

2023 年浙江镇洋发展股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【195】号 01

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，但不不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年浙江镇洋发展股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
镇洋转债	AA-	AA-

评级日期

2025 年 06 月 24 日

联系方式

项目负责人：王玉婷
 wangyt@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
 hanf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：浙江镇洋发展股份有限公司（以下简称“镇洋发展”或“公司”，股票代码：603213.SH）地处氯碱产品主要消费区，系宁波石化经济技术开发区内唯一氯碱企业，依托区位优势及能耗控制形成了一定的成本竞争力。但中证鹏元也关注到：公司新增 PVC 产线盈利不达预期，MIBK 供需格局转松，盈利能力持续下降，近年公司持续保持较大规模资本开支，杠杆水平持续走高，新增投资面临一定资本支出压力和收益不及预期风险，同时面临一定的安全生产及环保等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	33.48	32.71	29.71	25.46
归母所有者权益	19.60	19.27	17.75	17.14
总债务	8.40	7.65	4.64	1.01
营业收入	5.86	28.99	21.15	25.63
净利润	0.33	1.91	2.50	3.80
经营活动现金流净额	0.25	-0.19	0.47	5.27
净债务/EBITDA	--	0.71	0.52	-1.04
EBITDA 利息保障倍数	--	13.77	121.70	569.29
总债务/总资本	29.95%	28.36%	20.67%	5.56%
FFO/净债务	--	110.35%	155.51%	-43.80%
EBITDA 利润率	--	13.32%	17.71%	22.62%
总资产回报率	--	8.43%	11.63%	21.50%
速动比率	1.16	1.19	0.47	1.08
现金短期债务比	3.34	6.71	1.16	7.94
销售毛利率	12.96%	12.99%	18.40%	23.78%
资产负债率	41.32%	40.95%	40.04%	32.45%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- 公司依托区位优势及能耗控制形成了一定的成本竞争力。**公司地处氯碱产品主要消费区，系宁波石化经济技术开发区（2024 年中国化工园区综合竞争力百强排名第 1）内唯一的氯碱企业，园区及周边客户资源丰富且运输便利，同时临近宁波港给公司在原材料进口带来了较好的运输成本优势。此外，公司综合能耗在江浙地区形成一定的生产成本优势，烧碱产品业务毛利率保持在行业中上水平。

关注

- 新增 PVC 产线盈利不达预期，MIBK 供需格局转松，公司盈利能力下降。**公司烧碱、液氯、PVC 等产品为基础化学品，同质化程度高，2024 年液氯及耗氯产品需求仍偏弱，耗氯产品单价持续下滑，年产 30 万吨 PVC 装置投产后处于亏损状态；MIBK 受行业新增产能投产影响，供需格局转宽松，MIBK 产品单价有所下滑，未来仍存降价压力；综合影响下，2024 年公司销售毛利率同比下降 5.41 个百分点，净利润同比下降 23.42%。
- 杠杆水平持续走高，在建项目投资规模较大，存在收益不及预期风险。**随着项目投资建设及可转债的发行，公司资产负债率小幅走高，2025 年 3 月末总债务规模增加至 8.40 亿元，叠加盈利能力下降，偿债压力有所加大；此外，公司在建项目“年处理 10 万吨再生盐制烧碱项目”总投资 9.39 亿元，预计公司将面临一定的资本支出压力，若投产后市场供需格局发生较大变动，可能存在收益不及预期风险。
- 公司面临一定的安全生产和环保风险。**随着双碳目标提出，国家环保政策趋严，环保支出压力加大，且公司部分产品属于危险化学品，面临着生产经营可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司具备区位优势，周边客户资源丰富，且综合能耗较低，能够带来一定的成本优势，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、万吨、天、%）

指标	镇洋发展	中泰化学	北元集团	新疆天业	氯碱化工	新金路
总资产	32.71	770.25	145.21	205.26	118.05	26.21
营业收入	28.99	301.23	100.78	111.56	81.85	20.37
净利润	1.91	-12.83	2.31	0.68	8.28	-0.60
销售毛利率	12.99	16.43	12.92	11.26	17.95	12.69
资产负债率	40.95	63.59	19.87	54.55	26.45	46.68
调整后净营业周期	9.18	33.87	-0.24	-67.33	-28.62	25.60
烧碱产量	38.44	155.86	90.18	78.79	114.55	17.27
烧碱收入	9.92	31.20	21.97	21.49	28.34	6.38
烧碱毛利率	59.02	54.71	59.49	32.75	46.69	55.49

注：（1）以上各指标均为 2024 年数据；（2）新金路烧碱产量、收入、毛利率数据均为碱产品数据；中泰化学烧碱收入、毛利率数据为氯碱类产品数据；新疆天业另有液碱（30%）产量为 89.29 万吨；（3）调整后净营业周期=存货周转天数+应收款项周转天数-应付材料款周转天数；应付材料款周转天数=360/应付材料款周转率，应付材料款周转率=营业成本/（应付材料款期初期末平均账面余额）；新疆天业、氯碱化工和新金路未披露 2024 年应付材料款，仍由应付账款账面余额计算。

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
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
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					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	区域环境		财务状况	杠杆状况	
	经营状况			盈利状况	
				流动性状况	
业务状况评估结果			财务状况评估结果		
调整因素	ESG 因素				
	审计报告质量				
	不良信用记录				
	补充调整				
个体信用状况					
外部特殊支持					
主体信用等级					

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
镇洋转债	6.60	6.5993	2024-6-21	2029-12-29

