

# 科顺防水科技股份有限公司

## 可转换公司债券

### 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2025〕5318号

联合资信评估股份有限公司通过对科顺防水科技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，确定维持科顺防水科技股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“科顺转债”信用等级为AA，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：

二〇二五年六月二十四日

# 声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受科顺防水科技股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

三、本报告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。

四、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。

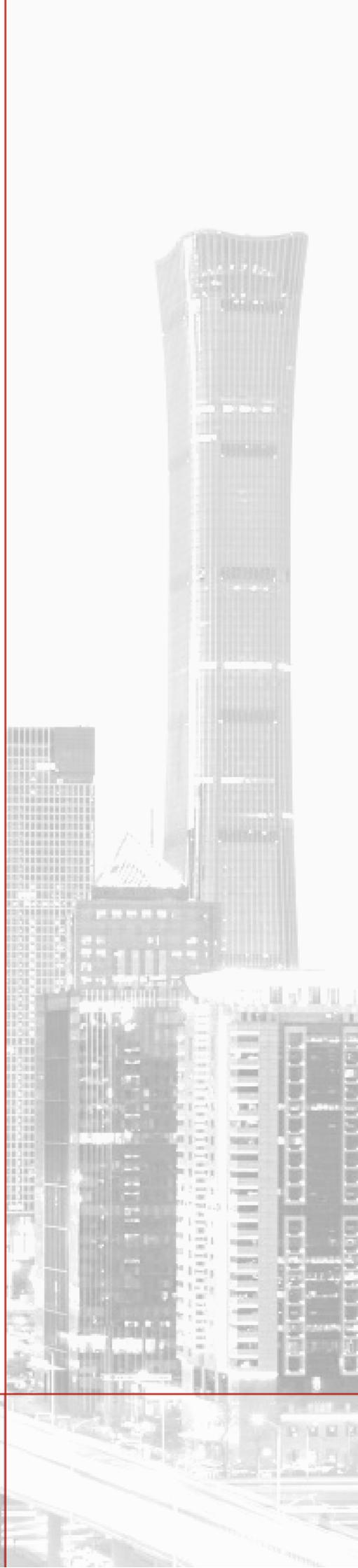
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



# 科顺防水科技股份有限公司

## 可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
科顺防水科技股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/24
科顺转债	AA/稳定	AA/稳定	

### 评级观点

跟踪期内，防水材料行业下游需求缩减，行业竞争激烈，较多小型企业逐步退出市场，行业集中度上升。科顺防水科技股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内领先的防水材料生产销售上市公司，在生产规模和技术水平等方面仍具备综合优势。2024 年，公司继续拓展民建市场经销渠道业务，防水涂料产销规模增长较快，收入规模虽同比下降，但盈利提升并实现扭亏。财务方面，公司债务负担仍属较重且短期债务占比较高，针对风险房企客户计提应收账款坏账准备比率虽已达到较高水平，但仍存在一定的风险敞口。公司经营回款情况同比提升，短期偿债指标表现良好，长期偿债指标同比改善。2024 年公司解决丰泽智能装备股份有限公司（以下简称“丰泽股份”）经营分歧事件，丰泽股份逐步恢复正常经营。公司发行的“科顺转债”规模较大，目前转股比例较低，其转股情况将对公司后续债务负担和集中偿付压力有较大影响。

**个体调整：**募投项目投产后，公司产能规模有望大幅提升。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

短期内防水材料行业下游需求仍面临下行压力，公司产能扩建进度相应放缓。凭借规模和技术优势，公司有望继续保持行业领先地位，通过吸收小型企业退出后的市场份额实现民建市场业务的增长。同时，随着产品价格企稳、业务结构调整以及丰泽股份经营改善，预计公司盈利虽仍将承压但有望同比提升。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**公司市场占有率持续增长，营业总收入持续增长，龙头企业优势凸显。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**募投项目经营不及预期，公司持续发生较大规模亏损，杠杆水平持续增长，偿债能力显著下降。

### 优势

- **公司产品具有一定品牌和技术优势。**公司是防水材料行业的龙头企业之一，防水产品品牌认可度较高，并具备一定的技术优势。
- **公司防水材料产能具备规模优势。**截至 2024 年底，公司具备年产 3.17 亿平方米防水卷材和 50.00 万吨防水涂料的生产能力；2024 年，公司积极拓展民建市场经销业务，通过联营等方式实现防水涂料产销量较快增长。未来随着募投项目陆续投产，公司产能将进一步提升。
- **2024 年公司实现扭亏，经营回款情况同比提升。**2024 年公司利润总额回正，现金收入比和经营性现金净流入额均同比增长。

### 关注

- **防水材料行业下游需求缩减，行业整体面临盈利压力。**2024 年，受房地产行业周期性调整等因素影响，防水材料行业市场需求缩减、产品价格下降，行业整体面临盈利和回款压力，较多小型防水材料企业发生亏损并退出市场，短期内公司盈利能力仍将继续承压。
- **公司应收账款规模较大且仍存在一定的风险敞口。**2023 年公司对风险房企集中计提了较大规模坏账准备，2024 年部分坏账实现转回及核销，但随着对风险房企坏账计提比例的进一步提高，当年仍发生信用减值损失 2.68 亿元。截至 2024 年底，应收账款占公司资产总额的 29.00%，对资金占用较大；公司按单项计提坏账准备的应收账款余额 4.37 亿元，后续仍存在减值风险。
- **公司债务负担较重，债务结构有待改善。**截至 2024 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.55%和 54.86%，债务负担仍属较重，短期债务占比达 54.53%。其中，“科顺转债”余额较大且当前转股比例较低，债券将于 2029 年到期，若转股比例持续处于较低水平，届时公司将面临集中偿付压力。

## 本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法\_V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）\_V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
指示评级				aa <sup>-</sup>
个体调整因素：项目投产				+1
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：较上次无变化。

外部支持变动说明：较上次无变化。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

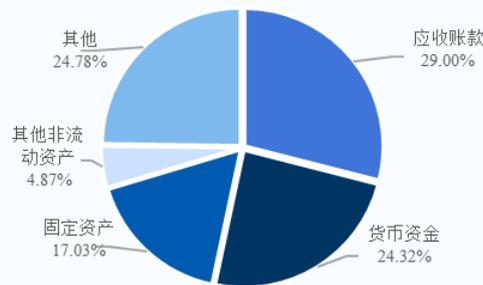
项目	合并口径		
	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	38.20	37.00	36.41
资产总额（亿元）	137.81	140.44	141.31
所有者权益（亿元）	51.15	49.78	50.30
短期债务（亿元）	32.56	33.00	39.96
长期债务（亿元）	25.13	27.51	24.87
全部债务（亿元）	57.69	60.51	64.83
营业总收入（亿元）	79.44	68.29	13.95
利润总额（亿元）	-4.29	0.55	0.52
EBITDA（亿元）	-0.63	4.36	--
经营性净现金流（亿元）	1.92	3.16	-3.82
营业利润率（%）	20.55	21.14	23.72
净资产收益率（%）	-6.70	0.64	--
资产负债率（%）	62.88	64.55	64.41
全部债务资本化比率（%）	53.00	54.86	56.31
流动比率（%）	164.88	161.98	156.89
经营现金流动负债比（%）	3.22	5.15	--
现金短期债务比（倍）	1.17	1.12	0.91
EBITDA利息倍数（倍）	-0.55	3.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	-91.19	13.87	--

