2022年湖北回天新材料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

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼　　电话: 0755-82872897
传真：0755-82872090　　邮编: 518040　　网址：www.cspengyuan.com

2022年湖北回天新材料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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
回天转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：湖北回天新材料股份有限公司（以下简称“回天新材”或“公司”，股票代码：300041.SZ）是国内工程胶粘剂行业的龙头企业，研发能力较强，下游行业前景广阔，为未来业绩增长提供一定保障，公司产能继续提升，收入及利润均保持增长。同时中证鹏元也关注到公司控股股东、实际控制人章力持股比例较低，面临一定的控制权风险，公司盈利能力易受下游行业景气度变化影响，跟踪期内部分募投项目建设进度有所滞后，且建成后能否实现预期收益存在不确定性，应收款项规模及占比较高，对营运资金形成较大占用，且存在一定的坏账风险，以及总债务规模持续增长，短期偿债压力较大等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	64.87	61.95	59.90	43.77
归母所有者权益	28.96	28.80	27.21	22.01
总债务	26.68	25.45	24.76	15.17
营业收入	9.70	39.02	37.14	29.54
净利润	0.79	2.98	2.90	2.25
经营活动现金流净额	0.88	6.72	1.34	1.23
净债务/EBITDA	--	2.38	1.55	0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	6.40	11.00	18.68
总债务/总资本	47.39%	46.87%	47.58%	40.72%
FFO/净债务	--	26.23%	42.29%	71.42%
EBITDA 利润率	--	11.89%	11.36%	11.70%
总资产回报率	--	6.05%	6.54%	6.75%
速动比率	1.36	1.36	1.51	1.27
现金短期债务比	0.97	0.99	1.30	0.96
销售毛利率	19.47%	22.82%	23.49%	22.46%
资产负债率	54.33%	53.43%	54.46%	49.54%

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

评级日期

2024 年 6 月 18 日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com
项目组成员：孙智博
sunzhb@cspengyuan.com
评级总监：
联系电话：0755-82872897

优势

- **公司是国内工程胶粘剂行业的龙头企业，研发能力较强，下游行业前景广阔。**公司专注于胶粘剂等新材料的研发、生产 40 余年，是我国工程胶粘剂行业中规模最大、所涵盖的产品种类最多、应用领域范围最广的内资企业之一，各类主要产品在各自细分行业中的市场占有率名列前茅。公司自主创新和技术研发能力较强，拥有自主知识产权的核心技术较多，部分中高端产品指标已接近或达到国际同类产品水平。随着光伏新能源、新能源汽车、锂电储能、航空航天等新兴领域的快速崛起，公司深化与战略大客户合作，积累了大批优质客户资源，重点客户份额明显提升。
- **公司产能继续提升，2023 年收入及利润均保持增长。**得益于光伏、新能源汽车、锂电池等行业需求扩张，2023 年公司产能持续提升，产销率维持在较高水平，2023 年公司实现营业收入 39.02 亿元，同比增长 5.05%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.99 亿元，同比增长 2.41%，收入及利润均保持增长。

关注

- **公司面临一定的控制权风险。**截至 2024 年 3 月末，公司控股股东、实际控制人章力仅持有公司 1.95%表决权，比例较低，一致行动人（章锋、杨莲花、史襄桥、王争业、赵勇刚）合计持有公司 14.95%表决权。若本期债券转股，控股比例将进一步下降。
- **公司盈利能力易受下游行业景气度变化影响。**光伏硅胶、太阳能电池背膜等可再生能源行业是公司最主要的收入来源（2023 年占比为 56.47%），2023 年光伏行业竞争加剧，产业链价格下行，对公司经营业绩造成一定不利影响。2024 年一季度，公司实现营业收入 9.70 亿元，同比减少 10.03%，归属于股东的净利润 0.79 亿元，同比减少 33.90%，随着公司新增产能的逐步释放，需持续关注下游行业景气度对公司产能利用率和盈利能力产生的影响。
- **部分募投项目建设进度有所滞后，且建成后能否实现预期收益存在不确定性。**跟踪期内，募投项目之一的广州回天通信电子新材料扩建项目受外部环境、施工管制等因素影响，建设进度有所滞后；受行业政策、国内外宏观经济波动、下游行业景气度变化等因素影响，募投项目建成后能否实现预期收益存在不确定性。
- **公司应收款项规模及占比较高，存在一定的坏账风险。**近年可再生能源行业收入规模持续增加，但该行业回款周期相对较长，公司应收款项规模及占比较高，对营运资金形成较大占用，存在一定的坏账风险。
- **公司总债务规模持续增长，短期偿债压力较大。**公司总债务规模持续增长，且短期债务占比较高，集中偿债压力较大。未来随着业务规模扩大，叠加在建产能资本开支需求，公司或仍有外部融资需求并继续推升杠杆水平。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为行业龙头企业之一，研发实力较强，产品种类多，预计业务持续性较好，未来随着在建产能陆续建成投产，业务规模有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	硅宝科技	高盟新材	康达新材	集泰股份	公司
总资产	32.21	21.03	71.23	19.66	61.95
营业收入	26.06	10.35	27.93	13.32	39.02
净利润	3.15	-3.50	0.34	0.10	2.98
销售毛利率	25.26%	27.79%	20.99%	25.08%	22.82%
资产负债率	24.28%	24.75%	53.54%	56.66%	53.43%

注：以上各指标均为 2023 年数据。
资料来源：Wind 资讯，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	评分要素		评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	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		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					**aa-**
外部特殊支持					0
主体信用等级					**AA-**

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
回天转债	8.50	8.4994	2023-05-26	2028-10-27

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10月发行6年期8.50亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于广州回天通信电子新材料扩建项目、年产5.10万吨锂电池电极胶粘剂项目及补充流动资金。截至2024年3月末，“回天转债”募集资金[1]专项账户余额为3,077.49万元。

三、发行主体概况

2023年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。2023年4月经公司董事会决议及股东大会通过以2023年5月10日剔除已回购股份后的总股本428,433,849股为基数，资本公积每10股转增3股，共计转增128,530,154股；2023年和2024年1-3月本期可转债累计转股股数为3,838股。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均增至55,942.24万元，章力仍为公司控股股东和实际控制人，股权结构图详见附录二。中证鹏元关注到公司仍存在一定的控制权变动风险，控股股东、实际控制人章力仅持有公司1,051.52万股股份，占公司总股数的1.88%，持有公司1.95%表决权（扣除回购股份后总股数的比例），比例较低。截至2024年3月末，章力及其一致行动人（章锋、杨莲花、史襄桥、王争业、赵勇刚）[2]合计持有公司9,119.23万股股份，占公司总股数的16.30%，持有公司16.90%表决权（扣除回购股份后总股数的比例），无股权质押情况。

