

2022年广东蒙泰高新纤维股份有限公司创业板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

2022年广东蒙泰高新纤维股份有限公司创业板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
蒙泰转债	A+	A+

评级观点

- 该评级结果是考虑到广东蒙泰高新纤维股份有限公司（以下简称“蒙泰高新”或“公司”，股票代码：300876.SZ）在国内丙纶长丝产量和市场占有率领先，具有一定的技术优势；同时中证鹏元也关注到，受市场需求弱恢复、竞争激烈及主要原料价格回落，公司丙纶长丝产品销售价格走低，盈利能力下滑和债务增速较快导致债务压力上升，新增产能消化风险较大和碳纤维项目面临较大的技术研发和投资风险。

评级日期

2024年6月19日

联系方式

项目负责人：郜宇鸿
 gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：陈刚
 cheng@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	16.87	14.68	12.37	9.40
归母所有者权益	8.78	8.96	8.90	8.08
总债务	6.53	4.11	2.94	1.01
营业收入	0.99	4.55	3.94	3.97
净利润	-0.11	0.20	0.50	0.69
经营活动现金流净额	-0.16	0.48	0.44	0.55
净债务/EBITDA	--	5.77	-2.54	-4.44
EBITDA 利息保障倍数	--	1.57	8.12	41.40
总债务/总资本	40.48%	29.80%	24.83%	11.10%
FFO/净债务	--	3.49%	-33.69%	-19.03%
EBITDA 利润率	--	8.63%	16.38%	18.01%
总资产回报率	--	2.34%	5.56%	9.32%
速动比率	1.15	2.61	8.30	5.88
现金短期债务比	0.62	1.93	11.37	5.23
销售毛利率	12.23%	18.52%	21.50%	23.08%
资产负债率	43.07%	33.98%	28.02%	14.07%

注：2021-2022年公司净债务为负值。

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

优势

- **丙纶长丝行业市场占有率国内领先，具有一定的技术优势。**公司持续深耕丙纶制造业多年，掌握具有自主知识产权的多项核心技术，国内丙纶长丝行业产量和市场占有率第一。

关注

- **盈利能力下滑，短期债务压力加大。**宏观经济下行导致下游需求放缓，加之市场竞争激烈，公司采取降价促销策略，2023年销售毛利率和利润规模下滑，2024年1-3月净利润亏损。受债务增长和经营亏损影响，跟踪期内公司长短期债务偿债指标均有所弱化，现金类资产对短期债务覆盖不足，债务压力上升。
- **新投产能消化风险较大，拟建项目存在较大资金压力及投资风险。**2024年5月公司IPO和蒙泰转债募投项目投产，整体产能将新增100%以上，考虑到当前下游市场需求仍处于恢复期、市场景气度不高，公司新增产能释放及市场消化有待关注。公司1万吨碳纤维及6万吨差别化腈纶项目总投资规模很大，投资周期较长，当前仍处于前期准备阶段，鉴于碳纤维产品技术难度较高、市场行情波动较大，公司存在较大的资本支出压力及投资风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。中证鹏元认为公司在国内丙纶长丝行业市场占有率领先，产销规模持续扩张，预计能够保持行业竞争力。

同业比较（单位：亿元）

指标	蒙泰高新	皖维高新	泰和新材	光威复材
主要产品	丙纶长丝	维纶	芳纶、氨纶	碳纤维
总资产	14.68	140.92	136.21	70.58
营业收入	4.55	82.63	39.25	25.18
净利润	0.20	3.35	3.62	8.41
销售毛利率（%）	18.52	12.70	24.22	48.66
资产负债率（%）	33.98	42.67	40.76	21.65
流动资产周转率	0.75	1.54	0.81	0.70
总资产周转率	0.34	0.60	0.33	0.38

注：以上各指标均为2023年/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
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	5/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中

	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	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+

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（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
蒙泰转债	3.00	3.00	2023-5-25	2028-11-02

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11月2日发行6年期3.00亿元可转换公司债券（以下简称“蒙泰转债”），募集资金原计划用于年产1万吨膨体连续长丝(BCF)以及0.5万吨细旦加弹长丝（DTY）技术改造项目、补充流动资金和偿还银行贷款。截至2023年12月31日，蒙泰转债募集资金专户余额为215.67万元。

蒙泰转债转股的起止日期为2023年5月8日至2028年11月1日。2023年共有547.00份蒙泰转债转为公司股份。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人无变更。截至2024年3月末，郭清海先生持有公司38.25%的股份，仍为公司控股股东及实际控制人。2023年末公司实控人郭清海先生所持公司股份无质押。

为扩展公司在长三角地区业务规模，2023年4月，公司以现金方式收购海宁广源化纤有限公司（以下简称“海宁广源”）51%股权，交易对价合计3,876万元。海宁广源位于浙江省海宁市，主要生产销售丙纶BCF、锦纶BCF纺织产品。2023年公司新增锦纶产品销售收入。

