信用评级公告

联合〔2022〕4384 号

联合资信评估股份有限公司通过对株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司主体长期信用等级为 A^+，“飞鹿转债”信用等级为 A^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司
公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司	A+	稳定	A+	稳定
飞鹿转债	A+	稳定	A+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
飞鹿转债	1.77 亿元	1.50 亿元	2026/06/05

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 上述债券余额系截至 2022 年 3 月末

评级时间：2022 年 6 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a⁻		评级结果	A+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司高分子领域客户主要为国有大型轨道交通装备制造企业及轨道交通工程施工运营企业，客户质量较高；公司民建市场与大型国有地产公司合作，在手订单相对充足；在建产能陆续完工投产，民建市场防水卷材类订单执行能力增强；2021 年，公司股东大会通过了授权董事会以简易程序向特定对象发行股票的决议，有助于公司资本结构与债务结构改善				+2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内首家轨道交通涂料行业的上市公司，其产品种类齐全，客户质量较高，自主研发能力较强并具有一定的产业链优势。公司高分子领域客户主要为国有大型轨道交通装备制造企业及轨道交通工程施工运营企业，客户质量较高；公司拓展民建市场业务，与大型国有地产公司合作，在手订单相对充足；在建产能陆续完工投产，民建市场防水卷材类订单执行能力增强。2021 年，公司股东大会通过了授权董事会以简易程序向特定对象发行股票的决议，有助于公司资本结构与债务结构改善。2021 年，公司权益规模有所增长，下游客户质量仍较高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到原材料上涨一定程度加剧了公司成本控制压力，期间费用控制能力有待提高，债务规模增长较快等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司产品在应用领域的拓展及在建项目完工投产，公司综合实力有望得到提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A+，维持“飞鹿转债”的信用等级为 A+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司产品种类齐全，自主研发能力强。**公司拥有高端装备用水性涂料、水性树脂技术等关键技术，截至 2021 年末，公司拥有发明专利 56 项，已经受理通过的发明专项 20 项，参与行业标准 12 项，核心技术 18 项；5 项技术通过省部级科技成果鉴定，7 项产品通过 CRCC 认证。2021 年，公司主要产品防腐涂料与防水卷材产品收入同比增长。

2. **公司客户质量仍较高。**在高分子材料领域，公司客户以大型央企及行业龙头企业为主，主要客户集中于中国国家铁路集团有限公司下各路局的机车段及车辆段和建设公司、中国中车股份有限公司旗下各主机厂、中国铁建投资集团有限公司或中铁投资集团有限公司各建设公司、中铁高新工业股份有限公司、中建科工集团有限公司、株洲天桥

分析师： 华艾嘉　崔濛骁
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

起重机股份有限公司等大型装备公司以及华润置地有限公司（以下简称“华润置地”）等大型商业地产公司。

3. **公司拓展下游民建市场领域，合同总金额较高。**截止 2021 年末，公司在与华润置地的年初中标框架协议下签署落地合同 2.48 亿元，实际履行金额 9969.86 万元，累计确认销售收入 6699.71 万元。

关注

1. **原材料价格上涨对公司成本控制产生一定压力。**2021 年，公司涂料及防水卷材产品的主要化工原材料价格有所上升，对公司成本控制产生一定压力。

2. **公司盈利水平一般，期间费用侵蚀较重，利润对其他收益依赖度高。**2021 年，公司营业利润率为 20.07%，期间费用率为 17.40%，未来随着大量在建工程转固，公司的成本和费用或将进一步抬升；其他收益占营业利润比重为 79.79%。

3. **公司近年来对融资依赖较大，债务规模增长较快，债务负担较重。**截至 2021 年末，公司全部债务较上年末增长 57.63%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.72%和 56.79%，较上年末分别上升 5.11 个百分点和 9.23 个百分点。公司账面货币资金对短期债务覆盖情况一般。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	1.71	2.50	2.18	2.19
资产总额（亿元）	10.12	13.49	16.87	16.92
所有者权益（亿元）	4.57	5.31	5.78	5.67
短期债务（亿元）	3.32	2.10	3.83	3.48
长期债务（亿元）	0.00	2.72	3.77	4.34
全部债务（亿元）	3.32	4.82	7.60	7.82
营业总收入（亿元）	4.99	6.06	6.25	0.49
利润总额（亿元）	0.27	0.28	0.13	-0.11
EBITDA（亿元）	0.59	0.63	0.50	--
经营性净现金流（亿元）	1.02	0.30	0.59	-1.06
营业利润率（%）	24.68	23.70	20.07	10.68
净资产收益率（%）	5.01	4.51	2.09	--
资产负债率（%）	54.83	60.61	65.72	66.47
全部债务资本化比率（%）	42.04	47.57	56.79	57.96
流动比率（%）	119.85	150.49	126.91	131.17
经营现金流动负债比（%）	18.61	5.64	8.19	--
现金短期债务比（倍）	0.52	1.19	0.57	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	3.76	3.23	1.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.62	7.70	15.20	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	9.26	10.57	11.99	--
所有者权益（亿元）	4.25	4.83	4.97	--
全部债务（亿元）	3.14	3.32	4.77	--
营业总收入（亿元）	3.54	4.02	4.57	--
利润总额（亿元）	0.15	0.12	0.01	--
资产负债率（%）	54.12	54.29	58.56	--
全部债务资本化比率（%）	42.51	40.75	48.99	--
流动比率（%）	99.69	138.20	125.63	--
经营现金流动负债比（%）	17.79	30.20	21.96	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2022 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化，且未包含公司本部（母公司）报表；4. 本报告 2019－2021 年数据使用相应年度报告期末数据；5. 现金类资产已剔除受限部分

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
飞鹿转债	A+	A+	稳定	2021-06-10	华艾嘉 崔濛骁	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
飞鹿转债	A+	A+	稳定	2019-09-20	范琴 刘冰华	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司
公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为成立于 1998 年 5 月 21 日的株洲飞鹿油漆实业有限责任公司，由株洲车辆厂、株洲车辆厂铁达实业开发总公司、株洲车辆厂物资公司、株洲南方铁路机车车辆有限责任公司及李世和等 45 名自然人共同出资设立，成立时注册资本为人民币 200.00 万元。2004 年 3 月 25 日，公司名称变更为株洲飞鹿涂料有限责任公司（以下简称“飞鹿有限”）。2012 年 4 月 6 日，飞鹿有限变更为股份有限公司，名称更为现名。2017 年 6 月 13 日，经中国证券监督管理委员会《关于核准株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2017〕762 号）文核准，公司向社会首次公开发行人民币普通股股票 1900 万股，并在深圳证券交易所创业板上市，股票简称为“飞鹿股份”，股票代码为“300665.SZ”。截至 2022 年 3 月末，公司股本为 1.73 亿元，公司控股股东和实际控制人均为章卫国先生，持股比例为 23.37%。章卫国先生已质押股份占其持有公司股份的 14.81%，占公司总股本的 3.46%。

