



2020年常州强力电子新材料股份有限公司 可转换公司债券2023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。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：

2020年常州强力电子新材料股份有限公司可转换公司债券2023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
强力转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到常州强力电子新材料股份有限公司（以下简称“强力新材”或“公司”，股票代码：300429.SZ）是国内少数有能力深耕光刻胶专用电子化学品领域的企业之一，具备一定技术优势，客户优质稳定，生产布局多元，产品种类多样，业务具有一定竞争力。同时中证鹏元也关注到，受下游需求大幅萎缩等因素影响，2022 年公司产品产销量明显下滑，营业收入有所下降，经营业绩大幅亏损，目前在建产能规模较大，存在新增产能消化风险和资本支出压力，且面临商誉减值风险、原材料价格波动风险，化工原料可能存在发生安全和环保事故的风险。

评级日期

2023 年 6 月 26 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	37.66	37.21	35.16	30.17
归母所有者权益	19.19	19.22	20.27	19.33
总债务	14.58	13.64	9.67	7.73
营业收入	1.86	8.91	10.39	7.76
净利润	-0.02	-1.25	1.11	0.90
经营活动现金流净额	0.01	1.43	1.05	2.10
净债务/EBITDA	--	5.45	-0.65	-2.24
EBITDA 利息保障倍数	--	2.69	7.59	21.32
总债务/总资本	42.98%	41.30%	31.72%	27.97%
FFO/净债务	--	6.44%	-103.63%	-31.69%
EBITDA 利润率	--	14.40%	20.66%	23.44%
总资产回报率	--	-2.25%	4.26%	4.23%
速动比率	1.65	1.18	2.17	6.14
现金短期债务比	1.82	1.57	3.73	10.47
销售毛利率	25.88%	28.23%	33.05%	37.50%
资产负债率	48.64%	47.92%	40.81%	33.99%

注：2020-2021 年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负所致。
 资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：毕柳
 bil@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞
 guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司具备一定技术优势，客户优质稳定，业务具有一定竞争力。**公司是国家火炬计划重点高新技术企业，是国内少数有能力深耕光刻胶专用电子化学品领域的企业之一，由于行业具有较高的技术壁垒和客户认证壁垒，公司在研发、生产和检测技术方面具有一定竞争力，与国际知名光刻胶生产企业长兴材料、日立化成、旭化成、住友化学、JSR等全球知名光刻胶生产企业保持稳定的合作关系，有利于业务的持续拓展。
- **公司生产布局多元，产品种类多样。**公司生产基地分布于常州、绍兴、泰兴和长沙四地，产品涉及 PCB、LCD、半导体领域光刻胶专用电子化学品等电子材料和绿色光固化材料，应用领域广泛。目前公司在建产能规模较大，且产品多为公司现有业务产品的升级，未来完工投产将进一步优化公司产品结构，提升产品供应能力。

关注

- **受下游需求大幅萎缩等因素影响，2022 年公司经营业绩大幅亏损。**受外部环境以及消费电子终端市场持续疲软、房地产市场复苏乏力等因素影响，自 2022 年年中开始公司产品下游需求大幅萎缩，全年主要产品产销量出现不同程度下滑，2022 年公司营业收入同比下降 14.22%，毛利率亦呈持续下滑趋势。同时，公司计提大规模商誉减值损失、存货跌价准备等各类减值损失合计 1.02 亿元，严重侵蚀公司利润，叠加期间费用大幅增长，当期净利润由正转负且大幅亏损 1.25 亿元，公司盈利能力有所下滑。2023 年一季度下游市场未有明显好转，公司营收和利润同比大幅下滑，呈小幅亏损状态。
- **公司电子产品产能利用率下滑至较低水平，且存在新增产能消化风险及资本支出压力。**受下游需求大幅萎缩影响，2022 年公司整体产能利用率有所下降，电子产品产能利用水平较低。目前公司在建扩产项目较多，计划新增产能及投资规模较大，且环保型光引发剂、UV-LED 高性能树脂等新增产能多为新产品品类，后续市场开拓尚不确定，在行业竞争日益激烈、下游需求不足的背景下，未来新增产能消化存在较大不确定性，且存在资本支出压力。
- **仍面临商誉减值风险。**2022 年末公司商誉规模为 1.43 亿元，主要来自对绿色光固化领域子公司绍兴佳凯电子材料有限公司（以下简称“佳凯电子”）、绍兴佳英感光材料科技有限公司（以下简称“佳英感光”）、长沙新宇高分子科技有限公司（以下简称“长沙新宇”）以及光刻胶专用电子化学品领域子公司泰兴先先化工有限公司（以下简称“先先化工”）等的收购，目前下游市场需求仍显不足，相关子公司经营承压，需持续关注公司商誉减值风险。
- **化工原料可能存在发生安全和环保事故的风险。**公司产品在生产过程中使用的原材料为各种化学品，具备易燃、易爆与腐蚀性，存在一定的安全生产隐患，可能面临发生安全事故的风险，影响公司的生产经营，并可能造成一定的经济损失。且目前环保监管趋严，若公司未能及时按要求更新设备或优化生产工艺，可能会面临环保处罚。
- **仍需关注原材料价格波动风险。**原材料成本占公司营业成本比重较高，受外部环境、原油等大宗商品价格波动以及环保政策趋严等因素影响，2022 年以来部分原材料价格波动较大。由于主要客户为世界知名企业，公司对其议价能力相对较弱，原材料成本上涨无法有效传导至下游，对盈利造成一定挤压，需关注原材料价格波动及对公司盈利能力的影响。

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，公司是国内少数有能力深耕光刻胶专用电子化学品领域的企业之一，具备一定技术优势，主要客户稳定且优质，业务具有一定竞争力，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	扬帆新材	久日新材	公司
总资产	13.89	41.06	37.21
营业收入	7.92	14.11	8.91
净利润	0.06	0.43	-1.25
销售毛利率	19.87%	18.58%	28.23%
资产负债率	45.50%	31.16%	47.92%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，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	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
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					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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。

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
AA-/稳定	AA-	2022-6-6	毕柳、顾春霞	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

AA-/稳定	AA-	2020-5-26	陈勇阳、张涛	化学原料及化学制品制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	阅读全文
--------	-----	-----------	--------	--	----------------------

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
强力转债	8.50	8.4985	2022-6-6	2026-11-19

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2020年11月发行6年期8.50亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产12,000吨环保型光引发剂、年产50,000吨UV-LED高性能树脂等相关原材料及中试车间项目和补充流动资金。截至2022年12月31日，本期债券募集资金余额¹为37,060.55万元，其中募集资金专户余额为60.55万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均无变化。由于本期债券部分转股，截至2023年3月31日，公司总股本增至51,526.10万股，控股股东及实际控制人仍为钱晓春、管军夫妇，合计持有公司股份16,157.35万股，占公司总股本的31.36%，控股股东无股权质押情况。公司股权结构及实际控制关系见附录二。

2022年公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事精细化工行业中的光刻胶专用电子化学品及应用于光固化材料等其他用途光引发剂的研发、生产和销售及相关贸易业务。2022年公司合并报表范围新增1家子公司，无减少子公司，具体情况见表1所示。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
常州强力投资发展有限公司	100%	1.00	投资活动	新设