项目	公司本部口径		
	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	110.93	157.19	/
所有者权益（亿元）	37.68	39.47	/
全部债务（亿元）	58.11	58.21	/
营业总收入（亿元）	33.67	34.61	/
利润总额（亿元）	-6.16	4.13	/
资产负债率（%）	66.03	74.89	/
全部债务资本化比率（%）	60.66	59.59	/
流动比率（%）	189.78	151.83	/
经营现金流动负债比（%）	10.60	22.14	/

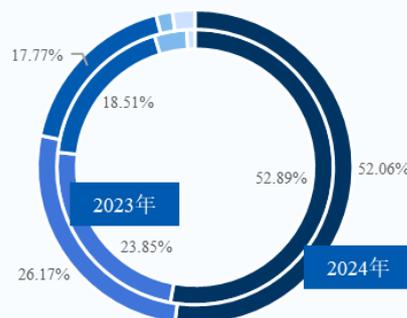
注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司2025年1-3月财务报表未经审计，相关指标未予年化；3. “--”表示指标不适用，“/”表示资料未获取

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

2024年底公司资产构成

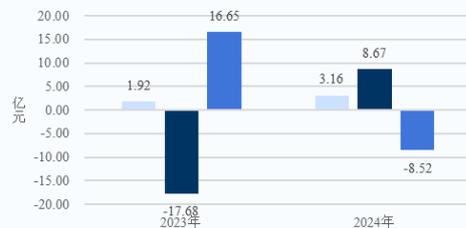


2023—2024年公司收入构成



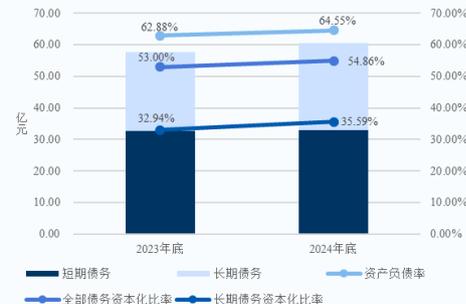
■ 防水卷材 ■ 防水涂料 ■ 防水工程施工 ■ 减隔震类产品 ■ 其他业务

2023—2024年公司现金流情况



■ 经营活动净现金流 ■ 投资活动净现金流 ■ 筹资活动净现金流

2023—2024年末公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 全部债务资本化比率 ■ 长期债务资本化比率

## 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	特殊条款
科顺转债	21.98 亿元	21.9784 亿元	2029/08/04	转股价格向下修正条款、有条件赎回条款、有条件回售条款

注：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  
资料来源：联合资信整理

## 债券评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA/稳定	2024/06/27	罗星驰 蒋旭	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	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	2022/07/22	张文韬 蒋智超	一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 一般工商企业信用评级模型 V3.1.202204	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：罗星驰 [luoxc@lhratings.com](mailto:luoxc@lhratings.com)

项目组成员：王进取 [wangjq@lhratings.com](mailto:wangjq@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.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）



## 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”）关于科顺防水科技股份有限公司（以下简称“公司”或“科顺股份”）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

公司成立于 1996 年 10 月 10 日，并于 2018 年 1 月 25 日在深圳证券交易所创业板上市。经多次变更企业名称以及增资扩股，截至 2025 年 3 月底，公司股本 11.10 亿元，自然人陈伟忠、阮宜宝夫妇分别持有公司 24.62%和 6.83%股份，为公司实际控制人。截至 2025 年 6 月 10 日，公司实际控制人及其一致行动人合计持股比例 41.21%，累计质押股份数量约 1.87 亿股，占其所持股份的 40.86%。

公司主营业务除了建筑防水材料的生产、销售和防水工程施工以外，还扩展了为铁路、公路、建筑、水利、电力、地铁、轨道交通等重点、重要、重大工程提供减隔震、止排水技术方案业务，按照联合资信行业分类标准划分为综合投资行业。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 140.44 亿元，所有者权益 49.78 亿元（含少数股东权益 0.85 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 68.29 亿元，利润总额 0.55 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 141.31 亿元，所有者权益 50.30 亿元（含少数股东权益 0.90 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 13.95 亿元，利润总额 0.52 亿元。

公司注册地址：广东省佛山市顺德区容桂红旗中路工业区 38 号之一；法定代表人：陈伟忠。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

由联合资信评级的公司存续债券为“科顺转债”，扣除发行费用后募集资金净额 21.81 亿元，其中拟投资项目资金净额 15.27 亿元、拟补充流动资金 6.54 亿元，募投项目详见后文“未来发展”部分。截至 2024 年底，公司尚未使用的募集资金 13.99 亿元，其中 12.80 亿元暂时补充流动资金，剩余存放于募集资金专户中。由于募集资金投资项目建设需要一定周期，根据募集资金投资项目建设进度，募集资金在短期内会出现部分暂时闲置的情况，为了提高资金使用效率，公司拟使用部分暂时闲置募集资金进行现金管理。“科顺转债”初始转股价格为 10.26 元/股，历经多次调整，2025 年 6 月 4 日起“科顺转债”转股价格调整为 6.72 元/股。跟踪期内，“科顺转债”按时付息。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
科顺转债	21.98	21.9784	2023/08/04	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》。

## 五、行业分析

### （一）建筑防水材料简介

建筑防水材料是建筑物的维护结构，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物的材料。建筑防水材料的应用领域十分广泛，主要应用领域包括房屋建筑的屋面、地下、外墙和室内；高速公路和高速铁路的桥梁、隧道；城市道路桥梁、地下管廊和地下空间等市政工程；地下铁道等交通工程；引水渠、水库、坝体、水利发电站及水处理等水利工程等。中国建筑防水材料产品目前主要分为两大类，即防水卷材、防水涂料。其中防水卷材包括聚合物改性沥青卷材和合成高分子卷材两个主要类别；防水涂料依照主要成分的不同，可分为溶剂型涂料和水性涂料两大类。建筑防水材料生产所需的原材料主要包括沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等，上游行业为石油化工产业，受国际原油市场的影响较大。

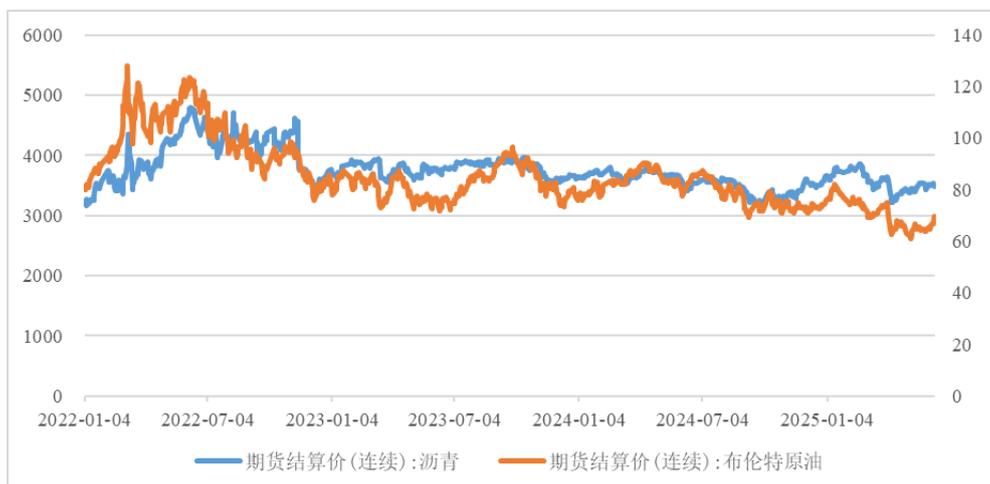
### （二）行业现状

#### 1 上游原料及供给

跟踪期内，防水行业上游主要原材料沥青价格呈震荡下行态势，供应商竞争格局整体稳定，后续沥青价格或将继续下行。

防水行业的上游行业是石油化工行业，所需原材料为石油化工类产品，特别是沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等大宗化工原料商品，其价格基本跟随国际原油价格波动，相关产品市场价格透明。中国沥青市场价格与国际原油价格走势基本一致，2021 年至 2022 年上半年，受主要产油国地缘冲突持续影响，国际原油价格和中国沥青价格波动上行并处于高位，对行业整体盈利有较大影响。自 2022 年下半年开始，国际原油价格整体走势趋弱，沥青价格回落处于高位震荡状态。2024 年，随着国际原油价格继续下行，沥青价格整体呈震荡向下态势。同时，就沥青自身基本面而言，目前炼厂利润维持低位，装置开工负荷受到抑制，刚性需求持续偏弱，短期内价格或将继续下探。