表1 2023年公司合并范围的子公司变动情况（单位：万元）

1、2023年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
上海纳塔新材料科技有限公司	80.00%	55,000.00	新材料研发与制造	设立
海宁广源化纤有限公司	51.00%	2,450.00	化学纤维加工与制造等	收购

2、2023年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	不再纳入合并范围原因
广州市蒙泰纤维科技有限公司	100.00%	1,000.00	化学纤维加工与制造等	注销

资料来源：公司2023年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

截至2023年末，公司合并范围内的子公司共4家，详见附录四。

四、运营环境

（一）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。

（二）行业环境

受下游需求弱修复影响，2023年国内丙纶纤维产量实现小幅增长；国内化学纤维生产企业数量多、规模小，随着行业供给端改革政策陆续出台，未来市场集中度有望提升

化学纤维是用天然高分子化合物或人工合成的高分子化合物为原料，经过制备纺丝原液、纺丝和后处理等工序制得的具有纺织性能的纤维。2023年受市场需求修复等因素影响，全国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长12.9%。在下游需求带动下，2023年我国化学纤维产量为6,872万吨，同

比增长8.5%。化学纤维可分为再生纤维和合成纤维，其中，合成纤维是以有机单体等化学原料合成的聚合物制成的化学纤维，常用的合成纤维有涤纶、锦纶、腈纶、氨纶、丙纶、维纶等。丙纶是最轻的合成纤维之一，强度高，耐磨性能良好，同时具备较强的抗阳光和耐气候能力，主要用于工业滤布、工程土工布、汽车等工业领域以及箱包织带、水管布套、门窗毛条、服装等领域。受产能集中投放及需求弱增长带动影响，2023年全国丙纶纤维产量合计41.8万吨，同比小幅增长1.2%。

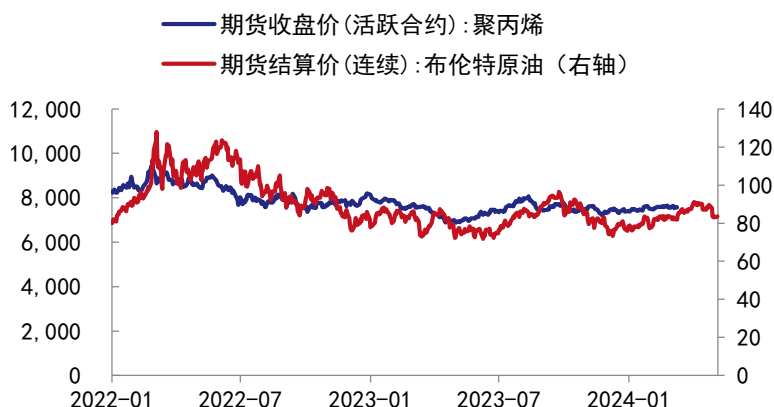
从全球范围来看，丙纶产业主要集中于西欧、中国、美国、日本等，国内则主要集中在浙江、广东、江苏、湖北、河南等地。丙纶行业具有大行业、小企业的行业特点，市场化程度较高，常规长丝制造企业规模较小、数量众多，企业间竞争激烈，使得国内企业在常规丙纶产品方面更具价格竞争优势，但在差别化产品方面，欧洲、美国及日本等地区丙纶企业的技术水平和研发实力依然领先，国内有能力生产差别化丙纶长丝企业相对较少，因此存在一定的技术壁垒。

为促进产业升级，巩固和提升化纤工业对纺织产业链的引领作用和对战略性新兴产业的支撑作用，构建智能化、绿色化、高端化现代产业体系，到2025年我国规划建成化纤强国，常规纤维生产要保持国际领先水平，高性能纤维产量年均增长10%以上；产品品质持续提升，培育一批具备较强全球竞争力的龙头企业。随着国家层面对行业发展要求逐渐转向创新驱动、高质量、绿色化，预计未来规模小、技术实力薄弱的企业将面临被淘汰的局面，市场集中度将会有所提高。

2023年以来聚丙烯行业供求关系失衡，价格中枢下移

聚丙烯为丙纶制造的主要原材料，主要应用于食品、包装、医疗、汽车、家电、日用品及纤维等领域，价格受国际原油价格影响较大。受新增产能持续释放、需求恢复乏力等因素影响，2023年以来聚丙烯市场价格震荡走低，短期内聚丙烯价格将延续下滑态势。

