



2023年广州鹿山新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券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等级的变化情况。

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：

2023年广州鹿山新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券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 | A+ | A+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 鹿山转债 | A+ | A+ |

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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”）在热熔胶粒产品方面保持一定的竞争优势，部分产品逐步实现进口替代，太阳能电池封装胶膜下游需求增长，叠加公司新增产能逐步释放，带动营业收入大幅增长。同时中证鹏元也关注到，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，公司盈利受原材料 EVA 价格波动等影响较大，部分产品价格受市场供需格局影响有所下降，2022 年及 2023 年一季度公司毛利率下降明显，且公司供应商集中度较高，应收款项及存货大幅增长，对营运资金形成较大占用，经营活动现金流表现较弱，面临杠杆水平有所上升等风险因素。

评级日期

2023 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：袁媛
yuany@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

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 | 31.32 | 24.94 | 13.66 | 9.66 |
| 归母所有者权益 | 13.38 | 13.26 | 7.55 | 6.42 |
| 总债务 | 15.57 | 9.73 | 5.03 | 2.24 |
| 营业收入 | 7.07 | 26.18 | 16.93 | 10.12 |
| 净利润 | -0.35 | 0.75 | 1.13 | 1.16 |
| 经营活动现金流净额 | -1.95 | -6.91 | 0.12 | 0.18 |
| 净债务/EBITDA | -- | 1.58 | 0.11 | -0.67 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 6.87 | 13.83 | 39.96 |
| 总债务/总资本 | 53.78% | 42.32% | 39.96% | 25.86% |
| FFO/净债务 | -- | 44.63% | 682.81% | -121.49% |
| EBITDA 利润率 | -- | 5.98% | 10.31% | 15.92% |
| 总资产回报率 | -- | 4.89% | 11.72% | 16.76% |
| 速动比率 | 1.55 | 1.24 | 1.46 | 1.77 |
| 现金短期债务比 | 1.10 | 0.86 | 1.18 | 1.59 |
| 销售毛利率 | 2.98% | 9.90% | 14.81% | 22.68% |
| 资产负债率 | 57.27% | 46.82% | 44.70% | 33.53% |

注：2020 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 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司热熔胶粒产品保持竞争优势，部分产品逐步实现进口替代打造新的增长空间，胶膜产品处于优质赛道，有力带动公司营业收入大幅增长。**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，多种产品已逐步实现进口替代，2022年该业务营业收入同比增长22.79%；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，叠加公司新增产能逐步释放，推动公司当年营业收入同比增长55.58%。

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。**尽管当前受政策推动，光伏行业仍具有较大的发展空间，但未来若光伏装机容量的宏观调控政策和措施发生不利变化，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，将面临行业竞争加剧及产品价格下行风险。
- **受主要原材料 EVA 价格大幅波动影响，2022 年以来公司主要产品太阳能电池封装胶膜盈利能力明显下行，且需关注对主要供应商依赖度较高的问题。**公司原材料占主营业务成本的比重高，随着公司太阳能电池光伏胶膜业务规模大幅增长，公司 EVA 采购额占原材料总采购额的比例上升至 58.26%，2022 年乙烯-醋酸乙烯酯共聚物（EVA）市场价格剧烈波动使 2022 年以来毛利率水平下滑明显，公司成本控制压力较大；同时，公司采购集中度较高，2022 年对前两大供应商的采购金额占采购总额的比重上升至 43.90%。
- **应收款项及存货大幅增长，对营运资金占用较大，经营活动现金流表现较弱，且需关注存货增长及跌价风险。**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，2022 年应收账款及应收票据余额占当期资产总额的 36.61%，对营运资金占用明显，此外随着公司产能增加对原材料的采购大幅增加以及公司在 EVA 价格水平较高时提前备货，2022 年公司存货规模大幅增长且同比增速高于公司营业收入同比增速，公司经营活动现金流表现为大额净流出，需关注存货跌价风险。
- **公司债务规模持续增长，面临一定的债务压力。**为满足原材料采购资金需求及厂房建设资金需求，2022 年以来公司总债务规模大幅增长，各项杠杆水平指标表现有所弱化，其中短期债务占比较高，公司面临一定的短期偿债压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为随着公司不断扩大产能，公司在热熔粘接行业竞争有所加强，聚烯烃热熔胶粒龙头地位仍有望保持，且近年在政策带动下太阳能电池封装胶膜下游光伏组件行业景气度良好，公司业务规模有望进一步扩大。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 天津新材 | 福斯特 | 东方日升 | 海优新材 | 赛伍技术 | 鹿山新材 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 22.98 | 201.95 | 382.62 | 64.78 | 49.74 | 24.94 |
| 营业收入 | 14.26 | 188.77 | 293.85 | 53.07 | 41.15 | 26.18 |
| 净利润 | -0.56 | 15.79 | 9.56 | 0.50 | 1.71 | 0.75 |
| 销售毛利率 | 14.90% | 15.62% | 10.69% | 7.87% | 13.04% | 9.90% |
| 资产负债率 | 55.41% | 30.62% | 72.82% | 61.69% | 40.33% | 46.82% |

注：以上各指标均为 2022 年/2022 年末数据。上海天津热熔粘接材料股份有限公司（股票代码“603330.SH”）简称为“天津新材”，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 2022 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 | 评分要素 | 评分 | |
|----------|-----------|----------|-----------|-----|
| 业务状况 | 宏观环境 | 4/5 | 初步财务状况 | 8/9 |
| | 行业&经营风险状况 | 4/7 | 财务状况 | 8/9 |
| | 行业风险状况 | 4/5 | 杠杆状况 | 中 |
| | 经营状况 | 4/7 | 盈利状况 | 中 |
| 业务状况评估结果 | 4/7 | 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 | | -1 | |
| 个体信用状况 | | | a+ | |
| 外部特殊支持 | | | 0 | |
| 主体信用等级 | | | A+ | |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，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 |
|-------|---------|------------|--------|---|----------------------|
| A+/稳定 | A+/鹿山转债 | 2022-09-19 | 袁媛、何佳欢 | 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) | 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 |
|------|----------|----------|------------|------------|
| 鹿山转债 | 5.24 | 5.24 | 2022-09-19 | 2029-03-17 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年3月发行6年期5.24亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后，计划用于太阳能电池封装胶膜扩产项目和补充流动资金。截至2023年4月19日，本期债券募集资金专项账户余额为4.95亿元。

