



# 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

# 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	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 2023 年新能源汽车景气度较高，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，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，2023 年公司债务规模增速较快且债务结构有待优化，且在建项目产能释放、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

2024年6月27日

## 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	20.44	20.61	16.36	15.07
归母所有者权益	8.86	8.71	7.80	7.45
总债务	7.43	7.42	5.18	4.39
营业收入	4.49	18.29	17.08	16.59
净利润	0.23	0.68	0.54	0.30
经营活动现金流净额	0.35	-0.04	0.28	-0.57
净债务/EBITDA	--	2.12	2.59	2.29
EBITDA 利息保障倍数	--	8.15	9.57	9.18
总债务/总资本	45.36%	45.77%	39.59%	36.89%
FFO/净债务	--	30.41%	27.10%	33.92%
EBITDA 利润率	--	9.15%	7.13%	5.69%
总资产回报率	--	5.12%	4.25%	2.80%
速动比率	1.11	1.10	0.95	1.03
现金短期债务比	0.77	0.78	0.49	0.64
销售毛利率	14.23%	16.12%	13.10%	11.55%
资产负债率	56.19%	57.32%	51.63%	50.18%

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

## 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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **新能源汽车供给端放量对改性塑料需求形成支撑，公司收入保持增长，在行业中具有一定的技术积累。**公司作为国内汽车用尼龙、聚丙烯、塑料合金改性材料和国内高铁及轨道交通尼龙改性材料的主要供应商之一，累计主导起草了多项国家标准。汽车零部件为公司最大的下游行业，2023 年新能源汽车供给端持续放量，带动公司营业收入增长。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 2023 年末，公司高性能改性塑料产品年产能为 16.15 万吨，同行业上市公司实际年产能多已达到 30 万吨以上，目前同行公司针对汽车轻量化均在布局改性塑料产品扩产，竞争加剧下公司调价压力加大，或将进一步压缩公司盈利空间。
- **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，2023 年公司债务规模大幅增长且债务结构有待优化。**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，叠加可转债发行，2024 年 3 月末公司总债务较 2022 年末增幅较大，其中 1 年以内债务占比达 74.03%。
- **在建项目产能释放、订单获取及盈利实现情况存在不确定性。**预计 2024 年后本期债券募投项目会有部分产能陆续释放，一年内公司预计将新增高性能改性塑料产品产能 5 万吨，相较 2023 年末增长 30.96%，未来需持续关注在建项目建设进度及市场竞争情况带来的产能消化问题。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为汽车轻量化及新能源汽车供给端放量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	会通股份	南京聚隆	聚赛龙
总资产	615.75	119.07	50.96	150.53	65.48	<b>20.61</b>	16.78
营业收入	479.41	87.09	45.44	174.39	53.49	<b>18.29</b>	14.77
销售毛利率 (%)	12.00	16.50	11.88	9.96	13.94	<b>16.12</b>	10.84
资产负债率 (%)	70.91	61.02	36.19	57.62	70.81	<b>57.32</b>	52.53
应收款项周转天数 (天)	66.46	141.09	128.82	53.30	129.85	<b>109.45</b>	104.29
存货周转天数 (天)	49.45	88.87	49.49	63.25	52.70	<b>83.50</b>	67.05
改性塑料系列产品设计产能	242.60	43.00	40.00	108.00	57.70	<b>16.15</b>	15.50

注：表格为 2023 年度/2023 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	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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
<b>个体信用状况</b>					<b>a+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>A+</b>

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。

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（万元）	债券余额（万元）	上次评级日期	债券到期日期
聚隆转债	21,850.00	21,510.49	2023-9-26	2029-7-25

## 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7月发行6年期2.1850亿元可转换公司债券“聚隆转债”，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12月31日，“聚隆转债”募集资金余额为13,428.38万元，其中，募集资金专项账户余额为828.38万元，现金管理余额12,600.00万元；另有暂时补充流动资金3,000.00万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，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等影响，截至2024年3月末，公司股本为10,780.61万元。根据公司于2024年2月披露的《关于实际控制人续签一致行动协议暨实际控制人减少的提示性公告》，2024年2月，刘曙阳、刘越、吴劲松续签了《一致行动协议》，约定今后继续通过一致行动共同控制公司；原协议签署人之一严渝荫女士因年事已高原因，决定退出不再续签《一致行动协议》，公司实际控制人由刘曙阳、刘越、吴劲松、严渝荫四人变更为刘曙阳、刘越、吴劲松三人。截至2024年3月末，公司控股股东和实际控制人为刘曙阳、刘越和吴劲松<sup>1</sup>，严渝荫是刘曙阳、刘越、吴劲松的一致行动人<sup>2</sup>，实际控制人及其一致行动人合计持有公司28.57%股权，公司股权关系见附录二。截至2024年6月6日，实际控制人及其一致行动人持有的合计266.443万股公司股份处于质押状态，占其合计持有公司股份的8.65%。

跟踪期内公司经营范围未发生变化，仍主要从事高性能高分子新材料、先进复合材料应用的研究、生产制造和销售。跟踪期内，随着汽车市场全球化的发展趋势日益明显，为进一步贴近响应国际客户，满足客户国际化业务需要，2023年公司分别于北美洲的美国和墨西哥设立全资子公司，直接对接汽车主机

---

<sup>1</sup> 刘曙阳与刘越系父女关系。

<sup>2</sup> 因严渝荫为吴劲松的母亲，根据《上市公司收购管理办法》等相关法律、法规的规定，严渝荫仍为公司实际控制人吴劲松的一致行动人，因新的《一致行动协议》签署，所以严渝荫是刘曙阳、刘越、吴劲松的一致行动人。

厂。截至2023年末，纳入合并范围的子公司共9家，详见附录四。

“聚隆转债”自2024年2月1日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为18.27元/股，截至2024年3月末，转股价格未发生变化。

**表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	注册地点	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
JULONG SCIENCE AND TECHNOLOGY(USA) LLC	美国德克萨斯州	100.00%	-	新材料生产和销售	新设
JULONG SCIENCE AND TECHNOLOGY MEXICO S.A. DE C.V	墨西哥	100.00%	50,000.00 比索	新材料生产和销售	新设