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

¹ 包括2个募集资金专户、3个定期存款账户（大额存单）、1个结构性存款账户、1个本金保障型浮动收益凭证账户余额合计。

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

光引发剂应用领域不断拓宽，行业产能快速扩张，竞争愈发激烈，近年行业集中趋势明显

由于光固化技术优势明显，光引发剂应用领域不断拓宽，行业产能快速扩张，竞争愈发激烈。光固化技术是一种高效、环保、节能、适用性广的材料处理和加工技术，UV光固化材料主要由光引发剂、单体、低聚物和助剂混合而成，光引发剂是光固化材料（主要包括UV涂料、UV油墨、UV胶粘剂、光刻胶等）的核心原材料，对光固化产品的固化速度起到决定性作用。光固化材料是传统溶剂型涂料、油墨、胶粘剂的重要替代产品，由于其环保、高效、节能、适应性广、经济等优良特性，光固化材料广泛应用于国民经济的众多领域，包括木器涂装、装饰建材涂装、塑料制品涂装、纸张印刷、包装印刷等多种行业。随着技术日益成熟，应用领域不断拓宽，近年行业内企业产能快速扩充，生产规模不断扩大，光引发剂成本及价格呈下滑趋势，但外部环境使得2022年整体市场需求大幅萎缩，终端市场持续疲软，行业供需失衡，市场竞争愈发激烈。

光引发剂行业存在一定技术壁垒，行业集中趋势明显，头部企业份额提升。光引发剂每个品种的生产工艺都涉及多步有机化学反应，相对复杂，存在一定技术壁垒。伴随国内对化工企业环保要求趋于严

格，下游应用领域向高精尖端发展，头部企业扩产提升市场份额，市场竞争愈发激烈，同时光引发剂行业优胜劣汰、兼并重组速度加快，近年久日新材收购常州华钛，强力新材收购长沙新宇，行业市场集中度将不断提升，产能建设将向具有规模优势、成本优势、技术优势的头部企业集中。

光刻胶专用电子化学品行业产品种类多、专用性强，具有较高的技术壁垒和客户认证壁垒，行业集中度较高，但主要被日本、欧美的专业公司垄断，国内厂商主要集中在中低端市场

光刻胶专用电子化学品具有产品种类多、专用性强的特点，相关行业是典型的技术密集型行业，具备较高的技术壁垒。光刻胶专用电子化学品是指生产光刻胶使用的化学原料，包括光刻胶光引发剂、光刻胶树脂、单体（活性稀释剂）和其他助剂。光刻胶光引发剂（包括光增感剂、光致产酸剂等）和光刻胶树脂等专用电子化学品是影响光刻胶性能的最重要原料。光刻胶主要应用于印制电路板（PCB）、显示面板、半导体等领域，在生产工艺技术、测试设备和下游认证等方面均存在较高壁垒，全球供应市场高度集中，主要被日本JSR、东京应化、住友化学等制造商所垄断，我国光刻胶生产主要集中在PCB光刻胶等中低端产品，在政策推动及半导体产业链配套需求提升背景下，国产替代进程逐步推进。

光刻胶专用电子化学品行业具有较高的客户认证壁垒。光刻胶专用电子化学品处于电子信息产业链的最前端，其功能性和产品质量直接对电子元器件/部件的功能和稳定性产生重要影响，进而影响到终端整机产品的性能和质量，因此下游客户对光刻胶专用电子化学品供应商的选择非常谨慎。在确定光刻胶专用电子化学品供应商时，下游客户往往会进行非常严格和复杂的认证程序，对相关供应商的质量水平、研发实力、技术保障和售后服务进行详尽的考察和认证，通常需要1-2年。由于认证成本较高、更换风险较大，下游客户非常重视与其合格供应商建立长期稳定的合作关系，对潜在竞争者形成较高的进入壁垒。

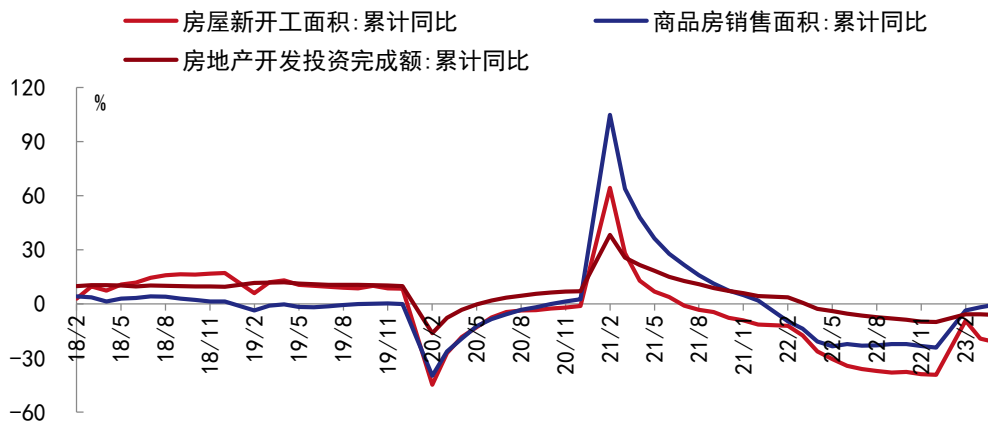
由于光刻胶专用电子化学品品质要求高、供应商转换风险大、认证壁垒高，长期以来主要被日本、欧美的专业公司所垄断，如德国巴斯夫公司、日本黑金化成株式会社和ADEKA公司、台湾优禧股份有限公司等。2002年强力新材成功进入这一领域，填补了国内空白。目前国内厂商仍主要集中于PCB、LCD等领域中低端市场，高端市场对海外厂商依赖度高。

受全球经济增长乏力、消费电子终端市场持续疲软、房地产市场复苏乏力等因素影响，2022年光引发剂及光刻胶专用电子化学品行业需求大幅萎缩，短期内难有明显改善；2022年以来部分化工原料价格波动较大，对光刻胶专用电子化学品生产企业成本控制形成一定压力

受外部环境及国内房地产市场复苏乏力等因素影响，光引发剂市场需求大幅萎缩，终端市场持续疲软。2022年以来受居民收入、信心和预期弱化等因素影响，房地产市场需求萎缩，全年商品房销售面积、房地产开发投资同比分别下降24.3%和10.0%。2023年1-4月房地产未改下降趋势，商品房销售面积、房地产开发投资分别同比下降0.4%和6.2%，但降幅有所收窄。从政策端来看，2023年防风险、促

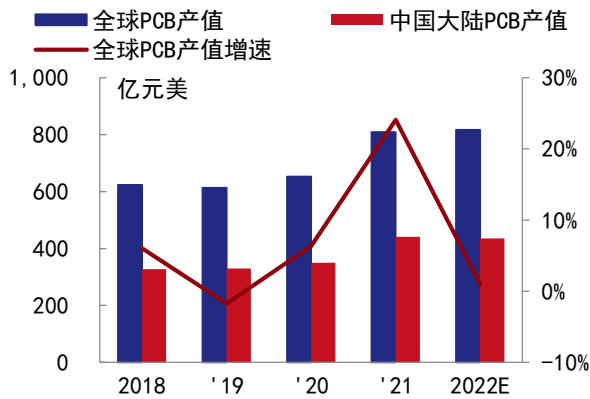
需求，维持房地产行业平稳发展仍是主要目标，但预期修复周期较长，短期内房地产行业复苏乏力对光引发剂产品市场需求形成较大拖累。