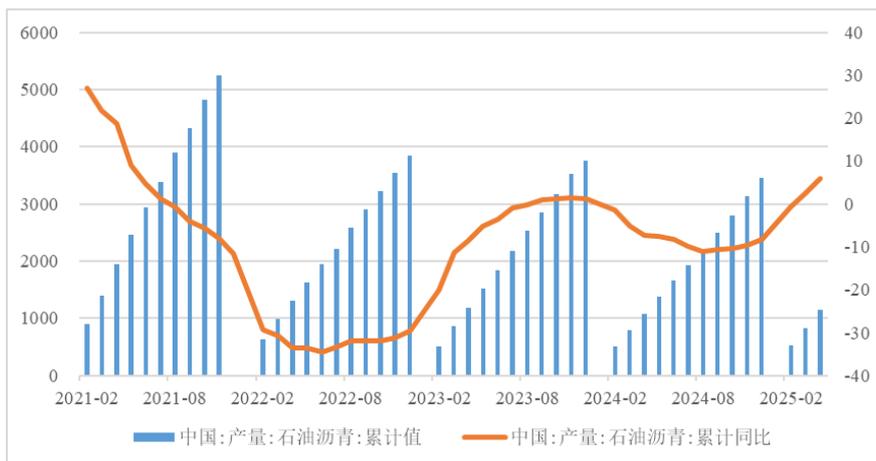
图表 2 国际原油及国内沥青价格走势



注：左轴为沥青价格，单位为元/吨；右轴为布伦特原油价格，单位为美元/吨  
资料来源：Wind

沥青的供应商主要为中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）、中国海洋石油有限公司（以下简称“中海油”）、地方炼厂以及一些贸易商。中国沥青生产企业中，中石油、中石化和中海油三大集团下属石化公司的沥青产量占到全国总产量的 50% 以上。2024 年，国内石油沥青总产量 3450.80 万吨，同比下降 8.20%，主要系市场需求减弱、生产利润较差以及无原油配额地方炼厂产量下降所致。从地域分布来看，华东沿海地区依托资源和销售运输优势，占到全国份额一半以上，其次为东北和华南地区。

图表 3 国内石油沥青累计产量及增速情况



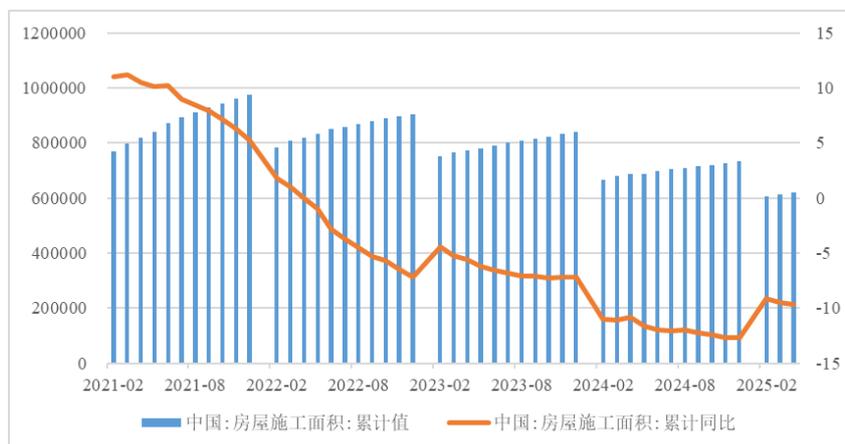
注：左轴为石油沥青产量累计值，单位为万吨；右轴为石油沥青产量累计同比，单位为%  
资料来源：Wind

## 2 下游应用及需求

跟踪期内，房屋施工面积下滑导致防水材料下游需求缩减，房企流动性压力对防水材料行业的需求和回款造成不利影响，但防水行业新规对于提升未来市场需求有积极作用。

防水材料下游应用以住宅和民用建筑为主，其次是基础设施，防水材料在房屋建筑中主要用于屋面、地下、厨卫、外墙等部位，其中屋面及地下室占比最高；在基础设施中主要用于铁路、轨道交通、桥梁、隧道、地下管廊、机场、水库水利等领域。由于防水材料下游主要应用在住宅和民用建筑，全国建筑业房屋施工面积将直接影响防水材料的需求量。2024年，全国房屋施工面积73.32亿平方米，同比下降12.70%。近年来全国房屋施工面积持续下降，部分房地产企业资金链较为紧张，对防水材料的供应商的回款情况形成不利影响。

图表 4 全国房屋施工面积及增速



注：左轴为中国房屋施工面积累计值，单位为万平方米；右轴为中国房屋施工面积累计同比，单位为%  
资料来源：Wind

另一方面，国内对建筑物防水等级要求和建设施工质量监管力度不断提高，对高品质防水材料的需求具有促进作用。同时，二次装修和新市场的发展为防水材料带来了新的需求动力，随着国内早期房屋建筑逐渐进入二次装修阶段，旧房屋维修堵漏将成为防水材料的重要应用领域。2023年4月1日，住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》，该规范在防水年限、防水等级及耐久性能等方面全面提升防水工程质量，随着新规落地后逐步应用于新增项目，市场空间有望进一步释放。此外，中国政策推动海绵城市、装配式建筑、综合管廊、绿色建筑、特色小镇等新兴建筑市场的发展，其将成为防水材料的新兴增量市场。

### （三）行业展望

**防水行业集中度逐步提升。**由于防水材料功能属性强、试错成本高，大型房企、重点工程更倾向于选择龙头企业，头部防水企业将从中受益，防水行业集中度也将因此实现进一步提升。

**细分建材行业龙头跨界布局，加速行业竞争格局重塑。**我国防水行业当前仍处于一个低端产能过剩、产业集中度低、市场竞争不规范的欠成熟阶段，呈现“大行业、小企业”的格局。近年来，随着建材行业部分企业选择跨界切入防水市场，一方面将加速行业小企业的退出，另一方面也有望促进行业竞争更加规范有序，防水行业的大企业将从中进一步受益，从而加速行业向头部企业集中。

**防水材料企业主营业务向其他产业扩大和延伸。**现阶段不同领域对其建筑本身的功能性需求不同，促使防水材料不断提升应用价值。例如高速铁路、高速公路、隧道、码头、桥梁、机场、地铁、甚至垃圾填埋处理作业中也在不断应用新型的建筑防水材料。这一进程也促使生产厂家向防水系统运营服务商转变。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

