

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2022】第 Z【1134】号

广州鹿山新材料股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司拟发行的广州鹿山新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 A+。


如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二二年九月十六日





广州鹿山新材料股份有限公司2022年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：

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com



广州鹿山新材料股份有限公司 2022年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	2022-09-19



中证鹏元评定广州鹿山新材料股份有限公司（以下简称“鹿山新材”或“公司”，股票代码“603051.SH”）主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，评定公司本次拟公开发行不超过 52,420.00 万元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A+。该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。

上述等级的评定是考虑到公司热熔胶粒产品具有竞争优势，胶膜产品处于优质赛道，公司成功上市使得资本实力有所提升，丰富了融资渠道；同时中证鹏元也关注到，公司盈利能力受原材料价格波动影响较大，供应商集中度较高，应收款项大幅增长，对营运资金占用较大，经营活动现金流表现较弱，且面临一定的债务压力和较大的资金压力等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 52,420.00 万元（含）
 发行期限：6 年
 偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息
 发行目的：拟用于建设太阳能电池封装胶膜扩产项目；补充流动资金
 增信方式：保证担保
 担保主体：实际控制人汪加胜、韩丽娜

未来展望

随着公司不断扩大产能，公司在热熔粘接材料行业竞争优势将有所加强，近年来下游光伏行业景气度良好，公司营业收入有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.6	2021	2020	2019
总资产	21.27	13.66	9.66	7.34
归母所有者权益	13.18	7.55	6.42	5.27
总债务	6.18	5.03	2.24	1.41
营业收入	13.10	16.93	10.12	7.95
净利润	0.77	1.13	1.16	0.72
经营活动现金流净额	-5.36	0.12	0.18	0.55
销售毛利率	13.10%	14.81%	22.68%	20.67%
EBITDA 利润率	-	10.31%	15.92%	13.02%
总资产回报率	-	11.72%	16.76%	12.30%
资产负债率	38.02%	44.70%	33.53%	28.24%
净债务/EBITDA	-	0.11	-0.67	-1.58
EBITDA 利息保障倍数	-	13.83	39.96	19.82
总债务/总资本	31.91%	39.96%	25.86%	21.08%
FFO/净债务	-	682.81%	-121.49%	-49.94%
速动比率	1.66	1.46	1.77	2.27
现金短期债务比	1.08	1.18	1.59	2.31

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：袁媛
 yuany@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢
 hejh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



优势

- 公司热熔胶粒产品具有竞争优势，胶膜产品处于优质赛道。公司核心产品之一的功能性聚烯烃热熔胶粒下游应用广泛且需求稳健增长，公司为该细分行业龙头，具备一定技术实力和竞争优势；另一核心产品太阳能电池封装胶膜下游光伏组件行业需求旺盛，带动收入增长较快。
- 公司成功上市使资本实力有所提升，丰富了融资渠道。受益于公司于 2022 年 3 月完成公开发行股票募资，叠加公司自身经营积累，公司资本实力有所提升，融资渠道进一步丰富。

关注

- 光伏行业需求阶段性波动或将使公司面临一定的周期性经营波动风险。尽管当前光伏行业发展环境优良，但未来光伏装机容量的宏观调控政策和措施发生不利变化时，公司将面临一定的周期性经营波动风险；此外，公司太阳能电池封装胶膜产品市场占有率低，若光伏行业发展不及预期，公司将面临行业竞争加剧及产品价格下行风险。
- 公司盈利能力受原材料价格波动影响较大，供应商集中度较高。公司主要原材料为聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）和聚烯烃弹性体（POE），原材料占公司主营业务成本的比重高，原材料市场价格上涨使公司毛利率下降，公司成本控制压力较大，未来可能对公司盈利产生不利影响；同时，公司采购集中度较高，存在对主要供应商依赖度较高的风险。
- 应收款项大幅增长，对营运资金占用较大，经营活动现金流表现较弱。公司产品销售回款周期较长，采购付款结算账期较短，上下游存在明显账期差，近年应收款项余额占当期营业收入比重较高，需关注应收款项的回收风险，以及应收款项规模持续增长对营运资金形成的占用，此外随着公司产能增加对原材料的采购大幅增加，2019-2021 年公司经营活动净现金流规模较小，2022 年 1-6 月公司经营活动现金流表现为大额净流出。
- 公司债务规模持续增长，面临一定的债务压力。截至 2022 年 6 月末，公司总债务规模大幅增长，基本为短期债务，本期债券发行后，公司总债务规模与杠杆水平将进一步提升。
- 在建、拟建项目部分建设资金尚需自筹，公司面临较大的资金压力。本期债券募投项目计划总投资规模较大，部分资金需由公司筹集，随着业务规模的扩大，公司营运资金压力加大，公司面临较大资金压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	鹿山新材	上海天洋	福斯特	东方日升	海优新材	赛伍技术
总资产	13.66	17.75	136.88	295.61	36.73	47.47
营业收入	16.93	10.68	128.58	188.31	31.05	30.17
净利润	1.13	1.06	21.98	-0.15	2.52	1.70
销售毛利率	14.81%	25.64%	25.06%	6.61%	15.11%	14.63%
资产负债率	44.70%	35.99%	10.94%	67.73%	37.21%	53.08%

注：以上各指标均为 2021 年数据。上海天洋热熔粘接材料股份有限公司（股票代码“603330.SH”）简称为“上海天洋”，杭州福斯特应用材料股份有限公司（股票代码“603806.SH”）简称为“福斯特”，东方日升新能源股份有限公司（股票代码“300118.SZ”）简称为“东方日升”，上海海优威新材料股份有限公司（股票代码“688680.SH”）简称为“海优新材”，苏州赛伍应用技术股份有限公司（股票代码“603212.SH”）简称为“赛伍技术”。

资料来源：Wind 及各公司 2021 年审计报告，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	7.80/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	5/7
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+

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，偿还债务的能力较强，受不利经济环境的影响不大，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

一、发行主体概况

公司成立于1998年11月，前身为广州市鹿山化工材料有限公司（以下简称“鹿山有限”），设立时注册资本为50.00万元，由自然人汪加胜、韩丽娜共同出资设立，出资比例分别为90.00%和10.00%。后经多次增资和股权转让等，2009年10月末公司注册资本增至3,685.00万元。2009年12月，公司由有限公司整体变更为股份有限公司并更名为现名，同时由汪加胜、韩丽娜、唐舫成、郑妙华、广州市鹿山信息咨询有限公司5位发起人共同签订的《关于广州市鹿山化工材料有限公司拟变更设立为广州鹿山新材料股份有限公司的发起人协议》，约定以鹿山有限截至2009年10月31日经审计的净资产0.67亿元折算为股份公司的股份，其中0.47亿元作为股份公司的注册资本，0.21亿元转入资本公积，汪加胜、韩丽娜分别持股75.51%和14.25%。经多次增资和股权转让，2019年6月末，公司注册资本增至0.69亿元，汪加胜、韩丽娜分别持有49.43%和9.60%的股份。

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《关于核准广州鹿山新材料股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可〔2022〕398号）核准，并经上海证券交易所同意，公司首次向社会公众公开发行2,300.30万股普通股（A股）。2022年3月25日公司在上海证券交易所主板上市，扣除发行费用后实际募集资金净额为5.22亿元，公司股本增至9,201.00万股。

截至2022年6月末，公司注册资本和股本均为9,201.00万元（无限售和限售条件流通股分别为2,300.30万股和6,900.70万股），公司控股股东及实际控制人为汪加胜、韩丽娜夫妇，直接和间接合计持有公司45.85%的股份。公司控股股东和实际控制人直接或间接持有股份不存在质押情况。

表1 截至2022年6月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例	持有有限售条件的股份数量
汪加胜	3,411.16	37.07%	3,411.16
韩丽娜	662.48	7.20%	662.48
广州日信宝安新材料产业投资中心（有限合伙）	375.04	4.08%	375.04
西藏聚兰德股权投资合伙企业（有限合伙）	328.94	3.58%	328.94
广发乾和投资有限公司	272.50	2.96%	272.50
广州市鹿山信息咨询有限公司	233.45	2.54%	233.45
唐杰晖	223.50	2.43%	0
唐舫成	220.83	2.40%	220.83
广州海汇成长创业投资中心（有限合伙）	201.75	2.19%	201.75
广州穗开股权投资有限公司	175.33	1.91%	175.33
合计	6,104.97	66.36%	5,881.47

资料来源：公司2022年半年度报告，中证鹏元整理

公司主要从事绿色环保高性能功能高分子材料的研发、生产及销售，产品广泛应用于光伏新能源、

能源管道、复合建材、高阻隔包装、平板显示等多个领域，是国内领先的高性能热熔粘接材料企业之一。截至2022年6月末，纳入公司合并报表范围内子公司共4家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：广州鹿山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52,420.00万元（含）；

债券期限和利率：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20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价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%时，公司董事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表决。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。该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，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前项规定的股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价，且修正后的价格不低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

债券赎回条款：在本期债券到期后5个交易日内，公司将以本期债券的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本期债券持有人赎回全部未转股的本期债券，具体上浮比率提请股东大会授权董事会及董事会授权人士在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果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低于当期转股价格的130%（含130%）或者未转股余额不足3,000.00万元时，公司有权决定按照债券面值加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；

债券回售条款：若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本期债券的权利。本期债券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不实施回售的，自动丧失附加回售权；



在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，本期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上当期应计利息的价格回售给公司；

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，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，在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”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算；

本期债券最后两个计息年度内，本期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本期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，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量提请公司股东大会授权董事会及董事会授权人士在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后金额将通过网下对机构投资者发售及/或通过上海证券交易所交易系统网上定价发行。如仍出现认购不足，则不足部分由主承销商包销。