2021 年，公司完成了经营范围变更的工商登记手续，经营范围变更为：水性涂料、油性涂料、防水建筑材料、建筑涂料、非水性涂料、环保新型复合材料、重金属污染阻隔材料、合成树脂、新型装饰材料、新型耐磨及防腐工程材料、胶粘材料、环保材料、化学试剂和助剂的研发、生产、销售及施工服务（监控化学品、危险化学品除外）；隔热和隔音材料得制造、销售；危险化学品生产及在其厂区范围内销售本企业生产的危险化学品（具体项目按《安全生产许可证》许可范围经营，有效期至 2024 年 1 月 22 日）；环保工程专业承包；装饰装修工程；防水防腐保温工程；机械设备及配件的研发、生产、销售；自营和代理各类商品及技术的进出口，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外；贸易代理；货物或技术进出口（国家禁止或涉及行政审批的货物和技术进出口除外）。（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）

截至 2021 年末，公司合并范围内子公司共计 12 家。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 16.87 亿元，所有者权益 5.78 亿元（含少数股东权益 0.29 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 6.25 亿元，利润总额 0.13 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 16.92 亿元，所有者权益 5.67 亿元（含少数股东权益 0.29 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 0.49 亿元，利润总额-0.11 亿元。

公司注册地址：湖南省株洲市荷塘区金山工业园；法定代表人：章卫国。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表。截至 2021 年末，公司募集资金按指定用途使用，募集资金账户余额为 884.71 万元[1]，并在付息日正常付息。

[1] 数据来源：《德邦证券股份有限公司关于株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司 2021 年度募集资金存放和使用情况的专项核查意见》。

表 1　截至 2022 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
飞鹿股份	1.77	1.50	2020/06/05	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[2]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的

预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

近年来，随着技术水平的提高，我国涂料产量持续增加。受产油国协议减产及美国极端天气影响，石油价格逐渐走高，给相关行业企业的原材料成本控制提出了较大的挑战；2021年，下游轨道交通投资出现下降，工程维修市场成为新的增长点，房地产开发投资同比增加，2022年1－4月，受疫情防控政策影响，房地产开发投资同比下降。

公司具体业务主要为防腐涂料、防水涂料及防水卷材等，所属行业为化工行业下属涂料油漆油墨制造行业，主要应用于轨道交通装备领域、轨道交通工程领域以及民用建筑等领域。

涂料是国民经济中重要的功能材料，可用于涂覆在物件表面，形成固态薄膜（涂层），从而对物件起到保护及装饰等功能。广泛应用于国民经济的各个部门，如机械制造、交通运输、轻工、化工、建筑以及国防尖端工业，我国涂料行业的技术水平进步较快，涂料的品种也日趋丰富和完善，涂料产量也有了大幅的提升。根据中国涂料工业协会发布的报告，2021年上半年，中国涂料产量为1342万吨，较2020年同期增长32%；实现主营业务收入1699.95亿元，较2020年同期增长34.4%。

上游原材料方面，涂料行业上游主要原材料为化工类产品，占比较大的主要有聚醚N220、MDI、KL-300扩链剂、二甲苯、200#溶剂油、端氨基聚醚D-2000、环氧树脂（固体）、固化剂等，主要系原油的下游产品，其价格主要受国际原油价格波动影响。2021年，原油价格主要受OPEC减产情况及美国原油产量下降影响，导致原油价格逐渐走高。具体来看，OPEC原油方面，根据标普全球普氏能源资讯（S&P Global Platts）公布的调查显示，减产协议国的原油产量有所提升，但仍然较好地执行了减产协议，2021年，OPEC与非OPEC协议国减产执行情况较好，2021年，全部月份均实现超额减产。美国原油方面，2021年年初，低温寒潮天气导致美国得克萨斯州电力系统暂停运转，油气开采停滞，部分美国原油产能暂时关闭，原油产量大幅下降。

图1　2019年以来布伦特原油及WTI原油价格



资料来源：Wind

工业涂料下游市场包括轨道交通和房地产市场等。铁路交通方面，2021年，全国铁路完成固定资产投资7489亿元，较上年同比下降4.22%。其中，国家铁路完成6616亿元；投产新线4208公里，其中高铁2168公里，全面完成了年度铁路建设任务。截至2021年末，全国铁路营业里程突破15万公里，其中高铁超过4万公里；从工程维修需求看，随着我国铁路和城市轨道运营线路规模的不断扩大及年限不断增长，工程维修市场需求逐步增加，未来几年轨道交通维修市场将逐渐进入高峰期。房地产市场方面，2021年，全国房地产开发投资14.8万亿元，同比增长4.4%；较2019年增长11.7%，两年平均增长5.7%，其中住宅投资11.1万亿元，同比增长6.4%；另一方面伴随老旧小区改造以及二手房、老房翻新改造等，带来新的存量市场需求。2022年1—4月份，全国房地产开发投资39154亿元，同比下降2.7%；其中，住宅投资29527亿元，下降2.1%。

六、基础素质分析

1.　产权状况

截至2022年3月末，公司股本为1.73亿元，公司控股股东和实际控制人均为章卫国先生，持股比例为23.37%。章卫国先生已质押股份占其持有公司股份的14.81%，占公司总股本的3.46%。