图1 聚丙烯价格中枢下移（单位：元/吨、美元/桶）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

碳纤维市场应用领域广泛，市场空间较大；伴随技术突破及产能迅速扩张，2023年国内碳纤维市场出现供需失衡，市场竞争激烈加速行业洗牌，促进市场回归理性

碳纤维是纤维状的碳素材料，含碳量在 90% 以上。它是利用各种含碳的有机纤维在惰性气体中、高温状态下碳化而制得的较高纯度碳链。碳纤维具有碳材料的固有其征特性，同时兼备纺织纤维的柔软可加工性，是新一代增强纤维，其质轻、强度高，同时具有易于成型、耐腐蚀、耐高温等多种优良性质，被广泛应用于风电叶片、航空航天、体育休闲、压力容器、碳/碳复合材料、交通建设等诸多领域。碳纤维生产工艺流程长，技术壁垒极高。目前日本、美国等少数发达国家掌握世界碳纤维的核心生产技术，其他国家生产技术仍处于追赶阶段。2000 年以来我国加大对碳纤维领域自主创新的支持力度，并先后突破了 T700、T800 等高性能碳纤维的千吨级产业化，与世界碳纤维先进技术水平差距逐渐缩小。

目前我国已形成以江苏、山东和吉林等地为主的碳纤维聚集地，经过长期的技术积累，国内主要的碳纤维（及原丝）制造商吉林碳谷、吉林宝旌、中复神鹰、江苏恒神、光威复材、兰州蓝星和上海石化等代表性企业正逐步打破国外技术垄断，产能规模不断扩张。根据《2023 年全球碳纤维复合材料市场报告》，2023 年我国碳纤维运行产能为 140,830 吨，同比增长 25.7%，在全球占比达到 47.7%，位居全球第一，国产碳纤维在国内的市场占有率为 76.7%，创历史新高。2023 年全球碳纤维的需求量为 115,000 吨，较上年减少 14.8%，首次出现负增长，同期国内碳纤维市场需求量下滑 7.2%，市场供求失衡矛盾突出。龙头企业将凭借规模和技术优势，在激烈的行业内卷中占据竞争优势，进一步扩大市场份额，加速行业洗牌，预计行业逐步回归理性。

五、经营与竞争

公司为国内丙纶长丝龙头企业，受行业需求修复及降价促销影响，2023 年公司营收规模扩大但销售毛利率下滑；跟踪期内公司 IPO 及蒙泰转债募投项目相继投产，产能规模进一步扩张，行业地位得到巩固，但产能消化情况有待进一步观察；投资规模很大的碳纤维项目仍处于前期准备阶段，需持续关注研发进展及投资风险

公司主要从事聚丙烯纤维的研发、生产和销售。因下游需求恢复缓慢及主要原料价格回落，为提升市场占有率，2023 年公司对主要丙纶长丝产品价格下调，带动营业收入同比增长 15.26%，差别化和常规化丙纶长丝毛利率均有所下滑。2024 年 1-3 月，公司实现营业收入 0.99 亿元，同比增长 20.90%，当期销售毛利率为 12.23%，同比下滑 6.07 个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
差别化丙纶长丝	29,343.59	64.55%	23.17%	23,666.79	60.01%	29.54%
常规化丙纶长丝	14,799.36	32.56%	7.12%	15,762.07	39.97%	9.43%
锦纶纤维	1,170.30	2.57%	38.85%	0.00	-	-
其他	145.29	0.32%	78.38%	9.77	0.02%	12.86%

合计	45,458.54	100.00%	18.52%	39,438.64	100.00%	21.50%
----	-----------	---------	--------	-----------	---------	--------

资料来源：公司提供

公司丙纶长丝具有一定规模优势，重视研发投入

经过多年发展，公司丙纶长丝已形成一定的规模和技术优势。根据中国化学纤维工业协会的统计，近6年来公司在国内丙纶长丝行业中的产量和市场占有率均排名第一。公司主要专注于高强低收缩丙纶工业丝、细旦和超细旦丙纶丝、高性能丙纶丝三个方向的研究，并结合客户需求，生产实践出更多应用于下游不同领域的新产品。2023年研发投入同比增长34.22%，新增有效发明专利5项。截至2023年末，公司共获得专利29项，其中已授权有效发明专利25项，实用新型4项；授权软件著作权1件。持续的技术研发有助于公司技术积累，保持竞争优势。公司设有广东省聚丙烯纤维新材料工程技术研究中心。公司自主建立研发配方库和工艺参数库，涵盖各种型号规格的差别化丙纶长丝配方、工艺参数及实物留样等基础数据，可用于产品的对比、参考、配方开发及工艺改进，在差别化丙纶纤维研发方面形成了较强竞争力。

表3 公司研发人员及研发支出情况

项目	2023年	2022年
研发人员数量（人）	51	36
研发人员数量占比	11.40%	11.76%
研发投入（万元）	1,977.87	1,473.64
研发投入占营业收入比例	4.35%	3.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，受收购子公司厂址搬迁及产能爬坡影响，公司丙纶长丝产能利用率下滑；公司IPO及蒙泰高新转债募投项目相继投产，但新增产能面临消化风险；碳纤维项目仍处于前期准备阶段，需持续关注项目进展及投资风险