增信方式：公司实际控制人汪加胜、韩丽娜为本期债券提供保证担保，承担连带保证责任，保证范围为本次经中国证监会核准发行的可转换公司债券总额的 100% 本金及利息、违约金、损害赔偿金以及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体本期债券持有人。

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 52,420.00 万元（含），扣除发行费用后，资金投向明细如下：

表2 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
太阳能电池封装胶膜扩产项目	45,758.55	36,694.00	80.19%
补充流动资金	15,726.00	15,726.00	100.00%
合计	61,484.55	52,420.00	-

资料来源：《广州鹿山新材料股份有限公司关于公开发行可转换公司债券预案的公告》，中证鹏元整理

1、项目基本情况

本期债券募投项目太阳能电池封装胶膜扩产项目实施主体为公司子公司江苏鹿山新材料有限公司（以下简称“江苏鹿山”），项目工程场址位于江苏省常州市金坛经济开发区南二环东路 2229 号，为江苏鹿山现有厂区，不涉及新增土地，相关用地已取得不动产权证书。根据《广州鹿山新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》（以下简称“《鹿山新材可转债募集资金使用可行性报告》”），本期债券募投项目建成后将形成年产 9,000 万平方米 POE 胶膜及 9,000 万平方米白色

EVA胶膜的产能规模。

2、项目建设期及投资估算

根据《鹿山新材可转债募集资金使用可行性报告》，本期债券募投项目建设期为2年，计划总投资4.58亿元，包括建筑工程费0.97亿元、设备及软件购置费2.76亿元、安装工程费0.08亿元、工程建设其他费用0.18亿元、预备费0.20亿元和铺底流动资金0.39亿元。截至报告出具日，本期债券募投项目处于前期筹备阶段。

3、项目审批情况

截至本报告出具日，本期债券募投项目已取得江苏金坛经济开发区经济发展局出具的江苏省投资项目备案证（坛开经发备字【2022】146号），项目代码：2207-320458-89-01-592185。

4、项目经济效益

根据《鹿山新材可转债募集资金使用可行性报告》，本期债券募投项目预计税后内部收益率为21.89%，税后投资回收期为6.54年。但本期债券募投项目建设进度或因资金到位情况存在不确定性，且受国家产业政策、行业发展趋势、行业竞争格局、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，项目投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累固定资产投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口

贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年上半年，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，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年 GDP 同比增长 2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%；同期全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

行业环境

热熔粘接材料应用广泛，下游市场稳步扩张推动市场持续上行，行业内企业发展侧重点各有不同，光伏胶膜领域市场集中度高

热熔胶，又称热熔粘接材料，由热塑性树脂（PE、POE、PP、EVA、SIS、SBS、PA 等）作为基料，并添加增粘剂、粘度调节剂、抗氧剂、抗寒与抗热剂等组成。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会的技术分类方法，热熔胶分为聚烯烃类、乙烯-醋酸乙烯酯共聚物类（简称“EVA 树脂类”）、苯乙烯嵌段共聚

物和其他类，其中EVA树脂类需求量较大，根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2020年我国EVA树脂类热熔胶销量占比43.5%、聚烯烃类销量占比10.4%。

表3 热熔胶分类情况

类别	基料	应用领域
聚烯烃类	PE、PP等	复合建材、油气管道、食品包装、包装印刷等
乙烯-醋酸乙烯酯共聚物等	EVA等	太阳能电池封装、包装印刷、制鞋、建材等
苯乙烯嵌段共聚物	SIS、SBS、SEBS等	卫材、快件袋等
其他类	PUR、TPU、PA、PES等	服装、鞋材、家具、家电等

资料来源：公司招股说明书，中证鹏元整理

热熔胶产业广泛应用于建筑建材、能源基建、新能源、交通工程、工程机械、食品医药、卫生卫材、电子电器、汽车制造等多个领域，是受国家政策鼓励支持的行业之一。《产业结构调整指导目录(2019年本)》、《鼓励外商投资产业目录(2020年版)》等国务院、工信部、发改委以及行业协会颁布的产业政策均对热熔胶行业提供了支持，为我国热熔胶企业提供了良好的发展环境，有利于整个行业的快速健康发展。

表4 中国热熔胶行业部分相关政策一览表

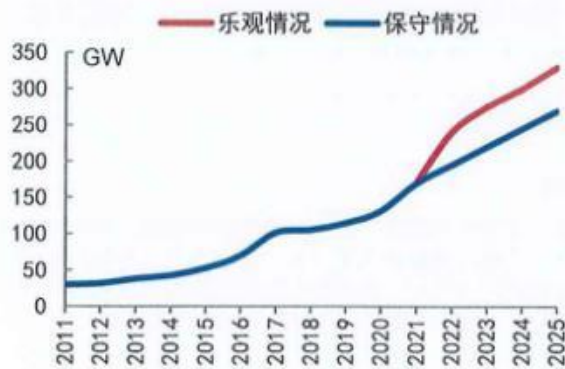
时间	政策名称	颁发部门	主要内容
2022年1月	《智能光伏产业创新发展行动计划（2021-2025年）》	工信部、住建部、交通运输部	光伏材料、零部件与装备。开发高质量封装胶膜、光伏玻璃和背板产品，开展高效封装用导电胶、异形焊带、智能接线盒等辅材辅料的研发与应用。推动新型高效电池用关键部件及关键设备产业化，开发柔性薄膜电池大面积均匀沉积技术
2021年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	全国人大	推动高端新材料发展、加强生物基和生物医用材料的研发应用；加快茂金属聚乙烯等高性能树脂关键技术突破
2020年	《鼓励外商投资产业目录（2020年版）》	商务部	催化剂新产品、新技术，染(颜)料商品化加工技术，电子化学品和造纸化学品，皮革化学品(N-N二甲基甲酰胺除外)，油田助剂，表面活性剂，水处理剂，胶粘剂、密封胶、胶粘带，无机纤维、无机纳米材料生产，颜料包膜处理深加工被列为鼓励外商投资产业
2019年	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	发改委	改性型、水基型胶粘剂和新型热熔胶，环保型吸水剂、水处理剂，分子筛固汞、无汞等新型高效、环保催化剂和助剂，纳米材料，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻胶、电子气、高性能液晶材料等新型精细化学品的开发与生产被列为鼓励类
2017年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）》	发改委	“功能高分子膜材料”“光伏电池及组件”被列为战略型新兴产业重点产品
2017年	《新材料产业发展指南》	工信部、发改委、科技部、财政部	进一步健全新材料产业体系，下大力气突破一批关键材料，提升新材料产业保障能力，支撑中国制造实现由大变强的历史跨越
2016年	《国家重点支持的高新技术领域》（国科发火【2016】32号）	科技部、财政部、国税总局	“高性能环保型胶粘剂”被列为国家重点支持的高新技术领域

资料来源：公司招股说明书、各部委网站，中证鹏元整理

我国热熔胶销售的下游应用领域主要为太阳能光伏组件封装、包装与标签、纤维加工、建筑/施工/民用工程等领域，根据《中国热熔胶市场现状和趋势》，2020年上述领域的销售量占比分别为26.73%、22.51%、20.22%和4.75%。

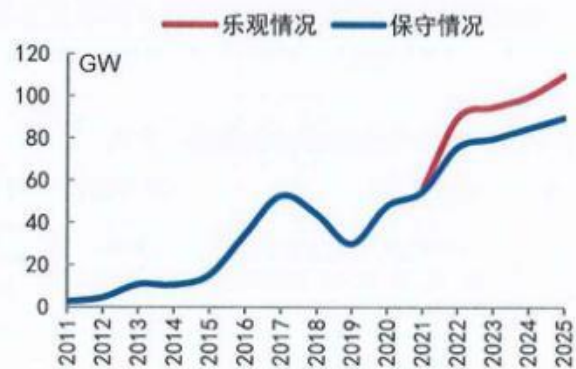
太阳能电池封装胶膜（即“光伏胶膜”）是热熔胶最主要的应用领域，光伏胶膜是光伏组件的关键材料，对太阳能电池片起到保护作用，并能够提高组件光电转换效率，是决定光伏组件产品质量、寿命的关键性因素。在光伏发电成本持续下降和全球清洁能源转型等有利因素的推动下，全球与国内光伏市场均将保持高速增长。根据中国光伏业协会的预测，预计“十四五”期间，全球每年新增光伏装机将超过220GW。2020年12月，习近平主席在气候峰会上宣布，到2030年中国非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右。为达到此目标，在“十四五”期间，我国光伏年均新增光伏装机或将超过75GW。

图 1 2011-2025 年全球光伏新增装机预测



资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

图 2 2011-2025 年中国光伏新增装机预测



资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

光伏胶膜作为光伏组件封装环节的关键材料，受益于光伏装机容量的增长，未来光伏胶膜的市场需求将持续景气。根据中国光伏业协会对全球光伏新增装机的预测，按照每GW光伏组件封装使用1,000万平方米光伏胶膜，光伏组件安装量和生产量的容配比按照1:1.2计算，2025年全球光伏胶膜需求将达到32.4亿-39.6亿平方米，2021-2025年复合增长率达12.26%-18.04%。但需关注，可再生能源除光伏发电外还有风能、光热能、水能等，国家对可再生能源的选择方向、投入力度均将影响光伏行业的发展，若未来光伏装机容量的宏观调控政策和措施发生不利变化，行业内企业将面临一定的周期性经营波动风险。

表5 2022-2025年光伏胶膜全球市场需求测算

指标名称	2022年	2023年	2024年	2025年
光伏新增装机保守情况 (GW)	195	220	245	270
按容配比计算组件生产量 (GW)	234	264	294	324
每GW光伏组件封装使用光伏胶膜量 (亿平方米)	0.1	0.1	0.1	0.1
光伏胶膜需求量 (亿平方米)	23.4	26.4	29.4	32.4
光伏新增装机乐观情况 (GW)	240	275	300	360
按容配比计算组件生产量 (GW)	288	330	360	396