2. 企业规模及竞争力

公司在轨道交通防腐防水材料细分领域，掌握核心技术，能够自主生产，拥有多项发明专利。2021年，公司新切入半导体领域，相关产品已实现供货。

高分子材料领域方面，公司拥有高端装备用水性涂料、水性树脂技术等关键技术，包括核心产品水性双组分聚氨酯涂料极限膜厚较低的技术、水性树脂创新研发自主生产技术等。研发方面，截至2021年末，公司拥有发明专利56项，已经受理通过的发明专项20项，参与行业标准12项，核心技术18项；5项技术通过省部级科技成果鉴定，7项产品通过CRCC认证。研发团队方面，公司拥有一支由同济大学、湖南大学等国内一流大学的教授组成的技术顾问队伍，主要承担包括“减震降噪阻尼材料绿色制造系统集成项目”（国家工信部绿色制造项目）、“风电叶片用防护涂料体系中多元醇改性技术研究与开发”（湖南省战略性新兴产业项目）、“轨道交通装备减震降噪阻尼涂料研发及产业化项目”（湖南省创新创业技术投资专项）等在内的多个国家及省部级重大项目。客户方面，在高分子材料领域目前公司主要客户以大型央企及行业龙头企业为主，主要客户集中于中国国家铁路集团有限公司下各路局的机车段及车辆段和建设公司、中国中车股份有限公司旗下各主机厂、中国铁建投资集团有限公司或中铁投资集团有限公司各建设公司、中铁高新工业股份有限公司、中建科工集团有限公司、株洲天桥起重机股份有限公司等大型装备公司以及华润置地有限公司（以下简称“华润置地”）等大型商业地产公司。2021年，公司水性阻尼涂料获评湖南省重点新材料首批次应用产品。

半导体领域，公司以硬件和软件的内部自主研发为主。2021年，公司在半导体领域获授权实用新型专利11项，进入国内多家大型半导体企业供应商名录，生产的成熟多片清洗设备已得到客户验证并持续供货。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：914302007656224696），截至 2022 年 6 月 10 日，公司已结清及未结清贷款信息中，均无关注类、不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2021年，公司部分董事、监事和高级管理人员由于换届发生变动，公司管理制度连续，管理运作正常。

2021 年，公司董事会换届，部分董事、监事、高级管理人员有所变动。

表 3　截至 2021 年末公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期
潘红波	独立董事	任期满离任	2021 年 05 月 07 日
刘崇	独立董事	被选举	2021 年 05 月 07 日
陈佳	监事会主席	任期满离任	2021 年 05 月 07 日
刘帅	监事	任期满离任	2021 年 05 月 07 日
李珍香	监事会主席	被选举	2021 年 04 月 27 日
李度平	监事	被选举	2021 年 05 月 07 日
蒋昭群	监事	被选举	2021 年 05 月 07 日
彭龙生	副总裁	任期满离任	2021 年 05 月 07 日
范国栋	总裁	任免	2021 年 05 月 07 日
刘雄鹰	高级副总裁	聘任	2021 年 05 月 07 日

资料来源：公司年报

公司其他主要管理人员未发生变动，公司高管及核心技术人员较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业总收入保持稳定，受化

工原材料价格上涨影响，公司成本控制压力增加，综合毛利率有所下降。

2021 年，公司主营业务仍为生产和销售防腐涂料、防水涂料、防水卷材等产品，并为客户提供涂料涂装一体化整体解决方案。2021 年，公司营业总收入同比变化不大，因原材料价格涨幅较大，公司 2021 年利润总额同比下降 53.19%。

表 4　2019－2021 年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			
	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入同比增长率（%）
防腐涂料	7855.23	15.74	27.98	7493.89	12.38	33.93	11619.39	18.59	32.42	55.05
防水卷材	7513.34	15.06	24.59	7634.86	12.61	36.08	16066.54	25.70	25.52	110.44
防水涂料	11709.52	23.47	27.66	15034.03	24.83	22.94	10509.47	16.81	17.62	-30.10
涂料涂装一体化	19367.51	38.82	24.49	23272.88	38.43	20.20	17890.16	28.62	10.32	-23.13
涂装施工	3092.59	6.20	15.84	6890.97	11.38	16.80	5457.73	8.73	18.94	-20.80
其他涂料产品	3.47	0.01	14.68	24.69	0.04	52.61	147.78	0.24	44.65	498.47
其他收入	351.82	0.71	9.62	203.67	0.34	47.02	355.58	0.57	26.83	74.58
半导体设备	0.00	--	--	0.00	--	--	463.68	0.74	25.50	--
合计	**49893.47**	**100.00**	**25.16**	**60554.99**	**100.00**	**24.30**	**62510.33**	**100.00**	**20.60**	**3.23**

资料来源：公司年报及公司提供

从收入构成看，2021年，公司防腐涂料与防水卷材收入同比大幅增长，占公司营业总收入比重也有所提高；防水涂料收入同比有所下降，主要系公司业务板块发生调整，对外承接防水业务时，使用防水卷材代替防水涂料所致；涂料涂装一体化及涂装施工的收入同比均有所下降，主要系此部分业务需要较多人工参与，受疫情影响工期有所延迟，部分客户业务收入无法及时完成结算所致；其他板块占公司营业总收入比重很小，影响不大。

从毛利率来看，2021年，公司防腐涂料、防水涂料、防水卷材与涂料涂装一体化毛利率均有所下降，主要系原材料涨价，成本升高，以及将运费调整至营业成本核算所致；涂装施工板块毛利率有所提高；其他板块收入占比很小，毛利率变动对公司盈利能力影响很小。综上，公司综合毛利率较上年有所下降。

2022年1－3月，公司营业总收入0.49亿元，同比略有下降，一季度为公司生产销售淡季，因而一季度经营业绩对全年影响有限。2022年3月，为缓解化工原材料价格上涨对成本控制造成的压力，公司全线上调产品价格。

2. 原材料采购

2021 年，公司采购模式整体较上年无较大变化，部分原材料价格整体涨幅较为明显；结算方面，公司结算方式转换为票据与现金结算结合的方式；公司采购集中度一般。

2021 年，公司原材料采购模式无较大变化。从结算方面看，2021 年，公司仍主要按照“预付款、到货款、终验款、质保金”等节点与供应商在合同中进行约定。具体比例因采购的种类、数量及供应商不同而有差异。对于进口物资、独有产品物资、金额较大的物资采购，供应商通常要求支付金额较大的预付款，预付款比例一般在 10%~20%；对于合作时间较长、金额不大的物资采购，公司支付的预付款通常在 20%左右；对于标准件等通用物资，公司通常采取货到付款的方式，不支付预付款。2021 年，公司结算方式有所改变，由原来的主要采用现金结算，转换成票据与现金结算结合的方式，平均结算账期较上年略有延长。

从采购均价看，公司涂料产品的原材料中，仅 11#不饱和聚酯腻子的采购均价同比下降 3.65%，其他原材料采购均价均有较大幅度上涨，按照采购数量百分比作为权重的加权平均方法

计算涂料原材料均价，同比上涨 31.27%；公司防水卷材产品的原材料中，热熔胶和胎基布（天鼎丰）分别同比下降 14.42%和 22.98%，其他原材料均同比上涨，按照采购数量百分比作为权重的加权平均方法计算防水卷材原材料均价，同比上涨 19.30%。

