



2023年南京聚隆科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

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：

2023年南京聚隆科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2023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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
聚隆转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：南京聚隆科技股份有限公司（以下简称“南京聚隆”或“公司”，股票代码：300644.SZ）在改性塑料行业中具有一定的技术积累，得益于 2022 年新能源汽车景气度上行，带动公司营业收入持续增长，随着 2023 年以来政府部门持续出台政策扩大新能源汽车消费，预计未来对改性塑料的需求仍有支撑；但中证鹏元也关注到，改性塑料行业竞争激烈，公司产能规模在同行业中偏小，面临较大的成本控制压力，由于行业特性，经营规模扩大且采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求，2022 年公司债务规模进一步增长且债务结构有待优化，短期债务压力较大，且拟建项目产能释放、订单获取及盈利实现情况存在不确定性等风险因素。

评级日期

2023 年 9 月 26 日

联系方式

项目负责人：韩飞
hanf@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.6	2022	2021	2020
总资产	16.35	16.36	15.07	13.60
归母所有者权益	7.98	7.80	7.45	7.22
总债务	5.13	5.18	4.39	3.22
营业收入	7.55	17.08	16.59	11.39
净利润	0.32	0.54	0.30	0.61
经营活动现金流净额	-0.24	0.28	-0.57	0.15
净债务/EBITDA	--	2.59	2.29	0.52
EBITDA 利息保障倍数	--	9.57	9.18	21.58
总债务/总资本	38.79%	39.59%	36.89%	30.62%
FFO/净债务	--	27.10%	33.92%	147.27%
EBITDA 利润率	--	7.13%	5.69%	10.03%
总资产回报率	--	4.25%	2.80%	6.21%
速动比率	0.95	0.95	1.03	1.10
现金短期债务比	0.46	0.49	0.64	0.98
销售毛利率	15.00%	13.10%	11.55%	18.36%
资产负债率	50.48%	51.63%	50.18%	46.44%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **新能源汽车景气度上升对改性塑料需求形成支撑，公司在行业中具有一定的技术积累。**公司作为中国汽车用尼龙、聚丙烯、塑料合金改性材料和中国高铁及轨道交通尼龙改性材料的主要供应商之一，累计主导起草了国家标准 5 项，参与起草国际标准 2 项、国家标准 4 项。汽车零部件为公司最大的下游行业，2022 年新能源汽车景气度上行，带动公司营业收入持续增长。2023 年以来政府部门持续出台政策扩大新能源汽车消费，随着新能源汽车渗透率上升，预计未来公司收入规模仍有一定增长空间。

关注

- **改性塑料行业竞争激烈，公司产能规模在同行业中偏小，面临较大的成本控制压力。**改性塑料行业整体较为分散，产业集中度不高，竞争激烈，截至 2022 年末，公司主要改性塑料产品产能合计 14.50 万吨，与行业头部企业相比偏小。受下游客户需求、同行业竞争等因素影响，公司无法将原材料波动风险完全转嫁给下游客户，2023 年下半年以来，公司主要原材料价格逐步走强，需关注成本端控制压力对公司盈利的冲击。
- **经营规模扩大且采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求，2022 年公司债务规模进一步增长且债务结构有待优化，短期债务压力较大。**由于行业特性，公司对采购量较大的 PP 供应商多为现款现结模式，而销售端主要客户回款周期较长，采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求，2022 年末公司总债务同比上升 18.20%，其中 1 年以内债务占比达 95% 以上，2022 年速动比率及现金短期债务比有所下降，2023 年 6 月末现金短期债务比进一步下滑至 0.46。
- **拟建项目产能释放、订单获取及盈利实现情况存在不确定性。**截至 2023 年 7 月末，公司主要在建、拟建项目总投资规模为 2.42 亿元。未来需持续关注在建、拟建项目建设进度及市场竞争情况带来的产能消化问题，此前 IPO 项目之一“汽车轻量化用聚丙烯新型功能材料生产线建设项目”已于 2021 年 6 月达到预定可使用状态正式进入投产，但受改性塑料行业自身竞争加剧和下游行业压缩成本等市场环境因素影响，该项目未实现预期收益。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为汽车轻量化及新能源汽车景气度上升对改性塑料需求形成支撑，公司在行业中具有一定的技术积累，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、万吨）

指标	金发科技	普利特	道恩股份	国恩股份	沃特股份	会通股份	南京聚隆	聚赛龙
资产总额	554.29	86.08	49.45	127.53	26.59	64.43	16.36	14.24
营业收入	404.12	67.58	45.26	134.06	14.90	51.79	17.08	13.04
净利润	20.00	2.17	1.66	7.23	0.26	0.57	0.54	0.33
销售毛利率 (%)	15.20	14.18	9.76	13.13	15.05	10.47	13.10	10.23
资产负债率 (%)	67.01	63.89	37.16	53.73	51.60	72.31	51.63	45.53
应收款项周转天数 (天)	75.69	135.64	108.77	59.15	103.16	126.65	125.77	177.69
存货周转天数 (天)	56.27	80.89	43.13	68.26	164.25	51.49	78.73	73.86

改性塑料 系列产品 产量	179.76	39.25	34.11	65.96	4.73	43.30	11.25	12.11
--------------------	--------	-------	-------	-------	------	-------	--------------	-------

注：表格为 2022 年度/2022 年末数据。
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A+/稳定	A+	2022-10-25	陈良玮、何佳欢	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)、外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文

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
聚隆转债	2.1850	2.1850	2022-10-25	2029-7-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年8月发行6年期2.1850亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目和年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目。公司于2023年8月11日召开了第五届董事会第二十一次会议、第五届监事会第二十次会议，审议通过了《关于使用闲置募集资金进行现金管理的议案》，同意公司使用不超过1.7亿元暂时闲置的募集资金进行现金管理，使用期限自董事会审议通过之日起不超过12个月。截至2023年8月23日，“聚隆转债”募集资金专项账户余额为2.15亿元（包含结构性存款1.46亿元，尚未支付的部分发行费用，以及拟用于置换的预先投入募投项目及支付发行费用的自筹资金部分）。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。受公司回购注销部分限制性股票、注销公司回购专户库存股影响，截至2023年6月末，公司股本变更为10,780.04万元；控股股东和实际控制人仍为刘曙阳、刘越、吴劲松和严渝荫¹，合计持有公司28.57%股权，公司股权关系见附录二。截至2023年6月末，刘越、吴劲松持有的合计714.44万股公司股份处于质押状态，占控股股东和实际控制人合计持有公司股份的23.20%。

公司仍主要从事高分子新材料及其复合材料的研发、生产和销售，主要产品包括高性能尼龙材料、高性能聚丙烯材料、高性能塑料合金材料、塑木环境建筑工程材料、特种工程塑料、高性能弹性体材料、碳纤维复合材料制件等。2022年，公司新增2家子公司；2023年1-6月，公司合并范围无变化。截至2023年6月末，纳入合并范围的子公司共7家，详见附录四。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安徽聚兴隆新材料科技有限公司	100.00%	5,000	新材料生产和销售	新设
广东聚旺科技有限公司	55.00%	3,000	新材料销售	非同一控制下企业合并