三、发行主体概况

2022年及2023年一季度，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，控股股东和实际控制人仍为汪加胜、韩丽娜夫妇，直接和间接合计控制公司45.85%的股份。随着限制性股票激励计划的实施，截至2023年3月末，公司注册资本和股本均增至9,331.90万元。截至2023年3月末，公司前五大股东均不存在股票质押、标记或冻结情况。

表1 截至2023年3月末公司前五大股东持股情况（单位：万股）

| 股东名称 | 持股数量 | 持股比例 |
|---------------------|-----------------|---------------|
| 汪加胜 | 3,411.16 | 36.55% |
| 韩丽娜 | 662.48 | 7.10% |
| 西藏聚兰德股权投资合伙企业（有限合伙） | 328.94 | 3.52% |
| 广发乾和投资有限公司 | 272.50 | 2.92% |
| 广州市鹿山信息咨询有限公司 | 233.45 | 2.50% |
| 合计 | 4,908.53 | 52.60% |

资料来源：公司2023年第一季度报告，中证鹏元整理

公司仍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2023年3月末，纳入公司合并报表范围内子公司共4家，详见附录四。

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

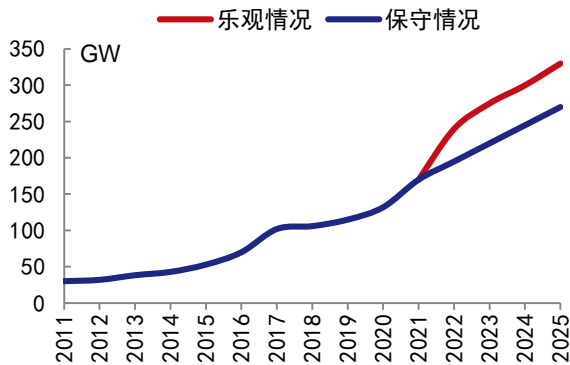
热熔粘接材料应用广泛，下游市场稳步扩张推动市场持续上行，行业内企业发展侧重点各有不同；全球光伏新增装机高速增长将推动光伏胶膜市场需求持续景气，光伏胶膜领域市场集中度高，市场竞争格局稳定

我国热熔胶销售的下游应用领域主要为装配（包括太阳能光伏组件封装）、包装与标签、纤维加工、建筑/民用工程等领域，根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2021年上述领域的销售量占比分别为50.98%、27.80%、25.70%和6.32%，装配领域市场规模增长较快，其中光伏太阳能用EVA/POE树脂用量为78万吨，同比增长24.8%；包装与标签应用领域规模有所增长；建筑/民用工程应用领域占比有所下降。

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封装环节的关键材料，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

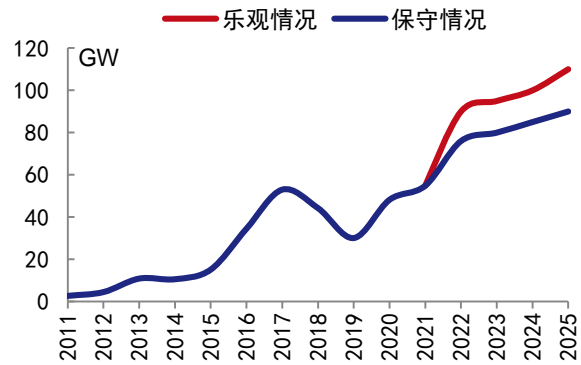
装机约210-260GW，我国光伏年均新增光伏装机或将在70-90GW之间。2025年全球光伏新增装机容量有望达到270-330GW，其中国内新增装机达到90-110GW。从2022年光伏装机实际情况看，2022年全球新增光伏装机量为230GW，同比增长35.3%（根据中国光伏业协会数据）；国内光伏新增装机规模达87.41GW，同比增长59.27%（根据国家能源局数据）。

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

受益于全球光伏新增装机量的持续增长，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年-2025年复合增长率达15.83%-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2 2021-2025 年光伏胶膜全球市场需求测算

| 指标名称 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 光伏新增装机保守情况（GW） | 150.0 | 180.0 | 210.0 | 240.0 | 270.0 |
| 按容配比计算组件生产量（GW） | 180.0 | 216.0 | 252.0 | 288.0 | 324.0 |
| 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 | 0.1 |
| 光伏胶膜需求量（亿平方米） | 18.0 | 21.6 | 25.2 | 28.8 | 32.4 |
| 光伏新增装机乐观情况（GW） | 170.0 | 225.0 | 270.0 | 300.0 | 330.0 |
| 按容配比计算组件生产量（GW） | 204.0 | 270.0 | 324.0 | 360.0 | 396.0 |
| 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 | 0.1 |
| 光伏胶膜需求量（亿平方米） | 20.4 | 27.0 | 32.4 | 36.0 | 39.6 |

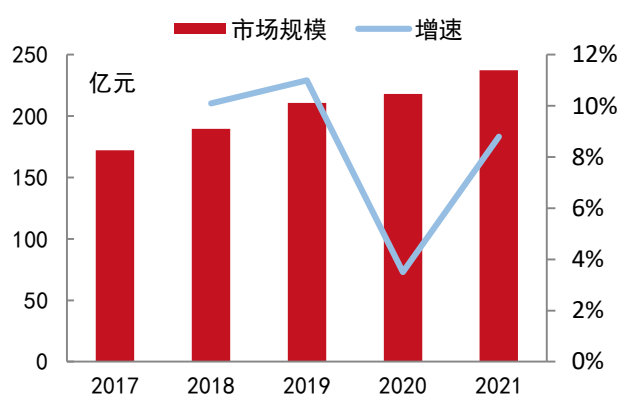
资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

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，能源管道领域下游稳定扩张，油气管道防腐热熔胶仍有较高的增长空间。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。