每GW光伏组件封装使用光伏胶膜量（亿平方米）	0.1	0.1	0.1	0.1
光伏胶膜需求量（亿平方米）	28.8	33.0	36.0	39.6

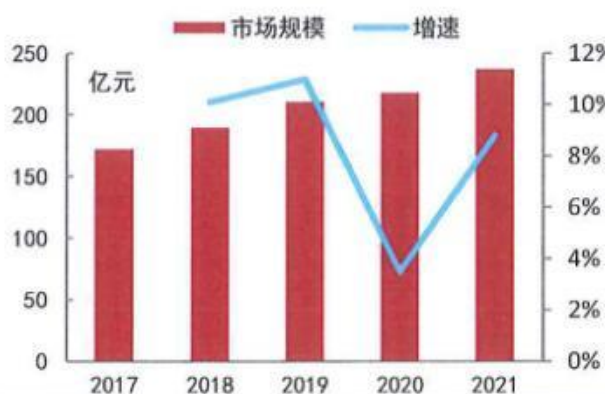
资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

随着我国城镇化水平的不断提升、基础管道设施改造升级、建材产业结构的不断优化，新型环保塑料复合管材、板材等复合建筑材料得到了普遍应用。复合管材具有长寿命、低渗漏、耐腐蚀、经济效益好等显著优势，在水利工程、市政管道系统、房屋建筑施工装修当中起到重要作用。根据“十四五”发展规划和2035年远景目标纲要，我国将大力发展新型城镇化建设工程，加强城市防洪排涝，提升改造城市蓄滞洪空间、堤防、护岸、河道、防洪工程、给排水管网等防洪排涝设施。复合板材主要应用于内外墙板、天花板、地板等装修装饰，主要产品类别包括铝塑板、铝蜂窝板、屋面板、装饰板等绿色建材，根据住建部制定的《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，建材工业将推进供给侧结构性改革、化解过剩产能、增加有效供给，发展绿色建筑和装配式建筑，复合建筑材料市场将保持年均10%的较高增长速度。复合建材热熔胶作为环境友好型粘接材料，是复合建材中多种材料复合粘接的关键材料，受益于复合管材和复合板材下游广阔的增长空间，热熔胶需求有望持续提升。

热熔胶还可应用于能源管道领域实现对油气能源管道的防腐和保护，从而减缓油气能源管道设施面临的管路铺设距离长、建设环境及自然条件多样等问题。现阶段我国油气资源存在地域分布不均衡、人均油气资源丰度低、进口依赖较高等问题，加速发展石油天然气输送管道对实现油气资源跨地域配置势在必行。根据国家发改委与能源局正式印发《中长期油气管网规划》，2025年我国油气长输管道规划里程将由2020年的16.9万公里提升至24万公里，能源管道领域下游稳定扩张。

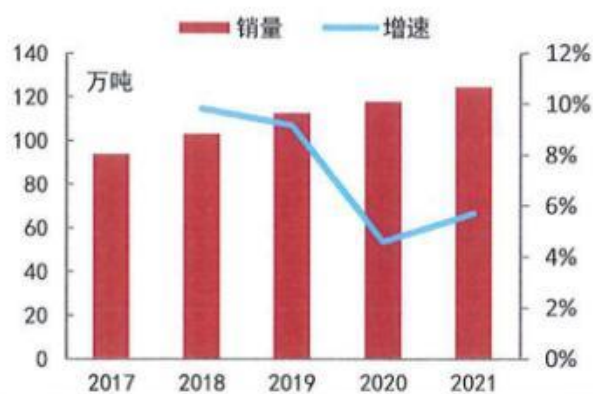
我国热熔胶行业在经过早期市场积累和技术沉淀后开始进入高速增长阶段，产业规模不断增长。目前，我国已成为全球热熔胶主要生产地之一。据华经产业研究院，2021年我国热熔胶行业市场规模达237.35亿元，同比增长8.8%。随着行业的不断发展及下游需求的增长，近年来我国热熔胶销量也随之不断增长，2021年我国热熔胶销量达124.56万吨，同比增长5.7%。

图3 中国热熔胶市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，中证鹏元整理

图4 中国热熔胶销量及增速



资料来源：华经产业研究院，中证鹏元整理

热熔胶行业市场份额向规模较大的企业集中或有特色优势企业集中的趋势更加明显，技术研发能力强、产品附加值高、产品系列完善，市场占有率高的行业领先企业的综合竞争优势愈发突出，行业集中度不断增加。目前，国内已形成以福斯特、海优新材、上海天洋、康达新材、回天新材、鹿山新材等为代表的企业，持续加大研发投入，借助资本市场优势加快发展，具有一定的研发实力和产能规模，对进口产品形成一定的替代。但目前国内主要热熔胶行业企业除生产太阳能电池封装用EVA胶膜外，其他热熔胶产品侧重方向各有不同，分别应用于服装粘合衬据、鞋与皮革制品、纤维加工、建筑/施工/民用工程、家电、过滤器等多个方向。

太阳能电池封装胶膜方面，行业集中度较高，2021年全国胶膜厂商合计名义产能达26.4亿平方米，产能CR3达76%。2021年，福斯特产能达13.2亿平方米，大幅领先第二梯队海优新材和斯威克，二者产能分别为4.1亿平米、2.9亿平米，鹿山新材产能规模相对较小。光伏行业景气持续上行，光伏胶膜行业需求不断提升，主流厂商纷纷扩产，若光伏行业发展不及预期，光伏胶膜行业可能出现阶段性产能过剩现象，行业内企业将面临行业竞争加剧、产品价格下行等风险。

PE、PP受原油价格影响较大，光伏级EVA树脂供应紧张，原材料价格大幅上升使企业成本管控和盈利压力加剧

PE和PP为生产聚烯烃类热熔胶的主要原材料，两者生产工艺相似且多数情况下两种原料在性质及用途上存在较强的一致性，两者之间价格波动相关性较强，且均表现出与原油价格的一定正相关性。2018年起，PE方面国际扩能压力较大且下游工厂受环保政策影响需求降低，PE行业供大于需，导致产品价格下滑；PP方面投产减少，产品价格出现短期小幅上升，随后和PE产品价格均表现出下滑趋势。2020年4月，PP作为防疫物资原料带动产业链产品价格上涨，随后随着国内疫情好转，聚烯烃市场产品价格有所上升。2021年10月，上游原材料煤炭、甲醇等价格不断攀升，PE、PP价格因成本端压力而持续上行，随后受国家持续管控煤炭价格等措施影响，PE、PP价格回归理性持续下行。2022年以来，随着原油价格重心持续下移、下游行业开工率不及去年同期水平，而国内供给端又有所增加，PE、PP价格持续下滑。

图 5 PE、PP 的市场价格与原油价格具有一定的正相关性


资料来源：Wind，中证鹏元整理

EVA树脂是生产太阳能电池封装胶膜的原材料，EVA树脂是由乙烯和醋酸乙烯（VA）两种单体经过共聚反应而来，性能主要取决于分子链上VA含量（一般在5%-40%之间），光伏级EVA树脂性能要求较高，其VA含量普遍要求达到27%-28%。国内EVA树脂进口依赖度较高，新增产能短期内难以释放，光伏级EVA树脂存在明显供应缺口。EVA树脂价格方面，2020年初，受国际原油价格暴跌影响，成本支撑作用减弱，EVA市场价格大幅下行。2020年7月以来，随着国内疫情缓解，下游市场需求得到释放，原油价格不断上行，海运费飙升，且国外市场受疫情影响，整体市场供给偏紧，供需矛盾突出，EVA树脂市场价格涨幅较大。2021年上半年因硅料成本上涨，拉高光伏组件成本，光伏装机增长较弱，EVA树脂价格相对稳定，8月下旬起因硅料价格基本稳定，碳交易的实施拉高发达国家非光伏能源价格成本，光伏装机需求再度上升，市场需求旺盛，EVA树脂价格再度攀升。2021年四季度，EVA树脂价格有所回落，但相较之前较长时间的平均价格相比，EVA树脂的价格仍处于历史相对高位；2022年一季度以来EVA树脂价格持续上涨，2022年7月受组件端硅料短缺影响EVA树脂价格略有下降。如果未来EVA树脂短期内供需矛盾无法得以缓解，预计EVA树脂的市场价格中枢仍可能在高位震荡，将导致企业材料成本位于较高位置，对其成本管控和盈利水平形成压力。

图 6 2020 年 7 月以来 EVA 价格中枢高位震荡



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司在上海证券交易所主板上市, 按照《公司法》、《证券法》以及中国证券监督管理委员会、上海证券交易所有关监管要求, 确立了以股东大会为权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序。

股东大会为公司权力机构, 分为年度股东大会和临时股东大会。股东大会召开时, 公司董事、监事和董事会秘书应当出席会议, 总经理和其他高级管理人员应当列席会议。公司董事会由5名董事组成, 其中董事长1人, 独立董事2人, 可以设副董事长, 董事长和副董事长均由董事会以全体董事的过半数选举产生, 公司董事长和总经理为同一人。公司董事会设立审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和战略委员会, 并制定专门委员会的工作制度。

公司设监事会, 由3名监事组成, 其中设监事会主席和职工代表监事各1名。公司董事、高级管理人员均不得兼任监事。监事可以列席董事会会议, 并对董事会决议事项提出质询或建议。公司设总经理1名, 副总经理4名, 其中1名副总经理兼任董事会秘书, 并设财务总监1名。总经理、董事会秘书应由董事长提名, 副总经理等其他高级管理人员应由总经理提名, 均由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年, 连聘可以连任。

组织架构方面, 为规范日常经营活动, 公司设立了证券事务部、技术研发中心、采购中心、营销中心、财务中心、人力中心等职能部门(组织结构图详见附录三), 并制定了相应的内部审计制度、对外投资管理规定和关联交易管理制度等内部控制制度。

