

信用评级公告

联合〔2023〕1451号

联合资信评估股份有限公司通过对株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，“飞鹿转债”信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司 公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司	A ⁺	稳定	A ⁺	稳定
飞鹿转债	A ⁺	稳定	A ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
飞鹿转债	1.77 亿元	1.50 亿元	2026/06/05

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 上述债券的债券余额系截至 2023 年 3 月末数据；3. 上述债券转股价格为 7.08 元/股

评级时间：2023 年 6 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	3
		资本结构	5	
		偿债能力	3	
指示评级				bbb

个体调整因素：项目投产	+1
发展韧性	+1
其他有利因素	+2

个体信用等级	A ⁺
外部支持调整因素：	--
评级结果	A ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内首家轨道交通涂料行业的上市公司，其产品种类齐全，客户质量较高，自主研发能力较强并具有一定的产业链优势。公司高分子领域客户主要为国有大型轨道交通装备制造企业及轨道交通工程施工运营企业，客户质量较高；公司拓展民建市场业务，与大型国有地产公司合作，在手订单相对充足；在建产能逐渐完工投产，民建市场防水材料类订单执行能力增强。2023 年公司拟向实际控制人章卫国先生控制的公司发行股份，以及股东大会通过以简易程序向特定对象发行股票的决议，或有助于公司资本结构与债务结构改善。2022 年，公司权益规模有所增长，下游客户质量仍较高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到原材料价格上涨加剧了公司成本控制压力，票据结算比例增加，计提信用减值增加，利润总额亏损，期间费用负担较重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“飞鹿转债”设置了转股价格修正、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股。截至 2022 年末，公司 EBITDA 亏损，经营活动现金净流出，联合资信将持续关注公司长期偿债资金来源情况及对“飞鹿转债”的保障情况。

未来，随着公司产品在应用领域的拓展及在建项目完工投产，公司综合实力有望得到提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“飞鹿转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **公司产品种类多样，自主研发能力强。**资质及认证方面，公司的铁路客车用涂料、铁路货车用涂料、铁路钢桥用涂料、薄涂型聚氨酯防水涂料、聚氨酯防水涂料、防水卷材、铁路隧道用防水板通过 CRCC 认证；轨道交通装备环保、功能化系列涂料项目已在 CR300AF 复兴号动车组用水性涂料获得了批量应用，维修水性涂料在广州动车所得到批量应用。

2. **公司客户质量仍较高。**客户方面，在高分子材料领域，公司客户主要集中在中国国家铁路集团有限公司下属各路局建设单位，中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司

分析师：王进取 王阳
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

和中国交通建设集团有限公司（以下简称“中国交建”）等施工单位，以及机车段、车辆段、中国中车股份有限公司旗下各主机厂。民用建筑领域，公司客户主要是大型国企与央企，例如华润置地控股有限公司（以下简称“华润置地”）、中铁建房地产集团有限公司（以下简称“中铁房地产”）、中建科工集团有限公司和中国交建等集团企业。

3. 公司在建产能逐步完工，待执行订单金额较大，拓展下游民建市场领域的合同总金额较高。2022年，铜官生产基地、醴陵东富生产基地于2022年逐步投产，公司涂料及防水卷材产能均有所增加。截至2023年6月7日，公司待执行的合同金额超过10亿元。截至2022年末，公司在与华润置地框架协议下，实际履行金额1.49亿元，累计确认销售收入1.49亿元。

4. 公司通过简易程序向特定对象发行股票。2022年，公司向特定对象发行股票，2023年计划向公司实际控制人章卫国先生控制的公司发行股票，并于2022年度股东大会通过新一期以简易程序向特定对象发行股票的决议，上述融资方式与提议有助于改善公司的资本结构和债务结构，并可在一定程度上保障公司日常经营所需资金。

关注

1. 原材料价格上涨给公司成本控制带来压力。2022年，公司主要产品的石油衍生品等化工原材料价格仍处于高位运行，对公司成本控制产生一定压力，民建领域订单毛利率仍属较低。

2. 公司客户的票据结算比例增加，计提信用减值增加。截至2022年末，公司将“云信”等数字化应收账款债权凭证重分类至应收款项融资，票据结算比例增加，公司根据会计准则计提应收账款坏账准备0.51亿元，计提应收款项融资坏账准备0.06亿元。

3. 公司利润总额亏损，期间费用负担较重。2022年，公司营业利润率为10.53%，因两大生产基地完工转固，公司结转专项储备并于年末补提安全生产费、固定资产筹资利息停止资本化、销售费用增加等原因，公司期间费用率为26.02%，叠加固定资产折旧增加，公司利润总额亏损1.20亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	2.95	2.81	1.99	1.87
资产总额（亿元）	13.49	16.87	18.14	18.28
所有者权益（亿元）	5.31	5.78	5.45	5.49
短期债务（亿元）	2.10	3.83	2.32	1.67
长期债务（亿元）	2.72	3.77	5.18	5.99
全部债务（亿元）	4.82	7.60	7.50	7.66
营业总收入（亿元）	6.06	6.25	6.64	1.06
利润总额（亿元）	0.28	0.13	-1.20	0.03
EBITDA（亿元）	0.63	0.50	-0.39	--
经营性净现金流（亿元）	0.30	0.59	-1.88	-0.26
营业利润率（%）	23.70	20.07	10.53	20.25
净资产收益率（%）	4.51	2.09	-20.16	--
资产负债率（%）	60.61	65.72	69.97	69.95
全部债务资本化比率（%）	47.57	56.79	57.94	58.24
流动比率（%）	150.49	126.91	136.77	154.59
经营现金流动负债比（%）	5.64	8.19	-25.44	--
现金短期债务比（倍）	1.40	0.74	0.86	1.12
EBITDA 利息倍数（倍）	3.23	1.79	-1.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.70	15.20	-19.15	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	10.57	11.99	13.74	--
所有者权益（亿元）	4.83	4.97	5.42	--
全部债务（亿元）	3.32	4.77	4.04	--
营业总收入（亿元）	4.02	4.57	5.09	--
利润总额（亿元）	0.12	0.01	-0.63	--
资产负债率（%）	54.29	58.56	60.55	--
全部债务资本化比率（%）	40.75	48.99	42.67	--
流动比率（%）	138.20	125.63	136.62	--
经营现金流动负债比（%）	30.20	21.96	-28.21	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 本报告 2020-2022 年数据使用相应年度报告的当期/期末数据；4. 合并报表 2023 年一季度数据未经审计，公司本部报表 2023 年一季度数据未披露；5. 如无特别说明，本报告财务相关的比例计算均以“元”为单位
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
飞鹿转债	A ⁺	A ⁺	稳定	2022/06/17	华艾嘉 崔濛骁	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202204	阅读全文
飞鹿转债	A ⁺	A ⁺	稳定	2019/09/20	范 琴 刘冰华	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为成立于 1998 年 5 月 21 日的株洲飞鹿油漆实业有限责任公司，由株洲车辆厂、株洲车辆厂铁达实业开发总公司、株洲车辆厂物资公司、株洲南方铁路机车车辆有限责任公司及李世和等 45 名自然人共同出资设立，成立时注册资本为人民币 200.00 万元。2004 年 3 月 25 日，公司名称变更为株洲飞鹿涂料有限责任公司（以下简称“飞鹿有限”）。2012 年 4 月 6 日，飞鹿有限变更为股份有限公司，名称更为现名。2017 年 6 月 13 日，经中国证券监督管理委员会《关于核准株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可〔2017〕762 号）文核准，公司向社会首次公开发行人民币普通股股票 1900 万股，并在深圳证券交易所创业板上市，股票简称为“飞鹿股份”，股票代码为“300665.SZ”。截至 2023 年 3 月末，公司股本为 1.91 亿元，公司控股股东和实际控制人均为章卫国先生，持股比例为 21.83%；章卫国先生所持公司股份未质押。

