

信用评级公告

联合〔2021〕3733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：



二〇二一年六月十日

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 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	上次评级	评级展望	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	1.76 亿元	2026/06/05

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；债券余额为截至 2021 年 3 月底数据

评级时间：2021 年 6 月 10 日

转股时间：2020 年 12 月 11 日至 2026 年 6 月 4 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	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

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	F1	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		1
调整因素和理由				调整子级
公司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				+1

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”）整体经营情况良好，收入规模大幅增长；公司轨道交通与民建市场并行，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”）也关注到公司应收账款规模较大、整体盈利能力有待提升、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。

公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度一般。

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。

“飞鹿转债”设置了转股价格向下修正及有条件赎回等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力可能进一步增强。

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

优势

1. 公司整体经营情况良好，收入规模大幅增长。2020 年，公司实现营业收入 6.06 亿元，较上年增长 21.37%，轨道交通领域客户订单稳定，民建市场订单增加。
2. 公司客户质量仍较高。公司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，如中车长江车辆有限公司、广州铁道车辆有限公司及株洲时代新材料科技股份有限公司等；民建市场包括华润置地有限公司等。公司客户稳定性较高。

关注

1. 公司应收账款规模较大，收入实现质量有待提高。截至 2020 年底，公司应收账款占流动资产比重为 42.00%，对营运资金占用较大；2020 年，公司现金收入比为 67.85%，收入实现质量有待提高。
2. 期间费用侵蚀利润，利润对其他收益依赖度高。2020 年，公司营业利润率为 23.70%，期间费用率为 20.27%；其他收益占营业利润比重为 57.56%。

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

3. **债务规模增长较快。**截至2020年底，公司全部债务较年初增长45.35%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为60.61%和47.57%，较上年底分别上升5.79个百分点和5.53个百分点。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	1.65	1.54	2.40	1.55
资产总额（亿元）	8.51	10.12	13.49	13.33
所有者权益（亿元）	4.61	4.57	5.31	5.19
短期债务（亿元）	1.95	3.32	2.10	2.44
长期债务（亿元）	0.00	0.00	2.72	2.73
全部债务（亿元）	1.95	3.32	4.82	5.17
营业收入（亿元）	3.83	4.99	6.06	0.54
利润总额（亿元）	0.30	0.27	0.28	-0.07
EBITDA（亿元）	0.45	0.55	0.63	--
经营性净现金流（亿元）	-0.33	1.02	0.30	-0.73
营业利润率（%）	25.73	24.68	23.70	23.44
净资产收益率（%）	5.74	5.01	4.51	--
资产负债率（%）	45.80	54.83	60.61	61.07
全部债务资本化比率	29.72	42.04	47.57	49.91
流动比率（%）	156.10	119.85	150.49	133.98
经营现金流动负债比（%）	-8.56	18.61	5.64	--
现金短期债务比（倍）	0.85	0.46	1.14	0.63
全部债务/EBITDA	4.37	6.04	7.70	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.80	4.73	4.31	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	8.00	9.26	10.57	10.08
所有者权益（亿元）	4.37	4.25	4.83	4.71
全部债务（亿元）	1.95	3.14	3.32	3.59
营业收入（亿元）	2.72	3.54	4.02	0.40
利润总额（亿元）	0.12	0.15	0.12	-0.04
资产负债率（%）	45.36	54.12	54.29	53.30
全部债务资本化比率	30.85	42.51	40.75	43.29
流动比率（%）	140.24	99.69	138.20	139.49
经营现金流动负债比（%）	-9.23	17.79	30.20	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2021年一季度数据未经审计

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	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	2020-06-30	高佳悦 李彤	原联合信用评级有限公司 工商企业评级方法	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、本报告引用的资料主要由株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

华文超

张景波

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 2021 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

株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“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 2021 年 3 月底，公司股本为 1.22 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 25.36%。章卫国先生已质押股份占其持有公司股份的 17.83%，占公司全部股本的 4.52%。

跟踪期内，公司完成了经营范围变更的工商变更登记手续，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（监控化学品、危险化学品除外）的研发、生产、销售及施工服务；危险化学品生产（有效期至 2021 年 1 月 22 日）及销售（限在其厂区范围内销售）；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）；组织架构有所调整（见附件 1-2）。

