



2023年广东红墙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

2023年广东红墙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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
红墙转债	A+	A+

评级观点

本次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）为集研发、生产、销售和技术服务为一体的混凝土外加剂专业制造商，凭借技术及经验积累，在广东、广西等地培育了较强的区域竞争力，同时公司向上游精密化工领域拓展，布局相关多元化精细化工产品。但中证鹏元也关注到，2023年以来受房地产行业处于调整期影响，综合公司客户结构及区域布局情况，公司营收大幅下滑且下滑幅度高于行业平均；同时，公司应收账款占比较高，款项回收风险值得关注。此外，受需求不足等因素影响，募投项目在产能消化方面面临挑战。

评级日期

2024年6月26日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	24.57	24.41	20.06	24.38
归母所有者权益	16.65	16.52	15.16	14.28
总债务	--	7.27	3.94	8.34
营业收入	1.25	7.61	9.38	15.52
净利润	0.13	0.86	0.90	1.13
经营活动现金流净额	0.25	1.58	1.27	1.10
净债务/EBITDA	--	0.28	-0.86	0.92
EBITDA利息保障倍数	--	10.84	14.89	13.23
总债务/总资本	--	31.33%	20.60%	36.88%
FFO/净债务	--	176.57%	-64.81%	48.95%
EBITDA利润率	--	16.30%	12.30%	10.98%
总资产回报率	--	4.50%	5.01%	6.47%
速动比率	7.08	6.29	3.74	2.09
现金短期债务比	--	5.27	1.71	0.91
销售毛利率	32.74%	32.89%	27.87%	25.34%
资产负债率	32.24%	32.31%	24.41%	41.43%

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

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：张睿婕
zhangrj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **两广地区混凝土外加剂龙头企业，具备一定技术及服务经验。**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

- **房地产行业处于调整期拖累公司营收规模，且下滑幅度高于行业平均。**受房地产处于调整期影响，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高，2023 年以来公司营收大幅下滑且下滑幅度高于行业平均。
- **公司应收款项占比较高、销售回款周期较长，目前房地产行业仍处于调整期，公司面临回款风险及较大的资金占用压力。**公司下游客户以混凝土搅拌站为主，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；目前房地产行业仍处于调整期，需关注应收款项减值风险。2023 年，公司在诉案件涉及金额合计 1.11 亿元，截至 2024 年 4 月 23 日已收回 0.25 亿元，尚有一定规模款项存在较大的回收风险。
- **红墙转债募投项目存在较大的产能消化风险。**公司计划通过红墙转债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，公司毛利率处于较高水平，应收账款占比有所降低。整体来看，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
总资产	79.60	64.72	24.41
外加剂营业收入	26.62	22.41	7.57
外加剂营收增速	-8.85%	-11.04%	-16.63%
净利润	2.33	1.53	0.86
外加剂销售毛利率	30.88%	24.20%	32.74%
资产负债率	40.80%	42.40%	32.31%
应收款项占总资产比重	36.86%	54.80%	37.33%

注：（1）以上各指标均为 2023 年数据；（2）应收款项=应收票据+应收账款+应收账款融资。

资料来源：各公司 2023 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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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。

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
红墙转债	3.16	3.15988	2023-9-13	2029-10-17

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2023年10月向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）3.16亿元。募集资金扣除发行费用后计划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。截至2024年5月31日，公司募集资金已全部使用完毕。2024年6月7日公司调整了转股价，调整后转股价为10.74元/股。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本均未发生变化，2023年公司股权激励行权，截至2023年末，公司股本小幅增长至2.10亿，控股股东及实际控制人仍为自然人刘连军，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年末，公司纳入合并报表范围的子、孙公司共18家。

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、部分行业信心偏弱，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。