2022 年，公司主营业务未发生变化。截至 2022 年末，公司合并范围内子公司 15 家。

截至 2022 年末，公司合并资产总额 18.14 亿元，所有者权益 5.45 亿元（含少数股东权益 0.11 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 6.64 亿元，利润总额-1.20 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 18.28 亿元，所有者权益 5.49 亿元（含少数股东权益 0.11 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.06 亿元，利润总额 0.03 亿元。

公司注册地址：湖南省株洲市荷塘区金山工业园；法定代表人：章卫国。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

截至 2023 年 3 月末，“飞鹿转债”转股价格为 7.08 元/股。2022 年 7 月 15 日，因公司 2021 年度业绩未达到第三个解除限售期业绩考核目标，公司需回购注销 33 名激励对象持有的 800800 股已获授但尚未解除限售的限制性股票，根据《募集说明书》及中国证监会有关规定，结合本次回购注销股份的情况，公司可转换公司债券转股价格由 7.05 元/股调整至 7.06 元/股；2022 年 7 月 29 日，因公司董事会审议通过了《关于调整 2022 年限制性股票激励计划首次授予的激励对象名单及授予数量的议案》及《关于向 2022 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的议案》，同意以 5.96 元/股的价格向 76 名激励对象授予共计 405.50 万股限制性股票，上述首次授予已办理完成，公司可转换公司债券转股价格由 7.06 元/股调整至 7.04 元/股；2022 年 11 月 1 日，因发行股票上市，公司可转换公司债券转股价格由 7.04 元/股调整至 7.08 元/股。

表 1 截至 2023 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
飞鹿转债	1.77	1.50	2020/06/05	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

2022 年，因线下生产与施工受限，中国涂料产量有所下降。受地缘政治冲突及美联储加息影响，石油价格全年呈“倒 V 型”走势，价格整体仍较为强势，给相关行业企业的原材料成本控制提出了较大的挑战。2022 年，下游轨道交通投资出现下降，工程维修市场成为新的增长点；房地产开发投资受地产行业波动影响而同比下降。

公司具体业务主要为防腐涂料、防水涂料及防水卷材等，所属行业为化工行业下属涂料油漆油墨制造行业，主要应用于轨道交通装备领域、轨道交通工程领域以及民用建筑等领域。

涂料是国民经济中重要的功能材料，可用于涂覆在物件表面，形成固态薄膜（涂层），从而对物件起到保护及装饰等功能。广泛应用于国民经济的各个部门，如机械制造、交通运输、轻工、化工、建筑以及国防尖端工业，我国涂料行业的技术水平进步较快，涂料的品种也日趋丰富和完善，涂料产量也有了大幅的提升。根据中国涂料工业协会发布的报告，2022 年 1—8 月，中国涂料产量为 2260 万吨，同比降低 4.3%；中国涂料行业企业主营业务收入总额约 2897.6 亿元，同比降低 2.0%，主要系原材料价格震荡、下游消费疲软所致。

上游原材料方面，涂料行业上游主要原材料为化工类产品，占比较大的主要有聚醚 N220、MDI、KL-300 扩链剂、二甲苯、200#溶剂油、端氨基聚醚 D-2000、环氧树脂（固体）、固化剂等，主要系原油的下游产品，其价格主要受国际原油价格波动影响。2022 年，原油价格呈现“倒 V 型”走势，整体有所波动但仍较为强势。OPEC 原油方面，根据标普全球普氏能源资讯（S&P Global Platts）公布的调查显示，减产协议国在油价上行时期仍然较好地执行了减产协议，2022 年全部月份均实现超额减产。2022 年上半年，俄乌冲突爆发，美国等西方国家对俄罗斯实施制裁，引起油价上行。2022 年下半年，随着美联储连续宣布加息，市场经济衰退预期引发油价震荡下行。

图 1 2020 年以来布伦特原油及 WTI 原油价格



资料来源: Wind

工业涂料下游市场包括轨道交通和房地产市场等。铁路交通方面，2022 年，全国铁路完成固定资产投资 7109 亿元，较上年同比下降 5.07%，投产新线 4100 公里，其中高铁 2082 公里，完成了年度铁路建设任务。截至 2022 年末，全国铁路营业里程达到 15.5 万公里，其中高铁 4.2 万公里；从工程维修需求看，随着我国铁路和城市轨道运营线路规模的不断扩大及年限不断增长，工程维修市场需求逐步增加，未来几年轨道交通维修市场将逐渐进入高峰期。房地产市场方面，2022 年，全国房地产开发投资 13.29 万亿元，同比下降 10.0%，其中住宅投资 10.06 万亿元，同比下降 9.5%；另一方面伴随老旧小区改造以及二手房、老房翻新改造等，带来新的存量市场需求。2023 年 1—3 月份，全国房地产开发投资 25974 亿元，同比下降 5.8%，其中住宅投资 19767 亿元，下降 4.1%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月末，公司股本为 1.91 亿元，公司控股股东和实际控制人均为章卫国先生，持股比例为 21.83%；章卫国先生所持公司股份未质押。

