



# 杭州聚合顺新材料股份有限公司2023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：

# 杭州聚合顺新材料股份有限公司2023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	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2023-07-18

## 评级观点

- 上述等级的评定是考虑到杭州聚合顺新材料股份有限公司（以下简称“聚合顺”或“公司”，股票代码“605166.SH”）在聚酰胺 6（简称“尼龙 6”）切片领域业绩表现良好，生产基地区位优势较好，且未来随着在建产能陆续投产，营业收入和经营现金流规模有望进一步扩大；同时中证鹏元也关注到，公司产品盈利能力较弱，原材料价格波动较大，加大行业周期性波动，并且面临较大资金压力和产能消化风险。

## 债券概况

**发行规模：**不超过 33,800 万元（含）

**发行期限：**6 年

**偿还方式：**本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息；附债券赎回及回售条款

**发行目的：**新建生产基地，扩大公司产能

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	42.05	39.93	34.37	22.93
归母所有者权益	16.31	15.81	13.74	11.67
总债务	21.49	20.36	16.00	8.04
营业收入	12.75	60.37	54.05	25.64
净利润	0.52	2.40	2.39	1.16
经营活动现金流净额	-2.29	3.56	2.66	1.38
净债务/EBITDA	-	0.73	0.33	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	-	23.81	6,102.26	40.79
总债务/总资本	54.05%	53.42%	50.47%	37.11%
FFO/净债务	-	124.93%	208.95%	-57.42%
EBITDA 利润率	-	4.45%	5.57%	6.40%
总资产回报率	-	7.73%	9.50%	7.86%
速动比率	1.31	1.38	1.18	1.55
现金短期债务比	1.14	1.19	1.03	1.38
销售毛利率	7.59%	6.26%	7.65%	8.80%
资产负债率	56.55%	55.54%	54.33%	40.57%

注：2020 年 FFO/净债务、净债务/EBITDA 为负，主要系 2020 年当年净债务为负导致。  
 资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：**高爽  
 gaos@cspengyuan.com

**项目组成员：**范俊根  
 fanjg@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 优势

- **公司区位优势较好，产业集聚优势明显，定位差异化竞争策略，近年业绩表现良好，产品品种丰富，具有一定市场竞争力。**公司生产基地区位优势较好，杭州基地距离下游产业链较近，淄博、滕州和常德生产基地距离原材料采购较近，产业集聚优势明显，此外公司产品品种丰富，不断向细分市场延伸，2020-2022年公司业务规模快速增长。
- **公司经营活动现金流表现良好。**公司产能有限导致供给紧俏，公司对大多数客户采取款到发货的形式，2020-2022年公司经营活动产生的现金持续净流入，FFO持续上涨，现金生成能力尚可。
- **未来营业收入和经营现金流规模有望进一步扩大。**截至2022年末，公司在建项目较多，若项目全部顺利实施将给公司带来新增产能合计60.40万吨/年，公司收入和经营现金流规模也将随之扩大。

## 关注

- **公司产品盈利能力较弱，存在成本管控压力。**市场竞争激烈使得公司单位产品毛利水平较低，同时较大的原材料价格波动使得公司成本控制存在较大压力，成本的精细化控制和提高产品竞争力对公司盈利尤为重要。
- **公司原材料价格波动较大，加大行业周期性波动。**原材料己内酰胺的成本约占公司生产成本的90%，己内酰胺价格受石油市场影响波动较大，若己内酰胺价格处于高位，会抑制下游需求，行业周期性波动对公司业务拓展带来一定影响。
- **公司杠杆水平快速上升，且面临较大资金压力和产能消化风险。**公司总债务规模持续上升，杠杆水平快速上升，截至2022年末，公司在建项目合计总投资21.15亿元，其中2个项目系本期债券募投项目，若本期债券未发行成功，较大的资本支出需求将给公司带来较大资金压力；同时在建项目新增产能规模较大，2023年一季度公司销量较去年同期明显下降，需关注后续产能消化情况。

## 未来展望

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

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业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

## 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
AA-/稳定	AA-	2023-06-06	高爽、范俊根	<a href="#">化工企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ff_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2021-10-14	毕柳、龚程晨	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	7/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

### 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aa-，反映了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。

## 一、发行主体概况

公司成立于2013年11月，前身是杭州聚合顺新材料有限公司，由温州永昌控股有限公司（以下简称“永昌控股”）、永和亚太有限公司和温州市永昌贸易有限公司<sup>1</sup>（以下简称“永昌贸易”）<sup>2</sup>共同出资成立，成立时注册资本4,000.00万美元。2015年公司整体变更为股份有限公司，后经原股东多次增资，截至2018年7月底，公司注册资本和实收资本变更至23,666.00万元。2020年6月上海证券交易所上市，募集资金净额5.06亿元。截至2023年3月末，公司注册资本为31,554.70万元<sup>3</sup>，实收资本31,555.68万元，公司股东主要是永昌控股、永昌贸易和自然人傅昌宝，对公司持股比例分别为19.08%、14.04%和4.75%，其中永昌控股和永昌贸易由傅昌宝全资控制，公司实控人为自然人傅昌宝先生，合计控制公司37.87%的股份，截至2022年底，公司股权结构图见附录二。

公司主要从事尼龙新材料的研发、生产和销售，截至2023年3月末，纳入公司合并范围内子公司共5家，详见附录四。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**杭州聚合顺新材料股份有限公司2023年向不特定对象发行可转换公司债券；

**发行规模：**不超过人民币33,800.00万元（含）；

**债券期限：**6年；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和最后一期利息；

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

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

**初始转股价格：**本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20交易日内发生过因除权、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过

---

<sup>1</sup> 根据公司公告，截至2023年5月16日，永昌控股累计质押公司股票1,977.00万股，占其所持有公司股份的32.83%，占公司总股本的6.27%，永昌贸易和傅昌宝所持股票未质押。

<sup>2</sup> 永昌贸易于2023年更名为海南永昌新材料有限公司

<sup>3</sup> 公司可转债持续转股，未及时做工商登记，使得现有营业执照上注册资本金额小于截至2023年3月末实收资本金额

相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司A股股票交易均价,具体初始转股价格提请公司股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定;

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

**债券赎回条款:** 本期债券到期后5个交易日内,公司将向可转债持有人赎回全部未转股的可转债,具体赎回价格由公司股东大会授权董事会在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。在本期债券转股期内,如果公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%),或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时,公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债;

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

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

### 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33,800万元(含),资金投向明细如下:

表1 本期债券募集资金投向明细(单位:万元)

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产12.4万吨尼龙新材料项目	58,288.72	15,800.00	27.11%
年产8万吨尼龙新材料(尼龙66)项目	42,447.71	18,000.00	42.41%
合计	100,736.43	33,800.00	-

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

#### (一) 年产12.4万吨尼龙新材料项目

### 1、项目基本情况

项目实施地址位于浙江省杭州市钱塘新区临江高新技术产业园区，通过新建尼龙切片产业基地，以扩大公司产品生产能力，丰富公司产品类型，推动公司业务持续稳健发展。项目达产后公司将新增产能12.4万吨，其中包括尼龙6切片10.4万吨和共聚尼龙切片2.0万吨。该项目预计总投资为58,288.72万元，项目建设期为30个月。截至2022年末，该项目已取得土地，除土地外已投入0.14亿元。

### 2、项目批复情况

本项目为年产16.8万吨/年尼龙新材料一体化建设项目的子项目，其中年产16.8万吨/年尼龙新材料一体化建设项目已经取得了项目代码为“2206-330114-89-01-429920”项目备案证明。2022年11月01日，杭州市钱塘区行政审批局服务局出具了《关于杭州聚合顺新材料股份有限公司备案项目的说明》，确认本项目为“16.8万吨/年尼龙新材料一体化建设项目”子项目，无需重新履行备案手续。2021年4月02日，本项目所属主项目取得了杭州市钱塘江区生态环境分局出具的《钱塘新区生态环境分局建设项目环境影响评价文件审批意见》（杭环钱环评批[2021]12号）。