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

## 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。

## 行业环境

**作为新材料产品，改性塑料应用领域广泛，随着国家和地方相继出台鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展，“国产替代”需求下市场规模不断增大**

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。

国内改性塑料仍以进口为主，作为新材料产品，属国家战略性新兴产业范畴，随着国家和地方相继出台了一系列鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展，为加速国产替代进程提供了较大的需求空间，改性塑料市场规模也不断增大。根据中商产业研究院发布的《2024-2029年中国改性塑料行业市场现状及投资咨询报告》显示，2022年我国改性塑料产量2,884万吨，同比增长8.8%，2024年将增至3,421万吨；2022年我国改性塑料市场规模约为2,771亿元，同比增长6.44%，2023年我国改性塑料市场规模将达2,939亿元，2024年将达3,107亿元。

**表2 新材料产品相关鼓励政策**

时间	文件名称	出台部门	内容
2022年6月	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	中工信部等五部门	提出构建高质量的供给体系，增加升级创新产品。升级创新产品制造工程中，塑料制品包括新型抗菌型料、面向5G通信用高端塑料、特种工程型料、血液净化塑料、高端光学膜等。
2022年3月	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工信部等六部门	强化国家新材料生产应用示范、测试评价、检验检测等平台作用，推进催化材料、过程强化、高分子材料结构表征及加工应用技术及装备等共性技术创新。



2021年12月	《重点新材料首次应用示范指导目录(2021年版)》	工信部	明确将11种工程型料纳入目录。
2021年12月	《“十四五”原材料工业发展规划》	工信部、科学技术部、自然资源部	引导企业在优化生产工艺的基础上，利用工业互联网等新一代信息技术，提升特种工程塑料、高性能金属材料、纤维新材料、复合材料等综合竞争力。
2021年6月	《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》	中国塑料加工工业协会	在规模发展、技术创新、绿色发展三个方向给“十四五”行业发展设立了目标；推动产业链协同发展；坚持“五化”科技创新方向，即功能化、轻量化、精密化、生态化、智能化。
2021年6月	《塑料加工业“十四五”科技创新指导意见》	中国塑料加工工业协会	完善创新体系建设，推动产业链协同创新，加大塑料加工业节能降耗、减排低碳技术工作力度，推行绿色、节能、低碳、高效生产工艺，推动行业绿色制造改造升级，为碳达峰和碳中和目标尽早实现做出贡献。
2019年10月	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	国家发改委	提出鼓励工程塑料、聚丙烯热塑性弹性体(PTPE)、热塑性聚酯弹性体(TPEE)等石化化工类产品的开发与生产。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**2024年以来家电行业政策利好密集发布，海外补库需求改善；新能源车供给端持续发力，预计购车需求或持续释放；下游行业延续复苏对改性塑料需求仍有支撑，但需关注国际形势复杂、经济下行压力较大等因素可能带来的不利影响**

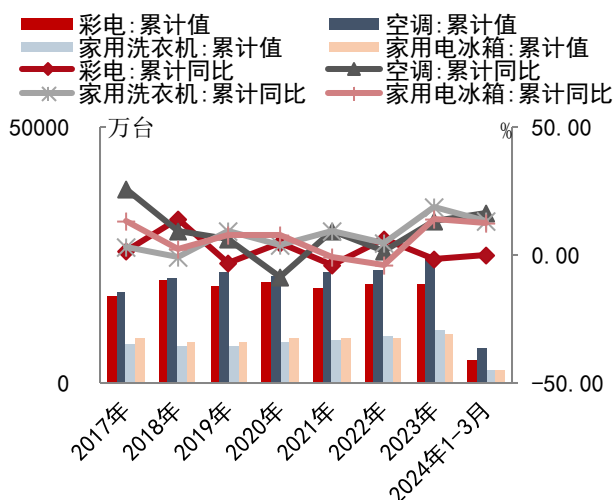
从下游需求来看，中国改性塑料下游需求主要包括家电、汽车、办公设备、电线电缆、电动工具等，其中家电需求占比30%左右、汽车需求占比为20%左右。在国内“以塑代木”、“以塑带钢”、汽车轻量化、家电材料高性能化等趋势的推动下，我国塑料改性化率需求空间较大。

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。考虑到家电具有明显的房地产后周期属性，近年来受房地产景气度、经济下行压力等多重因素影响，我国主要家电产品的产量增速存在一定波动；其中，2023年受益于冰洗、小家电出口高景气度，全年家用电器出口总值（美元）同比增加3.8%；叠加2022年低基数效应，主要家电产量增速强劲。

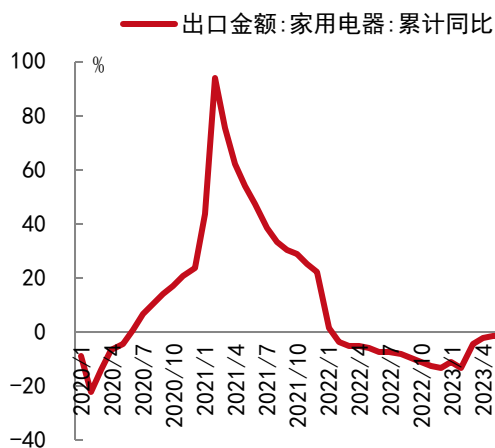
2024年以来家电行业政策利好密集发布，2月23日中央财经委员会第四次会议强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。随后国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，随着上一轮大规模家电下乡产品进入集中换新期，在政策发力推动下，有望提振家电需求。出口方面，海外耐用品库存触底，补库需求改善，或继续对出口增长形成支撑，预计家电行业景气度有望延续复苏。

