



2022年杭州聚合顺新材料股份有限公司公 开发行可转换公司债券2024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，但不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

2022年杭州聚合顺新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券 2024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
聚合转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：目前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”）切片领域继续保持一定的市场竞争力，2023年公司业绩保持相对稳定，公司在建产能较大，对公司未来业务承接和规模扩张提供了支撑；同时中证鹏元也关注到，公司产品盈利能力较弱，EBITDA 利润率和总资产回报率持续走低，原材料价格波动较大，并且面临较大的资金压力和产能消化风险。

评级日期

2024年06月21日

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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	51.51	46.85	39.93	34.37
归母所有者权益	17.81	17.11	15.81	13.74
总债务	29.14	24.89	20.36	16.00
营业收入	16.39	60.18	60.37	54.05
净利润	0.82	2.17	2.40	2.39
经营活动现金流净额	-3.14	5.20	3.56	2.66
净债务/EBITDA	--	0.08	0.73	0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	14.65	23.81	6,102.26
总债务/总资本	59.21%	56.38%	53.42%	50.47%
FFO/净债务	--	1,259.50%	124.93%	208.95%
EBITDA 利润率	--	4.27%	4.45%	5.57%
总资产回报率	--	5.80%	7.73%	9.50%
速动比率	1.24	1.20	1.38	1.18
现金短期债务比	1.09	1.16	1.19	1.03
销售毛利率	7.94%	6.70%	6.26%	7.65%
资产负债率	61.02%	58.89%	55.54%	54.33%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告以及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司继续保持一定市场竞争力，2023 年公司业绩较为稳定，在尼龙 6 切片领域的市场占有率保持行业前列。**公司生产基地地区位位置较好，杭州基地距离下游产业链较近，滕州和常德生产基地距离原材料采购较近，为公司生产和销售提供了一定便利，此外公司产品品种丰富，2023 年产品总销量再创新高，营收规模保持平稳，市场占有率处于市场前列。
- **经营活动现金流表现良好。**公司产能有所扩张，但供给仍然紧俏，公司对大多数客户采取款到发货的形式，同时公司增加通过开具承兑汇票方式支付原材料采购款，2023 年经营活动产生的现金持续净流入且大幅增长，现金生成能力良好。
- **未来公司业务规模有望进一步扩大。**截至 2023 年末，公司在建项目较多，若项目全部顺利实施，公司年产能预计将继续大幅提升，对公司未来业务承接和规模扩张提供了支撑。

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，EBITDA 利润率和总资产回报率持续走低，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。
- **公司杠杆水平进一步上升，且面临较大的资金压力和产能消化风险。**公司 2023 年总债务规模持续上升，截至 2023 年末，公司在建项目合计尚需投资 13.31 亿元，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，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。我们认为公司业务规模持续扩大，未来随着在建产能陆续投产，业务规模有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。

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	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	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	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		aa-
外部特殊支持		0
主体信用等级		AA-

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 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。

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
聚合转债	2.04	2.0373	2023-06-06	2028-03-07

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2022年3月7日发行6年期2.04亿元可转换公司债，募集资金计划用于年产18万吨聚酰胺6新材料项目。截至2024年5月24日，本期债券募集资金专项账户余额为14.85万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司股东仍然主要是温州永昌控股有限公司（以下简称“永昌控股”）、海南永昌新材料有限公司（以下简称“永昌新材料”）¹和自然人傅昌宝，其中永昌控股和永昌新材料由傅昌宝全资控制，公司实控人为傅昌宝先生，公司注册资本和股本未发生变化。截至2024年3月末，公司注册资本为31,554.70万元²，实收资本31,556.53万元，实际控制人傅昌宝先生合计控制公司34.88%股权，公司股权结构图见附录二。截至2024年5月6日，永昌控股所持公司股份因为聚合转债提供担保而处于质押状态的股份共计1,977.00万股，占其所持股份32.83%，占总股本6.26%。截至2024年3月31日，累计26.20万“聚合转债”转为公司A股普通股，因转股而形成的股份数量累计为18,257股。2024年6月14日，公司发布公告，将转股价格由14.21元/股修正为13.93元/股，并于2024年6月21日生效，截至2024年6月14日，公司股票当天收盘价为10.94元/股。

2023年公司主营业务未发生变化，仍为销售不同类型的尼龙6切片，2023年及2024年1-3月公司合并范围新增子公司2家，合并范围减少1家子公司，具体如下表所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
山东聚合顺鲁化经贸有限公司	51.00%	5,000.00	贸易类	设立
聚合顺国际（香港）有限公司	100.00%	100万港币	贸易类	设立
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不纳入原因
山西聚合顺新材料有限公司	100.00%	5,000.00	尼龙新材料生产销售	注销