跟踪期内，公司保持产能规模优势，产品品牌认可度较高，具备一定的技术优势。

公司专业从事新型建筑防水材料研发、生产、销售并提供防水工程施工服务。公司防水产品品牌认可度较高，2013年至2024年连续12年在中国房地产业协会评选的中国房地产开发企业500强首选供应商（防水材料类）中排名第二。防水材料行业具有“大行业、小企业”的特征，除三家主要企业规模较大、市场占有率较高以外，其他企业经营规模相对较小。

图表5·防水材料行业主要企业2024年主要指标对比情况（单位：亿元）

企业简称	防水板块收入	防水板块收入同比	防水板块综合毛利率	资产总额	资产负债率	主要竞争格局
东方雨虹	206.08	-10.40%	27.90%	447.15	43.39%	行业规模龙头，尤其在民建终端市场竞争力很强，产品定位中高端
科顺股份	65.56	-13.35%	21.72%	140.44	64.55%	规模仅次于东方雨虹，产品定位中高端，研发投入和研发能力较强
北新建材	46.31	18.65%	18.60%	351.39	23.96%	股东背景和资本实力雄厚，过去几年通过收购小型防水材料企业实现快速扩张

注：东方雨虹全称为“北京东方雨虹防水技术股份有限公司”，北新建材全称为“北新集团建材股份有限公司”  
资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至2024年底，公司具备年产3.17亿平方米防水卷材和50.00万吨防水涂料的生产能力。技术方面，截至2024年底，公司拥有近500人的研发团队，拥有有效专利824项。公司“CKS科顺”和“APF”商标被认定为广东省著名商标；高分子防水涂料产品被认定为广东省名牌产品，数百款产品入选“标志产品政府采购清单”。同时，公司产品还通过了中国铁路认证、中交认证、中核认证、中国建材认证、中国环境标志产品认证以及欧盟CE认证等多项认证。公司防水产品及解决方案广泛应用于水立方、广州塔等国家和城市标志性建筑、市政工程、交通工程、住宅商业地产及特种工程等领域。2024年公司研发投入2.75亿元，占营业总收入的4.03%，占比较上年维持稳定。

### （二）管理水平

2024年公司恢复对丰泽智能装备股份有限公司（以下简称“丰泽股份”）的控制权，随着丰泽股份生产经营逐步恢复正轨，公司预计2025年丰泽股份营业收入将实现较快增长。

公司于2022年内完成收购丰泽股份，并于2022年4月将其纳入合并范围。受宏观经济影响，2022—2023年丰泽股份未能实现业绩承诺，公司自2023年9月起无法掌握丰泽股份的实际经营情况、资产状况及潜在风险等信息，经董事会决定，不再将丰泽股份公司纳入合并财务报表范围，对丰泽股份公司投资转为其他非流动金融资产列报并按照公允价值计量，公允价值系根据丰泽股份公司截至2023年12月31日净资产评估结果确定。2024年4月6日，公司认为丰泽股份公司不再纳入合并财务报表的因素已经消除，已重新取得对丰泽股份公司的实质性控制权。2024年，公司通过向丰泽股份派驻总经理、财务总监、营销

总监及人力总监等高级管理人员，强化了对丰泽股份的实际控制，但受上述事件对正常经营的影响，丰泽股份全年利润总额仍为亏损。随着丰泽股份逐步恢复生产经营节奏，公司预计 2025 年丰泽股份营业收入同比将实现较快增长。

### （三）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（统一社会信用代码：91440606231959841B），截至2025年5月20日，公司无未结清或已结清的关注/不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行的公司债券和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 2025 年 6 月 24 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

### （四）经营方面

#### 1 业务经营分析

跟踪期内，防水行业下游需求减弱、上游沥青价格下降，公司经营战略转为利润和现金流导向，收入规模虽同比下降，但毛利率水平有所上升。

2024 年，公司实现营业总收入 68.29 亿元，同比下降 14.04%，主要系下游需求景气度减弱以及公司在经营战略上更加重视利润和回款，审慎收缩高风险业务所致。从收入结构来看，防水卷材收入占比仍在 50%以上；随着公司重点拓展零售业务并收缩工程业务，防水涂料收入占比上升、防水工程施工收入占比下降；减隔震产品收入来自丰泽股份，受经营分歧事件影响，收入同比降幅较大。从毛利率来看，2024 年公司防水卷材和防水涂料两大主要板块的毛利率同比均有所上升，主要系业务结构调整以及上游沥青价格下降所致；防水工程施工毛利率受宏观经济环境及基建投资需求等影响较大，同比有所下降；减隔震产品收入下降后对折旧摊销成本的覆盖减弱，毛利率处于较低水平。综上，公司综合毛利率同比小幅提升。

图 6 • 2023—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
防水卷材	42.02	53.09%	18.16%	35.55	52.06%	19.23%
防水涂料	18.95	23.94%	31.61%	17.87	26.17%	33.67%
防水工程施工	14.70	18.58%	14.18%	12.14	17.77%	11.42%
减隔震产品	3.00	3.80%	31.26%	1.14	1.67%	3.87%
其他	0.78	0.59%	18.50%	1.59	2.32%	36.76%
合计	79.44	100.00%	21.17%	68.29	100.00%	21.77%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 13.95 亿元，同比下降 6.06%；综合毛利率为 24.43%，较 2024 年进一步提升。

#### （1）原材料采购

2024 年随着沥青采购成本下降，公司直接材料成本规模及占比同比下降。2025 年以来沥青价格仍震荡下行，后续价格有望继续下探，预计公司全年材料成本压力可控。

从防水材料的生产成本构成来看，直接材料主要包括沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等。2024 年随着沥青价格的下降和产量减少，直接材料成本同比下降约 20.36%，直接材料在生产成本中的占比同比下降 4.93 个百分点；直接人工、运费、制造费用同比均有所下降。2025 年以来，沥青价格仍呈震荡下行态势，预计公司材料成本压力可控。

图表 7 • 2023—2024 年公司生产成本构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	46.62	74.44%	37.13	69.51%
直接人工	5.56	8.88%	5.12	9.58%
运费	2.60	4.16%	2.23	4.17%
制造费用	2.53	4.04%	2.41	4.51%
其他费用	5.31	8.48%	6.53	12.22%
合计	62.62	100.00%	53.42	100.00%

注：尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

## （2）产销情况

2024 年防水卷材市场需求缩减，公司产销量下降；防水涂料市场集中度呈上升趋势，公司积极吸收小型防水企业退出后的市场份额，通过联营等方式提升外部产能，产销量增长较快。未来一段时期民建防水市场集中度有望继续提升，公司将继续积极拓展民建市场经销业务。

防水卷材方面，2024 年公司投资 3 条高分子防水卷材产线，高端产品产能规模增长。防水卷材主要应用于各类工程项目，随着市场需求缩减，产量规模下降；产能利用率同比下降约 10 个百分点至 80.40%，但仍处于较高水平。

防水涂料方面，近年来随着行业整体面临盈利和回款压力，行业中较多地方性小型防水企业退出市场，加上消费者对于防水品牌更加重视，行业集中度持续上升。2024 年公司积极拓展防水涂料民建市场业务，吸收小型防水企业退出后的市场份额。由于防水涂料产品对运输半径有较高要求、运输费用占比较高，随着民用市场业务量快速增长，公司现有产能难以充分满足市场需求。为应对运输半径限制带来的供应压力，同时降低物流与生产成本，2024 年公司降低自有产线的产量，通过外购成品及开展联营合作等模式，优化供应链布局，提升市场响应能力，含外购量的防水涂料总产量同比增长 20.53%。