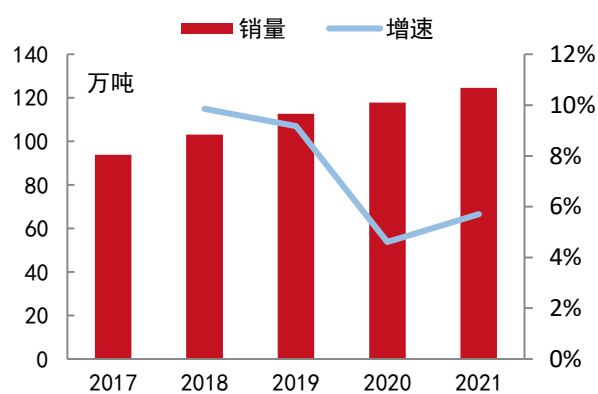
我国热熔胶行业在经过早期市场积累和技术沉淀后开始进入高速增长阶段，产业规模不断增长。目前，我国已成为全球热熔胶主要产地之一。据华经产业研究院，2021年我国热熔胶行业市场规模达237.35亿元，同比增长8.8%。随着行业的不断发展及下游需求的增长，近年来我国热熔胶销量也随之不断增长，2021年我国热熔胶销量达124.56万吨，同比增长5.7%。

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

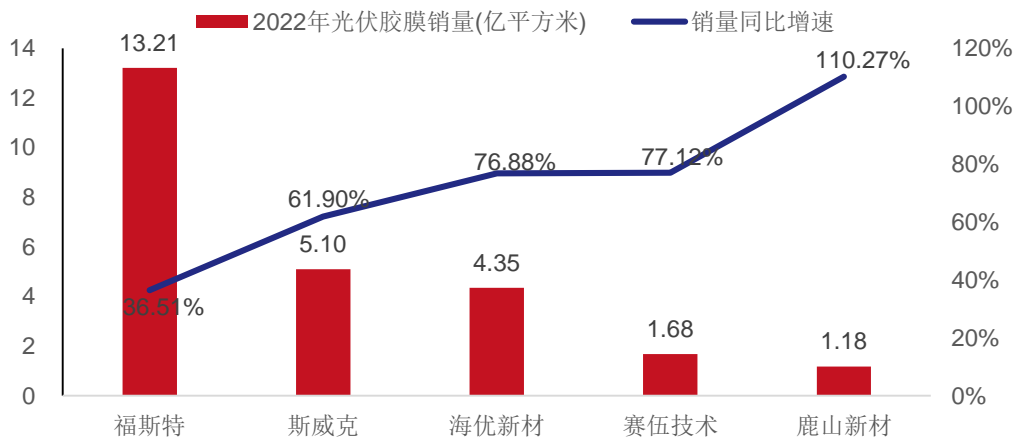


资料来源：华经产业研究院，中证鹏元整理

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、天洋新材、康达新材、回天新材、鹿山新材等为代表的企业，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。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。

光伏胶膜的全球市场供应已基本被国内厂商所替代，2022年以福斯特为第一梯队、海优新材和斯威克为第二梯队、其他中小企业作为补充的竞争格局稳定。根据中国光伏业协会数据，2022年单玻组件封装材料仍以透明EVA胶膜为主，约占41.9%的市场份额，POE胶膜和共挤型EPE胶膜合计市场占比提升至34.9%，随着未来TOPCon组件及双玻组件市场占比的提升，其市场占比将进一步增大。

图 5 光伏胶膜行业销量格局梯队明显

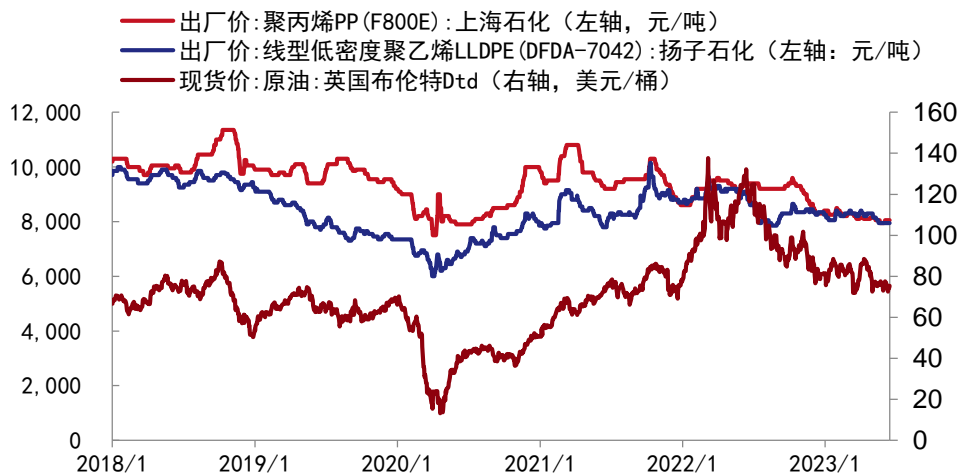


资料来源：Wind，中证鹏元整理

PE、PP价格受原油价格影响较大，2022年以来呈波动下行趋势，2022年光伏级EVA树脂价格剧烈波动，对光伏胶膜行业内企业盈利能力造成较大影响

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。2022年，PE、PP价格受宏观经济影响而呈现一定的波动性，其中1-5月，受俄乌冲突影响，油价大幅上涨，受原油价格提振，PE、PP价格保持小幅上涨趋势；6-10月，PE、PP价格随原油价格下跌；11-12月，随国内宏观预期好转而有所回升。但2023年以来，受下游需求不足，及PE、PP均处于产能增长周期，PE、PP价格均保持缓慢下行趋势。