按照性能分类，公司产品可主要分为常规丙纶长丝和差别化丙纶长丝，其中，常规化产品具备普通常规性能，主要用于常规型纺织品；差别化产品主要系在生产过程中通过改变其物理形态、添加改性剂、着色剂等方法，赋予其特定功能（如有色、高弹、防紫外线等）的纤维。跟踪期内，公司收购海宁广源，新增丙纶长丝产能8,466.94吨和锦纶纤维2,000吨，主要供应长三角市场。受海宁广源新厂址搬迁及产能爬坡影响，2023年丙纶长丝整体产能利用率较上年下滑8.17个百分点，锦纶纤维产能利用率偏低。

公司实行以销定产为主的生产模式。由于丙纶无法染色，需在纺前采用色母着色，公司主要根据客户要求颜色、功能进行生产，2023年公司主要产品产销率较高。

表4 近年来公司丙纶长丝产销情况（单位：吨）

产品类别	项目	2023年	2022年
丙纶长丝	产能	40,800.99	32,334.05
	产量	35,510.71	31,612.20
	销量	36,894.63	29,464.85
	产能利用率	87.03%	97.77%

锦纶纤维	产销率	103.90%	93.21%
	产能	2,000.00	-
	产量	414.70	-
	销量	430.80	-
	产能利用率	20.74%	-
	产销率	103.88%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

分品类来看，2023年公司差别化丙纶长丝收入占比持续上升，贡献主要收入来源。销售价格的制定方面，公司差别化产品需要添加特殊功能及颜色母粒，同时对生产工艺要求较高，产品销售单价及毛利率水平高于常规丙纶长丝。常规丙纶长丝生产难度较低，市场价格易受原材料价格变动影响。2023年以来为提升市场占有率，公司采取降价促销策略，叠加主要原料聚丙烯价格回落，公司差异化丙纶长丝及常规化丙纶长丝销售单价同比均有所下滑。

表5 近年来公司各品类产品销售情况

项目	2023年	2022年
差别化丙纶长丝		
销量（吨）	21,673.96	14,963.78
单价（元/吨）	13,538.64	15,816.05
销售收入（万元）	29,343.59	23,666.79
常规丙纶长丝		
销量（吨）	15,179.62	14,501.07
单价（元/吨）	9,749.50	10,869.59
销售收入（万元）	14,799.36	15,762.07
锦纶纤维		
销量（吨）	430.80	-
单价（元/吨）	27,165.74	-
销售收入（万元）	1,170.30	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建产能项目包括年产2.3万吨聚丙烯纤维扩产项目（公司2020年IPO募投项目）及本期债券募投项目。其中，IPO募投项目位于揭阳市揭东开发区综合产业园内，该项目为扩产项目。本期债券募投项目设计产能为膨体连续长丝年生产能力1万吨以及细旦加弹长丝年生产能力0.5万吨。根据公司2024年5月17日发布的《关于募投项目投产的公告》，公司IPO及蒙泰转债募投项目已完成主体建设及设备安装、调试等工作，项目均已正式竣工验收投产。项目投产后，公司整体产能将增加一倍以上，但考虑到下游市场需求恢复乏力及竞争激烈，需持续关注新投产项目产能消化风险。

表6 截至2023年末公司主要在建产能项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资
年产2.3万吨聚丙烯纤维扩产项目	38,423.18	32,671.54
年产1万吨膨体连续长丝（BCF）以及0.5万吨细旦加弹长丝（DTY）技术改造项目*	21,000.00	12,526.76
合计	59,423.18	45,198.30

注：标注“*”的为本期债券募投项目。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

基于公司战略发展及新材料产业布局的需求，公司与上海电气风电集团股份有限公司合资设立上海纳塔新材料科技有限公司（以下简称“上海纳塔”），其中公司出资4.40亿元，持股80%，并设立甘肃纳塔新材料有限公司（以下简称“甘肃纳塔”）及以上海纳塔收购广东纳塔功能纤维有限公司（以下简称“广东纳塔”）100%股权。上海纳塔计划建设年产1万吨碳纤维及6万吨差别化腈纶项目（最终项目投资总额以实际投资为准）。项目初步预计投资总额47.94亿元，资金来源包括公司自有资金及银行贷款。项目计划分三阶段建设，其中一阶段投资18.03亿元，建设1万吨/年差别化腈纶、0.5万吨/年碳纤维生产装置及配套设施、公用设施项目；二阶段投资14.14亿元，建设1万吨/年差别化腈纶、0.5万吨/年碳纤维生产装置及配套设施；三阶段投资15.77亿元，建设4万吨/年差别化腈纶生产装置及配套设施，预计全部建设期为72个月。

2023年以来公司持续推进实施碳纤维和腈纶项目落地，该项目已经预定了其中交付周期较长的碳纤维纺丝等设备，其他设备相继进入招投标等采购流程，广东纳塔与甘肃纳塔已分别取得466.81亩和317.56亩的国有建设用地使用权，且均已与当地自然资源局签署土地出让合同。考虑到该项目投资规模大、建设期长，公司碳纤维生产技术经验欠缺，若未来公司未能取得相关技术研发突破，项目收益将面临较大的不确定性，需持续关注公司研发进度情况。