截至 2020 年底，公司合并范围内子公司共计 7 家，拥有在职员工 534 人。

截至 2020 年底，公司资产总额 13.49 亿元，所有者权益 5.31 亿元（含少数股东权益 0.07 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 6.06 亿元，利润总额 0.28 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 13.33 亿元，所有者权益 5.19 亿元（含少数股东权益 0.10 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.54 亿元，利润总额-0.07 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 2020 年底，公司存续债券为“飞鹿转债”，扣除发行费用后实际募集资金净额为 1.69 亿元，已使用 1210 万元，尚未使用 1.56 亿元。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
------	--------------	--------------	-----	----

飞鹿转债	1.77	1.76	2020/06/05	6年
------	------	------	------------	----

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推

动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创

2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同

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，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）

也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，

使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 行业概况

近年来，随着技术水平的提高，我国涂料产量持续增加。

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。2009年，我国涂料克服了2008年以来全球金融危机的不利影响，总产量达755.44万吨，首次成为世界第一。根据中国涂料工业协会发布的报告，从2015年至2020年，涂料年产量从1717.60万吨增至2459.10万吨，增长43%，平均年增长率7.44%。

2. 行业上下游

2020年，受多个产油国增产及疫情导致的运力不足影响，石油价格大幅下跌，随后价格逐步回升，给相关行业企业的原材料成本控制提出了较大的挑战；下游轨道交通投资及客运量受疫情影响有所放缓，工程维修市场不断增长。

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。2020年以来，国际油价因新冠肺炎疫情、OPEC大会未能达成减产协议、沙特及俄罗斯增产争夺市场份额及美国页岩油产量增加但输油能力不足等因素共同影响，油价从年初60美元/桶下跌，出现WTI期油历史上首次负油价现象。5月初，随着OPEC减产，油价逐渐回升并波动，至临近年底，新冠疫苗重大突破以及OPEC决定减缓2021年增产速度，油价逐渐回升至50美元/桶水平。

下游轨道交通涂料市场包括轨道交通和轨道交通的新造市场和维修市场。铁路交通方面，2020年，全国铁路完成固定资产投资7819

亿元，同比下降 2.6%，新线投产 4933 公里。随着全国铁路固定资产的资金投入，铁路客车、货车及动车组拥有量均逐年增长；2020 年，全年新增城市轨道交通线路 39 条，新增运营里程 1240.3 公里，较去年增长 20.1%；新增天水、三亚、太原 3 个城市首次开通运营城市轨道交通。受疫情影响，全年完成客运量较上年下降 26.4%，随着复工复产的推进，城市轨道交通客运量至第四季度已恢复至去年同期的 94.1%；从工程维修需求看，随着我国铁路和城市轨道交通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。

3. 行业政策

跟踪期内，涂料行业相关的环保、排放等问题受到重视，多部相关法律法规对此进行了约束。

经过一段时间的经济高速发展时期，涂料产品应用所带来的环境污染逐渐受到国家重视，国家环保部门、国务院以及税务部门、工信部等相继出台相关政策以促使传统涂料行业向绿色健康持续发展。2017 年 11 月，国家环境保护部发布了《环境保护综合名录（2017 年版）（征求意见稿）》，列出了高污染、高风险产品名录，进行产品限制。其中木器家具喷漆、玩具涂料、汽车、船类涂料、钢结构涂料等制造业用漆名列榜单，多项高 VOCs 涂料被列为“双高”。2018 年，经国家市场监督管理总局（国家标准化管理委员会）批准发布了 GB 18582-2020《建筑用墙面涂料中有害物质限量》，自 2020 年 12 月 1 日起实施，原 GB 18582-2008《室内装饰装修材料内墙涂料中有害物质限量》和 GB 24408-2009《建筑用外墙涂料中有害物质限量》版本标准同时废止。2021 年初，河北省、天津市等地出台《工业企业挥发性有机物排放控制标准》等文件。我国出台的涂料行业政策多为限制类政策，引导涂料行业往绿色可持续方向发展。