资料来源：公司2022年年度报告、公开查询，中证鹏元整理

¹刘曙阳与刘越系父女关系，严渝荫与吴劲松系母子关系，严渝荫与刘越系外祖孙关系。

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。

行业环境

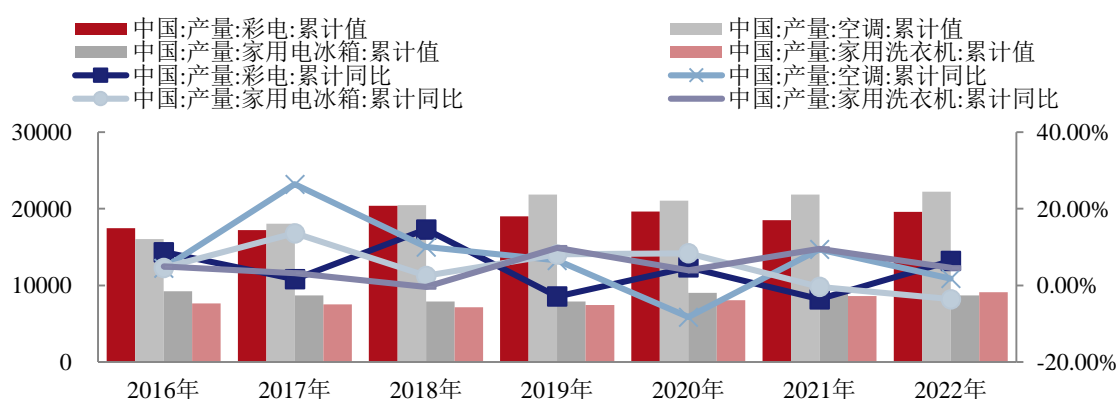
改性塑料应用领域广泛，下游汽车行业在新能源汽车景气度上升的带动下有望为改性塑料需求提供支撑，但需关注消费弱复苏下家用电器市场仍呈现疲软态势，以及国际形势复杂、经济下行压力较大等因素可能带来的不利影响

塑料材料是以合成树脂为主要原料而具有可塑性的各种高分子材料，根据市场需求量、物性和价格

的不同，塑料材料一般分为通用塑料、工程塑料及特种工程塑料三大类。虽然通用塑料、工程塑料及特种工程塑料等塑料产品具备了种种优异的性能，但单一成分的塑料产品面临着物性不够丰富，并且存在单一材料本身固有的易燃、易老化、强度不够等问题，应用于汽车、轨道交通、电器等领域时需要经过塑料改性以满足要求。塑料改性的主要过程是以通用塑料、工程塑料或特种工程塑料为主要原料，以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有的塑料在力学、流变、燃烧性、电、热、光、磁等方面的性能。按功能分类，塑料改性主要包括阻燃改性技术、抗静电改性技术、抗老化改性技术、降解改性技术、功能化改性技术等，按改性过程分类，主要包括物理改性和化学改性。从下游需求来看，中国改性塑料下游需求主要包括家电、汽车、办公设备、电线电缆、电动工具等，其中家电需求占比30%左右、汽车需求占比为20%左右。

随着家电行业的发展，塑料在家电行业的应用规模快速增长，成为家电行业中仅次于钢材的第二大类材料，其中洗衣机和冰箱制品对塑料原材料的需求每台为30%-40%，电视机中塑料含量占比为23%-25%，空调约为11%。改性塑料已被广泛应用于家用电器的壳体、叶片、外饰等配件中，家电所使用的塑料几乎全都需要经过改性，具有较大的市场需求空间。但近年来受房地产调控政策等多重因素影响，面对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压，我国主要家电产品的产量增速存在波动，其中2022年我国空调产量2.22亿台、彩电产量1.96亿台，电冰箱产量0.87亿台、洗衣机产量0.91亿台，同比增速分别为1.80%、6.40%、-3.60%和4.60%。考虑到家电具有明显的房地产后周期属性，2022年以来房地产行业调整，全国房地产开发投资132,895亿元，比上年下降10.0%，房地产行业景气度仍较弱，市场增量需求有限，逐步进入存量更新时代；加上2022年以来经济下行压力加大，居民谨慎消费，一定程度将影响家电需求。

图1 近年我国主要家电产量增速存在波动（单位：万台）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

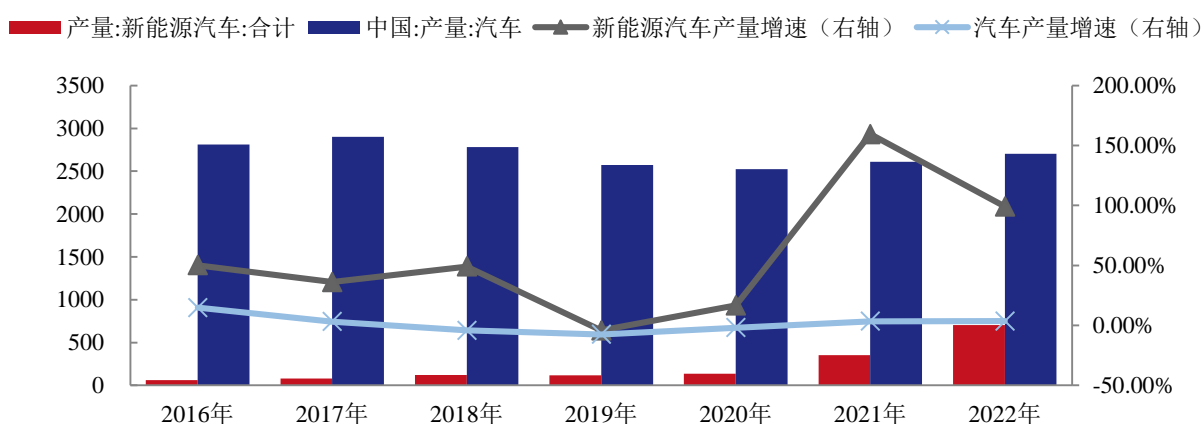
汽车产业一直是我国重点发展的支柱产业，近年来我国汽车产业在转型升级过程中，受中美经贸摩擦、环保标准切换、居民杠杆上升、经济下行压力较大等因素影响，居民汽车购买能力与消费意愿削弱，2018-2020年汽车产量同比分别下降6.59%、8.72%和3.54%，2021年汽车需求复苏，各地企业复工情况良

好，叠加新能源汽车在技术和市场成熟度不断提高、关键零部件配套能力得到大幅提升背景下发展迅猛，2021-2022年我国新能源汽车产量仍保持较快增长速度，带动汽车产量增长，汽车产量分别同比增长3.40%、3.60%，其中新能源汽车产量同比增长159.48%、99.11%。2023年新能源车车型进一步丰富，逐步向低价格带下沉，出口拉动销量快速增长，2023年上半年，新能源车累计半年度零售销量达308.6万辆，同比去年大幅度增长37.3%。

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

近期国务院密集出台的新能源汽车系列政策，2023年4月中共中央政治局提出要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造；5月国务院常务会议要求，进一步优化支持新能源汽车购买使用政策，鼓励企业丰富新能源汽车供应；6月国务院常务会议研究了促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施，支持新能源汽车下乡和乡村振兴，因此，未来随着汽车行业轻量化的进一步提升以及新能源汽车消费占比的提升，有望对改性塑料的需求形成支撑，但需关注国际形势复杂、经济下行压力较大、居民部门杠杆率居高不下等因素带来的不利影响。

图2 新能源汽车产量大幅增长带动我国汽车产量增速回升（单位：万辆）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

改性塑料行业呈现“大行业，小公司”特征，近年行业竞争日趋激烈

我国的改性塑料行业规模较大，但整体较为分散，产业集中度不高，一方面系改性塑料市场容量较大，应用领域广泛，近年来新能源、人工智能、物联网等技术的发展也进一步拓展了改性塑料的应用场景，导致下游客户数量较多；另一方面，下游应用领域及不同终端产品对于改性塑料的性能要求各有不同，改性塑料在具体应用上具有非标准、定制化的特点，导致改性塑料品种较多，每个厂商都有自己相对专注的细分产品领域和客户领域，单个厂商很难同时满足整个市场所有客户的需求。受下游领域规模大、用户群体数量多、需求多样、市场分散等因素的影响，加之我国的改性塑料行业起步较晚，伴随着国内改性塑料需求的不断上涨，行业竞争较为激烈。目前国内改性塑料上市公司数量较多，主要包括金发科技（600143.SH）、国恩股份（002768.SZ）、会通股份（688219.SH）、普利特（002324.SZ）、道恩股份（002838.SZ）、南京聚隆（300644.SZ）和聚赛龙等，根据中商情报网数据，2022年我国规模以上工业企业改性塑料产量预计为2,884万吨，以此估算行业龙头金发科技的市场占有率约为6.23%。但值得注意的是，在中高端改性塑料产品市场，国内企业占据的市场份额仍相对较小，与杜邦、巴斯夫、朗盛等大型跨国企业相比，在资金规模和技术实力上仍有较大差距，跨国企业通常是集上游原料、改性设备、品牌、技术及产品销售于一体的大型化工企业。近年来，部分国内改性塑料企业通过技术攻关、生产工艺的改进，加上性价比和本地化服务优势，在部分中高端产品上能够逐步替代进口产品，未来国产替代的趋势有望增强。