从采购数量看，因公司防腐涂料销售增加，防水涂料销售减少，因而涂料的不同原材料的采购数量有结构性变化，室温硫化硅橡胶、JQD-330 聚醚和 MOCA 聚氨酯橡胶硫化机（II 型）同比降幅较大，1000 目锌基料、DHR-996 钛白粉和 52#氯化石蜡（II）等原材料采购量同比有较大增幅。

从采购集中度来看，2021 年，公司向前五大供应商采购金额为 1.09 亿元，占采购总额的比例为 20.44%，采购集中度一般。

3. 产品生产

2021 年，公司生产模式较上年无较大变化；部分工厂于 2021 年第四季度开始试投产，防水涂料与防水卷材新增产能处于试生产阶段，尚未完全释放；防腐涂料产能利用率仍较高；因销售结构调整，防水涂料产能利用率较低；因生产工艺要求差异的原因，防水卷材的产能利用率较低。

2021 年，公司生产模式较上年无较大变化。产能方面，随着醴陵东富工厂及长沙望城工厂投产，公司防水涂料和防水卷材的产能大幅增加，新增产能目前处于试生产阶段，后续根据实际需求逐步释放产能。

产量方面，因防腐涂料与防水卷材的销量增加，产品产量相应增加；因防水涂料销售结构调整减少，其产量相应减少。

产能利用率方面，防腐涂料产能利用率处于较高水平；防水涂料因新增产线产能需逐步释放，以及销售结构调整，产能利用率较低；防水卷材产能利用率较低，主要系孙家湾基地建设较早，当时设计产能所用工艺与行业最新技术要求存在一定差异所致。

表 5　2021 年公司主要产品生产情况

产品名称	项目	2019 年	2020 年	2021 年
防水涂料	产能（吨）	9600.00	9600.00	26400.00
	产量（吨）	8864.01	9260.80	7834.98
	产能利用率（%）	92.33	96.47	29.68
防腐涂料	产能（吨）	8400.00	8400.00	8400.00
	产量（吨）	8423.42	6870.04	7851.64
	产能利用率（%）	100.28	81.79	93.47
树脂	产能（吨）	--	--	--
	产量（吨）	--	149.60	27.58
	产能利用率（%）	--	--	--
防水卷材	产能（万平方米）	3000.00	3000.00	7000.00
	产量（万平方米）	340.49	351.07	504.74
	产能利用率（%）	11.35	11.70	7.21

注：防腐涂料生产线除生产防腐涂料外，还包含了地坪涂料、腻子类产品；防水涂料生产线除生产防水涂料外，还包含防渗材料
资料来源：公司提供

4. 产品销售

2021年，公司防水业务调整，防水涂料的销量有所下降；防水涂料与防水卷材的产销率仍较高，防腐涂料产销率有所下降。

2021年，公司销售模式无较大变化。从结算方面看，公司销售结算一般分为三个阶段。第一阶段为到货付款，指货物发到客户现场，客户确认后的付款，一般为合同额的0%~30%；第二阶段为验收付款，指产品验收完毕，验收通过后的付款，一般为合同额的30%~90%；第三阶段是质保金，一般比例为合同额的5-10%，指产品验收1~2年后，没有质量缺陷支付的尾款。

公司涂料类产品部分用于涂料一体化业务，以下分析仅针对自产商品销售业务。从产品销量上看，2021年，公司防水涂料销量同比有所下降，主要系公司2021年业务发生调整，在对外承包防水业务时，使用防水卷材代替防水涂料所致；防腐涂料及防水卷材销量同比均有所增长。从销售均价看，公司产品均价主要受销售结构影响，2021年，防水涂料销售均价同比有所下降，防腐涂料和防水卷材销售均价同比均有所增加。从产销率方面看，2021年，公司防水卷材产销率较上年有所上升；防腐涂料产销率有所下降，主要系本期涂料涂装一体化业务领用防腐涂料产品增加所致；防水涂料产销率均有所下降。

2021年，公司拓展下游民建市场，与华润置

地开展防水材料供应合作。公司与华润置地按照合同约定，部分通过现款结算，部分通过商业承兑汇票结算。2021年，公司整体以票据进行结算的比例有所增加。

截止2021年末，公司在年初中标的框架协议下与华润置地签署落地合同2.48亿元，实际履行金额9969.86万元，当期确认销售收入6699.71万元。公司民建市场在手订单相对充足，经营回款正常。

从客户集中度看，公司前五名客户合计销售金额为2.50亿元，占年度销售总额的40.01%，集中度一般。

表 6　2019－2021 年主要产品销售情况（单位：吨、万平方米、元/千克、元/平方米、%）

产品名称	2019年			2020年			2021年		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
防水涂料	10049.96	11.83	113.38	10739.47	13.13	115.97	8554.12	12.29	109.18
防腐涂料	8315.20	16.25	98.72	5599.78	18.07	81.51	5623.53	20.66	71.62
防水卷材	354.42	18.23	104.09	350.61	19.95	99.87	769.89	20.87	152.53

注：1. 防水涂料与防腐涂料销量单位为吨，销售均价单位为元/千克；2. 防水卷材销量单位为万平方米，销售均价单位为元/平方米
资料来源：公司提供

5. 半导体业务

2021年，公司新开拓半导体业务，向半导体企业提供清洗设备及抛光液等产品，与公司现有高分子材料业务具有一定协同效应。

半导体业务公司新开拓业务，以半导体材料+半导体清洗设备作为双向业务发展方向。半导体业务的运营主体为苏州恩腾半导体科技有限公司（以下简称“苏州恩腾”）与苏州飞鹿半导体材料有限公司（以下简称“飞鹿半导体”）。

在半导体清洗设备方面，公司旗下控股子公司苏州恩腾已经具有多片清洗机多项专利技术，产品覆盖部分国内半导体行业企业。在半导体材料方面，公司主要布局抛光布、抛光液等产品，公司在高分子材料领域的技术研发优势与此类产品具有协同效应。

根据公司与相关方签署的《增资协议》约定：苏州恩腾2021年、2022年、2023年（下称“业绩承诺期间”）经营目标为：经审计的税后净利润（下称“承诺净利润”）分别不低于人民币100万元、900万元、2000万元，或2021年至2023年累计净利润不低于3000万元；或苏州恩腾2021年销售收入高于2600万元，且2022至2024年3年累计净利润不低于3500万。各方确认，本协议所指净利润为扣除非经常性损益的税后净利润。