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年12月发行6年期6.60亿元可转债，募集资金计划用于年产30万吨乙烯基新材料项目。截至2024年12月31日，募集资金已使用完毕，募集资金专户将不再使用，公司已办理完成募集资金专户的注销手续。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司股本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2025年3月末，公司总股本为4.35亿元，股权结构较为稳定，股权结构图详见附录二。截至2025年3月末，公司前五大股东无股权质押情况。

2024年5月，公司原董事长王时良因退休离职，沈曙光当选公司新任董事长及总经理；聘任张远担任公司常务副总经理；原董事刘心、监事胡真离任，新聘任王丽玲为职工监事，赵云龙为公司董事；孙大程于2024年7月任职董事，于2025年4月离任。

截至2025年3月31日，累计有65,000元“镇洋转债”转换成公司股票，因转股形成的股份数量累计为5,668股，转股价格11.46元。

公司地处国家级经济技术开发区——宁波石化经济技术开发区，目前仍是园区内唯一的氯碱企业。为实现氯碱平衡，2024年5月本期债券募投项目“年产30万吨乙烯基新材料项目”已完成建设并投入生产，产业链不断完善。跟踪期内，公司合并范围无变化。截至2025年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共2家，见附录三。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季

度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年国内烧碱产能及需求均呈小幅增长，市场价格稳中有升，考虑未来投产预期和下游氧化铝增产等整体需求支撑尚可情况下，价格或呈现震荡态势

烧碱是重要的基础性化工原料“三酸两碱”中的“两碱”之一，从形态上可分为液碱和片碱，下游广泛应用于氧化铝、造纸、纺织工业等多个行业。受高耗能及运输半径等因素影响，我国烧碱企业或集中在新疆、内蒙等电力资源丰富地区（以片碱产品为主），或集中在山东、浙江、江苏等近市场区域（以液碱产品为主），其中山东因氧化铝产量较高集中了我国约28%左右的烧碱产量，2024年各省产量分布整体稳定。据中国氯碱网数据，截至2024年末，我国烧碱生产企业共172家，产能规模大于100万吨的企业数量仅占3%，产能10-30万吨的企业近半数，行业集中度仍然较低。

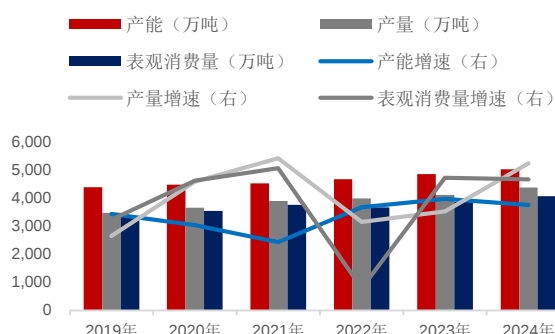
2024年烧碱行业产能保持增势，装置开工率继续处于相对高位，2025年预计仍有一定新增产能落地。2024年我国烧碱新增产能209万吨，退出产能40万吨，增量与上年持平，整体产能继续小幅增长，增量主要为在产的二期项目、前期停产搬迁后投产项目和部分废盐综合利用项目，主要位于陕西、福建和山东等地。2024年我国烧碱产量和消费量保持增长，广泛的下游应用需求为消费量形成支撑，装置开工率继续处于近年高位。据百川盈孚数据，预计2025年我国烧碱新增产能约为447万吨，增速约为8.9%，将集中于2025年下半年释放，烧碱行业依旧处于一定的投产周期中。

国内烧碱生产成本仍处于相对高位。烧碱生产成本主要集中在电力和原盐两个方面，2024年我国烧碱企业使用电价仍处相对高位，原盐市场呈现先降后涨再降趋势，到厂价格略有下调，但仍处于常规较高水平。

2024年烧碱下游需求稳中小幅增加，价格稳中有升，未来需求支撑尚可。2024年烧碱国外需求持续较好，需求仍处于相对高位。国内下游氧化铝部分新增产能继续释放，产量小幅增长，但不断加大进口

铝土矿使用量也使得烧碱单耗持续降低，据百川盈孚数据，预计2025年氧化铝新增产能1,030万吨；造纸、印染、化纤及部分耗碱化工行业生产稳定，中小企业对液碱以刚需采购为主；近年我国新能源汽车产量增加使得磷酸铁锂和三元电池需求增长，磷酸铁锂和氢氧化锂等耗碱量持续提升，一定程度带动了化工领域消化烧碱增加。整体来看，在供应增加、需求小幅增长、期货市场资金流入等情况下，2024年烧碱市场价格先稳后涨。2025年上半年，因下游氧化铝产能释放提前备货，烧碱价格上涨后有所回落；考虑后期供应端仍有投产预期，需求仍有支撑，烧碱价格或延续震荡趋势。

图1 我国烧碱表观消费量、产能、产量情况



资料来源：中国氯碱网、Wind，中证鹏元整理

图2 我国烧碱价格波动情况（元/吨）



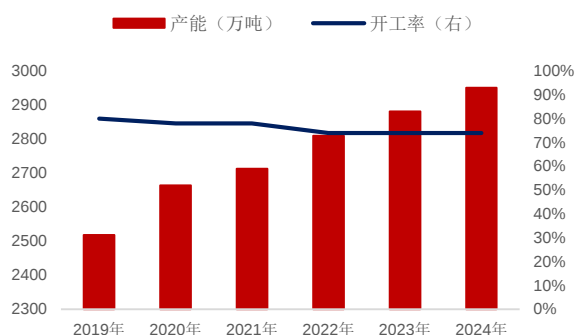
资料来源：同花顺，中证鹏元整理

氯碱工业中的氯产品受周期性影响较大，2024年以来液氯价格延续震荡趋势，PVC下游需求不振态势难改，出口市场不确定性增加，价格继续下探，预计短期内高库存情况缓解较难，未来需持续关注房地产复苏节奏对PVC、ECH需求的影响