2. 企业规模和竞争力

公司在轨道交通防腐防水材料细分领域，掌握核心技术，能够自主生产，公司客户资质较强、质量较高。

高分子材料领域方面，公司已逐步建立起覆盖工业防腐防护领域的全系列服务体系，包含各类防腐涂料、防水涂料及防水卷材等产品及相应的涂装施工、涂料涂装一体化的服务，满足工业领域复杂多样的防护需求，在工业防护领域具备完整的产品体系。

资质及认证方面，公司的铁路客车用涂料、铁路货车用涂料、铁路钢桥用涂料、薄涂型聚氨酯防水涂料、聚氨酯防水涂料、防水卷材、铁路隧道用防水板通过 CRCC 认证；轨道交通装备环保、功能化系列涂料项目已在 CR300AF 复兴号动车组用水性涂料获得了批量应用，维修用水性涂料在广州动车所得到批量应用。

研发团队方面，公司拥有高分子材料研究院、防腐产品研发部、防水产品研发部进行产品专项研发，其中高级工程师 7 人，工程师 20 多人。“株洲市万名人才计划”入选者 1 人，“株洲市领军人才计划”入选者 1 人，株洲市青年科技之星 1 人，荷塘区科技创新人才 2 人。

客户方面，在 高分子材料领域，目前公司客户主要集中在中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国国铁集团”）下属各路局建设单位，中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）和中国交通建设集团有限公司（以下简称“中国交建”）等施工单位，以及机车段、车辆段、中国中车股份有限公司（以下简称“中国中车”）旗下各主机厂。民用建筑领域，公司客户主要是大型国企与央企，例如华润置地控股有限公司（以下简称“华润置地”）、中国铁建房地产集团有限公司（以下简称“中铁房地产”）、中建科工集团有限公司和中国交建等集团企业。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：914302007656224696），截至 2023 年 5 月 4 日，公司未结清及已结清贷款中无关注类或不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2022年，公司部分董事和高级管理人员发生变动，公司管理制度连续，管理运作正常。

2022年，公司部分董事、高级管理人员有所变动，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

表2 2022年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	职务	类型	日期	原因
夏灵根	董事	离任	2022/8/25	个人原因
何晓锋	董事	被选举	2022/8/25	被选举
何晓锋	董事会秘书	解聘	2022/4/17	个人原因
易佳丽	董事会秘书	聘任	2022/4/17	董事会聘任

资料来源：公司年报

八、重大事项

跟踪期内，公司各完成实施及计划实施一次定向增发股票事项，有助于改善公司的资本结构和债务结构，并可在一定程度上保障公司日常经营所需资金。

1. 公司完成向特定对象发行股票

2022年，公司向诺德基金管理有限公司、财通基金管理有限公司、广东臻远私募基金管理有限公司、上海珠池资产管理有限公司、牟明明、杨茵发行股票，上述对象均以现金方式认购公司发行的股票。公司股票发行价格为7.53元/股，发行总数合计1454.18万股，募集资金总额为10950.00万元。新增股份于2022年11月1日上市。募集资金中，7700万元用于高端特种密封胶黏剂建设项目¹，3250万元用于补充流动资金。高端特种密封胶黏剂产品有利于丰富公司

在轨道交通领域的现有产品种类和结构，有助于公司开拓装配式民用建筑和光伏用密封胶黏剂领域。

2. 公司计划向特定对象发行股票

2023年3月，公司拟向特定对象上海嘉麒晟科技有限责任公司（以下简称“嘉麒晟科技”）发行股票，嘉麒晟科技为公司实际控制人章卫国先生控制的公司，嘉麒晟科技参与认购发行构成与公司的关联交易。本次公司股票的发行价格为6.60元/股，发行数量不超过2100.00万股，拟募集资金总额不超过13860.00万元。

3. 股东大会通过授权董事会办理以简易程序向特定对象发行股票的议案

根据公司2023年5月18日公告，公司股东大会审议通过《关于提请股东大会授权董事会办理以简易程序向特定对象发行股票的议案》，同意授权董事会决定向特定对象发行融资总额不超过人民币3亿元且不超过最近一年末净资产20%的股票，授权期限为2022年度股东大会通过之日起至2023年度股东大会召开之日止。

九、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司营业总收入保持稳定，但主要受化工原材料价格上涨影响，公司成本控制压力加大，综合毛利率下降，利润总额亏损。

2022年，公司主营业务仍为生产和销售防腐涂料、防水涂料、防水卷材等产品，并为客户提供涂料涂装一体化整体解决方案。2022年，公司营业总收入同比增长6.27%，受原材料价格上涨、新生产基地投产后计提折旧、信用减值损失、资产减值损失增加及期间费用增长等因素影响，2022年，公司利润总额亏损1.20亿元。

¹ 2023年4月，公司董事会审议通过《关于调整部分募投项目投资金额并将节余募集资金永久补充流动资金的议案》，公司拟将“高端特种密封胶黏剂建设项目”（以下简称“胶类项目”）的募集资金投入金额调整至2352万元，并将节余募集资金永久补充流动资金；投资胶类产品种类由高端特种密封胶调整为密封胶黏剂、电子导热灌封胶和聚氨酯导热结构粘接胶。

表 3 2021 - 2022 年及 2023 年 1 - 3 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
防腐涂料	11619.39	18.59	32.42	10778.78	16.23	27.01	1378.47	12.99	42.21
防水卷材	16066.54	25.70	25.52	18051.01	27.17	10.49	1130.59	10.65	29.46
防水涂料	10509.47	16.81	17.62	8763.69	13.19	11.22	2780.49	26.20	31.05
涂料涂装一体化	17890.16	28.62	10.32	19065.64	28.70	7.30	4136.00	38.97	8.87
涂装施工	5457.73	8.73	18.94	6773.44	10.20	-2.48	1198.19	11.29	9.72
其他涂料产品	147.78	0.24	44.65	0.00	0.00	0.00	--	--	--
其他收入	355.58	0.57	26.83	298.30	0.45	11.89	-11.44	-0.11	-573.74
半导体设备	463.68	0.74	25.50	2700.91	4.07	12.96	--	--	--
合计	62510.33	100.00	20.60	66431.76	100.00	11.14	10612.30	100.00	21.93

注：公司营业总收入=营业收入

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

从收入构成来看，因轨道交通现场施工受限，2022年，防腐涂料和防水涂料收入同比均有所下降，其中公司防腐涂料收入同比下降7.23%，占营业总收入的比重同比下降2.36个百分点；防水涂料收入同比下降16.61%，占营业总收入的比重同比下降3.62个百分点。因公司拓展民建市场，2022年，公司防水卷材收入同比增长12.35%，占营业总收入的比重同比上升1.47个百分点；涂料涂装一体化收入同比增长6.57%，主要系公司与华润置地的业务合作模式从单一的材料供应转变为材料供应与涂料涂装一体化并行所致，占营业总收入的比重同比上升0.08个百分点。