2023年公司合并范围新增1家子公司，注销1家子公司。为加快实现锂电负极胶（SBR）产能布局，2024年一季度公司以11,220万元收购安庆华兰科技有限公司（以下简称“华兰科技”）51%的股权，合并范围新增1家子公司。截至2024年3月末，公司合并范围内子公司共19家，详见附录四，其中主要子公司为上海回天新材料有限公司（以下简称“上海回天”）、广州回天新材料有限公司（以下简称“广州回天”）、常州回天新材料有限公司（以下简称“常州回天”）和湖北回天新材料（宜城）有限公司（以下简称“宜城回天”）。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

[1] 截至 2024 年 3 月末，公司使用部分暂时闲置募集资金进行现金管理的余额为 21,500 万元。

[2]公司股东章锋、杨莲花、史襄桥、王争业和赵勇刚分别与章力签署了《表决权委托协议》，将其持有的公司全部股份的表决权委托给章力行使。章锋与章力的表决权委托期限至章锋不再持有公司股份之日止，杨莲花与章力的表决权委托期限至杨莲花不再持有公司股份之日止，史襄桥、王争业和赵勇刚与章力的表决权委托期限至 2025 年 8 月 3 日止。

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
荣盛新材（越南）有限公司	100.00%	300.00 万美元	太阳能背膜	设立取得
安庆华兰科技有限公司	51.00%	1,000.00	胶粘剂	收购
跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	**持股比例**	**注册资本**	**主营业务**	**不再纳入的原因**
回天荣盛（上海）新材料有限公司	100.00%	1,000.00	贸易	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表2 2023 年主要子公司财务数据（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
上海回天	15.67	8.98	19.91	1.04
广州回天	7.56	6.39	5.09	0.72
常州回天	7.61	4.48	6.53	0.41
宜城回天	6.22	2.78	4.22	0.34

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。

行业经济环境

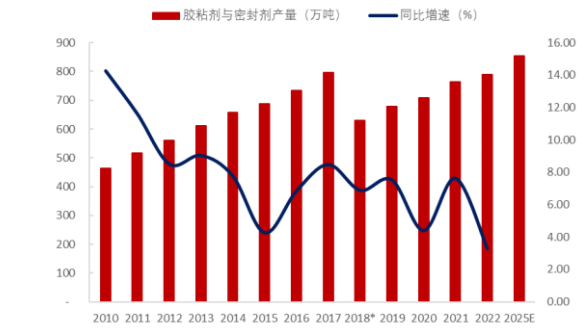
光伏、新能源汽车、锂电池等下游行业快速发展，近年胶粘剂行业产销规模持续上升；有机硅新增产能陆续建成投产，胶粘剂行业主要原材料价格呈下降趋势

伴随着我国工业产值和工业产品需求的快速增长，以及全球胶粘剂企业的生产与消费中心逐渐向我国转移，我国胶粘剂行业的生产规模迅速扩大，产品产销量保持高速增长，国内企业研发和技术创新实力持续增强，胶粘剂的应用领域不断扩展，已广泛应用于5G通信、电子电器、建筑建材、汽车与交通运输、机械制造、新能源、医疗卫生、航空航天、轻工和日常生活等众多领域，成为这些领域生产过程中简化工艺、节约能源、降低成本、提高经济效益的重要材料。

根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2022年我国胶粘剂行业总产量约为788.4万吨，同比增长3.30%，销售额约为1,151.4亿元，同比增长4.37%，其中出口量和出口额分别同比增长8.16%和9.68%。“十三五”期间，我国胶粘剂行业保持稳健增长，产量和销售额年均增长率分别为6.6%和6.8%，行业发展模式也逐步从规模扩张型向质量和效益提升型转变，企业技术创新能力、管理创新能力逐步得到提升。近年来，我国胶粘剂出口量保持较快增长态势，屡创出口量新高，出口主要集中在制造业转移国家（越南、印度及其他部分东南亚国家）和俄罗斯、巴西、美国、韩国等。

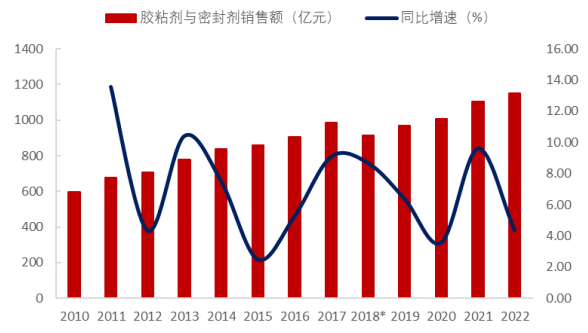
随着城镇化、信息化、工业化进程不断推进，国内投资需求、消费升级需求、改善生态环境需求，都为我国胶粘剂市场带来巨大的增长空间。根据中国胶粘剂和胶粘带工业年会资料显示，“十四五”期间，我国胶粘剂的发展目标是产量年均增长率为4.2%，销售额年均增长率为4.3%，力争到2025年末，改变国产产品高端不足的局面，使行业高附加值产品产值的比例达到40%以上。

图 1 胶粘剂与密封剂产量情况[3]



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中证鹏元整理

图 2 胶粘剂与密封剂销售额情况



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中证鹏元整理

胶粘剂行业的上游为化工材料制造行业，主要原材料为有机硅、聚氨酯、环氧树脂、丙烯酸等化工原材料。改革开放以来，胶粘剂行业发展迅速，部分原材料需要依赖进口的局面得到较大改善；化工材料生产企业纷纷在华新建、扩建产线，原材料总体处于供求平衡的状况，但受宏观经济以及环保等政策影响，原材料价格呈现周期性变动。

2023年有机硅行业整体承压运行，但产量仍保持增长状态，主要系下游光伏、新能源汽车、锂电池等行业持续蓬勃发展所致。下游需求旺盛叠加产能限制导致2021年有机硅行业的超额盈利，加快了有机硅企业扩产提速，据百川盈孚统计，2022-2024年我国有机硅中间体新增产能将分别达到55万吨、97.5万吨和46万吨，年均复合增速达28%，其中合盛硅业、兴发科技、鲁西化工等多个20万吨有机硅项目均在2023年投产。据中国有色金属工业协会硅业分会数据，2023年我国有机硅产量达到180万吨。行业供应增多导致竞争加剧，2023年有机硅价格呈下降趋势。随着国内新建产能陆续释放，预计2024年价格整体仍将呈现稳定或下降态势。