氯碱装置在产出烧碱的同时联产氯气和氢气，一般生产一吨烧碱的同时产出0.886吨氯气。氯气属于高危化学品，运输成本高，氯碱企业或就近销售液氯，或延长产业链制造销售PVC、环氧氯丙烷和氯化石蜡等耗氯产品。因不易存储，在烧碱景气度较好时，烧碱企业易采用低价甚至倒贴方式处理氯气，使得液氯价格与烧碱价格易呈现负相关性。2024年以来我国液氯价格延续震荡趋势，波动较为频繁，烧碱产能继续释放，氯碱企业“以碱补氯”的经营局面延续。

PVC为液氯第一大应用领域，据中国氯碱网数据，截至2024年末，我国PVC总产能2,951万吨，占当前全球总量的47%左右，2024年净新增70万吨。因消费增量有限，市场竞争加剧，部分企业长期处于低负荷运行甚至长期停车，2024年综合开工率仍为74%左右。PVC经下游加工为管材、板材、薄膜等产品后用于房地产（占比48%）、基建（占比17%）、耐用品（占比17%）、一次性消费品（占比10%）等领域。2024年受房地产市场等下游需求不振，叠加产能释放带来库存累积，出口市场的贸易保护政策调整面临不确定性等影响，市场利好支撑有限，行情延续下降态势。2025年以来行业持续面临高产量格局，高库存情况缓解较难，预期后续市场偏弱震荡。

图3 我国PVC产能及开工率情况



资料来源：中国氯碱网，中证鹏元整理

图4 我国PVC价格波动情况（元/吨）



资料来源：同花顺，中证鹏元整理

氯化石蜡广泛应用于生产电缆料、地板料、软管、人造革、橡胶、聚氨酯等制品以及涂料、润滑油等产品的添加剂，价格受原料端成本以及区域性、阶段性供需情况影响较大，2024年以来价格持续震荡下跌。环氧氯丙烷（ECH）主要应用于环氧树脂和风电行业，而环氧树脂主要应用于涂料、电子电气、复合材料和胶黏剂四大主要领域。2023年，受经济大环境下行影响，下游环氧树脂工厂的开工率低迷，需求萎缩，ECH价格大幅下降；2024年下半年以来因部分大厂长期停车或低负荷运行，供应偏紧，下游需求稳定，ECH价格持续震荡上行。

四、 经营与竞争

2024年5月公司年产30万吨PVC装置投产，新增PVC类产品收入，但受下游需求不振，行情持续低迷影响，处于亏损状态。2024年公司主要生产装置开工率维持在较高水平，烧碱行情受下游氧化铝新增产能投产影响，整体维持高位运行，耗氯产品市场行情低迷，烧碱产品毛利率维持高位，叠加收入占比提升，氯碱类业务毛利率同比上升明显；MIBK类产品受行业内新增装置投产，供给增加，产品价格下行，毛利率有所下降。综合影响下，2024年公司营业收入大幅增长，但毛利率下降较大。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
氯碱类	15.29	52.74%	28.57%	16.94	80.13%	18.14%
MIBK 类	2.28	7.87%	15.55%	2.80	13.26%	27.62%
PVC 类	10.10	34.83%	-9.54%	0.00	0.00%	-
其他	1.32	4.56%	0.48%	1.40	6.60%	3.07%
合计	28.99	100.00%	12.99%	21.14	100.00%	18.40%

注：氯碱类包括烧碱、液氯、氯化石蜡、ECH、次氯酸钠等产品；其他收入主要为氢气等产品的销售；MIBK 类产品包括甲基异丁基酮、二异丁基酮等；PVC 类产品包括 PVC 及副产盐酸等。

资料来源：公司提供

（一）销售情况

公司仍为宁波石化经济开发区中唯一的氯碱企业，周边客户资源丰富且运输便利，园区内客户销售占比仍保持在较高水平，各产品基本在华东地区实现消化，区域竞争优势明显

跟踪期内，公司仍维持较强的区位优势，位于氯碱及下游产品主要消费区域，产品销售区域集中在华东地区，临近港口，在有效降低运输成本的同时构筑一定的区域销售壁垒。公司是宁波石化经济技术开发区（2024年中国化工园区综合竞争力百强排名升至第1¹）内唯一的氯碱企业，且产品可直接管输至下游客户厂区，在降低运输成本的同时有利于公司同园区客户深度绑定。2024年园区内客户占公司烧碱产品销售比例保持在24%左右，公司主要产品在华东地区的销售占比仍保持在较高水平。

表2 公司主要产品在华东地区及宁波石化经济技术开发区销售占比情况

产品名称	2024 年	2023 年
华东地区		
烧碱	100.00%	99.76%
液氯	100.00%	100.00%
氯化石蜡	82.21%	90.45%
MIBK	91.37%	85.61%
ECH	99.09%	98.75%
PVC	100.00%	-
其中：宁波石化经济技术开发区		
烧碱	23.73%	23.84%
液氯	74.51%	74.44%
氯化石蜡	0.15%	0.07%
MIBK	0.00%	0.00%
ECH	0.00%	0.00%
PVC	0.00%	-

资料来源：公司提供

公司具有客户多样性，且下游客户所属行业较为分散。随着公司产品品类的丰富，客户集中度进一步下降，2024年公司前五大客户集中度同比下降4.77个百分点至14.74%。2024年公司前五大客户新增PVC类产品客户，其他产品客户合作年限均较长，其中三家为园区内客户，整体保持稳定。