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

¹温州市永昌贸易有限公司于2023年更名为海南永昌新材料有限公司

²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2024年3月末实收资本金额

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

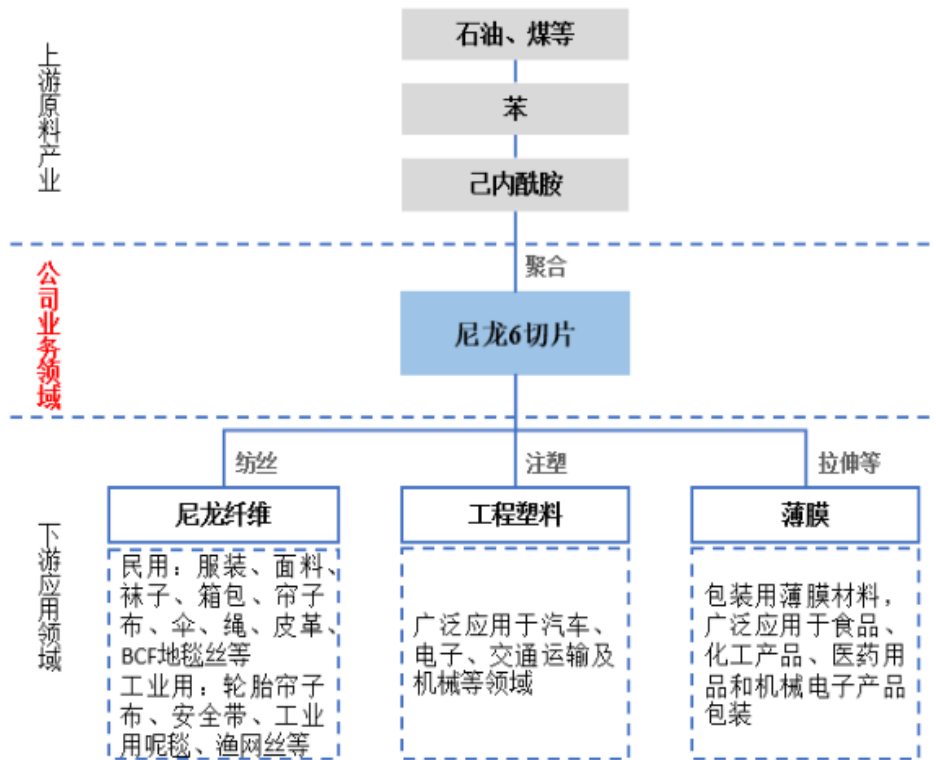
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业经济环境

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

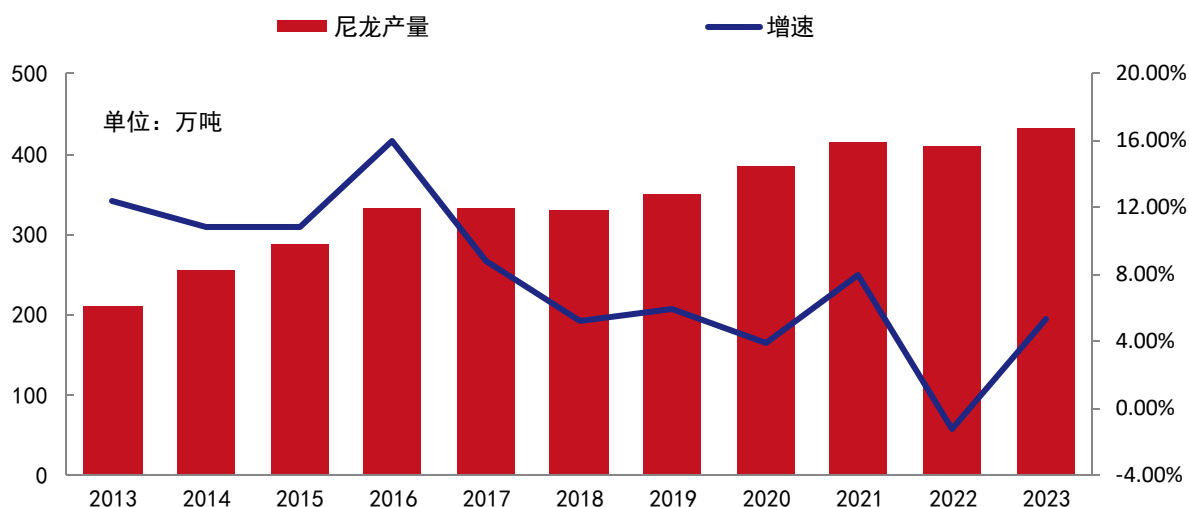
尼龙（Nylon）即聚酰胺，又被称为耐纶、锦纶（国内），简称PA，是分子主链上含有重复酰胺基团的热塑性树脂总称。主要有尼龙6、尼龙66、尼龙610、尼龙11和尼龙12五大品种，此外，还有尼龙1010、尼龙4、尼龙8等各种共聚改性尼龙，其中尼龙6和尼龙66的用量最大，约占尼龙总消费量的90%。尼龙6（PA6）下游应用领域广泛，目前主要用于尼龙纤维、工程塑料、薄膜等领域。

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

2013-2016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，得益于外部环境改善，完整产业链优势得以发挥，增速出现触底反弹，2022年下游纺织品内销市场需求不足，尽管进口额再创新高，尼龙产量首次呈现负增长，2023年下游市场有所回暖，尼龙产量重回增长行列。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 中国尼龙产量和增速情况


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	50.60
聚合顺	浙江杭州	51.00
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	40.50
江苏弘盛新材料股份有限公司	江苏海安	35.00
海阳科技股份有限公司 ³	江苏泰州	35.00
福建中锦新材料有限公司	福建莆田	35.00
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 ⁴	福建长乐	18.00
岳阳石油化工总厂化纤厂	湖南岳阳	16.00

³ 原名江苏海阳化纤有限公司

⁴ 原名长乐力恒锦纶科技有限公司

中仑塑业（福建）有限公司	福建泉州	14.50
合计	-	350.60

注：除聚合顺数据为公司提供，福建省力恒锦纶实业有限公司数据来自公司官网，其余厂家数据来源百川盈孚2024年5月最新数据库资料，或与其实际情况存在一定差异。

资料来源：百川盈孚，Wind，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，未来供需错配矛盾将进一步加剧，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，2020-2023年我国己内酰胺总产能仍然处于持续扩张，截至2023年末，根据百川盈孚数据统计，我国己内酰胺产能约649.00万吨/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。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，2020-2023年国内己内酰胺表观消费量分别为355.24万吨、380.53万吨、392.24万吨和460.03万吨，同比分别增长约13%、7%、3%和17%，2023年增速大幅上升。但近年国内己内酰胺产能增长较快，目前行业开工率不饱和，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60.0万吨/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，己内酰胺供需错配矛盾将进一步加剧，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