人员素质方面，伴随业务的不断拓展，公司员工人数持续增加，截至 2021 年末，公司拥有员工 502 人。为充分调动核心团队的积极性、吸引和留住优秀人才，公司拟实施限制性股票激励计划，拟向公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干等 51 人授予限制性股票数量 138 万股。从专业构成来看，生产人员 236 人，占比 47.01%；技术人员 113 人，占比 22.51%，比较符合公司经营特点。

表6 截至 2021 年末公司员工构成情况（单位：人）

专业构成类别	人数	占比
生产人员	236	47.01%
销售人员	58	11.55%
技术人员	113	22.51%
财务人员	14	2.79%
行政人员	81	16.14%
合计	502	100.00%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

发展战略方面，公司将以做强做大现有热熔粘接业务为基础，把握行业快速发展的机遇，顺应热熔粘接材料高性能化、多功能化、绿色化的发展趋势，实现热熔粘接材料对传统胶粘剂的替代升级；通过实施技术创新、工艺升级、人才储备、品牌推广、市场开拓、质量提升等经营战略，围绕核心技术加强产品研发与自主创新投入，进一步推动产业链衍生，不断拓宽热熔粘接材料应用场景，提升公司产品的综合竞争力；加强前沿新材料的研发布局及技术储备，推动具有自主知识产权的高性能新材料进一步应用在全球高端制造产业领域，实现公司经营业绩的持续稳步增长。

六、经营与竞争

公司主要从事热熔粘接材料行业，主要产品包括功能性聚烯烃热熔胶胶粒、热熔胶膜等，二者收入合计近年来占当期营业收入的比重均超过80%。功能性聚烯烃热熔胶胶粒产品主要应用于复合建材、能源管道、高阻隔包装等领域，得益于国内基础设施建设投资增加和公司不断拓宽产品应用领域，公司功能性聚烯烃热熔胶胶粒营业收入持续增长。公司热熔胶膜产品主要为太阳能电池封装胶膜，受益于光伏行业景气度上扬，下游需求大幅上升，叠加公司持续释放太阳能电池封装胶膜产能，公司热熔胶膜收入持续大幅增长，2019-2021年间复合增长率为82.51%。此外，公司还开展了功能性新材料贸易业务，主要系向韩国韩华集团、韩国LG集团、美国陶氏化学公司等化工巨头采购通用原材料并销售给国内有需求的客户，自2020年起该业务收入占比有所下降，主要系公司战略调整所致，2020-2021年及2022年1-6月该业务收入占比约为8.5%。

毛利率方面，公司产品受上游原材料价格影响较大，近年公司功能性聚烯烃热熔胶胶粒产品毛利率逐渐下降，主要系上游主要原材料价格上升、下游调价相对滞后且幅度较小所致。热熔胶膜产品毛利率



呈波动状态，其中2020年毛利率有所上升系下半年光伏行业回暖、光伏行业产业链需求高涨带来产品价格大幅上升所致，随后受原材料价格上升影响毛利率逐渐下降。综合来看，公司2020年毛利率略有上升，此后整体呈持续下降态势。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
功能性聚烯烃热熔胶胶粒	4.11	13.82%	7.42	16.20%	5.40	24.41%	4.47	28.41%
热熔胶膜	7.30	14.05%	7.01	16.19%	3.50	22.67%	2.11	14.77%
功能性新材料业务	1.12	5.17%	1.42	8.61%	0.84	6.61%	1.34	4.19%
其他新材料	0.26	5.46%	0.66	9.19%	0.33	35.49%	0.002	9.01%
主营业务小计	12.78	13.02%	16.52	15.26%	10.07	22.69%	7.92	20.67%
其他业务	0.32	16.50%	0.41	-3.22%	0.05	19.06%	0.03	20.32%
合计	13.10	13.10%	16.93	14.81%	10.12	22.68%	7.95	20.67%

注：“其他新材料”类别中包含生物降解材料、聚苯乙烯标签胶带热熔胶、聚丙烯非织造布、熔喷无纺布用料等；“其他业务”主要为闲置原材料出售、电池组件销售收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕热熔粘接材料领域，不断加大研发投入，具有一定技术实力

公司经过多年发展，创新发展了热熔粘接材料产品的技术、工艺、标准、设备，构建了较为领先的功能性及系统接枝研发平台，形成了“化学接枝+物理共混”两步法核心技术体系，用于生产功能性聚烯烃热熔胶胶粒及热熔胶膜两大类热熔粘接材料产品。以该技术路线为基础，公司结合不同领域应用特点和市场需求，通过配方设计和工艺优化，满足不同复合加工工艺要求，生产出可适用于多种复合材料及制品的高性能粘接材料。2021年以来，公司在太阳能电池封装胶膜的产品结构上进行了迭代升级，全面优化了产品性能，增加了产品种类如黑色组件用高反射黑色胶膜、异质结（HJT）电池专用封装胶膜，并对生产工艺进行了优化，实现了量产共挤EPE胶膜，适应性更加广泛，提高了太阳能电池封装胶膜的产品竞争力。截至2022年6月末，公司及其子公司在中国境内拥有的有效已授权专利共计110项，其中发明专利81项，实用新型专利29项。

近年来公司不断加大研发投入，在营业收入高速增长背景下，研发投入占营业收入的比重维持在3%以上。近年来，公司研发人员数量持续增长，截至2021年末，公司研发人员数量达到72人，占公司员工总人数的14.34%，本科及以上学历人数占比达61.11%。公司共有6名核心技术人员（汪家胜、唐舫成、杜壮、张阳阳、李煦田、阳志荣），学历均为硕士及以上，其中董事长兼总经理汪加胜拥有中山大学高分子化学与物理专业博士学位，曾于广州市化学工业研究所任职，后创立公司。

表8 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2022年1-6月	2020年	2019年	2018年
研发投入	3,736.07	5,303.52	3,722.62	2,712.83

占营业收入比重	2.85%	3.13%	3.68%	3.41%
---------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

近年公司产能稳步提升，产能利用率受下游需求和产能爬坡影响而有所波动，产销量维持在较高水平，在建、拟建项目规模较大，需关注建设资金压力和产能消化问题

公司生产部门结合销售计划、产能情况等因素，制定生产和物料需求计划，负责生产计划的安排和实施，并对计划实施情况进行跟踪，确保按照订单交期出货。此外，公司结合主要客户的需求预测、市场供需情况、自身生产能力和库存状况进行库存动态调整，以提高交货速度，充分发挥生产能力。此外，为保证对客户需求的快速响应和满足部门客户的特殊需求，公司存在少量外协加工环节。截至2022年6月末，公司共有广州总部、江苏常州、江苏盐城、广州永和四个生产基地，其中广州总部和广州永和生产基地主要生产功能性聚烯烃热熔胶粒和热塑性光学透明胶膜，江苏常州基地主要生产太阳能电池封装胶膜及功能性聚烯烃热熔胶粒，江苏盐城基地主要生产太阳能电池封装胶膜。

随着公司逐步扩产和新增江苏盐城生产基地的逐步投产，公司功能性聚烯烃热熔胶粒和太阳能封装胶膜产能均持续大幅上升。截至2021年末，公司拥有功能性聚烯烃热熔胶粒产能70,449.60吨/年和太阳能电池封装胶膜产能7,200.00万平方米/年。

产能利用率方面，近年来公司功能性聚烯烃热熔胶粒产能利用率维持在较高水平，2022年1-6月受疫情影响及新增产能爬坡等因素影响，产能利用率有所下降。太阳能封装胶膜产能利用率则波动较大，2019年受光伏补贴退坡影响，下游需求有所缩减，公司谨慎控制太阳能封装胶膜产量导致当年产能利用率有所下降；2020年，受下游光伏行业景气度回升影响，下游需求大幅上升，带动公司产能利用率上升；2021年，受新增产能爬坡影响，公司产能利用率有所下降。近年来，公司热塑型光学透明胶膜产能利用率均处于较高水平，2022年1-6月受下游显示行业淡季影响而有所下降。

产销率方面，公司各项主要产品产销率均处于较高水平，功能性聚烯烃热熔胶粒和太阳能电池封装胶膜产销量均高于95%。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2020年国内聚烯烃类热熔胶销量为12.3万吨，公司功能性聚烯烃热熔胶胶粒销量占比为36.83%，公司在聚烯烃类热熔胶市场占有率较高。此外，2021年国内热熔胶销量同比增速为5.7%，而公司功能性聚烯烃热熔胶胶粒销量同比增速为33.82%，远高于行业水平，公司市场占有率有所提升，行业领先地位稳固。

表9 公司主要产品产销、产能利用率情况

领域	项目	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
功能性聚烯烃热熔胶粒	自有产能（吨）	42,561.12	70,449.60	50,448.00	36,804.00
	产量（吨）	34,358.08	63,369.03	47,388.13	34,955.84
	自有产量（吨）	34,201.66	62,972.94	46,868.35	30,928.00
	产能利用率（自有产量/自有产能）	80.73%	89.39%	92.90%	84.03%
	销量（吨）	32,691.06	60,523.93	45,277.10	33,430.74



	产销率	95.15%	95.51%	95.44%	95.64%
	产能（万平方米）	6,010.00	7,200.00	4,720.00	4,340.00
	产量（万平方米）	5,900.18	5,556.47	3,979.75	2,644.86
太阳能电池封装胶膜	产能利用率	98.17%	77.17%	84.32%	60.94%
	销量（万平方米）	5,683.35	5,583.13	3,833.27	2,623.04
	产销率	96.33%	100.48%	96.32%	99.18%
	产能（万平方米）	28.50	57.00	46.83	36.00
	产量（万平方米）	23.40	54.69	45.64	31.66
热塑型光学透明胶膜	产能利用率	82.11%	95.95%	97.45%	87.94%
	销量（万平方米）	17.99	50.45	42.37	25.03
	产销率	76.88%	92.25%	92.84%	79.06%