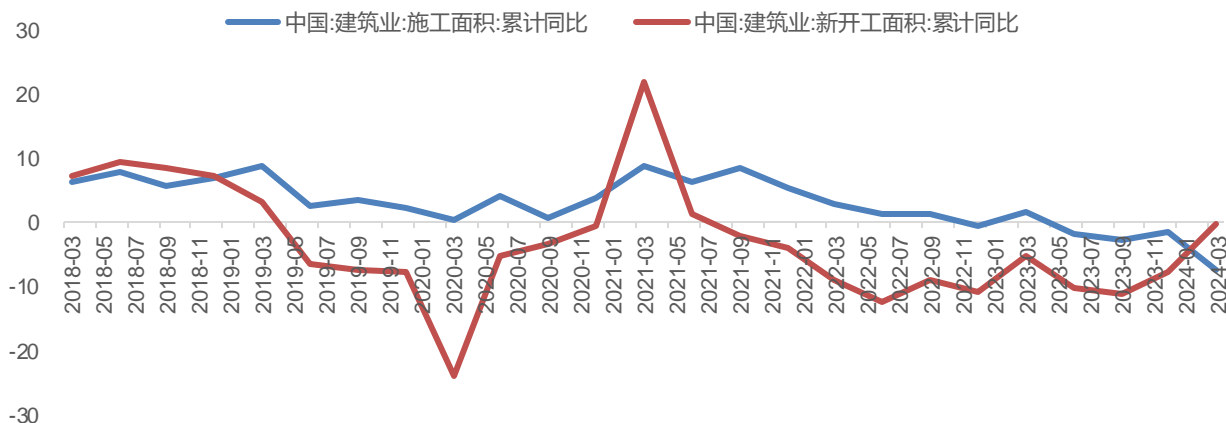
行业环境

受地产走弱影响，2023年起我国建筑业施工及新开工面积增速持续放缓，主要省份固定资产投资增速放缓，混凝土外加剂整体需求趋弱

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，2023年起进入负增长区间，2024年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，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，2023年下半年起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，但广西壮族自治区固定资产投资仍呈大幅下滑态势。

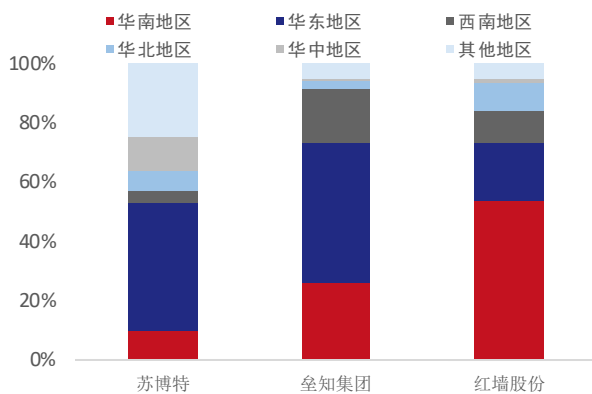
图 1 建筑业施工及新开工面积增速持续放缓（单位：%）



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，红墙股份以华南市场为主，华东、华北等市场有所补充。

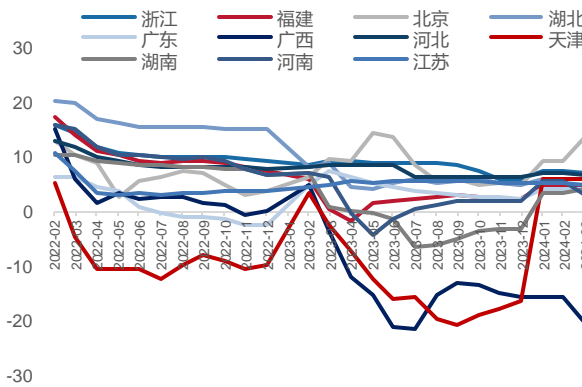
图 2 主要混凝土外加剂厂商营收区域分布情况



注：（1）上图为 2023 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 2023 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：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

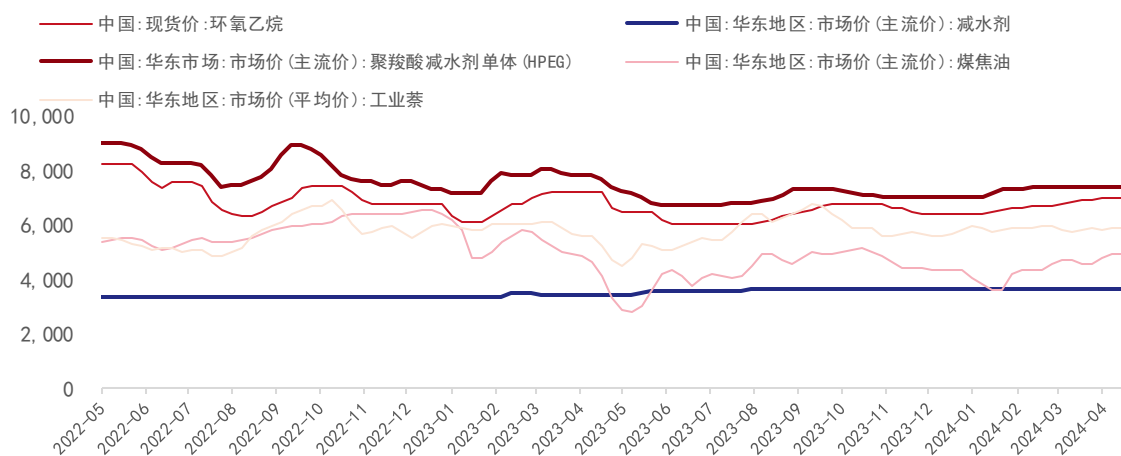
2024 年政府在专项债端持续发力，基建项目逐步成为固定资产投资增长的主驱动力，混凝土外加剂需求或将向央国企施工企业集中。需求重心的迁移一方面对混凝土外加剂企业树立起了一定的资质壁垒，国家重点基建工程以及铁路、核电等特殊工程多要求混凝土外加剂企业具备一定资质认证；另一方面，需求重心迁移将通过各混凝土外加剂厂商的客户结构直接影响其盈利能力，苏博特、垒知集团等具备央国企背景或拥有较多央国企客户的厂商营收将率先从行业下行周期中恢复。基建项目业主方多为各地政府或城投企业，考虑到目前地方财政实力较紧张，基建项目回款速度仍值得关注。