从毛利率来看，2022年，因原材料价格大幅上涨，公司主要产品毛利率均有所下降，防腐涂料、防水卷材、防水涂料、涂料涂装一体化业务毛利率分别同比下降5.41个百分点、15.03个百分点、6.40个百分点和3.02个百分点。公司综合毛利率大幅下降9.46个百分点至11.14%。

2023年1-3月，公司实现营业总收入1.06亿元，同比增长1.16倍，主要系部分第四季度发货受客户现场施工及回款影响，货物从发出到结算周期有所延长；实现利润总额321.63万元，同比扭亏为盈。

2. 原材料采购

2022年，公司采购模式整体较上年无较大变化，主要原材料价格整体仍处于高位运行；

结算方面，公司票据结算比例有所增加；公司采购集中度一般。

2022年，公司原材料采购模式无较大变化。公司所需主要原材料属于石油衍生品，价格主要为市场定价。从结算方面看，2022年，公司原材料仍实行集中采购，按照“预付款、到货款、终验款、质保金”等节点与供应商在合同中进行约定。公司原材料采购的具体比例因采购的种类、数量及供应商不同而有差异。对于合作时间较长、金额不大的物资采购，公司支付的预付款通常在20%左右；对于标准件等通用物资，公司通常采取货到付款的方式，不支付预付款。2022年，公司票据结算比例有所增加，平均结算账期较上年略有延长。

从采购数量看，2022年，JQN-330N 聚醚和聚乙烯 PE 采购量同比分别下降9.12%和29.08%，其他主要原材料采购量均有不同程度的增加。

从采购均价看，2022年，公司 JQD-330N 聚醚、CYD-011 环氧树脂和 DHR-996 钛白粉采购价格同比分别下降31.63%、28.50%和5.40%，二甲苯、甲苯二异氰酸酯（TDI）和52#氯化石蜡(II)采购价格同比分别下降35.50%、27.82%和1.99%。

从采购集中度来看，2022年，公司向前五十大供应商采购金额为1.44亿元，占采购总额的比例为27.70%，采购集中度一般。

3. 产品生产

2022年,公司生产模式较上年无较大变化;公司两大生产基地逐步建成投产,涂料与卷材产品产量有所提高,但因产能尚未完全释放,产能利用率处于较低水平。

2022年,公司铜官生产基地、醴陵东富生产基地逐步投产,两大生产基地的基建及设备陆续由在建工程转为固定资产。产能方面,随着醴陵东富工厂及长沙望城工厂投产,公司防腐涂料、防水涂料和防水卷材的产能大幅增加,新增产能目前处于试生产阶段,后续公司计划根据实际需求逐步释放产能;公司孙家湾生产基地建设较早,设备投入时间较早,且当时设计产能所用工艺及相关要求与现在最新要求存在差异,东富基地防水卷材产能可在一定程度上进行补充;公司生产模式较上年无较大变化。

表4 截至2022年末公司主要生产基地产品种类

主要化工园区	产品种类
望城经济技术开发区铜官循环经济工业基地	水性树脂、防腐涂料(含水性涂料、油性涂料)、防水涂料
金山工业园	防水涂料、防腐涂料、胶粘剂等
东富工业园	防水涂料、防水卷材
孙家湾工业园	防水涂料、防水卷材

资料来源:公司年报

产量方面,随着公司新生产基地逐步投产,主要产品的产量均有不同程度增加,2022年,涂料产品产量同比增长16.05%,主要系公司按照合同生产与发货所致;卷材产品产量同比增加39.87%。

产能利用率方面,因新生产基地产线产能需逐步释放,涂料及卷材产品产能利用率处于较低水平。

表5 2022年公司主要产品生产情况

主要产品	设计产能	产量	产能利用率(%)	在建产能
水性树脂(吨)	--	--	--	20000
涂料产品(吨)	56375	18204	32.29	--
卷材产品(万平方米)	4300	706	16.42	--

注:设计产能数据是根据年内实际投产月份折算
资料来源:公司年报及公司提供,联合资信整理

4. 产品销售

2022年,公司主要产品销量均有所增长,产销率仍处于较高水平,公司继续获得重要客户的民建领域订单,订单连续性较强。

2022年,公司销售模式无较大变化。从结算方面看,公司销售结算一般分为三个阶段。第一阶段为到货付款,指货物发到客户现场,客户确认后的付款,一般为合同额的0%~30%;第二阶段为验收付款,指产品验收完毕,验收通过后的付款,一般为合同额的30%~90%;第三阶段是质保金,一般比例为合同额的5-10%,指产品验收1~2年后,没有质量缺陷支付的尾款。

从产品销量上看,2022年,公司涂料产品销量略有增长,因公司拓展民建市场,卷材产品销量同比增长39.62%。从产销率方面看,2022年,公司主要产品产销率仍保持在较高水平。

表6 公司主要产品销售情况

产品	项目	单位	2021年	2022年	同比增长率(%)
涂料产品	销售量	吨	16283.15	16570.56	1.77
	产销率	%	103.80	91.03	--
卷材产品	销售量	万平方米	495.91	692.37	39.62
	产销率	%	98.25	98.06	--

资料来源:公司年报

自2019年以来,公司拓展下游民建市场,与华润置地开展防水材料供应合作。公司与华润置地按照合同约定,部分通过现款结算,部分通过商业承兑汇票结算。2022年,公司整体以票据进行结算的比例有所增加,且回款结构中商业承兑汇票及“云信”“融信”等数字化应收账款债权凭证的比例增加²。截至2023年6月7日,公司待执行的合同金额超过10亿元。

从客户集中度看,2022年,公司向前五名客户合计销售金额为3.45亿元,占年度销售总额的52.00%,集中度较高。

² “云信”系由中企云链(北京)金融信息服务有限公司(以下简称“中企云链”)开具,中企云链成立于2015年,是由中国中车联合中国铁建、中国船舶集团有限公司、鞍钢集团有限公司、招商局集团有限公司、中国能源建设集团有限公司、中国铁路物资股份有限公司等7家央企,以及4家金融机构、4家地方国资及6家民营企业,经国务院国资委批复,成立的一家央国企混合所有制企业。