公司产品仍以内销为主，中小客户占比较高，面临一定的款项回收风险

公司下游客户包括工业领域的工业滤布和民用领域的箱包、服装、水管布套、门窗毛条等纺织生产企业，销售方式以直销为主。公司主要服务于国内市场，2023年境内业务收入占营业收入的比重为85.79%，初步建立了以华东地区、华南地区为主，辐射全国的销售和服务体系。外销主要面向中国香港、印度尼西亚、菲律宾、越南、巴基斯坦等国家和地区。

表7 公司按销售地域划分的营业收入情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
境内	38,999.49	85.79%	34,018.61	86.26%
境外	6,459.04	14.21%	5,420.03	13.74%

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

公司的产品特点多为小批量、定制化等，客户集中度不高，2023年前五大客户销售金额合计占营业收入比重为23.25%。款项结算方面，公司根据客户订单规模、客户重要程度、市场竞争环境的不同，采取较为灵活的货款结算政策。跟踪期内，公司信用政策无重大变化。截至2023年末，公司应收账款账面价值合计1.18亿元，前五大应收账款余额占比为32.45%，考虑到公司中小客户众多，宏观经济下行背景下需持续关注回款风险。

公司所在区域石化产业具有集聚优势，原料采购渠道稳定，但采购集中度仍偏高

公司采购的原材料为聚丙烯、母粒和油剂等。其中，母粒即用于着色、改性的塑料着色剂或助剂，

包括色母粒和功能母粒等，其耗用受产品结构影响有所波动。聚丙烯作为丙纶长丝生产的主要原材料，2023年采购额占原材料采购总额的比重为82.59%。聚丙烯属于石化产品，其价格受石油价格波动及自身供需等因素影响较大，2023年公司聚丙烯采购价格较上年下降10.01%。但公司产品定价主要采用成本加成模式，原料价格降低对常规化丙纶长丝利润影响不大，差异化丙纶长丝产品具有定制化规格或者定制化特性，议价能力相对较强。

表8 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

主要原材料	2023年		2022年	
	金额	比例	金额	比例
聚丙烯	19,237.33	82.59%	24,109.29	86.29%
母粒、油剂	1,579.56	6.78%	2,425.32	8.68%
合计	20,816.89	89.37%	26,534.61	94.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司所在的揭阳大南海石化工业区为广东省四大石化产业基地之一，石化产业链较完善，具有一定的产业集聚优势。公司主要原料聚丙烯供应较为丰富，市场价格透明，2023年前五大供应商采购金额占采购总额的比为72.36%，采购集中度有所下滑但仍偏高。因纤维用聚丙烯原料占聚丙烯产量较少，丙纶行业企业对聚丙烯原料的议价能力较弱。

六、财务分析

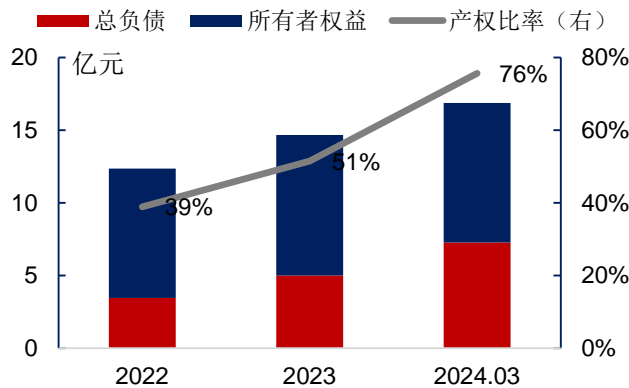
财务分析基础说

以下分析基于公司提供的大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023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。2023年公司合并范围子公司变动情况见表1。

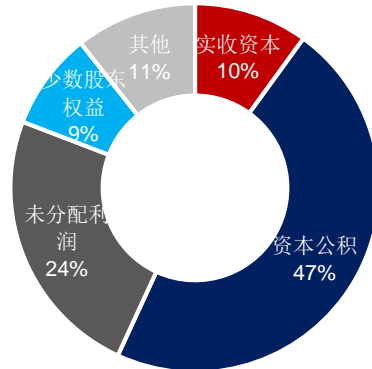
资本实力与资产质量

跟踪期内，随着业务规模扩张及融资增加，公司资产规模持续增长，需关注应收账款回款风险

业务扩张带来融资需求增加，2024年3月末公司产权比率快速抬升，所有者权益对负债的保障程度有所减弱。公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润、实收资本构成，结构相对稳定。

图2 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3 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

随着经营规模扩张，公司总资产规模持续增长，资产中厂房、机器设备及预付设备款占比较高。

固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备和办公设备等。跟踪期内公司IPO和蒙泰转债募投项目厂房建筑物、设备等转为固定资产，固定资产规模快速增长。其他非流动资产主要为公司碳纤维及差别化腈纶项目形成的预付设备款、预付土地价款及预付工程款。