### 3、项目效益预测

根据深圳汉鼎智库咨询服务有限公司（以下简称“汉鼎咨询”）出具的项目可行性研究报告预测，本项目完全达产后预计内部收益率为15.76%（税后），投资回收期5.98年（税后，不含建设期）。受下游市场需求和公司销售开拓情况影响，公司未来产能消化及收益实现情况具有一定不确定性。

## **(二) 年产8万吨尼龙新材料（尼龙66）项目**

### 3、项目基本情况

项目实施地址位于山东省淄博市临淄区齐鲁化学工业区，通过新建尼龙66切片产业基地，以扩大公司产品生产能力，丰富公司产品类型，推动公司业务持续稳健发展。项目达产后公司将新增尼龙66切片产能8.0万吨。该项目预计总投资为42,447.71万元，项目建设期为30个月。截至2022年末，该项目尚未取得土地，已投资0.27亿元。

### 4、项目批复情况

本项目已经取得了项目代码为“2020-370305-26-03-147018”项目备案证明。2022年6月21日，本项目所属主项目取得了淄博市生态环境局出具的《关于山东聚合顺新材料有限公司尼龙新材料项目环境影响报告书的审批意见》（淄环审[2022]60号）。

### 3、项目效益预测

根据汉鼎咨询出具的项目可行性研究报告预测，本项目完全达产后，项目完全达产后预计内部收益率为22.97%（税后），投资回收期4.24年（税后，不含建设期）。受下游市场需求和公司销售开拓情况影响，公司未来产能消化及收益实现情况具有一定不确定性。



## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

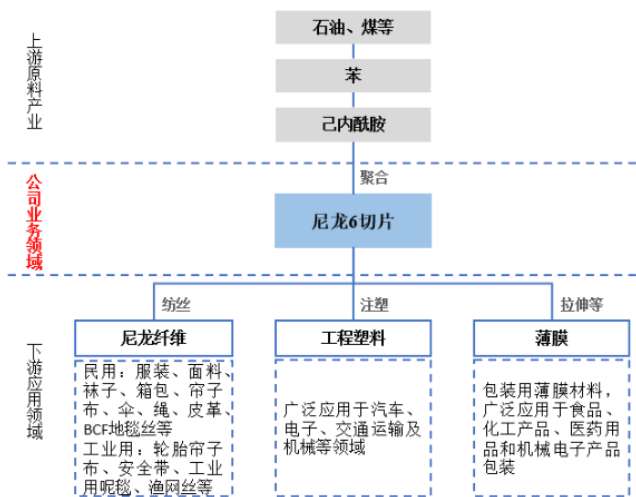
### 行业及区域经济环境

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

尼龙（Nylon）即聚酰胺，又被称为耐纶、锦纶（国内），简称 PA，是分子主链上含有重复酰胺基团的热塑性树脂总称。主要有尼龙 6、尼龙 66、尼龙 610、尼龙 11 和尼龙 12 五大品种，此外，还有尼龙 1010、尼龙 4、尼龙 8 等各种共聚改性尼龙，其中尼龙 6 和尼龙 66 的用量最大，约占尼龙总消费量的 90%。

尼龙6（PA6）下游应用领域广泛，目前主要用于尼龙纤维、工程塑料、薄膜等领域。

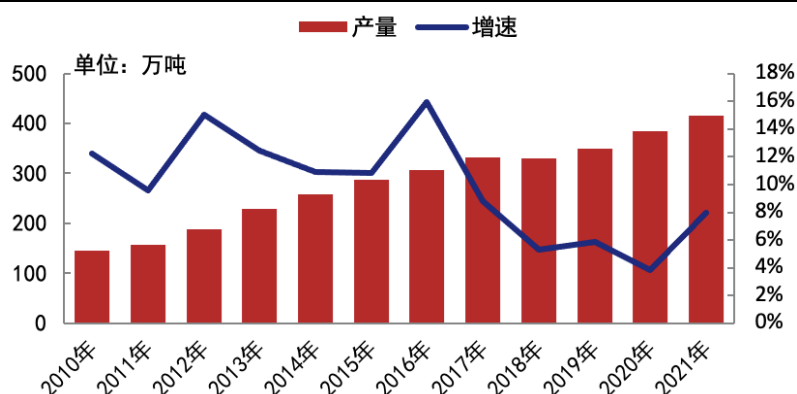
图1 尼龙6切片产业链情况



资料来源：公司招股说明书，中证鹏元整理

2010-2016年得益于原材料己内酰胺国内产量放量，尼龙6产量得到快速增长。而经过多年发展叠加环保压力上升的因素影响，2017-2020年国内尼龙产量增速持续放缓。2021年，得益于国内外环境改善，完整产业链优势得以发挥，尼龙下游产业需求向好，国内尼龙产量继续保持增长，且增速出现触底反弹，2021年全年产量达到了415万吨，年增长率8.00%。与世界尼龙6切片消费领域相比，目前我国尼龙6切片主要用于尼龙纤维，产品高端化滞后，在工程塑料和薄膜领域的应用占比较低，与世界平均水平还有较大差距，如西欧、美国、日本等国的工程塑料及薄膜领域的尼龙6用途占一半以上。随着国内聚合技术工艺的不断成熟和改进尼龙6产品的特性不断提升与改良，尼龙制品的用途将向更广阔领域发展，有力地促进尼龙切片市场的稳定增长。

图2 2021年尼龙产量保持增长且增速提高



资料来源：中国化学纤维化工协会、国家统计局，中证鹏元整理

随着近几年我国尼龙6行业迅速发展，产业集中度不断提升，规模经济效益也较为明显。一方面企

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

**表2 国内尼龙6切片主要生产厂商（单位：万吨）**

企业	地区	设计产能
浙江恒逸集团有限公司	浙江杭州	52.10
<b>聚合顺</b>	<b>浙江杭州</b>	<b>45.88</b>
福建永荣锦江股份有限公司	福建福州	35.00
鲁西化工集团股份有限公司	山东聊城	40.00
江苏弘盛新材料股份有限公司	江苏海安	40.00
海阳科技股份有限公司 <sup>4</sup>	江苏泰州	35.00
福建中锦新材料有限公司	福建莆田	30.00
广东新会美达锦纶股份有限公司	广东江门	20.00
福建省力恒锦纶实业有限公司 <sup>5</sup>	福建长乐	18.00
岳阳石油化工总厂化纤厂	湖南岳阳	16.00
中仑塑业（福建）有限公司	福建泉州	14.50
<b>合计</b>	-	<b>346.48</b>

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

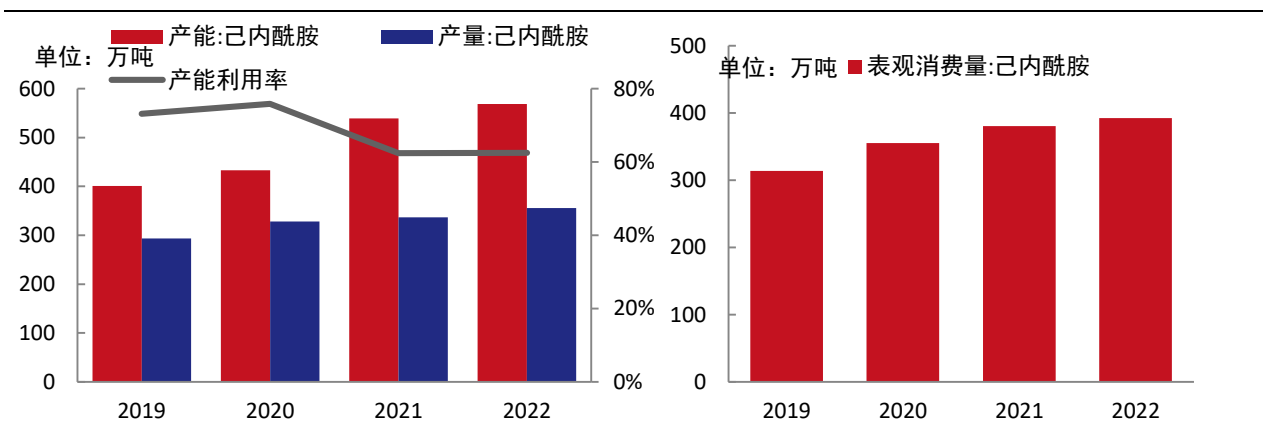
**国内己内酰胺产能增长较快，在建产能规模较大，但整体产能利用率较低，随着需求增速放缓，未来产能过剩矛盾将进一步加剧，市场竞争激烈；己内酰胺价格受原油价格影响波动较大，对下游尼龙生产厂家成本控制带来一定挑战**