跟踪期内，公司拓展民用建筑市场。2021年，公司与华润置地签订了战略框架协议《2021—2022年度防水材料战略采购合作协议》，具体订单根据华润置地有限公司或其下属公司、控股公司或具有经营权的公司在建工程的需要与公司签署的具体采购合同确定。截至2022年末，公司重大合同情况如表7所示。

根据公司2023年3月29日公告《关于与华润

置地控股有限公司签署2023—2024年度防水材料集中采购（一标段）合作协议》，公司与华润已签订《2023—2024年度防水材料集中采购（一标段）合作协议》，公司将为华润置地及下属独资、控股或非控股具有经营权的合资公司住宅和商业项目总承包单位提供防水材料供应。根据华润置地的中标结果，公司本次中标价格为2.91亿元。

表7 截至2022年末公司重大合同情况（单位：万元）

合同标的	客户名称	合同总金额	合计已履行金额	2022年履行金额	待履行金额	2022年确认的销售收入金额	累计确认的销售收入金额	应收账款回款情况
防水材料	华润置地	43191.84	14914.62	14914.62	28277.22	14914.62	14914.62	12578.04
防水材料	中铁房地产	995.00	246.00	59.00	749.00	124.90	124.90	0.00

资料来源：公司年报

5. 经营效率

2022年，公司经营效率较上年略有下降。

2022年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为1.18次、4.31次和0.38次，较上年分别下降0.25次、0.60次和0.03次。与所选公司比较，公司经营效率处于行业中游水平。

表8 2022年同行业公司经营效率情况对比

证券简称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
东方雨虹	5.30	3.18	0.62
凯伦股份	6.05	1.26	0.36
科顺股份	6.85	1.89	0.65
飞鹿股份	3.15	1.49	0.38

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

6. 未来发展

公司未来发展规划有一定可实施性，有利于提升综合竞争力。

未来，公司继续专注和拓展防腐防水材料等高分子材料产业、轨道交通领域防腐涂料、防水材料等业务，开展工程建设领域防水、装饰等防护材料业务，拓展钢结构、石化、电力设施及其他国产替代趋势明显领域的涂料业务，对水性树脂等化工原材料以及复合材料等业务重点布局，在防腐防水等防护领域提供系统解

决方案。

开拓新产业方面，公司将在光伏、储能、风电为主的新能源产业发展：通过开发并参与光伏和储能电站投资，承接光伏电站和储能项目EPC及屋面分布式光伏长效防水工程，拓展风电装备防腐业务；整合胶类产品技术与市场资源，拓展光伏组件及储能胶业务，并对其它行业用胶业务进行规划布局；调研新能源领域全产业链的新材料业务，通过自主或联合开发或投资或兼并等轻资产运营模式，探索公司新的增长点。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司2023年一季度财务报表未经审计。

2022年，公司合并范围内子公司新增4家，减少1家，截至2022年末，公司合并范围内子公司共计15家，财务数据可比性仍属较强。

截至2022年末，公司合并资产总额18.14亿元，所有者权益5.45亿元（含少数股东权益0.11亿元）；2022年，公司实现营业总收入6.64亿元，利润总额-1.20亿元。

截至2023年3月末,公司合并资产总额18.28亿元,所有者权益5.49亿元(含少数股东权益0.11亿元);2023年1—3月,公司实现营业收入1.06亿元,利润总额0.03亿元。

2. 资产质量

截至2022年末,公司资产规模较上年末有所增长,资产结构相对均衡;主要在建工程完

工转固,固定资产折旧成本增加;应收账款占比较高,信用减值计提增加,整体资产流动性与资产质量一般。

截至2022年末,公司合并资产总额18.14亿元,较上年末增长7.53%。其中流动资产占55.76%,非流动资产占44.24%。公司资产结构相对均衡,较上年末变化不大。

表9 2021—2022年及2023年3月末公司资产主要构成

科目	2021年末		2022年末			2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	同比增长率(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	9.18	54.42	10.11	55.76	10.18	10.33	56.54
货币资金	2.22	13.18	1.16	6.41	-47.69	0.72	3.95
应收账款	4.11	24.39	4.83	26.65	17.47	4.06	22.19
应收款项融资	0.04	0.25	0.93	5.12	2080.49	0.51	2.78
存货	1.20	7.13	1.54	8.49	28.05	2.13	11.64
非流动资产	7.69	45.58	8.02	44.24	4.36	7.94	43.46
固定资产	1.59	9.40	5.97	32.93	276.63	6.03	33.02
资产总额	16.87	100.00	18.14	100.00	7.53	18.28	100.00

注:上述占比均为占资产总额的比值
资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

(1) 流动资产

截至2022年末,公司流动资产10.11亿元,较上年末增长10.18%,主要系应收款项融资增加所致。

截至2022年末,公司货币资金较上年末下降,主要系原材料价格上涨,营运资金需求增加所致。货币资金中有0.32亿元受限资金,受限比例为27.48%,主要为保函保证金、承兑汇票保证金。

截至2022年末,公司应收账款较上年末增长,主要系公司的市场覆盖范围扩大以及客户数量增加所致。应收账款账龄以1年以内(含1年)(占79.65%)为主,累计计提坏账0.51亿元;应收账款前五大欠款方合计金额为1.98亿元,占比为37.09%,集中度一般。

截至2022年末,公司应收款项融资较上年末增长,主要系公司根据管理“云信”等的业务模式,将“云信”等数字化应收账款债权凭证从应收票据重分类到应收款项融资列报所致,计提坏账准备0.06亿元。

截至2022年末,公司存货较上年末增长,主要系下游客户施工进度延后所致。按账面余额计,公司存货主要由发出商品(占36.09%)、库存

商品(占31.15%)、原材料(占17.91%)和在产品(占12.48%)构成,累计计提跌价准备449.41万元,计提比例为2.84%。

(2) 非流动资产

截至2022年末,公司非流动资产规模较上年末变化不大。

截至2022年末,公司固定资产较上年末大幅增长,主要系在建工程完工转固所致;固定资产主要由房屋建筑物(占81.99%)和机器设备(占16.68%)构成,公司铜官生产基地、醴陵东富生产基地投产,生产用基建及设备完工转固后,开始计提固定资产折旧,产品折旧成本增加,累计计提折旧1.25亿元;固定资产成新率77.14%,成新率较高。

截至2022年末,公司资产受限情况如下表。

表10 截至2022年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	0.32	1.76	保函保证金、承兑汇票保证金
固定资产	0.95	5.26	抵押借款
无形资产	0.29	1.62	抵押借款
合计	1.57	8.64	--