图 3 合盛硅业 107 硅橡胶平均季度价格走势

资料来源：合盛硅业公告，中证鹏元整理

图 4 2021 年以来 107 硅橡胶（华东）价格走势

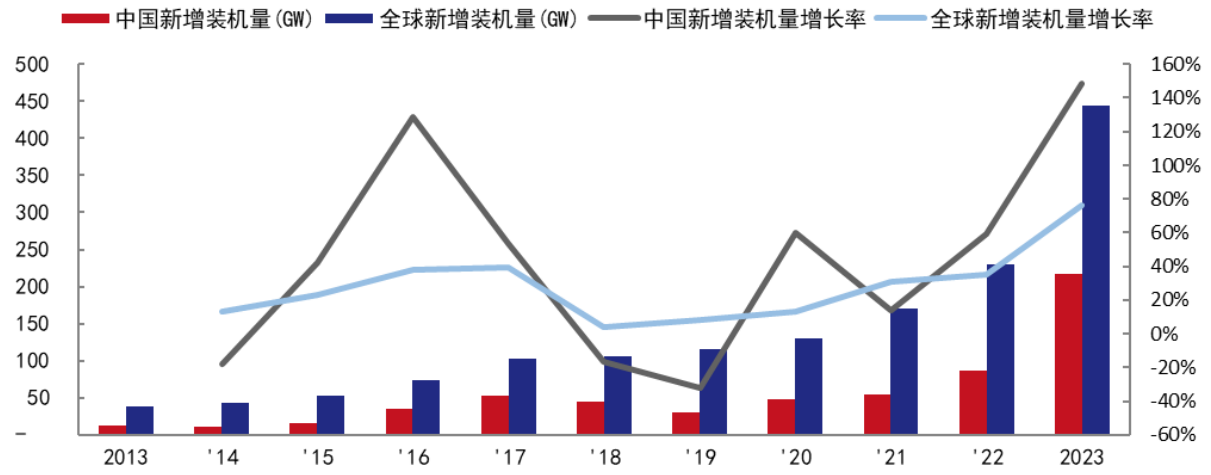
资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中证鹏元整理

[3] 注：产量及销售额均为中国胶粘剂和胶粘带工业协会会员企业统计数据，自 2018 年起统计范围有所调整。

近年来我国光伏新增装机量爆发式增长，行业快速发展，但受中美贸易摩擦、供需失衡等因素影响，产业链价格快速下跌，行业竞争加剧，企业竞争格局加速分化

在全球“碳达峰，碳中和”共识带来的能源转型背景下，以光伏为代表的可再生能源正在推动全球能源体系向低碳、清洁、高效转变，光伏已成为全球碳中和目标的主要支撑。根据国际可再生能源署（IRENA）在《全球能源转型展望》中提出的1.5℃温升控制情景，到2030年，全球可再生能源装机需要达到11,000GW以上，其中太阳能光伏发电和风力发电约占新增可再生能源发电能力的90%，预计全球光伏市场将持续高速增长。根据Bloomberg NEF统计数据，2023年全球光伏新增装机量达444GW，同比增长76%，创历史新高。根据中国光伏行业协会数据统计，2023年我国光伏新增装机216.88GW，连续11年位居全球首位，同比增长148.1%，其中分布式光伏装机新增96.29GW，同比增长88.4%，集中式光伏装机120.59GW，同比增长232.2%。截至2023年底，我国光伏累计装机达609.5GW，9年位居全球首位。2024年一季度，我国光伏新增装机达45.74GW，同比增长35.8%。

图 5 光伏新增装机量及增长率



资料来源：CPIA、BNEF，中证鹏元整理

目前光伏行业需求遍布全球，主要在中国、美国、欧洲、印度、巴西等国家，而供给集中在中国。根据光伏行业协会年度报告，2022年全球硅料、硅片、电池、组件产量中，中国占比分别为85.6%、97.4%、86.9%、84.8%，我国光伏行业已成为全球光伏集聚之地，规模持续扩张。2023年我国多晶硅产量为143万吨，同比增长66.9%，硅片产量为622GW，同比增长67.5%，光伏电池产量为545GW，同比增长64.9%，光伏组件产量为499GW，同比增长69.3%，增速较上一年均有所加快。

近年来，在各地方政府和资本市场大力支持下，光伏新建扩建投资项目大干快上，上下游产能大幅扩张，大量跨界者涌入，导致各环节产能短期内急剧增加，阶段性供需失衡矛盾突出。2023年光伏产品价格急速下跌，尤其2023年四季度以来，组件招投标价格屡创新低，组件价格跌至每瓦1元以下。根据InfoLink数据，2023年硅料（多晶致密料）价格下降约70%、硅片及电池片（PERC 182）价格下降约

60%，组件（PERC 182）价格下降约50%，无序低价竞争损害了行业盈利水平。受中美贸易摩擦、行业阶段性供需失衡、产业链价格快速下跌、市场融资政策收紧等因素影响，部分投资项目已出现延期或暂停现象，产能扩张将有所放缓，逐步趋于理性，光伏行业将进入整合阶段，企业竞争格局将加速分化。

五、经营与竞争

公司是国内工程胶粘剂行业的龙头企业，研发实力较强，产品种类多，市场占有率靠前，具有一定品牌优势，受益于下游光伏、新能源汽车、锂电池等行业蓬勃发展，2023年公司营收规模保持增长但增速有所下降；跟踪期内下游光伏行业竞争加剧，产业链价格下行，公司利润空间被压缩，且该行业回款周期相对较长，对营运资金形成较大占用；2023年有机硅行业新增产能逐步释放，公司主要原材料价格有所下降，主营产品有机硅胶平均销售价格随之下降；目前公司在建产能规模较大且下游光伏、新能源等行业需求旺盛，有利于巩固公司规模优势，但项目建成后能否实现预期收益存在不确定性，需持续关注下游行业景气度变化对公司产能利用率和盈利能力产生的影响

公司主营业务产品涵盖高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等工程胶粘剂及太阳能电池背膜。此外，公司利用已有的汽车行业销售渠道兼营一部分非胶粘剂产品，主要为汽车制动液和其他汽车维修保养用化学品。2023年公司胶粘剂产品实现销售收入30.83亿元，同比增长11.79%，其中有机硅胶和聚氨酯胶仍为胶粘剂核心产品，营业收入分别同比增长6.61%和28.91%。从收入构成上来看，2022-2023年有机硅胶、聚氨酯胶、非胶类产品合计占营业收入的比例分别为92.54%和92.33%，是公司最主要的收入来源。2023年公司销售毛利率有所下降，但变动不大。需要注意的是，受下游光伏行业竞争加剧、产业链价格下行影响，公司主营产品有机硅胶销售价格随主材价格下降相应调整，2023年四季度归属于股东的扣除非经常性损益的净利润由正转负，亏损额为0.25亿元。

2024年一季度，公司继续深耕主营业务，产品销量同比提升约17%，但受主要产品原材料价格低位、产业链价格下行压力传导、市场竞争加剧及全球贸易环境变化等因素影响，销售收入及利润继续承压。一季度公司实现营业收入9.70亿元，同比减少10.03%，归属于股东的净利润0.79亿元，同比减少33.90%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	**38.68**	**99.13%**	**22.80%**	**36.74**	**98.94%**	**23.32%**
有机硅胶	20.63	52.87%	23.64%	19.35	52.09%	24.85%
聚氨酯胶	7.55	19.35%	23.65%	5.86	15.77%	21.93%
其他胶类产品	2.65	6.80%	36.99%	2.38	6.40%	37.23%
非胶类产品	7.85	20.11%	14.98%	9.17	24.68%	17.38%
其他业务收入	**0.34**	**0.87%**	**24.94%**	**0.40**	**1.06%**	**39.62%**
合计	**39.02**	**100.00%**	**22.82%**	**37.14**	**100.00%**	**23.49%**