2021年，苏州恩腾实现营业收入3733.58万元，实现扣非净利润7.29万元。

6. 在建项目

公司在建项目规模较大，待在建项目产能完全释放后，公司业务规模和综合实力有望提升。

截至2021年末，公司在建项目主要为铜官生产基地新建项目、醴陵东富防水材料生产基地项目，工程进度均已竣工，进入调试阶段；公司在建项目未来尚需投资0.96亿元，考虑到部分项目已通过“飞鹿转债”募集资金，后续项目资金压力一般。

表 7　截至 2021 年末公司在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	期末余额	工程进度	尚需投资金额
铜官生产基地新建项目	3.04	2.66	87.46	0.38
耐渗醴陵东富防水材料生产基地项目	1.98	1.59	80.35	0.39
降噪阻尼材料项目	0.28	0.10	34.87	0.18
其他零星工程	0.02	0.02	75.00	0.01
合计	**5.32**	**4.37**	--	**0.96**

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

7. 经营效率

2021年，公司经营效率较上年略有下降。

2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为1.43次、4.90次和0.41次，较上年分别下降0.16次、0.49次和0.10次。

8. 未来发展

公司未来发展规划有一定可实施性，有利于提升综合竞争力。

公司未来实施“高分子材料+半导体”双主业发展战略。

高分子材料方面，公司继续重点发展轨道交通行业防腐涂料、防水材料、特种胶类产品等业务，稳妥开展建筑防水、装饰等防护材料业务，重点推进风电叶片涂料和钢结构涂料，以及钢结构涂料、石化涂料、军工涂料等业务。

半导体领域方面，公司将聚焦于半导体清洗设备及配套服务。一方面公司结合自身在新材料领域的技术研发、生产等优势，与半导体资源方设立了苏州飞鹿半导体材料有限公司；另一方面公司实现并表苏州恩腾，苏州恩腾现已具有一定的供货实力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年第一季度财务数据未经审计。公司执行最新会计准则与最新租赁准则。

截至2021年末，公司合并范围内子公司12家，较上年末新增5家，财务数据可比性仍属较强。

截至2021年末，公司合并资产总额16.87亿元，所有者权益5.78亿元（含少数股东权益0.29亿元）；2021年，公司实现营业总收入6.25亿元，利润总额0.13亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额16.92 亿元，所有者权益 5.67 亿元（含少数股东权益 0.29 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 0.49 亿元，利润总额-0.11 亿元。

2. 资产质量

截至2021年末，公司资产规模有所增长，资产结构相对均衡；应收账款与在建工程占比较高，整体资产流动性与资产质量一般。

截至2021年末，公司合并资产总额较上年末有所增长，主要系非流动资产增加所致；公司资产结构相对均衡。

表 8　2019－2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末			2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	同比增长率（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**6.56**	**64.79**	**8.10**	**60.00**	**9.18**	**54.42**	**13.37**	**8.96**	**52.94**
货币资金	1.84	18.14	2.29	16.95	2.22	13.18	-2.75	1.52	9.01
应收账款	3.17	31.34	3.40	25.20	4.11	24.39	21.00	3.25	19.19
存货	0.88	8.67	0.82	6.10	1.20	7.13	46.15	2.08	12.32
非流动资产	**3.56**	**35.21**	**5.40**	**40.00**	**7.69**	**45.58**	**42.43**	**7.96**	**47.06**
固定资产	1.83	18.13	1.77	13.14	1.59	9.40	-10.58	1.55	9.18
在建工程	0.31	3.01	2.27	16.80	4.37	25.89	92.58	4.81	28.41
资产总额	**10.12**	**100.00**	**13.49**	**100.00**	**16.87**	**100.00**	**25.00**	**16.92**	**100.00**

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年末，流动资产较上年末有所增长，主要系应收账款增长所致。公司流动资产主要构成如上表。

截至2021年末，公司货币资金较上年末变化不大。货币资金中有0.64亿元受限资金，受限比例为28.57%，包含保函保证金及承兑汇票保证金。

截至2021年末，公司应收账款账面价值较上年末有所增长，主要系第四季度销售增加所致。按账面余额计，应收账款账龄以1年以内（占79.52%）为主，累计计提坏账0.47亿元；应收账款前五大欠款方合计余额为1.61亿元，占比为35.19%，集中度一般。

截至2021年末，公司存货较上年末有所增长，主要系公司开拓民建市场，三四季度旺季供货规模较大，未及时结算的发出商品增加所致。存货主要由发出商品（占40.36%）、库存商品（占25.85%）、原材料（占20.79%）和在产品（占9.32%）构成，累计计提跌价准备223.75万元，计提比例为1.83%。

（2）非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产较上年末大幅增长。

截至2021年末，公司固定资产较上年末有所下降，主要系机械设备计提折旧所致。固定资产主要由房屋建筑物（占73.62%）和机器设备（占23.48%）构成，累计计提折旧0.98亿元；固定资产成新率65.14%，成新率一般。

截至2021年末，公司在建工程较上年末大幅增长，主要系公司加大对铜官生产基地与东富生产基地的投资建设所致。

截至2021年末，公司所有权受到限制的资产合计1.95亿元，主要为抵押受限的固定资产；受限资产占总资产的11.55%，占所有者权益的33.71%，受限比例一般。

表 9　截至 2021 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	0.64	3.77	保函保证金、承兑汇票保证金
固定资产	1.01	5.99	抵押借款
无形资产	0.30	1.79	抵押借款
合计	**1.95**	**11.55**	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月末，公司合并资产总额较上年末变化不大。公司资产结构相对均衡，较上年末变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年末，公司增资子公司并表，所有者权益有所增长，所有者权益结构稳定性较好。

截至2021年末，公司所有者权益5.78亿元，较上年末增长8.79%，主要系可转债转股所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为94.92%，少数股东权益占比为5.08%。在归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占31.60%、25.14%和35.90%。

截至2022年3月末，公司所有者权益5.67亿元，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为94.95%，少数股东权益占比为5.05%。在归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为32.19%、25.62%和34.36%。

（2）负债

截至2021年末，公司负债规模有所增长，负债结构仍以流动负债为主；随着原材料涨价及公司生产基地建设投入，公司长短期债务均有较大幅度增长，债务负担较重。

截至2021年末，公司负债总额较上年末有所增长，主要系流动负债增长所致。公司负债以流动负债为主，结构较上年末变化不大。

表 10　2019－2021 年及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末			2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	同比增长率（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**5.47**	**98.60**	**5.38**	**65.77**	**7.23**	**65.24**	**34.44**	**6.83**	**60.72**