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年3月末，公司合并资产总额及资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2022年末，公司所有者权益有所下降，权益结构稳定性较强。

截至2022年末，公司所有者权益5.45亿元，较上年末下降5.79%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.89%，少数股东权益占比为2.11%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占35.77%、41.97%和17.76%。所有者权益结构稳定性较强。

截至2023年3月末，公司所有者权益规模与结构较上年末变化不大。

(2) 负债

截至2022年末，公司负债规模变化不大，负债结构相对均衡，债务期限结构有所优化。债务规模快速增长。

截至2022年末，公司负债总额12.69亿元，较上年末增长14.47%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占58.27%，非流动负债占41.73%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至2022年末，公司流动负债7.39亿元，较上年末增长2.24%，较上年末变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占14.96%）、应付账款（占43.68%）、一年内到期的非流动负债（占10.32%）和其他流动负债（占17.24%）构成。

截至2022年末，公司短期借款1.11亿元，较上年末下降51.02%，主要系公司进行借款期限结构调整，对到期借款进行了偿付所致。

截至2022年末，公司应付账款3.23亿元，较上年末增长18.35%，主要系公司原材料需求量增加，以及原材料价格上涨所致。

截至2022年末，公司一年内到期的非流动负债0.76亿元，较上年末增长6.99倍，主要系长期借款一年内到期增加所致。

截至2022年末，公司其他流动负债1.27亿元，较上年末增长3.22倍，主要系年末未终止确认的承兑汇票、云信等增加所致。

截至2022年末，公司非流动负债5.29亿元，较上年末增长37.43%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占73.77%）和应付债券（占24.02%）构成。

截至2022年末，公司长期借款3.91亿元，较上年末增长48.85%，主要系借款期限结构调整所致；长期借款由抵押及保证借款（占88.48%）和信用借款（占11.52%）构成。

截至2022年末，公司应付债券1.27亿元，为“飞鹿转债”。

截至2023年3月末，公司负债总额12.78亿元，较上年末增长0.75%，变化不大。其中，流动负债占52.29%，非流动负债占47.71%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年末变化不大。

有息债务方面，截至2022年末，公司全部债务7.50亿元，较上年末下降1.25%，较上年末变化不大。债务结构方面，公司进行长短期借款的期限结构调整，短期债务占30.97%，长期债务占69.03%，以长期债务为主，其中，短期债务2.32亿元，较上年末下降39.29%；长期债务5.18亿元，较上年末增长37.35%。从债务指标来看，截至2022年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.97%、57.94%和48.75%，较上年末分别上升4.24个百分点、1.15个百分点和9.27个百分点。

截至2023年3月末，公司全部债务规模及债务期限结构较上年末变化不大。

截至2022年末，公司有息债务期限结构如下图所示。

表 11 截至2022年末公司有息债务期限分布情况

项目	1年内到期	1~2年到期	2~3年到期	3年以后到期	合计
偿还金额(亿元)	2.32	1.27	0.60	2.03	6.23
占比(%)	37.29	20.42	9.68	32.61	100.00

注：上述有息债务未包含“飞鹿转债”

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

截至 2023 年 3 月末，公司存续债券情况如下表所示。

表 12 截至 2023 年 3 月末公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
飞鹿转债	2026/06/05	1.50

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日
资料来源：Wind

4. 盈利能力

2022 年，公司营业总收入有所增长，因新产品研发及新产线投产而结转的费用规模较大，叠加受原材料价格上涨、新生产基地投产后计提折旧、信用减值损失、资产减值损失等因素影响，利润总额亏损。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	6.25	6.64
利润总额（亿元）	0.13	-1.20
营业利润率（%）	20.07	10.53
总资本收益率（%）	2.01	-5.92
净资产收益率（%）	2.09	-20.16
期间费用率（%）	17.40	26.02

注：期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入*100%
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022 年，公司实现营业总收入 6.64 亿元，同比增长 6.27%；营业成本 5.90 亿元，同比增长 18.94%，主要系石油衍生品等主要原材料价格上涨所致，受此影响，2022 年公司营业利润率为 10.53%，同比下降 9.54 个百分点。公司利润总额主要为经营性活动产生，新产品研发及新产线投产而结转的费用规模较大、原材料价格上涨、新生产基地投产后计提折旧、信用减值损失、资产减值损失等因素对公司利润具有一定影响。

从期间费用看，2022 年，公司费用总额为 1.73 亿元，同比增长 58.91%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 24.41%、35.42%、20.37% 和 19.80%，以管理费用为主。其中，销售费用为 0.42 亿元，同比增长 33.11%，主要系线下销售及施工受限，人员销售成本增加所致；管理费用为 0.61 亿元，同比增长 41.92%，主要系公司生产基地使用安全生产费用购建的安全生产设施于 2022 年安装完

成，达到预定可使用状态，基于会计准则需将购建的相关固定资产全额结转专项储备，从而导致安全生产费出现赤字，于年末补提安全生产费所致；研发费用为 0.35 亿元，同比增长 91.91%，主要系公司优化产品性能、开发新产品、开拓新市场、引入研发人才、购入研发设备等所致；财务费用为 0.34 亿元，同比增长 1.20 倍，主要系公司铜官生产基地、醴陵东富生产基地在 2022 年投产后，因购建基建及设备等的筹措资金所产生的利息费用停止利息资本化，计入当期损益所致。2022 年，公司期间费用率为 26.02%，同比上升 8.62 个百分点。公司因新产品研发及新产线投产而结转的费用规模较大，对整体利润侵蚀较重。

与所选公司比较，公司整体盈利水平仍有待提高。

表 14 2022 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
东方雨虹	25.77	5.54	7.79
凯伦股份	19.49	-1.76	-6.81
科顺股份	21.21	2.39	3.17
飞鹿股份	11.14	-4.80	-20.16

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.06 亿元，营业利润率为 20.25%。

5. 现金流

2022 年，因公司产品产销量增加，原材料需求扩大以及原材料价格上涨，经营活动现金由净流入转为净流出；随着生产基地完工转固，所需投入的资金减少；筹资性现金流保持净流入。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	4.97	6.82
经营活动现金流出小计	4.38	8.70
经营活动现金流量净额	0.59	-1.88
投资活动现金流入小计	0.00	0.22
投资活动现金流出小计	1.95	1.22
投资活动现金流量净额	-1.95	-0.99
筹资活动前现金流量净额	-1.35	-2.87