4. 未来发展

随着国内经济持续发展，涂料行业在产品性能提升、产品结构调整等方面将持续推进；同时，随着碳中和理念的贯彻，环保涂料或将成为未来涂料行业的主流。

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年。根据中国涂料工业协会发布的报告，从“十二五”末的 2015 年至“十三五”末的 2020 年，涂料年产量从 1717.6 万吨增至 2459.1 万吨，增长 0.43 倍，平均年增长率 7.44%，年均增长率高于国家 GDP 增长率。十四五规划中明确提出建设制造强国、质量强国的要求，推动石化原材料产业布局优化和结构调整，加快化工企业改造升级，完善绿色制造体系，涂料行业在《中国涂料化工行业“十三五”发展规划》《第十四个五年规划和 2035 远景》的指导下为适应我国经济新常态，满足国民经济对涂料的需求，助力一带一路、中国制造 2025 任务完成，保障国家重大专项对高性能、特种功能性涂料需求，涂料行业着力于提高科技创新能力、调整产品结构，提升产品质量和档次、优化产业布局。

随着“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念、“蓝天保卫战”“碳中和”等环保理念的贯彻，也为包括涂料行业在内的我国各行各业指明了发展方向。环保在涂料行业的具体表现为追求低 VOC 环境友好型涂料产品，水性漆、UV 漆、干粉涂料、粉末涂料、有机涂料等绿色环保涂料成为未来涂料行业发展主流。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司股本为 1.22 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 25.36%。章卫国先生已质押股份占其持有公司股份的 17.83%，占公司全部股本的 4.52%。

2. 企业规模及竞争力

公司经过多年发展,产品结构从货车防腐涂料发展为动车、城轨、机车、客车、货车、特种车辆等防腐涂料,实现了对各类轨道交通装备的全覆盖,防腐产品的应用领域还在不断向其他金属表面延伸。公司与中车南京浦镇车辆有限公司、中车青岛四方机车车辆股份有限公司、中车长江车辆有限公司、中车石家庄车辆有限公司、中车西安车辆有限公司、长春中车轨道车辆有限公司等中国中车股份有限公司旗下的各主机制造维修企业及广州铁道车辆有限公司、中国铁路郑州局集团有限公司郑州车辆段等中国国家铁路集团有限公司旗下的各路局的车辆装备维修基地(段、所)建立了长期稳定的合作关系,是国内主要的铁路车辆防腐涂料供应商之一。公司通过自主研发防水涂料,兼并湖南耐渗塑胶工程材料有限公司(以下简称“湖南耐渗”)获得防水卷材产品等方式,丰富公司的产品体系,进入混凝土表面防护市场,目前产品已广泛使用在轨道建设工程、民用建筑等多领域。2020年,公司收到政府补助0.16亿元。

2020年,公司在民建地产防水业务方面取得突破,与华润置地有限公司、广州市美林置业有限公司达成业务供货战略合作,并且进入华夏幸福基业股份有限公司南方运营总部、中南建设集团股份有限公司、深圳市合正地产集团有限公司、中国核工业华兴建设有限公司防水供应商名录库。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》(统一社会信用代码:914302007656224696),截至2021年5月27日,公司本部无不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好;公司未被列入被执行人。

七、管理分析

跟踪期内,公司主要管理人员稳定,管理

制度连续,管理运作正常。

跟踪期内,周女士辞去公司董事职位,2020年4月,经董事会提名与股东大会通过,补选夏灵根先生为公司董事。

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

2020年,公司防水涂料与涂料涂装一体化业务规模扩大,带动公司营业收入、利润增长,毛利率变化不大。2021年一季度,疫情好转后,公司营业收入同比增长;受行业周期性影响,略有亏损。

公司主营业务为生产和销售防水涂料、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。2020年,公司实现营业收入6.06亿元,较上年增长21.37%,主要系轨道交通领域客户订单稳健,民建市场订单增加所致;公司营业成本4.58亿元,较上年增长22.76%;公司净利润为0.24亿元,较上年增长4.60%。

跟踪期内,公司轨道交通装备领域以防腐涂料生产销售、涂料涂装一体化业务为主。从收入构成来看,2020年,公司防腐涂料收入同比下降4.60%,占营业收入的比重同比下降3.36个百分点;防水涂料收入同比增长28.39%,主要系公司拓展民建市场,防水涂料销售增加所致,占营业收入的比重同比上升1.36个百分点;防水卷材收入同比增长1.62%,较上年变化不大,占营业收入的比重同比下降2.45个百分点;涂料涂装一体化收入同比增长20.16%,主要系公司拓展民建市场所致,占营业收入的比重同比下降0.39个百分点;涂装施工收入同比增长122.82%,主要系业务规模扩大所致,占营业收入的比重同比上升5.18个百分点;其他涂料产品收入与其他业务收入分别占公司营业收入的比例为0.04%和0.34%,对公司营业收入影响

