中证鹏元
CSCI Pengyuan

聚合顺新材料股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告（聚合转债）

中鹏信评【2025】跟踪第【474】号 01

让 评 级 彰 显 价 值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

聚合顺新材料股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告（聚合转债）

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：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，2024 年业绩实现较快增长，在尼龙 6 切片领域的市场占有率保持行业前列，且在建产能较大，能为未来业务承接和规模扩张提供支撑；同时中证鹏元也关注到，公司所在行业易受上游原材料价格波动及下游需求变化等影响，产品盈利仍然较薄，对成本精细化控制方面的要求较高，同时在建产能若集中释放可能面临消化压力，以及融资规模扩大，杠杆水平进一步上升等风险因素。

评级日期

2025 年 6 月 26 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	62.17	60.97	46.85	39.93
归母所有者权益	19.62	19.23	17.11	15.81
总债务	36.41	35.97	24.89	20.36
营业收入	15.63	71.68	60.18	60.37
净利润	0.90	3.66	2.17	2.40
经营活动现金流净额	0.30	0.39	5.20	3.56
净债务/EBITDA	--	1.30	0.08	0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	18.21	14.65	23.81
总债务/总资本	62.64%	62.01%	56.38%	53.42%
FFO/净债务	--	71.52%	1,259.50%	124.93%
EBITDA 利润率	--	6.52%	4.27%	4.45%
总资产回报率	--	8.16%	5.80%	7.73%
速动比率	1.15	1.26	1.20	1.38
现金短期债务比	1.09	1.20	1.16	1.19
销售毛利率	8.17%	8.06%	6.70%	6.26%
资产负债率	65.07%	63.87%	58.89%	55.54%

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

联系方式

项目负责人：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

项目组成员：王玉婷
wangyt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司继续保持一定市场竞争力，2024 年业绩较快增长，在尼龙 6 切片领域的市场占有率保持行业前列。**公司生产基地所在区位较好，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商较近，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，2024 年产品总销量再创新高，市场占有率处于市场前列。
- **公司在建产能规模较大，能为未来业务规模扩大形成基础。**截至 2024 年末，公司在建产能合计 51.60 万吨，若项目全部顺利实施，公司年产能预计将继续大幅提升，将提升高毛利产品比重并增强整体产品的规模效应，提高市场地位，对公司未来业务承接和规模扩张提供支撑。

关注

- **公司产品盈利仍然较薄，对成本精细化控制要求较高。**公司各类产品毛利率仍整体不高于 10%，市场竞争激烈使得单位产品毛利水平仍然较低，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，易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，同时需持续关注国际局势复杂多变等因素可能对行业周期性波动的影响。
- **公司在建产能若集中释放可能面临消化压力。**公司预计在建产能达到预定可使用状态的时间基本为 2025-2026 年，若未来一到两年顺利实施将集中释放出较大产能，可能面临较大的短期消化压力。
- **公司债务规模增幅较大，杠杆水平进一步上升。**跟踪期内，随着新增项目贷款和发行债券，公司总债务规模上升较快，财务杠杆水平持续上升，2025 年 3 月末资产负债率升至 65.07%。截至 2024 年末，公司在建项目较多，资本支出需求或继续推升融资规模。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司生产基地区位较好，近年业务规模持续扩大，尼龙 6 切片市场占有率仍处于行业前列，保持一定竞争力，随着在建产能陆续投产，可为未来业务规模扩大形成基础，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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	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	5/7
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。

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	2.0360	2024-06-21	2028-03-07

一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年3月发行6年期2.04亿元可转换公司债券“聚合转债”，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年末，公司募集资金已基本用完，上述债券募集资金专户已完成注销，账户内募投项目节余募集资金共计14.86万元（含利息收入）永久补充流动资金。

二、 发行主体概况

2025年3月公司更名为聚合顺新材料股份有限公司。截至2025年3月末，公司注册资本和实收资本均为31,472.61万元[1]，股东仍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”）[2]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，公司实控人仍为傅昌宝先生，合计控制公司34.98%股权，股权结构图见附录二。截至2025年3月末，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，占实际控制人所持公司股份总数的17.96%，占公司总股本的6.28%。

2025年3月公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书姚双燕女士申请辞去公司董事会秘书职务，公司聘任陈晓雯女士担任公司董事会秘书。

截至2025年3月末，“聚合转债”累计转股39.50万元，占“聚合转债”发行总量的0.1936%。截至2025年6月20日，“聚合转债”转股价为11.37元/股。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