公司主要产品价格受行业周期波动影响较大，烧碱市场行情维持相对高位，仍是公司主要的利润贡献来源，其他产品价格有所下行，未来仍需持续关注氯碱行业周期性波动对公司业绩的影响

2024年公司营业收入主要来源于烧碱、PVC、液氯、氯化石蜡、ECH和MIBK等产品，作为基础化

¹ 根据赛迪顾问新材料产业研究中心发布的《2024 化工园区综合竞争力百强研究》报告，宁波石化经济技术开发区位居榜首。

工产品，各厂家产品性能差异度小，盈利水平受行业供需情况影响较大。烧碱、液氯作为下游次氯酸钠产品、氯化石蜡、PVC等产品的原材料之一，公司会结合市场行情走势及客户订单情况决定上述产品的排产和销售计划。在满足上述自用的前提下，公司将剩余烧碱、液氯对外出售。

烧碱方面，烧碱是公司业绩表现的主要决定因素，是公司利润的主要贡献产品。2024年我国烧碱行业整体维持较高行业景气度，公司烧碱产品销售均价略有下降，产销率维持在较高水平。液氯方面，2024年国内液氯市场持续低位运行，整体维持“以碱补氯”格局，随着公司PVC装置投产，液氯对外销量大幅下降，公司可择机进行销售，液氯产品销售均价有所上升。

耗氯产品方面，氯化石蜡、ECH市场整体仍较为低迷，公司产品价格有所下降，产销率维持在较高水平；自2024年1月1日起，我国全面禁止短链氯化石蜡的生产、加工和使用，公司拓展了河北、河南、天津等地区原使用短链氯化石蜡的市场，但部分企业仍生产短链氯化石蜡，低成本短链氯化石蜡产品对市场仍有一定冲击。公司PVC产品产销率水平较高，但销售价格受下游房地产市场影响整体处于低位。

MIBK方面，2024年受行业新增产能陆续投产影响，供需格局转宽松，公司MIBK产品价格持续下降。

表3 公司主要产品销售情况（单位：万吨、万元、元/吨）

项目		2024 年	2023 年
烧碱	销量	36.59	36.74
	产销率	102.55%	99.22%
	销售收入	99,230.50	100,498.24
	销售均价	2,711.96	2,735.39
液氯	销量	13.46	25.41
	产销率	100.00%	100.14%
	销售收入	4,904.20	6,539.76
	销售均价	364.35	257.34
氯化石蜡	销量	5.26	6.90
	产销率	97.23%	99.71%
	销售收入	23,373.69	31,349.45
	销售均价	4,443.67	4,543.51
ECH	销量	2.27	2.78
	产销率	96.60%	103.35%
	销售收入	15,979.75	20,242.49
	销售均价	7,039.54	7,272.77
PVC	销量	20.35	-
	产销率	97.74%	-
	销售收入	100,866.18	-
	销售均价	4,956.57	-

MIBK	销量	1.93	2.14
	产销率	100.52%	99.07%
	销售收入	21,262.12	26,454.49
	销售均价	11,016.64	12,363.77

注：（1）烧碱、液氯产销率根据各期烧碱、液氯销量与各期产量中用于对外销售产量相除得出；（2）销售均价为不含税价。

资料来源：公司提供

公司在销售模式和结算模式方面未发生重大变化，仍采用直销与经销相结合的销售模式，其中液氯基本为直销，烧碱和氯化石蜡直销比率在50%左右，新产品PVC以直销为主，其他产品以经销为主。在结算政策方面，公司仍主要采用款到发货的方式，少部分长期合作且信用良好的优质客户和新能源行业厂商采用先货后款的方式，分产品不同，账期在30-90天左右。

（二）生产情况

综合电力成本、能耗以及运输成本等多重因素，同时受益于周边丰富需求，公司烧碱业务产能利用率仍保持在较高水平，但面临一定的安全生产和环保风险

公司所处浙江省属于缺电省份之一，近年受限电、控电影响较大，故同新疆、内蒙古以及西南等富电地区企业以及自发电企业相比，公司电力成本较高，2024年公司综合能耗有所上升但仍维持在全省较低水平，在区域内仍保持一定的生产成本优势²。综合电力成本、能耗以及运输成本等多重因素，公司烧碱产品毛利率仍处于行业中等偏上水平，但受新增PVC类产品毛利率为负的影响，公司销售毛利率大幅下降。

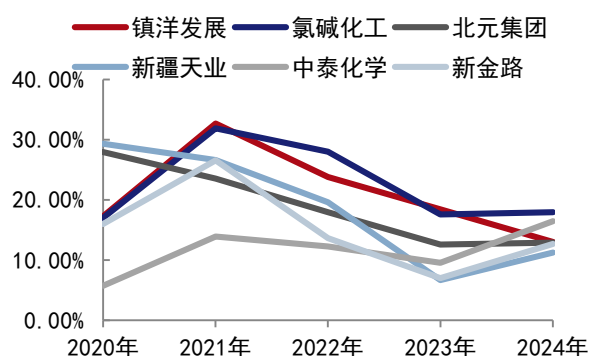
表4 浙江省氯碱企业综合能耗情况

综合能耗（kgce/t）	2024 年	2023 年
全省平均	290.85	292.87
巨化股份公司电化厂	292.48	293.00
杭州电化集团有限公司	296.00	297.00
浙江镇洋发展股份有限公司	288.35	287.38
嘉化能源化工股份有限公司	301.71	303.17
万华（宁波）氯碱有限公司	283.64	286.42
闰土新材料有限公司	292.00	302.00