**图1 近年我国主要家电产量增速存在波动**

**图2 近年我国家电出口金额累计同比变化情况**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

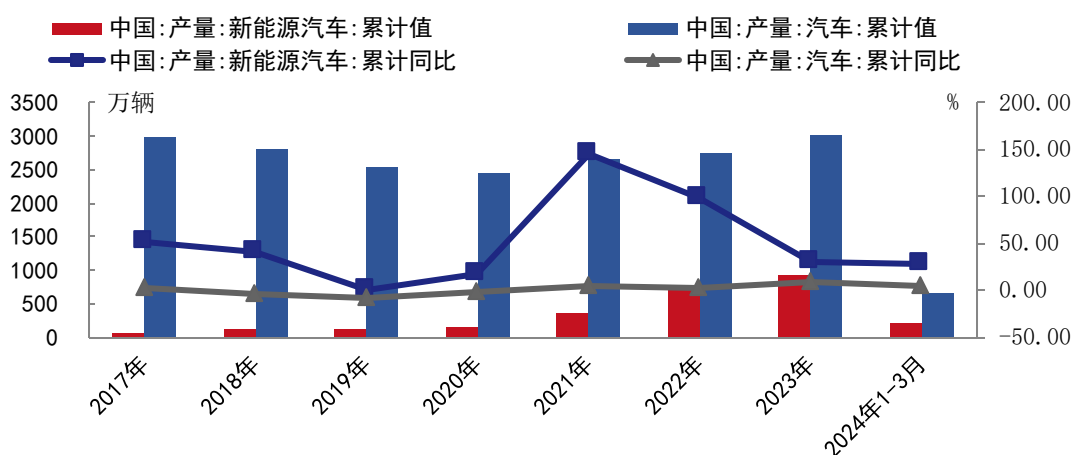


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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。

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, 2021-2023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%和9.30%, 其中新能源汽车产量同比增长159.48%、99.11%和30.30%。随着2024年新款新能源车型陆续进入交付期, 1-3月新能源车产量快速回升, 同比增加29.20%。

2024年4月12日, 商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》提出总体目标, 力争到2025年, 实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰; 报废汽车回收量较2023年增长50%, 新政策的实施有望增加汽车回收量, 提振汽车下游需求, 加速电动化进程。此外, 随着新能源车供给端持续发力, 一方面, 新能源车价格将持续下降, 提升用户购买力, 另一方面新能源车性能将持续改善, 提升产品力和用户购买意愿, 预计购车需求或将持续释放。

**图3 新能源汽车产量大幅增长带动我国汽车产量增速回升**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

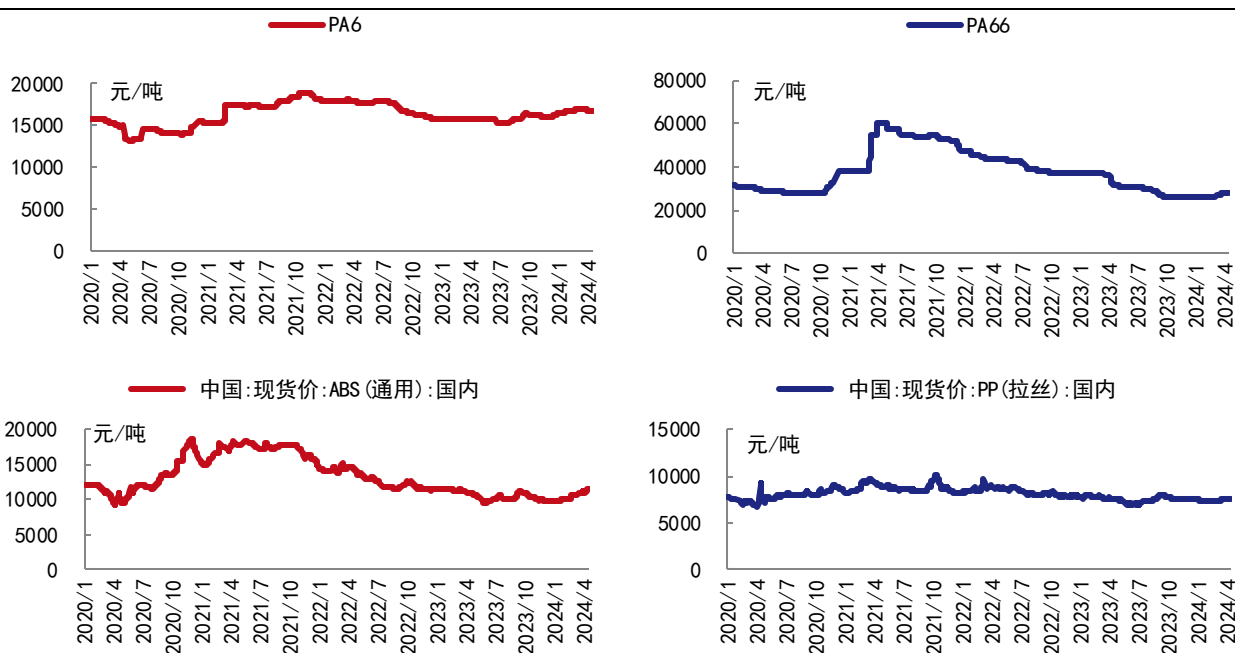
### 近年原材料价格波动较大, 改性塑料企业面临较大的成本控制压力

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。

2024年以来, 受中东地缘局势演变影响, 国际原油价格持续呈现高位震荡走势; 同期, 美国通胀情况持续削弱市场对于美联储短期内降息的预期, 国际原油价格进一步上冲动能有所减弱, 预计后期原油价格偏弱运行, 成本面给予PP、PA、ABS等塑料支撑减弱。但考虑到2024年主要塑料制品新增产能陆续投产, 需求端暂时未有实质性改善, 预计PP、PA、ABS等塑料价格或仍将窄幅震荡。但需关注的是, 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, 原材料价格持续震荡给改性塑料企业带来较大的成本控制压力。

**图4 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

### 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（301131.SZ）等。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3 2023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	比亚迪、赛力斯、理想、蔚来、小鹏、小米、上汽大众、上汽通用、一汽大众、东风日产、广汽丰田、长安福特、吉利汽车、奇瑞汽车、长安汽车等
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