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

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

[1] 公司2025年3月26日最新营业执照证载注册资本为31,554.70万元，后续存在转股情况暂未进行工商变更登记。

[2] 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。

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

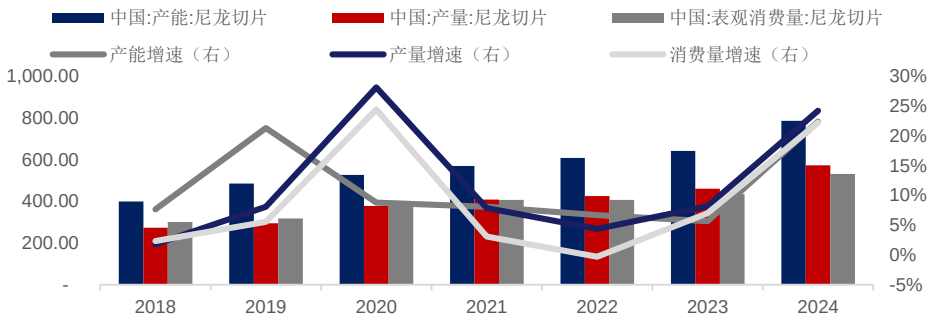
行业经济环境

受益于下游市场需求稳步增长，2024年尼龙切片行业负荷相对高位，产销量较快增长，产能继续扩张；2025年上半年受下游消化节奏缓慢、美国贸易政策变化等影响，PA6开工率有所降低，随着外贸需求回暖及终端内销温和增长或支撑行业向好修复

尼龙即聚酰胺，又被称为耐纶、锦纶（国内），简称PA，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。

受益于下游市场需求稳步增长，2024年尼龙行业负荷处于相对高位，尼龙切片产销量实现较快增长。2024年伴随行业新增产能释放，以及下游民用纺丝、工程塑料、膜级包材等不同应用场景需求稳步增长，如新能源电动车、智能家居、户外运动场景等市场持续扩张，支撑我国尼龙行业产销量实现较快增长，行业负荷相对高位运行。根据百川盈孚数据，2024年我国尼龙切片表观消费量达531.59万吨，同比增长22%，下游需求相对旺盛；2025年上半年受下游消化节奏缓慢、美国贸易政策变化等影响，PA6库存增多，装置开工率有所降低。随着外贸需求回暖，以及我国户外服饰为代表的中高端民用纤维应用领域和新能源电动车与智能家居为代表的工程塑料应用领域需求不断增长、全国各地消费品以旧换新政策加力扩围，终端内销温和增长等利好或支撑行业向好改善。此外，据卓创资讯统计，2025年PA6计划新增产能将超过130万吨，未来仍有较大的产能投入预期，但年初以来实际投产规模不大，未来投产落地情况尚需观察。

图1 我国尼龙切片产能、产量及表观消费量情况（单位：万吨）



资料来源：百川盈孚、Wind 资讯，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，规模经济效益逐渐明显。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。

表1 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
鲁西化工集团股份有限公司	山东聊城	70.00
聚合顺	**浙江杭州**	**52.80**
浙江恒逸集团有限公司	浙江杭州	50.60
福建永荣锦江股份有限公司	福建福州	35.00
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	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
岳阳石油化工总厂化纤厂	湖南岳阳	16.00
中仑塑业（福建）有限公司	福建泉州	14.50
合计	-	**363.90**

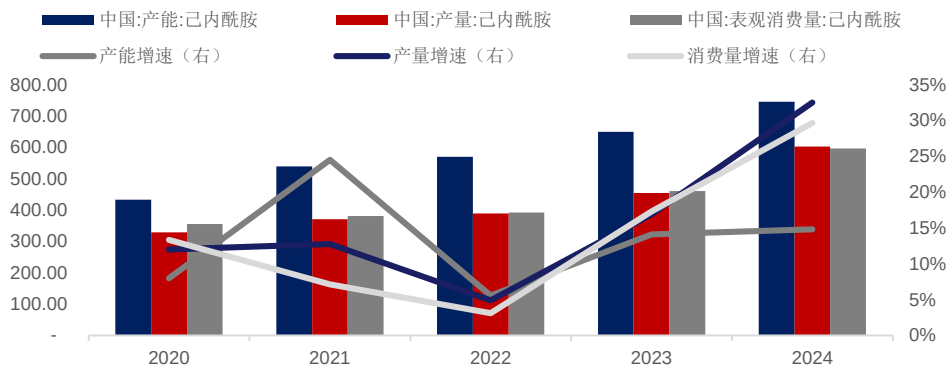
注：除聚合顺数据为公司提供，其余厂家数据来源百川盈孚2025年6月最新数据库资料，或与其实际情况存在一定差异。
资料来源：百川盈孚，Wind，中证鹏元整理