表2 2022年改性塑料行业主要上市公司情况

企业名称	主要下游领域	主要终端客户
金发科技	汽车、家电、电子电气等	比亚迪、格力等
国恩股份	家电、电动工具、汽车、锂电池等	海信、TCL、京东方、格力、金力新能源、江苏中天、智米等
会通股份	家电、汽车等	美的、TCL、海信、飞利浦、富士康、上汽大众、一汽大众等
普利特	汽车等	宝马、奔驰、大众、通用、福特、比亚迪等
道恩股份	汽车、家电等	海尔、海信、三星、松下、上海大众、长城汽车等
南京聚隆	汽车、通讯电子电气等	上汽、通用、大众、比亚迪、蔚来、理想、百得、TTI、联想等
聚赛龙	家电、汽车等	美的、海信、格兰仕、苏泊尔、长安集团等

资料来源：Wind、各上市公司公告，中证鹏元整理

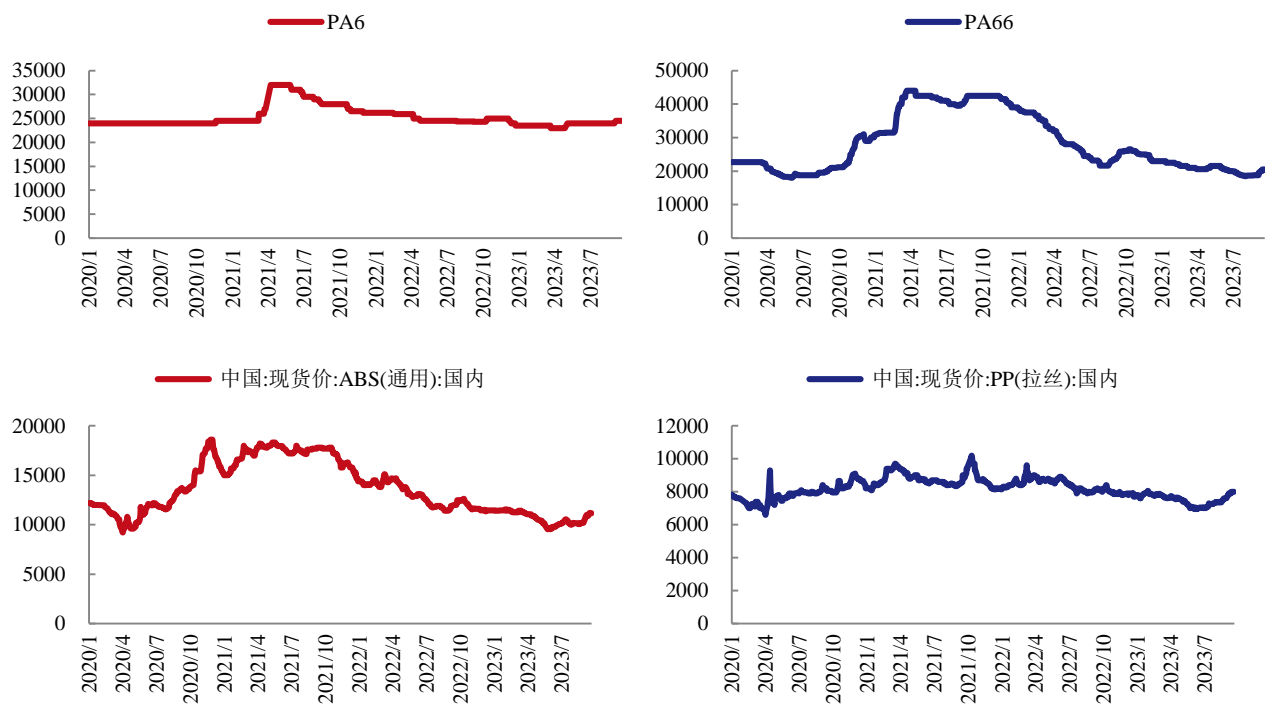
近年主要塑料产品价格波动较大，改性塑料企业面临较大的成本控制压力

改性塑料行业上游基础原材料主要包括PE、PP、PS、PVC、ABS、PA、PBT等塑料产品，其中用量最大的PP和ABS占比约为43%和31%，改性剂则通常包括玻纤、云母（增强）、橡胶（增韧）或阻燃剂等。由于不同改性塑料企业聚焦的细分产品领域和客户领域存在差异，其采购的基础原材料会有所不同。

PP、PA、ABS等塑料作为石化产业链产品，其价格波动与原油价格走势整体趋同，2020年下半年至2022年初，受原油价格上涨影响，PA、PP、ABS等塑料价格呈上升趋势，改性塑料行业盈利水平有所弱化，2022年到2023年上半年，受供需格局变化和原油价格回落等因素影响，PA、PP、ABS等塑料

价格呈下降趋势。2023年6月份以来，一方面，国际油价高位运行为PA、PP、ABS等塑料价格提供了一定的支撑；另一方面，一系列稳定经济以及促进汽车家电等政策的发布促进下游需求，在多重利好作用下，塑料价格出现上涨走势，尤其进入8月之后，塑料价格明显扩大。改性塑料行业成本传递速度较慢，销售价格难以及时反映原材料成本的变化，原材料价格上涨给改性塑料企业带来较大的成本控制压力。

图3 近年主要塑料产品价格波动较大（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司系中国汽车、国内高铁轨道交通用改性塑料材料的主要供应商之一，在改性塑料行业具有一定的技术积累，已进入多家外资、合资及新能源汽车主机厂、一级零部件的采购体系；得益于新能源汽车市场景气度较高且原材料价格下行，2022年公司主要产品销量持续增长，成本端压力有所缓解；但需要关注的是，公司与行业头部企业存在较大产能差距，且随着同行业上市公司纷纷扩产，公司或将面临竞争加剧下的调价风险及产能消化风险

公司作为专注于改性塑料研发、生产和销售的高新技术企业，形成了面向多个应用领域的高性能改性塑料和塑木产品体系。从收入结构来看，近年公司高性能改性尼龙和高性能工程化聚丙烯占营业收入的比重合计均在75.00%以上，塑木环境工程材料主要由控股子公司南京聚锋新材料有限公司（以下简称“聚锋新材”）及其子公司负责运营，塑木环境工程材料和高性能合金及其他材料对公司收入形成补充。得益于原材料价格下滑及下游以汽车工业为主，2022年以来公司毛利率持续改善。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-6月			2022年			2021年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
高性能改性尼龙	29,379.93	18.21%	38.92%	68,010.28	16.14%	39.83%	64,583.99	14.82%	38.92%
高性能工程化聚丙烯	28,468.53	11.91%	37.71%	62,909.62	10.59%	36.84%	59,905.85	8.14%	36.10%
高性能合金及其他材料	8,601.52	18.37%	11.40%	18,510.48	14.07%	10.84%	17,578.29	9.41%	10.59%
塑木环境工程材料	6,495.56	13.77%	8.61%	12,383.91	11.31%	7.25%	14,209.98	13.23%	8.56%
贸易品	2,465.44	1.44%	3.27%	8,735.84	5.89%	5.12%	9,441.79	10.37%	5.69%
其他业务	72.40	100.00%	0.10%	204.00	100.00%	0.12%	216.18	100.00%	0.13%
合计	75,483.37	15.00%	100.00%	170,754.13	13.10%	100.00%	165,936.08	11.55%	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系中国汽车、国内高铁轨道交通用改性塑料材料的主要供应商之一，在改性塑料行业具有一定的技术积累；得益于新能源汽车市场景气度较高，2022年公司主要产品销量持续增长，已进入多家外资、合资及新能源汽车主机厂、一级零部件的采购体系；公司的生产基地就近布局于主要客户周边地区，具有一定客户响应优势