2023年起原材料价格有所波动，目前价格基本稳定，成本压力有所缓解

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年起，工业萘价格随煤焦油价格一路下行，之后震荡回升；聚醚/聚酯单体价格历经宽幅震荡后，目前价格基本稳定，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（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2023年以来房地产仍处于调整期，使得公司营收大幅下滑；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；但公司下游占款规模较大，且部分客户资质偏弱，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，终端中房地产占较大比重。2023年房地产仍处于调整期，混凝土外加剂需求量仍然疲软，使得公司营收大幅下滑。具体来看，2023年公司聚羧酸系外加剂营收有所下滑，但占比有所提升，为公司主要利润来源。毛利率方面，受原料成本下降影响，2023年

公司外加剂业务提升毛利率4.25个百分点，拉动公司整体毛利率上升。

表1 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
聚羧酸系外加剂	7.12	93.54	33.90	8.20	87.42	30.26
萘系外加剂	0.38	4.97	12.31	0.83	8.85	10.68
其他外加剂	0.07	0.98	25.67	0.05	0.49	34.43
涂料	0.02	0.25	25.75	0.00	0.05	44.95
其他	0.02	0.26	96.89	0.30	3.19	9.01
合计	7.61	100.00	32.89	9.38	100.00	27.87

注：公司2023年营收将水泥业务调整至其他业务，这里2022年营收按调整后口径列示。

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年，公司在广东、广西两地仍具有较强竞争力，华南区域毛利较高，受竞争激烈以及部分区域委托加工模式影响，其他区域毛利率相对较低

公司深耕广东市场多年，为两广（广东、广西）地区混凝土外加剂龙头企业，在该区域公司长期位居行业前列，西南、西北、华北、华东、华中等区域形成有效补充。公司在广东惠州、河北沧州、广西钦州设置了自产母液基地，其他地区主要采用委托第三方生产的方式运营，委托加工运营模式¹在一定程度上降低了公司区域扩张成本及风险。

表2 截至2023年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
	河北沧州	聚羧酸系外加剂母液：8.00
	重庆	--
委托加工基地	湖北孝感	--
	陕西	--
	江苏扬州	--
	浙江临安	--
	山东新泰	--

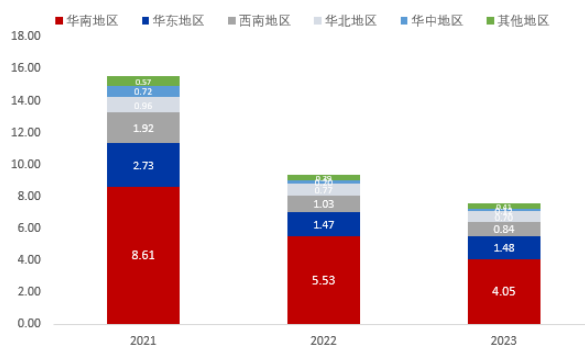
注：（1）产能采用批复产能数据；（2）混凝土外加剂生产分为合成和复配两个阶段：合成阶段所产生的聚羧酸系外加剂母液及萘系外加剂母液通常只作为中间产品供复配使用；复配阶段根据客户要求定制生产复合外加剂最终产品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

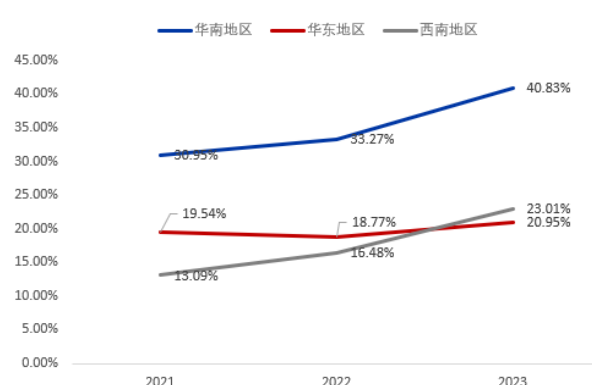
2023年公司在广东、广西两地仍具有较强竞争力，毛利率高于其他区域，且2023年上游原材料成本