国内己内酰胺仍处于产能快速扩张阶段，近年己内酰胺价格受国际原油价格影响波动较大，2024年以来价格中枢震荡下移一定程度缓解了下游成本压力

2024年己内酰胺仍处于产能快速扩张阶段，未来行业仍有一定的新增投产计划。己内酰胺是聚合生成尼龙6切片最主要的原材料，约占尼龙6生产成本的90%以上，2024年我国己内酰胺总产能仍然处于快

速扩张阶段。根据百川盈孚数据，2024年末我国己内酰胺总产能为745万吨/年，产能和产量分别同比增长约15%和32%，在下游尼龙6产量持续增长支撑下产能利用率水平有所提升。同时，据卓创资讯统计，2025年己内酰胺行业有96万吨左右新投产计划，随着新建及扩建己内酰胺生产装置产能的释放，若下游需求跟进不足，己内酰胺供需错配矛盾或将进一步加剧，供应量和供货价对下游或会向好。

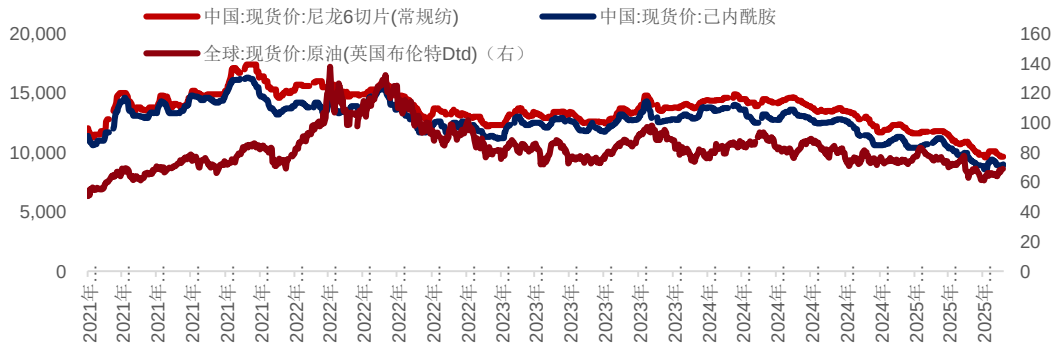
图2 国内己内酰胺产能、产量及表观消费量情况（单位：万吨）



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，而己内酰胺合成原料属于石油化工品，2024年以来受原油走势影响波动较为频繁，价格中枢震荡下移。国际油价方面，2024年上半年地缘冲突推升油价至90美元/桶高位，下半年全球制造业收缩，叠加OPEC+减产松动，油价回落至70美元/桶以下，全年呈“宽幅震荡、价格中枢下移”特征。己内酰胺价格与原油走势接近，在成本弱支撑影响下，2024年尼龙6市场价格中枢震荡下行。2025年以来地缘溢价阶段性消退，全球需求疲软带动原油价格中枢进一步下移，上游成本端压力持续缓解，4月美国贸易政策变化影响下PA6市场经历一轮快速下跌，后随中美谈判利好释放有所反弹，但需求跟进较慢的情况下价格仍处于低位。近年己内酰胺价格受原油价格影响波动较大，仍需关注原材料价格波动频繁、国际形势复杂多变等因素对PA6生产商效益的影响。

图3 国际原油、国内己内酰胺及尼龙6切片价格变动情况（单位：元/吨、美元/桶）



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事不同类型的尼龙6切片业务，针对不同的下游应用领域，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，2024年受益于户外服饰为代表的中高端民用纤维应用领域和新能源电动车、智能家居为代表的工程塑料应用领域需求增长，公司纤维级切片及工程塑料级切片销量和收入均有较大升幅，带动整体营业收入较快增长。毛利率方面，公司产品结算价格主要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，在下游需求较为旺盛的背景下，2024年公司纤维级切片及工程塑料级切片产品毛利率水平均有所提高。2025年一季度，公司尼龙切片产销量均保持增长，但营业收入因原材料己内酰胺价格下降而小幅降低，毛利率相对稳定。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 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	10.46	66.99%	8.60%	47.54	66.34%	9.00%	40.07	66.62%	7.32%
工程塑料级切片	4.67	29.92%	6.80%	23.16	32.32%	6.00%	18.47	30.71%	5.31%
薄膜级切片	0.42	2.67%	9.28%	0.76	1.06%	8.26%	1.28	2.12%	1.35%
其他	0.07	0.42%	27.92%	0.20	0.28%	25.52%	0.33	0.55%	27.47%
合计	**15.61**	**100.00%**	**8.16%**	**71.67**	**100.00%**	**8.07%**	**60.14**	**100.00%**	**6.70%**