## 五、经营与竞争

公司仍系国内汽车、高铁轨道交通用改性塑料材料的主要供应商之一，得益于汽车轻量化趋势、新能源汽车市场供给端放量且原材料价格下行，2023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

公司仍主要专注于改性塑料研发、生产和销售，形成了面向多个应用领域的高性能改性塑料、热塑性弹性体材料、碳纤维增强树脂基复合材料结构件、零部件及装配、生物基资源循环塑木型材等产品体系。得益于新能源汽车景气度较高，公司持续进行新材料产品开发与应用，2023年公司实现营业收入18.29亿元，同比增长7.11%。随着原材料价格下滑，2023年公司综合毛利率上升3.02个百分点。

2024年1-3月，公司营业收入同比持续增长，但受产品销售结构影响，毛利率有所下滑。

表4 公司营业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	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	1.70	16.86%	37.94%	7.09	19.16%	38.78%	6.80	16.14%	39.83%
高性能工程化聚丙烯	1.71	10.61%	38.18%	7.17	13.39%	39.21%	6.29	10.59%	36.84%
高性能合金及其他材料	0.50	16.27%	11.08%	1.82	18.35%	9.96%	1.85	14.07%	10.84%
热塑性弹性体材料	0.11	17.51%	2.53%	0.45	16.50%	2.43%	-	-	-
碳纤维复合材料结构件	0.03	46.64%	0.59%	0.08	32.24%	0.45%	-	-	-
塑木环境工程材料	0.32	17.03%	7.23%	1.20	16.29%	6.57%	1.24	11.31%	7.25%
贸易品	0.11	1.21%	2.44%	0.47	-0.45%	2.59%	0.87	5.89%	5.12%
其他业务	0.0001	100.00%	0.00%	-	-	-	0.02	100.00%	0.12%
<b>合计</b>	<b>4.49</b>	<b>14.23%</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.29</b>	<b>16.12%</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.08</b>	<b>13.10%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司持续拓展产品应用领域并研发新产品，得益于汽车轻量化趋势、新能源汽车供给端持续发力，汽车零部件领域的客户订单需求增加，公司产品产销率仍维持在较高水平，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

跟踪期内，公司仍为国内改性塑料企业之一，中国汽车用改性塑料尤其是高性能尼龙等系列化材料的重要供应商，国内高铁轨道交通用改性尼龙材料的主要供应商之一。截至2023年末，公司拥有授权专利128项，其中，66项为发明专利，并主导起草或参与起草了多项国家标准，在改性塑料行业具有一定的技术积累。

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。汽车零部件为公司最大的下游应用领域，2023年销售收入占比进一步抬升至74.23%。公司已与外资、合资及自主品牌汽车及新能源汽车主机厂、一级零部件供应商长期稳定合作。跟踪期内，公司持续拓展下游客户公司，产品已应用于比亚迪、赛力斯、理想、蔚来、小鹏、小米、零跑等新能源车企，上汽大众、上汽通用、一汽大众、东风日产、广汽丰田、长安福特等合资车企，上汽乘用车、广汽乘用车、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、长安汽车、一汽汽车等国内自主品牌车企。受益于新能源汽车供给端持续发力，汽车零部件领域的客户订单需求增加，2023年汽车零部件收入同比增长18.34%。

通讯电子电气材料板块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，2023年通讯电子电气材料销售收入同比有所下滑。建筑工程产品主要为塑木环境工程材料，产品以出口海外为主，2023年销售规模变动不大。公司轨道交通扣件系统产品应用于高铁线路和重载铁路，2023年轨道交通扣件系统领域销售收入大幅下滑，主要系高铁线路新增需求下滑所致。

**表5 公司营业收入分行业情况（单位：亿元）**

项目	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车及新能源汽车	3.26	72.60%	13.58	74.23%	11.47	67.18%
通讯电子电气	0.45	9.98%	1.68	9.19%	1.71	10.03%
建筑工程	0.32	7.23%	1.20	6.57%	1.25	7.31%
轨道交通扣件系统	0.19	4.14%	0.93	5.08%	1.37	8.00%
其他	0.27	6.05%	0.90	4.93%	1.28	7.48%
<b>合计</b>	<b>4.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.08</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司延续采用直接销售为主、内外销兼顾的销售模式。由于改性塑料产品种类繁多，产品具有定制化的特点，跟踪期内，公司产品产销率仍维持在较高水平，并持续拓展产品应用领域并研发新产品。

从公司主要产品产销情况来看，在新能源汽车供应放量的带动下，2023年度高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯产品等销量上升；随着公司拓展海外市场，塑木环境工程材料销量同比增长。2023年，公司热塑性弹性体材料已实现产业化应用，主要用于新能源汽车隔音降噪、通讯设备密封等，随着产品放量，2023年及2024年1-3月分别新增公司收入0.45亿元和0.11亿元。从产品销售均价来看，2023年随着主要原材料价格下滑，成本端约束有所缓解，叠加市场竞争加剧，跟踪期内公司产品均价均有所下滑。

**表6 公司主要产品销售情况（单位：吨、元/吨）**

产品类别	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
高性能改性尼龙	销量	10,309.66	42,309.00	35,522.18
	销售均价	16,519.17	16,762.92	19,145.87
	产销率	94.74%	97.93%	94.47%
高性能工程化聚丙烯	销量	18,831.42	76,977.00	65,624.65
	销售均价	9,101.14	9,316.89	9,586.28
	产销率	94.96%	98.24%	100.21%
高性能合金及其他材料	销量	3,077.58	10,452.00	8,976.21
	销售均价	16,166.90	17,436.11	20,621.70
	产销率	90.74%	90.46%	95.44%
热塑性弹性体材料	销量	598.47	2,356.72	-
	销售均价	18,985.16	18,892.13	-
	产销率	84.60%	89.47%	-
塑木环境工程材料	销量	4,105.23	17,118.75	16,376.43
	销售均价	7,905.01	7,022.50	7,562.03
	产销率	96.14%	103.68%	99.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在客户集中度方面，2023年前五名客户的销售金额占当期营业收入的比例为15.07%，同比变化不大，客户仍较为分散。汽车行业的客户通常是经过各汽车零部件厂商进行供应，前五大客户仍以各汽车零部件厂商为主。