¹ 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。

下降使得毛利率进一步提升。华东等区域竞争较激烈，且市场培育期的让利策略使得华东区域毛利率较其他区域偏低。西南区域及其他区域采用委托加工方式生产，使得相应区域毛利率偏低。

图 5 公司营收区域分布情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2021-2023 年年报，中证鹏元整理

图 6 公司各区域毛利率情况


资料来源：公司 2021-2023 年年报，中证鹏元整理

受房地产行业投资下滑影响，混凝土外添加剂整体需求收缩，产能利用率也降至较低水平；公司部分客户为资质偏弱的区域民营企业，尚有一定规模款项存在较大的回收风险

受房地产行业投资下滑影响，混凝土外添加剂整体需求收缩，公司自产母液产能利用率也下滑至较低水平。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。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。2023年以来，广西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，华南区域营收有较大幅度下降。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，受地产调整影响，公司业绩承压。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，随着房企风险暴露，风险向上游传导。2023年，公司在诉案件涉及金额合计1.11亿元，截至2024年4月23日已收回0.25亿元，尚有一定规模款项存在较大的回收风险。

表3 公司产品的产销情况（单位：万吨）

产品	项目	2023年	2022年
聚羧酸外加剂	产能利用率	33.83%	37.03%
	产量	59.99	61.26
	销量	60.30	60.88
	产销率	100.52%	99.38%
萘系外加剂	产能利用率	14.53%	29.60%
	产量	2.70	4.85
	销量	2.60	5.11
	产销率	96.30%	105.36%

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

地产风险暴露以来，公司加大资金安全管控力度，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，同时公司主动压降期间费用，净利率处于行业较高水平。

图 7 混凝土外加剂厂商营收增速情况（单位：%）

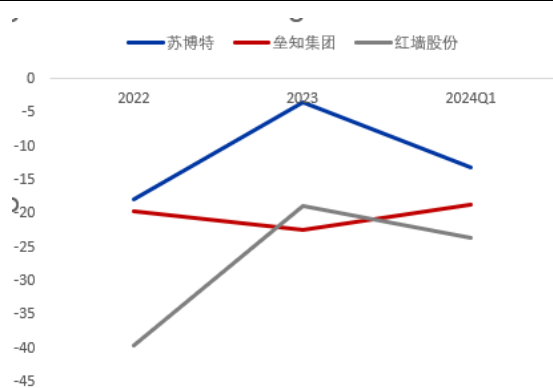
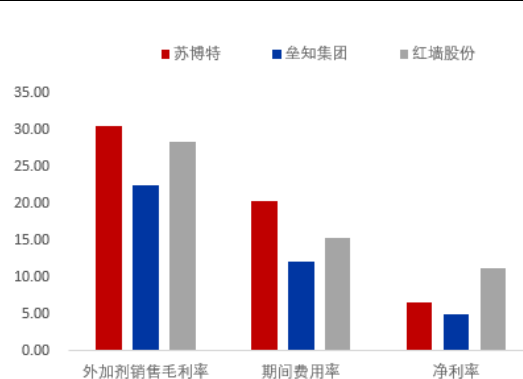


图 8 混凝土外加剂厂商 2023 年盈利情况（单位：%）



注：2022-2023 年营收增速为混凝土外加剂营收增速情况，2024 年一季度为公司营收增速情况。

资料来源：各公司 2022-2023 年年度报告及 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

注：各公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

2023 年公司采购规模下降，上游主要原材料供应商仍强势，公司营运资金压力仍较大；2024 年本期债券募投项目投产后将协助公司延伸产业链，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。受终端需求低迷，2023 年公司产能利用率降低，同期公司采购规模下滑。分品种来看，聚醚单体系采购占比最大的原材料，2023 年主要采购自聚醚单体厂商卫星化学（股票代码：002648.SZ）及奥克股份（股票代码：300082.SZ）。2023 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，公司供应商集中度较高，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。

表 4 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	2022 年
聚醚单体	采购金额	27,794.26	32,810.01
	占主营业务成本的比例	54.44%	50.51%
丙烯酸	采购金额	1,849.09	3,389.95
	占主营业务成本的比例	3.62%	5.22%
工业萘	采购金额	1,224.72	2,366.81
	占主营业务成本的比例	2.40%	3.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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、聚醚多元醇新产品，进一步扩充营收来源，募投项目预计2024年10月底投产，投产后将协助投产后将协助公司向上游产业链延伸。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，同时，国内聚醚单体市场新增产能较多，行业竞争愈发激烈，聚醚单体外销部分产能消化压力较大，公司存在一定的产能消化风险。