图 1 2023 年以来房地产投资继续走弱



数据来源：Wind，中证鹏元整理

受全球经济增长乏力、需求不振影响，PCB、LCD面板行业整体景气度下行。2022年以来，在全球通胀、地缘政治冲突等多重超预期因素冲击影响下，电子行业亦缺乏硬件创新，综合导致整体消费需求低迷，下游需求不足。2022年全球PCB产值增速下滑至1%，且全年呈现景气度逐季下行的趋势，四个季度的同比增速分别为17.80%、8.30%、-2.80%、-14.60%，尤其第四季度面临更为严峻的需求不足和竞争加剧的挑战；Prismark预估2023年全球PCB产值同比将下滑4.1%。同时，2022年全球显示面板市场出货总面积（大尺寸面板+智能手机）约为2.37亿平方米，同比下降4.3%，其中大尺寸LCD面板（电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑）出货面积同比下降5.7%，出货量同比下降9.7%；根据群智咨询的数据，叠加面板价格持续下降，2022年全球显示面板产值同比下滑幅度超过20%。展望2023年，由于全球经济疲软、通货膨胀等因素尚未消散，预计2023年PCB、LCD下游需求仍将承压，待经济形势复苏后形势或将好转，部分领域产能过剩及价格竞争或进一步加剧。但从中长期来看，PCB、LCD面板产值仍将随着全球宏观经济、电子信息产业的整体发展而增长。

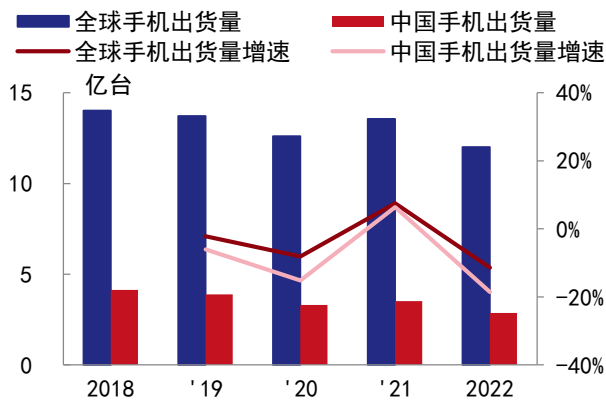
图 2 2022 年全球 PCB 产值增速同比明显下滑


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

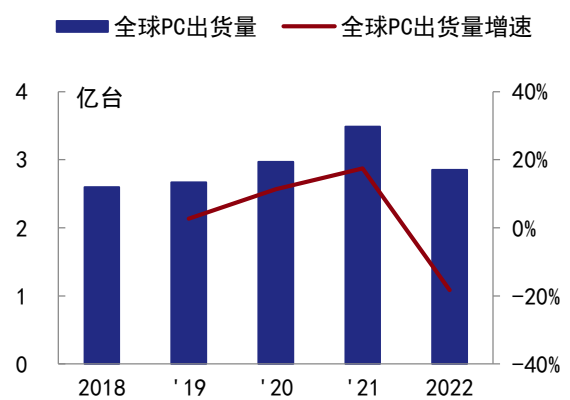
图 3 2022 年全球面板产值同比大幅下降


资料来源：群智咨询，东海证券研究所，中证鹏元整理

消费电子领域需求持续低迷，光刻胶专用电子化学品行业需求短期内难有明显改善。2022 年以来全球手机和个人电脑出货量均大幅下滑，IDC 数据显示，2022 年全球智能手机出货量 12 亿台，其中中国市场出货量 2.86 亿台，同比分别下降 11% 和 19%；Canalys 数据显示，2022 年全球个人电脑出货量 2.85 亿台，同比下降 18%。2023 年以来，经济复苏乏力、地缘冲突、渠道去库存压力等因素继续影响着消费电子市场需求，今年一季度全球智能手机出货量再度下滑，根据 IDC 最新公布的数据，一季度全球智能手机出货量 2.7 亿台，同比下降 15%，二季度智能手机出货量虽仍承压，但下行压力有所缓解。虽然消费电子行业有缓慢回暖的趋势，但目前情况下预计光刻胶专用电子化学品行业需求短期内难有明显改善。

图 4 2022 年全球手机出货量同比明显下降


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图 5 2022 年全球 PC 出货量同比大幅下降


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

光刻胶专用电子化学品的原材料为各种化学品，如苯偶酰、邻苯甲酰、苯甲酸等，原料种类较多，差别较大，大部分为基础化工产品。得益于我国较为完善的化工工业体系，我国化工产品原料品种齐全，一些重要原料具备较大的生产能力和产量，光刻胶专用电子化学品企业可得到较为充足的原料供给。但受外部环境、原油等大宗商品价格波动以及环保政策趋紧等因素影响，2022 年以来部分化工原料价格波动较大，对下游化工产品生产企业成本控制形成一定压力。

由于光刻胶专用电子化学品外销规模较大，主要出口至美国、日本、中国台湾、韩国等境外地区，该等地区有关贸易、环保的政策对行业内企业经营有一定的影响，未来行业仍将面临因出口国家或地区的环保、进口等限制壁垒对行业内企业销售造成不利影响的状况。

五、经营与竞争

公司是国内少数布局光刻胶专用电子化学品的企业之一，具备一定技术和创新优势，产品、生产布局较为多元，主要客户稳定且优质，业务具有一定竞争力；受下游需求大幅萎缩、市场竞争日益激烈等因素影响，2022年公司产品产销量出现下滑，营收规模有所下降，经营呈大幅亏损状态

公司仍主要从事PCB光刻胶专用电子化学品、LCD光刻胶专用电子化学品、半导体光刻胶专用电子化学品等电子材料以及环保光引发剂、UV-LED用光引发剂、树脂、单体等绿色光固化材料的研发、生产及销售。受外部环境以及消费电子终端市场持续疲软、房地产市场复苏乏力等因素影响，自2022年年中开始公司产品下游需求大幅萎缩，全年主要产品销量出现不同程度下滑，2022年公司实现营业收入8.91亿元，同比下降14.22%。分产品看，光刻胶专用电子化学品等电子材料产品销售收入和占比均有下滑，其他用途光引发剂销售收入和占比有所提升，主要系2021年12月起长沙新宇并表所致。

毛利率方面，受下游需求萎缩、部分原材料价格上涨、市场竞争日益激烈、销量下降使得单位固定成本增加等因素影响，公司销售毛利率持续下滑。2023年一季度，公司下游需求未有好转，当期实现营业收入1.86亿元，同比下降31.71%，销售毛利率进一步下滑至25.88%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
PCB光刻胶光引发剂	0.36	19.10%	26.49%	1.65	18.47%	28.89%	2.16	20.77%	38.43%
PCB光刻胶树脂	0.18	9.43%	-4.42%	0.98	11.01%	6.80%	1.30	12.48%	1.60%
LCD光刻胶光引发剂	0.45	24.35%	61.33%	1.63	18.33%	56.24%	2.28	21.93%	60.09%
半导体光刻胶光引发剂	0.13	7.09%	26.55%	0.50	5.59%	45.07%	0.64	6.15%	41.91%
其他用途光引发剂	0.56	30.32%	9.74%	3.08	34.56%	23.28%	2.93	28.21%	25.80%
化工原料贸易	0.14	7.66%	16.87%	0.82	9.16%	15.36%	0.83	7.98%	17.86%
其他化合物	0.03	1.64%	6.59%	0.20	2.25%	-11.79%	0.18	1.75%	10.19%
其他业务	0.01	0.40%	15.57%	0.05	0.61%	20.99%	0.08	0.72%	31.84%
合计	1.86	100.00%	25.88%	8.91	100.00%	28.23%	10.39	100.00%	33.05%

