



# 广东红墙新材料股份有限公司公开发行可 转换公司债券信用评级报告

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 广东红墙新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2023-9-13

## 债券概况

**发行规模：**不超过 3.16 亿元（含）

**发行期限：**6 年

**偿还方式：**每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息

**发行目的：**拟用于惠州市红墙化学有限公司年产 32 万吨环氧乙烷及环氧丙烷衍生物项目

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**公司实际控制人刘连军及其配偶赵利华

## 联系方式

**项目负责人：**蒋申  
 jiangs@cspengyuan.com

**项目组成员：**张涛  
 zhangt@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 上述等级的评定是考虑到广东红墙新材料股份有限公司（以下简称“红墙股份”或“公司”，股票代码：002809.SZ）凭借丰厚的技术及经验积累，在广东、广西等地培育了较强的区域竞争力。但中证鹏元也关注到，2022 年以来受地产行情拖累，综合公司客户结构及区域布局情况，公司营收大幅下滑；同时，公司近五成资产为应收款项，当前房企流动性危机持续扩散，公司款项回收风险值得关注。此外，受需求不足、产能过剩等多方面因素影响，本期债券募投项目在产能消化方面面临挑战。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.6	2022	2021	2020
总资产	20.28	20.06	24.38	19.64
归母所有者权益	15.60	15.16	14.28	13.09
总债务	3.75	3.94	8.34	5.35
营业收入	3.86	9.38	15.52	13.37
净利润	0.51	0.90	1.13	1.42
经营活动现金流净额	0.57	1.27	1.10	-0.60
净债务/EBITDA	--	-0.86	0.92	1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	14.89	13.23	30.39
总债务/总资本	19.40%	20.60%	36.88%	29.02%
FFO/净债务	--	-64.81%	48.95%	29.16%
EBITDA 利润率	--	12.30%	10.98%	12.46%
总资产回报率	--	5.01%	6.47%	9.31%
速动比率	4.78	3.74	2.09	2.53
现金短期债务比	2.32	1.71	0.91	0.50
销售毛利率	31.80%	27.87%	25.34%	27.79%
资产负债率	23.11%	24.41%	41.43%	33.39%

注：2021 年公司将销售运费从“销售费用”调整至“主营业务成本”核算，本表 2020 年毛利率根据 2021 年重述后数据测算。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-6 月未经审计财务报表，

中证鹏元整理

## 优势

- **两广地区混凝土外加剂龙头企业，技术及服务经验丰富。**凭借定制化生产及售后服务方面积累的技术优势，公司混凝土外加剂销量在广东、广西区域排名靠前，华南市场营收占比维持在 50% 以上，毛利率也处于 30% 以上较高水平。

## 关注

- **地产行情走弱持续拖累公司营收规模。**受地产走弱影响，我国建筑业施工及新开工面积增速持续放缓，混凝土外加剂整体需求不振。而公司下游客户主要为混凝土搅拌站，终端客户与地产关联度更高；叠加 2022 年下半年华南地区主要省份固定资产投资负增长态势，2022 年以来公司营收大幅下滑且下滑幅度高于同行。
- **五成左右资产为应收款项，在地产流动性危机蔓延背景下，公司面临回款风险。**公司下游客户以水泥搅拌站为主，且较大部分为区域民营企业，资质偏弱，且销售回款周期较长；目前房企流动性压力仍在扩散，需关注应收款项减值风险。此外，截至 2023 年 6 月末，公司在诉案件涉及金额约 0.89 亿元，相关款项回收风险较高。
- **本期债券募投项目产能消化压力较大。**公司计划通过本期债券募投项目向产业链上游聚醚单体延伸，以获取成本优势，同时本期债券募投项目还新拓非离子表面活性剂、聚醚多元醇 2 类新产品，公司营收来源将得到扩充。但考虑到目前减水剂产能利用率普遍偏低，非离子表面活性剂、聚醚多元醇均供过于求，聚醚单体外销部分及新拓产品均面临较大的产能消化风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为依托于公司在广东、广西两地培育的竞争优势，预计公司经营风险和财务风险相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	苏博特	垒知集团	红墙股份	科隆股份
总资产	77.46	63.99	<b>20.06</b>	14.77
外加剂营业收入	29.20	25.19	<b>9.08</b>	1.15
外加剂营收增速	-22.31%	-17.88%	<b>-38.72%</b>	-12.04%
净利润	3.58	2.07	<b>0.90</b>	-1.19
外加剂销售毛利率	30.60%	22.44%	<b>28.49%</b>	15.92%
资产负债率	40.70%	42.43%	<b>24.41%</b>	55.89%
应收款项占总资产比重	40.85%	53.11%	<b>42.30%</b>	31.78%

注：（1）以上各指标均为 2022 年数据；（2）应收款项=应收票据+应收账款。

资料来源：各公司 2022 年年度报告，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_2022V1.0
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	8/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		3/7	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				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	无	无	无	无

## 一、发行主体概况

2005年，公司前身惠州市红墙化学建材有限公司成立，历经多年发展，公司逐步成长为两广地区（广东、广西）混凝土外加剂龙头企业。2018年，在华南市场基础上，公司开始筹划全国性布局，陆续进驻华北、华中、西南等市场。截至2023年6月末，公司股本为2.10亿元，控股股东及实际控制人为自然人刘连军，其持有公司45.41%股权，均未质押。

公司主要根据下游客户的实际需要提供定制化混凝土外加剂产品，主导产品为聚羧酸系外加剂，主要应用于商品混凝土、预制混凝土构件、预拌砂浆、铁路公路地铁、隧道与桥梁等领域。截至2023年6月末，公司纳入合并报表范围的子、孙公司共19家，主要系公司于河北、浙江、四川等地设立的负责开拓市场的子公司。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**广东红墙新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券；

**发行规模：**不超过3.16亿元（含）；

**债券期限和利率：**6年，本次发行的可转换公司债券的票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息；

**增信方式：**公司实际控制人刘连军及其配偶赵利华（赵利华同时担任公司董事）提供保证担保，承担连带保证责任；

**转股期限：**本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日的公司股票交易均价，且不得向上修正。具体初始转股价格由公司股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**转股价格向下修正条款：**在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不高于当期转股价格的85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议。公司在决定是否对转股价格进行调整、修正时，遵守诚实信用的原则，不得误导投资者或者损害投资者的合法权益，并由保荐人应当在持续督导期内对上述行为予以监

督。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产以及股票面值。若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如公司决定向下修正转股价格时，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间（如需）等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

**债券赎回条款：**在本次发行的可转换公司债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价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3,000万元时，公司董事会有权决定公司按照以债券面值加上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。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

**债券回售条款：**在本次发行的可转换公司债券的最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格向下修正之后的第一个交易日起重新计算。在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度内，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权。可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；在本次发行的可转换公司债券存续期间内，若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内未实施回售的，不应再行使本次附加回售权；

**转股年度有关股利的归属：**因本次发行的可转换公司债券转股而增加的公司股票享有与原股票同等的权益，在股利分配的股权登记日下午收市后登记在册的所有普通股股东（含因可转换公司债券转股形

成的股东)均参与当期利润分配,享有同等权益;

**向原股东配售的安排:**本次发行的可转换公司债券向公司原股东实行优先配售,原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请公司股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定,并在本次发行的可转换公司债券的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外和原A股股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行,余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权董事会与保荐机构(主承销商)在发行前协商确定。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过3.16亿元(含),扣除相关发行费用后,募集资金拟用于以下项目,资金投向明细如下:

**表1 本期债券募集资金投向明细(单位:万元)**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
惠州市红墙化学有限公司年产 32 万吨环氧乙烷及环氧丙烷衍生物项目	66,071.00	31,600.00	47.83%