注：其他胶类产品包括丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等；非胶类产品包括太阳能电池背膜、汽车制动液和其他汽车维修保养用化学品。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司营业收入规模保持增长，其中可再生能源行业产品对收入贡献较大，但该行业回款周期相对较长，对营运资金形成较大占用，且需关注坏账风险；受下游光伏行业竞争加剧、产业链价格下行影响，主营产品有机硅胶的销售价格下降，利润空间被压缩

国内市场，由于公司产品终端客户众多、遍布全国各地，为保证产品的快速配送和货款的及时回收，公司采取“直销+经销”的模式，销售网络基本覆盖全国所有地级以上城市和重要的县级城市。近年来新业务领域、新产品所面对的重点大客户，主要由公司直接进行销售。国外市场，公司产品主要集中于东南亚、南亚、中东、韩国、欧美等国家和地区，同样采用“直销+经销”的模式，产品主要应用于光伏新能源、电子电器、绿色包装、锂电池和汽车制造等领域。2023年公司直供客户模式的营收占比持续提升至72.23%。

表4 公司产品分销售模式情况（单位：亿元）

销售模式	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
直供客户	28.18	72.23%	26.53	71.43%
经销商	10.83	27.77%	10.61	28.57%
合计	**39.02**	**100.00%**	**37.14**	**100.00%**

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

从销售区域看，公司境内收入仍主要来源于华东和华南地区，2023年合计占营业收入的比例为71.05%，且当年境内销售规模增长亦主要来自华东和华南地区。跟踪期内公司加大海外市场和客户的拓展力度，境外收入规模持续增长，2023年实现销售额5.61亿元，同比增长6.52%，销量同比增长超50%，主要销售产品有光伏新能源用胶粘剂、光伏背板、电子电器用胶粘剂、汽车用胶粘剂等多系列产品。2023年下半年，公司在越南启动建设年产2,600万平米光伏背板建设项目，开启海外产能布局，随着越南工厂于2024年3月底正式开业，海外透明网格背板产能将逐步投产，未来境外收入有望进一步增加。随着境外销售规模及占比不断增加，公司面临一定的汇率波动风险。为规避和防范汇率风险和利率风险，在风险可控范围内，公司及合并报表范围内子公司拟开展总额度不超过人民币8.00亿元或等值外币金额的外汇衍生品业务，需关注相关衍生品风险敞口。

表5 公司产品分区域销售情况（单位：亿元）

地区	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
华东	22.26	57.05%	20.90	56.27%
华南	5.46	14.00%	4.15	11.18%
华中	2.83	7.25%	2.87	7.73%
华北	1.39	3.57%	2.13	5.73%

西北	0.81	2.07%	0.74	2.00%
西南	0.40	1.02%	0.55	1.47%
东北	0.26	0.66%	0.53	1.44%
境外	5.61	14.38%	5.26	14.17%
合计	**39.02**	**100.00%**	**37.14**	**100.00%**

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

分行业来看，可再生能源行业应用产品主要包括光伏硅胶、太阳能电池背膜等，是公司最主要的收入来源，也是公司收入规模增长的主要来源，2023年公司实现可再生能源销售收入22.03亿元，同比增长3.71%，但增速较上年（35.31%）大幅下滑。跟踪期内公司采用直销为主的销售模式，持续深耕行业头部客户，2023年光伏硅胶出货量同比大幅提升，销售收入为15.86亿元，同比增长约16.07%，但受下游光伏行业产业链价格下行影响，公司利润空间被压缩。此外，光伏行业回款周期相对较长，导致公司应收款项（应收账款、应收票据和应收款项融资）规模较大，2024年3月末占当期末总资产的比重为27.94%，且部分款项存在回款风险，需关注应收款项坏账风险对公司盈利水平的不利影响；回款周期的延长也会加大公司营运资金压力。

交通运输设备制造和维修业务领域，公司加大了行业和客户拓展力度，2023年大交通领域实现营业收入7.24亿元，同比增长28.03%，增速较上年（14.52%）大幅提升。新能源汽车及动力电池领域，公司保持了聚氨酯结构胶和导热胶在头部客户的上量和供货，锂电负极胶PAA和SBR产品在多家客户测试通过和中标，部分客户实现批量供货，储能电池用胶在多家电池厂商、光储及集成商实现供货；乘用车领域，比亚迪、奇瑞、长安等核心客户份额稳步提升，江铃、江淮、红旗等多家客户实现突破。此外，为加快实现锂电负极胶（SBR）产能布局，促进新能源汽车及动力电池用胶战略业务发展，公司于2024年3月收购华兰科技51%股权，无业绩对赌要求。2023年华兰科技实现营业收入2.14亿元，净利润0.12亿元。

表6 公司产品分行业销售情况（单位：亿元）

行业	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
可再生能源	22.03	56.47%	21.25	57.20%
交通运输设备制造和维修	7.24	18.56%	5.66	15.23%
电子电器	5.61	14.39%	5.75	15.49%
软包装	3.18	8.15%	2.83	7.63%
建筑	0.61	1.55%	1.26	3.39%
其他	0.34	0.88%	0.40	1.06%
合计	**39.02**	**100.00%**	**37.14**	**100.00%**

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年随着107硅橡胶等主要原材料价格下跌，公司有机硅胶平均销售价格也随之下降，从1.89万元/吨降至1.30万元/吨，降幅高达31.22%。

表7 公司主要产品平均销售价格

产品名称	2023年	2022年
有机硅胶（万元/吨）	1.30	1.89
聚氨酯胶（万元/吨）	1.99	2.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022-2023年，公司前五大客户销售金额占比分别为28.81%和23.99%，集中度有所下降。公司下游客户众多，单个客户占比不高。

公司产量持续增加，产销率维持在较高水平；在建产能规模较大，有利于公司业务规模扩张，但新增产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性

得益于光伏、新能源汽车、锂电池等行业需求扩张，2023年公司工程胶粘剂和化学品产量同比增长46.05%，产销率有所提高。太阳能电池背膜产量同比增长0.28%，产销率约为100%，但受下游光伏行业产业链价格下行影响，太阳能电池背膜的主要生产基地常州回天2023年营业收入同比下降23.29%，净利润同比下降46.58%。