图 6 PE、PP 的市场价格与原油价格具有一定的正相关性

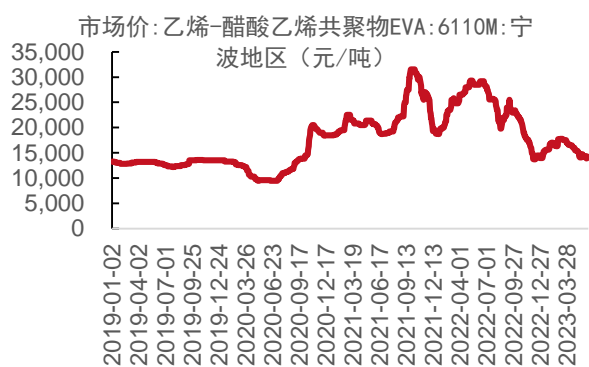


资料来源：Wind，中证鹏元整理

胶膜售价的变动主要取决于EVA树脂市场价格的变动、下游客户需求情况，光伏组件厂商胶膜采购

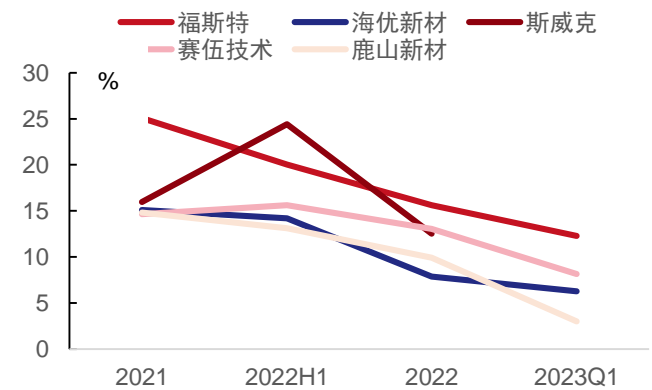
价格在较大程度上锚定EVA树脂的价格变动。2022年EVA树脂价格大幅波动，上半年受EVA树脂供应紧张影响价格大幅上升，价格最高上涨至近3万元/吨，后因硅料价格高位运行，光伏组件厂商排产率受到影响，且EVA行业产能增加，EVA树脂价格明显下行，后续在年度光伏排产走弱的情况下，EVA树脂价格快速下跌。2023年一季度，受下游光伏需求回暖，EVA树脂价格有所回升，而二季度受产能增加影响再次下滑。2022年EVA树脂价格的剧烈波动，对光伏胶膜行业企业盈利挤占明显，2022年下半年以来，光伏胶膜行业主要公司销售毛利率出现较大幅度下滑，需持续关注行业内企业盈利情况。

图 7 近年 EVA 树脂市场价格波动较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 2022 年下半年后光伏胶膜行业主要公司销售毛利率大幅下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事热熔粘接材料行业，是国内领先的高性能热熔粘接材料企业之一，2022年功能性聚烯烃热熔胶胶粒产品逐步实现进口替代，太阳能电池封装胶膜下游需求旺盛，叠加公司产能大幅扩张，推动营业收入保持高速增长；但2022年下半年太阳能电池封装胶膜价格受原材料价格下跌影响较大，公司销售毛利率持续下滑，需关注主要原材料EVA树脂等价格波动对公司盈利能力的影响

公司主要产品包括功能性聚烯烃热熔胶胶粒、热熔胶膜等，两者收入合计占2021年、2022年营业收入的比重均超过85%。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，公司作为该细分行业龙头，2022年功能性聚烯烃热熔胶胶粒产品收入有所增长；公司热熔胶膜产品主要为太阳能电池封装胶膜，受益于下游需求旺盛及公司产能释放，2022年收入大幅上涨，带动公司营业收入大幅增长。毛利率方面，公司产品受上游原材料价格影响较大，2022年及2023年一季度公司毛利率受重要原材料EVA树脂价格大幅波动而下降明显。

表3 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 |
| 热熔胶膜 | 4.33 | 61.26% | -5.00% | 14.44 | 55.14% | 7.93% | 7.02 | 41.43% | 16.19% |
| 功能性聚烯烃热熔胶粒 | 2.33 | 32.94% | 17.33% | 9.11 | 34.78% | 14.87% | 7.42 | 43.81% | 16.20% |
| 功能性新材料业务 | 0.25 | 3.60% | 8.13% | 1.65 | 6.29% | 4.89% | 1.42 | 8.40% | 8.61% |
| 其他（医用材料、生物降解材料等） | 0.13 | 1.78% | 3.45% | 0.51 | 1.94% | 4.45% | 0.66 | 3.92% | 9.19% |
| 其他业务 | 0.03 | 0.42% | -2.68% | 0.48 | 1.84% | -2.35% | 0.41 | 2.44% | -3.22% |
| 合计 | 7.07 | 100.00% | 2.98% | 26.18 | 100.00% | 9.90% | 16.93 | 100.00% | 14.81% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，主要产品产销量维持在较高水平；公司在建、拟建项目规模较大，需关注项目建成投产后产能消化问题

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年末，公司仍有广州总部、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。

随着新增产能的逐步投产，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2022年末，公司已形成功能性聚烯烃热熔胶粒产能10万吨/年、太阳能电池封装胶膜产能3亿平方米/年，分别同比增长41.96%、316.67%。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，2023年1-3月受新增产能爬坡等因素影响，产能利用率有所下降。2022年，太阳能封装胶膜产能利用率受益于下游需求仍较为旺盛而处于较高水平；2023年1-3月，受新增产能爬坡影响而有所下滑。产销率方面，公司主要产品产销率均处于较高水平，功能性聚烯烃热熔胶粒方面多种产品已逐步实现进口替代，太阳能电池封装胶膜下游需求旺盛，相关产品产销率均高于90%。

表4 公司主要产品产销、产能利用率情况

| 领域 | 项目 | 2023年1-3月 | 2022年 | 2021年 |
|------------|------------------|-----------|-----------|-----------|
| 功能性聚烯烃热熔胶粒 | 自有产能（吨） | 25,359 | 85,540 | 70,449.60 |
| | 产量（吨） | 16,875.67 | 77,514.07 | 63,369.03 |
| | 自有产量（吨） | 16,859.09 | 77,304.96 | 62,972.94 |
| | 产能利用率（自有产量/自有产能） | 66.48% | 90.37% | 89.39% |
| | 销量（吨） | 19,419.07 | 73,363.25 | 60,523.93 |

| | | | | |
|-----------|----------|----------|-----------|----------|
| | 产销率 | 115.07% | 94.65% | 95.51% |
| 太阳能电池封装胶膜 | 产能（万平方米） | 7,616.00 | 12,795.00 | 7,200.00 |
| | 产量（万平方米） | 5,360.54 | 12,133.19 | 5,556.47 |
| | 产能利用率 | 70.39% | 94.83% | 77.17% |
| | 销量（万平方米） | 5018.23 | 11,798.01 | 5,583.13 |
| | 产销率 | 93.61% | 97.24% | 100.48% |
| 热塑型光学透明胶膜 | 产能（万平方米） | 14.00 | 56.00 | 57.00 |
| | 产量（万平方米） | 11.73 | 58.02 | 54.69 |
| | 产能利用率 | 83.79% | 103.60% | 95.95% |
| | 销量（万平方米） | 7.85 | 47.64 | 50.45 |
| | 产销率 | 66.92% | 82.12% | 92.25% |