资料来源：公司提供

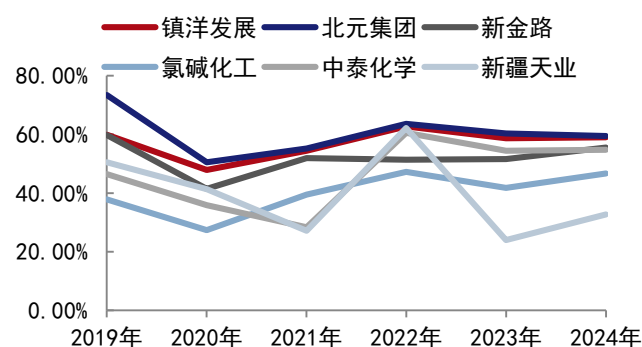
² 注：1kgce=8.167 度电，同浙江省平均综合能耗相比，按 2024 年电力采购均价 0.59 元/度电价测算，每吨折百烧碱公司节约成本 12.046325 元，年产 35 万吨烧碱产量可节约成本 4,216,213.75 元。

图5 氯碱行业主要企业销售毛利率情况



资料来源：wind、各企业年度报告，中证鹏元整理

图6 氯碱行业主要企业烧碱业务毛利率情况



注：新金路烧碱毛利率数据为碱产品数据；中泰化学烧碱毛利率数据为氯碱类产品数据；新疆天业 2023 年度为碱产品毛利率。

资料来源：wind、各企业年度报告，中证鹏元整理

烧碱属于限制类产能，公司烧碱产能维持在35万吨，处于行业平均水平以上。2024年公司烧碱装置负荷仍保持在较高水平，受检修时间延长影响，烧碱产量有所下降，产能利用率仍高于行业平均水平。

表5 公司烧碱生产情况

项目	2024 年	2023 年
期末产能（万吨）	35.00	35.00
加权产能（万吨）	35.00	35.00
产量（万吨）	38.44	39.76
其中：自身耗用量（万吨）	2.76	2.73
产能利用率	109.83%	113.60%
烧碱行业开工率	80%	80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司属危险化学品生产企业，是环保部门重点排污单位。为满足日益严格的环保要求，2024年公司环保投入大幅增长至1,694.01万元。尽管近年未超排污总量限额，但仍需关注公司可能存在的超标排放情况及其对生产经营造成的不利影响。随着“双碳”政策趋严，公司将持续增加环保支出，更新设备工艺以达标，如未能适应新要求，将面临环保处罚风险。此外，公司生产过程涉及危化品，存在设备缺陷、管理或操作不当导致安全事故的风险。

公司根据产品综合效益调整耗氯、耗氢产品生产计划，耗氯产品生产受市场竞争格局及效益影响较大，部分产品产能利用率有所下降，PVC装置投产后受市场行情影响效益不达预期；在建项目投资规模较大，存在一定的资本开支压力和收益不达预期风险

公司利用自产氯气、烧碱和氢气同外购液体石蜡、甘油、乙烯等原材料生产氯化石蜡、ECH、MIBK、PVC等产品。耗氯项目属于危化项目，审批严格，2024年5月公司30万吨PVC装置投产，其他产

品产能保持稳定。

耗氯产品为氯碱平衡产品，公司根据市场情况以及产品综合效益调整生产计划，受下游市场低迷影响，氯化石蜡、ECH产能利用率有所下降；受MIBK行业新增产能投产影响，公司MIBK产量及产能利用率有所下降，随着行业新增装置陆续投产，预计将进一步影响行业供需格局；公司PVC装置投产后产能利用率保持在较高水平，但目前PVC行业供需矛盾依旧凸显，PVC装置投产未达预期效益。

表6 耗氯、耗氢产品生产情况

项目		2024 年	2023 年
氯化石蜡	期末产能（万吨）	7.00	7.00
	产量（万吨）	5.41	6.92
	产能利用率	77.29%	98.86%
MIBK	期末产能（万吨）	1.925	2.00
	产量（万吨）	1.92	2.16
	产能利用率	99.74%	108.00%
ECH	期末产能（万吨）	4.00	4.00
	产量（万吨）	2.35	2.69
	产能利用率	58.75%	67.25%
PVC	期末产能（万吨）	30.00	-
	产量（万吨）	20.82	-
	产能利用率	94.42%	-

注：产能利用率：根据各期产量和各期加权产能相除得出。2024 年公司 MIBK 产线部分调整为异丙醇产能（750 吨/年），MIBK 产能有所下降。
 资料来源：公司提供

截至2024年末，公司主要在建项目为年处理10万吨再生盐制烧碱项目，该项目属于三废综合利用项目，项目建设周期为15个月，建成后公司烧碱生产规模将达到55万吨/年以上，将进一步增强公司在氯碱行业的市场竞争力，但存在一定的资本开支压力，若投产后市场供需格局发生较大变动，可能存在收益不及预期风险。

表7 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	资金来源
年处理 10 万吨再生盐制烧碱项目	9.39	0.08	自筹
涉氯装置安全提升改造项目	0.11	0.07	自筹
合计	9.50	0.15	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）采购情况

公司主要原料采购价格随行就市，议价能力较弱，2024年主要原料采购单价有所下跌，成本管控压力有所减弱，但仍需关注原材料价格波动风险；公司与供应商关系保持稳定，营运资金管理效率整体尚可

公司采购的原燃料主要为电力、原盐、蜡油、丙酮、甘油和乙烯，2024年直接材料成本占比有所下降，主要系新投产PVC装置投资成本较高，制造费用占比提高所致。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	198,962.31	78.88%	141,018.29	81.72%
直接人工	6,346.64	2.52%	3,352.55	1.94%
制造费用	46,940.57	18.61%	28,189.14	16.34%
合计	252,249.52	100.00%	172,559.99	100.00%