己内酰胺是聚合生成尼龙6切片最主要的原材料，成本约占尼龙6生产成本的90%以上，尼龙6切片的价格与己内酰胺的价格呈现高度相关。从生产端来看，2019-2022年我国己内酰胺总产能持续扩张，截至2022年末，根据百川盈孚数据统计，我国己内酰胺产能约569.00万吨/年，目前我国已成为世界最大的己内酰胺生产国。但由于己内酰胺产能增速较快而下游终端需求跟进速度较为缓慢，整体行业产能利用率连续四年均处于下滑态势，产能利用率水平较低。从需求端来看，由于尼龙6产量快速增长，己内酰胺消费量不断增长。根据百川盈孚数据统计，2019-2022年国内己内酰胺表观消费量分别为313.57万吨、355.24万吨、380.53万吨和392.24万吨，同比分别增长约13%、13%、7%和3%，整体增速不断放缓。近

<sup>4</sup> 原名江苏海阳化纤有限公司

<sup>5</sup> 原名长乐力恒锦纶科技有限公司

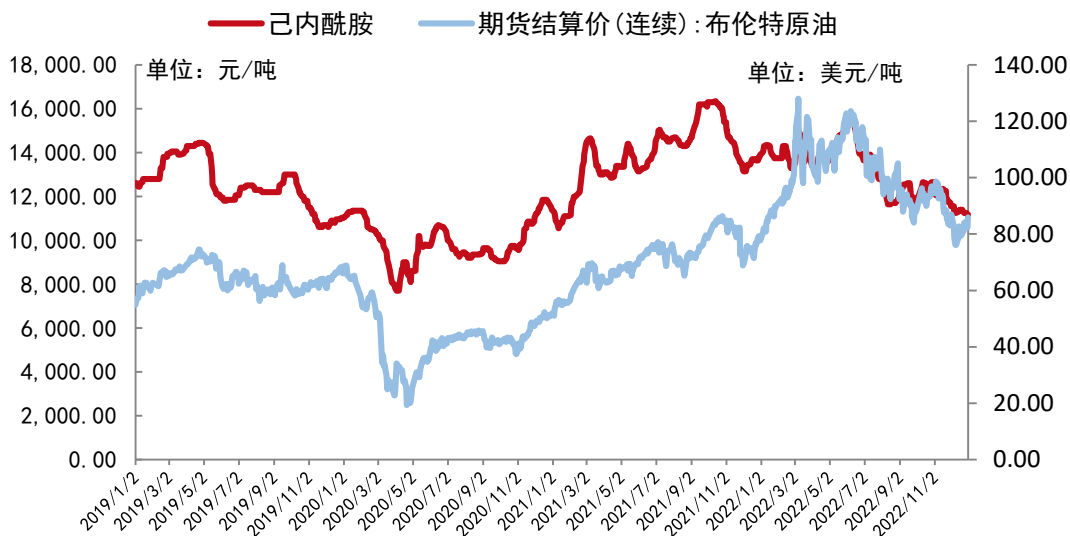
年国内己内酰胺产能增长较快，但需求增速放缓，目前行业开工率不饱和，产能有所过剩，产能利用率水平较低。同时，根据公开资料统计，目前国内部分企业正在积极新建己内酰胺产能，如恒逸石化股份有限公司计划新建产能120.0万吨/年、山东华鲁恒升化工股份有限公司新建产能30.0万吨/年等，随着新建及扩建己内酰胺生产装置产能的释放，己内酰胺产能过剩矛盾将进一步加剧，市场竞争将会更为激烈。

**图3 国内己内酰胺切片产能产量情况**
**图4 国内己内酰胺表观消费量**


资料来源：百川盈孚、Wind资讯，中证鹏元整理

己内酰胺合成原料属于石油化工品，因此己内酰胺价格走势和原油走势高度相似。2019年美国页岩油产量创下历史新高，原油价格转向下行趋势，2020年初受外部环境变化和“欧佩克+”原油减产协议未达成影响，油价暴跌，下半年减产协议阶段性达成使得油价回升。2021年以来，经济复苏和产线陆续开工推高了全球石油需求，与此同时“欧佩克+”集团继续保持市场紧缩，对石油增产的节奏维持克制，导致2021年以来原油价格持续攀升。2022年以来，受到天气寒冷供暖需求增加以及俄乌局势的影响，原油价格再次出现大幅上升，在2022年3月达到顶峰并逐渐回落，截至2022年末，原油价格仍然处于较高位置。己内酰胺价格受原油价格波动较大，对PA6生产厂家的成本管理带来一定挑战。

**图5 2019-2022年己内酰胺和原油价格走势**



资料来源：百川盈孚、Wind资讯，中证鹏元整理

由于市场竞争激烈，PA6切片价格与己内酰胺价格走势接近，2020年4月PA6切片价格下降到近期最低点，约0.90万元/吨，2021-2022年以来随着己内酰胺价格上涨并保持高位，2022年底PA6切片价格上升至1.20万元/吨，PA6切片价格整体处于较高位置。

图6 2019年以来尼龙6切片（常规纺）价格走势



资料来源：百川盈孚、Wind资讯，中证鹏元整理。

## 五、经营与竞争

公司区位优势较好，产业集聚优势明显，定位差异化竞争策略，向细分市场延伸，产品品种丰富，近三年公司业务规模持续增长，具有一定市场竞争力

公司主要从事尼龙6切片的研发、生产和销售，针对下游不同的应用领域，主要产品包含纤维级切

片、工程塑料级切片和薄膜级切片。受益于下游市场需求较好及公司销售拓展情况良好，叠加公司产能规模持续增长，2020-2022年公司各类产品销量不断上升，主营业务收入规模不断增长，尤其2021年公司各类产品产销量大幅增长，公司营业收入呈现翻倍增长，但各类产品毛利率水平较低，产品的整体盈利能力较弱。此外2023年1-3月，公司产品销量和产品价格较去年同期双双回落，营业收入出现一定幅度的下降。

**表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）<sup>6</sup>**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
纤维级切片	7.89	61.99%	7.28%	28.55	47.32%	6.70%	27.89	52.81%	8.80%	13.86	54.49%	9.21%
工程塑料级切片	4.32	33.4%	7.39%	26.61	44.11%	5.45%	22.28	42.18%	6.58%	10.07	39.58%	8.51%
薄膜级切片	0.38	3.01%	8.46%	4.72	7.83%	6.33%	2.34	4.43%	5.09%	1.43	5.61%	6.42%
其他	0.13	1.05%	30.82%	0.45	0.74%	23.94%	0.31	0.58%	27.28%	0.08	0.32%	24.03%
<b>合计</b>	<b>12.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.60%</b>	<b>60.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.25%</b>	<b>52.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.81%</b>	<b>25.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.83%</b>

资料来源：2020-2022年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

公司生产基地区位优势较好，产业集聚优势明显。公司主要客户均为下游生产商，最终产品为服装地毯等民用纺织品、轮胎帘子布等工业织品、工程塑料制品及各类型薄膜产品，浙江、福建和江苏是国内当前尼龙纤维、尼龙工程塑料企业制造企业集聚区之一，而公司主要生产基地杭州生产基地地处浙江，区位优势较好；其次，己内酰胺是聚合生成尼龙6切片最主要的原材料，成本约占尼龙6生产成本的90%以上，公司目前常德生产基地比邻巴陵石化己内酰胺生产基地，此外，公司新增生产基地建设项目位于山东滕州和山东淄博，滕州项目位于滕州鲁南高科技化工园，可实现将山东能源集团鲁南化工公司生产己内酰胺通过管道运送至公司生产车间，淄博项目位于山东省淄博市临淄区齐鲁化学工业区，毗邻中国化学旗下己二腈（尼龙66生产原材料）生产基地，短距离采购有助于降低采购成本可有效减少采购原材料运输成本。