资料来源:公开资料、中证鹏元整理

#### (一) 项目基本情况

该项目位于广东省惠州市大亚湾石化区C4地块(惠州大亚湾经济技术开发区),实施主体为惠州市红墙化学有限公司,项目计划总投资6.61亿元,建设期2年,截至2023年6月末已投资2.91亿元(不包含土地购置费用)。该项目主要生产精细化工类产品,计划建设年产15万吨减水剂聚醚生产线、年产7万吨非离子表面活性剂生产线、年产2万吨聚醚多元醇生产线、年产4万吨丙烯酸羟酯生产线和年产4万吨聚羧酸高性能减水剂生产线。其中,减水剂聚醚、表面活性剂、丙烯酸羟酯等产品的生产需要依赖环氧乙烷的供应,聚醚多元醇的生产需要环氧乙烷及环氧丙烷的供应。大亚湾石化区是目前全国少数同时具备环氧乙烷及环氧丙烷生产能力的国家级化工园区,公司计划通过与园区内惠州中海壳牌石油化工有限公司(以下简称“中海壳牌”)深度合作的方式持续获得环氧乙烷资源。2022年9月,公司已同中海壳牌达成框架性约定,目前框架采购协议正在签订中。

#### (二) 项目批复情况

截至2023年6月末,本期债券募投项目已取得《不动产证书》,并办妥项目备案、环评手续和能评手续。

#### (三) 项目预期经济效益

减水剂聚醚是公司生产混凝土外加剂产品的核心原材料;非离子表面活性剂可广泛用于洗涤行业、化妆品行业、医药行业、纺织印染行业、造纸行业等,主要起到乳化、发泡、去污等作用;聚醚多元醇



是生产聚氨酯的主要原材料，而聚氨酯可广泛应用于家电、汽车、航空航天、医疗等多个行业，可用作包装材料、隔音材料、过滤材料、具有保温隔热效果的非结构材料以及用于制作粘合剂、涂料、合成革等；丙烯酸羟基酯主要用作生产混凝土外加剂产品过程中的辅助材料，还可用于生产丙烯酸乳液、胶粘剂、热固性羟基丙烯酸涂料、光固化羟基丙烯酸涂料、感光涂料、汽车漆用高性能树脂、纺织处理剂、纸加工助剂、水质稳定剂及高分子材料合成树脂共聚物的改性剂等。

本次募投项目产品中聚醚、丙烯酸羟基酯在满足公司自用后，剩余部分公司将用于对外销售；表面活性剂及多元醇产品下游市场主要为日化市场；该项目的实施一方面增加公司聚羧酸系外加剂生产量，并强化产业链生产供应能力；另一方面新增表面活性剂与多元醇作为业务发展新方向，优化产品结构，并向精细化工领域横向扩展。值得注意的是，项目经营竞争优势与中海壳牌深度合作采购原材料高度关联，需关注后续项目与中海壳牌合作协议签订情况，此外，未来若下游市场需求发生变化或公司募投项目的前期投入进度较预期迟缓，募投项目收入存在收益不达预期的风险。

## 四、运营环境

### 宏观经济环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经

经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

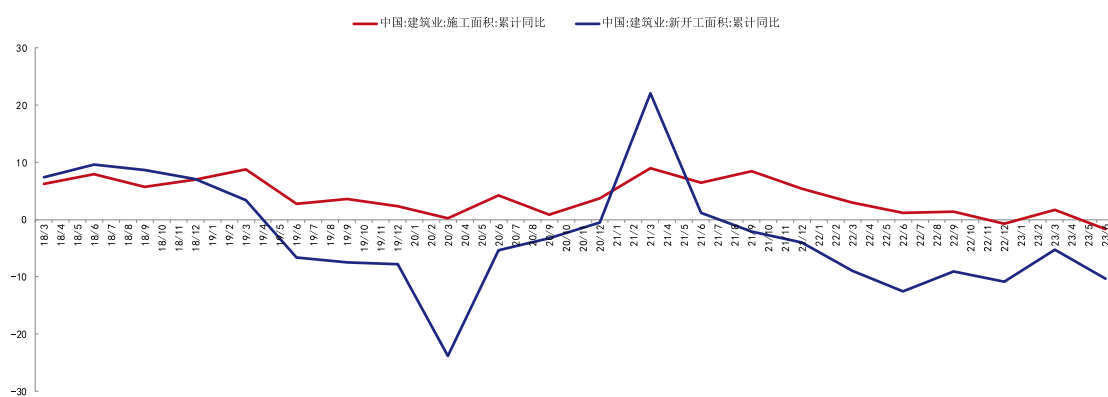
## 行业环境

作为用于改善和调节混凝土性能的重要一环，混凝土外加剂市场需求受我国固定资产投资增速下滑影响而有所承压，混凝土外加剂厂商营收恢复情况将同主要销售区域的固定资产投资复苏进度直接挂钩；此外，随着需求重点向基建项目迁移，拥有较多央企国企客户的厂商营收或将率先恢复，但仍需关注地方财政紧张背景下基建项目回款速度

混凝土外加剂主要用于改善和调节混凝土的性能，包括各种减水剂、缓凝剂、速凝剂、防水剂等，其中减水剂的用途最广、使用量最高，其他外加剂通常作为附属物与减水剂一同使用。按减水率的高低，可将减水剂分为普通减水剂（一代减水剂）、高效减水剂（二代减水剂，即萘系减水剂）和高性能减水剂（三代减水剂，即聚羧酸系外加剂），目前高性能减水剂为市场最主流产品，使用占比已提升至85%。

受地产走弱影响，我国建筑业施工及新开工面积增速持续放缓，目前均已进入负增长区间，混凝土外加剂整体需求趋弱。分区域来看，华东地区固定资产投资增速相对优于其他区域，其余各地区则分化较大。其中，2022年下半年华南地区主要省份固定资产投资增速出现不同程度负增长，当前广东省固定资产投资情况已有所恢复，但广西省固定资产投资仍呈大幅下滑态势。

图 1 建筑业施工及新开工面积增速持续放缓

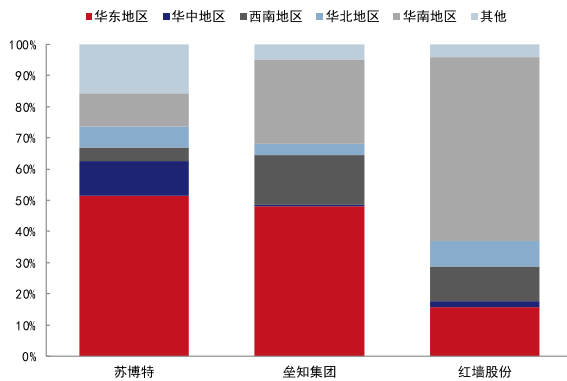


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

因混凝土外加剂功能发挥与混凝土砂、石料等混凝土原材料适应性密切相关，而混凝土砂、石料等受区位资源影响分化程度较高，故混凝土外加剂区位性特征较强，下游需求情况同区位内固定资产投资

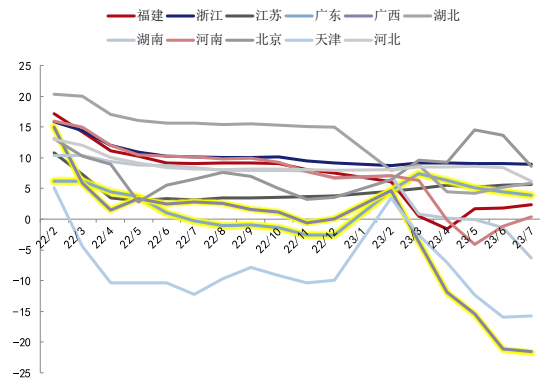
情况直接挂钩。在主要混凝土外加剂厂商中，苏博特、垒知集团以华东市场为主，其余地区贡献率约为50%；红墙股份以华南市场为主，华东、华北等市场有所补充。