在联营合作模式下，公司主要负责提供核心技术配方及生产工艺支持，并授权使用“科顺”品牌，以保障产品质量和品牌影响力；而合作生产商则依托其本地化的生产设施、物流体系及客户资源，承担具体的生产制造任务及区域市场开拓工作。公司制定了相关制度和评分标准对合作方的生产能力与品质保障能力进行全面评估。通过这种协同机制，公司能够实现轻资产扩张，降低单独建厂带来的资本投入压力，同时借助合作伙伴的渠道优势加快市场渗透，进一步巩固在民建市场的竞争地位。

图表 8 • 2023—2024 年公司主要产品生产情况

产品	项目	2023 年	2024 年
防水卷材	年产能（万平方米）	30900.00	31700.00
	产量（万平方米）	28032.00	25485.23
	外购量（万平方米）	1144.08	1164.23
	产量合计（万平方米）	29176.08	26649.47
	产能利用率	90.72%	80.40%
防水涂料	年产能（万吨）	56.55	50.00
	产量（万吨）	50.71	36.69
	外购量（万吨）	6.18	31.88
	产量合计（万吨）	56.89	68.57
	产能利用率	89.68%	73.39%

注：产量统计口径不包含半成品的产量  
资料来源：公司提供

销售方面，随着地产行业进入深度调整期，近年来公司地产客户占销售收入的比例持续下降。2024 年公司下游客户销售额构成中，房企客户约占两成，公司对于出险类民营房企客户主要采取现款现货的销售结算方式；基建类客户高于三成，主要为工程总包方，以大型央企为主；工商类客户约占三成，产品主要应用于工业厂房等场景；零售业务客户略低于两成。公司持续拓展经销商渠道，2024 年经销渠道的销售占比约六成左右，未来可能会继续提升。2024 年公司前五大客户销售占比 18.93%，客户集中度一般。

图表 9 • 2023—2024 年公司主要产品销售情况

产品	项目	2023 年	2024 年
防水卷材	销量（万平方米）	28634.47	26257.11
	产销率	98.14%	98.53%
	平均售价（元/平方米）	16.51	15.24
防水涂料	销量（万吨）	56.58	67.78
	产销率	99.45%	98.84%
	平均售价（元/公斤）	3.51	2.74

注：1. 产销率的计算中产量计算包含外购量；2. 根据销量\*平均售价计算得出的销售金额与营业收入构成中细分板块收入不一致，主要系部分防水卷材和防水涂料用于防水工程施工所致；3. 尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

## 2 经营效率

2024 年公司经营效率指标同比均有所下降，处于行业中等水平。

2024 年，随着收入和成本规模下降，公司主要经营效率指标同比均小幅下降。从同行业来看，由于公司收入结构中公建市场业务占比较高，民建市场业务仍处于加速拓展阶段，应收账款周转率与以民建市场为主的东方雨虹相比存在一定差异，存货周转率和总资产周转率处于行业一般水平。

图表 10 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	东方雨虹	凯伦股份
存货周转率（次）	6.12	5.06	7.70
应收账款周转率（次）	1.67	3.32	1.29
总资产周转率（次）	0.49	0.59	0.41

注：1. 为提升可比性，上述指标均为 Wind 计算数据，Wind 计算公式与联合资信存在一定差异；2. “凯伦股份”全称为江苏凯伦建材股份有限公司，由于北新建材业务多元化，经营效率指标可比性较弱，此处选取凯伦股份为对比企业  
资料来源：Wind

## 3 未来发展

公司未来发展战略明晰，受市场环境等因素影响募投项目投资进度放缓，未来募投项目建成后公司产能规模将大幅提升。

在当前防水行业标准落地及政府加大基建投资力度等多重因素的共同作用下，公司将继续提高经销商收入比例，扩展高铁、桥隧、市政项目等非房领域业务。此外，公司还将持续发展家庭防水业务、建筑修缮业务、建筑减隔震业务、光伏能源等业务，丰富公司的产品线，从而满足不同客户群体的需求。在生产方面，公司持续改进工艺，引进先进技术和设备，提升生产基地的智能化、信息化和自动化水平，降低成本和损耗，提高生产效率和产品质量。

随着宏观经济环境、行业景气度和市场需求的变化，公司控制投资节奏，募投项目实施进度有所减缓。此外，随着 AI 智能化和工业机器人发展水平快速提升，未来防水行业自研产线仍有较大提升空间，公司拟减缓防水产品生产线的购置安装进度，保障产线的技术先进性。整体来看，募投项目投产后，公司在华东、华南及西南区域产能将继续提升，为公司开拓市场提供产能保障，提升供应效率及投资回报率。

图表 11 • 截至 2024 年底公司募投项目投资进度（单位：万元）

项目	募集资金拟投资额	累计已投资额	募集资金投资进度	项目方案
安徽滁州防水材料扩产项目	79731.36	38.86	0.05%	一期项目预计年产 6120 万平方米沥青基防水卷材、3 万吨防水涂料；二期项目预计年产 2000 万平方米高分子防水卷材、18.5 万吨防水涂料（含干粉砂浆等）
福建三明防水材料扩产项目	28000.00	3373.87	12.05%	预计年产 4080 万平方米沥青基防水卷材、600 万平方米高分子防水卷材和 2 万吨非固化防水涂料
重庆长寿防水材料扩产项目	19000.00	1098.22	5.78%	预计年产 3500 万平方米沥青基防水卷材和 2 万吨非固化防水涂料
智能化升级改造项目	26000.00	10850.24	41.73%	对公司各生产基地现有生产线进行智能化升级改造

资料来源：联合资信根据公司年报及“科顺转债”募集说明书整理

## （五）财务方面

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2025 年一季报未经审计。由于经营分歧，丰泽股份于 2023 年 9 月出表、2024 年 4 月再次并表，但丰泽股份体量在公司合并口径中占比相对较小，近两年公司财务数据仍具有较强的可比性。

### 1 主要财务数据变化

#### （1）资产质量

跟踪期内，公司资产规模和资产结构变化不大，现金类资产较充裕但因定期存款质押等受限程度较高；应收账款占比仍较大，公司对风险房企客户的坏账计提比例已处于较高水平，但后续仍有一定减值空间；随着业务结构和收款方式调整，增量应收账款的减值风险较可控。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>98.15</b>	<b>71.23%</b>	<b>99.19</b>	<b>70.63%</b>	<b>100.82</b>	<b>71.35%</b>
货币资金	23.29	16.90%	34.15	24.32%	26.97	19.08%
交易性金融资产	14.48	10.51%	2.67	1.90%	9.27	6.56%
应收账款	41.19	29.89%	40.73	29.00%	42.26	29.90%
<b>非流动资产</b>	<b>39.65</b>	<b>28.77%</b>	<b>41.24</b>	<b>29.37%</b>	<b>40.49</b>	<b>28.65%</b>
固定资产	23.78	17.26%	23.92	17.03%	23.60	16.70%
<b>资产总额</b>	<b>137.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>140.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>141.31</b>	<b>100.00%</b>