资料来源：2023-2024 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司2024年营业收入总量及增量主要由国内市场贡献，华东区域的浙江、福建和江苏是国内当前尼龙纤维、尼龙工程塑料制造企业集聚区之一，2024年公司在华东地区销售金额占当年销售收入比重仍在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，2024年公司境外业务收入小幅增长。公司与国外客户仍主要采取“一约一谈”的合作模式，一般在约定售价时事先将运费计入产品单价中，同时会给予境外客户一定时间账期。

表3 公司主要产品销售区域分布情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	67.62	94.35%	56.26	93.56%
其中：华东	61.43	85.71%	51.41	85.46%
其他地区	6.20	8.65%	4.85	8.07%
境外	4.05	5.65%	3.88	6.44%
合计	**71.67**	**100.00%**	**60.14**	**100.00%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司产能继续扩张，产能规模仍居行业前列，同时产能利用率和产销率继续保持较高水平；公司在建产能规模仍较大，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

公司产能规模仍位于行业前列，目前生产基地主要包括浙江杭州生产基地（产能26万吨）、湖南常德生产基地（产能7万吨）和山东滕州鲁化基地（一期产能18万吨，“聚合转债”募投项目）。跟踪期内，山东滕州鲁化基地的厂区二期年产22万吨聚酰胺6新材料项目拟新建的4条生产线中有1条产线在2024年底进入试生产状态，释放了部分产能。

受益于下游需求增加，公司2024年产品销售情况较好，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，2024年产销率水平继续维持较高水平。2025年1-3月公司产销率86.23%，有所降低，主要受滕州厂区二期产能为2024年底新上，产品投放市场需要一段时间使得库存有所增长所致。

表4 公司产能、产能利用率及产销率情况（单位：万吨）

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
产能	14.55	52.80	49.59
产能利用率	113.73%	109.19%	95.17%
产销率	86.23%	97.99%	101.25%

注：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。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司继续扩建生产基地以扩大产能，其中山东鲁化项目二期位于滕州，由子公司山东聚合顺鲁化新材料有限公司（以下简称“聚合顺鲁化”）负责筹建，已有部分产线试运行；年产12.4万吨尼龙新材料项目（“合顺转债”募投项目）位于杭州，由本部负责筹建，因公司根据募集资金实际到账时间适当调整了项目的施工建设进度，预计该项目投产时间将延后一年；常德技改项目由子公司常德聚合顺新材料有限公司（以下简称“常德聚合顺”）运营，目前厂区及相关设备正处于技术改造中。

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（“合顺转债”募投项目）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部分项目投资进展仍相对较慢，若以上项目均顺利建设完成，预计公司未来一至两年产能规模将大幅扩大，对产能消化带来较大挑战。同时，在建项目较大的资本支出需求将给公司带来较大资金压力。

表5 截至 2024 年末公司在建/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	1.09	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	0.73	浙江杭州	2025 年
山东鲁化项目二期	22.00	自有资金	5.50	4.00	山东滕州	2026 年

常德技改项目	9.20	自有资金		2.06	1.21	湖南常德	2026 年
小计	**51.60**		**-**	**17.63**	**7.03**	**-**	**-**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于下游产品需求旺盛，叠加新增产能继续释放，公司2024年产品销量再创新高

跟踪期内，公司主要产品销售模式无重大变化，包括“年度供货”和“现货销售”两种。年度供货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。2024年公司在较为旺盛的下游需求支撑下，纤维级切片、工程塑料级切片销售量再创新高，产品销售结构整体稳定，但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，2024年销售数量仍呈下滑趋势。2025年1-3月，公司尼龙切片产量和销量分别较去年同期上涨32.06%和17.94%。

表6 公司主要产品销量情况（单位：万吨）

主要产品	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
纤维级切片	9.47	37.06	31.46
工程塑料级切片	4.37	18.71	15.16
薄膜级切片	0.39	0.59	0.96
其他切片产品	0.04	0.14	0.21
合计	**14.27**	**56.5**	**47.78**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要按照“成本+加工费”的模式进行定价，通过加工费获取毛利，各类产品毛利率仍整体不高于10%，产品盈利较薄。因下游需求较为旺盛，2024年公司纤维级切片及工程塑料级切片单位产品毛利率均有不同程度提升；薄膜级切片下游需求相对不稳定，为间歇式生产，薄膜级产品单位毛利随市场行情波动较大，2024年公司单位产品毛利有所提升。2025年1-3月公司尼龙切片均价为10,942.20元/吨，随着上游原材料价格下行而有所降低，综合毛利率相对稳定。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7 公司主要产品单价和毛利率情况（单位：元/吨）