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，公司投资回收压力较大。

表5 本期债券募投项目子项目情况

产业链环节	产品	年产能规模
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 2023 年年度报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年，公司注销子公司1家，为安徽红墙新材料有限公司，主要由于下游建筑市场需求下降等原因，公司终止上述投资项目。截至2023年末，公司合并报表子公司共18家。整体来看，上述子公司变动对公司财务报表可比性影响不大。

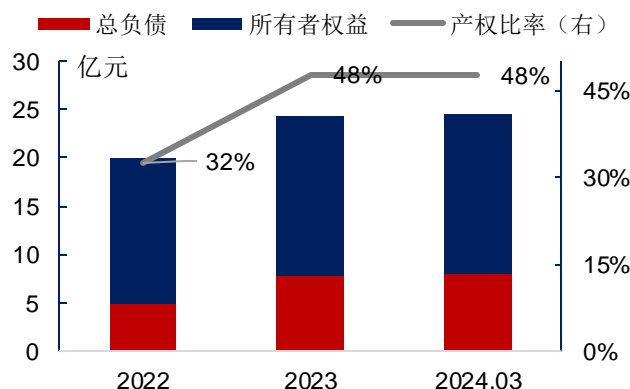
资本实力与资产质量

公司资产中应收款项及在建工程占比较高，2023年应收账款占比有所降低，但在地产行业风险出

清前，仍面临一定的减值风险

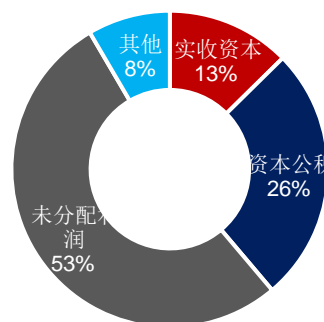
2023年公司利润累积以及可转债债转股，带动公司所有者权益持续增长；同时2023年公司发行可转债并增加长期借款，债务规模增幅较大。综合影响下，公司产权比率上升，所有者权益对债务的覆盖程度有所下降，但整体覆盖程度仍较高。

图 9 公司资本结构



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

图 10 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

建筑行业对产业链上游企业的资金挤占情况较为普遍，公司资产中应收账款、应收票据规模较大。受营收下滑影响，2023年末应收款项（包括应收账款、应收款项融资和应收票据）合计占总资产比重从2022年末的55.42%下降至37.33%，2023年公司冲回信用减值损失213.86万元，但在地产行业风险出清前，仍面临一定的减值风险。截至2023年末，公司应收票据、应收账款坏账准备余额分别为57.61万元和0.52亿元。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46.81%、按组合计提比例为4.90%。公司应收票据、账龄在一年以内的应收账款3.00%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。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。在建工程方面，2023年公司在建工程增速较快，主要系大亚湾项目投入金额增加所致。

2023年以来，基于下游需求收缩以及行业风险，2023年末应收款项规模较2022年末有所减少，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，由于房地产仍处于调整期仍需关注公司相关款项回收风险。

表 6 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	1.03	4.19%	5.96	24.42%	3.05	15.22%
交易性金融资产	4.96	20.18%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	6.35	25.86%	6.76	27.69%	7.96	39.70%
应收款项融资	2.00	8.13%	2.11	8.63%	2.63	13.12%

存货	0.64	2.61%	0.55	2.24%	0.65	3.24%
其他流动资产	0.46	1.89%	0.45	1.83%	0.24	1.17%
流动资产合计	16.00	65.11%	16.43	67.31%	15.52	77.37%
固定资产	1.41	5.75%	1.39	5.71%	1.58	7.86%
在建工程	5.51	22.42%	4.80	19.65%	1.19	5.96%
无形资产	0.81	3.28%	0.81	3.32%	0.83	4.13%
非流动资产合计	8.57	34.89%	7.98	32.69%	4.54	22.63%
资产总计	24.57	100.00%	24.41	100.00%	20.06	100.00%

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

2023年末公司货币资金有所增长，主要由于融资增加所致；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、房屋建筑物、工程和设备购置款。2023年末，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。2024年3月，公司将部分货币资金进行理财投资，减少货币资金并增加交易性金融资产。

表7 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

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	60,475.39	47,587.19	本期债券募集资金、自有资金
河北技改项目	2,699.31	2,298.88	自有资金
广东技改项目	1,669.16	1,074.47	自有资金
广东涂料项目	7,837.63	4,560.97	自有资金
合计	72,681.49	55,521.51	