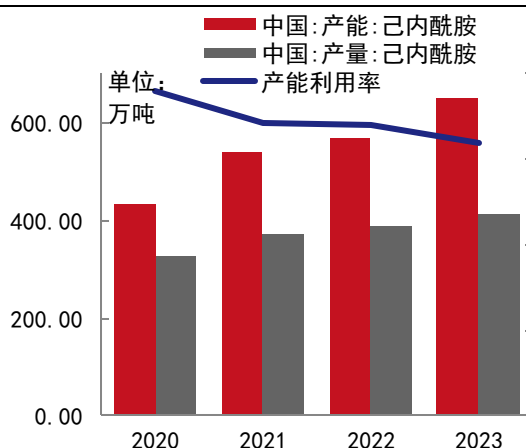
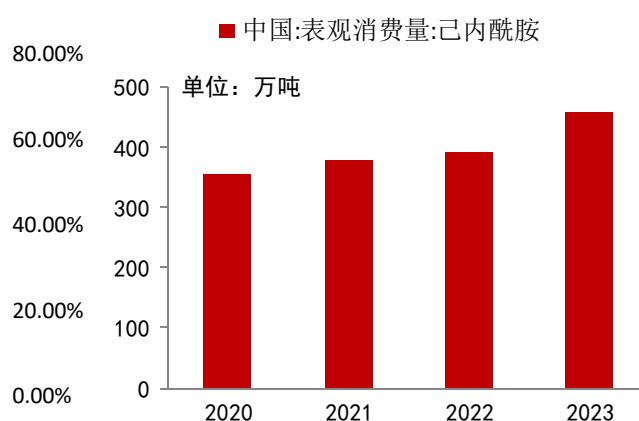


图4 国内己内酰胺表观消费量



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。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月达到顶峰逐渐回落。2023年原油价格呈现波动态势，受OPEC+成员和俄罗斯减产等因素影响，2023年7-9月原油价格持续冲高，并在第四季度回落，截至2023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 2020年以来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，2023年PA6切片价格整体处高位波动状态，2023年四季度PA6切片价格呈现上扬态势，并在2023年末再次突破1.4万元/吨。

图6 2020-2023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

公司定位差异化竞争策略，向细分市场延伸，产品品种丰富，主要生产基地毗邻下游市场，2023年公司营业收入保持相对稳定，具有一定市场竞争力

公司主要从事不同类型的尼龙6切片，针对不同的下游应用领域，公司的主要产品包含纤维级切片、工程塑料级切片、薄膜级切片三大类，2023年受益于户外服饰为代表的中高端民用纤维应用领域需求旺盛，2023年公司纤维级切片销量和营业收入大幅上升，但工程塑料级切片和薄膜级切片收入有所下降，综合影响下，公司营业收入保持相对稳定。从毛利率角度来看，公司产品结算价格主要是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，2023年由于单位产品毛利相对较高的纤维级切片所占份额有所增加，公司产品毛利率水平有所提高，但各类产品毛利率水平仍较低，整体盈利能力较弱，且期间费用上涨较快，公司利润水平有所下降。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	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	11.49	70.13%	8.68%	40.07	66.62%	7.32%	28.55	47.32%	6.70%
工程塑料级切片	4.68	28.58%	6.11%	18.47	30.71%	5.31%	26.61	44.11%	5.45%
薄膜级切片	1.86	1.14%	5.78%	1.28	2.12%	1.35%	4.72	7.83%	6.33%
其他	0.02	0.15%	27.55%	0.33	0.55%	27.47%	0.45	0.74%	23.94%
合计	16.39	100.00%	7.94%	60.14	100.00%	6.70%	60.32	100.00%	6.25%

资料来源：2022-2023年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

公司主要营业收入仍然是由国内市场贡献，2023年境内销售业务收入占比超过90%，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，华东区域的浙江、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一，2023年公司在华东地区销售金额达到51.41亿元，占当年销售收入80%以上，而公司主要生产基地杭州生产基地地处浙江，距离下游客户较近，为公司销售提供了便利。

海外市场方面，2023年受到海外市场竞争加剧的影响，公司境外业务收入显著下降，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。2023年公司对境外销售毛利率水平为10.54%，对境外销售盈利水平相对较高，但由于海外市场竞争激烈，毛利率水平较2022年存在一定程度下降。且需要注意的是，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继续下降。

表4 公司主要产品销售区域分布情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
境内	56.26	93.56%	52.63	87.25%
其中：华东	51.41	85.46%	42.72	70.81%
其他地区	4.85	8.07%	9.89	16.39%
境外	3.88	6.44%	7.69	12.75%
合计	60.14	100.00%	60.32	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司产能规模继续扩张，产能规模位居行业前列，同时产能利用率和产销率保持较高水平，公司在建产能规模较大，未来业务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

随着公司多年的产能扩张，公司产能规模位于行业前列，目前公司主要生产基地位于浙江杭州公司本部（产能26万吨）、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”，产能7万吨）和山东滕州鲁化基地（产能18万吨）。可转债项目位于山东滕州鲁化基地年产18万吨聚酰胺6切片项目已于2023年6月全部转固，并于2023年10月释放产能，2023年公司全年产能为49.59万吨/年⁵，受益于下游需求的旺盛，公司产品销售情况较好，产能利用率继续保持较高水平。同时公司主要采取“以销定产”的生产方式，部分小产量型号产品辅以“以产定销”的生产方式，因此公司2023年产销率水平继续维持较高水平。

表5 公司产能及产能利用率（单位：万吨/年，万吨）

项目	2023年	2022年
产能	49.59	43.23
产能利用率	95.17%	98.74%
产销率	101.25%	99.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司继续通过扩建生产基地扩大产能，山东鲁化项目二期位于滕州，由子公司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，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”）筹建高端尼龙项目，计划在山东淄博建设年产8万吨尼龙新材料（尼龙66）项目以满足公司产品多元化、高端化发展。尼龙66产品在国内仍然处于快速发展阶段，且尼龙66切片毛利率水平远高于尼龙6切片，预计尼龙66项目生产线建成将有效提高公司盈利水平。而尼龙6切片产品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，但目前公司在建新增产能项目投资进展较慢，若以上项目均顺利建设完成，预计公司产能规模将大幅扩大，对公司新增产能的消化带来较大挑战。同