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2023年3月末，公司主要在建项目计划总投资4.76亿元，已完成投资2.40亿元。其中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，若能顺利建成投产，未来公司产能将大幅增长，收入规模有望进一步扩大。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，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5 截至2023年3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 | 拟投入募集资金 | 已投资 | 尚需投资 |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 太阳能电池封装胶膜扩产项目 | 4.58 | 3.67 | 0.00 | 4.58 |
| 功能性聚烯烃热熔胶扩产项目（江苏） | 1.19 | 0.48 | 0.19 | 1.00 |
| 盐城基地建设 | 1.00 | 0.00 | 0.93 | 0.07 |
| TOCF光学膜扩产项目 | 0.73 | 0.73 | 0.33 | 0.40 |
| 功能性聚烯烃热熔胶技改项目 | 0.56 | 0.56 | 0.32 | 0.24 |
| 研发中心建设项目 | 0.46 | 0.46 | 0.04 | 0.42 |
| 江苏鹿山厂房建设项目 | 0.31 | 0.00 | 0.26 | 0.05 |
| 永和厂区配套设施、设备建设项目 | 0.20 | 0.00 | 0.19 | 0.01 |
| 江苏鹿山厂房项目二 | 0.31 | 0.00 | 0.14 | 0.17 |
| 合计 | 9.34 | 5.90 | 2.40 | 6.94 |

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及市场供需格局影响较大，2022年销量占比较大的复合建材热熔胶价

格有所下降，公司功能性聚烯烃热熔胶粒产品毛利率下降1.33个百分点；太阳能电池封装胶膜全年均价略有下降，2022年以来毛利率大幅下降；公司前五大客户主要为太阳能电池封装胶膜产品客户，集中度较低

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，下游客户主要为自用客户，少量为贸易商客户。从产品均价整体走势来看，销量占比较高的功能性聚烯烃热熔胶胶粒产品中油气管道防腐热熔胶价格随市场供需格局改善而有所上升；复合建材热熔胶价格随主要原材料PE先升后跌而略有下降；高阻隔包装热熔胶主要应用于中高端应用领域，随着业务规模的扩大，2022年及2023年1-3月价格均略有上升。总体来看，2022年公司功能性聚烯烃热熔胶粒产品毛利率略有下滑。太阳能电池封装胶膜产品受原材料价格及下游排产不及预期影响较大，2022年随EVA价格呈现先涨后跌的趋势，2022年全年平均销售单价较2021年略有下降，2023年1-3月则进一步下滑，对公司太阳能电池封装胶膜产品毛利率产生较大负面影响。

表6 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 | 2023年1-3月 | | 2022年 | | 2021年 | | |
|------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|-------|
| | 销量 | 单价 | 销量 | 单价 | 销量 | 单价 | |
| 复合建材热熔胶 | 12,134.81 | 11.77 | 48,381.15 | 12.10 | 45,277.36 | 12.19 | |
| 功能性聚烯烃热熔胶粒 | 油气管道防腐热熔胶 | 4,885.59 | 10.91 | 14,752.04 | 11.58 | 8,983.85 | 10.69 |
| | 高阻隔包装热熔胶 | 2,398.67 | 15.33 | 10,230.06 | 15.10 | 6,262.72 | 14.95 |
| 太阳能电池封装胶膜 | 5,010.38 | 8.60 | 11,798.01 | 12.12 | 5,583.13 | 12.27 | |
| 热塑型光学透明胶膜 | 7.85 | 28.02 | 47.64 | 29.29 | 50.45 | 32.03 | |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，已通过比亚迪、晶科能源、天合光能、东方日升、海泰新能等多家知名光伏组件客户的产品验证。2022年公司客户集中度仍较低，前五大客户销售金额占当期营业收入的比重为24.34%，且主要为太阳能电池封装胶膜下游客户，其中三家为新进客户。功能性聚烯烃热熔胶粒方面，2022年公司前五大客户中未见功能性聚烯烃热熔胶粒客户，2023年1-3月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4.56%。

公司主营业务成本主要为原材料成本，供应商集中度较高，EVA价格剧烈波动对公司成本控制形成较大压力

公司主营业务成本可分为直接材料、直接人工和制造费用，2022年直接材料占比高达92.15%，原材料价格波动对公司产品成本影响很大。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，随着公司太阳能电池封装胶膜业务规模的扩大，2022年EVA采购额占原材料总采购额的比例上升至58.26%。

表7 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

| 项目 | 2023年1-3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|-----------|------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| EVA | 35,806.73 | 55.00% | 153,609.46 | 58.26% | 62,009.83 | 54.59% |
| PE | 9,353.22 | 14.37% | 51,084.04 | 19.38% | 38,025.34 | 33.47% |
| POE | 11,026.19 | 16.94% | 22,121.16 | 8.39% | 11,569.31 | 10.18% |
| PP | 141.45 | 0.22% | 1,400.19 | 0.53% | 1,993.87 | 1.76% |
| 合计 | 56,327.58 | 86.53% | 228,214.84 | 86.56% | 113,598.35 | 81.40% |

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，2022年EVA价格波动剧烈，从年初的不到2万元/吨大幅上涨至年终的近3万元/吨，后因下游需求不及预期而大幅下跌至近1.4万元/吨，而公司上半年因太阳能电池封装胶膜新增产能逐步投产而备货较多，导致2022年公司全年EVA采购单价为2.05万元/吨，2023年一季度则大幅下降，需持续关注作为公司采购占比最高的EVA价格走势及公司备货节奏对其采购成本的影响。

表8 公司主要原材料采购单价和数量（单位：万元/吨、万吨）

| 项目 | 2023年1-3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|-----|-----------|------|-------|------|-------|------|
| | 单价 | 数量 | 单价 | 数量 | 单价 | 数量 |
| EVA | 1.47 | 2.43 | 2.05 | 7.49 | 1.85 | 3.34 |
| PE | 0.73 | 1.27 | 0.79 | 6.47 | 0.78 | 4.86 |
| POE | 2.4 | 0.46 | 2.26 | 0.98 | 1.59 | 0.73 |
| PP | 0.74 | 0.02 | 0.81 | 0.17 | 0.87 | 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，随着太阳能电池封装胶膜产能的增加，2022年公司对中石化化工销售有限公司、江苏斯尔邦石化有限公司的EVA采购额持续增加，对上述两家供应商采购金额占采购总额的比重从去年的32.04%上升至43.90%，公司前五大供应商采购金额占比亦上升至64.31%。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。

