公司 2022 年 12 月 20 日公告，控股股东和实控人因未及时履行信息披露义务收到中国证

券监督管理委员会浙江监管局《关于对浙江东南网架集团有限公司、郭明明采取出具警示函措施的决定》（行政监管措施决定书[2022]162号）。据公司年报显示，2022年公司因夜间施工等施工操作被国家市场监督管理总局多次出具行政处罚，处罚金额共计22.8万元；因处置超出核准范围的建筑垃圾，处罚金额5.5万元。经查国家税务总局重大税收违法案件信息公布栏、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询网站，未发现近三年公司本部存在重大不良行为记录。

财务

随着钢结构业务规模扩大，公司资产和负债规模整体呈增长趋势，财务杠杆处于中等偏高水平。公司刚性债务集中于短期，对债务滚续依赖度高。随着业务规模扩张，公司存货（含合同资产）及应收账款规模增长较快，且2022年公司经营性现金流持续净流出，主业现金流回笼情况趋弱。

1. 数据与调整

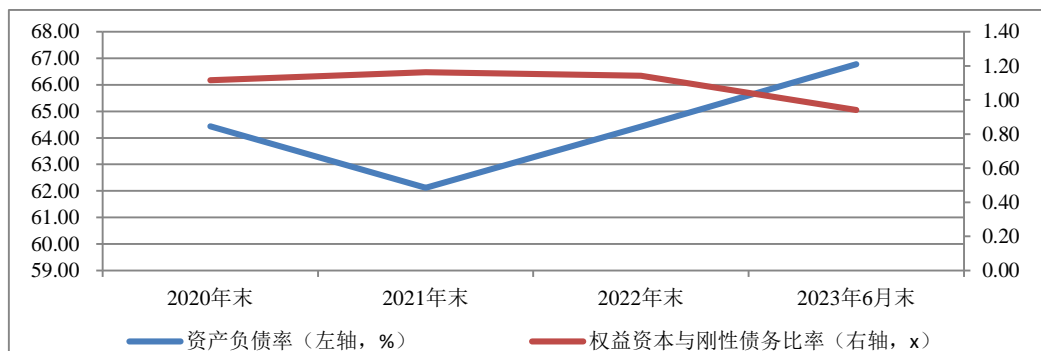
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2020-2022年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司于2020年起执行新收入准则（企业会计准则第14号——收入），2021年起执行新租赁准则（企业会计准则第21号——租赁）。

2020年，该公司新设成立1家子公司；2021年收购新增2家子公司，新设成立2家子公司；2022年股权转让1家子公司，收购新增1家子公司，新设成立4家子公司；2023年6月公司新设成立1家子公司。截至2023年6月末，公司合并范围内一级子公司18家，二级子公司10家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



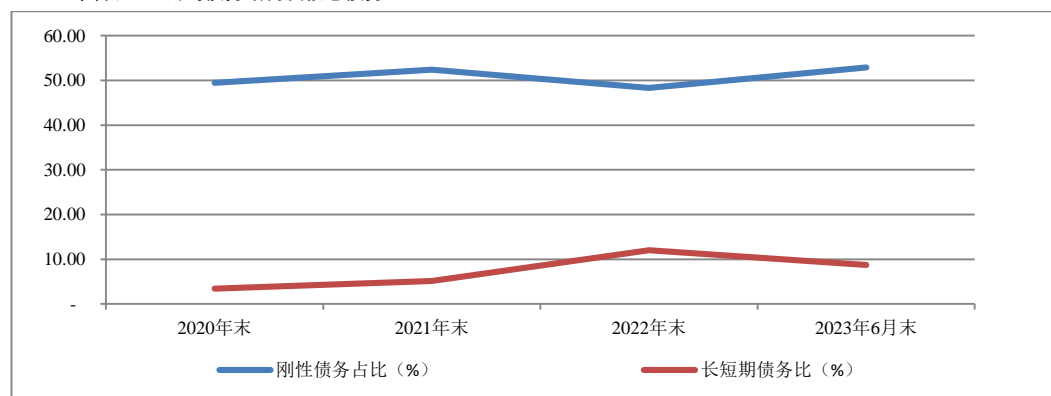
资料来源：根据东南网架所提供数据绘制。

2020-2022年末及2023年6月末，该公司所有者权益分别48.54亿元、64.96亿元、62.35亿元和63.43亿元，其中2021年增长主要系定增募资11.79亿元；2022年末较上年末减少4.02%，主要系处置白石会展致少数股东权益减少所致。截至2023年6月末，公司实收资本和资本公积合计42.96亿元，仅占所有者权益的67.74%，权益结构稳定性尚可。