⁵ 产能数值为公司当年有效产能，新完工产线按照产能完工释放时间比例计入产能数据

时，在建项目尚需投资合计13.31亿元，较大的资本支出需求将给公司带来较大资金压力。

表6 截至 2023 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	预计投产时间
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	0.28	山东淄博	2025 年
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	0.30	浙江杭州	2024 年
山东鲁化项目二期	22.00	自有资金	5.50	1.68	山东滕州	2026 年
小计	42.40	-	15.57	2.26	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受纤维级切片下游产品需求旺盛影响，叠加公司新增产能继续释放，公司2023年产品销量再创新高，受到原材料己内酰胺价格波动较大影响，公司产品价格较高点明显回落

公司主要产品类型仍然为纤维级切片、工程塑料级切片和薄膜级切片，主要采取“年度供货”和“现货销售”两种销售模式。年度供货即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。现货模式即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。2023年公司主要产品销售量仍然呈现增长态势，但是产品销售结构有所变化，纤维级切片销售量显著提升，同比增长49.52%，工程塑料级和薄膜级切片均出现不同程度销售量下滑，主要系户外服饰为代表的中高端民用纤维应用领域需求旺盛，公司产能全力保障纤维级切片的生产，工程塑料级切片产品的生产安排有所下降，同时薄膜级切片销售均为“现货销售”模式，无年度协议客户，月需求量存在较大变动，2023年销售数量波动较大，出现较大的销量下滑。2024年1-3月，公司共销售切片12.10万吨，较去年同期上涨16.01%，纤维级切片营业收入占比70%，占比继续提升。

表7 公司主要产品销售情况（单位：万吨）

主要产品	2023 年	2022 年
纤维级切片	31.46	21.04
工程塑料级切片	15.16	20.26
薄膜级切片	0.96	3.50
其他产品	0.21	0.26
合计	47.78	45.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，2022年己内酰胺整体仍处于高位波动态势，公司主要产品价格虽小幅下降，但仍然保持较高水平，2023年以来

己内酰胺价格较2022年高点明显回落。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，2023年，公司纤维级切片单位产品毛利出现小幅上升，工程塑料级切片单位产品毛利受到下游市场影响，单位毛利出现一定幅度的下滑，而薄膜级切片由于均采用“现货销售”模式，无年度协议客户，下游需求相对不稳定，为间歇式生产，若产品于原材料己内酰胺价格高位月份生产，在价格低位月份销售，会导致薄膜级切片产品毛利空间受挤压，因此薄膜级产品单位毛利随市场行情波动较大，2023年单位产品毛利明显下滑。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，生产过程中的成本精细化控制和提高产品竞争力对公司盈利尤为重要。

表8 公司主要产品单价和毛利率情况（单位：元/吨）

主要产品	项目	2023年	2022年
纤维级切片	单价	12,737.29	13,567.34
	单位产品毛利	932.90	909.09
	毛利率	7.32%	6.70%
工程塑料级切片	单价	12,181.27	13,135.33
	单位产品毛利	646.40	715.73
	毛利率	5.31%	5.45%
薄膜级切片	单价	13,343.08	13,481.71
	单位产品毛利	179.69	852.83
	毛利率	1.35%	6.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户集中度来看，2023年公司前五大客户销售额占年度销售总额的比重为38.79%，占比不高。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”），公司2021-2023年分别对其销售额6.45亿元、5.20亿元和9.61亿元，占年度销售额的比重分别为11.82%、8.61%和15.96%。2019-2021年华鼎股份连续亏损，且存在其控股股东三鼎控股集团有限公司（简称“三鼎控股”）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⁶，2022年控股股东重整后，华鼎股份2022-2023年业绩扭亏为盈。公司主要采用预付销售，截至2023年末公司无对华鼎股份应收账款款项，尽管目前公司产品供给较为紧俏，但华鼎股份销售占比较高，需持续关注华鼎股份的经营情况。

公司产品定价模式可将原材料己内酰胺价格波动风险部分转嫁给下游客户，2023年己内酰胺价格

⁶ 2022年根据控股股东三鼎控股重整计划，真爱集团有限公司（以下简称“真爱集团”）以重整投资人的身份收购三鼎控股8.51%的股票，并以现金方式归还三鼎控股对公司的资金占用款和利息，真爱集团成为华鼎股份控股股东，同时华鼎股份在2022年和2023年扭亏为盈。

仍处于高位波动，或对下游尼龙产业需求有所抑制，行业周期性波动或对公司业务拓展带来一定影响；公司供应商集中度仍处在较高水平

己内酰胺是聚合生成尼龙6切片的最主要的原材料，且己内酰胺的成本占尼龙6切片生产成本的90%左右，因此尼龙6切片的价格与己内酰胺的价格高度相关。己内酰胺主要从原油、纯苯、甲苯等原材料中提取，其市场价格易受石油市场波动而出现较大幅度的波动。公司多处生产基地位于原材料生产商附近，常德生产基地比邻中石化巴陵石油化工有限公司己内酰胺生产基地，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有限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，为公司成本节约和产品生产提供了一定便利。

采购模式方面，公司采用的仍然是“年度采购协议”和“一单一谈”两种，在采购结算模式方面，根据行业惯例，公司采购己内酰胺仍然主要采取款（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。2023年公司采购的己内酰胺价格继续下降，但仍然处于较高水平。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。