很小。

从毛利率来看，2020年，防腐涂料毛利率同比上升5.95个百分点，主要系毛利率较高的产品占比增加所致；防水涂料毛利率同比下降4.72个百分点，主要系产品结构变化所致；防水卷材毛利率同比上升11.49个百分点，主要系公司拓展毛利更高的民建市场所致；涂料涂装一体化毛利率同比下降4.29个百分点；涂装施工毛利率同比上升0.96个百分点，较上年变化不大；其他涂料产品及其他业务收入对公司影

响很小。综上，公司综合毛利率同比小幅下降0.86个百分点，变化不大。

2021年1—3月，公司实现营业收入0.54亿元，同比增长1.41倍，主要系疫情逐步得到控制，复工复产逐步推进所致。2021年1—3月，实现营业利润-0.07亿元，亏损额同比下降41.88%。2021年1—3月，实现利润总额-0.07亿元，主要系一季度为行业周期性淡季所致，亏损额同比下降42.64%。

表3 2018—2020年和2021年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
防腐涂料	5804.57	15.14	23.15	7855.23	15.74	27.98	7493.89	12.38	33.93	1064.17	19.75	33.67
防水涂料	10905.67	28.44	20.99	11709.52	23.47	27.66	15034.03	24.83	22.94	822.14	15.26	13.53
防水卷材	4921.48	12.84	39.88	7513.34	15.06	24.59	7634.86	12.61	36.08	996.28	18.49	33.43
涂料涂装一体化	13738.21	35.83	27.01	19367.51	38.82	24.49	23272.88	38.43	20.20	2111.10	39.17	16.73
涂装施工	2885.83	7.53	27.31	3092.59	6.20	15.84	6890.97	11.38	16.80	279.94	5.19	35.07
其他涂料产品	--	--	--	3.47	0.01	14.68	24.69	0.04	52.61	8.66	0.16	25.26
其他业务	84.03	0.22	16.29	351.82	0.71	9.62	203.67	0.34	47.02	106.79	1.98	22.03
合计	38339.80	100.00	26.37	49893.48	100.00	25.16	60554.99	100.00	24.30	5389.08	100.00	23.74

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司年报，联合资信整理

1. 原材料采购

2020年，公司涂料产品结构变化，采购原材料类型有所差异，公司原有原材料采购金额有所下降；由于2020年度，公司采购原材料中，大部分产品采购均价有所下降。公司所需产品市场化程度高，采购集中度一般，不存在对单一供应商依赖。

公司涂料产品原材料为化工类产品，占比较大的主要有N220聚醚、N330聚醚、330N聚醚、MDI、液体古马隆、二甲苯、200#溶剂油和TDI等。2020年，涂料产品的N220聚醚、N330聚醚和330N聚醚原材料采购价格较上年有所上升，涂料产品原材料采购金额为3449.43万

元，较上年下降18.05%，主要系2020年公司水性涂料增加，与油性涂料相比，采购产品种类较2019年变化，统计口径未调整所致；其他原材料由于公司年初集中采购，采购均价有所下降。防水卷材原材料主要为90#沥青、低密度聚乙烯35B、聚氯乙烯和SBS改性剂等。2020年，除聚氯乙烯外，防水卷材主要原材料均价有所下降，采购金额为3206.55万元，较上年增长5.16%。综上，2020年公司主要原材料采购成本为6655.99万元，较上年下降8.30%。2020年，公司总采购金额为4.90亿元，较上年增长50.28%。其中，采购外协劳务0.98亿元，采购其他服务0.26亿元。