注：其他用途光引发剂主要是指环保光引发剂、UV-LED用光引发剂、树脂、单体等绿色光固化材料产品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具备一定技术和创新优势，产品种类多样，受下游市场需求大幅萎缩等因素影响，2022年主要产品产销量均有下滑；公司与国际知名光刻胶生产企业保持稳定的合作关系，客户资源优质

公司具备一定技术和创新优势。公司是国内少数有能力深耕光刻胶专用电子化学品领域的国家火炬

计划重点高新技术企业，所处行业技术壁垒高，公司研发、生产和检测技术具有一定竞争力，产品种类多样，涉及PCB、LCD、半导体光刻胶专用电子化学品等电子材料和绿色光固化材料（主要是UV涂料、油墨、胶黏剂、3D打印等用途的关键原材料），终端广泛应用于消费电子、家用电器、信息通讯、木器涂装、塑料制品涂装、装饰建材涂装等多种行业。面对PCB、LCD以及半导体制造等下游产业技术不断升级换代的特点，公司仍需要持续进行研发投入，不断推出新产品以适应市场需求，同时也可能面临一定研发结果不及预期的风险。公司一直注重技术开发，2020年公司全国工商联科技创新项目被评为A+，2021年获得中国感光学会科学技术进步奖一等奖，2022年平板显示用光引发剂产品获得“中国石油和化学工业联合会”科技进步一等奖。截至2022年末，研发人员数量为184人，占公司总人数的16.48%，同比有所下降；2022年公司研发投入金额0.94亿元，同比有所增长，占当期营业收入的比例提高至10.62%。

公司通过深耕存量大客户，强化与大客户的技术交流，PCB光刻胶光引发剂和PCB光刻胶树脂销量具备一定规模，但受宏观经济环境影响下游需求不足，2022年产销量明显缩减，销售收入分别为1.65亿元和0.98亿元，均同比下降24%左右。在主要原材料价格上涨情况下，相关产品价格整体有所提升，但在市场竞争日益激烈背景下，公司PCB光刻胶光引发剂价格提升有限，叠加销量下滑使得单位固定成本增加，该产品毛利率仍明显下滑。2022年公司PCB光刻胶树脂产品毛利率有所提升；2023年一季度，由于产量较小导致单位成本摊销增加，PCB光刻胶树脂产品毛利率下滑为负值。

公司LCD光刻胶光引发剂系列产品打破了BASF等跨国企业对该类产品的垄断，已获得国内、外国多项发明专利。近年LCD产业链持续向我国大陆转移，LCD光刻胶市场国产替代率逐步提升，但是下游市场竞争日趋激烈，同时LCD面板价格下降，使得公司LCD光刻胶光引发剂销售价格呈下滑趋势，叠加终端产品需求不足使得销量明显下降，2022年该产品实现销售收入1.63亿元，同比下降28.31%，毛利率仍维持较高水平。

随着市场逐步开拓，公司半导体光刻胶光引发剂产品客户认证工作有序开展，但认证所需时间较长，整体业务规模仍较小。目前全球半导体光刻胶市场主要被日本和美国公司垄断，国产替代率仍较低，受下游需求下降，同时部分外销客户出于产业安全性考虑减少对我国大陆供应商的采购，对公司业务开拓造成不利影响，2022年公司半导体光刻胶光引发剂销量下滑，销售收入同比下降22.12%，受益于公司自身技术进步等因素，半导体光刻胶光引发剂价格和毛利率有所提高。2023年一季度，公司半导体光刻胶光引发剂产品产量下降，单位固定成本较高，拉低了半导体光刻胶光引发剂产品毛利率。

其他用途光引发剂主要应用于UV涂料、油墨、胶黏剂、3D打印等领域，主要由子公司佳英感光 and 长沙新宇负责生产和销售，其中长沙新宇系2021年12月并表。受房地产市场复苏乏力等因素影响，2022年年中开始产品市场需求明显下降，整体处于供过于求状态，公司全年销量同比下滑10.46%；在部分原材料价格上涨带动下，同期销售价格明显提升，收入同比增长5.11%，但毛利率持续下滑。2023年一季度，相关产品下游市场仍未有改善迹象，公司采取降价策略维持市场占有率，产品毛利率大幅下滑。

公司产品产销率整体仍维持在较高水平。2021年公司半导体光刻胶光引发剂产品出于消化库存考虑，产量大幅缩减，2022年公司基于市场开拓情况提高产量，使得该产品产销率下降至86.31%，同期其他产品产销率均保持在90%以上，整体维持较高水平。

表3 公司主要产品产销情况（单位：吨，万元/吨）

产品	指标	2022年	2021年	同比增减
PCB 光刻胶光引发剂	销量	877.34	1,221.23	-28.16%
	产量	848.00	1,244.18	-31.84%
	产销率	103.46%	98.16%	5.30%
	销售均价	18.76	17.66	6.24%
PCB 光刻胶树脂	销量	2,445.81	3,671.55	-33.38%
	产量	2,419.50	3,783.79	-36.06%
	产销率	101.09%	97.03%	4.06%
	销售均价	4.01	3.53	13.67%
LCD 光刻胶光引发剂	销量	74.55	101.18	-26.32%
	产量	78.65	98.10	-19.83%
	产销率	94.79%	103.14%	-8.35%
	销售均价	219.10	225.18	-2.70%
半导体光刻胶光引发剂	销量	36.20	48.83	-25.87%
	产量	41.94	25.03	67.56%
	产销率	86.31%	195.09%	-108.78%
	销售均价	137.53	130.92	5.05%
其他用途光引发剂	销量	5,916.65	6,607.57	-10.46%
	产量	6,424.91	6,398.27	0.42%
	产销率	92.09%	103.27%	-11.18%
	销售均价	5.21	4.43	17.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品外销占比在四成左右，面临一定汇率波动风险。2022年公司销售模式未发生变化，仍采取直销与经销相结合的销售方式，其中直销模式的客户以国际知名光刻胶生产企业为主，经销模式的客户为贸易商，为买断式销售。从销售区域看，2022年公司境内、境外销售收入占比分别为59.98%、40.02%，与上年基本保持一致。销售结算方面，公司外销主要采用美元结算，2022年确认汇兑损失176.81万元，同比有所下降，需持续关注公司面临的汇率波动风险。

公司客户资源稳定且优质。因光刻胶专用电子化学品存在较高的客户认证壁垒，公司的合格供应商资格较为长期和稳定。公司主要客户包括长兴材料、日立化成、旭化成、住友化学、JSR、TOK、三菱化学、LGC、三星SDI等全球知名光刻胶生产商。公司与这些客户合作多年，在新产品研发和产业化方面建立了良好的合作关系。2022年公司前五大客户保持稳定，销售金额合计占营业收入的比重为25.38%，同比有所下降，主要系客户需求下滑所致。整体来看，公司客户集中度不高，与主要大客户保持稳定的