资料来源：公司提供

公司主要在建项目为功能性聚烯烃热熔胶扩产项目（江苏）、盐城基地建设、TOCF光学膜扩产项目等项目，截至2022年6月末，公司主要在建项目计划总投资4.45亿元，已完成投资1.28亿元。其功能性聚烯烃热熔胶扩产项目（江苏）、功能性聚烯烃热熔胶技改项目、TOCF光学膜扩产项目、研发中心建设项目为IPO募投项目，上述项目计划总投资2.94亿元，拟投入IPO募集资金合计2.22亿元。公司拟建项目为太阳能电池封装胶膜扩产项目即本期债券募投项目，计划总投资4.58亿元，拟使用募集资金总额3.67亿元。上述项目若能顺利建成投产，未来公司产能将大幅增长，未来收入规模有望进一步扩大。同时，需关注公司在建及拟建项目投资规模较大，计划总投资9.02亿元，尚需投资7.63亿元，除IPO募集资金外尚需投入5.53亿元，本期债券能否顺利发行以及资金到账时间具有较大不确定性，未来存在较大的资本支出压力。此外，上述项目全部建成投产后将形成功能性聚烯烃热熔胶粒产能12.5万吨/年、太阳能电池封装胶膜4.8亿平方米/年，较2022年6月末的功能性聚烯烃热熔胶粒产能8.5万吨/年、太阳能电池封装胶膜产能1.2亿平方米/年大幅增长。若下游客户需求波动或公司市场地位发生不利变化，公司在建、拟建项目投产后能否消化新增产能及实现预期收益存在不确定性。

表10 截至2022年6月末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
太阳能电池封装胶膜扩产项目	4.58	0.00	4.58
功能性聚烯烃热熔胶扩产项目（江苏）	1.19	0.15	1.05
盐城基地建设	1.00	0.41	0.59
TOCF光学膜扩产项目	0.73	0.28	0.44
功能性聚烯烃热熔胶技改项目	0.56	0.11	0.45
研发中心建设项目	0.46	0.04	0.42
江苏鹿山厂房建设项目	0.31	0.25	0.05
永和厂区配套设施、设备建设项目	0.20	0.14	0.06
合计	9.02	1.39	7.63

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品价格受原材料价格和产品价格回升滞后影响较大，2020年功能性聚烯烃热熔胶价格有所下降；公司前五大客户集中度不高，且主要为太阳能电池封装胶膜产品客户

公司设有营销中心，负责市场推广及产品销售工作，公司通过展会、网络、媒体广告、业内交流等途径接触客户并拓展市场。公司销售模式为直销，下游客户主要分为自用客户和贸易商客户两类，公司近年销售对象主要为下游自用客户，少量为贸易商客户，2019-2021年公司自用客户占比超过95%。

从产品均价整体走势来看，功能性聚烯烃热熔胶粒产品2020年价格有所下降，主要系当年主要原材料PE价格先跌后升而产品价格回升有所滞后所致，2021年及2022年1-6月产品价格逐步上升，主要系原材料价格上升所致。太阳能电池封装胶膜产品价格呈现逐步上升趋势，主要受2020年下半年起下游需求快速增长及原材料EVA价格大幅上升所致。

表11 公司主要产品销量、销售单价情况（单位：吨、元/千克；万平方米、元/平方米）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年		
	销量	单价	销量	单价	销量	单价	销量	单价	
功能性聚 烯烃热熔 胶粒	复合建材热熔胶	22,757.42	12.34	45,277.36	12.19	33,109.99	11.88	21,624.23	13.62
	油气管道防腐热熔胶	5,167.29	11.59	8,983.85	10.69	8,241.45	10.87	8,682.31	11.96
	高阻隔包装热熔胶	4,766.35	14.62	6,262.72	14.95	3,875.67	14.68	3,124.20	15.49
太阳能电池封装胶膜	5,683.35	12.74	5,583.13	12.27	3,833.27	8.79	2,623.04	7.65	
热塑型光学透明胶膜	17.99	30.96	50.45	32.03	42.37	32.33	25.03	39.51	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019-2021年，公司前五大客户销售金额占当期营业收入的比重在20%左右，公司客户集中度较低，且前五大客户主要为太阳能电池封装胶膜下游客户，客户稳定性一般。2022年1-6月，随着客户太阳能电池光伏胶膜产能逐步释放，公司进入下游光伏组件大客户的供应链体系，前五大客户集中度有所提升，前五大客户销售金额占当期太阳能电池封装胶膜营业收入的50.33%。此外，公司已通过晶科能源、天合光能、东方日升、海泰新能、比亚迪等多家知名光伏组件客户的产品验证，未来有望进一步提升客户集中度。功能性聚烯烃热熔胶粒方面，客户集中度相对较低，2020-2021年及2022年1-6月公司前五大客户中未见功能性聚烯烃热熔胶粒客户，2019年前五大客户中功能性聚烯烃热熔胶粒客户销售金额占比仅为4.70%。

表12 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售产品	销售金额	占营业收入比重
2022年1-6月	晶澳太阳能科技股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	13,466.12	10.28%
	唐山海泰新能科技股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	12,708.87	9.70%
	山东力诺光伏高科技有限公司	太阳能电池封装胶膜	3,659.02	2.79%
	江苏润达光伏无锡有限公司	太阳能电池封装胶膜	3,562.33	2.72%



	无锡博达能源科技有限公司	太阳能电池封装胶膜	3,056.79	2.33%
	合计	-	36,453.13	27.82%
2021年	唐山海泰新能科技股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	22,429.62	13.25%
	江苏润达光伏无锡有限公司	太阳能电池封装胶膜	4,496.50	2.66%
	中节能太阳能科技(镇江)有限公司	太阳能电池封装胶膜	4,011.66	2.37%
	山东力诺光伏高科技有限公司	太阳能电池封装胶膜	3,897.46	2.30%
	正信光电科技股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	2,611.84	1.54%
	合计	-	37,447.09	22.12%
	唐山海泰新能科技股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	7,144.94	7.06%
2020年	晶科能源股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	3,226.86	3.19%
	正信光电科技股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	2,749.94	2.72%
	阳光能源控股有限公司	太阳能电池封装胶膜	2,093.89	2.07%
	松下电器全球采购(中国)有限公司	太阳能电池封装胶膜	1,999.58	1.98%
	合计	-	17,215.21	17.02%
	正信光电科技股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	5,839.82	7.35%
2019年	唐山海泰新能科技股份有限公司	太阳能电池封装胶膜	4,605.96	5.79%
	松下电器全球采购(中国)有限公司	太阳能电池封装胶膜	2,971.77	3.74%
	中石油集团	油气管道防腐热熔胶	2,616.72	3.29%
	海宁日新保护材料实业有限公司	复合建材热熔胶	1,124.27	1.41%
	合计	-	17,158.54	21.58%

注 1: 对晶澳太阳能科技股份有限公司的销售金额中包括对合肥晶澳太阳能科技有限公司、晶澳(扬州)新能源有限公司、上海晶澳太阳能科技有限公司共 3 家同一控制下企业的销售金额。

注 2: 对唐山海泰新能科技股份有限公司的销售金额中包括对海泰新能朔州有限公司、唐山海泰新能科技股份有限公司共 2 家同一控制下企业的销售金额。

注 3: 对无锡博达能源科技有限公司的销售金额中包括对无锡博达能源科技有限公司、无锡博达新能科技有限公司共 2 家同一控制下企业的销售金额。

注 4: 对阳光能源控股有限公司的销售金额中包括对锦州创惠新能源有限公司、锦州阳光茂迪新能源有限公司、锦州阳光锦懋光伏科技有限公司、锦州阳光能源有限公司、江苏悦阳光伏科技有限公司共 5 家同一控制下企业的销售金额。

注 5: 对正信光电科技股份有限公司的销售金额中包括对正信光电科技股份有限公司、重庆正信四联光伏有限公司共 2 家同一控制下企业的销售金额。

注 6: 对晶科能源股份有限公司的销售金额中包括对晶科能源股份有限公司、晶科能源(滁州)有限公司、玉环晶科能源有限公司、晶科能源(义乌)有限公司、晶科能源(上饶)有限公司、浙江晶科能源有限公司共 6 家同一控制下企业的销售金额。

注 7: 对中石油集团的销售金额中包括对宝鸡石油输送管有限公司、中国石油集团渤海石油装备制造有限公司、巨龙钢管有限公司、中油管道防腐工程有限责任公司等多家同一控制下企业的销售金额。

资料来源: 公司提供

公司主营业务成本主要为原材料成本, EVA供应紧张带来的价格上涨对公司成本控制形成较大压力, 公司供应商集中度较高

公司主营业务成本可分为直接材料、直接人工和制造费用, 2019-2021年及2022年1-6月直接材料占比均为90%左右, 原材料价格波动对公司产品成本影响大。公司生产所需的主要原材料为EVA、PE、POE、PP等, 其中PP、PE主要为生产功能性聚烯烃热熔胶粒的原材料, EVA、POE为生产太阳能电池封装胶膜的原材料, 近年来PE和EVA采购额占原材料总采购额的比例超过80%。

表13 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
EVA	81,166.86	71.09%	62,009.83	54.59%	23,723.65	42.10%	24,320.68	48.05%
PE	22,024.49	19.29%	38,025.34	33.47%	23,771.87	42.09%	17,399.38	34.38%
POE	9,969.87	8.73%	11,569.31	10.18%	6,785.16	12.01%	7,042.65	13.91%
PP	1,012.08	0.89%	1,993.87	1.76%	2,143.95	3.80%	1,852.87	3.66%
合计	114,173.30	100.00%	113,598.35	100.00%	56,424.63	100.00%	50,165.58	100.00%