表8 公司主要产品的产能、产量和销量情况

产品		2023年	2022年
工程胶粘剂和化学品	产量（吨）	205,490.56	145,508.53
	销量（吨）	202,206.60	138,448.88
	产销率	98.40%	95.15%
太阳能电池背膜	产量（万 m^2）	6,837.48	6,625.97
	销量（万 m^2）	6,834.06	6,815.23
	产销率	99.95%	102.86%

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年公司年产3万吨光伏有机硅密封胶生产线、年产1万吨锂电池用聚氨酯胶生产线、年产1.5万吨锂电池电极胶粘剂生产线、年产3,600万平方米太阳能电池背膜生产线、年产3.93万吨电子胶粘剂智能化生产线等陆续建成投产，有效提升公司对光伏新能源、消费电子、半导体封装、汽车电子、新能源汽车及动力电池行业客户的供货能力。2023年公司有机硅胶、聚氨酯胶和太阳能电池背膜产能分别为16.47万吨/年、4.93万吨/年、0.90亿平方米/年。

此外，公司在越南启动建设年产2,600万平米光伏背板建设项目；通过收购华兰科技51%股权，加速推进锂电负极胶（SBR）战略业务产能布局；根据光伏用胶未来供货需求，在襄阳投建年产4.4万吨光伏单组分有机硅密封胶项目。考虑到公司在建项目的下游行业主要是光伏、锂电池等行业，需持续关注下游行业景气度变化对公司产能利用率和盈利能力产生的影响。

表9 2023 年公司主要产品的产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
有机硅胶（吨/年）	164,700.00	96.58%	44,000.00	广州回天通信电子新材料扩建项目建成后将增加年产能 21,800 吨，已于 2023 年 12 月建成投产；湖北回天年产约 3 万吨

				光伏单组分有机硅密封胶产线已于 2023 年 3 月、9 月投产；湖北年产 4.4 万吨有机硅密封胶双螺杆全自动生产线在建，预计至 2024 年 6 月底建成投产。
聚氨酯胶（吨/年）	49,270.00	81.79%	-	湖北回天年产约 1 万吨锂电池用双组分聚氨酯胶产线，已于 2023 年 6 月末建成投产。
太阳能电池背膜（万 m^2/年）	9,000.00	78.77%	-	常州回天年产 3,600 万平方米太阳能电池背膜扩建项目，已于 2023 年 5 月末正式投产。

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

公司主要在建项目包括广州回天通信电子新材料扩建项目、年产5.1万吨锂电池电极胶粘剂项目，合计拟投资总额为8.51亿元，2023年末累计已投资4.80亿元。跟踪期内，广州回天通信电子新材料扩建项目因外部环境、施工管制等因素影响，物资采购、人员调度、施工作业等方面受到一定制约，部分产线进度有所滞后，预定可使用状态日期调整至2023年12月31日，已按调整后进度完成产线建设。受行业政策、国内外宏观经济波动、下游行业景气度变化等因素影响，项目建成后能否实现预期收益存在不确定性。

表10 截至 2023 年末公司重要在建项目情况（单位：万元）

项目	拟投资总额	已投资总额	资金来源
广州回天通信电子新材料扩建项目	50,072.00	38,155.19	募集资金、自有资金、银行借款
年产 5.1 万吨锂电池电极胶粘剂项目	35,000.00	9,846.44	募集资金、自有资金
合计	**85,072.00**	**48,001.63**	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理。

2023年有机硅行业新增产能逐步释放，公司主要原材料价格均下降明显

公司原材料占成本的比重较大，且生产涉及的原材料众多，化工原材料包括107硅橡胶、PET、聚醚多元醇、PE、二乙二醇等百余种材料，包装物包括各种规格不一的胶管、胶桶、铝管、标牌和纸板等。公司采购原材料仍以有机硅聚合物和PET为主，2023年采购额分别占采购总额的31.09%和9.76%。

表11 公司主要原材料采购额占采购总额的比例

主要原材料	2023 年	2022 年
有机硅聚合物	31.09%	35.76%
PET	9.76%	11.87%
聚醚	1.66%	1.66%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年有机硅行业整体承压运行，但产量仍保持增长状态。受行业产能扩张等因素影响，有机硅市场短期内供需失衡，供应增多导致竞争加剧，公司主要原材料有机硅聚合物平均采购价格呈下降趋势，且降幅较大。

表12 公司主要原材料平均采购价格

主要原材料	2023 年	2022 年

	下半年平均价格	上半年平均价格	下半年平均价格	上半年平均价格
有机硅聚合物（元/千克）	12.83	14.79	17.23	26.04
聚醚（元/千克）	11.68	11.62	12.45	13.37
PET（元/千克）	8.71	10.18	10.14	11.40

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

在上游原材料价格频繁波动的情况下，公司与多家原材料供应商建立了战略伙伴关系，保证了原材料的稳定供应。2022-2023年公司前五大供应商采购金额占比分别为32.27%和31.47%，集中度不高。此外，2021年9月公司与主要供应商江西蓝星星火有机硅有限公司签订战略合作框架协议，未来3年内将采购有机硅类原材料6.00万吨，目前双方仍在持续推进合作事项。

六、财务分析

财务分析基础说明

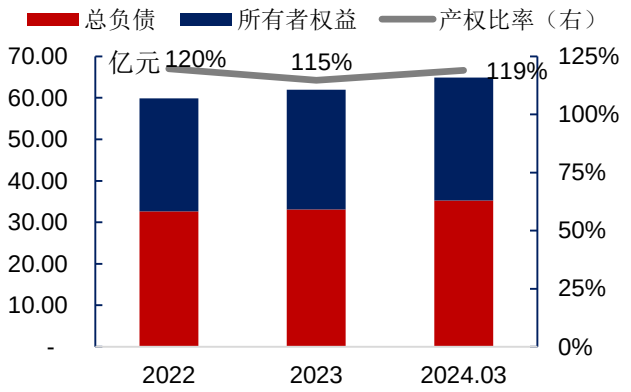
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增1家子公司，注销1家子公司；2024年1-3月公司合并范围新增1家子公司。

资本实力与资产质量

跟踪期内公司产权比率较为稳定，货币资金规模较大，应收款项规模亦较大，对营运资金形成较大占用，且面临一定坏账风险，部分资产尚未办妥产权证以及因借款受限

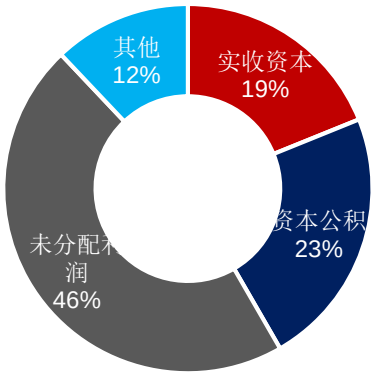
跟踪期内随着经营规模扩张，公司总负债有所增长，受益于利润积累，净资产亦稳步增长，产权比率则较为稳定，2024年3月末约119%。从所有者权益构成来看，公司仍以实收资本、资本公积和未分配利润为主，权益结构较为稳定。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 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