**公司营业成本中直接材料占比高，2023年主要原材料采购价格持续下行，成本端压力有所缓解，但需关注下游客户需求、同行业竞争对手等因素综合影响下的成本控制压力；随着原材料采购量提升，预付货款及现金结算模式对公司营运资金管理提出了更高要求**

原材料价格仍为影响公司成本最重要的因素，主营业务成本构成中材料费用占比超过80%。跟踪期内，公司外购材料无变化，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，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。2023年以来，原油价格震荡下行，制造业回暖弱于预期导致需求修复不佳，叠加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，2023年公司主要原材料采购价格下行，公司成本端压力有所缓解。

中证鹏元关注到，近年原油价格波动较大，原材料价格存在一定波动风险，公司仍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	2024年 1-3月		2023年		2022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	7,470.78	0.69	37,912.38	0.69	38,525.14	0.75
PA	厂家直采或比价采购	10,254.29	1.44	36,694.63	1.35	38,805.02	1.62
玻纤	厂家直采	1,967.30	0.42	9,993.83	0.49	9,788.36	0.61
合金	石化公司直采或比价采购	991.75	1.23	4,632.19	1.25	4,923.64	1.54
<b>合计</b>	-	<b>20,684.12</b>	-	<b>89,233.03</b>	-	<b>92,042.16</b>	-

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

跟踪期内，公司原材料的采购渠道仍为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，2023年前五大供应商采购金额占总采购金额的比重为31.38%，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等单位。随着经营规模扩张带动原材料采购量上升，公司或存在较大的营运资金压力，2023年公司购买商品、接受劳务支付的现金为11.14亿元，经营活动产生的现金流量净额由正转负。

跟踪期内，随着公司IPO募投项目产能爬坡，高性能改性塑料产品产能持续增长，但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

公司生产基地仍主要位于公司本部（南京市江北新区智能制造产业园）和扬州，其中本部产能占比相对较高。公司生产基地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。跟踪期内，随着IPO募投项目产能爬坡及新增生产设备，公司高性能改性塑料产能提升至16.15万吨/年，新增热塑性弹性体材料产能5,000.00吨/年，其他产品产能较稳定。从产能利用率来看，随着全球新能源汽车产业的迅速发展，2023年公司高性能改性塑料产能利用率进一步增加至82.41%；热塑性弹性体材料尚处于市场开拓阶段，产能利用率相对较低；随着销量增长，塑木环境工程材料产能利用率有所上升。

**表8 公司主要产品产能情况（单位：吨）**

产品类别	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
高性能改性塑料	产能	40,375.00	161,500.00	145,000.00
	产量	34,105.68	133,114.88	112,491.13
	产能利用率	84.47%	82.41%	77.58%
热塑性弹性体材料	产能	1,250.00	5,000.00	-
	产量	707.41	2,634.00	-
	产能利用率	56.59%	52.68%	-
塑木环境工程材料	产能	7,500.00	30,000.00	30,000.00



产量	4,270.21	16,511.82	16,487.00
产能利用率	56.94%	55.04%	54.96%

注：高性能改性塑料产品包括高性能改性尼龙、高性能工程化聚丙烯、高性能合金及其他材料等。

资料来源：公司提供

截至2024年3月末，公司主要在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，预计于2024年陆续投产。

随着“年产5万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目”逐步投产，一年内公司预计将新增高性能改性塑料产品产能5.00万吨，相较2023年末增长30.96%，虽然公司改性塑料生产线在不同产品之间具有通用性，但考虑到同行业均在持续扩产，未来需持续关注市场竞争情况带来的产能消化问题。“年产30吨碳纤维复合材料生产线建设项目”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应用于航空航天、轨道交通和汽车等领域，2023年公司已有同系列产品实现供货，为公司新增营业收入0.08亿元，需关注后续的市场拓展情况。

**表9 截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元、吨）**

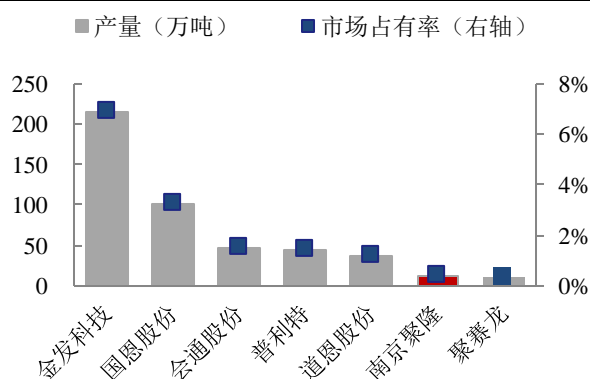
项目主体	项目名称	主要产品	总投资	已投资	投资进度	在建产能	主要资金来源
安徽聚兴隆新材料科技有限公司	年产 5 万吨特种工程塑料及改性材料生产线建设项目	特种工程塑料产品、改性聚丙烯、合金	13,422.74	5,754.17	42.87%	50,000	拟使用本期债券募集资金 1.22 亿元、自筹资金
安徽聚兴隆新材料科技有限公司	年产 30 吨碳纤维复合材料生产线建设项目	碳纤维增强树脂基复合材料结构件等	10,750.31	21.21	0.20%	30	拟使用本期债券募集资金 0.96 亿元、自筹资金
-	<b>合计</b>	-	<b>24,173.05</b>	<b>5,775.38</b>	-	-	-

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以及金发科技、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5 同行业上市公司市场占有率情况**

**表10 截至 2023 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	215.08	242.60	52.32
国恩股份	100.90	108.00	30.00
会通股份	47.63	57.70	14.00
普利特	44.55	43.00	15.00
道恩股份	36.80	40.00	10.00
<b>南京聚隆</b>	<b>13.31</b>	<b>16.15</b>	<b>5.00</b>
聚赛龙	10.62	15.50	10.00