公司定位差异化竞争策略，向细分市场延伸，产品品种丰富，近三年各类产品销量持续增长，但2023年一季度业绩有所下滑；公司对大多数客户采取款到发货的形式，有利于加快公司经营资金运转及应收账款管理；公司对境外客户收入占比大幅提升，客户集中度较高，需关注相关风险

公司成立之前，实控人傅昌宝多年从事渔网丝(尼龙6切片下游产品)生产、销售和尼龙6切片贸易，对行业下游营销网络和客户资源具有一定积累，后续逐渐引入了其他具有多年行业管理经验的管理人员和研发人员，受益于公司核心团队丰富的行业经验，公司成立以来持续快速发展。公司成立初期即将目标市场定位于高端聚酰胺6切片市场，先行建设的三条生产线均采用德国伍德伊文达菲瑟公司进口设备，

<sup>6</sup> 2022年审计报告因执行《企业会计准则解释第15号》，将2021年试运行销售相关的收入和成本进行追溯调整计入了营业收入和营业成本。本表中2021年数据为追溯调整值

借助设备和工艺的先进性，公司生产线达产后快速抢占高端市场，在多家下游客户中成功替代了进口产品，使公司实现了差异化竞争。根据行业发展的趋势，目前公司不断扩大产品的应用领域和市场需求的覆盖程度，加强对高性能、差异化产品和特种尼龙的研发投入力度，进一步拓宽公司的产品线。

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

公司定位差异化竞争策略，并向细分市场延伸，产品品种丰富。一方面受益于下游需求增长和公司市场开拓情况良好，另一方面公司新增产能不断释放，产能瓶颈得到缓解，2020-2022年各类产品销量持续上升。公司当前采取以销定产为主的生产方式，生产产能优先满足年度合约客户需求，而年度合约以纤维级切片客户为主，其次是工程塑料领域，薄膜级切片客户对年度合约模式接受度较低，纤维级切片销量规模较大且持续增长，同时，纤维级切片客户粘性相对较高，是公司主要发展的品类之一。工程塑料级切片高低端产品毛利率差异较大，高端产品质量要求很高，近年公司不断进行产品开发和市场拓展推广，销量增长较快。薄膜级切片销量规模相对较小，但2022年薄膜级切片销售增长较快，主要系下游需求增长，叠加公司部分盈余产线切换为薄膜级切片产线，相关产能得到释放导致。2023年1-3月受外部环境变化影响，产业链上下游公司放假提前，市场需求减少，公司共销售切片10.43万吨，较去年同期下降18.75%。

**表4 公司主要产品销量情况（单位：万吨）**

主要产品	2022年	2021年	2020年
纤维级切片	21.04	20.29	13.55
工程塑料级切片	20.26	16.67	10.04
薄膜级切片	3.50	1.78	1.45
其他	0.26	0.18	0.12
<b>合计</b>	<b>45.06</b>	<b>38.93</b>	<b>25.16</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年随着公司产能和规模扩张，公司加大了海外营销力度，其中2021年公司境外业务拓展效果明显，外销收入出现大幅提升，占公司主营业务收入比重提升到10.00%以上。主要新增对巴西、印度地区的销售，公司与国外客户主要采取“一约一谈”的合作模式，公司与国外客户事先约定单价和销售数量，

以海运为主要方式在规定时间内运输至客户公司，一般在约定售价时事先将运费计入产品单价中，同时公司会给予境外客户一定时间账期。公司内销的销售区域仍然主要集中在华东区域，该区域亦是我国当前尼龙纤维、尼龙工程塑料制造企业的集聚区之一。相较于对境内销售盈利水平，公司对境外销售毛利率水平相对较高。公司积极拓展海外业务，为公司营业收入带来良好的增长点。但需要注意的是，公司对境外销售客户集中度相对较高，如果公司与主要境外客户的合作关系发生重大不利变化，或者主要客户经营财务出现重大不利变化，有可能导致公司境外销售规模随之下降，同时随着海外业务收入增长，需关注外汇变动对公司产生的影响。

**表5 公司主要产品销售区域分布情况**

主要产品	2022年	2021年	2020年
境内	87.25%	89.98%	95.83%
境外	12.75%	10.02%	4.17%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司产品毛利较薄，成本的精细化控制和提高产品竞争力对公司盈利尤为重要；客户集中度不高，不存在对第一大客户依赖的情况**

尼龙6切片上下游行业的价格传导机制较为明显，原材料己内酰胺占尼龙6切片产品成本的90%左右，因此，公司尼龙6切片的价格主要受原材料己内酰胺价格波动及尼龙6切片现货市场的供需影响，2020-2022年随着己内酰胺价格的波动，公司各类产品价格随之波动，2020年公司各类产品价格降至低点，2021年公司产品价格大幅上升，2022年公司产品价格小幅回落但仍然保持在高位，2023年1-3月受到己内酰胺价格下降影响，产品价格持续回落，较去年同期下降12.71%。公司各类产品毛利率整体不高于10%，产品盈利较薄，公司按照“成本+加工费”的模式进行定价，通过加工费获取毛利，由于原材料己内酰胺在产品成本中占比大且其价格受石油市场影响波动较大，进而影响公司销售价格波动较大，使得毛利率变动在反应产品真实盈利情况（收入基数波动较大）时有所失真，单位产品毛利变动情况更能真实反应公司产品盈利情况。2021年由于原材料己内酰胺价格快速上涨，但原材料采购-生产-销售存在一定时间周期，前期采购原材料价格较低，有效摊低了单位产品成本，叠加公司小幅上涨部分产品加工费用的影响，公司各产品单位毛利水平均出现小幅上升；2022年，公司纤维级切片及工程塑料级切片单位产品毛利均出现一定程度下滑，主要系原材料己内酰胺价格维持高位且波动较大，同时受到电价、天然气价格、蒸汽价格和焦炉煤气等能源价格上涨的影响，最终导致纤维级切片和工程塑料级切片单位毛利呈现下滑态势，而薄膜级切片由于单位产品毛利更高的自产产品比例上升，单位产品毛利处于较快增长态势。整体来看，公司产品盈利情况不强，但通过收取加工费的模式可以获得相对稳定的毛利，成本的精细化控制和提高产品竞争力对公司盈利尤为重要。

**表6 公司主要产品单价和毛利率情况（单位：元/吨）**

主要产品	2022年	2021年	2020年
------	-------	-------	-------



纤维级切片	单价	13,567.34	13,741.69	10,226.81
	单位产品毛利	909.09	1,209.57	942.30
	毛利率	6.70%	8.80%	9.21%
工程塑料级切片	单价	13,135.33	13,365.95	10,025.12
	单位产品毛利	715.73	878.97	853.62
	毛利率	5.45%	6.58%	8.51%
薄膜级切片	单价	13,481.71	13,130.11	9,821.52
	单位产品毛利	852.83	668.44	630.62
	毛利率	6.33%	5.09%	6.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户集中度来看，2020-2022年，公司前五大客户销售额占年度销售总额的比重分别为39.44%、35.25%和28.46%。值得注意的是，公司连续多年第一大客户义乌华鼎锦纶股份有限公司（以下简称“华鼎股份”，2020-2022年分别对其销售额3.56亿元、6.45和5.20亿元，占年度销售总额的比重分别为13.87%、11.83%和8.62%）连续亏损，且存在其控股股东占用其非经营性资金、其控股股东持有其部分股票被司法拍卖、违规担保和违规借款以及涉嫌信息披露违法违规被证监会立案调查等风险事项且目前处于破产重组状态，但由于公司主要采用预付销售，截至2022年末公司无对华鼎股份应收账款款项，华鼎股份业绩持续下滑或影响其对公司的采购情况。尽管目前公司产品供给较为紧俏，仍需关注公司和华鼎股份的合作关系的持续性及后续客户开发情况对公司业务规模的影响。

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

目前公司主要生产基地位于浙江杭州公司本部和湖南常德的子公司常德聚合顺新材料有限公司（以下简称“常德聚合顺”）。随着公司IPO项目年产10万吨聚酰胺6切片项目的完工以及常德聚合顺租用聚合设备增加产能项目的落实，公司产能持续扩大。