存货主要由原材料、库存商品和发出商品等构成，公司主要按照销售订单来组织生产，各类存货周转速度快，存货跌价准备金额较小。

货币资金主要为银行存款，2023年末0.12亿元用于银行承兑汇票保证金及信用证保证金使用权受限。截至2023年末公司应收账款账面价值合计1.18亿元，前五大应收账款余额占比达32.45%，账龄集中在1年以内。2023年末公司应收账款累计计提坏账准备0.13亿元，计提比例为10.06%，考虑到公司中小客户众多，存在一定回款风险。

截至2023年末，公司无形资产、固定资产及货币资金受限规模合计为0.65亿元。

表9 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	2.04	12.09%	1.81	12.33%	4.06	32.80%
应收账款	1.23	7.31%	1.18	8.04%	0.87	7.04%
存货	0.56	3.29%	0.45	3.07%	0.70	5.65%
流动资产合计	5.10	30.22%	5.01	34.15%	7.12	57.56%
固定资产	5.56	32.97%	4.08	27.82%	0.50	4.02%
在建工程	1.63	9.68%	3.07	20.91%	2.58	20.87%
无形资产	1.22	7.21%	0.60	4.09%	0.49	3.95%
其他非流动资产	2.72	16.11%	1.42	9.65%	1.50	12.14%
非流动资产合计	11.77	69.78%	9.67	65.85%	5.25	42.44%

资产总计	16.87	100.00%	14.68	100.00%	12.37	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

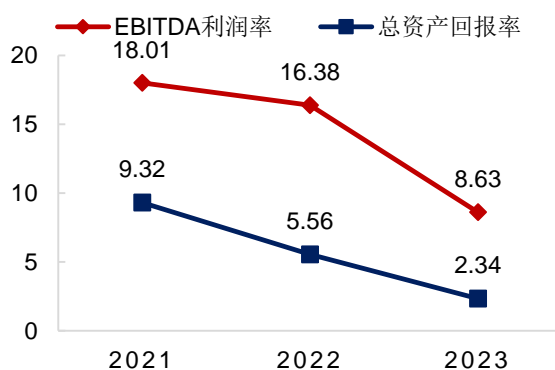
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司销售毛利率下行，盈利能力承压

受市场竞争激烈、折价销售策略及主要原料价格回落影响，跟踪期内公司主要产品价格走低，销售毛利率持续下行，叠加期间费用增长较快，对利润形成侵蚀，公司 EBITDA 利润率及总资产回报率均有所下滑。公司 IPO 和蒙泰转债募投项目相继建成投产，产能规模优势持续扩张，但考虑到下游景气度恢复缓慢和竞争激烈，公司新增产能面临较大消化风险。若未来客户拓展和产能消化不及预期，公司整体盈利水平将继续承压。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营获现能力减弱，债务规模持续增长，债务压力加大

公司总债务主要由短期/长期银行借款及应付债券构成。截至2024年3月末，公司总债务为6.53亿元，短期债务占比为51.45%。短期借款主要为信用借款及票据贴现借款，为满足项目建设资金需要，2024年3月末公司短期借款增长较快。长期借款为抵押兼质押借款，质押物系广东蒙泰聚丙烯纤维扩产及研发中心住房租赁项目所有经营收入产生的应收账款。应付账款主要为应付材料款及运费等。

表10 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	3.31	45.61%	0.92	18.36%	0.41	11.82%
应付账款	0.34	4.66%	0.45	9.06%	0.11	3.30%
流动负债合计	3.95	54.33%	1.75	35.11%	0.77	22.32%

长期借款	0.67	9.19%	0.64	12.79%	0.27	7.65%
应付债券	2.50	34.46%	2.45	49.21%	2.26	65.36%
非流动负债合计	3.32	45.67%	3.24	64.89%	2.69	77.68%
负债合计	7.27	100.00%	4.99	100.00%	3.47	100.00%
总债务合计	6.53	89.90%	4.11	82.47%	2.94	84.89%
其中：短期债务	3.36	46.25%	1.02	20.47%	0.41	11.88%
长期债务	3.17	43.65%	3.09	62.00%	2.53	73.00%