公司作为中国汽车用改性塑料材料尤其是高性能尼龙等系列化材料主要供应商之一和中国高铁及轨道交通尼龙改性材料的主要供应商之一，承担了国家863计划、国家科技支撑计划、国家重点火炬计划、国家重大科技成果转化等，“几种无机纳米材料的制备及应用研究”、“有机化无机颗粒改性聚合物复合材料制备关键技术”项目获国家科学技术进步二等奖。截至2023年6月末，公司拥有授权专利121项，其中，64项为发明专利；累计主导起草了国家标准5项，参与起草国际标准2项、国家标准4项。整体来看，公司在改性塑料行业具有一定的技术积累。

改性塑料作为需求驱动型行业，其产销规模受下游行业景气度直接影响。公司产品下游行业分布主要包括汽车零部件、通讯电子电气、建筑工程、轨道交通扣件系统等，其中，汽车零部件为公司最大的下游应用领域，近年来销售收入合计占改性塑料业务收入的比重为60%左右，2022年销售收入占比进一步抬升至67.18%。

汽车零部件领域，公司致力于为汽车零部件厂商提供原材料解决方案，并突出新能源汽车市场的战略地位。公司主营产品已被应用于汽车发动机部件、动力系统部件、新能源汽车动力部件等。通过下游汽车制造商严格的供应商资格认证，公司已进入通用、福特、克莱斯勒三大美系汽车公司的采购目录，纳入大众、标致雪铁龙、马自达等跨国汽车公司的供应商体系，获得国内自主品牌长城、上汽、吉利、长安、东风、蔚来、理想、小鹏等汽车厂商的供应商认证。受益于新能源汽车行业的迅速发展，汽车零部件领域的客户订单需求增加，2022年汽车零部件收入同比增长21.66%。

通讯电子电气材料板块主要应用于园林工具项目、电动工具项目、笔记本、小家电、国家电网特高

压线路智慧管理系统和继电保护装置等产品，下游客户主要包括百得、TTI、格力博、苏美达、联想、国家电网等。受电动工具厂商进行库存消化和部分产业链外移影响，2022年通讯电子电气材料销售收入同比下降46.15%。

建筑工程产品主要为塑木环境工程材料，用于住宅的庭院建设和景观工程项目，产品以出口海外为主，主要销往德国、英国、澳大利亚、泰国等国家，近年销售规模存在一定波动。

公司轨道交通扣件系统产品主要为高性能改性尼龙，应用于京沪、京广、沪昆、京沈、哈杜等高铁线路和蒙华等重载铁路。随着高铁、轨道交通行业的快速发展，2022年轨道交通扣件系统领域销售收入呈上升趋势。

表4 公司营业收入分行业情况（单位：亿元）

项目	2023年1-6月		2022年		2020年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车零部件	4.96	65.72%	11.47	67.18%	9.43	56.83%
通讯电子电气	0.63	8.32%	1.71	10.03%	3.18	19.17%
建筑工程	0.65	8.61%	1.25	7.31%	1.42	8.56%
轨道交通扣件系统	0.51	6.73%	1.37	8.00%	1.23	7.42%
其他	0.80	10.63%	1.28	7.48%	1.33	8.02%
合计	7.55	100.00%	17.08	100.00%	16.59	100.00%

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司以境内销售为主，且主要集中在华东地区，主要系公司总部及主要生产基地位于南京，距离国内重要汽车生产基地上海较近，具有一定的区位优势。华东客户以汽车零部件领域客户为主，受益于新能源汽车订单增加，2022年华东地区销售收入增长，占营业收入的比重上升至53.86%。境外销售主要来自塑木环境工程材料，2022年销售收入占营业收入的比重为7.79%。

由于改性塑料产品种类繁多，产品具有定制化的特点，公司产品采取直接销售为主、内外销兼顾的销售模式。公司根据客户对产品功能及性能提出的要求，组织生产并交付，在销售产品的同时对下游客户提供技术支持服务，对于战略合作客户会提前介入到其产品研发设计阶段，提供改性塑料材料应用的优化解决方案。在国外销售方面，公司通过直接销售和贸易销售相结合的模式进行产品销售，并给予国外贸易商客户一定的技术支持。在信用政策方面，公司通常给予客户的信用期限为30-90天不等，主要采取银行转账和6个月银行承兑汇票相结合的结算方式。公司产品定价主要考虑生产成本、供货量、产品性能、可靠性和稳定性等方面，同时根据原材料价格变动进行调价，通常以季度定价为主，客户根据原材料价格变动、产品性能、市场供求关系等因素与公司谈判确认下一季度各产品牌号的采购价格。

从公司主要产品产销情况来看，得益于新能源汽车景气度较高，需求增长影响，2022年度高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯产品销量上升；受到俄乌战争等国际形势影响，塑木型材国际市场需求萎缩，出口下降，塑木环境工程材料销量同比下滑。因改性塑料产品具有定制化特点，公司产销率仍维持

在较高水平，但随着IPO募投项目产能逐步爬坡，主要产品产销率被动出现不同程度下滑。从产品单价来看，2022年下半年以来，受国际原油价格下跌，原材料市场价格回落影响，2022年公司高性能改性尼龙和高性能合金及其他材料的销售均价同比有所下降。

表5 公司主要产品销售情况（单位：吨、万元/吨）

产品类别	项目	2022年	2021年
高性能改性尼龙	销量	35,522.18	33,553.32
	销售均价	1.91	1.92
	产销率	94.47%	102.70%
高性能工程化聚丙烯	销量	65,624.65	63,080.04
	销售均价	0.96	0.95
	产销率	100.21%	100.27%
高性能合金及其他材料	销量	8,976.21	8,266.67
	销售均价	2.06	2.13
	产销率	95.44%	97.09%
塑木环境工程材料	销量	16,376.43	20,122.20
	销售均价	0.76	0.71
	产销率	99.33%	98.07%

资料来源：公司提供

在客户集中度方面，近年来前五名客户的销售金额占当期营业收入的比例在15%左右，客户较为分散。汽车行业的客户通常是经过各汽车零部件厂商进行供应，故公司的主要客户包括汽车零部件供应商浙江致威电子科技有限公司、乔路铭科技股份有限公司、江苏朗信电气有限公司等及轨道交通扣件系统供应商河北富跃铁路装备有限公司等，另有部分对长城汽车股份有限公司等汽车主机厂的直接供货。

表6 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占营业收入的比例
2022年	河北富跃铁路装备有限公司	6,456.44	3.78%
	浙江致威电子科技有限公司	4,989.77	2.92%
	长城汽车股份有限公司	3,961.03	2.32%
	江苏朗信电气有限公司	3,795.75	2.22%
	重庆思普宁塑胶制品有限公司	3,402.84	1.99%
	合计	22,605.83	13.24%
2021年	铭胜实业有限公司	10,855.54	6.54%
	河北富跃铁路装备有限公司	5,427.56	3.27%
	河北铁科翼辰新材科技有限公司	4,309.63	2.60%
	乔路铭科技股份有限公司	3,914.49	2.23%
	浙江致威电子科技有限公司	3,592.83	2.17%
	合计	28,100.05	16.93%