短期借款	2.95	53.08	1.86	22.68	2.26	20.37	21.74	2.43	21.62
应付票据	0.37	6.68	0.25	3.02	1.47	13.30	495.76	0.96	8.52
应付账款	1.63	29.35	2.49	30.44	2.73	24.62	9.59	2.74	24.39
非流动负债	**0.08**	**1.40**	**2.80**	**34.23**	**3.85**	**34.76**	**37.61**	**4.42**	**39.28**
长期借款	--	--	1.40	17.12	2.62	23.67	87.43	3.17	28.23
应付债券	--	--	1.32	16.12	1.13	10.18	-14.42	1.15	10.19
负债总额	**5.55**	**100.00**	**8.18**	**100.00**	**11.08**	**100.00**	**35.53**	**11.24**	**100.00**

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年末，公司流动负债较上年末有所增长，主要系应付票据增加所致。公司流动负债主要构成如上表。

截至2021年末，公司短期借款较上年末有所增长，主要系原材料价格上涨，经营性资金需求增加所致。

截至2021年末，公司应付票据较上年末大幅增长，主要系公司与供应商结算方式变化所致。

截至2021年末，公司应付账款较上年末略有增长。

截至2021年末，公司非流动负债较上年末有所增长，主要系长期借款增加所致。

截至2021年末，公司长期借款较上年末大幅增长，主要系在建项目投入，资金需求增加所致；从款项性质看，公司长期借款均为抵押借款；期限结构相对分散，集中偿付压力不大。

表 11　截至 2021 年末公司长期借款结构情况

还款期限	长期借款
2023年	0.61
2024年	0.32
2025年	0.46
2026年及以后	1.23
合计	**2.62**

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司应付债券较上年末有所下降14.42%，主要系部分可转债转股所致。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末变化不大。公司负债结构以流动负债为主，较上年末变化不大。

截至2021年末，公司全部债务较上年末大幅增长；公司债务结构相对均衡，其中短期债务较上年末大幅增长，主要系应付票据增加所致；长期债务较上年末大幅增长，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2021年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末均有所提高。

表 12　截至 2021 年末公司债务及相关指标情况

（单位：亿元、%、百分点）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2021 同比增速	2022 年 1—3 月末
短期债务	3.32	2.10	3.83	82.06	3.48
长期债务	--	2.72	3.77	38.74	4.34
全部债务	3.32	4.82	7.60	57.63	7.82
短期债务占比	100.00	43.61	50.37	6.76	44.55
资产负债率	54.83	60.61	65.72	5.11	66.47
全部债务资本化比率	42.04	47.57	56.79	9.23	57.96
长期债务资本化比率	--	33.84	39.48	5.64	43.33

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至 2022 年 3 月末，公司全部债务较上年末变化不大，债务结构相对均衡。其中，短期债务较上年末有所下降；长期债务较上年末增长 14.99%，主要系东富基地与铜官基地建设投入所致。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末均有所提高。

截至 2022 年 4 月末，公司存续债券“飞鹿转债”余额为 1.50 亿元，于 2026 年到期。

4. 盈利能力

2021 年，公司收入规模保持稳定，受原材料价格上涨及政府补助减少的影响，盈利能力有所下降；与同行业公司相比，公司盈利能力仍有待提升。

2021 年，公司实现营业总收入较上年变化不大；营业成本同比略有增长，主要系原材料价格上涨所致，因而营业利润率同比略有下降。

从期间费用看，2021年，公司费用总额同比

有所下降，主要系销售费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为29.14%、39.66%、16.86%和14.33%，以管理费用为主。其中，销售费用同比有所下降，主要系营销费用减少所致；管理费用、研发费用及财务费用均变化不大。2021年，公司期间费用率[3]同比略有下降，期间费用控制能力有所提升。

非经营性损益方面，2021年，公司实现其他收益0.09亿元，同比下降39.19%，主要系政府补助减少所致，其他收益占营业利润比重为79.79%，对营业利润影响较大。

表 13　公司盈利能力变化情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	4.99	6.06	6.25	0.49
利润总额（亿元）	0.27	0.28	0.13	-0.11
营业利润率（%）	24.68	23.70	20.07	10.68
总资本收益率（%）	4.89	3.80	2.01	--
净资产收益率（%）	5.01	4.51	2.09	--
期间费用率（%）	21.35	20.27	17.40	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降。

与所选公司比较，公司整体盈利水平仍有待提高。

表 14　2021 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
东方雨虹	30.53	10.54	15.79
凯伦股份	30.34	2.36	2.53
科顺股份	28.51	8.18	13.54
飞鹿股份	**20.60**	**1.59**	**2.09**

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比略有下降；营业成本同比有所增长，主要系原材料价格上涨所致；因而营业利润率同比下降幅度较大。

5. 现金流

2021年，公司调整对供应商的结算政策，经营性现金净流入量有所增加，公司加大对在建项目的投资建设，投资支出有所增加，经营获现无法覆盖公司投资支出，具有对外筹资需求。公司收入实现质量差。

从经营活动来看，2021年，公司防腐涂料与防水卷材销售规模增长，公司经营活动现金流入量同比略有增长；2021年，原材料价格上涨，但公司增加了与上游供应商的票据结算，经营活动现金流出量同比变化不大。因而，2021年，公司经营活动现金净流入量同比大幅增长。2021年，公司现金收入比同比有所提高，但依然维持较低水平。

从投资活动来看，2021年，公司加大对铜官生产基地与东富生产基地的投资建设，投资活动现金流出量同比有所增长。因而，2021年，公司投资活动现金净流出量同比增长。2021年，公司筹资活动前现金流量净额仍为净流出。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量与流出量同比均有所下降。2021年，公司筹资活动现金仍保持净流入。

表 15　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年同比增长率
经营活动现金流入小计	4.52	4.67	4.97	6.32
经营活动现金流出小计	3.50	4.37	4.38	0.15
经营活动现金流量净额	**1.02**	**0.30**	**0.59**	**95.26**
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	0.00	5296.20
投资活动现金流出小计	1.08	1.69	1.95	15.27
投资活动现金流量净额	**-1.08**	**-1.69**	**-1.95**	**15.01**
筹资活动前现金流量净额	**-0.06**	**-1.39**	**-1.35**	**-2.52**
筹资活动现金流入小计	3.37	6.08	4.00	-34.19
筹资活动现金流出小计	3.25	4.20	2.90	-30.86
筹资活动现金流量净额	**0.12**	**1.88**	**1.10**	**-41.60**
现金收入比	84.02	67.85	69.82	1.97