注：表中合计数为EVA、PE、POE、PP四种主要原材料采购金额之和，此外公司还采购了其他品类原材料

资料来源：公司提供

从原材料采购价格方面来看，2019-2021年PE价格自2020年有所回落之后逐渐上涨，PP价格则呈现一定的波动但波动幅度不大。2020年7月以来，EVA市场价格受下游需求大幅上升影响而快速上涨，2021年公司EVA采购单价大幅上升，2022年上半年公司在EVA价格有所回落时增加备货量使2022年上半年公司EVA采购金额大幅上升。虽然公司通过在原材料价格低位时提前囤货等方式减少价格波动带来的影响，但若上游原材料出现快速波动的情形，仍会对公司毛利率形成较大的影响。

表14 公司主要原材料采购单价和数量（单位：万元/吨、万吨）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量
EVA	2.10	3.87	1.85	3.34	1.00	2.38	1.10	2.21
PE	0.84	2.63	0.78	4.86	0.66	3.59	0.72	2.42
POE	2.08	0.48	1.59	0.73	1.16	0.59	1.23	0.57
PP	0.83	0.12	0.87	0.23	0.83	0.26	0.82	0.23

资料来源：公司提供

公司对外采购模式包括直接采购和指定采购。直接采购模式系公司向树脂材料原厂或贸易商直接采购原材料，主要供应商包括中国石化化工销售有限公司、浙江石油化工有限公司、台湾塑胶集团（以下简称“台塑集团”）、沙特阿拉伯国家石油公司（以下简称“沙特阿美”）、韩国LG集团（以下简称“LG集团”）等。指定采购模式为公司指定供应商向韩国韩华集团（以下简称“韩华集团”）、LG集团、美国陶氏化学公司（以下简称“陶氏化学”）等海外原厂进行指定采购，主要指定采购供应商包括厦门航空开发股份有限公司、厦门海翼物流有限公司和厦门港务贸易有限公司。在此模式下，公司与韩华集团、LG集团、陶氏化学等海外原厂协商确定采购原材料的种类、数量、价格等关键要素后，指定采购供应商与海外原厂签署买断式采购合同、以美元信用证支付货款，并将原材料发运至指定国内港口，由指定采购供应商运输至指定仓库，公司向指定采购供应商支付货款并提货。公司根据自身从银行获得的信用证额度情况及资金安排情况，灵活采用直接采购和指定采购模式向海外原厂采购原材料。

近年公司前五大供应商较为稳定，2021年起随着太阳能电池封装胶膜产能的增加，江苏斯尔邦石化有限公司成为公司主要供应商之一，2019-2021年公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重均



在50%以上，其中2022年1-6月向江苏斯尔邦石化有限公司的采购金额大幅上升，占当期采购总额的25.07%。若上游主要供应商出现生产停顿、海外供应商所在国家或地区实施限制性贸易政策等情形，将会对公司生产造成不利影响。结算方式方面，公司上游供应商主要为大宗化工原料厂商，普遍要求预付全部货款，公司直接通过银行承兑汇票形式支付预付款。

表15 公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购金额	占采购总额的比重
2022年1-6月	江苏斯尔邦石化有限公司	33,147.65	25.07%
	中国石化化工销售有限公司	23,887.80	18.06%
	浙江石油化工有限公司	16,307.51	12.33%
	厦门港务贸易有限公司	14,047.39	10.62%
	POLENE PLASTIC COMPANY LIMITED	3,073.16	2.32%
	合计	90,463.51	68.41%
2021年	中国石化化工销售有限公司	25,013.79	17.93%
	厦门港务贸易有限公司	22,048.06	15.80%
	江苏斯尔邦石化有限公司	14,622.27	10.48%
	厦门航空开发股份有限公司	7,930.57	5.68%
	沙特阿美	5,905.77	4.23%
	合计	75,520.46	54.12%
2020年	中国石化化工销售有限公司	12,394.03	17.46%
	厦门航空开发股份有限公司	10,969.95	15.45%
	台塑集团	5,719.64	8.06%
	沙特阿美	5,295.07	7.46%
	LG集团	4,684.81	6.60%
	合计	39,063.50	55.02%
2019年	中国石化化工销售有限公司	10,193.82	16.92%
	台塑集团	8,568.38	14.23%
	厦门航空开发股份有限公司	6,839.50	11.36%
	LG集团	5,200.40	8.63%
	厦门海翼物流有限公司	3,343.12	5.55%
	合计	34,145.23	56.69%

注1：对厦门航空开发股份有限公司的采购金额包括对厦门航空开发股份有限公司、厦门航开保税贸易有限公司共2家同一控制下企业的采购金额。

注2：对台塑集团的采购金额包括对台湾塑胶工业股份有限公司、台塑工业（宁波）有限公司共2家同一控制下企业的采购金额。

注3：根据公开信息，沙特阿美于2020年6月完成了对SABIC的70%股权收购，因此2020年6月以后，公司对沙特阿美的采购金额包括对阿美远东（北京）商业服务有限公司、SABIC（China） Holding Co., Ltd.共2家同一控制下企业的采购金额。

注4：对LG集团的采购金额包括对LG Chem,Ltd.、LG Chem China Investment Co.Ltd、GS GLOBAL CORP.共3家同一控制下企业的采购金额。

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年三年连审审计报告、2021年审计报告及未经审计2022年半年度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年，公司合并报表范围内新增1家二级子公司鹿山新材料（盐城）有限公司。

资产结构与质量

近年公司资产总额整体大幅增长，应收款项和存货规模逐年增长

受益于公司业务规模持续扩张及IPO募集资金，近年公司资产总额整体大幅增长，2022年6月末资产总额较2019年末增长189.81%。从资产结构来看，近年公司资产主要为流动资产。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.26	10.64%	2.08	15.24%	0.98	10.18%	0.95	12.95%
应收票据	3.42	16.10%	3.05	22.37%	2.08	21.56%	1.40	19.08%
应收账款	5.27	24.76%	2.15	15.77%	1.16	12.04%	1.13	15.47%
存货	4.51	21.19%	1.94	14.19%	1.32	13.68%	1.12	15.30%
流动资产合计	16.69	78.49%	9.81	71.85%	6.81	70.48%	5.63	76.77%
固定资产	3.14	14.78%	2.88	21.10%	1.46	15.11%	1.30	17.76%
在建工程	0.58	2.75%	0.30	2.22%	0.85	8.78%	0.06	0.79%
非流动资产合计	4.57	21.51%	3.84	28.15%	2.85	29.52%	1.70	23.23%
资产总计	21.27	100.00%	13.66	100.00%	9.66	100.00%	7.34	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

近年公司货币资金大幅增长，2022年3月公司主板上市融入资金，使得2022年6月末货币资金余额在业务规模大幅增长的情况下仍保持较高水平。公司货币资金主要为银行存款，2022年6月末受限货币资金合计0.13亿元，均为保证金。由于公司所处行业客户普遍采用票据作为主要结算手段，截至2021年末公司应收银行承兑汇票2.97亿元、商业承兑汇票0.08亿元。伴随业务规模的不断扩大，公司应收账款大幅增长，应收对象主要为晶澳科技、海泰新能等企业，账龄主要在一年以内，回款风险相对较小。近年公司存货账面价值较大，为资产的重要组成部分，主要包括原材料、半成品、库存商品，2022年1-6月因太阳能电池封装胶膜产量大幅增加且原材料EVA价格处于高位，原材料和库存商品账面价值的增加，使得当期末公司存货账面价值整体大幅增长。若未来原材料或库存商品价格下降，公司将面临一定的存货跌价风险。

在业务不断扩张的情况下，公司不断投资建设生产厂房以扩充产能，伴随光电功能膜材料配套产业基地工程、江苏鹿山胶膜生产线扩建工程建成转固及机器设备安装完毕转固，近年公司固定资产账面价值持续大幅增长。近年公司在建工程有所波动，主要为在建厂房及新购置待安装的设备。

综合来看，近年公司资产规模持续增长，应收款项（含应收票据和应收账款）及存货占期末总资产的比重趋于50%以上，对资金形成较大占用。考虑到公司应收款项规模增长较快，未来仍需关注公司应收款项的回收情况。

盈利能力

公司近年业务规模扩张较快，营业收入持续增长，但原材料价格上涨使公司成本控制形成较大压力，需注意原材料价格变动对公司盈利的不利影响

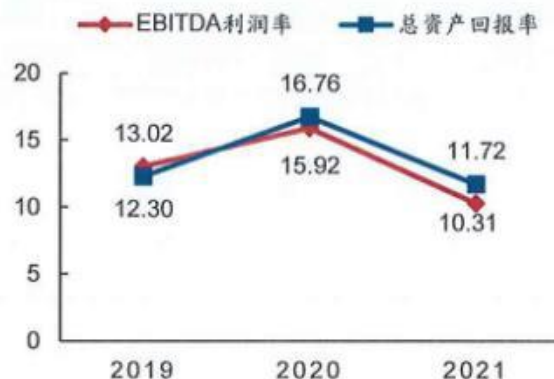
受益于市场需求旺盛、公司产能持续释放，近年公司主要产品的产销规模持续增长，业务规模扩张较快，公司营业收入保持快速增长，2019-2021年复合增长率为45.94%；随着太阳能电池封装胶膜业务规模的上升，2022年上半年公司营业收入增长至13.10亿元，同比增长82.39%。由于原材料占营业成本比重较高，其价格变动对公司盈利能力影响较大，近年公司功能性聚烯烃热熔胶粒产品毛利率持续走低，2020年热熔胶膜毛利率因下游需求大幅增长、产品价格大幅上升而有所增长，2021年及2022年1-6月热熔胶膜毛利率因EVA价格上升而持续下降。综合影响下，公司2020年EBITDA利润率与总资产回报率提升明显，盈利能力显著增强，而2021年又有所下降。若公司不能通过及时安排采购来降低原材料价格变动的的影响并及时将成本变动传递至下游，将对公司未来盈利产生不利影响。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