注1：铭胜实业有限公司销售收入金额包括铭胜实业有限公司、铭景实业有限公司；

注2：乔路铭科技股份有限公司销售收入金额包括乔路铭科技股份有限公司、宁波驰航贸易有限公司、成都双胜汽车零部件有限公司、宁波鑫胜汽车零部件有限公司；根据乔路铭 2023 年 2 月 27 日的《公开转让说明书》，2021 年 11 月乔路铭对成都双胜汽车零部件有限公司、宁波鑫胜汽车零部件有限公司（2022 年 9 月更名为宁波惠程贸易有限公司）与汽车零部件相关的业务进行了同一控制下的业务合并；

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

资料来源：公司提供

公司营业成本中直接材料占比高，在上游原材料价格变动传导滞后及下游客户需求、同行业竞争对手等因素综合影响下，面临较大的成本控制压力，2022年到2023年上半年主要原材料采购价格持续下行，公司成本端压力有所缓解；但公司采购量较大的PP供应商以大型石化企业为主，较为强势，随着原材料采购量提升，预付货款及现金结算模式对公司的原材料库存管理及采购策略提出了更高要求

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

从主要原材料采购情况来看，PP、PA等塑料材料的采购金额占比相对较大。采购单价方面，2022年，俄乌危机升级拉动油价大幅增长，随后在通胀预期下高位回落，下游市场需求萎缩，PP、PA等基础材料价格走跌；2023年上半年，制造业回暖弱于预期导致需求修复不佳，叠加高通胀压力下，出口出现较为明显的减量，PP、PA等基础材料价格低位震荡。公司主要原材料采购价格同市场价格变化趋势一致，2022年以来主要原材料采购价格持续下行，公司成本端压力有所缓解。

为应对原材料价格波动的影响，公司与主要供应商签订年度或较大数量的供货合同、采取战略采购策略来锁定原材料价格；在原材料价格下行期，适当增加资金多进行战略采购，降低原材料价格波动风险。但受价格调整机制影响，在原材料成本下降时，公司产品价格下调的幅度通常小于原材料价格的降幅，原材料价格上升时，由于价格调整的滞后性，以及受下游客户需求、同行业竞争对手等因素影响，公司无法将原材料波动风险完全转嫁给下游客户，公司面临成本控制压力。2023年7月以来，宏观利好政策频出带动需求回升，且高原油价支撑下成本端偏强，PP、PA等原材料价格逐步走强，公司或面临一定的成本控制压力。此外，近年来部分改性塑料企业积极布局产业链上游，随着产业链延伸带来的上下游一体化规模优势，预计这类企业在抵御原材料价格波动方面将拥有更明显的相对优势，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力。

表7 公司主要原材料采购情况（单位：万元，万元/吨）

项目	采购模式	2023年 1-6月		2022年		2021年	
		金额	单价	金额	单价	金额	单价
PP	石化公司直采或比价采购	14,987.20	0.70	38,525.14	0.75	35,929.03	0.78

PA	厂家直采或比价采购	15,063.76	1.37	38,805.02	1.62	44,385.43	1.98
玻纤	厂家直采	4,275.47	0.52	9,788.36	0.61	9,022.87	0.57
合金	石化公司直采或比价采购	1,551.25	1.29	4,923.64	1.54	5,483.37	2.00
合计	-	35,877.68	-	92,042.16	-	94,820.70	-

资料来源：公司提供

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

公司采购量较大的PP供应商以大型石化企业为主，随着业务规模的扩大，原材料采购量的提升，预付货款及现金结算模式下原材料采购备货将对资金链形成较大压力，对公司的原材料库存管理及采购策略提出了更高的要求；近年来公司经营活动净现金流波动较大，2021-2022年及2023年1-6月经营活动产生的现金流量净额为-0.57亿元、0.28亿元和-0.24亿元，其中，购买原材料支付的现金分别为10.74亿元、10.69亿元和5.17亿元。

近年来公司积极扩产，产能规模持续增长，高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯产能利用率较高；但需关注公司所处行业集中度较低、竞争较为激烈，而公司产能规模在行业内仍相对偏小，预计短期内公司与行业头部企业仍将存在产能差距，且随着同行业上市公司纷纷扩产，公司或将面临竞争加剧下的产品调价风险及项目投产后产能消化风险

公司的产品需根据客户的个性化需求专门定制，主要采取“以销定产”的生产模式，根据客户订单安排生产计划。

公司改性塑料产品的生产基地主要包括公司本部和扬州，其中本部产能占比相对较高，地处南京市江北新区智能制造产业园，塑木环境建筑工程材料主要由子公司聚锋新材负责。随着首次公开发行股票募投项目逐步投产及新增生产设备，近年公司各主要产品的产能均有所提升；截至2022年末，公司改性塑料设计产能14.5万吨，塑木型材设计产能3万吨。从产能利用率来看，公司高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯的产能利用率相对较高，而高性能合金及其他材料受产能提升影响，2022年产能利用率下滑幅度较大；塑木环境工程材料以外销俄罗斯和欧洲市场为主，受俄乌战争对市场和运输物流冲击影响，公司减产相关产品，产能利用率有所下滑。

表8 公司主要产品产能情况（单位：吨）

产品类别	项目	2022年	2021年
------	----	-------	-------

高性能改性尼龙	产能	50,500.00	40,000.00
	产量	37,599.73	32,670.44
	产能利用率	74.45%	81.68%
高性能工程化聚丙烯	产能	74,200.00	70,000.00
	产量	65,486.17	62,908.43
	产能利用率	88.26%	89.87%
高性能合金及其他材料	产能	20,300.00	14,000.00
	产量	9,405.23	8,514.33
	产能利用率	46.33%	60.82%
塑木环境工程材料	产能	30,000.00	30,000.00
	产量	16,487.00	20,517.20
	产能利用率	54.96%	68.39%

资料来源：公司提供

截至2023年7月末，公司主要在建、拟建项目总投资规模为2.42亿元，均为本期债券募投项目，尚需投资基本可由本期债券募集资金覆盖。其中，年产5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目总投资规模为1.34亿元，预计产能包括年产1.5万吨的特种工程塑料产品以及年产3.5万吨改性材料（包括1.8万吨改性聚丙烯和1.7万吨合金）；年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目将建设，建设内容为包括新建厂房并投入生产设备，新增的碳纤维复合材料产品主要是以树脂为基体、以碳纤维或碳纤维织物为增强体的复合材料，应用于航空航天、轨道交通和汽车等领域，需关注后续的市场拓展情况。

随着在建、拟建项目的逐步投产，公司改性塑料产能将显著上升，虽然公司改性塑料生产线在不同产品之间具有通用性，但未来需持续关注在建、拟建项目建设进度及市场竞争情况带来的产能消化问题，此前IPO项目之一“汽车轻量化用聚丙烯新型功能材料生产线建设项目”已于2021年6月达到预定可使用状态正式进入投产，受改性塑料行业自身竞争加剧和下游行业压缩成本的等市场环境因素影响，该项目未实现预期收益。

表9 截至 2023 年 7 月末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元、吨）

项目主体	项目名称	主要产品	总投资	已投资	投资进度	在建产能	主要资金来源
安徽聚兴隆新材料科技有限公司	年产 5 万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目	特种工程塑料产品、改性聚丙烯、合金	13,422.74	3,596.33	26.79%	50,000	拟使用本期债券募集资金 1.22 亿元、自筹资金
安徽聚兴隆新材料科技有限公司	年产 30 吨碳纤维复合材料生产线建设项目	碳纤维复合材料的生产线	10,750.31	0.00	0.00%	30	拟使用本期债券募集资金 0.96 亿元、自筹资金
-	合计	-	24,173.05	3,596.33	14.88%	-	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司所处行业集中度较低、竞争较为激烈，与杜邦公司、陶氏公司等跨国公司及金发科技、普利特等国内上市公司相比，公司在产能和市场占有率等方面均存在一定的差距，虽然近年公司通过在建或拟建项目逐步提升改性塑料产能，但多数同行业上市公司规划产能均已达到30万吨以上，预计短期内公司与行业头部企业仍将存在产能差距。此外，同行业上市公司针对汽车轻量化均在布局改性塑料产品扩产，公司或将面临竞争加剧下的产品调价风险及产能消化风险。