该公司负债总额呈增长趋势，2020-2022年末及2023年6月末，分别为87.96亿元、106.54亿元、112.90亿元和127.49亿元，主要系业务规模扩大，公司债务融资增加，同时业务模式向总承包转变后，应付账款等经营性负债相应增加。同期末，公司资产负债率分别为64.44%、62.12%、64.42%和66.78%，处于中等偏高水平。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	43.49	49.44	55.84	52.41	54.56	48.33	67.43	52.89
应付账款	34.28	38.98	41.36	38.82	48.57	43.02	51.41	40.33
预收账款（含 合同负债）	4.64	5.28	4.03	3.78	3.97	3.52	3.09	2.43
其他应付款	1.96	2.23	1.97	1.85	2.05	1.81	2.41	1.89

资料来源：根据东南网架所提供数据绘制。

该公司负债中流动负债占比较重，2020-2022 年末及 2023 年 6 月末长短期债务比分别为 3.41%、5.12%、12.03%和 8.74%。公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款构成。2022 年末，公司刚性债务较上年末下降 2.30%至 54.56 亿元，主要系短期借款减少；应付账款较上年末增长 17.42%至 48.57 亿元，主要为应付货款，随主业规模扩大而增长；预收款项（含合同负债）主要为预收货款，同期末为 3.97 亿元，主要为预收货款及已结算未完工工程；其他应付款为 2.05 亿元，主要为押金保证金。2023 年 6 月末，公司负债较上年末增长 12.93%，主要系刚性债务及应付账款增长。

图表 21. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 6 月末
短期刚性债务合计	40.92	51.23	42.92	57.63
其中：短期借款	22.88	28.69	21.90	31.12
应付票据	18.03	22.18	20.88	25.57
一年内到期的长期借款	0.01	0.35	0.13	0.94
其他短期刚性债务	-	0.005	0.01	0.02
中长期刚性债务合计	2.57	4.62	11.64	9.80
其中：长期借款	2.57	4.60	11.61	9.76
其他中长期刚性债务	-	0.02	0.03	0.04

资料来源：根据东南网架所提供数据整理

2020-2022 年末及 2023 年 6 月末该公司刚性债务分别为 43.49 亿元、55.84 亿元、54.56 亿元和 67.43 亿元，期限集中于短期。公司债务融资以银行渠道为主，主要为银行长短期借款和应付票据。2022 年末，公司银行借款共计 33.64 亿元，以保证借款为主，主要由东南集团提供保证担保，公司银行借款融资区间为 3.00%-5.00%。公司票据融资规模较大，同期末应付票据为 20.88 亿元。2023 年 6 月末，公司应付票据较年初增加 4.69 亿元，长期借款较年初减少 1.85 亿元。总体来看，公司刚性债务集中于短期，与钢结构项目建设、收款周期存在期限错配，对债务滚续依赖度高。

3. 现金流量

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度
营业周期（天）	304.86	302.88	270.13	-
营业收入现金率（%）	97.91	88.26	88.51	82.01
业务现金收支净额（亿元）	9.10	-0.05	-8.48	-2.75
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.66	-4.35	-3.22	-3.00
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	4.45	-4.40	-11.70	-5.75
EBITDA（亿元）	6.21	9.18	7.38	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.18	0.13	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.43	6.99	6.77	-

资料来源：根据东南网架所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司下游客户主要为大型国有建筑施工总承包企业和政府部门，工程款回笼速度较慢，营业周期偏长，2020-2022年分别为304.86天、302.88天和270.13天，其中，2022年应收账款和存货周转率分别为2.73次和2.68次。2020-2022年和2023年上半年度，公司营业收入现金率分别为97.91%、88.26%、88.51%和82.01%，公司主业现金流回笼情况有所趋弱。近三年一期公司经营性现金净流量分别为4.45亿元、-4.40亿元、-11.70亿元和-5.75亿元，2022年以来经营性现金流大幅净流出主要系公司经营规模扩大，同时叠加宏观经济疲软，对营运资金投入持续增加所致。

该公司 EBITDA 主要以利润总额、计提的固定资产折旧为主，随利润总额增长而增长，2020-2022年分别为6.21亿元、9.18亿元和7.38亿元。公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出覆盖程度有所减弱，2022年分别为0.13倍和6.77倍。

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度
回收投资与投资支付净流入额	-1.30	0.27	6.07	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-8.92	-3.29	-2.19	-1.04
处置与取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	5.08	-
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	0.01	-	0.00001
投资环节产生的现金流量净额	-10.22	-3.01	3.88	-1.04