表 4 2018—2020 年公司主要原材料采购情况（单位：元/kg、万元）

分类	产品	2018 年		2019 年		2020 年	
		均价	金额	均价	金额	均价	金额
涂料	N220 聚醚	12.37	892.37	11.06	813.30	11.52	1011.77
	N330 聚醚	12.27	493.02	10.76	414.82	10.99	320.27
	330N 聚醚	12.58	329.36	11.22	351.38	11.73	445.79
	MDI	29.28	1077.88	19.90	462.50	18.34	413.51
	液体古马隆	5.68	503.42	5.69	508.26	5.65	306.85
	二甲苯	5.64	380.21	5.27	335.79	3.40	290.04
	200#溶剂油	6.91	639.12	5.16	262.88	4.30	140.64
	TDI	22.22	397.25	15.08	294.62	10.00	130.00
	其他	--	680.62	--	765.64	--	390.57
	小计	--	5393.25	--	4209.18	--	3449.43
防水卷材	90#沥青	3.10	493.37	3.38	971.01	2.42	909.17
	低密度聚乙烯 35B	8.41	539.17	7.19	601.08	6.78	856.34
	聚氯乙烯（非国标）	4.25	203.02	4.66	374.79	4.79	452.29
	SBS 改性剂	13.65	105.08	12.57	169.76	9.64	212.13
	橡胶油	5.04	162.19	5.27	153.26	5.26	55.69
	聚乙烯再生料	7.58	705.63	7.87	68.47	7.45	250.70
	其他	--	207.30	--	710.70	--	470.22
	小计	--	2415.75	--	3049.08	--	3206.55
合计		--	7809.00	--	7258.27	--	6655.99

注：2020 年公司水性涂料增加，与原本油性涂料相比，采购产品有所变化，新增采购原材料种类较多，为保持数据可比性，以原口径进行统计列示

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2020 年，公司向前五大供应商采购金额为 1.52 亿元，占采购总额的比例为 30.99%，较上年上升 1.12 个百分点，采购集中度一般。

从结算方面看，公司主要按照“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。公司主要结算方式为现金及银行承兑，2020 年，公司原材料采购结算账期较上年略有延长。

2. 产品生产

2020 年，公司主要产品的产能稳定；防水涂料和防水卷材的产量和产能利用率有所提升，但防水卷材产能利用率依然较低；防腐涂料的产量和产能利用率有所下降。

产能方面，2020 年，公司防水涂料、防腐涂料和防水卷材的产能稳定，未发生变化，分别是 9600.00 吨和 8400.00 吨；公司树脂生产线为醇酸树脂生产线，主要用于配套公司的油性防腐涂料生产，因油性防腐涂料产量有所下降，该醇酸树脂生产线于 2019 年停产，2020 年有少量生产以供油性防腐涂料；公司于 2018 年收购湖南耐渗塑胶工程材料有限公司（以下简称“湖南耐渗”），新增防水卷材产能 2000 万平方米/年，2019 年底，公司新增 2.2 米防水卷材生产线，产能上升至 3000.00 万平方米/年，2020 年，公司防水卷材产能较上年无变化。

产量方面，2020 年，公司防水涂料产量较上年增长 4.48%，变化不大。防腐涂料产量较上年下降 18.44%，主要系部分油性涂料产线改造为水性涂料专用产线，生产结构变化导致整体产量降低所致；2020 年公司防水卷材产量较上年增长 3.11%，变动不大。

产能利用率方面，2020 年公司防水涂料的产能利用率处于较高的水平；防腐涂料产能利用率较上年下降 18.49 个百分点；防水卷材产能利用率偏低，为 11.70%，主要系部分生产设备的生产工艺方案与行业最新技术要求存在一定差异所致。

表 5 2018—2020 年公司主要产品生产情况

产品名称	项目	2018 年	2019 年	2020 年
防水涂料	产能（吨）	9600.00	9600.00	9600.00
	产量（吨）	8609.00	8864.01	9260.80
	产能利用率（%）	89.68	92.33	96.47
防腐涂料	产能（吨）	8400.00	8400.00	8400.00
	产量（吨）	7701.55	8423.42	6870.04
	产能利用率（%）	91.69	100.28	81.79
树脂	产能（吨）	1000.00	--	--
	产量（吨）	453.29	--	149.60
	产能利用率（%）	45.33	--	--
防水卷材	产能（万平方米）	2000.00	3000.00	3000.00
	产量（万平方米）	353.51	340.49	351.07
	产能利用率（%）	17.68	11.35	11.70

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

3. 产品销售

2020 年，公司防水涂料的销量与产销率有所增长；防腐涂料和防水卷材的销量与产销率有所下降；公司客户集中度有所下降，客户稳定性仍然较高。

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，2020 年，公司防水涂料、防腐涂料及防水卷材销量分别为 10739.47 吨、5599.78 吨