**图 2 主要混凝土外加剂厂商营收区域分布情况**



注：（1）上图为 2022 年度数据；（2）各公司业务构成存在差异；（3）各公司区域划分标准存在差异，上图各区域营收为中证鹏元调整后数据。  
资料来源：各公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

**图 3 主要省份固定资产投资增速情况（单位：%）**



注：标黄地区为广东和广西两省。  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前政府在专项债端持续发力，基建项目逐步成为固定资产投资增长的主驱动力，混凝土外加剂需求或将向央国企施工企业集中。需求重心的迁移一方面对混凝土外加剂企业树立起了一定的资质壁垒，国家重点建设工程以及铁路、核电等特殊工程多要求混凝土外加剂企业具备一定资质认证；另一方面，需求重心迁移将通过各混凝土外加剂厂商的客户结构直接影响其盈利能力，苏博特、垒知集团、安徽中铁等具备央国企背景或拥有较多央国企客户的厂商营收将率先从行业下行周期中恢复。基建项目业主方多为各地政府或城投企业，考虑到目前地方财政实力较紧张，基建项目回款速度仍值得关注。

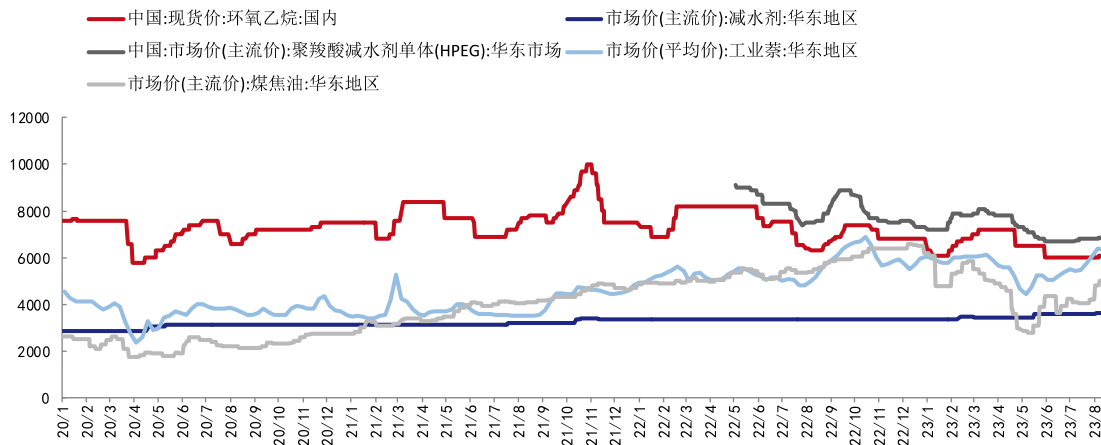
### 原材料占混凝土减水剂生产成本中比重较高且价格波动较大，给相关生产企业带来较大的原材料成本管控压力

混凝土外加剂的掺量一般不超过水泥质量的5%，三代高性能减水剂只占混凝土成本的2%-3%左右，但其质量水平对混凝土产品的品质及稳定性影响较大，同水泥等主要混凝土材料相比，下游客户对混凝土外加剂售价敏感度较低，减水剂价格相对稳定。而混凝土外加剂材料成本占其生产成本的比例一般在90%以上，以醚类聚羧酸减水剂及其原料为例，根据其合成生产工艺，母液中聚醚用量在30%以上，故减水剂产品价格及相关厂商盈利情况受原材料价格波动影响相对较大。

萘系减水剂和聚羧酸系减水剂的主要原材料分别为工业萘和聚醚/聚酯单体；工业萘主要通过煤焦油进一步加工分离制取，系煤化工产业的副产品之一；聚醚/聚酯单体主要通过环氧乙烷合成制造，属于石化产业下游产品之一。减水剂的价格一定程度上随原材料价格波动，但波动幅度小于原材料价格，故相关生产厂商盈利能力与原材料价格一定程度上呈反向关系。2023年1-5月，工业萘价格随煤焦油价

格一路下行，6月后震荡回升；聚醚/聚酯单体价格历经1-6月宽幅震荡后，目前价格基本稳定，整体低于2022年同期水平，聚羧酸减水剂成本压力有所缓解。

**图4 减水剂价格波动幅度小于原材料价格**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司为两广（广东、广西）地区混凝土外加剂龙头企业，全国化布局的推进为公司贡献了一定规模的营收增量；但周期困局难以摆脱，2022年以来，地产行情持续拖累公司营收。目前公司主动把控下游款项回收风险，并向上游产业链延伸以获取成本优势，考虑到公司下游占款规模较大，且较大部分客户资质偏弱，后续回款情况仍需关注

公司主要产品包括聚羧酸系外加剂和萘系外加剂，此外，基于同华润水泥及部分优质客户的长期、稳定合作基础，公司还开展了部分水泥经销业务。2018-2021年，市场区域扩张带动公司营业收入保持高速增长；但2022年以来，受建筑行业景气度持续低迷拖累，公司营收大幅下滑。毛利率方面，受原材料价格波动、销售区域占比变化等因素影响，近年公司毛利率有所波动。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2023年1-6月			2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
聚羧酸系外加剂	3.47	89.77	33.78	8.20	87.42	30.26	13.46	86.75	27.21	10.75	80.40	30.61
萘系外加剂	0.23	5.87	13.89	0.83	8.85	10.68	1.26	8.12	16.93	1.37	10.23	26.22
其他外加剂	0.04	0.96	37.03	0.05	0.49	34.43	0.10	0.62	34.72	0.07	0.55	28.72
涂料	0.01	0.14	41.72	0.00	0.05	44.95	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
水泥	0.12	3.15	4.63	0.29	3.10	6.31	0.69	4.46	2.26	1.17	8.74	3.06
其他	0.00	0.10	96.33	0.01	0.09	100.00	0.01	0.05	90.70	0.01	0.07	100.00

合计	3.86	100.00	31.80	9.38	100.00	27.87	15.52	100.00	25.34	13.37	100.00	27.79
----	------	--------	-------	------	--------	-------	-------	--------	-------	-------	--------	-------

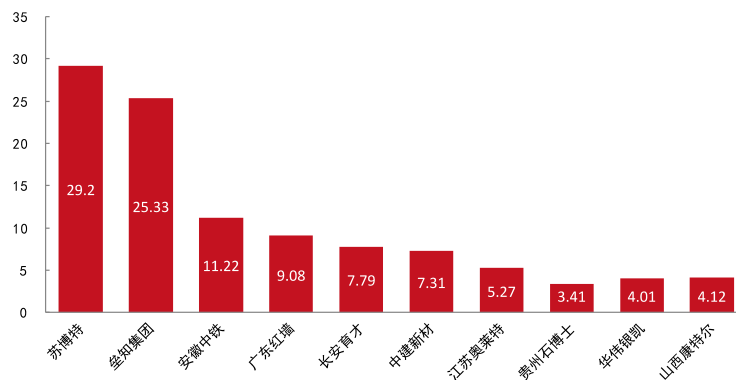
注：（1）2021 年公司将销售运费从“销售费用”调整至“主营业务成本”核算，本表 2020 年毛利率根据 2021 年重述后数据测算；（2）2023 年 1-6 月营业收入占比加总不等于 100% 系尾差原因。