合作关系，有利于业务的持续拓展。

公司生产布局具有多样性，2022年整体产能较为稳定，受下游市场需求收缩影响，电子材料产品整体产能利用率下滑至较低水平；公司在建产能规模较大，未来新增产能消化存在较大不确定性，且存在资本支出压力

公司生产布局多元，2022年产能保持稳定，但电子材料产品整体产能利用率下滑至较低水平。公司生产基地分布于常州、绍兴、泰兴和长沙，具有区域多元性。2022年除个别产线因设备老旧拆除使得产能小幅下降外，各类产品产能基本保持稳定。产能利用率方面，公司电子材料产品工艺要求较高，设备多为专用设备，不具有通用性，且产品种类较多，部分通用设备在产品切换时需经过清洗等环节，因此产能利用率较为一般。跟踪期内，受下游需求减弱影响，公司PCB光刻胶光引发剂、PCB光刻胶树脂、LCD光刻胶光引发剂产能利用率均下滑至较低水平；而公司基于市场开拓情况提高半导体光刻胶光引发剂产量，该产品产能利用率明显提升，但产能利用水平仍较一般。公司其他用途光引发剂产能利用情况尚可，2022年产能利用率为82.90%。

表4 公司主要产品产能利用情况（单位：吨）

产品	指标	2022年	2021年	同比增减
PCB 光刻胶光引发剂	年末产能	2,017.00	2,100.00	-3.95%
	产量	848.00	1,244.18	-31.84%
	产能利用率	42.05%	59.25%	-17.20%
PCB 光刻胶树脂	年末产能	6,600.00	6,600.00	0.00%
	产量	2,419.50	3,783.79	-36.06%
	产能利用率	36.66%	57.33%	-20.67%
LCD 光刻胶光引发剂	年末产能	180.00	180.00	0.00%
	产量	78.65	98.10	-19.83%
	产能利用率	43.69%	54.50%	-10.81%
半导体光刻胶光引发剂	年末产能	80.00	80.00	0.00%
	产量	41.94	25.03	67.56%
	产能利用率	52.43%	31.29%	21.14%
其他用途光引发剂	年末产能	7,750.00	8,000.00	-3.13%
	产量	6,424.91	6,398.27	0.42%
	产能利用率	82.90%	79.98%	2.92%

注：上表产能利用率系根据全年产量/年末产能计算得出，由于长沙新宇系 2021 年 11 月并表，增加了其他用途光引发剂 2021 年末产能，导致该年计算得出的其他用途光引发剂产能利用率较实际低。

资料来源：公司提供

公司在建产能规模较大，存在新增产能消化风险及资本支出压力。近年为了丰富产品种类，完善产品结构，巩固行业地位，公司持续加大生产线投资，主要包括本期债券募投项目、年产2万吨高性能UV-LED绿色涂料项目等，产品多为公司现有业务产品的升级，但后续市场开拓存在一定不确定性。公司主要在建项目预计总投资额达19.58亿元，截至2023年3月末已完成投资10.90亿元，后续尚需投资8.68

亿元，持续大规模的资本性支出带来一定的资金压力。受外部环境影响，本期债券募投项目等部分在建项目建设进度有所延后。2023年下半年，公司部分在建项目有望完工投产，将有利于优化公司产品结构，提升产品供应能力，可为公司带来一定增量收入，但考虑到目前主要产品下游市场需求下降、电子产品产业链更新升级较快、公司在建产能规模较大等因素，未来新增产能消化和预期收益的实现存在较大不确定性。

表5 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资金额
强力光电-年产 12,000 吨环保型光引发剂及年产 50,000 吨 UV-LED 高性能树脂等相关原材料及中试车间项目（本期债券募投项目）	109,748.00	61,857.73
格林长悦-年产 2 万吨高性能 UV-LED 绿色涂料项目	23,175.00	3,035.59
长沙新宇-二期 7000t/a 光引发剂扩建工程项目	21,485.00	13,839.93
力得尔-新建 3050t/a 光刻胶电子专用配套材料项目	13,160.00	3,197.32
先先化工-OLED 车间建设项目	13,147.89	13,023.83
强力新材-新型纤维复合材料、配套仓储项目	5,726.16	5,507.72
佳凯电子-佳英感光—新建年产 10,000 吨电子感光材料及中间体深加工项目	5,500.00	4,835.05
强力先端-11 车间 K 项目建设	2,820.00	2,671.70
力得尔-JSR 项目建设和运营	1,040.00	1,003.90
合计	195,802.05	108,972.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料为各种化学品，2022 年部分原材料价格上涨，对公司盈利造成一定侵蚀，需关注原材料价格波动风险，且面临一定安全环保风险；化工原料贸易业务有利于增加公司与客户的粘性，2022 年业务收入基本稳定

公司原材料为各种化学品，2022年部分原材料价格上涨，对盈利造成一定侵蚀。2022年公司采购模式未发生重大变化，主要采购原材料为苯甲醛、邻苯甲酰苯甲酸、苯甲酰氯、三羟甲基丙烷等各种化工产品，市场供应较充足，公司主要从国内市场采购，价格随行就市。2022年原材料成本占营业成本比重为52.23%，同比有所下降，主要系产量下降导致固定成本占比提高所致。受原油等大宗商品价格上涨以及环保政策趋严等因素影响，公司部分原材料价格上涨，由于主要客户为世界知名企业，公司对其议价能力相对较弱，原材料成本上涨未能有效传导至下游，对公司盈利造成一定挤压，需关注原材料价格波动及对公司盈利能力的影响。

采购对象方面，公司对主要原料建立了稳定的供应体系，与主要供应商保持较为稳定的合作关系。2022年公司前五大供应商采购金额占比为23.42%，较上年小幅提升，供应商集中度仍较低。

公司面临一定安全环保风险。公司的化学品原料具备易燃、易爆与腐蚀性，在生产过程中可能存在发生安全事故的风险，影响公司的生产经营，并可能造成一定的经济损失。同时，公司产品在生产过程中会产生废气、废水、固体废弃物等污染物，目前环保监管趋严，如果公司不能通过提升环保投入、工

艺改进等措施满足国家排放标准和环保要求，则可能面临相应处罚，进而对生产经营产生重大不利影响。

公司的化工原料贸易业务主要是为下游光刻胶生产商等客户提供配套化工原料的采购服务。光刻胶生产商在生产中除了需要公司生产的光引发剂、感光树脂等产品外，还需要使用其他多种化工原料，其中部分原料的采购量虽小，但对品质、包装、物流的要求较高；且光刻胶生产商等客户对供应商的认证周期较长、认证指标严格，通过公司采购部分配套材料减少了其对相关原材料供应商的开发成本。公司在化工原料贸易方面具备一定的规模采购优势，通过化工原料贸易业务为客户提供更全面和便捷的配套服务，有利于增加公司与客户的粘性，2022年公司化工原料贸易业务收入同比较为稳定，毛利率小幅下滑至15.36%。

六、财务分析

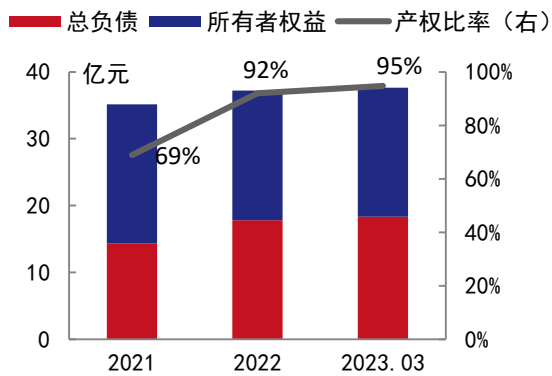
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告和未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围新增1家子公司，无减少子公司，详见表1。