和 350.61 万平方米，防水涂料销量较上年增长 6.86%，防腐涂料和防水卷材较上年分别下降 32.66%和 1.07%；从销售均价看，2020 年，公司防水涂料销售均价同比增加 9.38%，主要系销售结构变化所致，防腐涂料和防水卷材销售均价分别同比增加 6.84%和 6.00%；从产销率方面看，2020 年，公司防水涂料产销率较上年上升了 2.59 个百分点，防腐涂料及防水卷材产销率均有所下降，产销率分别较上年分别下降了 17.21 个百分点和 4.22 个百分点。

表 6 2018—2020 年公司主要产品销售情况（单位：吨、万平方米、元/千克、元/平方米%）

产品名称	2018 年			2019 年			2020 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	8088.38	10.58	93.95	10049.96	11.83	113.38	10739.47	13.13	115.97
防腐涂料	7493.65	11.20	97.3	8315.20	16.25	98.72	5599.78	18.07	81.51
防水卷材	298.48	21.01	84.43	354.42	18.23	104.09	350.61	19.95	99.87

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

从客户集中度方面看，2020 年，公司向

前五大客户销售金额为 2.29 亿元，占营业收入的

比例为 37.77%，对大客户依赖度较上年下降 3.44 个百分点，销售集中度尚可。客户大多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，如中车长江车辆有限公司、广州铁道车辆有限公司及株洲时代新材料科技股份有限公司等，公司客户稳定性较高。

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 天后，没有质

量缺陷支付的尾款。2020 年，公司下游客户的结算账期较上年略有延长。

4. 在建项目

公司在建项目仍需一定的资金投入，具有一定的投资资金需求压力；在建项目完工后，公司业务规模和综合实力有望提升。

截至 2020 年底，公司在建项目主要为铜官生产基地新建项目、耐渗醴陵东防水防水材料生产基地项目，工程进度均已过半；公司在建项目未来尚需投资 6013.48 万元，考虑到公司规模，具有一定的投资资金需求压力。

表 7 截至 2020 年底公司重大在建项目情况（单位：万元、%）

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	15566.97	11928.06	76.62	3638.91
耐渗醴陵东防水材料生产基地项目	10011.48	9702.30	96.91	309.17
降噪阻尼材料项目	2800.00	976.47	34.87	1823.53
其他零星工程	121.60	65.72	54.05	55.88
醇酸改水性货车线技改工程	186.00	--	100.00	--
合计	28686.05	22672.56	--	6013.48

注：醇酸改水性货车线技改工程 2020 年已全部转入固定资产
资料来源：公司提供

5. 经营效率

2020 年，公司整体经营效率尚可。

2020 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别为 1.66 次和 5.39 次，较上年增加 0.08 次和 1.19 次；总资产周转次数为 0.51 次，较上年有所下降，主要系公司在建生产基地规模增加所致。

6. 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。

公司未来战略发展方向为：继续专注于轨道交通行业防腐涂料、防水材料、特种胶类产品等业务，发展以轨道交通行业为主的复合材料等高分子新材料业务；积极开发涂料核心原材料产品，引进或自主研发涂装、生产等智能装备；重点推进风电叶片涂料和钢结构涂料；稳妥推进民用建筑防护材料业务；持续关注蓝海或高精专技术的高新材料业务；稳步提高在国内

细分行业专业的防腐防护整体解决方案供应能力，及高分子新材料供应能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 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 2021 年一季度财务数据未经审计。公司各期报表均采用新会计准则编制。

2020 年，公司合并范围内子公司共 7 家，较上年新增 3 家，财务数据可比性仍属较强。

截至 2020 年底，公司资产总额 13.49 亿元，所有者权益 5.31 亿元（含少数股东权益 0.07 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 6.06 亿元，利润总额 0.28 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 13.33 亿元，所有者权益 5.19 亿元（含少数股东权益 0.10 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.54 亿

元，利润总额-0.07亿元。

2. 资产质量

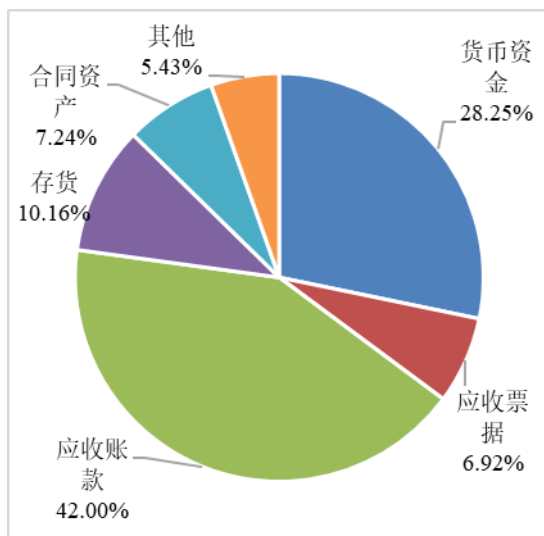
截至2020年底，公司资产规模有较大幅度增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中应收账款占比较高，现金类资产较为充裕，整体资产质量尚可。