资料来源：公司 2020-2022 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

凭借丰富的技术及服务能力，公司在广东、广西两地培育了较强竞争力；2018 年公司开始筹划全国性布局，新拓市场贡献率逐步上升，但新拓市场竞争较激烈，毛利率相对较低

公司深耕广东市场多年，依托自身丰富的产品研发经验及服务能力，公司逐步成长为两广（广东、广西）地区混凝土外加剂龙头企业；而混凝土外加剂天然的区位壁垒以及广东省较大规模的固定资产投资额又为公司构建了较好的发展环境，公司长期位居行业前列。

图 5 2022 年度中国混凝土外加剂企业综合十强参考销售收入情况（单位：亿元，除税）



注：参考营业收入、企业规模、产品结构、技术水平、客户结构五项内容综合评选，权重分别为 60%、10%、10%、10% 和 10%。

资料来源：中国混凝土网，中证鹏元整理

为进一步开拓市场，2018 年以来，公司逐步筹划全国性基地布局，并通过在四川、陕西等区域设立全资子公司，以及 2020 年收购山东众方德建材有限公司<sup>1</sup>100% 股权等方式，公司进入西南、西北、华北、华东、华中等市场。布局模式上，公司在广东惠州、河北沧州、广西钦州设置了自产母液基地，其他地区则采用委托第三方生产的方式运营，委托加工运营模式<sup>2</sup>在一定程度上降低了公司区域扩张成本及风险。

表 3 截至 2023 年 6 月末公司生产基地基本情况

类型	所属城市	年产能 (万吨)
自产母液基地	广东惠州	聚羧酸系外加剂母液：6.00
		萘系外加剂母液：10.00
	广西钦州	聚羧酸系外加剂母液：6.50

<sup>1</sup> 已更名为“山东新红墙材料有限公司”。

<sup>2</sup> 委托加工运营模式：公司负责主要原材料的采购、产品发货和质量控制监督，由外部聚羧酸系减水剂生产厂商按照公司的要求进行生产，公司向其支付委托加工费。

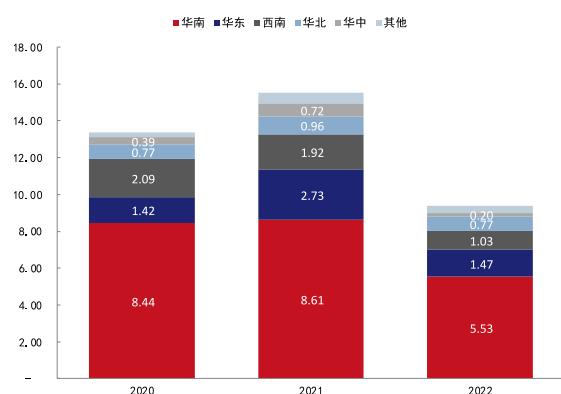
委托加工基地	河北沧州	聚羧酸系外加剂母液：8.00
	重庆	--
	湖北孝感	--
	陕西	--
	江苏扬州	--
	浙江临安	--
	山东新泰	--

注：（1）产能采用批复产能数据；（2）混凝土外加剂生产分为合成和复配两个阶段：合成阶段所产生的聚羧酸系外加剂母液及萘系外加剂母液通常只作为中间产品供复配使用；复配阶段根据客户要求定制生产复合外加剂最终产品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

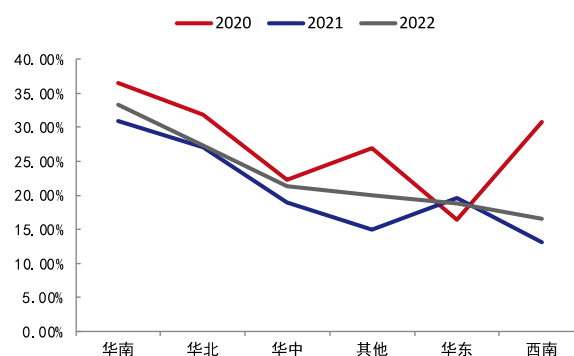
从布局结果来看，2021年华北、华东、华中区域合计贡献了当年营收增量的85.41%。但华北、华中等区域竞争较为激烈，且市场培育期的让利策略以及华中地区以销售外加剂母液产品为主、西南区域采用委托加工方式生产，使得相应区域毛利率<sup>3</sup>偏低。

图 6 公司营收区域分布情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2022 年年度报告，中证鹏元整理

图 7 公司各区域毛利率情况



注：上图从左到右以 2022 年各区域毛利率从高到低依次排列。

资料来源：公司 2020-2022 年年度报告，中证鹏元整理

受地产投资持续负增长拖累，行业需求整体低迷，综合华南地区固定资产投资情况及公司客户结构，公司营收下滑幅度较大，产能利用率也降至较低水平；在地产风险出清前，公司重点关注资金安全并压降期间费用，收现比及净利率表现尚可

2022年以来，混凝土外添加剂整体需求收缩，公司2022年及2023年上半年营收分别同比下滑39.52%和15.17%，公司自产母液产能利用率也下滑至较低水平。

表4 公司产品的产销情况（单位：万吨）

<sup>3</sup> 2021 年公司销售运费从“销售费用”调整至“主营业务成本”核算，故公司 2021 年、2022 年毛利率口径与 2020 年毛利率计算口径存在差异。

产品	项目	2023年1-6月	2022年	2021年	2020年
聚羧酸外加剂	产能利用率	31.79%	37.03%	77.59%	120.86%
	销量	27.17	60.88	107.96	94.77
	产销率	100.87%	99.38%	100.73%	98.32%
萘系外加剂	产能利用率	18.04%	29.60%	51.20%	66.50%
	销量	1.55	5.11	8.35	10.76
	产销率	93.50%	105.46%	100.24%	100.28%

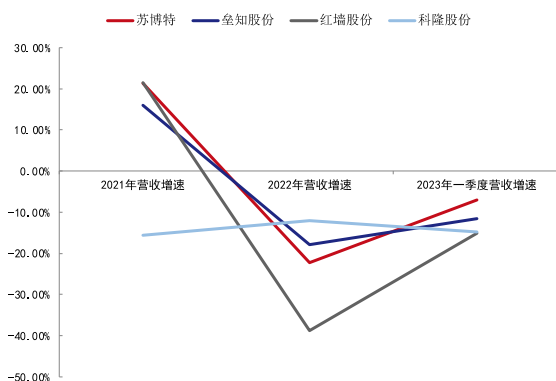
注：（1）产能利用率为自产母液产能利用率；（2）销量为复合外加剂最终产品销量，包括委托加工部分。  
资料来源：公司提供、公司各年年度报告，中证鹏元整理

与同行相比，公司营收降幅相对更高，主要受营收区域分布以及客户结构两方面因素影响。区域分布方面，虽然随着全国性布局的推进，华东、华北等市场成为公司营收增长主力，但从绝对值来看，公司对华南市场依存度仍较高，近年华南市场营收占比维持在50%以上。2022年以来，华南地区固定资产投资相对疲弱，公司面临的需求冲击相对更大。

客户结构方面，公司虽同华润水泥、中国建材、北京建工等大型基础设施建设企业达成了长期合作，但整体占比不高，区域商品混凝土企业仍为公司主客户群。商品混凝土企业与地产关联度较高，受地产持续走弱影响，公司业绩承压较明显。此外，公司部分客户为资质偏弱的区域民营企业，此类客户抗周期能力较弱，2021年房企风险暴露，随着风险向上游传导，公司计提信用减值损失0.27亿元。根据公司2023年半年度报告，公司在诉案件涉及金额合计1.07亿元，截至2023年8月24日已收回0.18亿元，尚有一定规模款项存在较大的回收风险。