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底变化不大，资产结构仍以现金类资产、应收账款和固定资产为主。其中，货币资金规模增加、交易性金融资产减少，但现金类资产合计值变化不大，交易性金融资产主要为低风险货币型理财产品。应收账款较上年底小幅下降，累计计提坏账准备 15.45 亿元，计提比例 27.50%；对于支付困难的客户尤其是发生债务违约的地产客户，公司按单项计提坏账准备的应收账款原值 11.94 亿元、累计计提坏账准备 7.57 亿元、余额 4.37 亿元，计提比例 63.37%，但后续仍存在一定的减值空间。随着公司地产客户在公司业务结构中占比下降以及公司对民营房企收款方式的调整，公司增量业务的应收账款回款风险较为可控。公司未来将继续加强项目结算和款项催收工作，并通过工抵房等方式进行资产盘活，2024 年公司实现应收账款坏账准备转回 1.12 亿元、核销 1.27 亿元，盘活工作取得一定成效。公司固定资产较上年底变化不大，生产设备折旧期限一般为 10 年。

截至 2024 年底，公司受限资产占资产总额的 9.14%，受限比例较低。公司货币资金受限程度较高，主要为定期存款质押所致。

图表 13 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（万元）	占该科目的比例	受限原因
货币资金	108651.76	31.81%	银行承兑汇票保证金、保函保证金、电商平台保证金、贷款保证金、建筑劳务工资保证金、冻结资金、定期存款质押等
应收票据	47.16	2.64%	未到期已背书未终止确认的应收票据
固定资产	9313.90	3.89%	借款抵押
无形资产	10370.72	37.57%	借款抵押
<b>合计</b>	<b>128383.55</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额和资产结构较上年底变化不大。

#### （2）资本结构

跟踪期内公司所有者权益规模变化幅度不大，权益稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益 49.78 亿元，较上年底下降 2.67%，主要系丰泽股份未达到业绩承诺，根据业绩补偿方案

注销股份导致股本和资本公积相应减少所致。所有者权益中，股本占 22.30%，资本公积占 32.37%，未分配利润占 36.91%，权益稳定性一般。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

跟踪期内公司债务规模有所增长，债务负担较重且以短期债务为主，长期债务主要为“科顺转债”，其转股情况将对公司后续债务负担和集中偿付压力有较大影响。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>59.53</b>	<b>68.70%</b>	<b>61.24</b>	<b>67.55%</b>	<b>64.26</b>	<b>70.61%</b>
短期借款	15.16	17.49%	13.78	15.20%	17.11	18.80%
应付票据	14.01	16.16%	15.95	17.59%	16.55	18.18%
应付账款	17.97	20.74%	16.20	17.87%	13.68	15.03%
<b>非流动负债</b>	<b>27.12</b>	<b>31.30%</b>	<b>29.41</b>	<b>32.45%</b>	<b>26.75</b>	<b>29.39%</b>
应付债券	21.71	25.05%	22.43	24.74%	22.63	24.86%
<b>合计</b>	<b>86.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>90.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>91.01</b>	<b>100.00%</b>

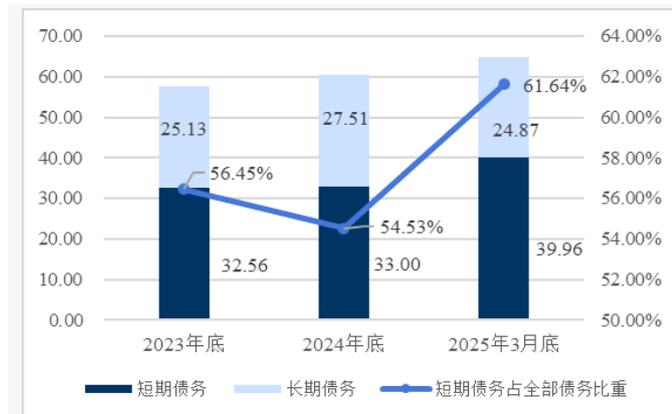
注：占比指占负债总额的比例  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 4.61%，仍以流动负债为主。其中，短期借款较上年底下降 9.11%，主要为信用借款、保证借款和质押借款。考虑到公司同时持有较大规模的货币资金，公司资金使用效率一般。应付票据较上年底增长 13.85%，公司以银行承兑汇票支付的比例有所上升。应付账款较上年底下降 9.86%，公司加工材料类的采购结算一般存在一定账期。应付债券为“科顺转债”，债券将于 2029 年到期，当前转股比例很低。

有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 60.51 亿元，较上年底增长 4.89%，其中短期债务占 54.53%。公司融资渠道以可转换债券、银行借款和票据为主。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.55%和 54.86%，较上年底分别上升 1.67 个百分点和 1.86 个百分点，债务负担仍属较重。

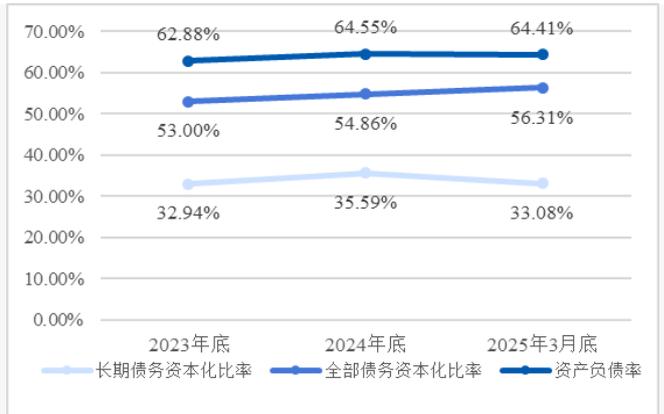
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额及负债结构较上年底变化不大；公司全部债务 64.83 亿元，较上年底增长 7.14%，主要系短期借款增加所致，短期债务占比进一步上升。后续若“科顺转债”转股比例达到较高水平，公司债务负担有望显著改善，但若转股比例较低，届时公司将面临较大集中偿付压力。

图表 15 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 16 • 公司主要债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

### (3) 盈利能力

2024 年受行业下行以及前期风险房企客户坏账风险继续释放影响，公司虽实现扭亏但盈利能力仍属较弱；后续公司仍存在一定的坏账风险敞口，但随着产品价格企稳、业务结构调整以及丰泽股份经营改善，2025 年公司盈利虽仍将承压但有望同比提升。

2024年，公司营业总收入68.29亿元，综合毛利率21.77%，分析详见经营概况部分。费用方面，公司期间费用总额同比变化不大，但随着收入规模下降，期间费用率同比上升2.64个百分点至19.49%，较为刚性的费用支出在行业下行阶段对公司利润空间的压缩加大。公司计提资产减值损失0.42亿元，同比下降31.70%，主要为存货跌价损失（行业竞争激烈、产品价格下降）和其他非流动资产减值损失（主要来自风险房企客户的抵债房产，期末抵债房产账面余额5.83亿元）；公司计提信用减值损失2.68亿元，主要系公司对风险房企客户的坏账计提比例进一步上升所致。公司实现其他收益0.68亿元，同比增长14.77%，主要来自先进制造业增值税加计抵减，具有一定的可持续性。公司实现公允价值变动收益1.53亿元，较上年的0.13亿元大幅增加，主要来自丰泽股份业绩承诺补偿。综上，2024年公司利润总额0.55亿元，同比扭亏。丰泽股份全年利润总额亏损0.57亿元，对公司利润也造成较大侵蚀。整体来看，防水材料行业景气度下行，公司主营业务盈利能力仍属较弱，前期风险房企客户的坏账风险虽已在2023年进行了较为集中的释放，但仍存在一定的风险敞口。

盈利指标方面，2024年公司营业利润率21.14%，同比小幅上升；随着公司扭亏，净资产收益率等指标均实现改善。与同行业相比，公司与东方雨虹均保持盈利但盈利指标较弱，行业中规模相对较小的企业则普遍存在亏损。