资料来源：根据东南网架所提供数据整理。

该公司投资活动主要为化纤和住宅钢结构项目以及厂房扩建、设备购买及股权投资等。2020-2022年及2023年上半年度公司投资环节产生的现金流量净额分别为-10.22亿元、-3.01亿元、3.88亿元和-1.04亿元，其中2022年转为净流入主要系收到处置子公司白石会展相关款项5.08亿元所致。

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020年	2021年	2022年	2023年上半年度
权益类净融资额	3.30	11.61	-1.14	-1.14
债务类净融资额	5.01	6.89	-1.02	7.56
其中：现金利息支出	-0.82	-1.29	-1.02	-0.61
其他与筹资活动有关的现金净额	-1.12	-0.16	-0.11	-0.06
筹资环节产生的现金流量净额	7.18	18.34	-2.27	6.35

资料来源：根据东南网架所提供数据整理。

近年来，该公司经营环节与投资环节资金缺口主要通过债务融资及股权融资解决，2020-2022 年及 2023 年上半年度公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 7.18 亿元、18.34 亿元、-2.27 亿元和 6.35 亿元，其中 2022 年呈净流出主要系分配股利、利润或偿付利息所致。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	97.06	129.76	142.21	158.98
其中：现金类资产（亿元）	71.11	75.66	81.15	83.27
其中：现金类资产（亿元）	16.96	27.87	17.11	18.18
应收款项（亿元）	31.53	38.52	49.93	53.24
存货（含合同资产）（亿元）	43.49	58.22	69.33	79.26
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	39.44	41.75	33.04	31.94
其中：固定资产（亿元）	28.89	24.34	18.85	16.73
其中：固定资产（亿元）	16.55	18.83	17.37	17.32
在建工程（亿元）	2.71	0.87	1.07	0.71
无形资产（亿元）	11.74	12.08	4.43	4.39
其他非流动资产（亿元）	0.99	5.13	4.67	3.82
期末全部受限资产账面金额（亿元）	14.03	13.10	13.04	15.54
受限资产账面余额/总资产（%）	10.28	7.64	7.44	8.14

资料来源：根据东南网架所提供数据整理。

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

随着定增募集资金的到位及随着业务规模扩大、经营性资产增长，该公司资产总额呈增长趋势，2020-2022 年末及 2023 年 6 月末分别为 136.50 亿元、171.51 亿元、175.24 亿元和 190.92 亿元。公司资产结构以流动资产为主，占资产总额比重约 70-85%。

该公司流动资产以现金类资产、应收账款和存货（含合同资产）。具体来看，2022 年末公司现金类资产为 17.11 亿元（含受限资产 7.07 亿元），较上年末大幅减少，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。公司多数工程项目按进度确认收入，与工程结算存在时间差异，加之工程完工验收和竣工决算的滞后性，导致应收账款余额较大，同期末为 49.93 亿元，其中账龄 1 年以内占比 61.42%、账龄 1-2 年占比 17.76%；已累计计提坏账准备 10.75 亿元，综合计提比例为 17.72%；前五大应收对象分别为中国建筑第八工程局有限公司（10.18 亿元）、中建三局集团有限公司（3.16 亿元）、杭州大江东地产开发有限公司（2.57 亿元）、中建八局第二建设有限公司（1.92 亿元）和浙江国泰建设集团有限公司（1.90 亿元）。当年末存货（含合同资产）为 69.33 亿元，随钢结构业务扩大而增长，主要包括合同资产（已完工未结算工程）48.20 亿元、原材料 9.89 亿元和库存商品 4.18 亿元。2023 年 6 月末，公司流动资产较上年末增长 11.80%至 158.98 亿元，其中应收款项融资增长 111.94%，主要系应收供应链票据增加；预付款项较上年末增长 18.34%，主要系业务规模增加，从而预付钢材等原材料款项增加所致；存货（含合同资产）较上年末增长 14.33%，主要系工程项目投入所致，其他流动资产科目变动不大。

2022 年末，该公司非流动资产为 33.04 亿元，主要由固定资产、无形资产等构成。公司固定资产主要为厂房和设备，2022 年末固定资产较上年末减少 7.78%至 17.37 亿元，主要系折旧所致；无形资产 4.43 亿元，较上年末减少 63.33%，主要受白石会展子公司处置的影响，土地使用权减少。2022 年末公司其他非流动资产较上年末减少 8.89%至 4.67 亿元，主要系预付长期资产款减少。2023 年 6 月末，公司非流动资产较年初变动不大。