筹资活动现金流入小计	4.00	6.16
筹资活动现金流出小计	2.90	4.03
筹资活动现金流量净额	1.10	2.14
现金收入比	69.82	92.79

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入6.82亿元，同比增长37.21%；经营活动现金流出8.70亿元，同比增长98.74%。2022年，公司经营活动现金净流出1.88亿元，同比净流入转为净流出，主要系2021年开具的应付票据大量到期所致。2022年，公司现金收入比为92.79%，同比提高22.96个百分点，收入实现质量有所提升。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入0.22亿元；投资活动现金流出1.22亿元，同比下降37.63%，主要系主要生产基地完工，所需投资减少所致。2022年，公司投资活动现金净流出0.99亿元，净流出规模同比下降49.01%。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额为-2.87亿元，净流出规模同比增长1.12倍。

从筹资活动来看，2022年，公司进行债务期限结构调节，筹资活动现金流入量和流入量均有所增长，具体来看，筹资活动现金流入6.16亿元，同比增长54.05%；筹资活动现金流出4.03亿元，同比增长38.72%。2022年，公司筹资活动现金净流入2.14亿元，同比增长94.56%，主要系公司实施以简易程序向特定对象发行股票取得募集资金所致。

2023年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.26亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.33亿元，筹资活动产生的现金流量净额为0.09亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所分化，流动资产及现金类资产对公司的短期债务保障能力指标表现有所增强，因公司经营活动产生的净现金流和EBITDA为负，长期偿债能力指标表现较弱。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率（%）	126.91	136.77
	速动比率（%）	110.29	115.95
	经营现金/流动负债（%）	8.19	-25.44
	经营现金/短期债务（倍）	0.15	-0.81
	现金类资产/短期债务（倍）	0.74	0.86
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	0.50	-0.39
	全部债务/EBITDA（倍）	15.20	-19.15
	经营现金/全部债务（倍）	0.08	-0.25
	EBITDA/利息支出（倍）	1.79	-1.04
	经营现金/利息支出（倍）	2.12	-4.98

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，截至2022年末，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均有所提高，流动资产及现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA为-0.39亿元，同比转盈为亏，对公司长期债务暂无法形成保障。

2022年，公司经营活动现金流同比净流入转为净流出，无法作为长、短期债务的保障来源。

对外担保方面，截至2022年末，公司无对合并范围外的担保情形。

未决诉讼方面，截至2022年末，公司涉及的100万元以上未决诉讼3起，公司均为原告，涉及金额合计732.65万元。

银行授信方面，截至2023年3月末，公司共计获得银行授信额度11.55亿元，剩余授信额度4.98亿元。

7. 公司本部财务分析

跟踪期内，公司本部收入规模较大，资产结构较为均衡，整体债务负担较重；所有者权益稳定性尚可。

截至2022年末，公司本部资产占合并口径的75.77%，负债占合并口径的65.57%，所有者权益占合并口径的99.53%，全部债务占合并口径的53.77%。2022年，公司本部营业总收入占合并口径的76.64%，利润总额占合并口径的52.76%。

截至 2022 年末，公司本部资产总额 13.74 亿元，较上年末增长 14.63%。其中，流动资产 8.37 亿元（占 60.92%），非流动资产 5.37 亿元（占 39.08%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.74%）、应收票据（占 9.75%）、应收账款（占 50.09%）、应收款项融资（占 8.80%）、其他应收款（合计）（占 6.45%）和存货（占 10.81%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 61.89%）、固定资产（合计）（占 19.64%）和在建工程（合计）（占 5.51%）构成。截至 2022 年末，公司本部货币资金为 0.65 亿元。

截至 2022 年末，公司本部负债总额 8.32 亿元，较上年末增长 18.52%。其中，流动负债 6.13 亿元（占 73.64%），非流动负债 2.19 亿元（占 26.36%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 16.32%）、应付票据（占 7.42%）、应付账款（占 38.16%）、其他应付款（占 8.63%）、一年内到期的非流动负债（占 7.89%）和其他流动负债（占 20.41%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 37.62%）和应付债券（占 58.00%）构成。截至 2022 年末，公司本部资产负债率为 60.55%，较上年末上升 1.99 个百分点。截至 2022 年末，公司本部全部债务 4.04 亿元。其中，短期债务占 48.03%，长期债务占 51.97%。截至 2022 年末，公司全部债务资本化比率 42.67%。

截至 2022 年末，公司本部所有者权益为 5.42 亿元，较上年末增长 9.14%。在归属公司本部所有者权益中，实收资本为 1.91 亿元（占 35.18%），资本公积为 2.37 亿元（占 43.68%），未分配利润为 0.91 亿元（占 16.71%），盈余公积为 0.22 亿元（占 4.06%）。

2022 年，公司本部营业总收入为 5.09 亿元，利润总额为-0.63 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流量净额为-1.73 亿元，投资活动现金流量净额-0.33 亿元，筹资活动现金流量净额 1.72 亿元。

十一、 债券偿还能力分析

公司对“飞鹿转债”的偿还能力仍属较强。

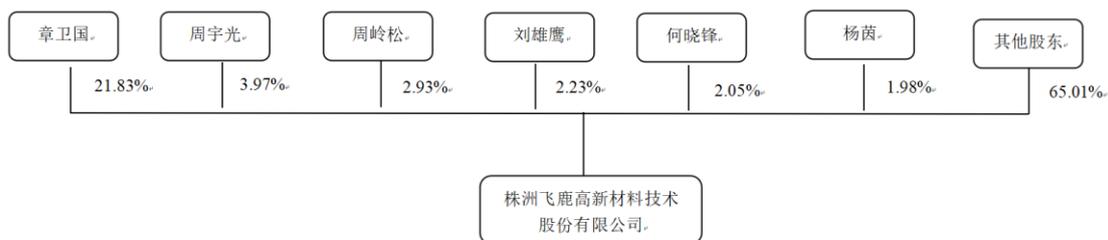
截至 2023 年 3 月末，公司存续期可转换公司债券“飞鹿转债”余额 1.50 亿元，公司可转换公司债券偿还能力指标表现一般。

考虑到本次可转换公司债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换公司债券将转换为公司的权益，有利于公司减轻债务负担。从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能，公司对“飞鹿转债”的保障能力或将增强。