主要产品	项目	2024 年	2023 年
纤维级切片	单价	12,828.01	12,737.29
	毛利率	9.00%	7.32%
工程塑料级切片	单价	12,380.66	12,181.27
	毛利率	6.00%	5.31%
薄膜级切片	单价	12,837.14	13,343.08
	毛利率	8.26%	1.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户集中度来看，2024年公司前五大客户销售额占年度销售总额的比重为43.89%，占比有所提高。

公司连续多年第一大客户为义乌华鼎锦纶股份有限公司（以下简称“华鼎股份”），2022-2024年分别对其销售额5.20亿元、9.61亿元和15.11亿元，占年度销售额的比重分别为8.61%、15.96%和18.66%。公司主要采用预付销售，款到发货，截至2024年末公司无对华鼎股份应收账款款项，公司对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价格波动风险部分转嫁给下游客户，2024年以来公司主要原材料己内酰胺价格持续震荡下行

己内酰胺是聚合生成尼龙6切片的最主要的原材料，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，若己内酰胺价格处于高位，则会抑制下游需求。公司多处生产基地位于原材料生产商附近，常德生产基地毗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公司生产的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并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。

公司仍然采用“年度采购协议”和“一单一谈”两种采购模式，根据行业惯例，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。2024年以来公司采购的己内酰胺平均价格呈降低趋势。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，可以将部分原材料价格波动风险有效转移至下游企业，同时下行的己内酰胺价格有助于缓解尼龙6切片下游成本压力并刺激需求。近年己内酰胺价格波动较为频繁，仍需关注其行情变化对尼龙行业周期性波动的影响及价格传导机制的效果。

表8 公司原材料己内酰胺采购情况（单位：万吨、亿元、万元/吨）

项目	2024 年	2023 年
采购数量	58.91	47.06
金额	64.51	52.06
平均单价	1.10	1.11
占原材料采购总额的比例	97.79%	97.73%

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，2024年前五大供应商采购金额占比为65.40%，集中度同比有所降低。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。

五、 财务分析

财务分析基础说明

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

跟踪期内公司业务仍处于扩张期，资产和负债规模均保持增长，杠杆水平有所抬升，对营运资金占用有所增加，但现金储备仍较为充足；业务扩张及下游需求增长使得公司2024年利润指标改善，但产品盈利仍然较薄，下游需求变化、公司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未来盈利仍尤为重要

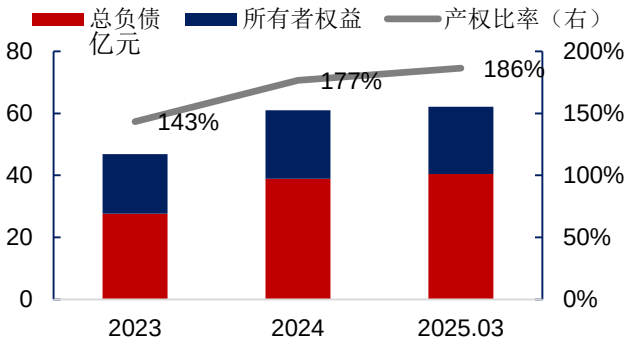
资本实力与资产质量

跟踪期内公司业务仍然处于扩张期，叠加积极开展融资活动影响，公司资产规模持续扩大；所有者权益规模随着经营利润积累继续增长，综合影响下，公司产权比率进一步升高，所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

公司货币资金规模仍然较大，2024年末因业务扩张形成的经营积累以及融资增加继续增长，2025年3月末减少主要受子公司开展业务支付票据保证金增加所致。2024年末公司应收账款增长主要系年底山东生产基地投产新增海外业务并存在一定账期所致，公司采取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2024年末99%以上应收账款账期在一年以内，前五大应收对象合计占应收账款余额的36.70%。2024年末公司应收款项融资下降主要系贴现增加所致。存货以原材料和库存商品为主，2024年末存货规模大幅增长主要系山东鲁化项目二期年底试运行存货增加所致，固定资产增长亦因山东鲁化项目二期转固所致，固定资产中1.40亿元房产尚未办妥产权证书。