截至2022年末，公司合计产能43.23万吨/年，受益于下游需求增长和市场开拓情况较好，公司产品销售较为紧俏，产能利用率较高。生产模式方面，公司主要采取“以销定产”的生产方式，对于部分小产量型号产品，辅以少量“以产定销”的生产方式，公司根据销售计划提前生产，以此避免生产线在不同型号间频繁切换，整体产销率水平较高。

**表7 公司产能及产能利用率（单位：万吨/年，万吨）**

项目	2022年	2021年	2020年
产能	43.23	34.55	23.10
产能利用率	98.74%	99.66%	102.64%
产销率	99.33%	97.83%	99.85%

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

资料来源：公司提供

公司上市以来发展较快，销售规模不断扩大，供给紧俏，为积极应对市场竞争，进一步建立成为具有规模优势的头部企业，一方面公司通过扩建生产基地扩大产能，年产18万吨聚酰胺6切片项目位于山东滕州，为上期可转债募投项目，2022年新增年产22万吨聚酰胺6新材料项目仍然位于滕州，由子公司山东聚合顺鲁化新材料有限公司（以下简称“聚合顺鲁化”）负责筹建。年产12.4万吨尼龙新材料项目位于杭州，由公司本部负责筹建，此外，公司在特种尼龙领域积极研究和开发新产品，年产8万吨尼龙（尼龙66）新材料项目由控股子公司山东聚合顺新材料有限公司（以下简称“山东聚合顺”）筹建的高端尼龙项目，以满足公司产品多元化、高端化发展，两个项目均为本期债券募投项目，若公司在建项目均能顺利完成，预计公司年产能可增加60.40万吨，公司产能将大幅扩大。尼龙6切片生产具有一定规模效应，产能规模大幅增长有利于加强公司成本优势、提高市场地位，行业头部企业产能扩张速度亦较快，预计未来尼龙6切片市场竞争将日益激烈，且2023年第一季度公司销量较去年同期出现下降，对公司新增产能的消化带来较大挑战。同时，在建项目尚需投资合计16.57亿元若本期债券未发行成功，较大的资本支出需求将给公司带来较大的资金压力。

**表8 截至2022年末公司的在建新增产能项目（单位：亿元、万吨）**

项目名称	新增产能	资金来源	总投资	已投资	位置
年产18万吨聚酰胺6切片项目	18.00	发行可转换债券和自有资金	5.58	3.50	山东滕州
年产8万吨尼龙（尼龙66）新材料项目	8.00	发行可转换债券和自有资金	4.24	0.27	山东淄博
年产12.4万吨尼龙新材料项目	12.40	发行可转换债券和自有资金	5.83	0.14	浙江杭州
年产22万吨聚酰胺6新材料项目	22.00	自有资金	5.50	0.68	山东滕州
<b>小计</b>	<b>60.40</b>	<b>-</b>	<b>21.15</b>	<b>4.59</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

采购模式与销售模式对应，公司对己内酰胺的采购主要有签订“年度采购协议”和“一单一谈”两种，在年度采购协议的模式下，公司与主要供应商签订年度框架协议，采购数量每月具体订单确定，采购价格参照中石化月度结算价结算；“一单一谈”的采购模式下，公司在有采购需求时，采取市场询价方式选择供应商，结算价格按照询价时市场价格确定。由于己内酰胺的生产对设备、技术和管理有较高的要求，国内主要生产厂商为大型国有企业及部分资金实力较强的大型民企，集中度较高，为了保证公司已内酰胺的长期稳定供应，公司采购以签订“签订年度采购协议”为主，公司已与南京福邦特东方化工有限公司、中石化江苏分公司等多家优质供应商签订了年度供货合同。在采购结算模式方面，根据行业惯例，公司采购己内酰胺主要采取款（包含承兑汇票、信用证）到发货模式，通常无账期，其中承兑汇票采购系公司主要采购结算方式之一。

**表9 公司原材料己内酰胺采购情况（单位：万吨、亿元、万元/吨）**

项目	2022年	2021年	2020年
采购数量	44.74	40.08	25.68
金额	52.27	48.65	22.19
平均单价	1.17	1.21	0.86
占原材料采购总额的比例	98.16%	98.12%	97.87%

注：上述金额和平均单价不含税。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司执行“以销定产、以产定购”的生产及采购模式，原材料己内酰胺采购数量随着业务规模扩大不断增长。2020年初受外部环境变化和“欧佩克+”原油减产协议未达成影响，油价暴跌，己内酰胺市场价格快速下降，公司采购价格与己内酰胺市场指导价格（中石化每月公布的己内酰胺结算价）走势基本一致。而2021年原油价格大幅上涨，公司采购的己内酰胺价格大幅上涨，平均采购单价同比上涨40.70%，2022年己内酰胺价格仍然保持高位，尽管公司主要通过“成本+加工费”的方式进行产品定价，通过加工费获取相对稳定的毛利，公司可以将部分原材料价格波动风险有效转移至下游企业，但价格高位的己内酰胺价格仍会影响公司盈利水平，同时可能会抑制下游的尼龙6切片市场需求，行业周期性波动对公司业务拓展带来一定影响。

公司与主要供应商合作时间长，关系较为稳定，主要供应商包括中国石化化工销售有限公司、南京福邦特东方化工有限公司和福建天辰耀隆新材料有限公司等，2020-2022年前五大供应商采购金额占比分别为63.04%、65.30%和68.33%，前五大供应商集中度保持较高水平，公司原材料采购对主要供应商存在较强依赖性，如果公司与主要供应商的合作关系发生重大不利变化，或者主要供应商经营财务出现重大不利变化，或其进行定期、不定期的生产检修，有可能导致公司不能足量、及时采购，影响公司正常生产经营。

**表10 公司前五大供应商采购占比**

供应商	2022年	2021年	2020年
第一名	19.97%	24.56%	19.53%
第二名	15.05%	14.04%	16.95%
第三名	13.00%	10.60%	13.06%
第四名	12.49%	9.02%	7.33%
第五名	7.83%	7.09%	6.17%
<b>合计</b>	<b>68.33%</b>	<b>65.30%</b>	<b>63.04%</b>

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

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告和2023年未经审计的一季度报，报告均采用新会计准则编制。需要注意的是，公司自2022年1月1日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第15号》“关于企业将固定资产达到预定可使用状态前或者研发过程中产出的产品或副产品对外销售的会计处理”规定，对于在首次执行该规定的财务报表列报最早期间的期初至2022年1月1日之间发生的试运行销售进行追溯调整，具体影响结果见表12。截至2022年末，公司合并范围一级子公司5家，详见附录四，2021年公司合并范围无变化，2020-2022年公司合并报表范围变化情况如表13所示。

**表11 受重要影响的报表情况（单位：元）**

受重要影响的报表项目	影响金额
<b>2021年12月31日资产负债表项目</b>	
固定资产	1,603,600.61
盈余公积	160,360.06
未分配利润	1,443,240.55
<b>2021年度利润表项目</b>	
主营业务收入	52,715,756.71
主营业务成本	51,112,156.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表12 2020-2022年公司合并范围变化情况**

年份	名称	增减情况	变动方式
2022年	山西聚合顺新材料有限公司	增加	设立
	山东聚合顺鲁化新材料有限公司	增加	设立
2020年	常德聚合顺新材料有限公司	增加	设立
	山东聚合顺新材料有限公司	增加	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

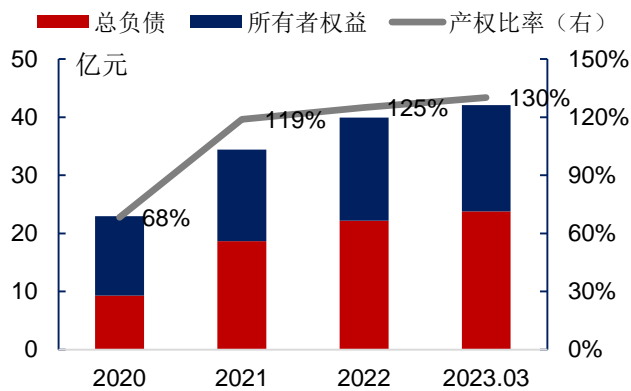
## 资本实力与资产质量

近年公司资产和负债规模均快速增长，产权比率快速上升，整体以流动性资产为主，货币资金占比较高，资产流动性较好

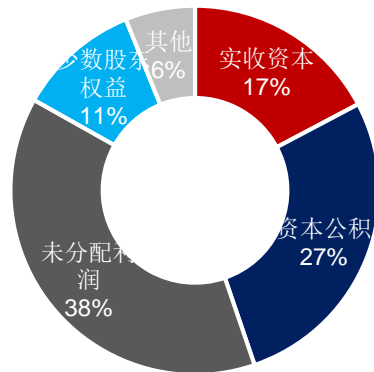
2020-2022年和2023年1-3月公司总负债和所有者权益持续上升，但总负债规模上升速度较快，公司产权比率持续上升，截至2023年3月末，公司产权比率为130.13%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