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	2023年	2022年
采购数量	47.06	44.74
金额	52.06	52.27
平均单价	1.11	1.17
占原材料采购总额的比例	97.73%	98.16%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与主要供应商合作时间长，关系较为稳定，主要供应商包括兖矿鲁南化工有限公司、中国石化化工销售有限公司和南京福邦特东方化工有限公司等，2023年前五大供应商采购金额占比为81.97%，前五大供应商集中度继续提升，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情况

供应商	2023年	2022年
第一名	30.45%	19.97%
第二名	17.43%	15.05%

第三名	14.29%	13.00%
第四名	13.29%	12.49%
第五名	6.51%	7.83%
合计	81.97%	68.33%

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

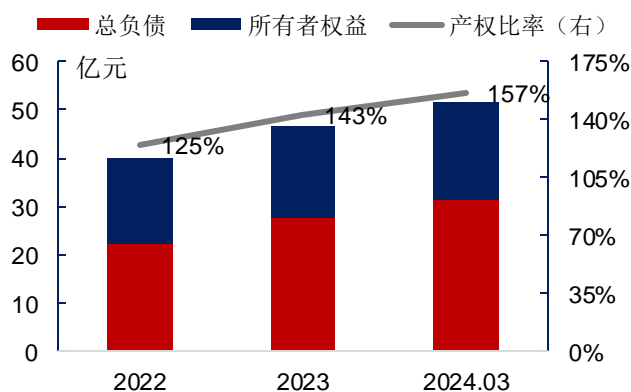
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告和未经审计的2024年1-3月财务报表，报告采用新会计准则编制。2023年公司合并范围内新增两家子公司，2024年1-3月公司合并范围减少一家子公司，详见表1。

资本实力与资产质量

公司资产和负债规模继续扩张，产权比率保持上升，整体以流动性资产为主，货币资金占比较高，资产流动性仍较好

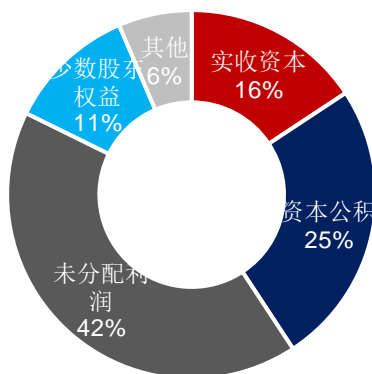
2023年公司业务规模持续扩张，公司总负债和所有者权益规模继续增长，资产结构仍然保持以流动资产为主，截至2024年3月末，公司产权比率为156.53%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 7 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司业务仍然处于扩张期，叠加公司积极开展融资活动影响，公司资产规模持续扩大，公司资产整体仍以流动资产为主。

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融资的规模增加，2023年公司货币资金保持增长，截至2023年末，公司11.37亿元货币资金使用受限，主

要为银行承兑汇票保证金，受限比例为54.45%。2023年公司应收款项融资规模扩大较快，主要系当期纤维级切片产品销售规模增长较快，而纤维级切片产品客户以年约客户为主，通常使用银行承兑汇票支付货款为主，2023年末公司应收款项融资均为银行承兑汇票。2023年公司应收账款规模有所下降，主要系对账期较长的海外客户销售金额下降导致，公司一贯采取的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的账期，应收账款规模占公司营业收入的比重始终较低，且99%以上应收账款账期在一年以内，2023年末前五大应收对象合计占应收账款余额的54.71%。公司预付款项主要系对原材料己内酰胺的采购款项，2023年公司预付款项金额小幅增长。公司存货以原材料和库存商品为主，2023年公司存货规模相对有所下降，主要系公司为应对波动较大的己内酰胺价格，适当控制了库存水平所致。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.23	37.34%	20.88	44.56%	18.47	46.26%
应收账款	1.37	2.66%	0.75	1.61%	1.71	4.29%
应收款项融资	7.50	14.55%	5.52	11.77%	1.63	4.07%
预付款项	2.63	5.11%	1.87	3.99%	1.78	4.46%
存货	4.41	8.56%	2.48	5.29%	3.61	9.05%
其他流动资产	1.36	2.65%	1.15	2.44%	1.49	3.73%
流动资产合计	37.17	72.16%	32.68	69.75%	29.00	72.64%
固定资产	9.23	17.91%	9.37	20.00%	6.13	15.35%
在建工程	2.97	5.77%	2.67	5.71%	3.72	9.33%
无形资产	2.04	3.97%	2.05	4.37%	0.98	2.44%
非流动资产合计	14.34	27.84%	14.17	30.25%	10.93	27.36%
资产总计	51.51	100.00%	46.85	100.00%	39.93	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

非流动资产方面，随着公司本期募投项目年产 18 万吨聚酰胺 6 切片项目产线完工从在建项目转入固定资产，子公司常德聚合顺拍卖取得相关聚合生产线，2023 年公司固定资产规模继续增长；截至 2023 年末，公司主要在建项目是年产 8 万吨尼龙新材料（尼龙 66）项目、山东鲁化项目二期以及年产 12.4 万吨尼龙新材料项目，受到募投项目的转固以及其他在建项目进度缓慢的影响，2023 年公司在建工程规模有所下降。

盈利能力

2023年随着公司产品销售价格下降以及期间费用的增加，公司营业收入和利润水平均有小幅下降，产品盈利能力仍然较弱，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