图4 同行业上市公司市场占有率情况

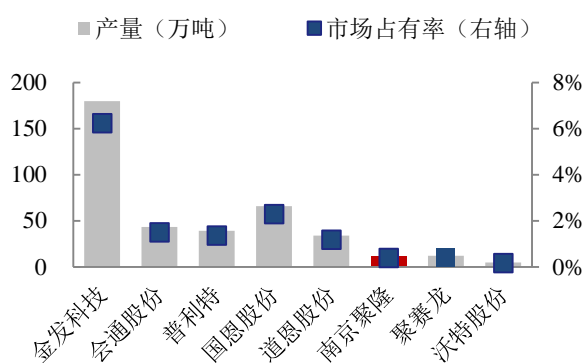


表10 截至 2022 年末同行业上市公司改性塑料系列产品产能情况 (单位: 万吨)

公司名称	产量	设计产能	在建产能
金发科技	179.76	211.10	7.00
会通股份	43.30	45.04	24.01
普利特	39.25	40.00	-
道恩股份	65.96	68.50	-
国恩股份	34.11	36.00	22.00
南京聚隆	11.25	14.50	5.00
聚赛龙	12.11	27.00	13.00
沃特股份	4.73	10.41	1.70

注：2022 年改性塑料产量 2,884 万吨为中商产业研究院预测数。

资料来源：各公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

资料来源：各公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

六、财务分析

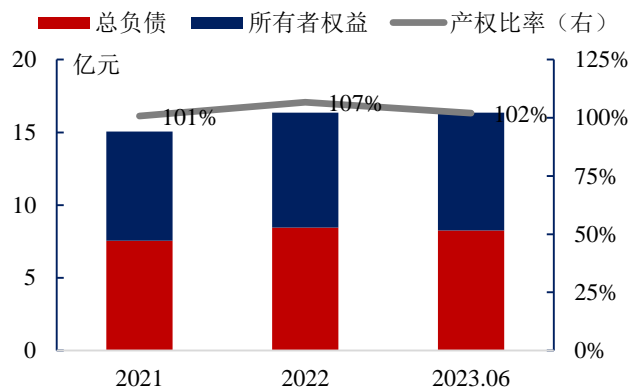
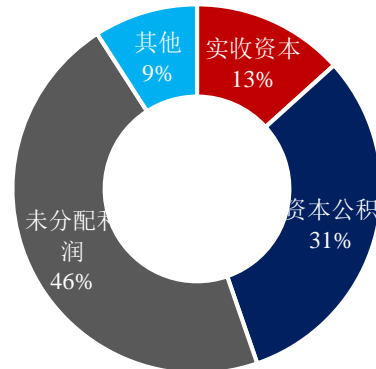
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资本实力与资产质量

负债驱动下公司总资产规模持续增长，但公司经营中议价弱勢导致的应收款项占比高，应收下游中小规模企业款项存在一定坏账风险

2022 年得益于盈余积累，公司所有者权益持续增长，但同期公司经营规模扩大及产能扩张布局，推动负债规模增长，负债驱动下公司产权比率抬升至 106.75%。截至 2023 年 6 月末，公司所有者权益主要由股本、IPO 募集资金溢缴金额产生资本公积及未分配利润构成。

图5 公司资本结构

图6 2023年6月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产结构以存货及应收款项构成的流动资产为主。随着经营规模的扩张，2022年末公司应收款项（包括应收账款、应收票据及应收款项融资）呈上升态势，其中，应收票据以商业票据为主，应收账款账龄较短，1年以内的款项占比94.19%，主要应收对象为公司长期合作的汽车零部件厂；2022年末公司计提应收账款坏账准备5,607.01万元，计提比例为10.59%，其中，2022年按单项计提的应收账款坏账准备为902.10万元，主要系中小规模客户涉诉、资不抵债等所致，需持续关注中小规模客户的坏账风险。由于经营过程中下游客户货款结算方式主要为银行承兑汇票，公司收到的银行承兑汇票一般用于背书或贴现，2022年已背书或贴现的金额达4.12亿元，2022年末应收款项融资余额为1.22亿元，均为银行承兑汇票，风险较小。

公司存货主要由原材料、库存商品、发出商品构成，三者占存货余额的比例均在90%以上，因公司主要采取“以销定产”的生产销售模式，自制半成品的金额较小。随着2022年下半年PP、PA原材料价格有所回落，公司进行战略采购增加原材料的备货量，原材料账面价值大幅增加，带动存货账面价值同比增长8.30%；同期，汽车零部件订单于2022年下半年放量，但受客户收货验收周期影响，期末库存商品有所增加。

表11 公司存货构成情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	17,361.03	50.71%	13,521.40	42.84%
自制半成品	279.81	0.82%	745.58	2.36%
库存商品	11,418.67	33.35%	9,760.50	30.93%
发出商品	5,176.76	15.12%	7,533.08	23.87%
小计	34,236.27	100.00%	31,560.57	100.00%
跌价准备	490.73	-	399.99	-
合计	33,745.55	-	31,160.58	-

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

固定资产主要系公司生产所需机器设备和生产车间等，在建工程主要系公司在建厂房和安装设备等；随着IPO募投项目陆续完工转入固定资产，2022年末公司固定资产账面价值同比增长19.66%，在建工程账面价值同比大幅下滑，但需关注公司产线产能利用率下降，固定资产折旧或影响盈利水平。随着公司经营规模扩大，公司营运资金需求增加所致，2022年末货币资金余额同比有所下滑。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.60	3.66%	0.93	5.66%	1.18	7.82%
应收账款	4.47	27.35%	4.75	29.07%	4.32	28.68%
应收票据	0.37	2.28%	0.37	2.23%	0.43	2.83%
应收账款融资	1.33	8.16%	1.22	7.45%	0.84	5.61%
存货	3.38	20.65%	3.37	20.63%	3.12	20.68%
流动资产合计	10.72	65.58%	10.97	67.08%	10.44	69.31%
固定资产	4.36	26.63%	4.38	26.80%	3.66	24.31%
在建工程	0.16	0.98%	0.01	0.06%	0.20	1.30%
非流动资产合计	5.63	34.42%	5.38	32.92%	4.62	30.69%
资产总计	16.35	100.00%	16.36	100.00%	15.07	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年末，公司受限资产账面价值合计0.74亿元，占同期末总资产的比重为4.55%，另有账面价值1.34亿元的固定资产产权证书尚在办理中，需关注公司优质资产抵押受限对公司新增融资的影响。

表13 截至 2022 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	受限账面价值	受限比例	占总资产比重	受限原因	未办妥权证部分账面价值
货币资金	0.32	34.43%	1.95%	银行承兑汇票和银行借款保证金、信用证保证金、远期外汇交易合约保证金	-
应收票据	0.28	75.62%	1.69%	已质押给银行的银行承兑汇票，已背书尚未终止确认的商业承兑汇票	-
无形资产	0.02	5.32%	0.12%	借款抵押	-
固定资产	0.13	2.94%	0.79%	借款抵押	1.34
合计	0.74	-	4.55%	-	1.34

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

汽车零部件为公司最主要下游应用领域，得益于新能源汽车市场景气度较高且原材料价格下行，2022年公司盈利指标有所修复；但需持续关注激烈市场竞争下调价压力及主要原材料价格走强带来的