**图7 公司资本结构**

**图8 2023年3月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司业务持续处于扩张期，叠加公司积极开展融资活动影响，公司资产规模持续扩大，截至 2023 年 3 月末公司总资产规模较 2020 年末增长 83.38%，增长较快，公司资产整体以流动资产为主。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，受益于业务扩张的经营积累以及发行可转换公司债券等融资活动，2020-2022 年公司货币资金持续增加，截至 2022 年末，公司 9.61 亿元货币资金用于开具银行承兑汇票和加工贸易税款保付保函保证金等而使用受限，受限比例为 52.02%。2021 年公司应收票据均用作贴现和背书，全部转入应收款项融资科目核算，叠加公司营收快速增长的缘故，近年来公司应收款项融资持续增长。随着业务规模扩大，2020-2022 年公司应收账款规模持续增长，但公司对大多数客户执行款到发货的信用政策，仅对少量客户给予一定账期，近年公司应收账款占营业收入的比重较低，2022 年末前五大应收对象合计占应收账款余额的 57.48%。公司预付款项主要系对原材料己内酰胺的采购款项，近年公司预付款项金额存在较大的波动，主要系公司根据在手订单情况，结合生产规模和对市场行情的预测进行采购，采购规模存在一定波动。公司存货以原材料和库存商品为主，2020-2022 年公司存货规模有所波动，其中 2021 年增长较快，主要系经营规模扩大导致的库存商品和在产品规模大幅增长，同时叠加原材料价格上涨较快的影响，存货规模迅速上升，2022 年公司存货规模相对有所下降，主要系受原材料己内酰胺价格波动较大影响，公司适当控制了库存水平所致。

**表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.43	41.45%	18.47	46.26%	15.01	43.67%	10.16	44.30%
应收账款	1.90	4.53%	1.71	4.29%	1.47	4.28%	1.08	4.71%
存货	4.68	11.12%	3.61	9.05%	4.39	12.77%	3.00	13.09%
应收款项融资	2.83	6.72%	1.63	4.07%	1.44	4.19%	0.30	1.31%
预付款项	1.61	3.84%	1.78	4.46%	2.28	6.65%	1.74	7.58%
<b>流动资产合计</b>	<b>30.71</b>	<b>73.03%</b>	<b>29.00</b>	<b>72.64%</b>	<b>26.09</b>	<b>75.92%</b>	<b>17.16</b>	<b>74.82%</b>
固定资产	6.03	14.33%	6.13	15.35%	5.43	15.81%	5.00	21.82%

在建工程	4.23	10.05%	3.72	9.33%	2.30	6.70%	0.46	2.02%
<b>非流动资产合计</b>	<b>11.34</b>	<b>26.97%</b>	<b>10.93</b>	<b>27.36%</b>	<b>8.28</b>	<b>24.08%</b>	<b>5.77</b>	<b>25.18%</b>
<b>资产总计</b>	<b>42.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.93</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

非流动资产方面，随着公司在建项目不断建设完工后转入固定资产，2020-2022年公司固定资产规模持续增长；截至2022年末，公司主要在建项目是年产18万吨聚酰胺6切片项目、年产8万吨尼龙新材料（尼龙66）项目、年产22万吨聚酰胺6新材料项目以及年产12.4万吨尼龙新材料项目，随着对在建项目的持续投入，公司在建工程规模增长较快。

整体来看，公司资产和负债规模继续快速增长，产权比率迅速上升，公司整体以流动资产为主，且货币资金占比较高，整体资产流动性较好。

## 盈利能力

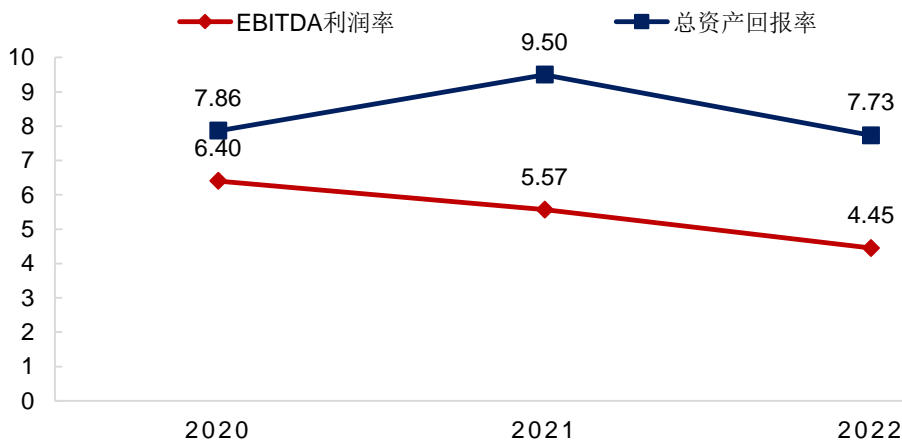
随着公司业务规模的迅速扩大，公司营业收入和利润水平有所提高，但公司2023年一季度公司营收及利润水平出现下降，且公司产品盈利能力较弱，成本的精细化控制和提高产品竞争力进一步增加市场占有率对公司未来盈利尤为重要

2020-2022年公司营业收入呈现快速增长态势，其中2021年营业收入呈现翻倍增长。从产品价格来看，2020-2021年尼龙6切片价格不断上涨，2022年尼龙切片价格有所回落但整体仍然保持较高水平。从产品销量来看，一方面受益于公司市场开拓情况良好下游需求增长，另一方面公司新增产能不断释放，产能瓶颈得到缓解，公司各类产品销量持续快速上升，2020-2022年公司各类产品合计销量复合增长率约33.83%，业务规模快速扩张。综合影响下，公司营业收入快速增长。但值得注意的是，2023年1-3月公司产品价格和销量均较去年同期出现一定程度的下降，综合影响下，2023年第一季度公司营业收入和营业利润规模分别下降32.55%和24.82%。

公司按照“成本+加工费”的模式进行定价，通过加工费获取毛利，尼龙6切片产品市场竞争激烈使得单位产品毛利水平较低，2020-2022年公司EBITDA利润率维持较低水平且持续下降，产品盈利能力较弱。近年公司总资产回报率有所波动，其中2021年随着生产基地陆续建设完成，产能进一步增长，销量上升带动利润规模，使得当年公司总资产回报率有所回升。

整体来看，近年公司市场拓展良好，产品销量快速增长带动业务规模持续扩大，公司营业收入和利润水平有所提高。但公司单位产品毛利水平较低，EBITDA利润率始终处于较低水平，公司产品盈利能力较弱，目前在建产能规模较大，资本支出将持续增加，成本的精细化控制和提高产品竞争力进一步增加市场占有率对公司未来盈利尤为重要。此外，进入2023年以来，公司产品销售价格和销量均出现下降，考虑到公司持续扩张的产能，需持续关注公司经营情况。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

近年来公司经营活动现金流情况较好，但2023年1-3月表现不佳，且业务快速发展使得资本性支出持续进行，近年债务规模持续快速增长，杠杆水平持续抬升，且目前公司在建项目总投资规模较大，未来资金需求将持续依赖筹资活动

经营性债务方面，2020-2022年公司应付账款规模有所波动，整体处于较低水平，而2020年以来，公司加大使用银行承兑汇票对上游结算，使得应付票据规模快速增长。公司利用应付票据结算上游采购款，有利于缓解对营运资金的占用，且公司开具银行承兑汇票的保证金比例在40%-50%，具有一定杠杆效应。公司合同负债主要是预收货款，受公司接单安排及产品价格的影响，近年账面价值波动性较大。整体来看，目前公司债务仍然以经营性债务为主，随业务规模扩大持续上升。