资料来源：各公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

资料来源：各公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

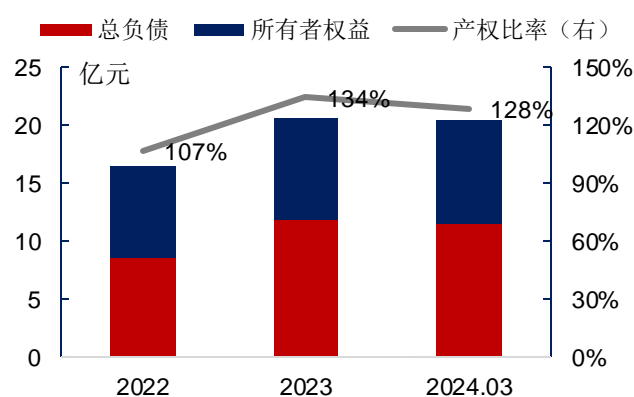
以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

### 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，但公司经营中弱势地位导致的应收款项占比高**

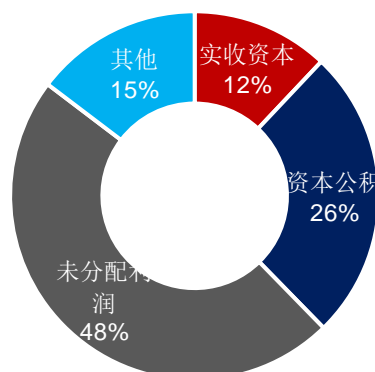
得益于盈余积累和可转债发行，2023 年末公司所有者权益持续增长，但同期负债驱动下公司产权比率抬升至 134.31%。截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益主要由股本、IPO 募集资金溢缴金额产生资本公积及未分配利润构成。

图6 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7 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

跟踪期内，公司资产规模持续增长，因公司通常给予下游客户 30-90 天不等的信用期限，公司资产

结构仍以应收款项及存货构成的流动资产为主。

2023年公司发行可转债融资较多，公司利用闲置资金购买理财产品以提高资金利用效率，货币资金余额有所下滑，并新增较大规模的交易性金融资产。随着业务规模扩大，叠加下游部分客户受市场环境影响账期有所延长，2023年末公司应收款项账面价值（包括应收账款、应收票据和应收款项融资）同比增加23.54%，应收款项周转天数有所上升，其中，账面价值合计0.13亿元的应收票据处于受限状态；公司应收票据以商业承兑票据为主，应收款项账龄较短，1年以内的款项占比94.20%，整体回款风险可控，但需关注中小规模客户的坏账风险。存货以库存商品和原材料为主，随着公司IPO募投项目产能爬坡、经营规模扩大并适当加大备货，跟踪期内新增产品库存持续增长，需关注公司原料和产成品价格受市场影响波动较大，存在一定的减值风险。2023年末，随着可转债募投项目部分完工部分转固带动固定资产账面价值增长。

**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	0.91	4.48%	0.88	4.25%	0.93	5.66%
交易性金融资产	1.37	6.69%	1.47	7.14%	0.00	0.00%
应收账款	5.40	26.42%	5.80	28.16%	4.75	29.07%
应收票据	0.17	0.85%	0.20	0.96%	0.37	2.23%
应收账款融资	1.79	8.74%	1.83	8.87%	1.22	7.45%
存货	3.76	18.41%	3.74	18.16%	3.37	20.63%
<b>流动资产合计</b>	<b>13.89</b>	<b>67.95%</b>	<b>14.23</b>	<b>69.05%</b>	<b>10.97</b>	<b>67.08%</b>
固定资产	4.96	24.25%	5.03	24.43%	4.38	26.80%
在建工程	0.13	0.63%	0.08	0.39%	0.01	0.06%
<b>非流动资产合计</b>	<b>6.55</b>	<b>32.05%</b>	<b>6.38</b>	<b>30.95%</b>	<b>5.38</b>	<b>32.92%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.36</b>	<b>100.00%</b>

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

## 盈利能力

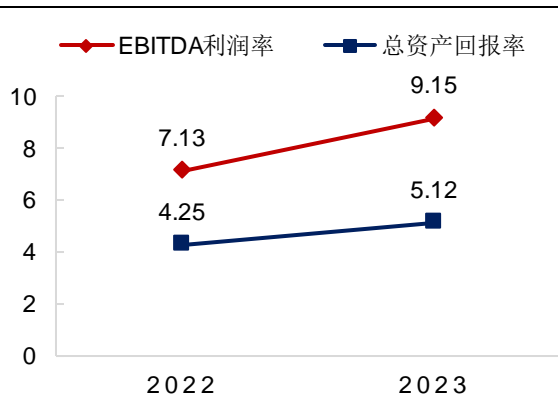
**2023年得益于新能源汽车市场景气度较高且原材料价格下行，公司盈利指标有所修复；但需持续关注激烈市场竞争下改性塑料产品调价压力**

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。得益于新能源汽车供给持续放量，汽车行业成为改性塑料需求增速最快的领域，2023年公司实现营业收入18.29亿元，同比增长7.11%；2024年一季度公司实现营业收入4.49亿元，同比增长39.64%。同期，受益于上游主要大宗原材料价格有所下降，公司成本端压力有所缓解，2023年主营产品毛利率有所回升，公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所修复。

利润构成方面，随着公司大力拓展下游应用市场，2023年销售费用及管理费用带动期间费用规模持续增长，2023年公司期间费用率为7.31%，同比增幅较大。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，2023年公司计提信用减值损失0.13亿元。

和同行业上市公司对比，公司毛利率高于同行业平均水平。但中证鹏元关注到，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。

**图8 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

**表12 同行业上市公司毛利率对比（单位：%）**

公司简称	2023年	2022年
金发科技	12.00	15.20
普利特	16.50	14.18
道恩股份	11.88	9.76
国恩股份	9.96	13.13
沃特股份	18.31	15.05
会通股份	13.94	10.47
聚赛龙	10.84	10.23
平均值	13.35	12.58
南京聚隆	16.12	13.10