截至2020年底，公司资产总额13.49亿元，较上年底增长33.28%，主要系在建工程增加所致。其中，流动资产占60.00%，非流动资产占40.00%。公司资产结构以流动资产为主，较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产8.10亿元，较上年底增长23.42%，主要系合同资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占28.25%）、应收票据（占6.92%）、应收账款（占42.00%）、存货（占10.16%）和合同资产（占7.24%）构成。

图1 截至2020年底，公司流动资产构成



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司货币资金2.29亿元，较上年底增长24.52%，主要系公司为在建工程投入储备资金，增加借款所致。货币资金中有0.44亿元受限资金，受限比例为19.36%，主要为保函保证金和承兑汇票保证金。

截至2020年底，公司应收票据0.56亿元，较上年底增长204.22%，主要系客户结算差异所致。

截至2020年底，公司应收账款3.40亿元，较上年底增长7.18%。应收账款账龄以1年以内（含1年）为主（占76.94%），累计计提坏账0.39亿元，计提比例为10.26%，应收账款质量一般；应收账款前五大欠款方合计金额为1.02亿元，占比为27.00%，集中度一般。

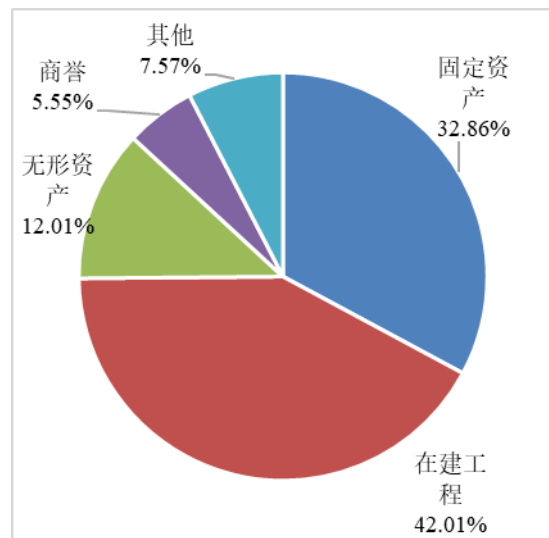
截至2020年底，公司存货账面价值0.82亿元，较上年底下降6.27%。存货主要由库存商品（占38.29%）、发出商品（占26.34%）、原材料（占26.23%）和在产品（占5.17%）构成，累计计提跌价准备0.02亿元，计提比例为2.21%。

截至2020年底，公司新增合同资产0.59亿元，主要系公司根据新收入准则将已向客户转让商品或服务而有权收取对价的权利作为合同资产列示所致。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产5.40亿元，较上年底增长51.43%，公司非流动资产主要由固定资产（占32.86%）、在建工程（占42.01%）、无形资产（占12.01%）和商誉（占5.55%）构成。

图2 截至2020年底，公司非流动资产构成



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司固定资产1.77亿元，较上年底下降3.35%，变化不大。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0.82亿元；固定资产成新率

84.34%，成新率较高。

截至2020年底，公司在建工程2.27亿元，较上年底增长643.24%，主要系建设铜官生产基地及耐渗醴陵东富防水材料生产基地所致。

截至2020年底，公司无形资产0.65亿元，较上年底增长12.75%，主要系新增在建项目土地使用权所致。公司在建工程主要由铜官生产基地新建项目（占52.61%）和耐渗醴陵东富防水材料生产基地项目（占42.79%）构成，累计摊销0.11亿元，未计提减值准备。

截至2020年底，公司商誉0.30亿元，较上年底无变化，主要系购入非绝缘涂料业务相关资产及湖南耐渗子公司所致。

截至2020年底，公司受限资产2.05亿元。其中，受限货币资金0.44亿元，主要为保证金；受限资产占总资产比重为15.19%，受限比例一般。

表8 截至2020年底，公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	受限账面价值	受限原因
货币资金	0.44	保函保证金、承兑汇票保证金
固定资产	1.09	抵押借款
无形资产	0.52	抵押借款
合计	2.05	—