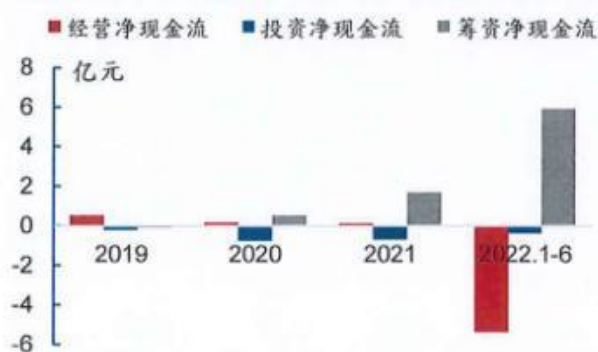
受上下游结算账期错配影响，经营活动现金流表现较弱，随着在建、拟建项目建设推进和业务规模

的扩大，公司将面临较大的资金压力

公司太阳能电池封装胶膜客户普遍采用票据作为主要结算手段，产品销售回款周期较长，而行业供应商主要为大宗化工原料厂商，采购付款结算账期较短，上下游结算账期错配，公司经营活动现金流表现较弱。2022年1-6月，公司经营净现金净流出5.36亿元，主要系公司在当期业务规模大幅增长的同时对EVA等原材料的采购大幅增长，公司营运资金压力加大。近年公司资本性投入整体规模较大，投资活动现金流表现为净流出。随着公司业务规模增加，公司筹资力度逐年增加，2019-2021年以银行借款为主，随着2022年3月公司完成首次公开发行股票上市，2022年1-6月公司筹资净现金流大幅增加。

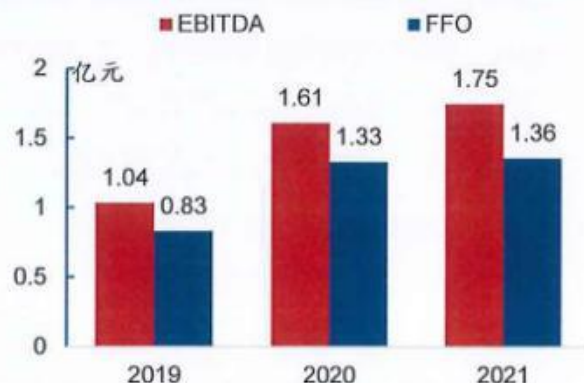
近年公司EBITDA、FFO随着利润增加均有所提升，但应收款项和存货的增加对营运资金造成了大量占用，公司经营活动现金生成能力较弱，未来主要资本性支出活动仍将主要依靠筹资活动。考虑到公司在建和拟建项目总投资规模较大，若本期债券未发行成功，公司将面临较大的资金压力。

图9 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

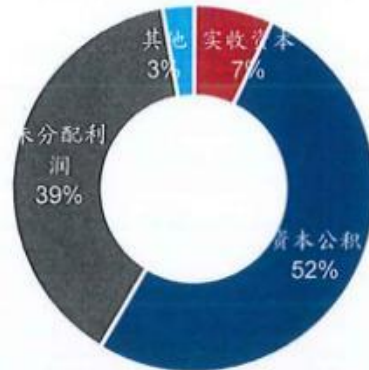
资本结构与偿债能力

公司总债务增加较快，面临一定偿债压力

得益于公司持续经营的积累，2019-2021年公司所有者权益规模不断增长，2022年3月完成首次公开发行股票，所有者权益大幅上升至13.18亿元。同期，公司负债总额持续上升，由2019年末的2.07亿元上升至2022年6月末的8.09亿元。受上述因素综合影响，公司产权比率有所波动，净资产对总负债的保障程度较弱。

图 11 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

图 12 2022 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

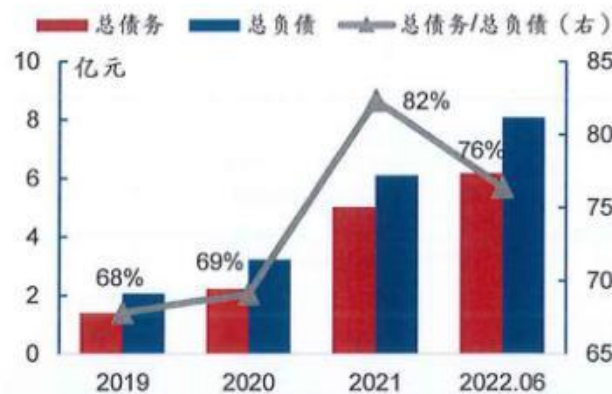
从负债结构来看，公司以流动负债为主。近年公司短期借款规模持续增长，主要用于原材料采购，公司短期借款为保证借款和抵质押借款。公司应付票据为银行承兑汇票，截至 2022 年 6 月末账面余额为 0.32 亿元。伴随公司业务规模的扩张，公司应付账款持续有所增长。近年公司其他流动负债规模大幅增长，2022 年 6 月末公司其他流动负债规模上升至 2.21 亿元，主要系期末已背书未到期的票据。2021 年公司新增长期借款且规模较小，以公司广州永和生产基地的土地使用权作为抵押担保。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

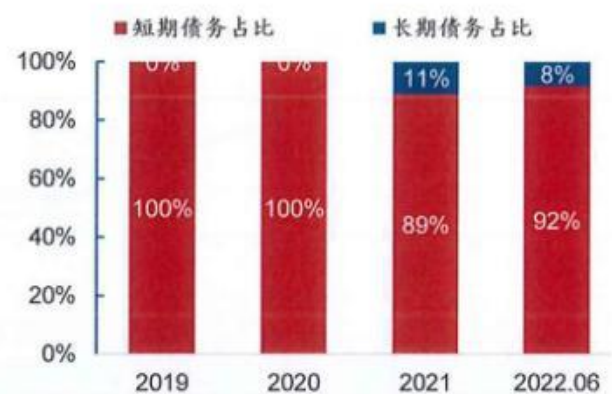
项目	2022 年 6 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.02	37.40%	1.87	30.66%	0.99	30.48%	0.44	21.33%
应付票据	0.32	3.96%	0.31	5.08%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	1.15	14.19%	0.60	9.81%	0.48	14.76%	0.42	20.26%
其他流动负债	2.21	27.37%	2.17	35.60%	1.27	39.06%	0.96	46.53%
流动负债合计	7.35	90.87%	5.41	88.63%	3.10	95.80%	1.98	95.74%
长期借款	0.52	6.37%	0.55	9.03%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
负债合计	8.09	100.00%	6.11	100.00%	3.24	100.00%	2.07	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

截至 2022 年 6 月末，公司总债务规模大幅增长至 8.09 亿元，基本为短期债务。本期债券募集资金合计不超过 5.24 亿元（含），若能顺利发行，将一定程度增加公司债务压力。

图 13 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表，中证鹏元整理

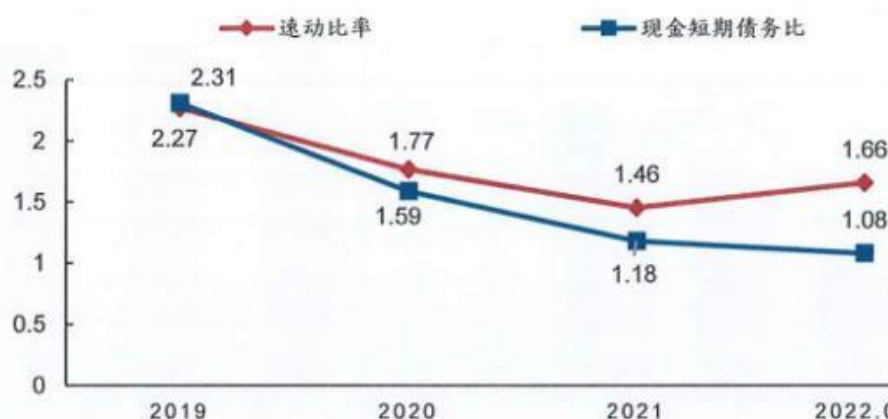
从偿债能力指标来看，2022年公司完成首次公开发行股票募资后，资本实力增强，期末资产负债率、总债务占总资产的比重有所下降。2021年公司债务规模持续增加，净债务/EBITDA、FFO/净债务转为正，2019-2021年EBITDA利息保障倍数虽整体有所下降但仍处于较高水平，盈利对债务利息偿付的保障程度高。

表18 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年6月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	38.02%	44.70%	33.53%	28.24%
净债务/EBITDA	--	0.11	-0.67	-1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	13.83	39.96	19.82
总债务/总资本	31.91%	39.96%	25.86%	21.08%
FFO/净债务	--	682.81%	-121.49%	-49.94%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表

2022年6月末，公司速动比率较2021年末有提升，主要系公司完成首次公开发行现金类资产增加所致；现金短期债务比较2021年末则略有下降，主要系公司短期借款上升较快所致。2021年末，公司固定资产、无形资产中账面价值为0.27亿元的资产用于贷款抵押，占当期固定资产、无形资产账面价值的8.56%，资产受限规模较小。根据公司提供的资料，截至2022年6月末在授信合同有效期获得的银行授信总额为9.58亿元，未使用额度为5.30亿元，公司作为主板上市公司，有一定的融资渠道。

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 7 月 6 日），公司本部、子公司江苏鹿山新材料有限公司、子公司广州鹿山先进材料有限公司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。