图表 17 • 2024 年同行业公司盈利能力对比情况

对比指标	公司	东方雨虹	凯伦股份
营业总收入（亿元）	68.29	280.56	23.80
销售毛利率	21.77%	25.80%	19.85%
总资产报酬率	0.90%	1.27%	-10.23%
净资产收益率	0.89%	0.41%	-25.64%

注：为提升可比性，上述指标均为 Wind 计算数据，Wind 计算公式与联合资信存在一定差异  
资料来源：Wind

2025年1-3月，公司实现利润总额0.52亿元，同比下降17.34%，主要系上年同期营业外收入较大所致，营业利润降幅与收入降幅相近。2025年以来防水产品价格有企稳态势，加之公司毛利率相对较高的民建市场业务扩张以及丰泽股份经营状况改善，公司盈利能力预计仍将承压但有望同比改善。

#### （4）现金流

2024年公司收入实现质量有所提升，经营性现金净流入额同比增长较快，当年投资性现金净流入可覆盖筹资性现金净流出。预计2025年公司经营回款有望进一步改善，融资需求主要来自存续债务的滚续。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	85.57	76.84	15.20
经营活动现金流出小计	83.65	73.68	19.02
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>1.92</b>	<b>3.16</b>	<b>-3.82</b>
投资活动现金流入小计	6.05	53.59	16.76
投资活动现金流出小计	23.73	44.92	23.18
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-17.68</b>	<b>8.67</b>	<b>-6.42</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-15.76</b>	<b>11.82</b>	<b>-10.25</b>
筹资活动现金流入小计	39.85	21.08	4.62
筹资活动现金流出小计	23.20	29.61	1.78
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>16.65</b>	<b>-8.52</b>	<b>2.84</b>
现金收入比	104.01%	107.68%	105.45%

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，2024年公司现金收入比同比上升3.67个百分点，收入实现质量有所提升；经营性现金净流入量同比增长64.52%，一方面系公司回款情况较好的经销商客户占比增加，另一方面系公司对于票据贴现借款的使用增加所致。

从投资活动来看，2024年公司投资活动现金流入和流出规模较大，主要来自购买和赎回理财产品；投资性现金流转为净流入，主要系净赎回理财产品所致。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金2.52亿元，同比下降50.50%，受行业景气度影响，产能扩建速度放缓，主要投资于产线智能化升级改造。

从筹资活动来看，2024 年公司筹资性现金流转为净流出，主要系 2023 年公司发行“科顺转债”募集资金规模较大，2024 年公司未有大额融资所致。

由于防水材料行业的采购和销售结算惯例，公司一季度经营性现金流通常为净流出。2025 年 1—3 月，公司经营性现金流净流出额同比下降 60.87%，回款情况同比提升；投资性现金流净流出主要系购买理财产品所致；筹资性现金流净流入规模不大。考虑到公司经销商客户占比可能继续增加，2025 年公司经营性净现金流有望同比进一步改善；公司暂无大额资本支出计划，有息债务规模有望基本维持稳定。

## 2 偿债指标变化

2024 年公司短期偿债指标表现良好，长期偿债指标同比改善，或有负债风险较为可控。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	销售回款/流动负债（倍）	1.48	1.30	--
	流动比率	164.88%	161.98%	156.89%
	速动比率	157.46%	153.78%	148.12%
	经营现金流动负债比	3.22%	5.15%	--
	现金短期债务比（倍）	1.17	1.12	0.91
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-0.63	4.36	--
	全部债务/EBITDA（倍）	-91.19	13.87	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.03	0.05	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	-0.55	3.29	--
	经营现金/利息支出（倍）	1.68	2.38	--

注：销售回款/流动负债=销售商品、提供劳务收到的现金/（流动负债-合同负债）

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标来看，2024 年公司销售回款对于流动负债的覆盖情况仍属良好；期末现金类资产虽受限程度较高但受限原因主要为定期存款质押，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍属良好。

从长期偿债指标来看，2024 年随着公司扭亏，EBITDA 相关的长期偿债指标同比改善，EBITDA 对利息支出的覆盖程度强，但对全部债务的覆盖程度较弱。考虑到公司释放应收账款风险对当期利润影响较大，未来随着公司盈利能力的恢复，长期偿债指标将有望进一步改善。

截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 72.15 亿元，尚未使用的额度 39.22 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额 2.89 亿元，占所有者权益的 5.74%，系公司为下游经销商提供的担保。公司营销和财务部门人员持续跟进经销商业务和财务状况，并设业务专员在经销商所在地驻扎，对外担保管理制度严格，或有负债风险较为可控。

截至 2025 年 3 月底，公司无涉案金额在 5000 万元以上的未决诉讼、仲裁案件。

## 3 公司本部主要变化情况

2024 年，公司本部作为公司原料采购和直营产品销售平台以及主要融资平台，同比实现扭亏，短期偿债指标保持稳定。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 157.19 亿元，较上年底增长 41.70%，主要系资金拆借款、资金集中管理款项和长期股权投资等增加所致，其中现金类资产 29.34 亿元，公司本部对子公司资金集中管理。公司本部负债总额 117.71 亿元，较上年底增长 60.71%，主要系其他应付款增加所致；全部债务 58.21 亿元，本部承担了公司大部分有息债务。2024 年，公司本部营业总收入 34.62 亿元，公司防水材料生产由各子公司生产基地负责，原料采购和直营产品销售主要由公司本部负责；公司本部实现利润总额 4.13 亿元，同比扭亏。截至 2024 年底，公司现金短期债务比为 0.94 倍，较上年底变化不大。

## （六）ESG 方面

跟踪期内公司 ESG 表现尚可，对其持续经营未造成严重负面影响。

环境责任方面，2024 年公司制定“零碳工厂创建方案”，取得产品碳足迹证书，与第三方咨询机构开展供应链碳足迹评价调查。当年公司能耗指标同比下降 3.85%，二氧化碳排放指标同比下降 3.18%，下属生产基地在光伏建设、设施节能低碳改造、余热回收等方面采取积极措施。

社会责任方面，截至 2024 年底公司员工数量 3748 人，员工社会保险覆盖率 100%，女性高管比例 19.1%。产品质量方面，2024 年公司产品首次成功通过美国 USDA 认证和德国 GEV EC1 PLUS 认证，年末累计获取 20 类国内外权威产品认证。2024 年公司公益捐赠 96 万元，开展志愿活动 14 次。

公司治理方面，公司董事会下设战略与 ESG 委员会，ESG 风险管理体系较完善，公司随年度报告披露 ESG 报告，信息披露质量良好。2024 年随着丰泽股份经营分歧事件解决，公司对子公司的控制程度提升。

## 七、债券偿还能力分析

2024 年公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度尚可。

截至 2025 年 5 月底，公司存续债券“科顺转债”余额 21.9784 亿元。以公司 2024 年财务数据进行测算，公司现金类资产及经营活动现金流入量对债券余额的覆盖程度尚可，经营活动现金流入净额和 EBITDA 对债券余额的覆盖程度较弱。