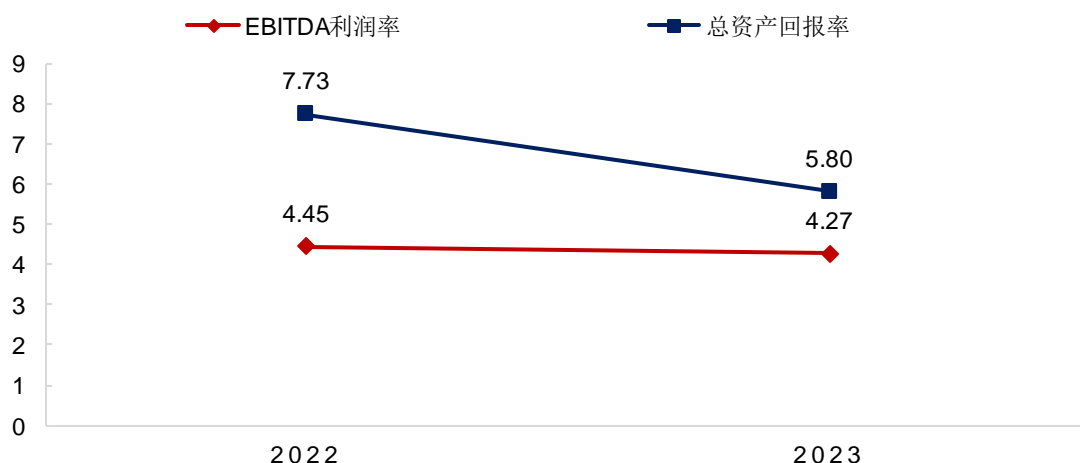
尽管2023年公司销量再创新高，但平均产品价格有所下降，使得公司2023年营业收入小幅下降。从

产品价格来看，原材料己内酰胺占公司生产的尼龙6切片产品成本的90%左右，产品价格与己内酰胺市场价格走势基本一致，2023年以来，己内酰胺市场价格高位波动，使得2023年尼龙6切片价格整体平均价格小幅下降。而从产品销量来看，受益于纤维级切片的销售数量大幅增长，2023年公司产品销量保持了小幅增长态势。

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，2023年单位产品毛利较高的纤维级切片销售比重大幅增加，公司产品毛利率水平有所提高，但由于子公司聚合顺鲁化正式投产运营，管理费用有所增加，且聚合顺鲁化和常德聚合顺为新品研发增加研发费用支出，2023年公司期间费用存在一定增长，使得2023年公司EBITDA利润率继续下降，2023年公司总资产回报率有所下降，未来募投项目产能的完全释放，销量上升带动利润规模，或将使得总资产回报率有所回升。

整体来看，2023年公司业务发展较好，产品销量继续上升，但公司产品盈利能力仍然较弱，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。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年公司经营活动现金流继续呈现较大规模的净流入，业务持续扩张使得资本性支出持续进行，2023年杠杆水平继续抬升，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，由于募投项目年产 18 万吨聚酰胺 6 新材料项目应付尾款金额增加，2023年公司应付账款规模有所抬升，但整体仍处于较低水平，而近年来，公司一直加大使用银行承兑汇票对上游结算，使得2023年公司应付票据规模继续保持快速增长。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。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。

除应付票据规模占比较大外，公司总债务主要由长期借款和应付债券构成，2023年末公司应付债券仍然为2022年公司发行的本期债券，2023年随着公司提前偿还部分长期借款，公司长期借款规模有所下降，2024年3月末公司新增长期借款2.49亿元，主要系聚合顺鲁化为经营活动新增借款，年化利率2.94%。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12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	24.56	78.14%	22.82	82.72%	16.88	76.10%
应付账款	1.07	3.40%	1.06	3.85%	0.41	1.87%
流动负债合计	26.51	84.33%	25.17	91.23%	18.46	83.23%
长期借款	2.69	8.55%	0.20	0.73%	1.71	7.69%
应付债券	1.90	6.03%	1.87	6.78%	1.77	7.96%
非流动负债合计	4.92	15.67%	2.42	8.77%	3.72	16.77%
负债合计	31.43	100.00%	27.59	100.00%	22.18	100.00%
总债务合计	29.14	92.72%	24.89	90.22%	20.36	91.78%
其中：短期债务	24.56	78.14%	22.82	82.72%	16.89	76.13%
长期债务	4.58	14.58%	2.07	7.50%	3.47	15.65%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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，公司总债务规模继续增长，2023年公司资产负债率继续上升，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。2023年公司EBITDA仍可有效保障公司利息支出。尽管公司总债务规模持续扩大，2023年末公司现金类资产较为充裕，净债务水平相对下降，净债务/EBITDA和FFO/净债务指标表现优异，同时受到净债务水平下降较多的影响，2023年公司经营活动净现金流和自由现金流对净债务覆盖程度大幅提升，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。2024年第一季度公司销售收取应收票据规模较大，但因票据贴现率较高未选择贴现，公司经营活动现金流呈现较大幅度的流出。

表13 公司现金流及杠杆状况指标

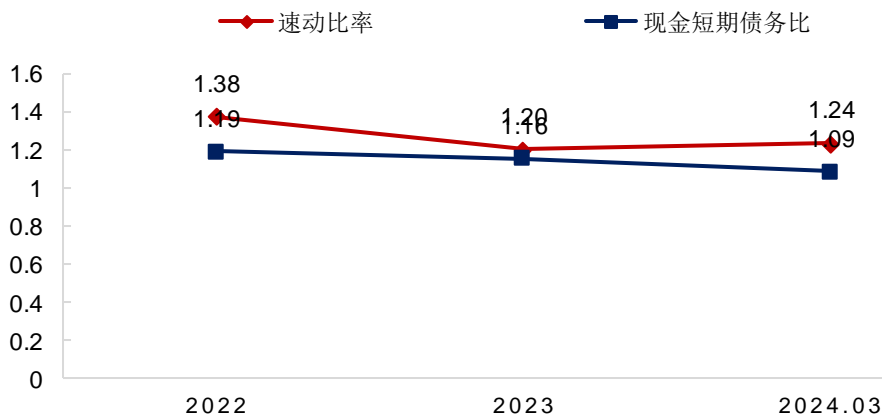
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-3.14	5.20	3.56
FFO（亿元）	--	2.54	2.46
资产负债率	61.02%	58.89%	55.54%
净债务/EBITDA	--	0.08	0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	14.65	23.81
总债务/总资本	59.21%	56.38%	53.42%