受限资产方面，2023 年 6 月末该公司受限资产账面金额为 15.54 亿元，占总资产比重为 8.14%。

其中，因保证金、司法诉讼冻结等的受限货币资金为 8.56 亿元（占货币资金比重为 43.79%），用于借款和票据担保的受限固定资产和无形资产分别为 0.53 亿元和 0.71 亿元，用于借款担保的应收账款、其他非流动资产和一年内到期的非流动资产分别为 2.09 亿元、3.20 亿元和 0.39 亿元，用于票据池质押的应收款项融资为 0.05 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 6 月末
流动比率 (%)	114.11	128.03	141.12	135.60
速动比率 (%)	62.21	69.11	70.41	66.05
现金比率 (%)	19.94	27.49	16.98	15.50

资料来源：根据东南网架所提供数据整理。

该公司速动比率显著低于流动比率，主要系流动资产中以工程资产为主的存货（含合同资产）规模较大，2023 年 6 月末公司流动比率和速动比率分别为 135.60%和 66.05%。同期末公司现金比率为 15.50%，且货币资金受限比例相对较高。整体来看，公司资产流动性一般。

6. 表外事项

截至 2023 年 6 月末，该公司已提起诉讼，法院已受理，但尚未判决的未决诉讼涉及的应收账款账面余额为 1.62 亿元，公司认为其对财务状况和经营成果不会发生重大影响。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部工程承包资质较为齐全，主要负责重大工程项目承接及投融资管理。2020-2022 年及 2023 年上半年度本部分别实现营业收入 59.55 亿元、63.08 亿元、73.34 亿元和 41.74 亿元，净利润分别为 2.82 亿元、3.07 亿元、2.93 亿元和 1.35 亿元，对合并报表收入盈利贡献度较高；同期经营性现金净流入分别为 6.15 亿元、-1.32 亿元、-12.80 亿元和-5.52 亿元。截至 2023 年 6 月末，本部总资产为 162.33 亿元，其中流动资产为 123.08 亿元，主要包括货币资金 10.04 亿元、应收账款 46.94 亿元、预付款项 8.31 亿元、存货（含合同资产）52.40 亿元；非流动资产为 39.25 亿元，主要为长期应收款 9.98 亿元和长期股权投资 23.41 亿元（主要为对下属子公司投资）。同期末，本部负债总额为 105.23 亿元，其中刚性债务为 46.41 亿元，以短期刚性债务为主；应付账款 53.45 亿元。同期末，本部资产负债率 64.83%，现金资产对短期刚性债务覆盖比为 0.43。总体来看，本部承接重大工程项目，在合并口径地位重要，对整体收入利润贡献度较高；债务集中于短期，有一定的即期偿债压力。

外部支持

截至 2023 年 6 月末，该公司合并口径已获得商业银行综合授信为 101.36 亿元，其中尚未使用的授信额度为 36.59 亿元。其中，来自工农中建交五大行及政策性银行的授信总额为 38.18 亿元，尚未使用的授信额度为 7.76 亿。此外，公司作为上市公司，资本补充渠道较为通畅。

图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	授信金额	已使用额度	尚未使用额度
全部（亿元）	101.36	63.42	36.59
其中：国家政策性金融机构（亿元）	4.00	4.00	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	34.18	26.42	7.76
其中：大型国有金融机构占比（%）	37.67	47.97	21.20

资料来源：根据东南网架所提供数据整理（截至 2023 年 6 月末）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

(1) 转股价格向下修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当该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。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交易日均价；同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

(2) 赎回条款

到期赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款：在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该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换公司债券：①在转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日内至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；②当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

(3) 回售条款

有条件回售条款：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司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。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。

附加回售条款：若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会和深圳证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会和深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

(4) 向原股东配售的安排

本次发行的可转换公司债券向该公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会及董事会授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。

2. 其他偿付保障措施

(1) 市场地位稳固，核心业务盈利良好

该公司为空间钢结构龙头企业之一，具有较强的规模和品牌优势，2020-2022 年 EBITDA 分别为 6.21 亿元、9.18 亿元和 7.38 亿元，其对刚性债务及利息支出覆盖程度较好，2022 年分别为 0.13 倍和 6.77 倍。

(2) 融资渠道通畅，未使用授信额度较为充足

该公司融资渠道通畅，融资成本较低，截至 2023 年 6 月末，公司合并口径已获得商业银行综合授信为 101.36 亿元，其中尚未使用的授信额度为 36.59 亿元，可用授信较为充足。同时，公司作为上市公司，可通过资本市场获得资金补充，2021 年 12 月，公司定增募资 11.79 亿元，有效增强了公司的资本实力。