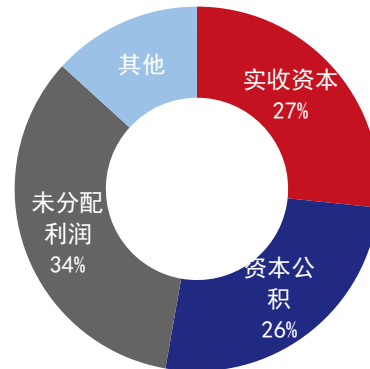
资本实力与资产质量

2022年公司资产规模有所增长，但增量基本来自债务融资，且资产主要集中于生产厂房、机器设备及扩产项目建设投入；跟踪期内下游市场需求大幅萎缩使得公司计提各类资产及商誉减值损失规模较大，未来仍面临资产减值风险

由于产能新建、扩建等资本性支出需求较大，以及补充日常运营资金，2022年公司加大银行借款融资规模，年末总负债同比有所增长较快；公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，受经营亏损影响，公司所有者权益小幅下降，对负债的保障程度有所减弱。

图 6 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司生产经营的厂房建设及设备购置投入规模较大，且近年投资扩产项目较多，随着本期债券募投项目、OLED 车间建设项目等持续投入及完工工程陆续转入固定资产，公司固定资产和在建工程规模较大且持续增长，系公司最主要的资产，2022 年末固定资产中房屋及建筑物 5.66 亿元、机器设备 3.51 亿元；截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投资 8.68 亿元，预计房产和机器设备资产仍将持续增长。

2022 年末公司存货主要为原材料（1.43 亿元）、在产品 and 半成品（0.78 亿元）以及库存商品（1.84 亿元），由于下游需求下降，公司存货周转效率下滑，库存商品规模同比有所增长，使得年末存货同比增长 12.39%，对营运资金占用加大；2022 年公司确认存货跌价损失 0.18 亿元，同比明显增加，截至年末累计计提存货跌价准备 0.25 亿元，需求萎缩状况下公司面临的存货跌价风险有所加大。

随着投资扩产项目建设持续投入，以及期限超过 1 年的大额存单转入其他非流动资产科目，2022 年末公司现金类资产规模同比有所减少，其中货币资金受限规模较小（0.31 亿元），交易性金融资产为购买的银行理财产品。公司客户资质较好，业务回款周期尚可，2022 年下游需求不振导致公司营业收入下滑，应收账款规模有所下降；账龄方面，年末公司应收账款账龄基本在 1 年以内，0.25 亿元款项存在逾期情况，多逾期 3 个月以内，公司已累计计提坏账准备 0.10 亿元，2022 年计提坏账损失 0.02 亿元。总体来看，公司客户资信情况良好，应收账款坏账损失风险相对可控，但对营运资金形成一定占用。

其他资产方面，公司一年内到期的非流动资产主要系短期内到期的大额存单；无形资产主要为土地使用权和专利技术特许使用权；公司商誉规模较大，主要来自对佳凯电子、佳英感光、先先化工、长沙新宇等子公司的收购，2022 年受相关产品下游需求明显下降影响，佳凯电子及佳英感光业绩不达预期，先先化工、长沙新宇业绩亏损扩大，公司合计计提商誉减值损失 0.56 亿元；此外，公司固定资产、无形资产（专利技术特许使用权）、在建工程合计计提资产减值损失 0.27 亿元。截至目前公司下游市场仍未明显好转，如果未来公司所处行业及下游市场等方面表现持续疲软，公司将出现业绩继续下滑的风险，公司仍存在资产减值风险。

截至2022年末，公司使用受限资产合计1.48亿元，其中货币资金0.31亿元、应收票据0.09亿元、固定资产0.32亿元、无形资产0.16亿元及其他非流动资产0.60亿元，合计占总资产的3.98%。

表6 2022年末公司商誉情况（单位：亿元）

形成商誉的事项	2022年计提商誉减值准备	累计计提商誉减值准备	2022年末商誉余额
非同一控制企业合并佳凯电子、佳英感光	0.35	0.45	1.36
非同一控制企业合并先先化工	0.15	0.15	0.01
非同一控制企业合并长沙新宇	0.06	0.06	0.01
非同一控制企业合并强力实业	0.00	0.00	0.04
非同一控制企业合并日本 TRONLY	0.00	0.00	0.02
合计	0.56	0.66	1.43

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.28	8.71%	3.69	9.92%	4.79	13.61%
交易性金融资产	2.45	6.51%	3.01	8.10%	6.30	17.91%
应收账款	1.14	3.04%	1.21	3.26%	1.93	5.49%
存货	3.88	10.29%	4.08	10.96%	3.63	10.33%
一年内到期的非流动资产	1.70	4.51%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动资产合计	13.24	35.17%	12.63	33.94%	17.51	49.81%
固定资产	9.50	25.23%	9.44	25.37%	7.23	20.56%
在建工程	7.50	19.91%	6.56	17.63%	4.48	12.74%
无形资产	1.82	4.82%	1.84	4.94%	2.05	5.84%
商誉	1.43	3.80%	1.43	3.85%	1.99	5.65%
其他非流动资产	2.95	7.84%	4.07	10.93%	0.50	1.42%
非流动资产合计	24.41	64.83%	24.58	66.06%	17.65	50.19%
资产总计	37.66	100.00%	37.21	100.00%	35.16	100.00%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

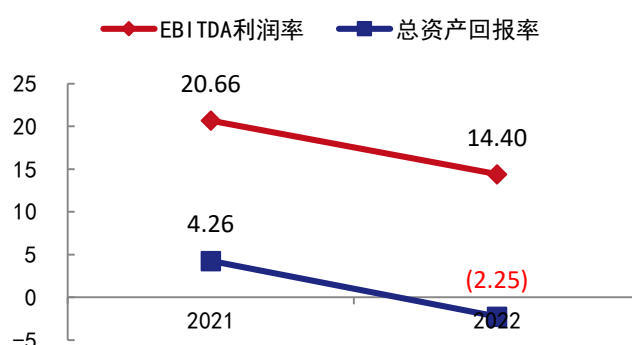
2022年下游需求大幅萎缩使得公司营业收入有所下降，计提资产减值及存货跌价准备规模较大，叠加期间费用持续增长，严重侵蚀公司利润，当期经营出现大幅亏损，盈利能力有所下滑；2023年一季度下游市场未有明显好转，公司营收和利润同比大幅下滑

公司收入主要来自于光刻胶专用电子化学品及绿色光固化材料等产品，受宏观经济环境影响，终端电子产品消费疲软、房地产市场复苏乏力等因素使得公司产品需求萎缩，产销量明显下降，2022年营业收入同比下降14.22%，销售毛利率亦有所下滑。同时，公司计提大规模商誉减值损失、存货跌价准备等