FFO/净债务	--	1,259.50%	124.93%
经营活动现金流净额/净债务	-109.22%	2,576.82%	180.48%
自由活动现金流/净债务	-116.37%	1,093.73%	-55.35%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023 年及 2024 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、股权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 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，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。

社会因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保和员工安全事故的情形。

公司治理

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。

此外，2023年公司继续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，具体采购交易情况如下：

表14 向兖矿鲁化采购蒸汽能源情况（单位：万元）

项目名称	2023年度	2022年度
关联采购己内酰胺、辅料及蒸汽 ⁷	163,258.27	69,713.06
占营业成本的比例	29.08%	12.32%

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2022年1月1日至报告查询日（2024年5月20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2022年1月1日至报告查询日（2024年5月24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、债券偿还保障分析

⁷ 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。

出质人为债务人发行本期可转债提供股份质押担保

根据国泰君安证券股份有限公司（以下简称：国泰君安）作为质权人代理人与出质人签订《杭州聚合顺新材料股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“《股份质押合同》”），出质人将其合法持有的聚合顺部分限售股份为债务人发行本期可转换公司债券提供质押担保。质押担保的债权为公司本次发行的总额不超过人民币20,400万元（含20,400万元）的可转换公司债券，质押担保的范围包括公司经中国证监会核准发行的本期可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及债权人实现债权而产生的一切合理费用。质押期间为《股份质押合同》项下质权登记之日起至本期可转换债券持有人全部形式股权或本期可转换债券本息全额付清两个时点中的较早者。

2022年3月30日，公司股东永昌控股与国泰君安在中国证券登记结算有限公司完成质押登记，共计质押19,770,000.00股公司股票。根据《股份质押合同》，在质权存续期内，如连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，追加的资产限于公司人民币普通股，追加质押后质押股票的市场价值不得低于当期未偿还债券本息总额的130%，追加质押的合计股份数量计算如下：

追加质押的合计股份数量=（当期未偿还本息总额×130%）/办理质押登记日前1个交易日收盘价—追加质押前质押的合计股份数量。不足一股按一股计算。

在出现上述须追加担保物情形时，出质人保证追加提供相应数量的公司人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值符合上述规定。在满足追加质押的公司股票合计数量要求的前提下，六名出质人各自追加质押的股份数量依出质人内部协商所确定。

截至2024年5月9日，根据当天交易日收盘价计算，公司质押股票总价值2.35亿元，超过当期未偿还债券本息总额的110%，但仍需持续关注公司股价变化。截至2023年末，出质人合计持有公司超过1.13亿股的流通受限股份，除去永昌控股质押19,770,000.00股，出质人仍然有充足的股票数量用于补充抵押。

表15 跟踪期内公司抵/质押资产情况（单位：股，亿元）

抵/质押资产名称	抵/质押股票数量	最新评估价值	评估基准日	是否办妥抵/质押登记手续
聚合顺股票	19,770,000	2.35	2024.05.09	是

资料来源：公司提供，中证鹏元整理。

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和产品产能，2023年公司尼龙6切片全年产能达到49.59万吨。由于纤维级切片下游需求旺盛，带动2023年公司产品销量再创新高，但工程级和薄膜级切片收入规模有所下降，综合影响下，公司营业收入保持相对稳

定。随着本期债券募投项目建设的推进，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，但从长期来看，需关注其产能消化问题。

偿债能力方面，随着业务规模的迅速扩大，2023年公司债务规模有所增长，杠杆水平持续增加，但 EBITDA 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，公司整体债务偿还压力不大。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为 AA-。

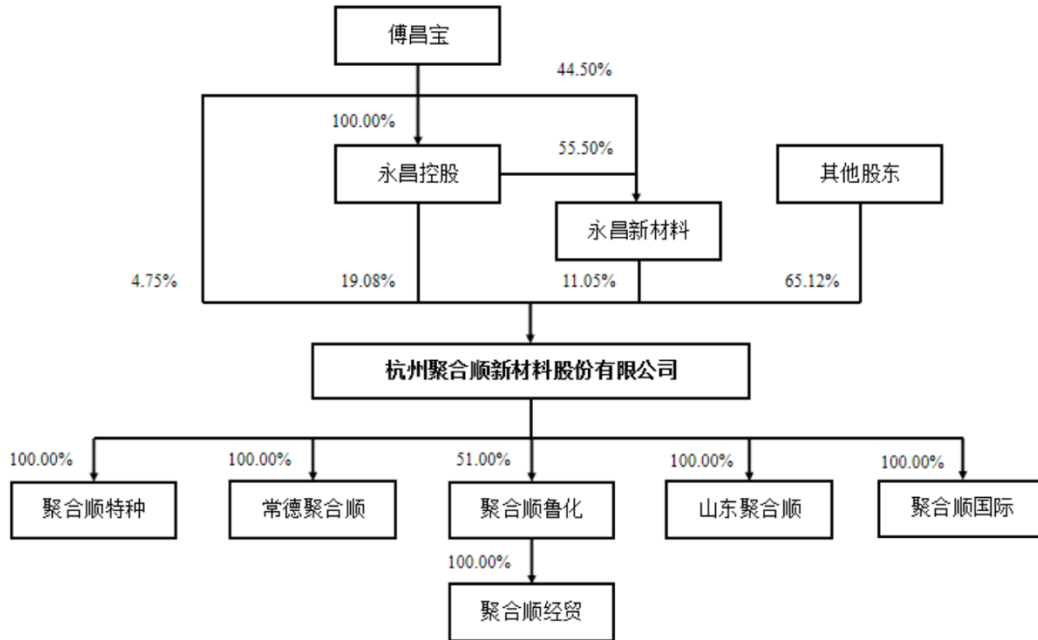
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	19.23	20.88	18.47	15.01
应收账款	1.37	0.75	1.71	1.47
应收款项融资	7.50	5.52	1.63	1.44
预付款项	2.63	1.87	1.78	2.28
存货	4.41	2.48	3.61	4.39
其他流动资产	1.36	1.15	1.49	1.20
流动资产合计	37.17	32.68	29.00	26.09
固定资产	9.23	9.37	6.13	5.43
在建工程	2.97	2.67	3.72	2.30
无形资产	2.04	2.05	0.98	0.47
非流动资产合计	14.34	14.17	10.93	8.28
资产总计	51.51	46.85	39.93	34.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	24.56	22.82	16.88	15.99
应付账款	1.07	1.06	0.41	0.60
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.01	0.01
流动负债合计	26.51	25.17	18.46	18.39
长期借款	2.69	0.20	1.71	0.00
应付债券	1.90	1.87	1.77	0.00
非流动负债合计	4.92	2.42	3.72	0.28
负债合计	31.43	27.59	22.18	18.67
总债务合计	29.14	24.89	20.36	16.00
其中：短期债务	24.56	22.82	16.89	16.00
总债务	29.14	24.89	20.36	16.00
所有者权益	20.08	19.26	17.75	15.70
营业收入	16.39	60.18	60.37	54.05
营业利润	0.94	2.40	2.72	2.71
净利润	0.82	2.17	2.40	2.39
经营活动产生的现金流量净额	-3.14	5.20	3.56	2.66
投资活动产生的现金流量净额	-0.21	-2.36	-3.38	-3.69
筹资活动产生的现金流量净额	2.47	-2.22	2.99	-0.33
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA	--	2.57	2.68	3.01
FFO	--	2.54	2.46	2.10
净债务	2.87	0.20	1.97	1.01
销售毛利率	7.94%	6.70%	6.26%	7.65%