六、财务分析

财务分析基础说明

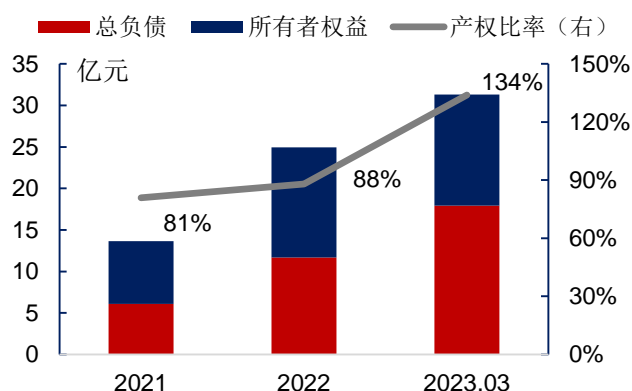
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年及2023年1-3月，公司合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

随着公司对外融资规模扩大及公司经营业绩积累，公司总资产规模大幅提升，主要由应收款项及存货为主，应收款项对营运资金形成较大占用，且需关注应收款项和存货的减值跌价风险

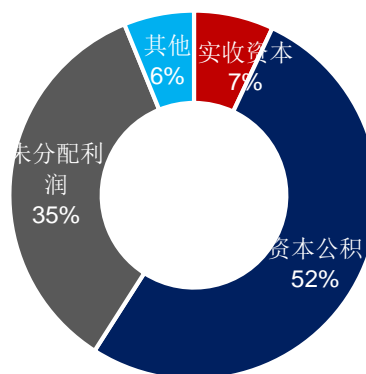
受益于公司于2022年3月完成首次公开发行股票及持续经营积累，2022年末及2023年3月末公司所有者权益规模持续增长。为公司经营活动需求，2022年末公司总负债规模大幅上升，随着“鹿山转债”的成功发行，2023年3月末总负债规模进一步上升至17.93亿元。综合来看，公司产权比率持续上升，2023年3月末上升至134.00%，所有者权益对总负债的保障程度较弱。从所有者权益构成来看，主要以资本公积、未分配利润为主。

图9 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年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图10 2023年3月末公司所有者权益构成



注：上图资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的2023年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司资产以应收款项（含应收票据和应收账款）和存货为主，2022年末占期末总资产的比重达61.74%。由于公司所处行业客户普遍采用票据作为主要结算手段，2022年末公司应收票据规模大幅增长，

截至2022年末公司应收银行承兑汇票4.55亿元、商业承兑汇票0.07亿元，其中已背书或贴现但尚未到期的银行承兑汇票2.99亿元。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、海泰新能等光伏组件厂商，前五大应收对象期末余额占比30.83%，账龄主要在一年以内，回款风险相对较小。考虑到公司应收款项规模增长较快，对资金形成较大占用，未来仍需关注公司应收款项的回款情况。

公司存货主要包括原材料、库存商品和半成品，随着太阳能电池封装胶膜产量大幅增加且2022年上半年原材料EVA价格大幅上涨，公司前期备货较多，原材料账面价值由2021年末的0.98亿元大幅增至2022年末的4.62亿元，致使公司存货账面价值大幅增长。2022年末存货跌价准备余额0.10亿元，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。其他资产方面，2023年3月末随着“鹿山转债”募集资金的到位，货币资金规模大幅增长。随着盐城基地建设项目、功能性聚烯烃热熔胶技改项目的部分转固及机器设备安装完毕转固，2022年末固定资产账面价值仍有所增长。2022年末，公司在建工程账面价值有所增长，主要为在建厂房。

表9 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 | 7.42 | 23.70% | 2.16 | 8.67% | 2.08 | 15.24% |
| 应收票据 | 3.38 | 10.79% | 4.62 | 18.53% | 3.05 | 22.37% |
| 应收账款 | 6.25 | 19.97% | 4.51 | 18.08% | 2.15 | 15.77% |
| 存货 | 6.40 | 20.44% | 6.27 | 25.13% | 1.94 | 14.19% |
| 流动资产合计 | 25.65 | 81.91% | 19.80 | 79.41% | 9.81 | 71.85% |
| 固定资产 | 3.77 | 12.03% | 3.87 | 15.53% | 2.88 | 21.10% |
| 在建工程 | 0.71 | 2.28% | 0.46 | 1.84% | 0.30 | 2.22% |
| 非流动资产合计 | 5.66 | 18.09% | 5.13 | 20.59% | 3.84 | 28.15% |
| 资产总计 | 31.32 | 100.00% | 24.94 | 100.00% | 13.66 | 100.00% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

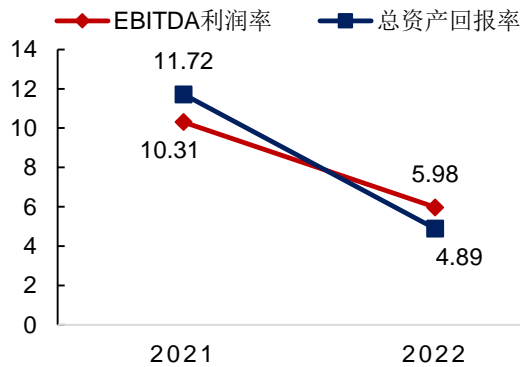
盈利能力

产能释放叠加下游需求旺盛，2022年营业收入快速增长，但主要原材料EVA价格剧烈波动对公司成本控制形成较大压力，2022年及2023年第一季度毛利率持续下滑，需关注原材料价格波动对公司盈利的不利影响

受益于公司产能持续释放、市场需求旺盛，2022年公司主要产品的产销规模仍持续增长，业务规模扩张较快，公司营业收入保持快速增长。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，2022年功能性聚烯烃热熔胶粒产品毛利率受原材料价格影响略有降低，热熔胶膜毛利率受EVA价格剧烈波动、公司原材料采购成本上升影响而明显下降，2023年一季度仍在消耗前期库存的高价

EVA，毛利率水平进一步下滑。综合影响下，公司2022年EBITDA利润率与总资产回报率持续下降。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 11 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

受上下游结算账期错配影响，公司经营活动现金流类表现较弱，2022年经营活动现金大额净流出，为满足公司日常经营采购原材料需求及项目投资需求，公司总债务规模大幅上升，以短期债务为主，面临一定的短期偿债压力