九、抗风险能力分析

公司经营热熔粘接材料领域多年，热熔胶粒产品具有竞争优势，胶膜产品处于优质赛道。公司成功上市使资本实力有所提升，融资渠道进一步丰富。同时中证鹏元注意到，光伏行业需求阶段性波动或将使公司面临一定的周期性经营波动，公司盈利能力受原材料波动影响较大，2021 年公司毛利率下降明显，且供应商集中度较高。公司应收款项大幅增长，对营运资金占用较大，经营活动现金流表现较弱。近年来为满足资金需求，公司债务规模持续增长，面临一定的债务压力。此外，公司在建、拟建项目部分资金尚需自筹，随着公司业务规模的扩大，公司营运资金压力加大，公司面临较大的资金压力，在建、拟建项目建成后产能消化和预期收益实现情况还存在一定的不确定性。但考虑到公司产品具有一定竞争优势，且下游行业景气度较高，随着公司产能逐步释放，预计公司营业收入仍将保持增长，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金主要来源于本期债券募投项目投产产生的收益和公司经营性业务产生的现金流。随着公司本期债券募投项目投产，公司未来销售收入有望进一步扩大，同时受益于光伏行业景气度良好及业务不断拓展，公司营业收入未来有望持续增长。但中证鹏元也注意到，未来公司在建和拟建产能或存在利用不充分、下游需求存在波动，公司未来业绩增长存在一定的不确定性。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股，将进一步增加公司的债务压力。同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场等渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

本期债券保障措施分析

实控人汪加胜、韩丽娜为本期债券提供的连带责任保证担保能有效提升其信用水平

本期债券由实际控制人汪加胜、韩丽娜提供保证担保，承担连带保证责任，担保范围为经中国证券监督管理委员会核准的本期债券总额的100%本金及利息、违约金、损害赔偿金以及实现债权的合理费用，保证期间为本期债券的存续期及债券到期之日起六个月或主债权（即本期债券的本金及利息）消灭之日（以先到者为准）。本期债券的期限、还本付息等发生变更时，需另行经过担保人书面同意；未取得担保人书面同意，担保人将不再承担该担保函项下的保证责任。该担保函字担保人签署后且本期债券发行首日起生效，在保证期间内不得撤销。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为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。

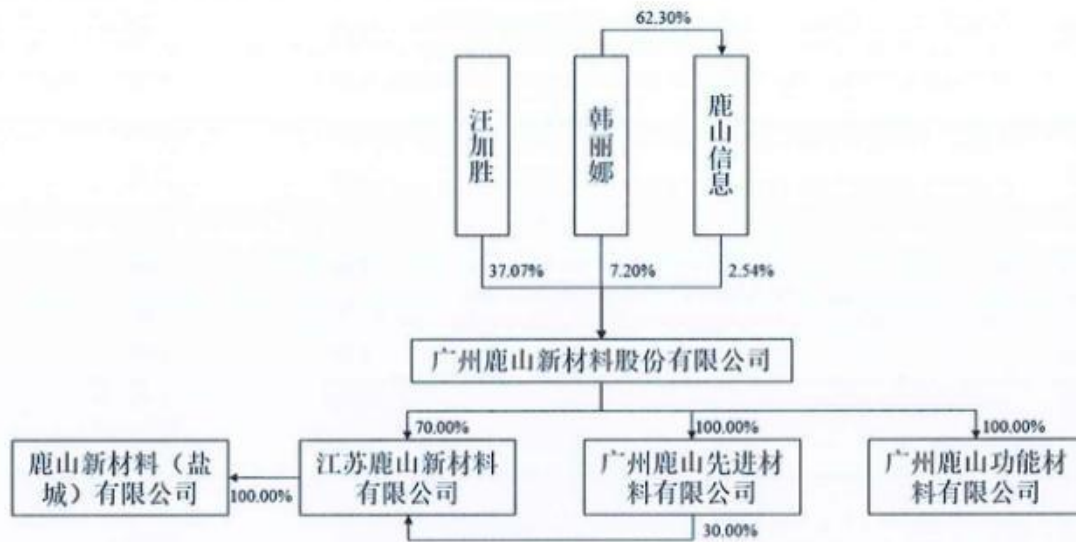
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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）	2022年6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.26	2.08	0.98	0.95
应收票据	3.42	3.05	2.08	1.40
应收账款	5.27	2.15	1.16	1.13
存货	4.51	1.94	1.32	1.12
流动资产合计	16.69	9.81	6.81	5.63
固定资产	3.14	2.88	1.46	1.30
在建工程	0.58	0.30	0.85	0.06
非流动资产合计	4.57	3.84	2.85	1.70
资产总计	21.27	13.66	9.66	7.34
短期借款	3.02	1.87	0.99	0.44
应付账款	1.15	0.60	0.48	0.42
一年内到期的非流动负债	0.12	0.12	0.00	0.00
其他流动负债	2.21	2.17	1.27	0.96
流动负债合计	7.35	5.41	3.10	1.98
长期借款	0.52	0.55	0.00	0.00
非流动负债合计	0.74	0.69	0.14	0.09
负债合计	8.09	6.11	3.24	2.07
总债务	6.18	5.03	2.24	1.41
归属于母公司的所有者权益	13.18	7.55	6.42	5.27
营业收入	13.10	16.93	10.12	7.95
营业利润	0.87	1.25	1.38	0.82
净利润	0.77	1.13	1.16	0.72
经营活动产生的现金流量净额	-5.36	0.12	0.18	0.55
投资活动产生的现金流量净额	-0.38	-0.69	-0.75	-0.21
筹资活动产生的现金流量净额	5.93	1.68	0.53	-0.09
财务指标	2022年6月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	13.10%	14.81%	22.68%	20.67%
EBITDA 利润率	--	10.31%	15.92%	13.02%
总资产回报率	--	11.72%	16.76%	12.30%
资产负债率	38.02%	44.70%	33.53%	28.24%
净债务/EBITDA	--	0.11	-0.67	-1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	13.83	39.96	19.82
总债务/总资本	31.91%	39.96%	25.86%	21.08%
FFO/净债务	--	682.81%	-121.49%	-49.94%
速动比率	1.66	1.46	1.77	2.27
现金短期债务比	1.08	1.18	1.59	2.31

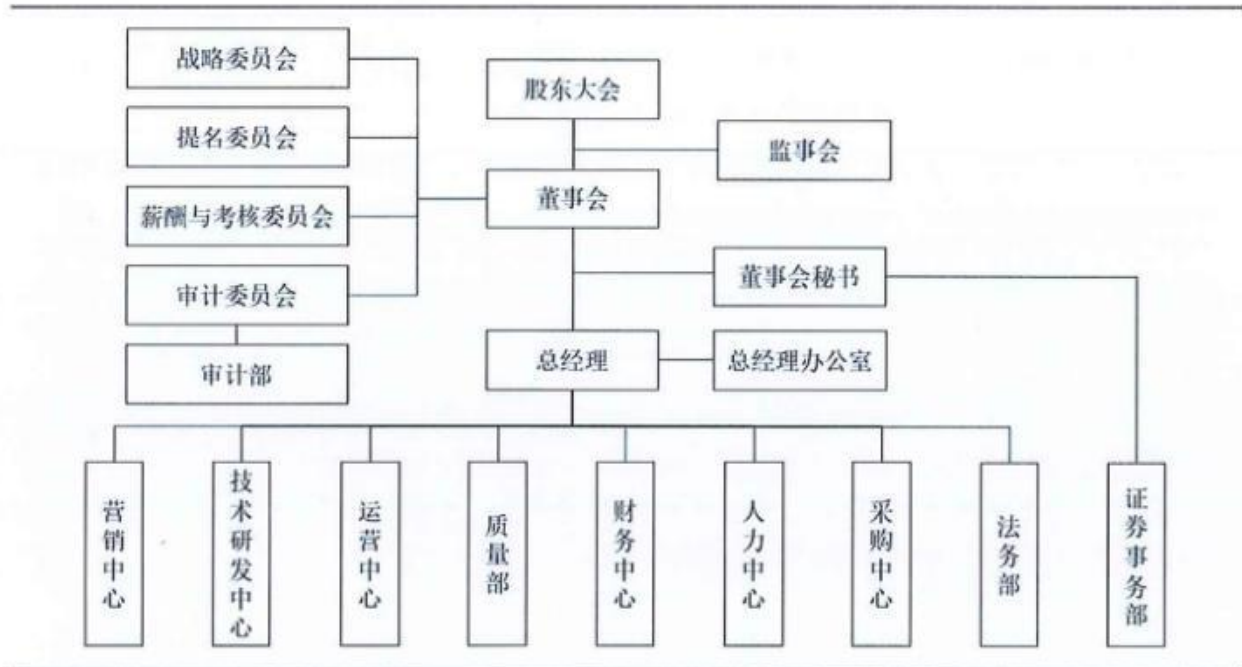
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江苏鹿山新材料有限公司	1.25	100.00%	光电产品、电子类光学胶膜、功能聚烯烃热熔胶、新型高分子材料、高性能光伏组件EVA胶膜及太阳能电池配套材料的研发、生产、销售、加工、技术转让等
广州鹿山先进材料有限公司	1.75	100.00%	初级形态塑料及合成树脂制造（监控化学品、危险化学品除外）；粘合剂制造（监控化学品、危险化学品除外）；货物进出口（专营专控商品除外）；技术进出口；TFT-LCD、PDP、OLED等平板显示屏、显示屏材料制造（6代及6代以下TFT-LCD玻璃基板除外）等
广州鹿山功能材料有限公司	0.05	100.00%	初级形态塑料及合成树脂制造（监控化学品、危险化学品除外）；货物进出口（专营专控商品除外）等
鹿山新材料（盐城）有限公司	0.20	100.00%	许可项目：货物进出口；技术进出口；进出口代理；各类工程建设活动（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：新材料技术研发；塑料制品制造；塑料制品销售等

资料来源：公司2022年半年度报告、国家企业信用信息公示系统，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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司 (非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址：<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日—6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告，商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



此复印件仅供
唐山新材 使用
再复印无效

登记机关

2018 年 11 月 05 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供
佛山新材
再复印无效

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	袁媛	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030217080001	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2017-08-27			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030217080001	2017-08-27	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	




SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	何佳欢	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030219030004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2019-03-23			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030219030004	2019-03-23	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	