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 1.06 亿元，投资活动现金净流出-0.32 亿元，筹资活动现金净流入 0.75 亿元。

[3] 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入*100%。

6. 偿债指标

跟踪期内，因原材料价格上涨及加大在建项目投资，公司对外筹资增加，长、短期偿债能力指标表现一般。

表 16　公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	119.85	150.49	126.91
	速动比率（%）	103.81	135.20	110.29
	经营现金/流动负债（%）	18.61	5.64	8.19
	经营现金/短期债务（倍）	0.31	0.14	0.15
	现金类资产/短期债务（倍）	0.46	1.14	0.56
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	0.59	0.63	0.50
	全部债务/EBITDA（倍）	5.62	7.70	15.20
	经营现金/全部债务（倍）	0.31	0.06	0.08
	EBITDA/利息支出（倍）	3.76	4.31	3.39
	经营现金/利息（倍）	6.49	1.56	2.12

注：经营现金指经营活动现金流量净额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年末，公司流动比率与速动比率均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度降低。截至2021年末，公司经营现金流动负债比率同比有所提高，经营现金/短期债务变化不大，现金短期债务比同比降幅较大，现金类资产对短期债务的保障程度有所弱化。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA、EBITDA利息倍数同比有所下降。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占35.49%）、摊销（占8.60%）、计入财务费用的利息支出（占29.50%）、利润总额（占26.42%）构成。EBITDA对利息的覆盖程度仍属较高；公司全部债务/EBITDA有所增加，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱；经营现金/全部债务、经营现金/利息支出有所提高，经营现金对全部债务和利息的保障程度均有所增强。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司无对合并范围外的公司担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月末，公司共计获得银行授信额度9.90亿元，尚未使用的授信额度为3.34亿元；公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

跟踪期内，公司本部收入规模较大，资产结构较为均衡，整体债务负担较重；所有者权益稳定性尚可，经营性现金持续净流入。

截至2021年末，公司本部资产占合并口径的71.07%，公司本部负债占合并口径的63.33%，公司本部所有者权益占合并口径的85.92%，公司本部全部债务占合并口径的62.77%。2021年，公司本部营业总收入占合并口径的73.17%，公司本部利润总额占合并口径的8.38%。

截至2021年末，公司本部资产总额11.99亿元，较上年末增长13.36%。其中，流动资产6.83亿元（占56.95%），非流动资产5.16亿元（占43.05%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占19.23%）、应收票据（占6.96%）、应收账款（占48.41%）、存货（占13.69%）和合同资产（占7.01%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占61.43%）和固定资产（合计）（占26.05%）构成。截至2021年末，公司本部货币资金为1.31亿元。

截至 2021 年末，公司本部负债总额 7.02 亿元，较上年末增长 22.29%。其中，流动负债 5.43 亿元（占 77.40%），非流动负债 1.59 亿元（占 22.60%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 32.37%）、应付票据（占 27.23%）、应付账款（占 28.10%）、其他应付款（合计）（占 5.23%）和其他流动负债（占 5.37%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 25.22%）和应付债券（占 71.13%）构成。公司本部 2021 年资产负债率为 58.56%，较 2020 年末提高 4.27 个百分点。截至 2021 年末，公司本部全部债务 4.77 亿元。其中，短期债务占 67.94%、长期债务占 32.06%。截至 2021 年末，公司本部短期债务为 3.24 亿元。截至 2021 年末，公司本部全部债务资本化比率 48.99%。

截至 2021 年末，公司本部所有者权益为 4.97 亿元，较上年末增长 2.76%，变化不大。在归属母公司所有者权益中，股本为 1.73 亿元（占

34.91%），资本公积合计 1.38 亿元（占 27.76%），未分配利润合计 1.45 亿元（占 29.19%）。

2021 年，公司本部营业总收入为 4.57 亿元，营业总收入为 4.57 亿元，利润总额为 0.01 亿元。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金流净额为 1.19 亿元，投资活动现金流净额-0.75 亿元，筹资活动现金流净额-0.21 亿元。

十、债券偿还能力分析

截至2021年末，公司存续债券的偿还压力较小。

从资产情况来看，截至2021年末，公司现金类资产为“飞鹿转债”待偿本金[4]（1.50亿元）的1.42倍；公司净资产约为“飞鹿转债”待偿本金（1.50亿元）的3.85倍，公司的现金类资产和净资产能够对“飞鹿转债”的偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2021年，公司EBITDA为“飞鹿转债”待偿本金（1.50亿元）的0.33倍，公司EBITDA对“飞鹿转债”待偿本金的覆盖程度一般。

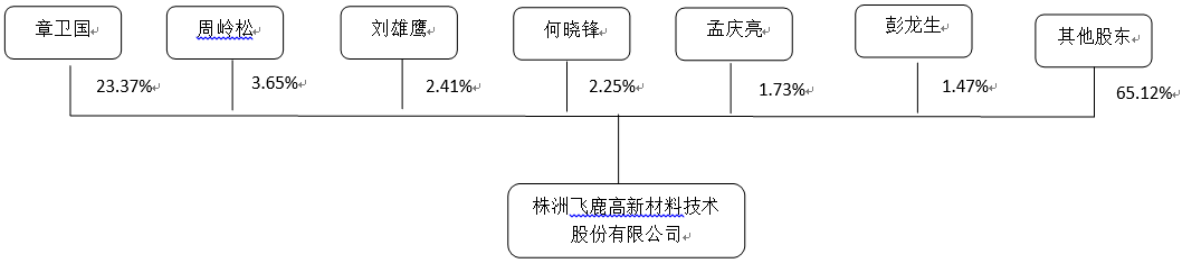
从现金流情况来看，2021年，公司经营活动产生的现金流入和经营活动现金流净额和分别为“飞鹿转债”待偿本金（1.50亿元）的3.31倍和0.39倍，公司的经营性现金流入量能够对“飞鹿转债”起到较好的保障作用。

十一、 结论

基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为A^+，维持“飞鹿转债”的信用等级为A^+，评级展望为稳定。