为满足公司日常经营和产能扩张建设对资金的需求，公司对外融资规模持续快速上升，2022年末公司债务规模大幅上升至9.73亿元，2023年3月通过发行鹿山转债融入资金5.13亿元，使公司2023年3月末债务规模增长至15.57亿元，占总负债的比重上升至86.81%。从债务借款来看，2023年3月末公司债务主要包括银行借款和应付债券，占公司刚性债务的比重分别为51.66%、30.45%，短期债务占比较高。公司银行借款规模持续上升，2023年3月末主要包括短期借款7.58亿元和长期借款0.46亿元，短期借款主要用于满足原材料采购资金需求，长期借款以广州永和生产基地的土地使用权作为抵押担保。公司应付债券即本期债券。其他主要负债方面，2022年末公司应付票据规模大幅上升，均为银行承兑汇票。2022年末其他流动负债仍保持较高规模，主要系期末已背书未到期的票据，2023年3月末有所下降。

表10 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 | 7.58 | 42.28% | 5.05 | 43.28% | 1.87 | 30.66% |
| 应付票据 | 1.09 | 6.06% | 1.40 | 12.00% | 0.31 | 5.08% |
| 应付账款 | 1.15 | 6.44% | 0.84 | 7.17% | 0.60 | 9.81% |
| 其他流动负债 | 1.61 | 8.97% | 2.70 | 23.13% | 2.17 | 35.60% |

| | | | | | | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|-------------|----------------|
| 流动负债合计 | 12.44 | 69.36% | 10.89 | 93.30% | 5.41 | 88.63% |
| 长期借款 | 0.46 | 2.57% | 0.48 | 4.10% | 0.55 | 9.03% |
| 应付债券 | 4.74 | 26.44% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动负债合计 | 5.50 | 30.64% | 0.78 | 6.70% | 0.69 | 11.37% |
| 负债合计 | 17.93 | 100.00% | 11.67 | 100.00% | 6.11 | 100.00% |
| 总债务合计 | 15.57 | 86.81% | 9.73 | 83.36% | 5.03 | 82.33% |
| 其中：短期债务 | 10.37 | 57.81% | 9.25 | 79.26% | 4.47 | 73.15% |
| 长期债务 | 5.20 | 29.01% | 0.48 | 4.10% | 0.56 | 9.18% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

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差。2022年，公司在太阳能电池封装胶膜业务规模大幅增长的同时对EVA等原材料的采购大幅增长，经营活动现金净流出6.91亿元。公司营运资金压力很大。2022年公司FFO、EBITDA随着利润下降而有所减少，同时随着公司对外融资规模的扩大，公司各项杠杆状况指标均有所弱化。

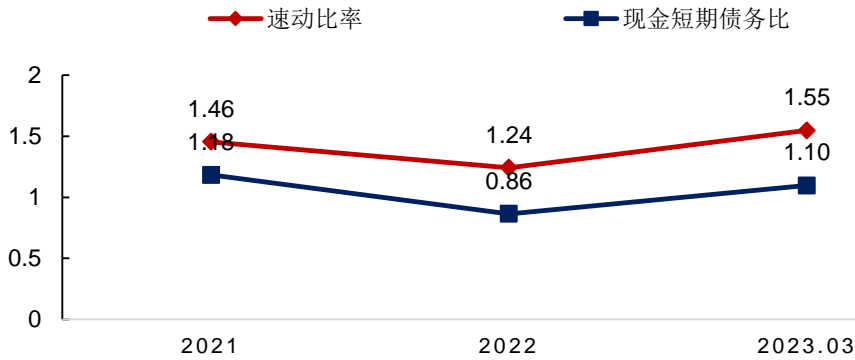
表11 公司现金流及杠杆状况指标

| 指标名称 | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|---------|----------|----------|
| 经营活动净现金流（亿元） | -1.95 | -6.91 | 0.12 |
| FFO（亿元） | -- | 1.10 | 1.30 |
| 资产负债率 | 57.27% | 46.82% | 44.70% |
| 净债务/EBITDA | -- | 1.58 | 0.11 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 6.87 | 13.83 |
| 总债务/总资本 | 53.78% | 42.32% | 39.96% |
| FFO/净债务 | -- | 44.63% | 682.81% |
| 经营活动现金流/净债务 | -44.11% | -280.43% | 62.13% |
| 自由活动现金流/净债务 | -51.72% | -338.65% | -475.28% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，随着公司短期借款的增加，2022年末公司速动比率和现金短期债务比均有所下降，2023年3月末随着鹿山转债融入资金又有所上升，但整体表现一般。公司为主板上市公司，资本市场融资渠道通畅，2023年3月末尚未使用的银行授信额度为17.88亿元，能够获得一定的流动性支持。

图 11 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年第一季度财务报表，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，公司股权结构相对稳定，管理层及核心团队较为稳定，行业经验较为丰富，公司ESG表现对其经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司 2022 年年度报告及公司出具的相关说明，过去一年，公司在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放方面，均未受到相应处罚。

社会因素

根据公司提供的相关情况说明，公司过去一年未发生产品质量或安全事故问题，无拖欠员工工资、社保等情形。

公司治理

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。公司股权结构相对稳定，公司第一大股东仍为汪加胜先生，截至2023年3月末第一大股东持股比例为36.55%，实际控制人汪加胜、韩丽娜夫妇无减持动作。2022年9月以来，公司主要管理人员未发生变动。

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，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。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月14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，截至信息查询日（2023年6月21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

公司经营热熔粘接材料领域多年，部分产品逐步实现进口替代打造新的增长空间，胶膜产品下游需求增长，有力带动公司营业收入大幅增长。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，2022年及2023年一季度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，各项杠杆水平指标表现弱化，面临一定的债务压力。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。