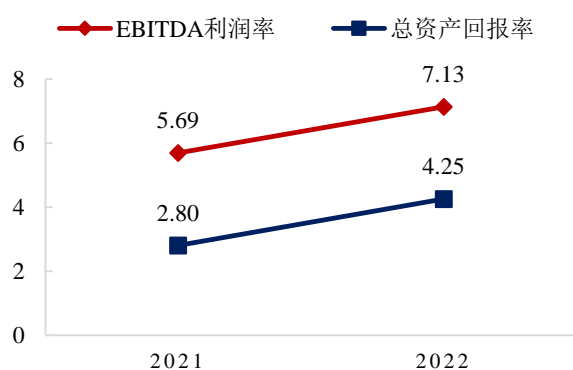
成本端控制压力

改性塑料属于需求驱动型行业，公司业绩与下游行业景气度关联较大。得益于新能源汽车市场景气度较高影响，汽车行业成为改性塑料需求增速最快的领域，2022年公司在新能源汽车改性材料销售收入大幅增加，2022年度公司实现营业收入17.08亿元，较去年同期增加2.9%。同期，受益于上游主要大宗原材料价格有所下降，公司主营产品毛利率回升，2022年公司毛利率同比回升1.55个百分点。2023年1-6月，公司实现营业收入7.55亿元，同比略减少3.73%，主要系原材料价格下滑带动产品售价下降所致。

利润构成方面，随着公司大力拓展下游应用市场及筹备可转债发行事项，2022年销售费用及管理费用带动期间费用规模持续增长，2022年公司期间费用率为5.82%，同比略有增长。随着公司对逾期账款计提减值，资产减值仍对利润形成一定侵蚀，2022年公司计提信用减值损失0.11亿元，同比下降43.57%。综合上述因素影响，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率有所修复。但和同行业上市公司对比，公司毛利率表现一般，主要系产品结构不同所致。

中证鹏元关注到，2023年以来政府部门持续出台政策扩大新能源汽车消费，随着新能源汽车渗透率上升，预计未来公司收入规模仍有一定增长空间。但需关注的是，同行业上市公司针对汽车轻量化和新能源汽车均在布局改性塑料产品扩产，需关注激烈的市场竞争及行业产能扩张下产品价格下调压力；且2023年下半年以来，公司主要原材料价格逐步走强，需关注成本端控制压力对公司盈利的冲击。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

表14 同行业上市公司毛利率对比（单位：%）

公司简称	2021年	2022年
金发科技	16.62	15.20
普利特	10.84	14.18
道恩股份	12.24	9.76
国恩股份	14.75	13.13
沃特股份	15.15	15.05
会通股份	9.44	10.47
聚赛龙	12.39	10.23
平均值	13.06	12.58
南京聚隆	11.55	13.10

资料来源：Wind，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着公司经营规模扩大且采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求，2022年公司债务规模进一步增长，偿债指标表现一般

公司负债主要由经营性负债和有息债务构成，其中，以原材料、设备采购款为主的应付款项（包括应付票据和应付账款）呈现上升趋势；2022年，为提高资金使用效率，公司增加商业汇票使用，使得年末应付账款和应付票据此消彼长。由于行业特性，公司对供应商多为现款现结模式，而销售端主要客户

回款周期较长，采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求；叠加经营规模扩大带来的资金需求提升，公司短期借款规模持续扩大。2022年末，公司总债务和总负债规模分别上升18.20%和11.71%。2023年6月末，公司加大对上游的结算力度，应付款项规模下降并带动总负债减少。

融资渠道方面，以保证借款为主的银行借款是公司最主要的融资渠道，2022年末占公司总债务的55.15%，另有一定规模的应付票据和少量租赁负债。银行借款授信方主要以建设银行、中国银行和交通银行等大型国有银行、中信银行、华夏银行等股份制银行和南京银行、宁波银行、南京紫金农商银行等地方性银行为主，利率区间为3.10%-5.00%。从期限结构来看，近年公司1年以内债务占比达95%以上，主要系下游资金占用较多，公司依赖于短期借款以满足日常营运及原材料采购资金需求。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.90	35.14%	2.72	32.17%	2.30	30.39%
应付票据	1.94	22.96%	2.32	27.47%	1.81	23.88%
应付账款	2.05	24.80%	2.22	26.28%	2.26	29.88%
流动负债合计	7.74	93.78%	8.02	94.92%	7.10	93.93%
长期借款	0.15	1.82%	0.05	0.59%	0.15	2.01%
递延收益	0.35	4.27%	0.36	4.30%	0.31	4.06%
非流动负债合计	0.51	6.22%	0.43	5.08%	0.46	6.07%
负债合计	8.26	100.00%	8.45	100.00%	7.56	100.00%
总债务	5.13	62.15%	5.18	61.39%	4.39	58.02%
其中：短期债务	4.98	60.34%	5.13	60.74%	4.24	56.02%
长期债务	0.15	1.82%	0.06	0.66%	0.15	2.01%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，得益于营业收入增加及原材料价格下行，2022年经营活动净现金流由负转正。投资活动现金流受理财产品购买和赎回影响较大，2022年受公司持续进行产能扩建和厂房建设影响，投资活动现金流出缺口进一步扩大。公司为匹配经营规模和厂房建设新增部分银行借款，但同期偿还到期债务较多，导致筹资活动现金流由正转负。2023年上半年，销售现金回款减少导致经营活动净现金流同比下降较多，产能扩建支付增加使得投资现金仍呈净流出态势。

从偿债指标来看，随着公司债务规模持续上升，公司资产负债率及总债务/总资本均有所上升；虽然EBITDA可保障对债务利息的支出，但经营现金流表现不佳使得现金流指标对总债务的保障能力仍较弱，整体偿债能力一般。

表16 公司现金流及杠杆状况指标

项目	2023年6月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-0.24	0.28	-0.57

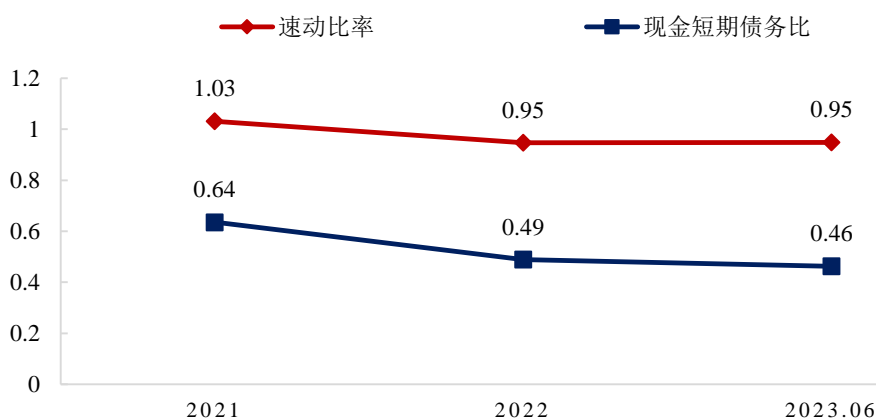
FFO(亿元)	0.37	0.85	0.73
资产负债率	50.48%	51.63%	50.18%
净债务/EBITDA	--	2.59	2.29
EBITDA 利息保障倍数	--	9.57	9.18
总债务/总资本	38.79%	39.59%	36.89%
FFO/净债务	--	27.10%	33.92%
经营活动现金流/净债务	-7.87%	8.81%	-26.16%
自由现金流/净债务	-16.16%	-15.13%	-44.08%

注：2023年6月及2021年经营活动净现金流/净债务及自由现金流/净债务为负，主要系公司经营活动净现金流为负所致；2021-2022年及2021年6月自由现金流/净债务为负，主要系自由现金流为负所致。

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，公司债务结构以短期债务为主，且受公司偿还较多债务及营运资金支出增加影响，货币资金有所下滑，2022年速动比率及现金短期债务比下探，2023年6月末现金短期债务比进一步下滑至0.46，公司存在较大的短期偿债压力。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年6月末，公司合计获得银行授信额度13.46亿元，已使用授信额度6.41亿元，剩余可使用授信额度7.06亿元，具有一定备用流动性；同时，公司作为A股上市公司，公司具备直接融资渠道。