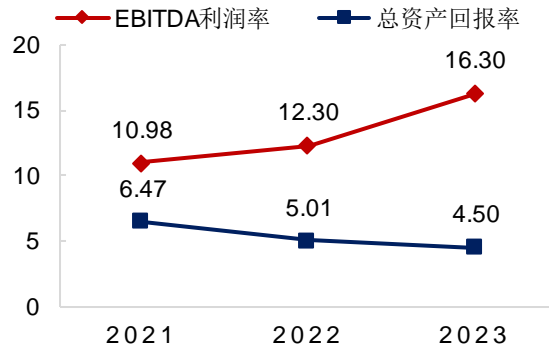
资料来源：公司提供、公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年以来房地产行业仍处于调整期，使得公司营收大幅下滑，预计未来下游需求依然疲弱，公司盈利能力或继续承压

公司绝大部分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。2023年，原材料降价叠加产品结构调整，公司毛利率小幅回升，此外公司降低期间费用，EBITDA利润率提升。受总资产增长影响，公司总资产回报率下降。未来，预期国内房地产行业依然处于调整期，下游需求依然疲弱，公司盈利能力或继续承压。

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

因发行可转债及增加借款，公司总债务规模大幅增长，经营性负债减少

2023年因下游需求疲弱，公司减少原材料采购，对供应商应付票据及应付账款均减少，使得经营性负债减少。2023年因本期债券成功发行及公司增加借款，总债务规模大幅增长。

表8 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	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.20	4.10%
应付票据	1.13	14.24%	1.25	15.82%	2.68	54.68%
应付账款	0.52	6.51%	0.68	8.62%	0.33	6.68%
一年内到期的非流动负债	0.11	1.36%	0.10	1.26%	0.16	3.19%
流动负债合计	2.17	27.40%	2.53	32.03%	3.97	81.13%
长期借款	3.12	39.38%	2.76	34.98%	0.86	17.49%
应付债券	2.57	32.49%	2.54	32.20%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5.75	72.60%	5.36	67.97%	0.92	18.87%
负债合计	7.92	100.00%	7.89	100.00%	4.90	100.00%
总债务合计	--	--	7.27	92.13%	3.94	80.36%
其中：短期债务	--	--	1.35	17.09%	3.03	61.97%
长期债务	--	--	5.92	75.05%	0.90	18.39%

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

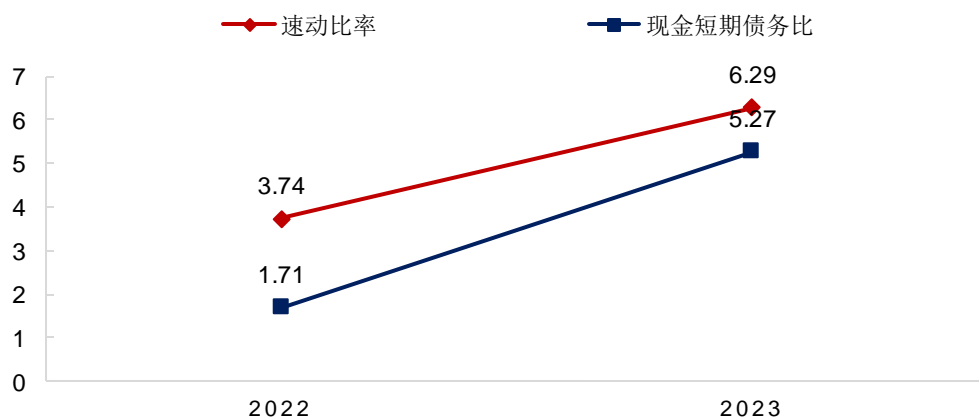
随着公司业务规模下降及回款增长，公司2023年经营活动现金流为净流入并有所增长。此外，大亚湾项目投建以来，公司项目投入金额较大，投资活动净现金流持续净流出。FFO仍保持净流入，主营业务生成能力尚可。2023年，公司净利润小幅下滑，同期EBITDA利息保障倍数有所下降。同时，随着公司发行债券加大对外融资力度，债务规模大幅上升，总债务/总资本指标表现下滑。考虑到公司资本开支规模较大，故自由现金流/净债务能更好体现杠杆比率波动性。

表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.25	1.58	1.27
FFO（亿元）	--	0.62	0.65
资产负债率	32.24%	32.31%	24.41%
净债务/EBITDA	--	0.28	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	10.84	14.89
总债务/总资本	--	31.33%	20.60%
FFO/净债务	--	176.57%	-64.81%
经营活动现金流净额/净债务	--	454.46%	-128.08%
自由现金流/净债务	--	-515.76%	-0.06%