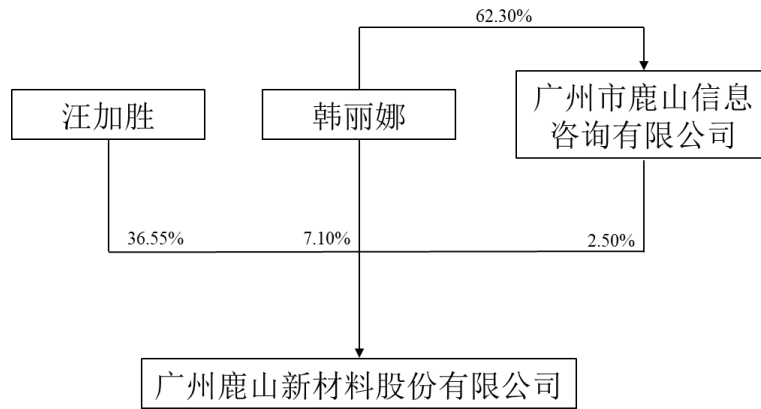
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“鹿山转债”的信用等级为A+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|--------|---------|----------|
| 货币资金 | 7.42 | 2.16 | 2.08 | 0.98 |
| 应收账款 | 6.25 | 4.51 | 2.15 | 1.16 |
| 存货 | 6.40 | 6.27 | 1.94 | 1.32 |
| 应收票据 | 3.38 | 4.62 | 3.05 | 2.08 |
| 流动资产合计 | 25.65 | 19.80 | 9.81 | 6.81 |
| 固定资产 | 3.77 | 3.87 | 2.88 | 1.46 |
| 非流动资产合计 | 5.66 | 5.13 | 3.84 | 2.85 |
| 资产总计 | 31.32 | 24.94 | 13.66 | 9.66 |
| 短期借款 | 7.58 | 5.05 | 1.87 | 0.99 |
| 应付票据及应付账款 | 2.24 | 2.24 | 0.91 | 0.48 |
| 流动负债合计 | 12.44 | 10.89 | 5.41 | 3.10 |
| 应付债券 | 4.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 5.50 | 0.78 | 0.69 | 0.14 |
| 负债合计 | 17.93 | 11.67 | 6.11 | 3.24 |
| 总债务 | 15.57 | 9.73 | 5.03 | 2.24 |
| 所有者权益 | 13.38 | 13.26 | 7.55 | 6.42 |
| 营业收入 | 7.07 | 26.18 | 16.93 | 10.12 |
| 营业利润 | -0.46 | 0.71 | 1.25 | 1.38 |
| 净利润 | -0.35 | 0.75 | 1.13 | 1.16 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -1.95 | -6.91 | 0.12 | 0.18 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.34 | -1.40 | -0.69 | -0.75 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 7.64 | 8.16 | 1.68 | 0.53 |
| 财务指标 | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
| EBITDA（亿元） | -- | 1.56 | 1.75 | 1.61 |
| FFO（亿元） | -- | 1.10 | 1.30 | 1.31 |
| 净债务（亿元） | 4.41 | 2.47 | 0.19 | -1.08 |
| 销售毛利率 | 2.98% | 9.90% | 14.81% | 22.68% |
| EBITDA 利润率 | -- | 5.98% | 10.31% | 15.92% |
| 总资产回报率 | -- | 4.89% | 11.72% | 16.76% |
| 资产负债率 | 57.27% | 46.82% | 44.70% | 33.53% |
| 净债务/EBITDA | -- | 1.58 | 0.11 | -0.67 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 6.87 | 13.83 | 39.96 |
| 总债务/总资本 | 53.78% | 42.32% | 39.96% | 25.86% |
| FFO/净债务 | -- | 44.63% | 682.81% | -121.49% |
| 速动比率 | 1.55 | 1.24 | 1.46 | 1.77 |
| 现金短期债务比 | 1.10 | 0.86 | 1.18 | 1.59 |

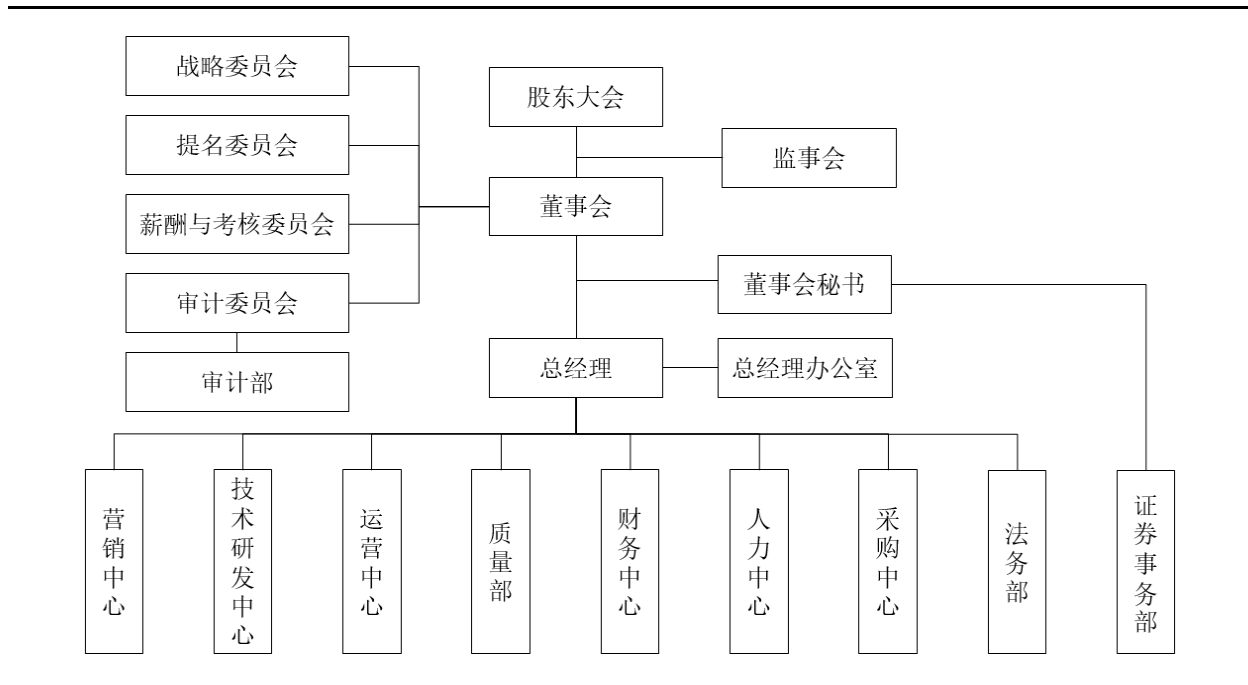
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度财务报表，
中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

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（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 | 3.00 | 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 年审计报告、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。 |