资料来源：公司年度报告

电费是公司营业成本的主要构成，随着PVC装置投产，电费采购金额有所上升。浙江省电力资源紧缺且用电成本较高，2024年浙江省为更好发挥峰谷分时电价政策作用，引导用户削峰填谷和提高电力系统运行效率，拉大峰谷价差（如夏季尖峰上浮98%，深谷下浮80%），公司进行错峰排产安排，电力采购单价有所下降。原盐供应充足，海运费波动对进口盐价格影响较大，2024年受印度地区海盐丰产，运费持续下调影响，进口盐价格下降，公司原盐采购单价同比有所下降，采购量有所上升。

公司蜡油国内采购量受限，在国内采购基础上，公司通过贸易商采购西班牙液体石蜡进行补充，受原油价格中枢下行及海运费下降影响，2024年公司蜡油采购均价有所下降，采购量随着氯化石蜡产量下降有所下降。丙酮作为大宗商品，价格随行就市，2024年采购均价有所增长，采购量随产量下降有所下降；公司丙酮采购集中于临近公司的两家厂家，两家合计采购金额占丙酮总采购金额的95%以上，有一定的运输成本优势。我国甘油高度依赖进口，公司主要通过贸易商采购东南亚甘油，价格随行就市，2024年东南亚甘油产能较少，同时国内需求增长，甘油采购均价有所上升，采购量受ECH产量下降有所下降。公司乙烯主要采购自化工园区内企业，通过管道运输，部分通过市场化采购作为补充，有一定运输成本优势。2024年公司乙烯采购价格按市场价确定，采购均价符合市场价格波动区间。

整体来看，公司对乙烯、蜡油、丙酮、甘油等大宗商品以及电力的议价能力偏弱，对公司成本管控形成挑战；公司同主要供应商构建了稳定的合作关系，对液体石蜡、乙烯供应商存在一定依赖，若供应商出现突发情况将可能影响公司产品的正常生产。

表9 公司主要原材料采购情况

项目	2024 年	2023 年
电	采购数量-万度	109,495.08
	单价-元/度	0.59
	金额-万元	64,414.81
原盐	采购数量-万吨	63.66
	单价-元/吨	366.18
	金额-万元	23,310.00

蜡油	采购数量-万吨	2.44	3.33
	单价-元/吨	8,148.37	8,398.29
	金额-万元	19,912.79	27,972.92
丙酮	采购数量-万吨	2.44	2.70
	单价-元/吨	6,003.08	5,477.79
	金额-万元	14,639.52	14,788.58
甘油	采购数量-万吨	1.98	3.20
	单价-元/吨	4,055.64	3,924.58
	金额-万元	8,023.69	12,539.97
乙烯	采购数量-万吨	10.26	-
	单价-元/吨	6,700.19	-
	金额-万元	68,734.39	-

资料来源：公司提供

在采购结算政策方面，公司依据不同物料采取不同的结算形式。工业盐分为两种，一种是以印度盐为代表的进口盐，进口盐一般根据国际惯例开具60天-90天信用证为主要结算方式，而国产盐可货到后用承兑汇票支付。其中，蜡油、丙酮、甘油、乙烯主要采用现款支付的结算方式；蜡油分为两种，国内主要供应商生产的蜡油采取款到发货结算方式，西班牙进口蜡油有一定账期，一般为货到10天后付款；丙酮、乙烯为厂家直供，均为款到发货；甘油为货到后一定账期后支付现款。

在营运资金管理方面，公司上下游信用政策无重大变化，因PVC产品上下游均无账期，同时PVC产品收入规模较大，带动公司2024年净营业周期有所下降。

表10 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2024 年	2023 年
应收款项周转天数	8.01	12.07
存货周转天数	18.33	21.88
应付材料款周转天数	17.16	20.51
调整后净营业周期	9.18	13.43

注：（1）应收款项周转天数=360/应收款项周转率，应收款项周转率=营业总收入/（应收票据及应收账款期初期末平均账面余额）；（2）存货周转天数=360/存货周转率，存货周转率=营业成本/（存货期初期末平均账面余额）；（3）应付材料款周转天数=360/应付材料款周转率，应付材料款周转率=营业成本/（应付材料款期初期末平均账面余额）；（4）调整后净营业周期=存货周转天数+应收款项周转天数-应付材料款周转天数。

资料来源：公司2023-2024年审计报告，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

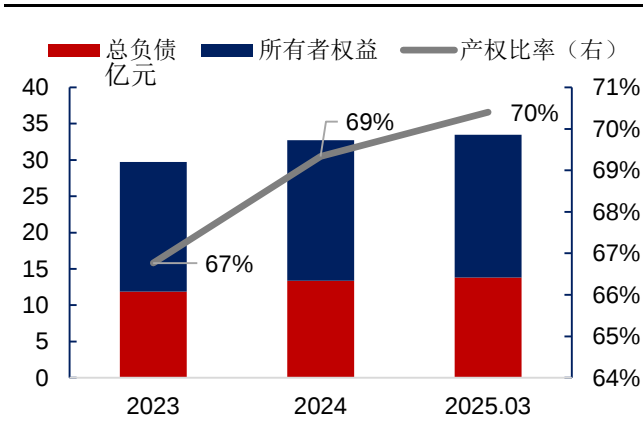
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

近年公司保持较大规模的资本开支，资产规模保持增长，杠杆水平持续走高，在建项目投资规模较大，杠杆水平预计仍将进一步提升；新投产 PVC 装置盈利不达预期，叠加 MIBK 产品供需格局转松，公司盈利能力持续下降