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

流动性方面，2023年公司经营活动现金流有所改善，速动比率及现金短期债务比整体呈上行趋势，短期偿债压力不大。截至2023年末，公司银行融资授信总额和未使用额度分别为25.98亿元和21.90亿元。且公司作为上市公司，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，公司获取流动性资源的能力仍偏弱。

图 12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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

环境方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，2023年5月，公司建设的“惠州市红墙化学有限公司 10/0.4KV 电器系统洪配电工程”施工期间发生燃气泄混事故，应未按规定共同制定燃气设施保护方案，违反了《广东省燃气管理条例》第三十四条的规定，受到惠州市城乡管理和综合执法局处罚 7.5 万元。

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。2023年公司董事及高管变动情况如下表，需关注上述人员变动对公司经营管理的影响。

表10 2023 年公司董事及高管变更情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
高育慧	董事	任期满离任	2023年6月7日	换届选举
师海霞	独立董事	任期满离任	2023年6月7日	换届选举
刘国栋	监事会主席	任期满离任	2023年6月7日	换届选举
李树志	监事	任期满离任	2023年6月7日	换届选举
程占省	副总裁、董事会秘书	任期满离任	2023年6月7日	换届选举
孙振平	董事	被选举	2023年6月7日	换届选举
陈环	独立董事	被选举	2023年6月7日	换届选举
唐世民	监事会主席	被选举	2023年6月7日	换届选举
陈翠智	监事	被选举	2023年6月7日	换届选举
唐苑昆	副总裁、董事会秘书	聘任	2023年6月7日	第五届董事会第一次会议聘任
李树志	副总裁	聘任	2023年6月7日	第五届董事会第一次会议聘任

资料来源：公司公告、公司2023年年度报告，中证鹏元整理

根据行业特点和经营管理需要，公司设立了生产中心、物流中心、财务中心、研发中心、行政人事信息中心、安环中心、基建中心和销售中心等相关部门，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。

（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，公司本部（报告查询日2024年5月6日）、实控人刘连军（报告查询日2024年5月9日）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、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。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，而公司因区域市场布局情况影响，所受冲击在可比企业中相对较大，未来公司营收增长或将继续承压。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。此外，受需求不足等因素影响，募投项目在产能消化方面面临挑战。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，红墙转债信用等级为A+。

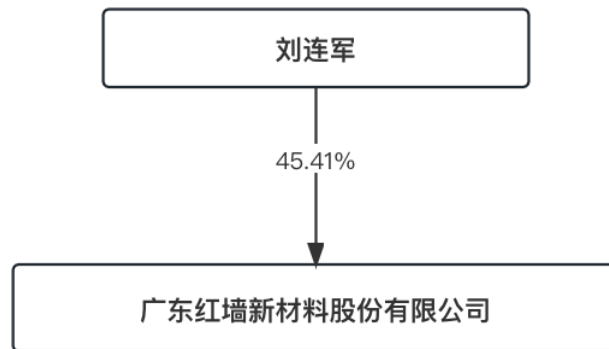
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.03	5.96	3.05	4.69
交易性金融资产	4.96	0.00	0.00	0.00
应收账款	6.35	6.76	7.96	11.25
应收款项融资	2.00	2.11	2.63	2.93
存货	0.64	0.55	0.65	0.77
其他流动资产	0.46	0.45	0.24	0.16
流动资产合计	16.00	16.43	15.52	20.99
固定资产	1.41	1.39	1.58	1.85
在建工程	5.51	4.80	1.19	0.23
无形资产	0.81	0.81	0.83	0.81
非流动资产合计	8.57	7.98	4.54	3.40
资产总计	24.57	24.41	20.06	24.38
短期借款	0.00	0.00	0.20	2.65
应付票据	1.13	1.25	2.68	5.14
应付账款	0.52	0.68	0.33	1.11
其他应付款	0.19	0.20	0.14	0.15
一年内到期的非流动负债	0.11	0.10	0.16	0.12
流动负债合计	2.17	2.53	3.97	9.66
长期借款	3.12	2.76	0.86	0.41
应付债券	2.57	2.54	0.00	0.00
非流动负债合计	5.75	5.36	0.92	0.44
负债合计	7.92	7.89	4.90	10.10
总债务	--	7.27	3.94	8.34
其中：短期债务	--	1.35	3.03	7.91
长期债务	--	5.92	0.90	0.43
所有者权益	16.65	16.52	15.16	14.28
营业收入	1.25	7.61	9.38	15.52
营业利润	0.15	0.97	0.91	1.01
净利润	0.13	0.86	0.90	1.13
经营活动产生的现金流量净额	0.25	1.58	1.27	1.10
投资活动产生的现金流量净额	-5.55	-3.33	-0.98	-0.62
筹资活动产生的现金流量净额	0.36	4.66	-1.94	3.16
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	1.24	1.15	1.70
FFO（亿元）	--	0.62	0.65	0.77
净债务（亿元）	--	0.35	-1.00	1.57