公司总债务主要由应付票据、长期借款和应付债券构成，其中2020-2021年公司总债务全部为应付票据。随着2022年公司可转债的发行成功，以及新增一笔子公司聚合顺鲁化为年产18万吨聚酰胺6切片项目建设的顺利进行新增长期借款1.71亿元长期借款，总债务中融资性债务比重提高。公司总债务仍以短期债务为主，目前公司在建项目总投资规模较大，除了利用发行债券筹集资金，未来银行借款亦是公司重要的筹资活动来源，有息负债规模或将继续增加。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	0.51	2.16%	0.41	1.87%	0.60	3.22%	0.39	4.23%
应付票据	17.83	74.99%	16.88	76.10%	15.99	85.63%	8.04	86.44%
合同负债	1.23	5.19%	0.75	3.40%	1.43	7.64%	0.46	4.90%

<b>流动负债合计</b>	<b>19.88</b>	<b>83.61%</b>	<b>18.46</b>	<b>83.23%</b>	<b>18.39</b>	<b>98.51%</b>	<b>9.11</b>	<b>97.92%</b>
长期借款	1.86	7.84%	1.71	7.69%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付债券	1.79	7.53%	1.77	7.96%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.90</b>	<b>16.39%</b>	<b>3.72</b>	<b>16.77%</b>	<b>0.28</b>	<b>1.49%</b>	<b>0.19</b>	<b>2.08%</b>
<b>负债合计</b>	<b>23.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.30</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	21.49	90.38%	20.36	91.78%	16.00	85.67%	8.04	86.44%
其中：短期债务	17.84	75.02%	16.89	76.13%	16.00	85.67%	8.04	86.44%
长期债务	3.65	15.37%	3.47	15.65%	0.00	0.00%		

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年为满足公司项目建设，公司经营性债务和融资性债务均有所增长，公司资产负债率呈现持续上升态势，财务杠杆水平有所提高。公司总债务主要是经营活动产生的应付银行承兑汇票，总债务占总资本的比重有所提高。EBITDA 可有效保障公司利息支出。得益于较为充裕的现金类资产，2020 年公司净债务为负，随着 2020-2022 年公司总债务规模持续扩大，近年公司净债务/EBITDA 和 FFO/净债务指标表现有所下降，但仍然较好。过往几年公司资本支出持续扩大，除 2020 年公司净债务为负外，2021-2022 年公司自由现金流对净债务覆盖程度持续下降，且 2022 年公司自由现金流转为负数，无法有效覆盖资本开支，考虑到公司目前在建项目仍然需要较大的投资，预计未来公司杠杆水平将进一步提升。此外，2023 年第一季度受到春节假期、公司囤积部分原材料以及外部环境变换等因素的影响，公司经营活动现金流出现较大幅度的流出。

**表15 公司现金流及杠杆状况指标**

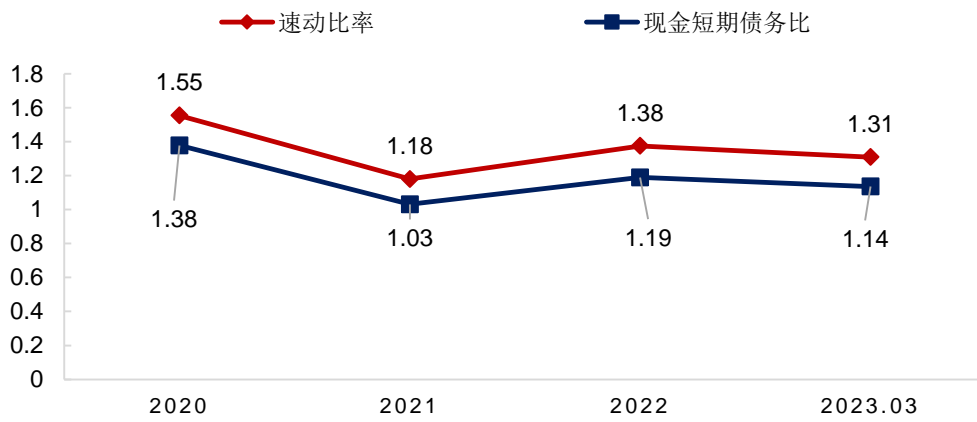
指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
经营活动现金流(亿元)	-2.29	3.56	2.66	1.38
FFO(亿元)	-	2.46	2.10	1.34
资产负债率	56.55%	55.54%	54.33%	40.57%
净债务/EBITDA	-	0.73	0.33	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	-	23.81	6,102.26	40.79
总债务/总资本	54.05%	53.42%	50.47%	37.11%
FFO/净债务	-	124.93%	208.95%	-57.42%
经营活动净现金流/净债务	-143.57%	180.48%	264.33%	-59.03%
自由现金流/净债务	-151.56%	-55.35%	85.62%	-19.89%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020-2022 年及 2023 年 3 月末公司速动比率和现金短期债务比有所波动，但两项指标总体水平仍然大于 1，现金类资产对短期债务保障程度仍然较好。公司可通过银行借款融资和发行可转换公司债券等渠道筹集项目建设资金，外部融资渠道较为通畅。整体来看，公司获取流动性资源的能力多样，整体流动性较好。



图10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

根据公司提供的《关于环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

报告期内，公司受到的行政处罚合计三项，处罚金额合计 27.80 万元，主要原因有生产车间未安装可燃气体检测报警装置、未张贴安全警示装置、申换保税料件未按规定办理核销手续等，但均不属于重大违法行为，且已经足额缴付罚款，并整改完毕。

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

2022 年 4 月 20 日，公司时任监事王子溢的父母将 2022 年 4 月 7 日获配售的可转换公司债券“聚合转债”合计 34,380 张全部卖出，构成短线交易。2022 年 5 月 11 日，公司时任监事王子溢因该事项收到中国证券监督管理委员会浙江监管局出具的《关于对王子溢采取出具警示函措施的决定》（行政监管措施决定书〔2022〕47 号）。2022 年 6 月 14 日，上海证券交易所对该事项出具了《关于对杭州聚合顺新材料股份有限公司时任监事王子溢予以通报批评的决定》（纪律处分决定书〔2022〕81 号）。

相关人员已就上述事项提交书面整改报告，并将本次短线交易收益所得共计 6,255,211.97 元全数上交公司董事会，公司将其计入营业外收入。公司于 2022 年 7 月 5 日召开 2022 年第二次临时股东大会，同意选举罗小虎为监事的议案，王子溢先生不再担任监事职务。2022 年公司向子公司少数股东兖矿鲁南化工有限公司（以下简称“兖矿鲁化”）（及其同一控制下企业煤化供销）采购己内酰胺；2022 年第四季度起，公司向兖矿鲁化采购蒸汽能源，具体采购交易情况如下：

**表16 向兖矿鲁化采购蒸汽能源情况**

项目名称	2022 年度	2021 年度
关联采购己内酰胺及蒸汽 <sup>7</sup>	69,713.06	6,567.95
占营业成本的比例	12.32%	1.30%

资料来源：公司提供

兖矿鲁化与公司处于产业链上下游，公司子公司聚合顺鲁化紧邻兖矿鲁化生产基地，兖矿鲁化作为工业园区内重要的己内酰胺生产厂商，公司向其采购己内酰胺价格与向其他第三方采购价格差异不大，价格较为公允，中证鹏元认为关联交易未对公司经营情况或财务情况带来重大不利影响。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月23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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月13日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源和风险主要包括以下方面：

（1）募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的来源之一。根据可研报告，年产12.4万吨尼龙新材料项目完全达产后预计内部收益率为15.76%（税后），年产8万吨尼龙新材料（尼龙66）项目完全达产后预计内部收益率为22.97%（税后），但募投项目投资规模较大，且经营期限较长，能否按预期实现收益存在不确定性。

（1）公司经营活动产生的现金流。2020-2022年公司分别实现营业收入25.64亿元、54.05亿元和60.37亿元，公司收入规模持续增长，同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.38亿元、2.67亿元和3.56亿元，经营活动产生的现金流量持续净流入，现金生产能力尚可，可为本期债券偿还提供一定保障。