各类减值损失合计1.02亿元，严重侵蚀公司利润；叠加人员薪酬支出增加、新转固厂房尚未投产导致折旧费用增加、银行贷款增长下财务费用明显增加等综合使得期间费用同比增长43.24%，期间费用率大幅攀升至28.82%，当期净利润由正转负且大幅亏损1.25亿元，EBITDA利润率同比有所下滑，总资产回报率降为负值，公司盈利能力有所下滑。

2023年一季度，公司实现营业收入1.86亿元，同比下降31.71%，销售毛利率进一步下滑至25.88%，净利润同比大幅下滑且小幅亏损。2023年下半年，公司部分在建扩产项目有望完工投产，将有利于优化公司产品结构，提升产品供应能力，预计可为公司带来一定增量收入。但目前公司产品下游需求仍未明显好转，且在建扩产项目规模仍较大，若新增产能消化不及预期，短期内公司盈利能力或难有明显改善。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年公司经营活动现金流表现尚可，但持续大规模资本性支出对外部融资较为依赖，使得总债务规模持续增长，财务杠杆水平有所提升，偿债指标明显弱化，债务压力加大

2022年随着在建扩产项目建设资金需求加大，公司增加银行贷款进行融资，年末债务规模快速增长至13.64亿元，占总负债的比重亦有提高。债务结构方面，公司债务多为长期债务，银行借款以信用借款为主，其中短期借款主要用于补充营运资金，若未来流动性贷款续贷受阻，公司将面临一定偿债压力；长期借款主要用于扩产项目建设，含部分抵押借款；应付债券系本期债券，期限较长并存在转股的可能；此外，公司还开具了一定规模的银行承兑汇票以支付供应商款项，偿付时间刚性。其他负债方面，公司应付账款主要系应付供应商采购款，规模较为稳定；其他应付款主要为应付长沙新宇股权收购款，随着款项逐步支付，规模有所减少；递延收益为获得的政府补助，规模略有增长。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.65	14.48%	3.86	21.66%	2.46	17.13%
应付账款	1.76	9.63%	2.00	11.21%	1.69	11.75%
应付票据	0.49	2.65%	0.38	2.12%	0.55	3.81%
其他应付款	0.47	2.56%	0.47	2.62%	1.20	8.37%
一年内到期的非流动负债	0.12	0.68%	0.15	0.84%	0.03	0.19%
流动负债合计	5.69	31.06%	7.24	40.62%	6.40	44.61%
长期借款	4.25	23.21%	2.30	12.92%	0.10	0.67%
应付债券	7.06	38.52%	6.93	38.87%	6.52	45.41%
递延收益-非流动负债	0.99	5.39%	1.00	5.59%	0.89	6.20%
非流动负债合计	12.63	68.94%	10.59	59.38%	7.95	55.39%
负债合计	18.32	100.00%	17.83	100.00%	14.35	100.00%
总债务合计	14.58	79.58%	13.64	76.47%	9.67	67.38%
其中：短期债务	3.26	17.81%	4.39	24.62%	3.03	21.13%
长期债务	11.31	61.77%	9.25	51.86%	6.64	46.26%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司产品销售回款表现有所好转，应收账款规模同比下降，经营活动现金流净额有所增长，但由于盈利能力有所下滑，公司经营活动现金生成能力大幅下降，且下游需求下滑情况下库存有所增长，存货周转效率降低，营运资金管理相对较弱。同时公司持续进行较大规模资本性投入，投资活动现金净流出规模进一步扩大，公司通过银行借款融资以平衡资金需求。

财务杠杆方面，随着债务规模大幅增长，公司资产负债水平有所提高，叠加盈利能力有所下滑，公司净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务等偿债指标明显弱化，偿债压力加大。

表9 公司杠杆状况指标（单位：亿元）

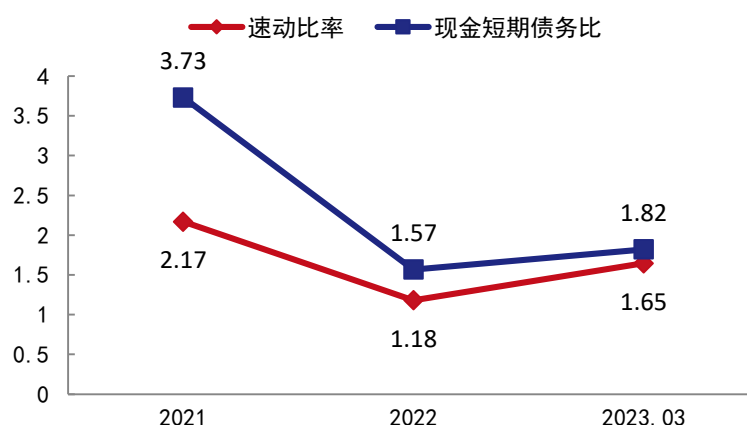
项目	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	0.01	1.43	1.05
FFO	--	0.45	1.45
资产负债率	48.64%	47.92%	40.81%
净债务/EBITDA	--	5.45	-0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	2.69	7.59
总债务/总资本	42.98%	41.30%	31.72%
FFO/净债务	--	6.44%	-103.63%
经营活动净现金流/净债务	0.09%	20.42%	-74.70%
自由现金流/净债务	-18.05%	-51.00%	195.53%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于公司一年以上大额存单转入长期非流动资产科目，流动资产规模明显下降，同时存货规模相对

较大，叠加短期债务增长，速动比率和现金短期债务比快速下滑，现金类资产对短期债务的保障程度下降。截至2022年末，公司尚未使用的授信额度为5.30亿元，可为公司提供一定流动性支持。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平无重大负面影响，但公司面临一定安全生产和环保风险

环境因素

过去一年公司未发生环境污染事故或纠纷，未因环境保护问题受到行政处罚。公司生产过程中产生的污染物主要是废水、废气、固体废弃物等，每年均有投入一定的环保设备和费用开支，近年国家环保政策趋严，若公司未能及时根据最新环保要求更新设备或优化生产工艺，可能会面临环保处罚，因此公司面临一定环保风险。

社会因素

公司的化学品原料具备易燃、易爆与腐蚀性，在生产过程中存在一定的安全生产隐患，可能存在发生安全事故的风险。过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、安全生产问题受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。

公司治理

跟踪期内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违规事项。

2023年3月，公司独立董事周少雄、副总裁秦小隼先后辞职。周少雄的辞职未导致公司独立董事成员或公司董事会人数低于法定人数，未影响公司董事会的正常运作，公司暂未增补独立董事人选。

组织架构方面，2022年6月，为明确职责划分，提高公司管理水平，进一步完善公司治理结构，公司对组织架构进行调整如下：1、信息管理部并入运营管理部；2、工程技术中心并入研究院；3、人力资源中心更名为人才发展中心。2023年3月，公司对组织架构进一步做出调整：运营管理部 and 行政管理部合并，成立总裁办公室，原有职责不变，增加项目申报职责；总裁办公室、人才发展中心由总裁直管。调整后的组织架构图详见附录三。

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6月12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2023年6月15日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司是国内少数有能力深耕光刻胶专用电子化学品领域的国家火炬计划重点高新技术企业，产品主要为下游光刻胶企业生产所需的原材料以及绿色光固化材料产品，公司生产基地分布于常州、绍兴、嘉兴和长沙四地，产品种类多样，因行业技术壁垒较高，且存在较高的客户认证壁垒，公司与长兴材料、日立化成、旭化成、住友化学、JSR等全球知名光刻胶生产企业保持稳定的合作关系，有利于业务的持续拓展。目前公司在建产能规模较大，且产品多为公司现有业务产品的升级，未来完工投产将进一步优化公司产品结构，提升产品供应能力。