资本实力与资产质量

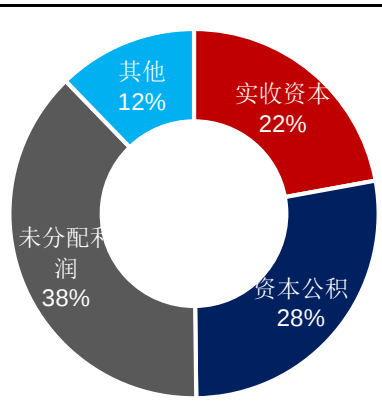
随着公司新增产线资本投入及经营利润积累，公司资产规模保持增长，但项目建设投入依赖外部融资，产权比率有所上升，仍处于良性区间水平。

图7 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图8 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产仍以生产设备、厂房及配套土地、房屋建筑物等非流动资产为主。PVC装置于2024年投产，由在建工程科目转至固定资产科目核算。随着业务规模的扩大，公司流动性资产存货、应收款项随之增长，其中应收账款对象主要为园区内化工企业，合作年限较长，账龄均集中在一年以内，坏账风险相对可控。随着经营利润积累及可转债发行，公司现金类资产保持增长。2025年一季度，受烧碱及PVC行情走弱影响，公司相关产品库存量有所增长，期末存货规模有所增长，部分产品盈利空间较小，面临一定的存货跌价风险。

截至2024年末，公司受限资产账面价值0.64亿元，2.44亿元固定资产的房屋及建筑物尚未办妥产权证书。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.94	5.81%	1.90	5.80%	0.79	2.66%
应收账款	0.94	2.82%	0.50	1.54%	0.54	1.81%
应收款项融资	2.78	8.32%	3.56	10.87%	2.43	8.19%
存货	2.20	6.56%	1.51	4.63%	1.05	3.55%
流动资产合计	9.01	26.92%	8.09	24.74%	5.45	18.33%

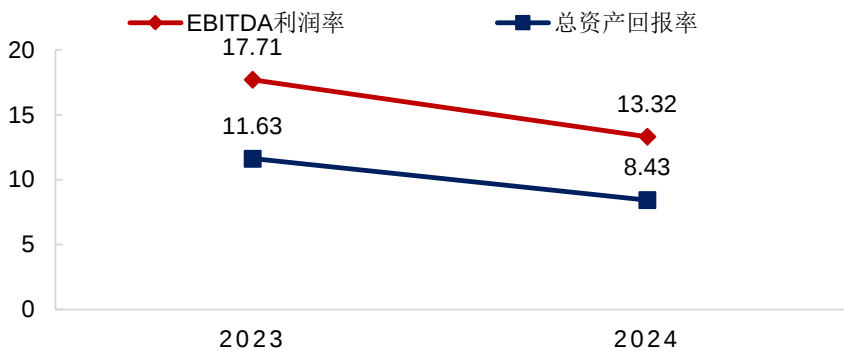
固定资产	22.85	68.24%	23.16	70.81%	6.76	22.76%
在建工程	0.44	1.31%	0.34	1.03%	16.98	57.17%
无形资产	0.83	2.48%	0.78	2.38%	0.28	0.93%
非流动资产合计	24.46	73.08%	24.62	75.26%	24.26	81.67%
资产总计	33.48	100.00%	32.71	100.00%	29.71	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年烧碱市场价格仍维持相对高位，公司利润仍主要由烧碱产品贡献，新增PVC类产品收入贡献较大但处于亏损状态，同时，MIBK产品供需格局转松，盈利大幅下降，综合影响下，公司营业利润及盈利能力指标有所下降。2025年一季度，因PVC产品收入增量带动公司收入规模同比有所增长，但利润总额受行业周期波动及PVC亏损影响同比有所下降。整体来看，公司区域竞争优势明显，但行业周期性波动对盈利影响较大，PVC装置投产有助于公司增强公司氯碱平衡能力，但产线投资规模较大，能否盈利依赖下游市场行情恢复，存在一定不确定性。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，随着“镇洋转债”发行，公司有息债务规模大幅增长，银行借款大幅下降，长期债务占比大幅上升，整体债务规模仍不大。目前“镇洋转债”转股比例较低，若股价持续低于转股价，面临一定的到期偿还压力。经营性债务主要由应付账款和合同负债构成，随着业务规模的扩大，应付材料款和预收货款规模有所上升，因PVC装置完工，应付设备工程款大幅下降。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1.00	8.41%
应付票据	1.54	11.15%	0.85	6.32%	1.76	14.78%

应付账款	3.23	23.39%	3.95	29.47%	5.82	48.91%
合同负债	0.41	2.96%	0.26	1.92%	0.15	1.29%
流动负债合计	5.88	42.51%	5.54	41.38%	9.43	79.28%
长期借款	0.94	6.80%	0.94	7.02%	1.88	15.81%
应付债券	5.91	42.73%	5.86	43.76%	0.00	0.00%
递延所得税负债	0.87	6.31%	0.90	6.70%	0.43	3.58%
非流动负债合计	7.95	57.49%	7.85	58.62%	2.46	20.72%
负债合计	13.83	100.00%	13.39	100.00%	11.89	100.00%
总债务	8.40	60.74%	7.65	57.11%	4.64	39.02%
其中：短期债务	1.55	18.46%	0.85	11.08%	2.76	59.49%
长期债务	6.85	81.54%	6.80	88.92%	1.88	40.51%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受公司耗氯和MIBK产品销售价格同比下降和票据支付固定资产等长期资产购置款影响，2024年经营活动现金流净额转负，本期债券发行带来利息支出增多，EBITDA利息保障倍数大幅下降。因项目投入资金需求规模较大，公司负债规模上升，杠杆水平略有上升，自由活动现金流净额持续为负，现金流对净债务的保障程度较弱。此外，公司在建年处理10万吨再生盐制烧碱项目投资规模较大，预计未来公司债务规模将继续增加，面临一定的资本支出压力。