此外，“科顺转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司对“科顺转债”的保障能力或将有所提升。

图表 20 • 公司待偿债券偿还能力指标

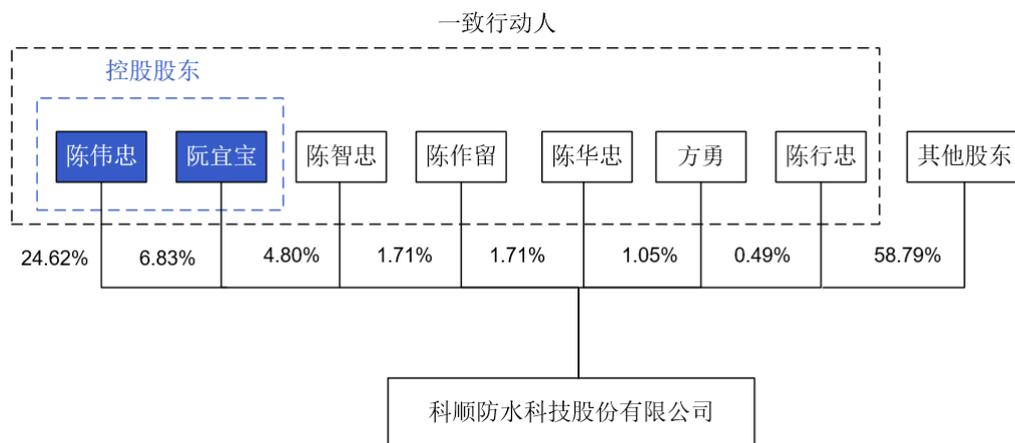
项目	2024 年
待偿债券余额（亿元）	21.9784
现金类资产/待偿债券余额（倍）	1.68
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	3.50
经营活动现金流入量净额/待偿债券余额（倍）	0.14
EBITDA/待偿债券余额（倍）	0.20

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

## 八、跟踪评级结论

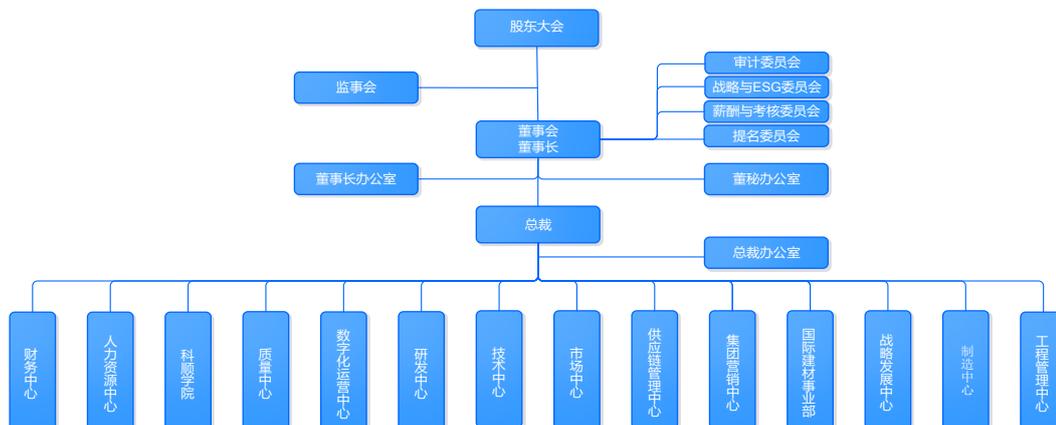
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“科顺转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
重庆科顺供应链管理有限公司	重庆市	商业	100.00%	--	设立
丰泽智能装备股份有限公司	衡水市	制造业	99.94%	--	非同一控制下企业合并
佛山市科顺建筑材料有限公司	佛山市	制造业	100.00%	--	设立
德州科顺建筑材料有限公司	德州市	制造业	100.00%	--	设立
江苏科城顺建科技有限公司	宿迁市	制造业	51.00%	--	设立
广东科顺创新投资有限公司	佛山市	商业	100.00%	--	设立

注：公司下属子公司数量较多，表中仅列示注册资本较大的部分主要子公司  
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	38.20	37.00	36.41
应收账款（亿元）	41.19	40.73	42.26
其他应收款（合计）（亿元）	4.04	3.38	3.30
存货（亿元）	4.42	5.02	5.63
长期股权投资（亿元）	0.32	0.30	0.31
固定资产（合计）（亿元）	23.78	23.92	23.60
在建工程（合计）（亿元）	0.40	0.98	1.19
资产总额（亿元）	137.81	140.44	141.31
实收资本（亿元）	11.77	11.10	11.10
少数股东权益（亿元）	0.81	0.85	0.90
所有者权益（亿元）	51.15	49.78	50.30
短期债务（亿元）	32.56	33.00	39.96
长期债务（亿元）	25.13	27.51	24.87
全部债务（亿元）	57.69	60.51	64.83
营业总收入（亿元）	79.44	68.29	13.95
营业成本（亿元）	62.62	53.42	10.54
其他收益（亿元）	0.59	0.68	0.11
利润总额（亿元）	-4.29	0.55	0.52
EBITDA（亿元）	-0.63	4.36	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	82.63	73.53	14.71
经营活动现金流入小计（亿元）	85.57	76.84	15.20
经营活动现金流量净额（亿元）	1.92	3.16	-3.82
投资活动现金流量净额（亿元）	-17.68	8.67	-6.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	16.65	-8.52	2.84
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	1.67	1.54	--
存货周转次数（次）	12.57	11.32	--
总资产周转次数（次）	0.60	0.49	--
现金收入比（%）	104.01	107.68	105.45
营业利润率（%）	20.55	21.14	23.72
总资本收益率（%）	-2.17	1.22	--
净资产收益率（%）	-6.70	0.64	--
长期债务资本化比率（%）	32.94	35.59	33.08
全部债务资本化比率（%）	53.00	54.86	56.31
资产负债率（%）	62.88	64.55	64.41
流动比率（%）	164.88	161.98	156.89
速动比率（%）	157.46	153.78	148.12
经营现金流动负债比（%）	3.22	5.15	--
现金短期债务比（倍）	1.17	1.12	0.91
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.55	3.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	-91.19	13.87	--

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；2. 公司 2025 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；3. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司年报及 2025 年一季报整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2023 年	2024 年
<b>财务数据</b>		
现金类资产（亿元）	30.78	29.34
应收账款（亿元）	34.77	34.49
其他应收款（合计）（亿元）	18.05	65.24
存货（亿元）	0.73	0.71
长期股权投资（亿元）	9.82	13.46
固定资产（合计）（亿元）	1.16	1.21
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00
资产总额（亿元）	110.93	157.19
实收资本（亿元）	11.77	11.10
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	37.68	39.47
短期债务（亿元）	33.11	31.23
长期债务（亿元）	25.00	26.98
全部债务（亿元）	58.11	58.21
营业总收入（亿元）	33.67	34.61
营业成本（亿元）	28.76	28.14
其他收益（亿元）	0.24	0.24
利润总额（亿元）	-6.16	4.13
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	42.48	34.83
经营活动现金流入小计（亿元）	43.27	68.60
经营活动现金流量净额（亿元）	5.11	20.08
投资活动现金流量净额（亿元）	-18.13	-17.75
筹资活动现金流量净额（亿元）	14.34	1.16
<b>财务指标</b>		
销售债权周转次数（次）	0.83	0.98
存货周转次数（次）	35.56	39.21
总资产周转次数（次）	0.32	0.26
现金收入比（%）	126.17	100.64
营业利润率（%）	14.23	18.49
总资本收益率（%）	-4.51	5.06
净资产收益率（%）	-13.89	10.06
长期债务资本化比率（%）	39.88	40.60
全部债务资本化比率（%）	60.66	59.59
资产负债率（%）	66.03	74.89
流动比率（%）	189.78	151.83
速动比率（%）	188.27	151.05
经营现金流动负债比（%）	10.60	22.14
现金短期债务比（倍）	0.93	0.94
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：“/”表示数据未获取  
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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