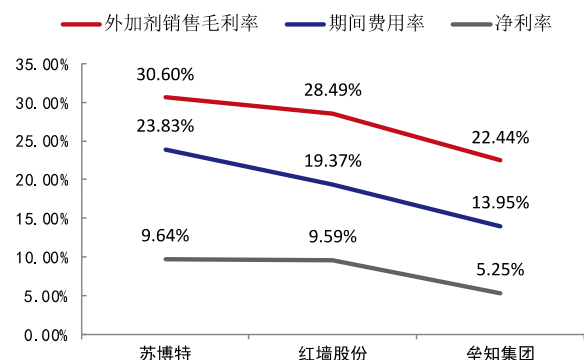
地产风险暴露以来，公司加大了资金安全管控力度，一方面，减少了商票收取，应收票据规模持续下滑；另一方面，强化优质客户筛选，并加大款项回收力度，公司收现比自2021年的7.09%上升至2023年6月末的14.73%。此外，考虑到下游需求短期内难以恢复，公司主动压降期间费用，净利率处于行业较高水平。

图 8 2022 年以来混凝土外加剂厂商营收均下滑



注：2021-2022 年营收增速为混凝土外加剂营收增速情况，2023 年一季度为公司营收增速情况。

图 9 混凝土外加剂厂商 2022 年盈利情况



注：各公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

资料来源：各公司 2021-2022 年年度报告及 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

**公司上游主要原材料供应商较强势，公司营运资金压力较大；本期债券募投项目协助公司延伸产业链并新拓营收来源，但相关项目产能消化风险及拓客压力均较大**

材料是公司外加剂产品成本的主要构成，2022年占比达84.67%，受终端需求低迷，公司产能利用率偏低影响，2022年及2023年上半年公司采购规模大幅下滑。分品种来看，聚醚单体系采购占比最大的原材料，2020-2021年主要采购自国内最大的聚醚单体厂商辽宁奥克化学股份有限公司<sup>4</sup>，同期采购占比维持在50%左右；2022年公司新增聚醚单体供应商卫星化学股份有限公司<sup>5</sup>（以下简称“卫星化学”），2023年上半年对卫星化学采购占比提至6成。

定价方面，公司主要采取框架定价模式，采购价格与聚醚单体上游原材料挂钩，参考市场价按照合同约定方式确定当月采购结算价，2022年以来聚醚单体市场价格整体波动下行，一定程度上减轻了公司成本管控压力。整体来看，目前公司对单一供应商存在一定依赖，同时因上游聚醚单体供应商普遍较强势，公司基本采用预付款模式进行结算，营运资金压力较大。

**表5 混凝土添加剂主要原材料采购明细情况（单位：万元）**

原材料	项目	2023年 1-6月	2022年	2021年	2020年
聚醚单体	采购金额	13,680.30	32,810.01	61,839.98	46,851.02
	占主营业务成本的比例	54.35%	50.51%	56.69%	55.00%
丙烯酸	采购金额	937.68	3,389.95	7,239.68	4,076.86
	占主营业务成本的比例	3.73%	5.22%	6.64%	4.79%
工业萘	采购金额	723.77	2,366.81	3,033.57	3,771.30
	占主营业务成本的比例	2.88%	3.64%	2.78%	4.43%

资料来源：公司提供

2021年，公司在惠州大亚湾经济技术开发区石化区（以下简称“大亚湾石化区”）开工建设本期债券募投项目，一方面通过向产业链上游聚醚单体、丙烯酸羟基酯延伸以获取一定的成本优势；另一方面，通过新拓非离子表面活性剂、聚醚多元醇2类新产品，进一步扩充营收来源。

产业链延伸方面，大亚湾石化区是目前全国少数同时具备环氧乙烷及环氧丙烷生产能力的国家级化工园区，公司计划通过与园区内中海壳牌开展深度合作的方式持续获得环氧乙烷资源，2022年9月公司已同中海壳牌达成框架性约定。此外，公司还可利用大亚湾石化区港口、管道等运输条件获取运输成本优势。但值得关注的是，目前混凝土外加剂企业产能利用率普遍不高，聚醚单体整体需求下滑较明显，

<sup>4</sup> 公司同辽宁奥克化学股份有限公司签订了战略采购合作框架协议（2022年12月31日到期）。

<sup>5</sup> 公司同卫星化学签订了战略采购合作框架协议（2023年9月30日到期）。



行业竞争愈发激烈，聚醚单体外销部分产能消化压力较大。

新拓产品方面，非离子表面活性剂主要应用于衣物清洁、家居清洁领域，而广东系日化消费大省，立白集团、蓝月亮集团均分布在广东省内，公司开拓非离子表面活性剂具有就近销售优势；而聚醚多元醇的扩张则主要考虑到广东省内无本土聚醚多元醇细分产品的产能，和省外竞争对手相比，公司可形成运输成本优势。但目前非离子表面活性剂和聚醚多元醇整体处于供过于求状态，公司投资回收压力或较大。

**表6 本期债券募投项目子项目情况**

产业链环节	产品	产能规模
上游原材料	聚醚单体	15万吨
	丙烯酸羟基酯	4万吨
原有产品	聚羧酸高性能减水剂（复配产线）	4万吨
新拓产品	非离子表面活性剂	7万吨
	聚醚多元醇	2万吨

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2022 年审计报告及 2023 年半年度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020-2022 年公司合并报表范围新增子公司 7 家，其中 4 家为新设，2 家为同一控制下合并，1 家为收购。被收购公司为山东众方德建材有限公司，公司出资 0 元，合并日山东众方德建材有限公司净资产为 -17.36 万元；同一控制下合并公司为惠州市御河商贸有限公司（现已更名为“惠州市红御涂料有限公司”）及其子公司香港御河商贸有限公司，合并日惠州市御河商贸有限公司净资产为 35.86 万元，公司出资 29.50 万元收购。整体来看，上述子公司均未对公司财务报表可比性产生较大影响。

公司分别于 2020 年和 2021 年首次执行新收入准则和新租赁准则；此外，2021 年公司将运输成本由销售费用调整至营业成本列示，并进行追溯调整。上述变动对公司 2020 年和 2021 年报表影响较小。

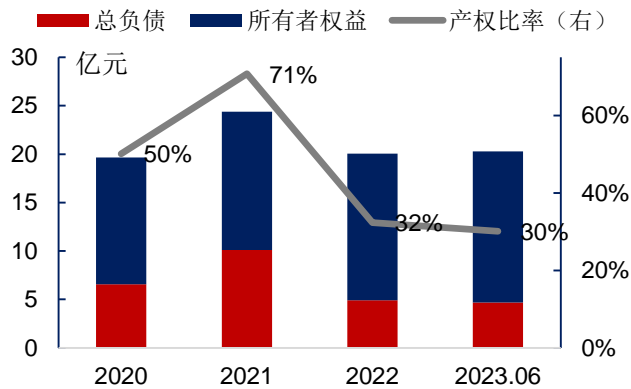
### 资本实力与资产质量

受债务规模波动及利润累积影响，近年公司资产规模有所波动；当前公司在手资金规模尚可，资金需求主要集中在大亚湾项目。但受行业特性影响，公司近半资产为应收款项，在地产行业风险出清前，公司仍面临一定的减值风险

公司所有者权益主要由未分配利润和资本公积构成，近年利润累积带动公司所有者权益持续增长。

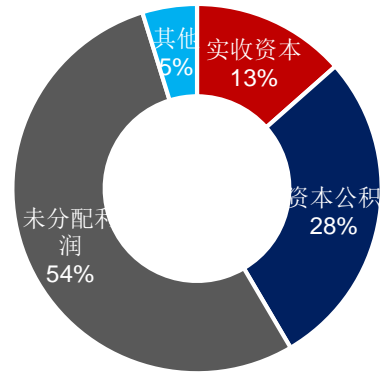
同时2022年以来公司债务规模大幅缩减，综合影响下，公司产权比率自2020年末的50.12%下降至2023年6月末的30.05%，所有者权益对负债覆盖效果较好。