近年公司总资产规模持续增加，以货币资金、债权投资、应收款项、存货和固定资产为主。货币资金主要系银行存款，其中2023年末受限金额为2.07亿元，主要用于开具银行承兑汇票质押以及因诉讼冻结105万元。为提高运营资金的使用效率，公司使用闲置自有资金购买理财产品（可转让大额存单），债权投资大幅增加。近年公司逐步以票据进行结算，应收票据和应收款项融资规模呈上涨趋势，2023年末合计为8.44亿元，其中2.72亿元已背书或贴现但未终止确认，1.43亿元票据用于开具银行承兑汇票质押。公司收入主要来源于可再生能源行业，因该行业回款周期相对较长，公司期末应收账款规模较大，其中坏账准备0.82亿元，占账面余额的8.52%，账龄以1年内为主。总体来看，应收款项占用公司资金较多，且面临一定的坏账风险。存货主要系原材料和库存商品，2023年末账面余额有所减少，主要系原材料价格下降所致。固定资产主要系房屋及建筑物、机器设备等，因基建及产线设备完工转固，2023年末金额大幅增加，其中账面价值1.10亿元的资产尚未办理产权证。此外，公司当年处置机器设备、运输设备等资产账面原值合计0.37亿元。其他资产方面，一年内到期的非流动资产主要系债权投资；在建工程主要系广州回天通信电子新材料扩建项目；无形资产主要系土地使用权，近年较为稳定，其中账面价值0.39亿元的土地尚未办理产权证。

截至2023年末，公司受限资产账面价值合计10.25亿元，其中货币资金2.07亿元，应收票据4.15亿元，债权投资0.30亿元，固定资产2.96亿元，无形资产0.77亿元。

表13 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	9.18	14.15%	8.35	13.47%	14.40	24.04%
应收票据	5.93	9.15%	7.18	11.59%	6.05	10.11%
应收账款	10.59	16.32%	8.83	14.26%	9.19	15.34%
应收款项融资	1.60	2.47%	1.26	2.03%	1.39	2.32%

存货	4.52	6.96%	4.83	7.79%	5.65	9.43%
一年内到期的非流动资产	2.87	4.43%	2.72	4.40%	0.95	1.59%
流动资产合计	**37.13**	**57.23%**	**35.60**	**57.47%**	**39.14**	**65.34%**
债权投资	4.58	7.06%	5.29	8.54%	2.37	3.95%
固定资产	13.40	20.66%	12.63	20.39%	8.94	14.92%
在建工程	4.55	7.02%	4.05	6.53%	4.65	7.77%
无形资产	2.90	4.47%	2.42	3.91%	2.05	3.42%
非流动资产合计	**27.74**	**42.77%**	**26.35**	**42.53%**	**20.76**	**34.66%**
资产总计	**64.87**	**100.00%**	**61.95**	**100.00%**	**59.90**	**100.00%**

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

盈利能力

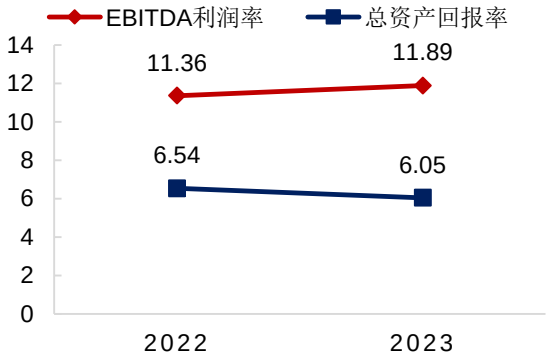
2023年公司盈利能力指标保持稳定，收入及利润仍保持增长，但增速有所下滑；考虑到公司下游行业主要是光伏、新能源等行业，需持续关注下游行业景气度变化对公司盈利能力产生的影响，预计未来公司业绩存在一定的波动性

得益于光伏、新能源汽车、锂电池等行业需求扩张，2023年公司实现营业收入39.02亿元，同比增长5.05%，实现归属于上市公司股东的净利润2.99亿元，同比增长2.41%，收入及利润均保持增长，但增速较上年有所下滑。其中胶粘剂产品实现销售收入30.83亿元，同比增长11.79%，有机硅胶和聚氨酯胶仍为胶粘剂核心产品，但较上年增速下滑幅度较大。2023年公司销售毛利率有所下降，但变动不大。与行业可比上市公司相比，公司营业收入和净利润规模均排名靠前。

需要注意的是，受下游光伏行业竞争加剧、产业链价格下行影响，公司光伏硅胶、太阳能电池背膜等产品销售价格随之下降，利润空间被压缩，2023年四季度归属于股东的扣除非经常性损益的净利润由正转负，亏损额为0.25亿元。2024年一季度，公司产品销量同比提升约17%，但受主要产品原材料价格低位、产业链价格下行压力传导、市场竞争加剧及全球贸易环境变化等因素影响，销售收入及利润未及预期。一季度公司实现营业收入9.70亿元，同比减少10.03%，归属于股东的净利润0.79亿元，同比减少33.90%。

公司各项费用管控合理，2022-2023年期间费用率分别为14.63%和15.27%，较为稳定。2023年公司EBITDA利润率略微上升，总资产回报率略微下降，但整体变动不大。盈利趋势方面，公司新增产能将逐步释放，产量规模有望进一步增加，但下游光伏行业竞争加剧，各环节产能扩张，产业链价格进入下行通道，在建项目建成后产能能否顺利消化并实现预期收益存在不确定性，预计短期内公司业绩承压，需持续关注下游行业景气度变化对公司盈利能力产生的影响。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模持续增加，其中短期债务占比较高，集中偿债压力较大

公司总债务主要由银行借款、本期债券和应付票据组成。2023年末公司短期借款和长期借款（含一年内到期部分）合计9.12亿元，占当期末总债务的35.84%，其中包括信用借款7.30亿元、质押借款1.82亿元；应付票据主要系银行承兑汇票。经营性负债方面，应付账款主要系材料款和工程款；其他流动负债主要系期末背书转让未终止确认的承兑汇票。从债务到期分布情况来看，2023年末公司短期债务规模为15.52亿元（其中一年内到期的银行借款为6.90亿元，应付票据8.62亿元），占总债务的60.99%，集中偿债压力较大。