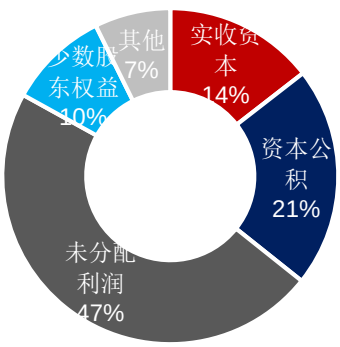
2024年末公司受限资产账面价值合计21.21亿元，主要包括16.02亿元货币资金（主要为银行承兑汇票保证金），以及用于借款抵押的固定资产、无形资产、在建工程等5.02亿元。

图4 公司资本结构



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

图5 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.99	40.20%	27.65	45.34%	20.88	44.56%
应收账款	1.92	3.09%	1.42	2.32%	0.75	1.61%
应收款项融资	4.59	7.38%	4.42	7.24%	5.52	11.77%
存货	7.74	12.45%	5.76	9.45%	2.48	5.29%
流动资产合计	**42.92**	**69.04%**	**42.52**	**69.73%**	**32.68**	**69.75%**
固定资产	10.12	16.28%	10.03	16.45%	9.37	20.00%
在建工程	6.94	11.17%	6.28	10.29%	2.67	5.71%
无形资产	1.99	3.21%	2.01	3.29%	2.05	4.37%
非流动资产合计	**19.25**	**30.96%**	**18.46**	**30.27%**	**14.17**	**30.25%**
资产总计	**62.17**	**100.00%**	**60.97**	**100.00%**	**46.85**	**100.00%**

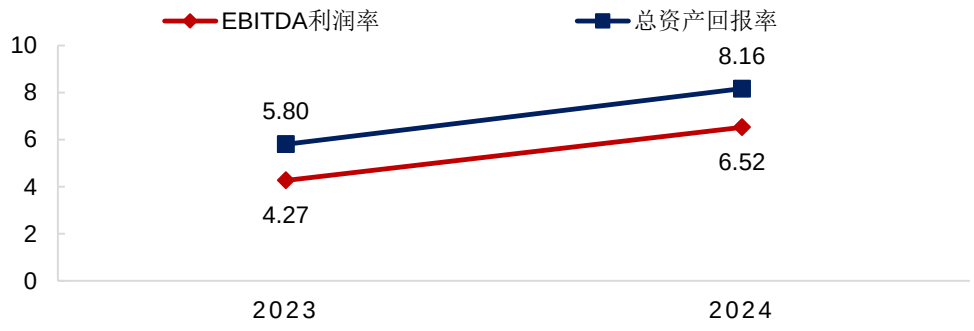
资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年受益于下游需求增加，公司产能扩大后供货能力增强，叠加下游需求支撑较好，公司纤维级切片及工程塑料级切片销量再创新高，推动整体营业收入较快增长，毛利率亦有所提高，EBITDA利润率和总资产回报率均有所改善。2025年一季度，公司尼龙切片产销量均保持增长，但营业收入因原材料己内酰胺价格下降而小幅降低，毛利率相对稳定。

公司目前在建产能规模仍较大，未来产能逐步释放、我国户外服饰为代表的中高端民用纤维应用领域和新能源电动车与智能家居为代表的工程塑料应用领域需求不断增长、消费刺激政策密集出台等为公司业务增长提供支撑。但仍需关注，公司产品盈利仍然较薄，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，原材料价格波动频繁、国际形势复杂多变、国内经济转型等因素亦容易对下游需求形成不利影响。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2023-2024年审计报告，中证鹏元整理

现金流及偿债能力

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。2024年末公司应付账款规模仍处于较低水平，因加大使用银行承兑汇票对上游结算，同时业务规模扩大，使得2024年末公司应付票据规模有所增长。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。

除应付票据规模占比较大外，公司其他总债务主要由长期借款和应付债券构成，随着2024年山东滕州鲁化项目新增项目贷款（年化利率2.65%）及本部新增发行“合顺转债”3.38亿元，公司债务整体增幅较大，期限结构调整为长期债务为主。

表10公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	26.86	66.40%	26.63	68.38%	22.82	82.72%
应付账款	1.56	3.85%	1.31	3.37%	1.06	3.85%
一年内到期的非流动负债	0.01	0.02%	0.01	0.02%	0.00	0.00%
流动负债合计	**30.52**	**75.44%**	**29.20**	**74.99%**	**25.17**	**91.23%**
长期借款	4.10	10.14%	3.95	10.14%	0.20	0.73%
应付债券	5.37	13.28%	5.32	13.66%	1.87	6.78%
非流动负债合计	**9.94**	**24.56%**	**9.74**	**25.01%**	**2.42**	**8.77%**
负债合计	**40.46**	**100.00%**	**38.94**	**100.00%**	**27.59**	**100.00%**
总债务	36.41	89.99%	35.97	92.37%	24.89	90.22%
其中：短期债务	26.87	73.81%	26.64	74.05%	22.82	91.69%
长期债务	9.54	26.19%	9.33	25.95%	2.07	8.31%