EBITDA 利润率	--	4.27%	4.45%	5.57%
总资产回报率	--	5.80%	7.73%	9.50%
资产负债率	61.02%	58.89%	55.54%	54.33%
净债务/EBITDA	--	0.08	0.73	0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	14.65	23.81	6,102.26
总债务/总资本	59.21%	56.38%	53.42%	50.47%
FFO/净债务	--	1,259.50%	124.93%	208.95%
经营活动现金流净额/净债务	-109.22%	2,576.82%	180.48%	264.33%
自由活动现金流/净债务	-116.37%	1,093.73%	-55.35%	85.62%
速动比率	1.24	1.20	1.38	1.18
现金短期债务比	1.09	1.16	1.19	1.03

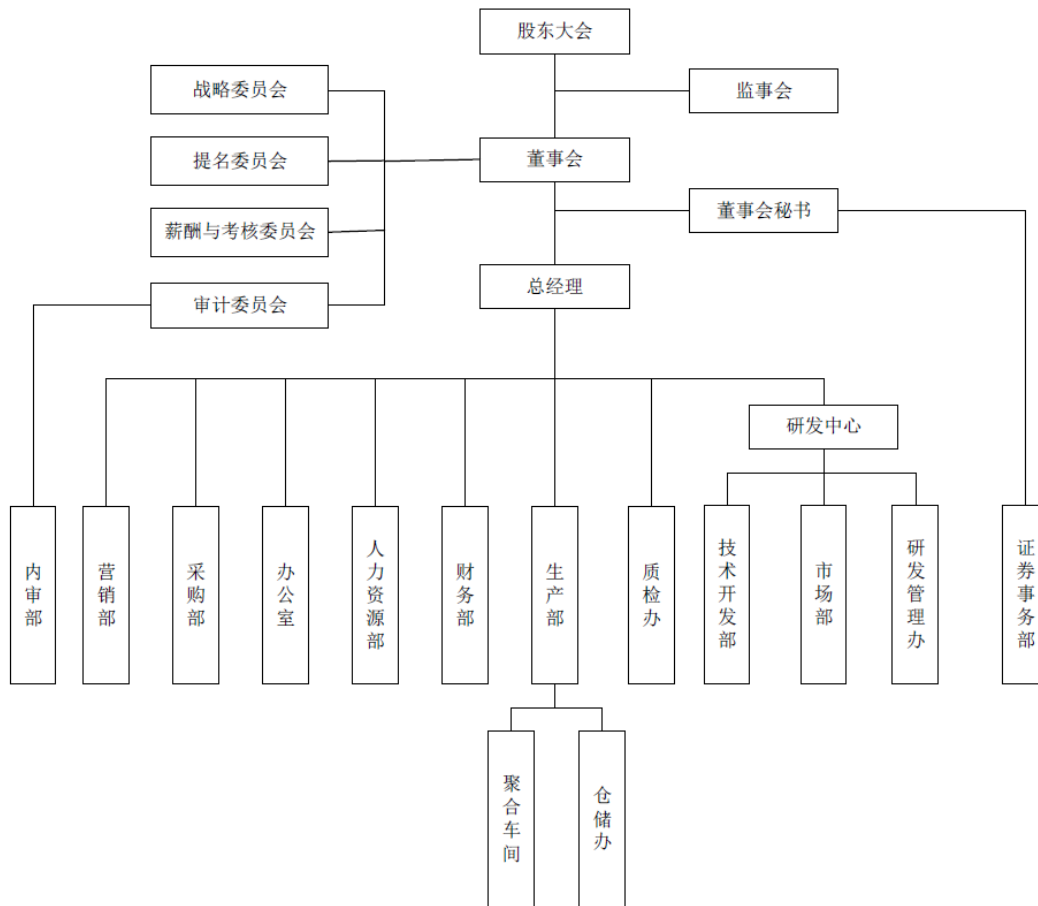
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



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 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023年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
山东聚合顺鲁化经贸有限公司	5,000.00	51.00%	尼龙切片贸易
聚合顺国际（香港）有限公司	100万港币	100.00%	尼龙切片贸易

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
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。