表14 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	7.18	20.37%	5.40	16.33%	3.50	10.74%
应付票据	7.08	20.10%	8.62	26.03%	8.36	25.64%
应付账款	4.93	14.00%	3.77	11.38%	3.82	11.70%
一年内到期的非流动负债	1.45	4.11%	1.50	4.54%	0.59	1.81%
其他流动负债	2.47	6.99%	2.60	7.86%	5.07	15.56%
流动负债合计	**23.89**	**67.79%**	**22.66**	**68.46%**	**22.15**	**67.89%**
长期借款	2.94	8.34%	2.22	6.72%	2.72	8.34%
应付债券	7.77	22.06%	7.66	23.13%	7.23	22.17%
非流动负债合计	**11.35**	**32.21%**	**10.44**	**31.54%**	**10.47**	**32.11%**
负债合计	**35.25**	**100.00%**	**33.10**	**100.00%**	**32.62**	**100.00%**
总债务合计	**26.68**	**75.70%**	**25.45**	**76.89%**	**24.76**	**75.91%**
其中：短期债务	15.92	45.18%	15.52	46.90%	14.76	45.25%
长期债务	10.76	30.53%	9.93	29.99%	10.00	30.66%

www.cspengyuan.com

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

现金流方面，2023年公司购买商品、接受劳务支付的现金同比下降34.40%，经营活动净现金流大幅增加。2023年公司购买可转让大额存单等理财产品支付的现金增加，投资活动现金持续净流出。考虑到公司在建项目持续推进，仍需部分外部融资。

从杠杆状况来看，公司资产负债率、总债务/总资本相对稳定，但净债务规模增长较快，净债务/EBITDA、FFO/净债务指标弱化明显，EBITDA利息保障倍数亦下降明显，但仍处于较高水平。整体来看，公司净债务规模明显上升，偿债压力加大。

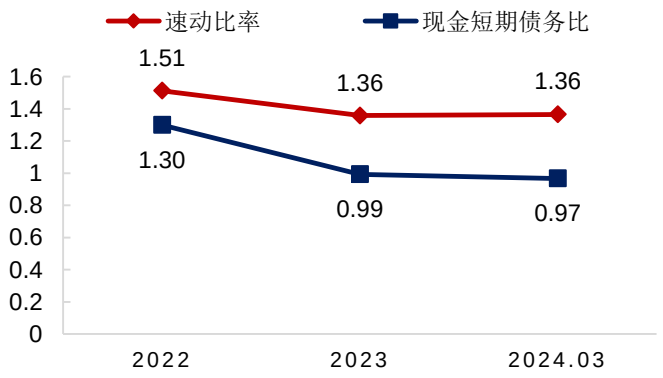
表15 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动净现金流	0.88	6.72	1.34
FFO	--	2.90	2.77
资产负债率	54.33%	53.43%	54.46%
净债务/EBITDA	--	2.38	1.55
EBITDA 利息保障倍数	--	6.40	11.00
总债务/总资本	47.39%	46.87%	47.58%
FFO/净债务	--	26.23%	42.29%
经营活动净现金流/净债务	7.66%	60.81%	20.40%
自由现金流/净债务	4.23%	35.18%	-33.50%

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

从流动性指标来看，随着公司购买可转让大额存单以及在建项目推进持续消耗现金类资产，2023年末货币资金大幅减少，速动比率和现金短期债务比有所下降。截至2023年末，公司尚未使用的银行授信额度为26.76亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司作为上市公司，可以通过股权融资方式获得资金，具有一定融资弹性。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 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

实控人直接持股比例较低，面临控制权变动风险；管理层及核心团队行业经验丰富；ESG表现对公司经营和信用水平未产生重大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”）及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

2023年，公司董事、监事、高级管理人员均未发生变动，人员较为稳定，现任主要管理人员和核心技术人员均拥有多年从业经验。公司通过员工持股计划，激励了核心管理团队和骨干员工，但第二、三期员工持股计划在2023年共计提股份支付费用3,691.26万元，对净利润有一定影响。需要注意的是，公司仍存在一定的控制权变动风险，截至2024年3月末，控股股东、实际控制人章力仅持有公司1,051.52万股股份，占公司总股数的1.88%，持有公司1.95%表决权（扣除回购股份后总股数的比例），比例仍较低，但章力与一致行动人（章锋、杨莲花、史襄桥、王争业、赵勇刚）签订了《表决权委托协议》，其中章锋和杨莲花（合计7,268.16万股股份，占公司总股数的12.99%、扣除回购股份后总股数的13.47%）表决权委托期限至其不再持有公司股份之日止。

根据公司于2023年3月17日发布的《湖北回天新材料股份有限公司关于公司控股股东之一致行动人被采取强制措施的提示性公告》，公司控股股东之一致行动人章锋因涉嫌操纵证券、期货市场罪被公安机关采取刑事拘留措施。

（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5月9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，截至查询日（2024年6月4日），中证鹏元发现公司本部正被列入被执行

人名单，案号（2024）浙0109执4495号，执行标的为0元，系票据交付请求权纠纷，目前该纠纷已达成调解。

八、结论

公司是国内工程胶粘剂行业的龙头企业，各类主要产品在各自细分行业中的市场占有率名列前茅，且自主创新和技术研发能力较强。近年随着光伏新能源、新能源汽车、锂电储能、航空航天等新兴领域的快速崛起，公司积累了大批优质客户资源，重点客户份额明显提升。得益于下游光伏、新能源汽车、锂电池等行业快速发展，2023年公司收入及利润均保持增长，产能持续提升，且产销率维持在较高水平。公司在建产能规模较大，随着新增产能逐步释放，产量规模有望进一步扩张。光伏硅胶、太阳能电池背膜等可再生能源行业是公司最主要的收入来源（2023年占比为56.47%），2023年以来光伏行业竞争加剧，产业链价格下行，对公司经营业绩造成一定不利影响。2023年公司总债务规模持续增长，净债务规模明显上升，EBITDA利息保障倍数下降明显，且短期债务占比仍较高，集中偿债压力较大。未来随着业务规模扩大，叠加在建产能资本开支需求，公司或仍有外部融资需求并继续推升杠杆水平。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“回天转债”的信用等级为AA-。