图 10 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2023 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

建筑行业对产业链上游企业的资金挤占情况较为普遍，受此特性影响，公司应收账款、应收票据规模较大，截至2023年6月末，公司应收款项（包括应收账款、应收款项融资和应收票据，下同）合计占总资产比重达49.26%。2021年，房企风险暴露，公司对应收票据、应收账款合计计提0.27亿元减值损失。截至2023年6月末，公司应收票据、应收账款坏账准备余额分别为0.01亿元和0.51亿元。其中应收票据按账龄组合计提，计提比例为3%；应收账款按单项计提比例为40.15%、按组合计提比例为4.32%，按单项计提比例计提的应收账款账面价值为0.30亿元。公司应收票据、账龄在一年以内的应收账款3%的坏账计提比例略低于同行业可比公司5%的坏账计提比例。此外，截至2023年6月末，因出票人未履约由应收票据转至应收账款的账面余额为0.16亿元。截至2023年8月21日，中证鹏元未发现公司2023年6月末应收账款前三十大应收对象、应收票据前五十大应收对象存在被执行信息，但公司应收对象以民企居多，仍需持续关注各应收对象经营及现金流情况。

2022年以来，基于下游需求收缩以及行业风险，公司主动收紧应收款项信用政策并加快资金回笼，2023年6月末应收款项规模较2021年末减少34.10%，但规模仍较大。虽公司应收对象较为分散，但考虑到公司下游客户以水泥搅拌站为主，且多为区域民营企业，在房企流动性危机蔓延的背景下，仍需关注公司相关款项回收风险。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 6 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.95	14.55%	3.05	15.22%	4.69	19.24%	1.35	6.88%
应收票据	0.44	2.15%	0.52	2.60%	0.98	4.02%	0.21	1.06%
应收账款	7.15	35.26%	7.96	39.70%	11.25	46.15%	8.65	44.02%

应收款项融资	2.40	11.85%	2.63	13.12%	2.93	12.00%	5.76	29.30%
存货	0.60	2.96%	0.65	3.24%	0.77	3.17%	0.70	3.57%
<b>流动资产合计</b>	<b>14.30</b>	<b>70.52%</b>	<b>15.52</b>	<b>77.37%</b>	<b>20.99</b>	<b>86.07%</b>	<b>17.27</b>	<b>87.90%</b>
固定资产	1.47	7.25%	1.58	7.86%	1.85	7.57%	1.94	9.90%
在建工程	2.33	11.49%	1.19	5.96%	0.23	0.96%	0.01	0.06%
无形资产	0.82	4.05%	0.83	4.13%	0.81	3.31%	0.19	0.99%
<b>非流动资产合计</b>	<b>5.98</b>	<b>29.48%</b>	<b>4.54</b>	<b>22.63%</b>	<b>3.40</b>	<b>13.93%</b>	<b>2.38</b>	<b>12.10%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.64</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

为筹措大亚湾项目建设资金，2021年公司新增较大规模短期借款，当年货币资金大幅增长；随着项目建设的推进，2022年以来货币资金规模逐步下滑。公司在建项目包括大亚湾项目、河北技改项目、广东技改项目等，公司在建工程、无形资产及其他非流动资产主要为大亚湾项目相关建设投入、土地使用权及预付土地出让金和设备购置款。2023年6月末，公司无形资产中有0.53亿元的土地使用权因抵押借款使用受限。

**表8 截至 2023 年 6 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

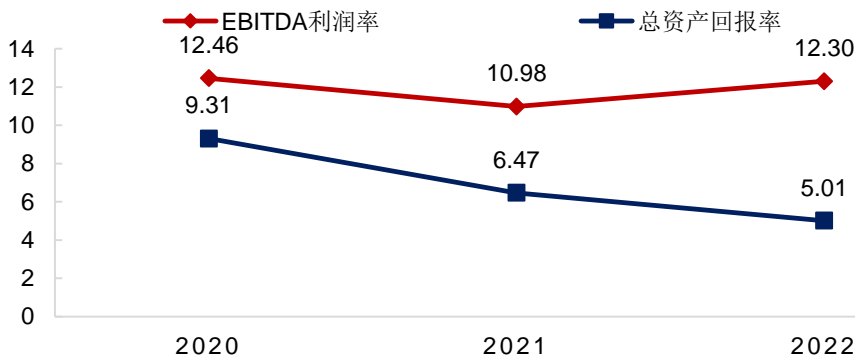
项目名称	计划总投资	已投资	资金来源
惠州市红墙化学有限公司年产 32 万吨环氧乙烷及环氧丙烷衍生物项目	6.61	2.91	本期债券募集资金、自有资金
广东涂料项目	0.78	0.31	自有资金

资料来源：公司提供、公司 2023 年半年度报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**下游需求不振，2022年以来公司营收大幅缩水，盈利能力整体下滑，预计下游需求中短期内难见明显回暖，公司盈利能力或将继续承压**

公司85%左右的营收由市场主流产品聚羧酸系外加剂贡献，羧系外加剂营收占比整体下滑。2021年受原材料涨价、区域拓展带来低毛利率地区销售占比提升等因素影响，公司毛利率有所下滑；此外，房地产企业流动性风险传导，当年公司计提了一定规模减值损失；综合影响下，2021年公司EBITDA利润率及总资产回报率同步下滑。2022年及2023年上半年，原材料降价叠加产品结构调整，公司毛利率小幅回升，EBITDA利润率回归至2020年水平。但受营收大幅下滑影响，公司总资产回报率继续下行。

**图 12 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

近年公司资本开支集中于大亚湾项目，因2021年以来公司主动改善经营活动现金流，同时公司计划发行本期债券筹措建设资金，故2022年以来公司对外融资力度减弱，债务压力不大

公司对外融资规模不大，2023年6月末资产负债率为23.11%，公司总债务规模为3.75亿元，较2020年减少29.87%。债务压降一方面系短期借款到期偿还未新增所致，另一方面2022年以来公司原材料采购规模大幅下滑以及商票使用减少带动应付票据规模同步下行。2023年6月末，公司债务由52.51%的银行借款（长期借款、一年内到期的长期借款）、47.49%的经营性债务（应付票据、租赁负债）构成。长短期债务占比较均衡，短期偿付需求主要集中在票据及长期借款临近到期，公司债务偿付压力不大。但随着本期债券发行，预计公司债务规模将大幅攀升。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年6月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.20	4.10%	2.65	26.26%	0.60	9.18%
应付票据	1.72	36.68%	2.68	54.68%	5.14	50.89%	4.75	72.40%
应付账款	0.46	9.88%	0.33	6.68%	1.11	11.03%	0.64	9.69%
<b>流动负债合计</b>	<b>2.87</b>	<b>61.15%</b>	<b>3.97</b>	<b>81.13%</b>	<b>9.66</b>	<b>95.61%</b>	<b>6.56</b>	<b>99.97%</b>
长期借款	1.73	36.95%	0.86	17.49%	0.41	4.03%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.82</b>	<b>38.85%</b>	<b>0.92</b>	<b>18.87%</b>	<b>0.44</b>	<b>4.39%</b>	<b>0.00</b>	<b>0.03%</b>
<b>负债合计</b>	<b>4.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.56</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	3.75	80.11%	3.94	80.36%	8.34	82.60%	5.35	81.59%
其中：短期债务	1.98	42.33%	3.03	61.97%	7.91	78.30%	5.35	81.59%
长期债务	1.77	37.78%	0.90	18.39%	0.43	4.30%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司产业链后端主要为建筑施工企业及搅拌站，受行业特性影响，回款整体相对较慢，平均账期约为6个月左右；同时，公司上游主要原材料采购对象较为集中，且需支付一定的预付款，对上游占款能力较弱，以及业务和员工规模不断扩大，导致2020年公司经营活动现金流持续净流出。随着公司采取加强收款管理、减少收取商业承兑汇票等措施，销售回款表现有所改善，2021年以来经营活动现金流净额回正。