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

因子公司开展业务支付较多自开承兑保证金和新增产线采购增加，2024年公司经营活动现金流净额大幅下降。为满足项目建设，跟踪期内公司总债务规模继续增长，财务杠杆水平有所抬升，净债务规模增长，综合影响下，经营活动净现金流和自由现金流对净债务覆盖程度均下降较大。考虑到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或进一步提升。此外，虽然新增借款和发行债券带来利息支出增多，但利润增幅较大，2024年公司EBITDA有所上升，仍可有效保障公司利息支出。

表11公司现金流及杠杆状况指标

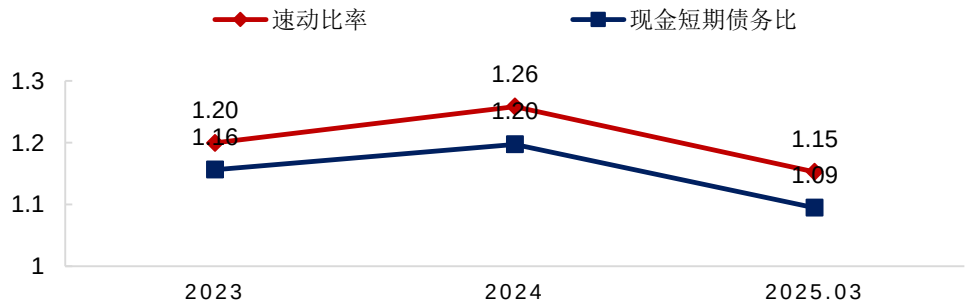
指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.30	0.39	5.20
FFO（亿元）	--	4.34	2.54
资产负债率	65.07%	63.87%	58.89%
净债务/EBITDA	--	1.30	0.08
EBITDA 利息保障倍数	--	18.21	14.65
总债务/总资本	62.64%	62.01%	56.38%
FFO/净债务	--	71.52%	1,259.50%

经营活动现金流净额/净债务	4.03%	6.38%	2,576.82%
自由现金流/净债务	-5.04%	-65.35%	1,093.73%

注：上表中自由现金流/净债务为负，系自由现金流为负所致。
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司速动比率和现金短期债务比有所波动，2025年3月末有所下滑主要受货币资金减少影响，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。截至2025年3月末，公司取得金融机构授信额度共计31.00亿元，未使用额度15.11亿元。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。

图7 公司流动性比率情况



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

六、 其他事项分析

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无重大负面影响

根据公司于2025年6月17日发布的公告，因公司于2024年9月20日、2024年9月26日使用部分闲置募集资金进行现金管理（合计金额9,000万元），但未就上述事项及时履行审议程序和信息披露义务，直至2025年4月才召开董事会会议补充审议并披露，浙江证监局对公司及董事长傅昌宝、总经理毛新华、时任董秘兼财务总监姚双燕分别采取出具警示函的监督管理措施，并记入证券期货市场诚信档案。公司已加强相关法律法规及规范性文件的学习和培训，纠正相关人员在理解和认识上的偏差，强化规范运作意识，上述行政监管措施未影响公司正常的生产经营活动。

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（2025年5月26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，截至报告查询日（2025年6月15日），中证鹏元未发现公司被列入全国

失信被执行人名单。

七、 本期债券偿还保障分析

出质人为债务人发行“聚合转债”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[3]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公司部分限售股份[4]为公司发行本期可转债提供质押担保。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行使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的情形时，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2025年6月9日，根据当天交易日收盘价计算，公司质押股票总价值2.48亿元，超过同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2025年3月末，出质人合计持有公司超过1.10亿股的流通受限股份，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。