十二、 结论

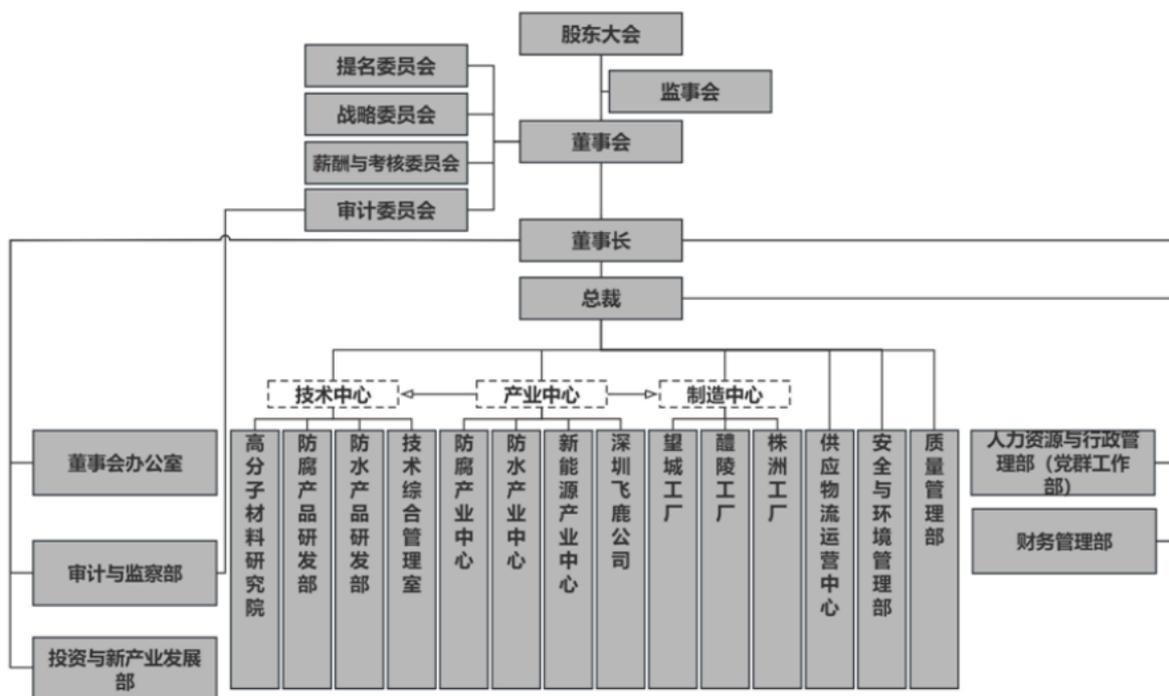
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“飞鹿转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年末株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 4 月末株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年末株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司
 主要子公司情况

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
株洲飞鹿防腐防水技术工程有限责任公司	5000.00	涂装业务	100.00	--	新设
广州飞鹿铁路涂料与涂装有限公司	300.00	涂装业务	50.00	--	新设
湖南耐渗塑胶工程材料有限公司	10000.00	化工产品制造	100.00	--	收购
长沙飞鹿高分子新材料有限责任公司	11000.00	化工产品制造	100.00	--	新设
深圳飞鹿防水防腐材料工程技术有限公司	1000.00	涂装业务	60.00	--	新设
湖南博杨新材料科技有限责任公司	1000.00	新材料技术研发	45.00	--	收购
湖南飞鹿新能源技术有限公司	5000.00	建设工程施工；发电业务、输电业务、供（配）电业务	100.00	--	新设

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.95	2.81	1.99	1.87
资产总额 (亿元)	13.49	16.87	18.14	18.28
所有者权益 (亿元)	5.31	5.78	5.45	5.49
短期债务 (亿元)	2.10	3.83	2.32	1.67
长期债务 (亿元)	2.72	3.77	5.18	5.99
全部债务 (亿元)	4.82	7.60	7.50	7.66
营业总收入 (亿元)	6.06	6.25	6.64	1.06
利润总额 (亿元)	0.28	0.13	-1.20	0.03
EBITDA (亿元)	0.63	0.50	-0.39	--
经营性净现金流 (亿元)	0.30	0.59	-1.88	-0.26
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.60	1.43	1.18	--
存货周转次数 (次)	5.39	4.90	4.31	--
总资产周转次数 (次)	0.51	0.41	0.38	--
现金收入比 (%)	67.85	69.82	92.79	171.70
营业利润率 (%)	23.70	20.07	10.53	20.25
总资本收益率 (%)	3.80	2.01	-5.92	--
净资产收益率 (%)	4.51	2.09	-20.16	--
长期债务资本化比率 (%)	33.84	39.48	48.75	52.16
全部债务资本化比率 (%)	47.57	56.79	57.94	58.24
资产负债率 (%)	60.61	65.72	69.97	69.95
流动比率 (%)	150.49	126.91	136.77	154.59
速动比率 (%)	135.20	110.29	115.95	122.75
经营现金流负债比 (%)	5.64	8.19	-25.44	--
现金短期债务比 (倍)	1.40	0.74	0.86	1.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.23	1.79	-1.04	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.70	15.20	-19.15	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2020-2022 年数据使用相应年度报告的当期/期末数据; 4. 2023 年一季度数据未经审计; 5. 如无特别说明, 财务相关的比例计算均以“元”为单位计算

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	1.42	1.79	1.46
资产总额 (亿元)	10.57	11.99	13.74
所有者权益 (亿元)	4.83	4.97	5.42
短期债务 (亿元)	2.01	3.24	1.94
长期债务 (亿元)	1.32	1.53	2.10
全部债务 (亿元)	3.32	4.77	4.04
营业总收入 (亿元)	4.02	4.57	5.09
利润总额 (亿元)	0.12	0.01	-0.63
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	1.32	1.19	-1.73
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	1.38	1.33	1.07
存货周转次数 (次)	4.79	4.76	5.23
总资产周转次数 (次)	0.40	0.41	0.40
现金收入比 (%)	61.64	49.40	48.34
营业利润率 (%)	21.60	14.99	5.16
总资本收益率 (%)	1.37	0.16	-5.76
净资产收益率 (%)	2.32	0.30	-10.05
长期债务资本化比率 (%)	21.43	23.54	27.89
全部债务资本化比率 (%)	40.75	48.99	42.67
资产负债率 (%)	54.29	58.56	60.55
流动比率 (%)	138.20	125.63	136.62
速动比率 (%)	122.32	108.43	121.86
经营现金流流动负债比 (%)	30.20	21.96	-28.21
现金短期债务比 (倍)	0.71	0.55	0.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 2020 - 2022 年数据使用相应年度报告的当期/期末数据; 3. 公司本部 2023 年一季度数据未披露; 4. 如无特别说明, 财务相关的比例计算均以“元”为单位计算

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持