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

跟踪期内，因产能扩张及新产品开发等资金需求较大，公司主要通过可转债发行筹集资金，债务规模大幅增长，偿债指标表现一般；随着原材料采购量增加和产能扩张需求，2023年公司经营活动现金流净额由正转负，营运资金压力较大

公司负债主要由经营性负债和有息债务构成。随着经营规模扩大，2023年末以原材料、设备采购款为主的经营性负债（包括应付票据和应付账款）呈现上升趋势。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，以及产能扩张带动原材料采购量增加，推高营运资金需求，公司短期借款规模持续扩大；叠加可转债成功发行，2023年末公司新增应付债券1.59亿元。截至2024年3月末，公司总债务和总负债规模较2022年末分别上升43.38%和36.00%。

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，另有一定规模的应付票据、应付债券和少量租赁负债。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2.70%-3.90%。从期限结构来看，2024年3月末公司1年以内债务占比达74.03%。

**表13 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
短期借款	3.23	28.12%	3.34	28.31%	2.72	32.17%
应付票据	2.15	18.72%	2.09	17.65%	2.32	27.47%
应付账款	2.48	21.64%	2.76	23.40%	2.22	26.28%
<b>流动负债合计</b>	<b>9.10</b>	<b>79.26%</b>	<b>9.52</b>	<b>80.56%</b>	<b>8.02</b>	<b>94.92%</b>
长期借款	0.15	1.82%	0.05	0.59%	0.05	0.59%
应付债券	1.62	14.13%	1.59	13.44%	0.00	0.00%
递延收益	0.35	4.27%	0.36	4.30%	0.36	4.30%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.38</b>	<b>20.74%</b>	<b>2.30</b>	<b>19.44%</b>	<b>0.43</b>	<b>5.08%</b>
<b>负债合计</b>	<b>11.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.45</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务</b>	<b>7.43</b>	<b>64.73%</b>	<b>7.42</b>	<b>62.83%</b>	<b>5.18</b>	<b>61.39%</b>
其中：短期债务	5.50	47.92%	5.60	47.41%	5.13	60.74%
长期债务	1.93	16.81%	1.82	15.42%	0.06	0.66%

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

现金流方面，由于公司销售主要以票据结算，叠加商品销售现金回款不及原材料采购现金支出，2023 年公司经营活动净现金流由正转负。投资活动现金流以理财产品购买、赎回及产能扩张支出为主，近年投资活动现金流持续净流出。原材料采购量增加和产能扩张需求推高公司对外融资规模，发行可转债使得筹资活动现金净流入大幅增加。考虑到公司上下游结算模式及产能扩张需求，面临经营规模扩大下资金占款压力及资本支出压力。

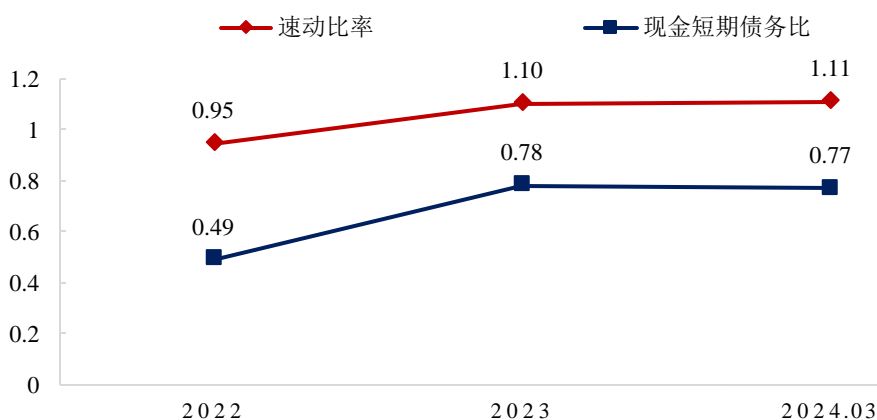
从偿债指标来看，跟踪期内，公司债务规模持续上升，公司资产负债率及总债务/总资本均有所上升；虽然 EBITDA 可保障对债务利息的支出，但经营现金流表现不佳使得现金流指标对总债务的保障能力仍较弱，整体偿债能力一般。

**表 14 公司现金流及杠杆状况指标**

项目	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动净现金流（亿元）	0.35	-0.04	0.28
FFO(亿元)	0.07	1.08	0.85
资产负债率	56.19%	57.32%	51.63%
净债务/EBITDA	--	2.12	2.59
EBITDA 利息保障倍数	--	8.15	9.57
总债务/总资本	45.36%	45.77%	39.59%
FFO/净债务	--	30.41%	27.10%
经营活动现金流净额/净债务	10.46%	-1.00%	8.81%
自由现金流/净债务	2.31%	-24.77%	-15.13%

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

流动性表现方面，得益于可转债募集资金到位，公司现金类资产保有量大幅增加，跟踪期内流动性比率指标有所改善。截至 2024 年 3 月末，公司合计获得银行授信额度 16.81 亿元，剩余可使用授信额度 10.66 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。

**图9 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

#### 公司面临一定的环保生产风险

跟踪期内，公司未受到环境相关的监管处罚。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。

跟踪期内，公司未发生重大安全生产事故。公司生产过程中涉及高温、用电、管道天然气和管道蒸汽，若对上述危险源不能进行正确识别和有效控制，存在发生安全事故的风险，可能出现人员伤亡和财产损毁，对公司的业务经营造成负面影响，并带来经济和声誉损失，同时可能引起诉讼、赔偿性支出、处罚以及停产损失。

公司已建立股东大会、董事会、管理层三层治理结构。截至 2024 年 3 月末，公司董事会成员 7 人，其中非独立董事 4 人，公司实控人刘曙阳先生担任董事长，实控人刘越、吴劲松担任公司董事。2023 年张金诚因退休原因，申请辞去公司副总裁职务。

### （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 6 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；公司公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、结论