[3] 包括：永昌控股、永昌新材料、傅昌宝、金建玲、万泓、王维荣。

[4] 截至 2025 年 3 月末已解除限售。

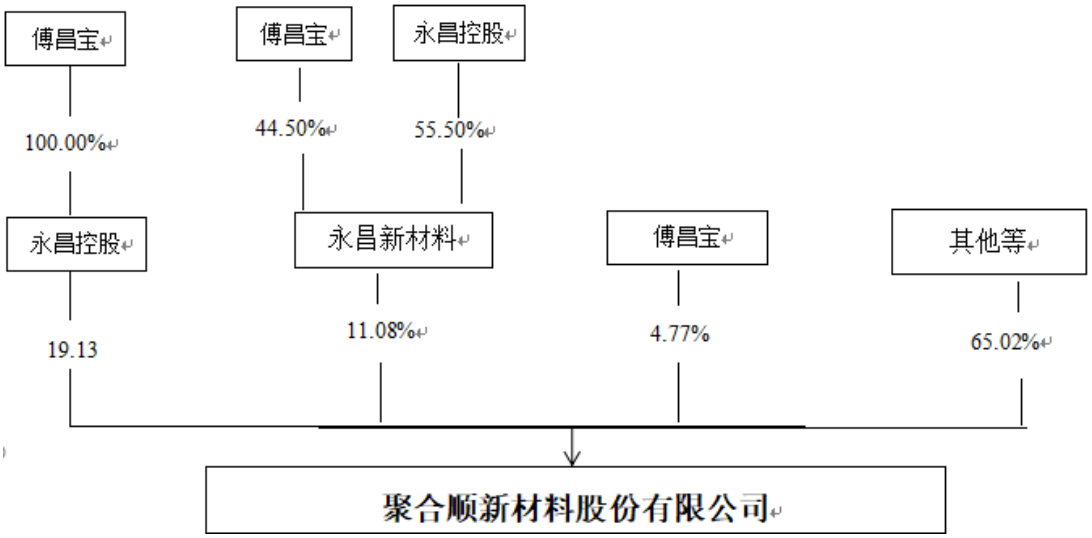
附录一　公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	24.99	27.65	20.88	18.47
应收账款	1.92	1.42	0.75	1.71
应收款项融资	4.59	4.42	5.52	1.63
存货	7.74	5.76	2.48	3.61
流动资产合计	42.92	42.52	32.68	29.00
固定资产	10.12	10.03	9.37	6.13
在建工程	6.94	6.28	2.67	3.72
无形资产	1.99	2.01	2.05	0.98
非流动资产合计	19.25	18.46	14.17	10.93
资产总计	62.17	60.97	46.85	39.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	26.86	26.63	22.82	16.88
应付账款	1.56	1.31	1.06	0.41
一年内到期的非流动负债	0.01	0.01	0.00	0.01
流动负债合计	30.52	29.20	25.17	18.46
长期借款	4.10	3.95	0.20	1.71
应付债券	5.37	5.32	1.87	1.77
非流动负债合计	9.94	9.74	2.42	3.72
负债合计	40.46	38.94	27.59	22.18
总债务	36.41	35.97	24.89	20.36
其中：短期债务	26.87	26.64	22.82	16.89
长期债务	9.54	9.33	2.07	3.47
所有者权益	21.71	22.03	19.26	17.75
营业收入	15.63	71.68	60.18	60.37
营业利润	0.98	4.24	2.40	2.72
净利润	0.90	3.66	2.17	2.40
经营活动产生的现金流量净额	0.30	0.39	5.20	3.56
投资活动产生的现金流量净额	-1.24	-4.40	-2.36	-3.38
筹资活动产生的现金流量净额	0.01	6.08	-2.22	2.99
财务指标	**2025 年 3 月**	**2024 年**	**2023 年**	**2022 年**
EBITDA（亿元）	--	4.68	2.57	2.68
FFO（亿元）	--	4.34	2.54	2.46
净债务（亿元）	7.42	6.07	0.20	1.97
销售毛利率	8.17%	8.06%	6.70%	6.26%
EBITDA 利润率	--	6.52%	4.27%	4.45%
总资产回报率	--	8.16%	5.80%	7.73%
资产负债率	65.07%	63.87%	58.89%	55.54%

净债务/EBITDA	--	1.30	0.08	0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	18.21	14.65	23.81
总债务/总资本	62.64%	62.01%	56.38%	53.42%
FFO/净债务	--	71.52%	1,259.50%	124.93%
经营活动现金流净额/净债务	4.03%	6.38%	2,576.82%	180.48%
速动比率	1.15	1.26	1.20	1.38
现金短期债务比	1.09	1.20	1.16	1.19

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

附录二　公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三　2024 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	51.00%	尼龙新材料生产销售
常德聚合顺新材料有限公司	20,000.00	100.00%	尼龙新材料生产销售
山东聚合顺新材料有限公司	20,000.00	100.00%	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	100.00%	尼龙切片贸易
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

附录四　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五　信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

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

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

债务人主体信用等级符号及定义

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

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

债务人个体信用状况符号及定义

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

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

展望符号及定义

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

中证鹏元公众号

中证鹏元视频号

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T：0755-8287 2897

W：www.cspengyuan.com