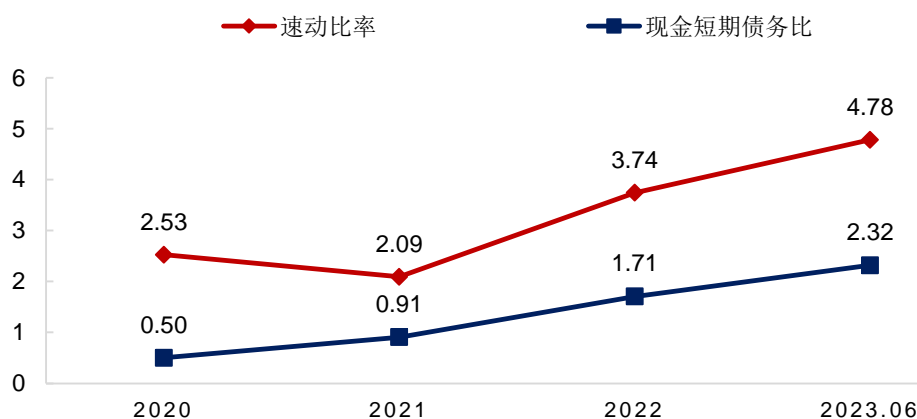
2021年大亚湾项目投建以来，公司投资活动净现金流持续净流出，考虑到后续大亚湾项目仍需投资3.70亿元，同公司体量相比规模不小，中证鹏元认为自由现金流/净债务能更好地体现杠杆比率波动性。在公司经营活动现金流持续改善、债务规模压降的综合影响下，2022年末公司净债务转负，各项偿债指标有所改善。

**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年6月	2022年	2021年	2020年
经营活动净现金流	0.57	1.27	1.10	-0.60
FFO(亿元)	--	0.65	0.77	0.88
资产负债率	23.11%	24.41%	41.43%	33.39%
净债务/EBITDA	--	-0.86	0.92	1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	14.89	13.23	30.39
总债务/总资本	19.40%	20.60%	36.88%	29.02%
FFO/净债务	--	-64.81%	48.95%	29.16%
经营活动现金流/净债务	-75.52%	-128.08%	69.93%	-19.98%
自由现金流/净债务	103.85%	-0.06%	-5.38%	-46.32%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2021年出于大亚湾项目建设需要，公司新增较大规模短期借款，速动比率小幅下滑。但2021年后，公司主动压降债务并改善经营活动现金流，速动比率及现金短期债务比整体呈上行趋势，公司短期偿债压力不大。截至2023年6月末，公司银行融资授信总额和未使用额度分别为24.38亿元和22.35亿元；此外，公司作为上市公司，融资渠道较多。但考虑到公司为民营企业，且属于地产关联行业，在房地产行业融资环境收紧背景下，公司获取流动性资源的能力较弱。

**图 13 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司对各基地管控力度较强，考核机制的设立有助于激发各基地提升效益、加快回款；但需要关注近年部分董监高成员变动对公司经营管理的影响

#### 环境因素

截至 2023 年 9 月 5 日，根据公司提供的说明，未发现公司因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放受到相关处罚。

#### 社会因素

截至 2023 年 9 月 5 日，根据公司提供的说明，未发现公司因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到相关处罚。

#### 公司治理

##### 1. 公司治理和管理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。目前公司有董事会成员 9 名，其中独立董事 3 名；监事会成员 3 名，管理体制完善。

自公司成立以来，实际控制人未发生变更，高层领导团队成员在行业内从业经历相对丰富。值得注意的是，2021 年至 2023 年 8 月公司非独立董事及高管因个人原因离职且不再在公司任职的人数累计为 4 人，需关注上述人员变动对公司经营管理的影响。

**表11 2020-2023年8月公司非独立董事及高管变更情况**

时间	姓名	担任的职务	类型	日期	原因
2020年	卢峰	董事	离任	2020年8月1日	个人原因
2021年	董杰	财务总监	离任	2021年2月2日	个人原因
	高育慧	董事	被选举	2021年5月28日	被选举
2022年	张小富 (ZHANGXIAOFU)	副总裁	解聘	2022年1月21日	个人原因
	朱吉汉	副总裁、财务总监	任免	2022年4月25日	因工作调整,不再担任财务总监职务
	唐苑昆	财务总监	聘任	2022年4月28日	被选举
	朱吉汉	副总裁、华东大区总经理	解聘	2022年7月11日	个人原因
	孙铁刚	副总裁	被选举	2022年7月11日	被选举
2023年	高育慧	董事	离任	2023年6月7日	换届选举
	孙振平	董事	被选举	2023年6月7日	-
	程占省	副总裁、董事会秘书	解聘	2023年6月7日	-
	唐苑昆	财务总监、董事会秘书	聘任	2023年6月7日	-
	李树志	副总裁	聘任	2023年6月7日	-

资料来源：公司公告、公司2022年年度报告，中证鹏元整理

根据行业特点和经营管理需要，公司设立了复配生产部、供应物流中心、财务中心、研发中心、行政人事综合中心安环及改扩建中心和销管及法务中心等相关部门，一定程度保障了公司产品研发、制造、销售以及资金筹集与运用等各方面工作能够有序合规开展。

## 2. 子公司管理

公司财务、采购职能均集中在公司本部，下属各子公司主要负责销售、回款等业务，所有销售合同均需公司本部审批，整体来看，公司对子公司管控力度较强。

此外，2021年底以来，公司对各基地实行区域净利润考核，对各基地成本、费用管控情况，资金回收情况均提出较高要求，有助于各基地提升经营效益。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年7月27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。

# 八、本期债券偿还保障分析

## （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期募投项目收益为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的本期债券募集资金使用可行性

分析报告，本期债券募投项目的实施将满足公司现有主要产品产能增长对于原材料的需求，有效降低公司生产成本，延伸及优化现有产业链，进入精细化工行业，提高竞争力。该项目经营竞争优势中海壳牌深度合作采购原材料高度关联，需关注后续与中海壳牌合作协议签订情况，以及项目建设进度、后续市场开拓及需求增长不达预期的风险。

公司经营收益为本期债券偿债资金重要保障。依托技术优势，公司在广东、广西区域具有竞争优势，2020-2022年及2023年半年度公司分别实现营业收入为13.37亿元、15.52亿元、9.38亿元和3.86亿元，2021-2022年及2023年1-6月经营活动现金净流入分别为1.10亿元、1.27亿元和0.57亿元。考虑到近年业内龙头企业产能扩张幅度较大，未来下游需求增速或将放缓影响，预计未来市场竞争压力或加剧，同时，受下游施工行业特性影响，公司销售回款周期较长，应收款项对公司营运资金占用较为明显，使得公司面临一定的短期债务压力。

本期债券为可转换债券，本期债券若能顺利全部或部分转股期转股后无需还本付息，在可视为偿债资金来源之一，一定程度上缓解公司的流动性压力，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人不进行转股的可能。