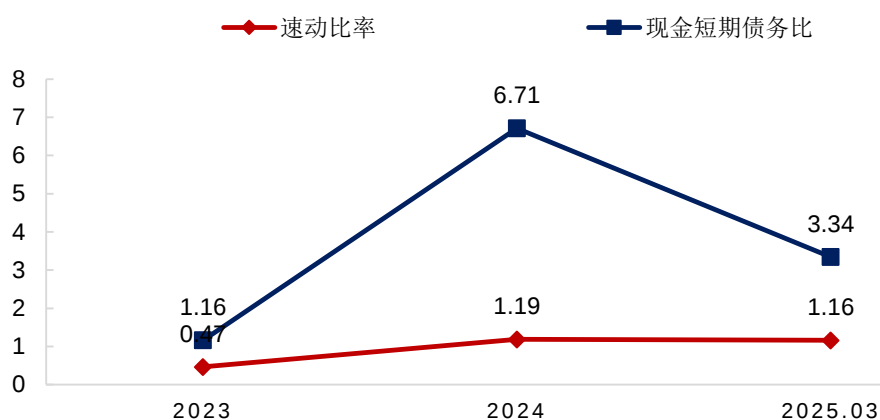
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.25	-0.19	0.47
FFO（亿元）	--	3.01	3.05
资产负债率	41.32%	40.95%	40.04%
净债务/EBITDA	--	0.71	0.52
EBITDA 利息保障倍数	--	13.77	121.70
总债务/总资本	29.95%	28.36%	20.67%
FFO/净债务	--	110.35%	155.51%
经营活动现金流净额/净债务	7.50%	-6.96%	24.11%
自由现金流/净债务	-2.78%	-73.14%	-230.32%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因公司发行的“镇洋转债”期限较长且规模较大，2024年公司流动性指标表现大幅提升。截至2025年3月末，公司获得的外部授信37.10亿元，尚未使用额度35.29亿元，考虑到公司受限资产较少，同时作为上市公司具备直接融资能力，公司获取流动性资源的能力较强。

图10公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 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2024年1月1日至报告查询日（2025年5月13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；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年6月4日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人员名单。

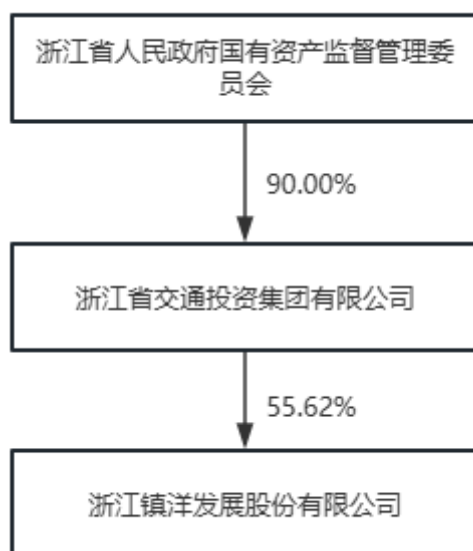
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.94	1.90	0.79	4.19
流动资产合计	9.01	8.09	5.45	9.39
固定资产	22.85	23.16	6.76	6.15
非流动资产合计	24.46	24.62	24.26	16.06
资产总计	33.48	32.71	29.71	25.46
短期借款	0.00	0.00	1.00	0.00
应付票据	1.54	0.85	1.76	0.96
应付账款	3.23	3.95	5.82	5.96
一年内到期的非流动负债	0.01	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5.88	5.54	9.43	7.74
长期借款	0.94	0.94	1.88	0.05
应付债券	5.91	5.86	0.00	0.00
长期应付款	0.01	0.01	0.01	0.01
非流动负债合计	7.95	7.85	2.46	0.52
负债合计	13.83	13.39	11.89	8.26
总债务	8.40	7.65	4.64	1.01
其中：短期债务	1.55	0.85	2.76	0.96
长期债务	6.85	6.80	1.88	0.05
所有者权益	19.65	19.31	17.81	17.20
营业收入	5.86	28.99	21.15	25.63
营业利润	0.44	2.46	3.16	5.00
净利润	0.33	1.91	2.50	3.80
经营活动产生的现金流量净额	0.25	-0.19	0.47	5.27
投资活动产生的现金流量净额	-0.35	-1.74	-4.93	-2.88
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	3.23	0.91	-2.96
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	3.86	3.75	5.80
FFO（亿元）	--	3.01	3.05	2.64
净债务（亿元）	3.37	2.73	1.96	-6.02
销售毛利率	12.96%	12.99%	18.40%	23.78%
EBITDA 利润率	--	13.32%	17.71%	22.62%
总资产回报率	--	8.43%	11.63%	21.50%
资产负债率	41.32%	40.95%	40.04%	32.45%
净债务/EBITDA	--	0.71	0.52	-1.04
EBITDA 利息保障倍数	--	13.77	121.70	569.29
总债务/总资本	29.95%	28.36%	20.67%	5.56%

FFO/净债务	--	110.35%	155.51%	-43.80%
经营活动现金流净额/净债务	7.50%	-6.96%	24.11%	-87.50%
速动比率	1.16	1.19	0.47	1.08
现金短期债务比	3.34	6.71	1.16	7.94

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公开资料

单击或点击此处输入文字。

附录三 2025 年 3 月末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
宁波市镇海众利化工有限公司	472.00	100%	化工原料销售
台州市高翔化工有限公司	500.00	60%	化工原料销售

资料来源：公司提供

附录四 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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号