但我们也关注到，受下游需求大幅萎缩等因素影响，2022年公司产品产销量明显下滑，营业收入有所下降，经营业绩大幅亏损；2023年一季度下游市场未有明显好转，公司营收和利润同比大幅下滑，呈小幅亏损状态；公司整体产能利用率较低，目前在建产能规模较大，存在新增产能消化风险和资本支出压力，且目前商誉规模较大，仍面临商誉减值风险；公司产品生产所需原材料为各种化学品，具备易燃易爆与腐蚀性，可能存在发生安全和环保事故的风险，同时面临原材料价格波动风险。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“强力转债”的信用等

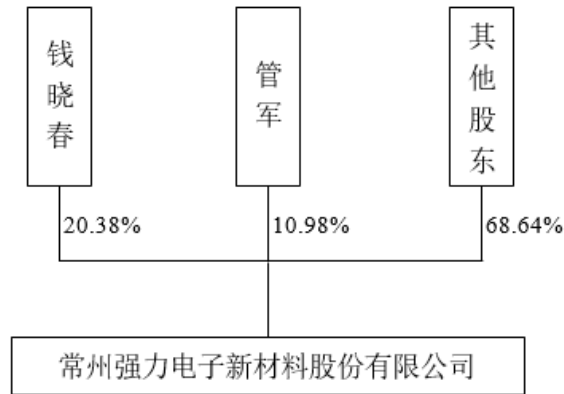
级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.28	3.69	4.79	6.65
存货	3.88	4.08	3.63	2.58
流动资产合计	13.24	12.63	17.51	16.90
固定资产	9.50	9.44	7.23	4.00
在建工程	7.50	6.56	4.48	3.21
非流动资产合计	24.41	24.58	17.65	13.27
资产总计	37.66	37.21	35.16	30.17
短期借款	2.65	3.86	2.46	1.12
应付票据及应付账款	2.25	2.38	2.23	0.72
流动负债合计	5.69	7.24	6.40	2.33
长期借款	4.25	2.30	0.10	0.49
应付债券	7.06	6.93	6.52	6.10
非流动负债合计	12.63	10.59	7.95	7.92
负债合计	18.32	17.83	14.35	10.26
总债务	14.58	13.64	9.67	7.73
所有者权益	19.34	19.38	20.81	19.92
营业收入	1.86	8.91	10.39	7.76
营业利润	-0.01	-1.01	1.31	1.06
净利润	-0.02	-1.25	1.11	0.90
经营活动产生的现金流量净额	0.01	1.43	1.05	2.10
投资活动产生的现金流量净额	-0.76	-5.77	-2.50	-7.76
筹资活动产生的现金流量净额	0.85	3.29	0.62	8.01
财务指标（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	--	1.28	2.15	1.82
FFO	--	0.45	1.45	1.29
净债务	8.69	6.99	-1.40	-4.09
销售毛利率	25.88%	28.23%	33.05%	37.50%
EBITDA 利润率	--	14.40%	20.66%	23.44%
总资产回报率	--	-2.25%	4.26%	4.23%
资产负债率	48.64%	47.92%	40.81%	33.99%
净债务/EBITDA	--	5.45	-0.65	-2.24
EBITDA 利息保障倍数	--	2.69	7.59	21.32
总债务/总资本	42.98%	41.30%	31.72%	27.97%
FFO/净债务	--	6.44%	-103.63%	-31.69%
速动比率	1.65	1.18	2.17	6.14
现金短期债务比	1.82	1.57	3.73	10.47

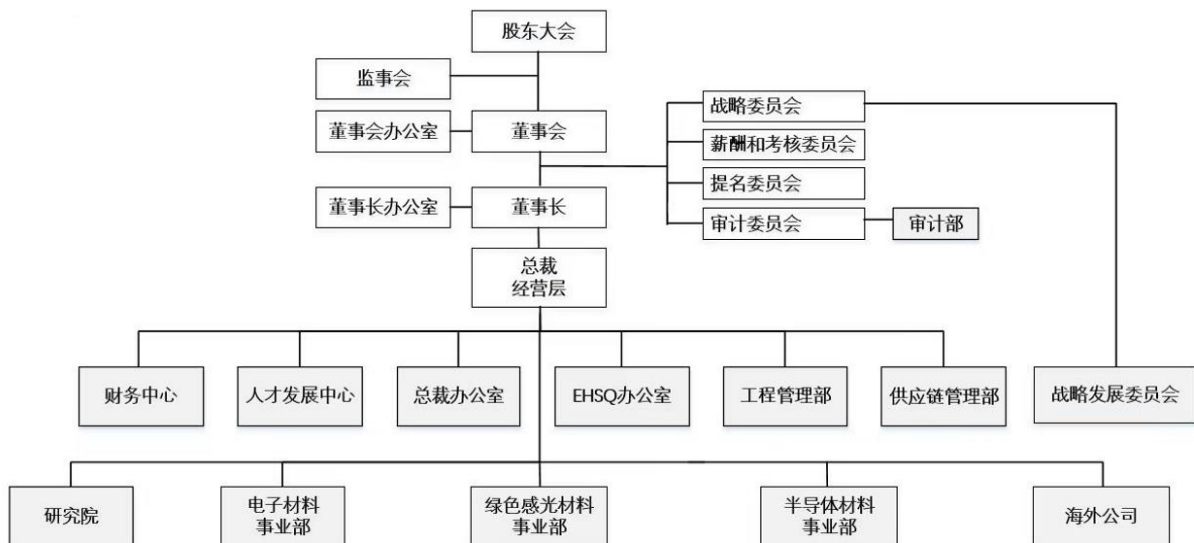
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务
常州强力先端电子材料有限公司	100%	LCD 光刻胶光引发剂、PCB 光刻胶光引发剂和树脂、半导体光刻胶光引发剂的研发和生产
常州强力光电材料有限公司	100%	光固化材料光引发剂及树脂的研发、生产
常州格林长悦涂料有限公司	100%	化工原料及产品（除危险品）的研发和销售等
常州春懋国际贸易有限公司	100%	销售、贸易业务
绍兴佳英感光材料科技有限公司	100%	有机化工中间体、安息香双甲醚、二苯甲酮的研发和生产
绍兴佳凯电子材料有限公司	100%	对外投资
泰兴先先化工有限公司	99%	LCD 光刻胶光引发剂、PCB 光刻胶光引发剂和树脂、半导体光刻胶光引发剂的研发和生产
常州强力科技产业园有限公司	100%	园区管理服务等
益信企业有限公司（香港）	100%	境外贸易业务
常州强力昱镭光电材料有限公司	52.95%	OLED 有机材料、OLED 封装材料及原材料化学品的研发和生产
常州力得尔电子新材料有限公司	100%	电子专用材料及塑料制品的研发、制造及销售
深圳力得尔电子新材料有限公司	100%	电子专用材料的研发和销售等
长沙新宇高分子科技有限公司	100%	新材料及相关技术生产、销售、研发，无机酸、无机盐、非水性涂料、油墨及类似产品制造等
南通新昱化工有限公司	100%	化工产品生产及销售等
常州强力投资发展有限公司	100%	投资活动

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+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+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+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：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。

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。