公司系国内汽车、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）

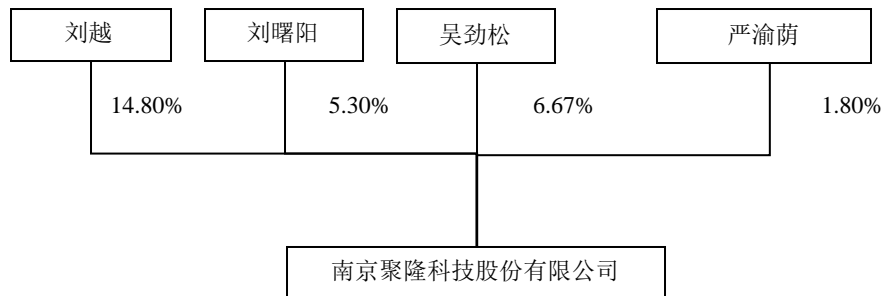
财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	0.91	0.88	0.93	1.18
交易性金融资产	1.37	1.47	0.00	0.24
应收账款	5.40	5.80	4.75	4.32
应收款项融资	1.79	1.83	1.22	0.84
存货	3.76	3.74	3.37	3.12
其他流动资产	0.09	0.07	0.06	0.06
流动资产合计	13.89	14.23	10.97	10.44
固定资产	4.96	5.03	4.38	3.66
在建工程	0.13	0.08	0.01	0.20
非流动资产合计	6.55	6.38	5.38	4.62
资产总计	20.44	20.61	16.36	15.07
短期借款	3.23	3.34	2.72	2.30
应付票据	2.15	2.09	2.32	1.81
应付账款	2.48	2.76	2.22	2.26
其他应付款	0.01	0.01	0.07	0.13
一年内到期的非流动负债	0.12	0.17	0.09	0.13
其他流动负债	0.83	0.76	0.27	0.16
流动负债合计	9.10	9.52	8.02	7.10
长期借款	0.22	0.14	0.05	0.15
应付债券	1.62	1.59	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.38	2.30	0.43	0.46
负债合计	11.49	11.81	8.45	7.56
总债务	7.43	7.42	5.18	4.39
其中：短期债务	5.50	5.60	5.13	4.24
所有者权益	8.96	8.80	7.91	7.51
营业收入	4.49	18.29	17.08	16.59
营业利润	0.24	0.74	0.54	0.28
净利润	0.23	0.68	0.54	0.30
经营活动产生的现金流量净额	0.35	-0.04	0.28	-0.57
投资活动产生的现金流量净额	-0.15	-2.35	-0.59	-0.05
筹资活动产生的现金流量净额	-0.19	2.42	-0.10	0.59
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	0.27	1.67	1.22	0.94
FFO（亿元）	0.07	1.08	0.85	0.73
净债务（亿元）	3.31	3.54	3.15	2.16



销售毛利率	14.23%	16.12%	13.10%	11.55%
EBITDA 利润率	--	9.15%	7.13%	5.69%
总资产回报率	--	5.12%	4.25%	2.80%
资产负债率	56.19%	57.32%	51.63%	50.18%
净债务/EBITDA	--	2.12	2.59	2.29
EBITDA 利息保障倍数	--	8.15	9.57	9.18
总债务/总资本	45.36%	45.77%	39.59%	36.89%
FFO/净债务	--	30.41%	27.10%	33.92%
经营活动现金流净额/净债务	10.46%	-1.00%	8.81%	-26.16%
自由现金流/净债务	2.31%	-24.77%	-15.13%	-44.08%
速动比率	1.11	1.10	0.95	1.03
现金短期债务比	0.77	0.78	0.49	0.64

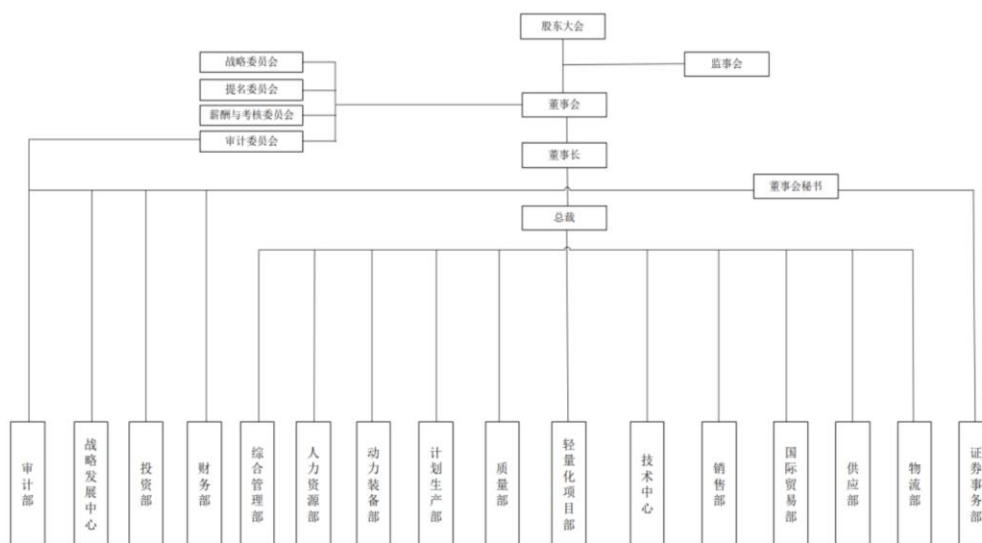
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年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	取得方式
		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	非同一控制下企业合并
南京聚新锋新材料有限公司	江苏	-	76.29%	环保材料生产销售	设立
聚隆新材料科技（扬州）有限公司	江苏	100.00%		新材料生产销售	设立
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	非同一控制下企业合并
南京聚隆香港有限公司	江苏	100.00%		新材料销售	设立
广东聚旺科技有限公司	广东	55.00%		新材料销售	非同一控制下企业合并
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	设立
JULONG SCIENCE AND TECHNOLOGY (USA) LLC	美国	100.00%		新材料生产销售	设立
JULONG SCIENCE AND TECHNOLOGY MEXICO S.A. DE C.V	墨西哥		100.00%	新材料生产销售	设立

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。