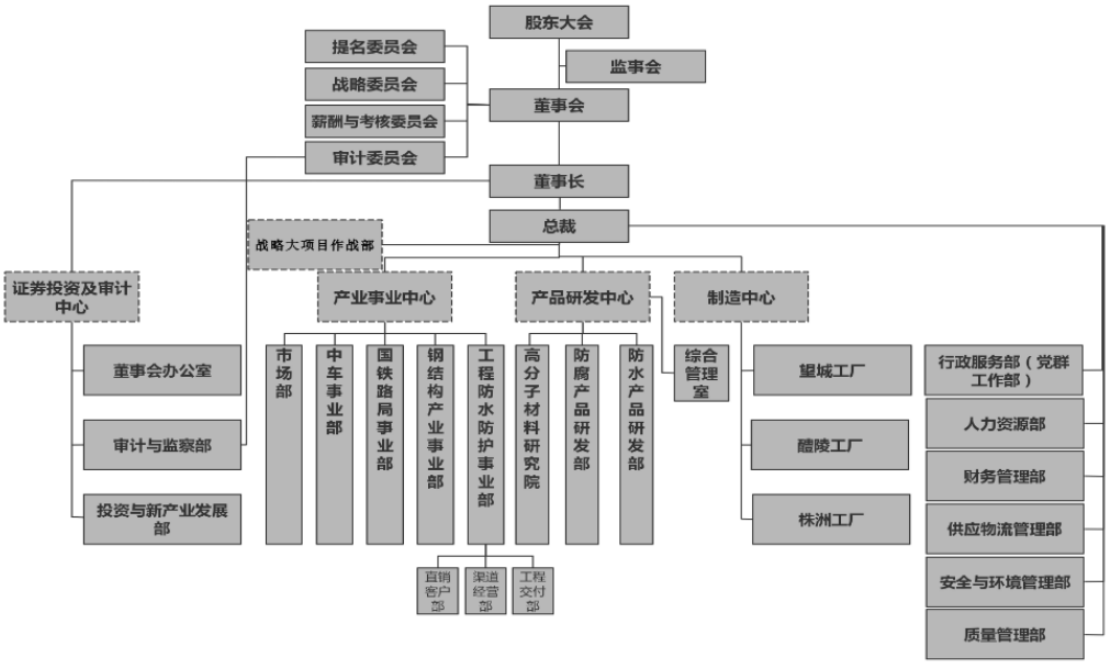
[4] “飞鹿转债”待偿本金数据系截至 2022 年 3 月末。

附件 1-1　截至 2022 年 3 月末株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2022 年 4 月末株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年末株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
1	株洲飞鹿防腐防水技术工程有限责任公司	株洲市	5000.00	100.00	设立
2	广州飞鹿铁路涂料与涂装有限公司	广州市	300.00	50.00	设立
3	湖南耐渗塑胶工程材料有限公司	株洲市	10000.00	100.00	收购
4	长沙飞鹿高分子新材料有限责任公司	长沙市	11000.00	100.00	设立
5	广东飞鹿新材料科技有限公司	东莞市	1000.00	32.00	设立
6	深圳飞鹿防水防腐材料工程技术有限公司	深圳市	1000.00	35.00	设立
7	上海飞鹿嘉乘私募基金管理有限公司	上海市	10000.00	100.00	设立
8	中科德诚（广州）新材料有限公司	广州市	2000.00	55.00	设立
9	湖南博杨新材料科技有限责任公司	株洲市	1000.00	45.00	收购
10	苏州恩腾半导体科技有限公司	苏州市	1724.14	36.54	收购
11	苏州飞鹿半导体材料有限公司	苏州市	1000.00	43.67	设立
12	株洲飞鹿万乘复合材料有限公司	株洲市	1000.00	70.00	设立

资料来源：公司年报及公开资料

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.71	2.50	2.18	2.19
资产总额（亿元）	10.12	13.49	16.87	16.92
所有者权益（亿元）	4.57	5.31	5.78	5.67
短期债务（亿元）	3.32	2.10	3.83	3.48
长期债务（亿元）	0.00	2.72	3.77	4.34
全部债务（亿元）	3.32	4.82	7.60	7.82
营业总收入（亿元）	4.99	6.06	6.25	0.49
利润总额（亿元）	0.27	0.28	0.13	-0.11
EBITDA（亿元）	0.59	0.63	0.50	--
经营性净现金流（亿元）	1.02	0.30	0.59	-1.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.53	1.60	1.43	--
存货周转次数（次）	4.20	5.39	4.90	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.51	0.41	--
现金收入比（%）	84.02	67.85	69.82	175.66
营业利润率（%）	24.68	23.70	20.07	10.68
总资本收益率（%）	4.89	3.80	2.01	--
净资产收益率（%）	5.01	4.51	2.09	--
长期债务资本化比率（%）	--	33.84	39.48	43.33
全部债务资本化比率（%）	42.04	47.57	56.79	57.96
资产负债率（%）	54.83	60.61	65.72	66.47
流动比率（%）	119.85	150.49	126.91	131.17
速动比率（%）	103.81	135.20	110.29	100.64
经营现金流动负债比（%）	18.61	5.64	8.19	--
现金短期债务比（倍）	0.52	1.19	0.57	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	3.76	3.23	1.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.62	7.70	15.20	--

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 2022 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 2019－2021 年数据使用相应年度报告期末数据；5. 现金类资产已剔除受限部分

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.27	1.42	1.79	--
资产总额（亿元）	9.26	10.57	11.99	--
所有者权益（亿元）	4.25	4.83	4.97	--
短期债务（亿元）	3.14	2.01	3.24	--
长期债务（亿元）	0.00	1.32	1.53	--
全部债务（亿元）	3.14	3.32	4.77	--
营业总收入（亿元）	3.54	4.02	4.57	--
利润总额（亿元）	0.15	0.12	0.01	--
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.88	1.32	1.19	--
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.42	1.38	1.33	--
存货周转次数（次）	4.42	4.79	4.76	--
总资产周转次数（次）	0.41	0.40	0.41	--
现金收入比（%）	78.91	61.64	49.40	--
营业利润率（%）	23.47	21.60	14.99	--
总资本收益率（%）	1.84	1.37	0.16	--
净资产收益率（%）	3.20	2.32	0.30	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	21.43	23.54	--
全部债务资本化比率（%）	42.51	40.75	48.99	--
资产负债率（%）	54.12	54.29	58.56	--
流动比率（%）	99.69	138.20	125.63	--
速动比率（%）	87.30	122.32	108.43	--
经营现金流动负债比（%）	17.79	30.20	21.96	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.71	0.55	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 2022 年一季度数据未包含公司本部（母公司）报表；4. 2019－2021 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持