评级结论

该公司为民营控股上市公司，股权结构清晰，在控股股东体系中居于核心地位。该公司组织架构设置较为合理，职责分工明晰；公司不断完善经营管理制度，经营运作更为规范。公司因集团集中采购，与控股股东之间存在较大规模的关联采购，对公司经营独立性有一定影响。

该公司主要从事钢结构和化纤业务，在钢结构领域为空间钢结构龙头企业之一，具有较强的规模和品牌优势，近年来收入呈现良好增长，主要受益于钢结构业务新签订单量增长。公司化纤业务规模较小，与头部企业相比毛利率明显较低，受市场需求下滑影响，2022 年化纤业务收入及利润下滑。

随着钢结构业务规模扩大，公司资产和负债规模整体呈增长趋势，财务杠杆处于中等偏高水平。公司刚性债务集中于短期，对债务滚续依赖度高。随着业务规模扩张，公司存货（含合同资产）及应收账款规模增长较快，且 2022 年公司经营性现金流持续净流出，主业现金流回笼情况趋弱。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022年(末)主要财务数据(亿元)					
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	备注
浙江东南网架集团有限公司	东南集团	控股股东	—	钢结构、化纤、医疗	68.96	72.61	278.01	4.28	-9.11	
浙江东南网架股份有限公司	东南网架	本级	—	钢结构、化纤	39.48	56.90	73.34	2.93	-12.80	母公司口径
广州五羊钢结构有限公司	五羊钢结构	一级子公司	100.00	钢结构制造、安装	0.05	1.95	3.55	0.20	0.08	
天津东南钢结构有限公司	天津钢结构	一级子公司	100.00	钢结构设计、制造、安装	2.01	4.68	7.41	0.64	0.42	
成都东南钢结构有限公司	成都钢结构	一级子公司	100.00	钢结构设计、制造、安装	3.02	3.05	4.94	0.10	-0.43	
浙江东南钢结构有限公司	东南钢结构	一级子公司	100.00	钢结构设计、制造、安装	1.78	3.42	11.06	0.58	0.41	
东南新材料(杭州)股份有限公司	东南新材料公司	一级子公司	97.00	化纤生产	4.61	2.18	26.85	-1.65	-3.73	
浙江东南钢制品有限公司	东南钢制品	一级子公司	100.00	钢结构制造	-	0.68	24.85	0.003	4.25	
浙江东南绿建集成科技有限公司	绿建公司	一级子公司	100.00	金属结构制造	1.55	6.40	12.52	0.11	2.25	

注：根据东南网架 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 上半年度
资产总额 [亿元]	136.50	171.51	175.24	190.92
货币资金 [亿元]	14.82	26.81	16.24	17.29
刚性债务[亿元]	43.49	55.84	54.56	67.43
所有者权益 [亿元]	48.54	64.96	62.35	63.43
营业收入[亿元]	92.56	112.87	120.64	65.37
净利润 [亿元]	2.63	4.96	2.94	2.24
EBITDA[亿元]	6.21	9.18	7.38	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.45	-4.40	-11.70	-5.75
投资性现金净流入量[亿元]	-10.22	-3.01	3.88	-1.04
资产负债率[%]	64.44	62.12	64.42	66.78
权益资本与刚性债务比率[%]	111.62	116.33	114.28	94.07
流动比率[%]	114.11	128.03	141.12	135.60
现金比率[%]	19.94	27.49	16.98	15.50
利息保障倍数[倍]	4.98	5.25	4.39	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	304.86	302.88	270.13	—
毛利率[%]	11.61	13.26	11.96	10.94
营业利润率[%]	3.59	4.92	3.04	4.03
总资产报酬率[%]	3.32	4.47	2.76	—
净资产收益率[%]	5.69	8.73	4.62	—
净资产收益率*[%]	6.26	9.49	4.76	—
营业收入现金率[%]	97.91	88.26	88.51	82.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.81	-4.72	-11.58	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.30	-7.62	-7.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.43	6.99	6.77	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.18	0.13	—

注：表中数据依据东南网架经审计的2020~2022年度及未经审计的2023年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2012年9月11日	AA/稳定	刘云、文婧	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2015年6月19日	AA/稳定	陆胡峻、欧莲珠	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2014） 建筑施工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	本次评级	2023年9月4日	AA/稳定	胡颖、杨亿	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-
债项评级	本次评级	2023年9月4日	AA	胡颖、杨亿	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。