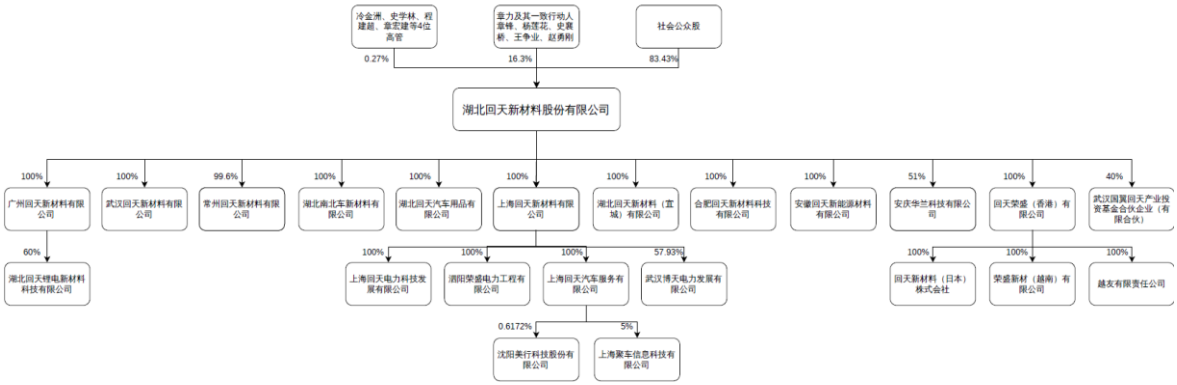
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	9.18	8.35	14.40	6.87
应收票据	5.93	7.18	6.05	6.27
应收账款	10.59	8.83	9.19	8.17
应收款项融资	1.60	1.26	1.39	1.78
存货	4.52	4.83	5.65	4.40
一年内到期的非流动资产	2.87	2.72	0.95	0.10
流动资产合计	37.13	35.60	39.14	28.77
债权投资	4.58	5.29	2.37	0.00
固定资产	13.40	12.63	8.94	7.95
在建工程	4.55	4.05	4.65	2.65
无形资产	2.90	2.42	2.05	2.09
非流动资产合计	27.74	26.35	20.76	15.00
资产总计	64.87	61.95	59.90	43.77
短期借款	7.18	5.40	3.50	4.33
应付票据	7.08	8.62	8.36	8.55
应付账款	4.93	3.77	3.82	2.96
一年内到期的非流动负债	1.45	1.50	0.59	0.18
其他流动负债	2.47	2.60	5.07	2.49
流动负债合计	23.89	22.66	22.15	19.13
长期借款	2.94	2.22	2.72	2.06
应付债券	7.77	7.66	7.23	0.00
非流动负债合计	11.35	10.44	10.47	2.56
负债合计	35.25	33.10	32.62	21.69
总债务合计	26.68	25.45	24.76	15.17
其中：短期债务	15.92	15.52	14.76	13.06
所有者权益	29.62	28.85	27.28	22.09
营业收入	9.70	39.02	37.14	29.54
营业利润	0.88	3.32	3.18	2.41
净利润	0.79	2.98	2.90	2.25
经营活动产生的现金流量净额	0.88	6.72	1.34	1.23
投资活动产生的现金流量净额	-0.60	-8.59	-6.60	-3.52
筹资活动产生的现金流量净额	1.07	-2.09	11.20	3.06
财务指标	**2024 年 3 月**	**2023 年**	**2022 年**	**2021 年**
EBITDA（亿元）	--	4.64	4.22	3.46
FFO（亿元）	--	2.90	2.77	2.40
净债务（亿元）	11.54	11.06	6.55	3.36

销售毛利率	19.47%	22.82%	23.49%	22.46%
EBITDA 利润率	--	11.89%	11.36%	11.70%
总资产回报率	--	6.05%	6.54%	6.75%
资产负债率	54.33%	53.43%	54.46%	49.54%
净债务/EBITDA	--	2.38	1.55	0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	6.40	11.00	18.68
总债务/总资本	47.39%	46.87%	47.58%	40.72%
FFO/净债务	--	26.23%	42.29%	71.42%
经营活动现金流/净债务	7.66%	60.81%	20.40%	36.49%
自由现金流/净债务	4.23%	35.18%	-33.50%	-71.12%
速动比率	1.36	1.36	1.51	1.27
现金短期债务比	0.97	0.99	1.30	0.96

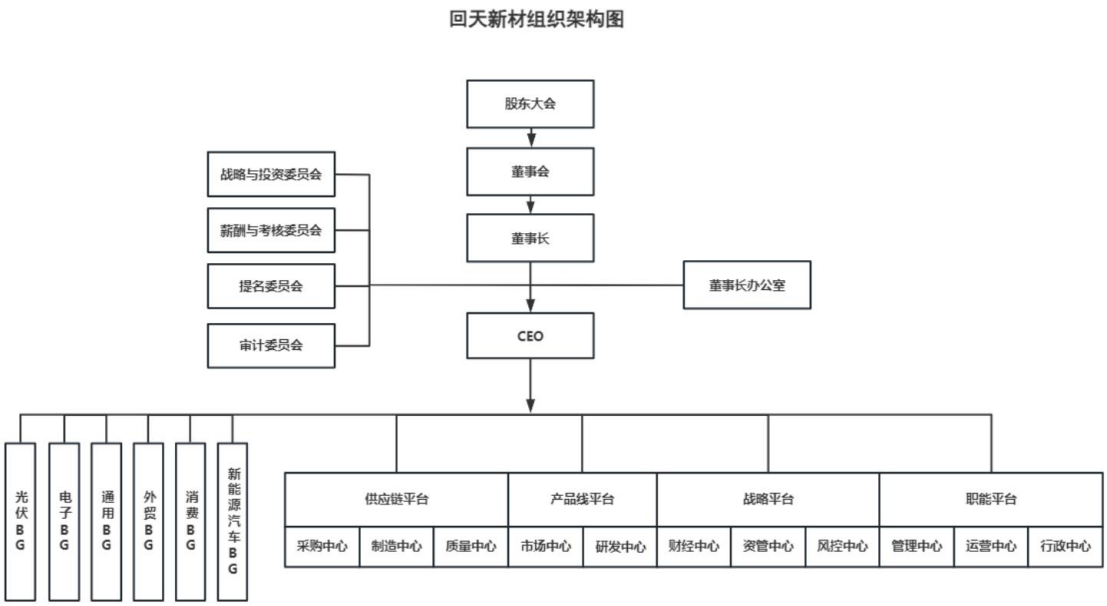
资料来源：公司 2021-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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，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，中证鹏元整理

附录四 2024年3月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	实收资本	持股比例	主营业务
湖北回天汽车用品有限公司	2,000.00	100.00%	汽车后市场
湖北回天新材料（宜城）有限公司	20,000.00	100.00%	胶粘剂
湖北南北车新材料有限公司	700.00	100.00%	胶粘剂
上海回天新材料有限公司	30,000.00	100.00%	胶粘剂
常州回天新材料有限公司	25,000.00	99.60%	太阳能背膜
广州回天新材料有限公司	40,000.00	100.00%	胶粘剂
武汉回天新材料有限公司	0.00	100.00%	研发
回天荣盛（香港）有限公司	0.00	100.00%	投资
安徽回天新能源材料有限公司	6,000.00	100.00%	新材料
合肥回天新材料科技有限公司	3,000.00	100.00%	胶粘剂
上海回天电力科技发展有限公司	1,000.00	100.00%	电力工程
泗阳荣盛电力工程有限公司	2,000.00	100.00%	光伏发电
上海回天汽车服务有限公司	4,700.00	100.00%	汽车后市场
武汉博天电力发展有限公司	596.62	57.93%	光伏发电
湖北回天锂电新材料科技有限公司	1,120.00	60.00%	新材料
越友有限责任公司	478.13	100.00%	贸易
回天新材料日本株式会社	240.46	100.00%	贸易
荣盛新材（越南）有限公司	2,128.99	100.00%	太阳能背膜
安庆华兰科技有限公司	1,000.00	51.00%	胶粘剂

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

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

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

四、展望符号及定义

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