## （二）本期债券保障措施分析

本期债券由公司实际控制人刘连军及其配偶赵利华（系公司董事）提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为经中国证券监督管理委员会核准本次发行可转债的本金及利息、违约金、损害赔偿金及债权人实现债权而产生的合理费用，担保期限为本期债券存续期及债券到期之日起两年内或主债权（即本期债券的本金及利息）消灭之日（以先到者为准）。债券持有人依法将债券转让或出质给第三人的，担保人在担保函约定的担保范围内继续承担担保责任。

## 九、结论

公司为两广地区混凝土外加剂龙头企业，区域竞争力较强。2022年以来受地产行情拖累，混凝土外加剂全行业营收水平均大幅下滑，而公司因客户结构及区域市场布局情况影响，所受冲击在可比企业中相对较大。考虑到中短期内地产行情难见明显好转，公司营收增长或将继续承压，故当前公司将资金安全摆在首位，通过减少商票收取、加快款项回收等举措，公司经营性现金流有所改善；同时2022年以来公司持续压降债务规模，当前杠杆状况处于较低水平。但需要关注的是公司应收款项占比仍较大，在地产风险出清前，公司仍面临应收款项减值风险，综上所述，公司抗风险能力偏弱。

综上，中证鹏元评定红墙股份主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。



## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

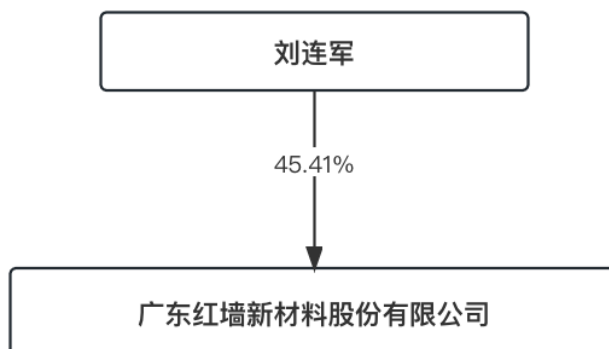
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年6月	2022年	2021年	2020年
货币资金	2.95	3.05	4.69	1.35
应收账款	7.15	7.96	11.25	8.65
应收款项融资	2.40	2.63	2.93	5.76
流动资产合计	14.30	15.52	20.99	17.27
在建工程	2.33	1.19	0.23	0.01
非流动资产合计	5.98	4.54	3.40	2.38
资产总计	20.28	20.06	24.38	19.64
短期借款	0.00	0.20	2.65	0.60
应付票据	1.72	2.68	5.14	4.75
一年内到期的非流动负债	0.26	0.16	0.12	0.00
流动负债合计	2.87	3.97	9.66	6.56
长期借款	1.73	0.86	0.41	0.00
非流动负债合计	1.82	0.92	0.44	0.00
负债合计	4.69	4.90	10.10	6.56
总债务	3.75	3.94	8.34	5.35
所有者权益	15.60	15.16	14.28	13.09
营业收入	3.86	9.38	15.52	13.37
营业利润	0.59	0.91	1.01	1.37
净利润	0.51	0.90	1.13	1.42
经营活动产生的现金流量净额	0.57	1.27	1.10	-0.60
投资活动产生的现金流量净额	-1.33	-0.98	-0.62	0.05
筹资活动产生的现金流量净额	0.67	-1.94	3.16	-1.28
财务指标	2023年6月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.66	1.15	1.70	1.67
FFO(亿元)	--	0.65	0.77	0.88
净债务(亿元)	-0.75	-1.00	1.57	3.00
销售毛利率	31.80%	27.87%	25.34%	27.79%
EBITDA 利润率	--	12.30%	10.98%	12.46%
总资产回报率	--	5.01%	6.47%	9.31%
资产负债率	23.11%	24.41%	41.43%	33.39%
净债务/EBITDA	--	-0.86	0.92	1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	14.89	13.23	30.39
总债务/总资本	19.40%	20.60%	36.88%	29.02%
FFO/净债务	--	-64.81%	48.95%	29.16%
速动比率	4.78	3.74	2.09	2.53
现金短期债务比	2.32	1.71	0.91	0.50

注：2021 年公司将销售运费从“销售费用”调整至“主营业务成本”核算，本表 2020 年毛利率根据 2021 年重述后数据测算。

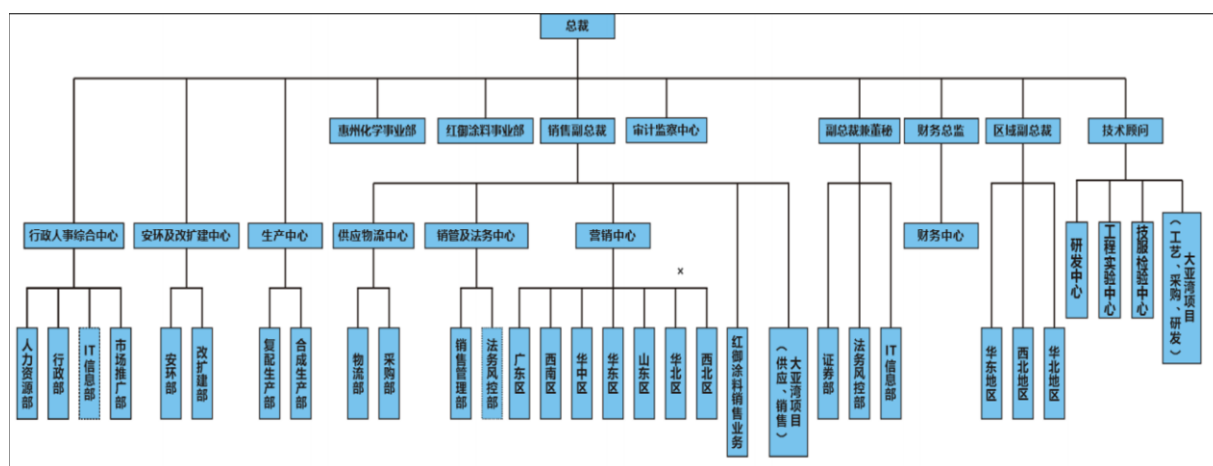
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月）



资料来源：公开查询、中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年6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	注册资本	持股比例	主营业务
深圳市红墙投资有限公司	10,000.00	100%	外加剂材料销售（内部销售）
惠州市红墙化学有限公司	18,000.00	100%	暂无经营业务
贵州红墙新材料有限公司	6,000.00	100%	外加剂销售
安徽红墙新材料有限公司	6,000.00	100%	外加剂销售
广西红墙新材料有限公司	5,000.00	100%	外加剂的生产、销售；原材料（内部销售）；汽车租赁
浙江红墙材料科技有限公司	5,000.00	100%	生产、销售外加剂
湖南红墙新材料有限公司	5,000.00	100%	生产、销售外加剂
河北红墙新材料有限公司	4,000.00	100%	生产、销售外加剂
广东红墙新材料销售有限公司	3,000.00	100%	外加剂销售、水泥销售
四川红墙新材料有限公司	3,000.00	100%	外加剂销售
陕西红墙新材料有限公司	6,000.00	100%	外加剂生产、销售
中山市红墙新材料有限公司	500.00	100%	生产、销售外加剂
山东新红墙材料有限公司	1,000.00	100%	生产、销售外加剂
惠州市红墙运输有限公司	200.00	100%	货物运输
泉州森瑞新材料有限公司	100.00	100%	外加剂的生产、销售
莆田市红墙运输有限公司	100.00	100%	外加剂销售
惠州市红御涂料有限公司	1,500.00	100%	暂无经营业务
香港御河商贸有限公司	10,000.00 港元	100%	投资、销售
广东红御建筑装饰工程有限公司	1,000.00	100%	建筑、装修

资料来源：公司 2023 年半年度财务报告，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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。