（2）公司发行的可转换公司债券可在规定时间内进行转换成股票，减轻公司偿债压力。在本期可

<sup>7</sup> 由于聚合顺鲁化厂区紧邻兖矿鲁化的己内酰胺生产基地，且兖矿鲁化系所在工业园区范围内唯一有余量外售蒸汽的企业，因此2022年第四季度聚合顺鲁化启动生产后，向兖矿鲁化采购生产所需的蒸汽能源。

转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，投资者可将所持有的本期债券转换为股票，转股后将减轻公司偿本付息压力。但值得注意的是，转股期间股票价格波动或将影响投资者转股情况。

## 九、结论

公司主要从事不同类型的尼龙 6 切片生产、销售业务。近年来公司持续扩张业务规模，截至 2022 年末，公司尼龙 6 切片产能达到 43.23 万吨。由于产业下游需求旺盛，叠加公司产能释放，近三年公司主营业务收入大幅增长。若本期债券募投项目建设能顺利推进，未来公司产能将继续增加，有望进一步推动公司业务规模的扩大，但 2023 年一季度以来，公司产销量较去年同期均有所下降，需关注公司经营情况及未来产能消化问题。

偿债能力方面，随着业务规模的迅速扩大，近年公司债务规模持续增长，2021 年以来公司自由现金流对公司净债务无法完全覆盖，且 2022 年自由现金流转为负值，考虑到公司目前在建项目仍然需要较大的投资，预计未来公司杠杆水平将进一步提升。但公司 EBITDA 仍可有效保障公司利息支出，且 EBITDA 及 FFO 对公司净债务保障程度较高，融资环境仍然通畅，公司整体流动性较好。

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

## 跟踪评级安排

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

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

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

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

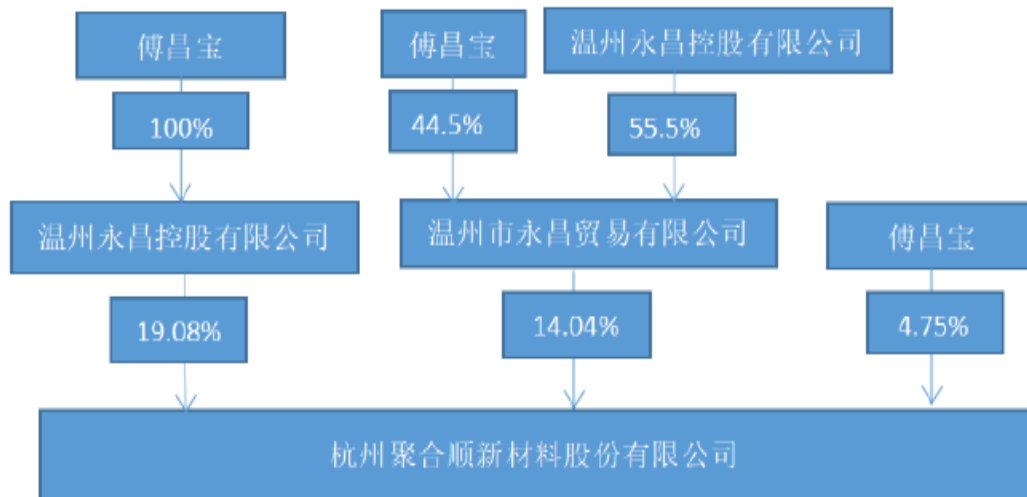
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	17.43	18.47	15.01	10.16
存货	4.68	3.61	4.39	3.00
流动资产合计	30.71	29.00	26.09	17.16
固定资产	6.03	6.13	5.43	5.00
在建工程	4.23	3.72	2.30	0.46
非流动资产合计	11.34	10.93	8.28	5.77
资产总计	42.05	39.93	34.37	22.93
应付票据及应付账款	18.34	17.29	16.59	8.43
应付票据	17.83	16.88	15.99	8.04
流动负债合计	19.88	18.46	18.39	9.11
非流动负债合计	3.90	3.72	0.28	0.19
负债合计	23.78	22.18	18.67	9.30
总债务	21.49	20.36	16.00	8.04
所有者权益	16.31	15.81	15.70	11.67
营业收入	12.75	60.37	54.05	25.64
营业利润	0.55	2.72	2.71	1.28
净利润	0.52	2.40	2.39	1.16
经营活动产生的现金流量净额	-2.29	3.56	2.66	1.38
投资活动产生的现金流量净额	-0.16	-3.38	-3.69	-0.91
筹资活动产生的现金流量净额	0.13	2.99	-0.33	5.91
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	-	2.68	3.01	1.64
FFO(亿元)	-	2.46	2.10	1.34
净债务(亿元)	1.59	1.97	1.01	-2.33
销售毛利率	7.59%	6.26%	7.65%	8.80%
EBITDA 利润率	-	4.45%	5.57%	6.40%
总资产回报率	-	7.73%	9.50%	7.86%
资产负债率	56.55%	55.54%	54.33%	40.57%
净债务/EBITDA	-	0.73	0.33	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	-	23.81	6,102.26	40.79
总债务/总资本	54.05%	53.42%	50.47%	37.11%
FFO/净债务	-	124.93%	208.95%	-57.42%
速动比率	1.31	1.38	1.18	1.55
现金短期债务比	1.14	1.19	1.03	1.38

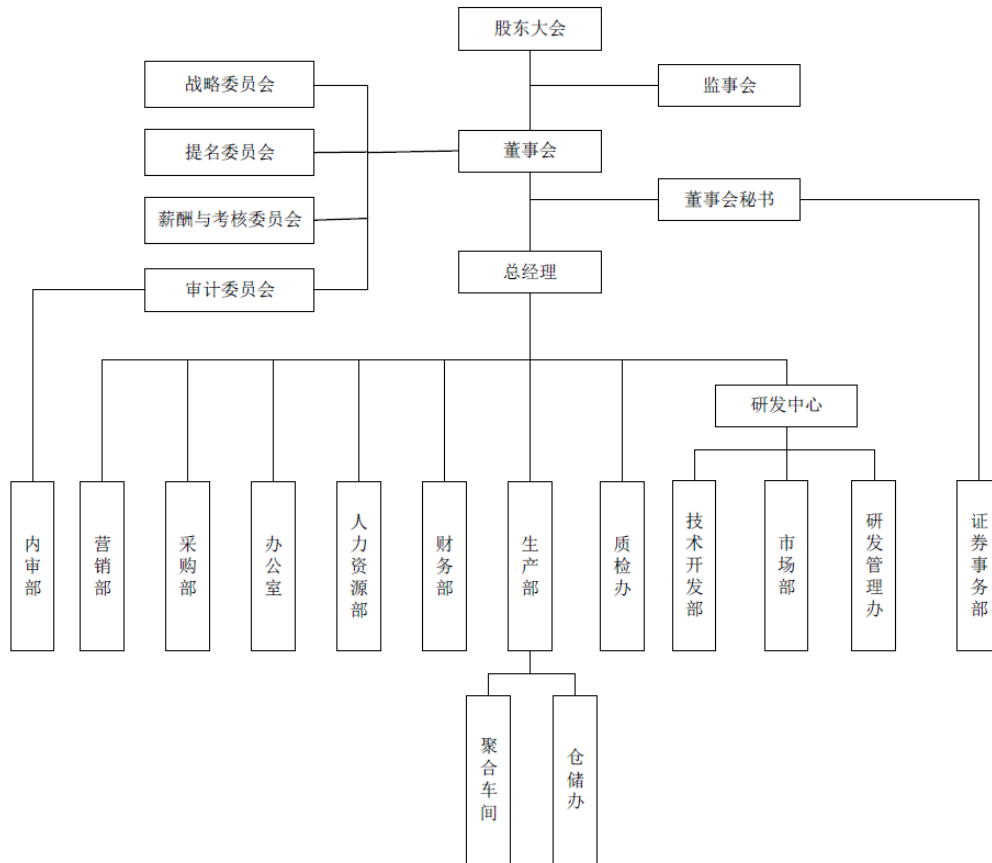
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



#### 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。