销售毛利率	32.74%	32.89%	27.87%	25.34%
EBITDA 利润率	--	16.30%	12.30%	10.98%
总资产回报率	--	4.50%	5.01%	6.47%
资产负债率	32.24%	32.31%	24.41%	41.43%
净债务/EBITDA	--	0.28	-0.86	0.92
EBITDA 利息保障倍数	--	10.84	14.89	13.23
总债务/总资本	--	31.33%	20.60%	36.88%
FFO/净债务	--	176.57%	-64.81%	48.95%
经营活动现金流净额/净债务	--	454.46%	-128.08%	69.93%
自由现金流/净债务	--	-515.76%	-0.06%	-5.38%
速动比率	7.08	6.29	3.74	2.09
现金短期债务比	--	5.27	1.71	0.91

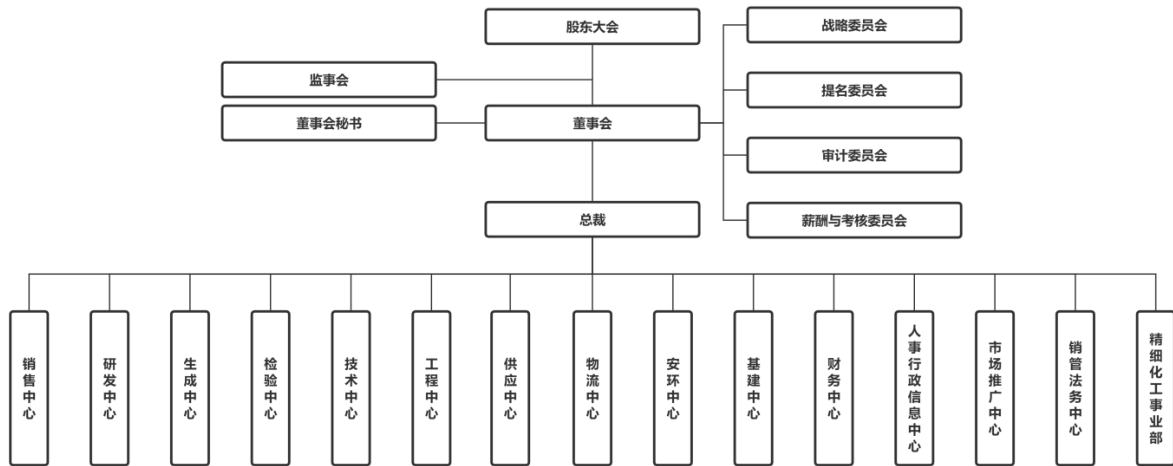
资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



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 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：元）

子公司名称	注册资本	主要经营地	注册地	业务性质
泉州森瑞新材料有限公司	1,000,000.00	福建	泉州	生产、销售
广西红墙新材料有限公司	50,000,000.00	广西	钦州	生产、销售
河北红墙新材料有限公司	40,000,000.00	河北	沧州	生产、销售
惠州市红墙运输有限公司	2,000,000.00	广东	博罗	货物运输
中山市红墙新材料有限公司	5,000,000.00	广东	中山	生产、销售
莆田市红墙运输有限公司	1,000,000.00	福建	莆田	货物运输
广东红墙新材料销售有限公司	30,000,000.00	广东	惠州	销售
深圳市红墙投资有限公司	100,000,000.00	广东	深圳	投资
四川红墙新材料有限公司	30,000,000.00	四川	眉山	销售
陕西红墙新材料有限公司	60,000,000.00	陕西	三原	销售
贵州红墙新材料有限公司	60,000,000.00	贵州	贵阳	销售
浙江红墙材料科技有限公司	50,000,000.00	浙江	嘉兴	生产、销售
湖南红墙新材料有限公司	50,000,000.00	湖南	长沙	生产、销售
山东新红墙材料有限公司	10,000,000.00	山东	新泰	生产、销售
惠州市红御涂料有限公司	15,000,000.00	广东	博罗	投资、销售
香港御河商贸有限公司	8,957.80	香港	香港	投资、销售
惠州市红墙化学有限公司	210,000,000.00	广东	惠州	生产、销售
广东红御建筑装饰工程有限公司	10,000,000.00	广东	博罗	建筑、装修

资料来源：公司 2023 年审计报告，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
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。