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司面临一定的环保生产风险，近三年存在多起行政处罚事项

环保方面，公司主要生产环节是对各类塑料制品进行改性，制造过程中会产生少量的废水、废气、固体废弃物、噪声等污染物，不涉及构成重污染的情况。公司在生产环节加强管理，不断提高员工环保意识，强化监督检查，改善环境质量。但近三年子公司存在两起环保相关行政处罚事项：（1）2022年

8月，孙公司南京聚新锋因挥发性有机物废气未经有效处理直接排放而被处以行政处罚决定；（2）2022年12月，公司子公司聚隆扬州因产生含挥发性有机废气的生产和服务活动，未按照规定安装污防设施而被处以行政处罚。

社会方面，近三年子公司存在一起安全生产相关行政处罚事项，2021年9月，子公司聚锋新材存在安装安全防护设施设备不符合国家标准或行业标准的情况而被处以罚款人民币1.12万元的处罚，上述罚款已缴纳完毕。

公司治理方面，2020年7月，公司收到中国证券监督管理委员会江苏证监局（以下简称“江苏证监局”）出具的《江苏证监局关于对南京聚隆科技股份有限公司采取出具警示函监管措施的决定》（[2020]64号），就公司2020年3月6日发布的《股票交易异常波动公告》中“在股价异动公告中未披露聚丙烯熔喷专用料对主营业务收入占比较小的情况，也未说明是否会对公司业绩产生重大影响，信息披露不完整”的事项采取出具警示函的行政监管措施。同日，公司收到深交所出具的《关于对南京聚隆科技股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》，就针对上述事项对公司时任董事长刘曙阳、总裁陆体超、董事会秘书罗玉清给予通报批评处分。2021年8月，公司收到深交所创业板公司管理部出具的《关于对南京聚隆科技股份有限公司的监管函》（创业板监管函[2021]第118号），就公司2021年8月6日在深交所投资者关系互动平台的回复中“未准确、完整地说明公司相关产品与储能、新能源汽车业务领域的具体关系以及相关业务实际情况。”出具了监管函。

（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9月21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。

八、结论

公司系中国汽车、国内高铁轨道交通用改性塑料材料的主要供应商之一，在改性塑料行业具有一定的技术积累，下游已进入多家外资、合资及新能源汽车主机厂、一级零部件的采购体系；得益于新能源汽车市场景气度较高且原材料价格下行，带动公司营业收入持续增长；随着2023年以来政府部门持续出台政策扩大新能源汽车消费，预计未来对改性塑料的需求仍有支撑。但需要关注的是，改性塑料行业整体较为分散，产业集中度不高，竞争激烈，公司与行业头部企业存在较大产能差距；由于行业特性，公司对供应商多为现款现结模式，而销售端主要客户回款周期较长，采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求，短期债务压力较大，且在建、拟建项目产能释放、订单获取及盈利实现情况存在不确定性。

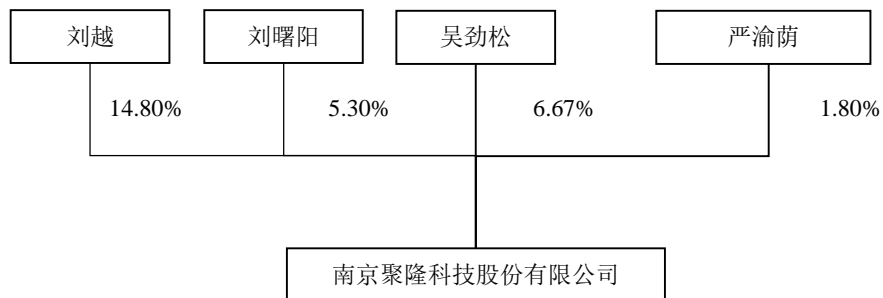
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“聚隆转债”的信用等级为A+。

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6月	2022年	2021年	2020年
应收账款	4.47	4.75	4.32	3.24
存货	3.38	3.37	3.12	2.95
流动资产合计	10.72	10.97	10.44	9.39
固定资产	4.36	4.38	3.66	1.98
非流动资产合计	5.63	5.38	4.62	4.21
资产总计	16.35	16.36	15.07	13.60
短期借款	2.90	2.72	2.30	1.40
应付票据	1.94	2.32	1.81	1.49
应付账款	2.05	2.22	2.26	2.21
一年内到期的非流动负债	0.14	0.09	0.13	0.10
流动负债合计	7.74	8.02	7.10	5.87
长期借款	0.15	0.05	0.15	0.23
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	8.26	8.45	7.56	6.32
总债务	5.13	5.18	4.39	3.22
所有者权益	8.10	7.91	7.51	7.29
营业收入	7.55	17.08	16.59	11.39
营业利润	0.34	0.54	0.28	0.72
净利润	0.32	0.54	0.30	0.61
经营活动产生的现金流量净额	-0.24	0.28	-0.57	0.15
投资活动产生的现金流量净额	-0.25	-0.59	-0.05	-0.32
筹资活动产生的现金流量净额	0.30	-0.10	0.59	0.37
财务指标	2023年6月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.64	1.22	0.94	1.14
FFO(亿元)	0.37	0.85	0.73	0.87
净债务(亿元)	3.03	3.15	2.16	0.59
销售毛利率	15.00%	13.10%	11.55%	18.36%
EBITDA 利润率	--	7.13%	5.69%	10.03%
总资产回报率	--	4.25%	2.80%	6.21%
资产负债率	50.48%	51.63%	50.18%	46.44%
净债务/EBITDA	--	2.59	2.29	0.52
EBITDA 利息保障倍数	--	9.57	9.18	21.58
总债务/总资本	38.79%	39.59%	36.89%	30.62%
FFO/净债务	--	27.10%	33.92%	147.27%
速动比率	0.95	0.95	1.03	1.10
现金短期债务比	0.46	0.49	0.64	0.98

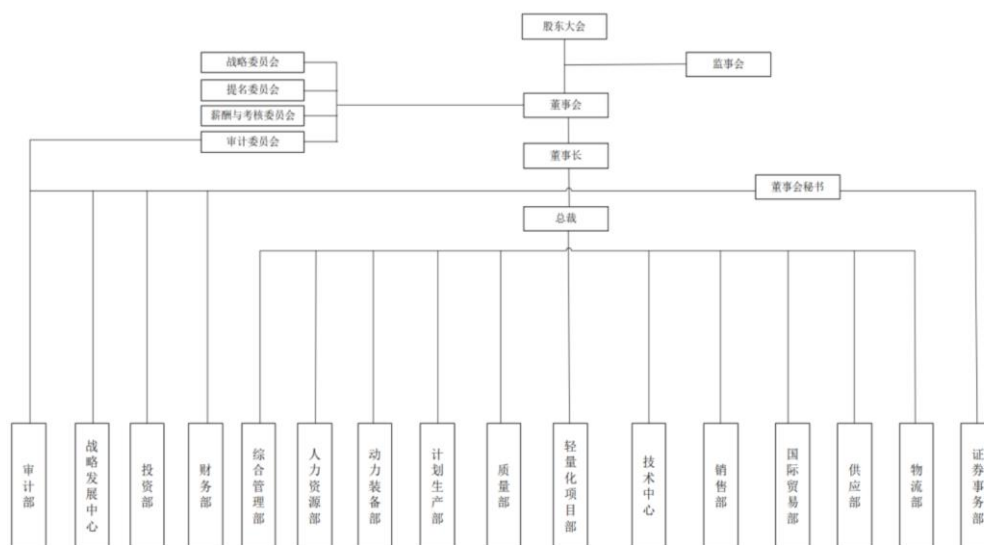
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

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

资料来源：公司提供

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
期间费用	销售费用+管理费用+财务费用
期间费用率	期间费用/营业收入

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。