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

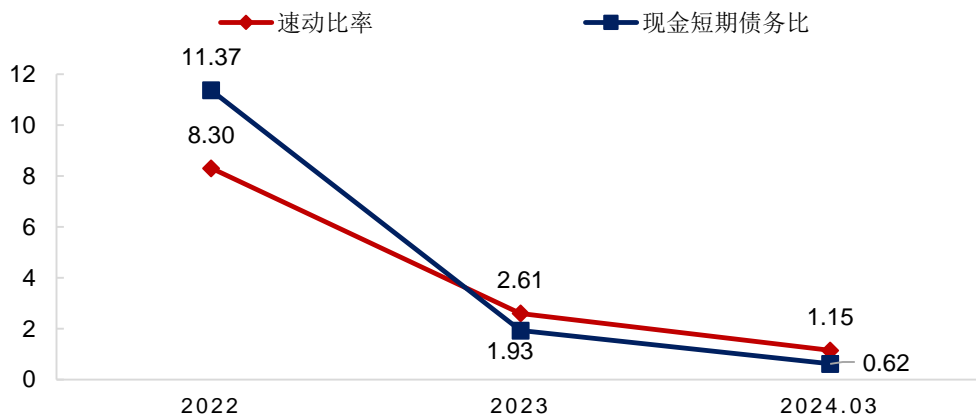
2023年公司主营业务盈利能力下滑，经营现金生成能力减弱，同期债务规模增长较快，受此影响，公司EBITDA利息保障倍数快速回落，经营利润对利息支出的覆盖程度一般。公司拟建的年产1万吨碳纤维及6万吨差别化腈纶项目投资规模较大，后续建设资金对外部筹资依赖较大，若项目顺利实施，预计公司债务规模及财务杠杆将上升。

表11 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.16	0.48	0.44
FFO（亿元）	--	0.08	0.55
资产负债率	43.07%	33.98%	28.02%
净债务/EBITDA	--	5.77	-2.54
EBITDA 利息保障倍数	--	1.57	8.12
总债务/总资本	40.48%	29.80%	24.83%
FFO/净债务	--	3.49%	-33.69%
经营活动净现金流/净债务	-3.53%	21.26%	-26.58%
自由现金流/净债务	-48.88%	-139.64%	147.47%

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

从流动性指标来看，受项目建设资金持续投入及新增债务影响，2024年3月末公司现金类资产对短期债务覆盖不足，短期债务压力加大。截至2023年末，公司获得银行授信额度为11.50亿元，剩余可使用额度为7.30亿元，可提供一定备用流动性。

图5 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表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司提供的说明文件，过去一年公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明文件，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

值得关注的是，公司化工产品易燃的特点决定其存在一定的安全生产风险，近年来政府环保政策趋严和整治力度加大，需对公司环保投入保持关注。

公司治理

跟踪期内，公司董监高部分成员发生变动。其中，公司董事、副总经理郭人琦、独立董事陈汉佳、监事万小燕、江建平、黄少红、副总经理刘小友均任期满离任。陈光明被选举为公司董事、总经理，魏晓兵职务变更为监事会主席。郑丹霞、林旭锐分别被选举为职工代表监事、监事。李昇平、林凯雄分别被选举为独立董事、董事。根据公开信息查询和公司提供的相关情况说明，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年4月15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。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年5月31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、结论

公司业务专注于丙纶纤维的设计、研发、生产和销售，国内化学纤维生产企业数量多、规模小，公司在丙纶纤维制造行业产量和市场占有率国内第一，跟踪期内通过对外收购拓展长三角地区业务，IPO和蒙泰转债募投项目相继建成投产，产能规模进一步扩张，行业地位得到巩固。

同时中证鹏元也关注到，受市场需求弱恢复、竞争激烈及主要原料价格回落影响，公司主要产品价格走低，盈利能力下滑和债务增长较快导致债务压力上升，下游市场景气度不佳可能导致新增产能面临较大的市场消化风险。公司碳纤维及差别化腈纶项目拟投资规模很大，上述项目仍处于前期准备阶段，且碳纤维项目投资周期较长，2023年国内市场需求出现下滑、市场行情波动较大，公司可能面临较大的技术研发和投资风险。

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“蒙泰转债”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	2.04	1.81	4.06	2.43
应收账款	1.23	1.18	0.87	0.64
存货	0.56	0.45	0.70	0.37
其他流动资产	1.02	1.05	0.52	0.82
流动资产合计	5.10	5.01	7.12	6.75
固定资产	5.56	4.08	0.50	0.56
在建工程	1.63	3.07	2.58	0.43
无形资产	1.22	0.60	0.49	0.59
其他非流动资产	2.72	1.42	1.50	0.93
非流动资产合计	11.77	9.67	5.25	2.66
资产总计	16.87	14.68	12.37	9.40
短期借款	3.31	0.92	0.41	0.74
应付账款	0.34	0.45	0.11	0.03
其他应付款	0.09	0.00	0.02	0.02
一年内到期的非流动负债	0.01	0.04	0.00	0.00
流动负债合计	3.95	1.75	0.77	1.09
长期借款	0.67	0.64	0.27	0.19
应付债券	2.50	2.45	2.26	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.32	3.24	2.69	0.24
负债合计	7.27	4.99	3.47	1.32
总债务合计	6.53	4.11	2.94	1.01
其中：短期债务	3.36	1.02	0.41	0.82
总债务	6.53	4.11	2.94	1.01
所有者权益	9.60	9.69	8.90	8.08
营业收入	0.99	4.55	3.94	3.97
营业利润	-0.10	0.22	0.61	0.79
净利润	-0.11	0.20	0.50	0.69
经营活动产生的现金流量净额	-0.16	0.48	0.44	0.55
投资活动产生的现金流量净额	-2.03	-3.89	-1.19	-1.26
筹资活动产生的现金流量净额	2.48	1.26	2.28	0.65
财务指标（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA	-0.05	0.39	0.65	0.71
FFO	--	0.08	0.55	0.60
净债务	4.47	2.26	-1.64	-3.17
销售毛利率	12.23%	18.52%	21.50%	23.08%

EBITDA 利润率	--	8.63%	16.38%	18.01%
总资产回报率	--	2.34%	5.56%	9.32%
资产负债率	43.07%	33.98%	28.02%	14.07%
净债务/EBITDA	--	5.77	-2.54	-4.44
EBITDA 利息保障倍数	--	1.57	8.12	41.40
总债务/总资本	40.48%	29.80%	24.83%	11.10%
FFO/净债务	--	3.49%	-33.69%	-19.03%
经营活动净现金流/净债务	-3.53%	21.26%	-26.58%	-17.35%
自由现金流/净债务	-48.88%	-139.64%	147.47%	25.49%
速动比率	1.15	2.61	8.30	5.88
现金短期债务比	0.62	1.93	11.37	5.23

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

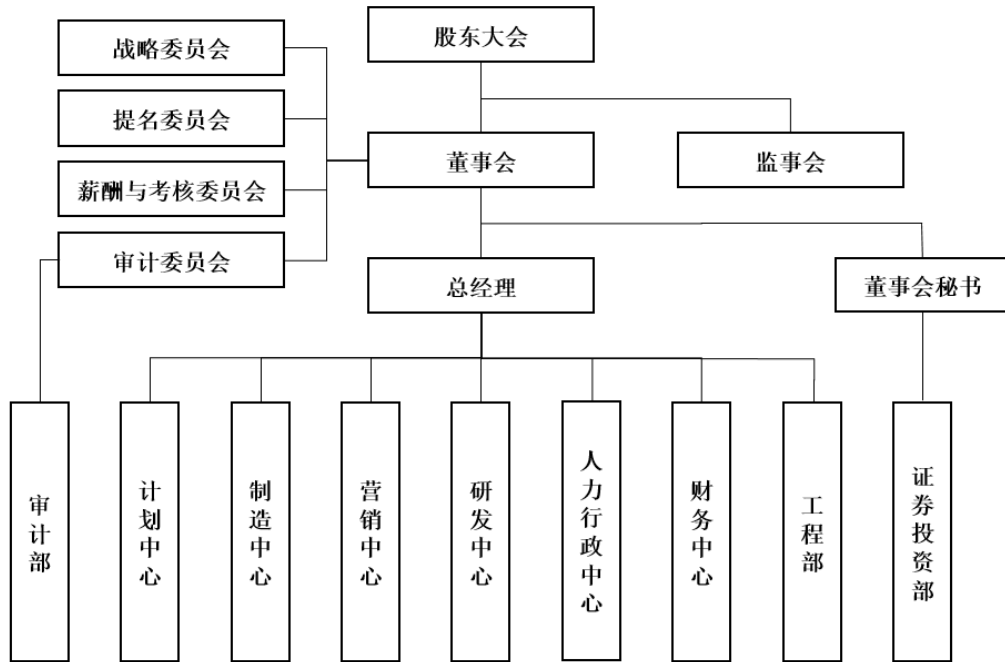
附录二 截至 2024 年 3 月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	持股数量	占比
郭清海	36,720,000	38.25%
郭鸿江	17,280,000	18.00%
揭阳市自在投资管理合伙企业（有限合伙）	3,600,000	3.75%
郭丽双	1,872,000	1.95%
黄树忠	1,872,000	1.95%
郭丽如	1,872,000	1.95%
郭清河	1,872,000	1.95%
林秀浩	1468017	1.53%
郭贤锐	1,440,000	1.50%
郭丽娜	1,152,000	1.20%
合计	69,148,017	72.03%

注：股东郭贤锐为公司控股股东、实际控制人郭清海的父亲，股东郭鸿江、郭丽双、郭丽萍、郭丽如、郭清河、郭丽娜为控股股东、实际控制人郭清海的兄弟姐妹。

资料来源：公司 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

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（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
揭阳市华海投资有限公司	300.00	100%	实业、创业投资
揭阳市海汇投资有限公司	300.00	100%	实业、创业投资
上海纳塔新材料科技有限公司	55,000.00	80%	合成纤维制造、销售、研发等
海宁广源化纤有限公司	2,450.00	51%	化学纤维制造、加工及销售等

注：2023 年 4 月，上海纳塔以现金方式收购公司持有的广东纳塔功能纤维有限公司 100% 股权，广东纳塔变更为公司二级子公司，持股比例变更为 80%。

资料来源：公司 2023 年年报及公开资料，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。