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2021年3月底，公司资产总额13.33亿元，较上年底下降1.19%，较上年底变化不大。其中，流动资产占53.55%，非流动资产占46.45%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较上年底占比上升较快。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。

截至2020年底，公司所有者权益合计5.31亿元，较上年底增长16.21%，主要系未分配利润积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为98.67%，少数股东权益占比为1.33%。归属于母公司所有者权益5.24亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占22.88%、29.68%和

36.11%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至2021年3月底，公司所有者权益合计5.19亿元，较上年底下降2.34%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为98.01%，少数股东权益占比为1.99%。归属于母公司所有者权益5.09亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占23.44%、30.67%和35.31%。

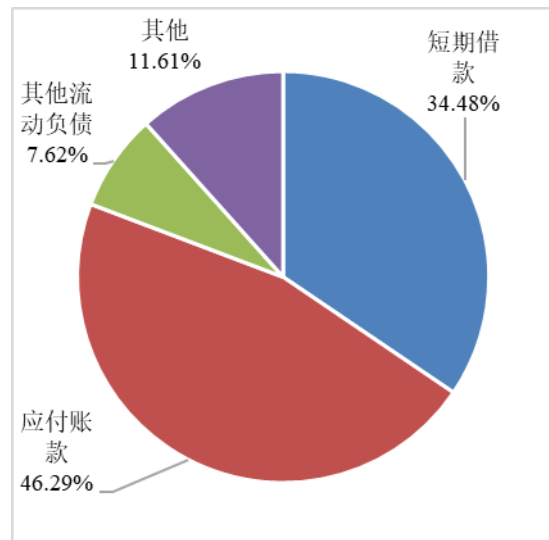
（2）负债

截至2020年底，公司负债规模有较大幅度增长，仍以流动负债为主，但非流动负债占比上升较快；债务结构以长期债务为主，结构有所改善，债务负担较重。

截至2020年底，公司负债总额8.18亿元，较上年底增长47.35%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占65.77%，非流动负债占34.23%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债5.38亿元，较上年底下降1.71%，较上年底变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占34.48%）和应付账款（占46.29%）构成。

图3 截至2020年底，公司流动负债构成



资料来源：公司年报，联合资信整理

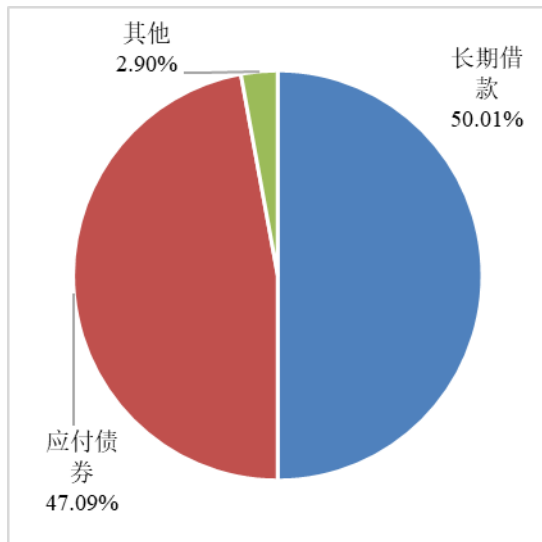
截至2020年底，公司短期借款1.86亿元，较上年底下降37.03%，主要系公司债务结构调整，偿还部分短期借款所致。

截至2020年底，公司应付账款2.49亿元，

较上年底增长 52.85%，主要系受疫情影响，公司 2020 年下半年业务量高于上年同期，账期内应付劳务款增加所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 2.80 亿元，较上年底增长 35.08 倍，主要系公司增加融资所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 50.01%）和应付债券（占 47.09%）构成。

图4 截至2020年底，公司非流动负债构成



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至 2020 年底，公司新增长期借款 1.40 亿元，主要系公司融资需要及债务结构调整所致；长期借款全部为抵押借款。从期限分布看，全部为 2024 年及以后到期，集中偿付压力较小。

截至 2020 年底，公司新增应付债券 1.32 亿元，主要系发行可转换公司债券所致。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 8.14 亿元，较上年底下降 0.44%，变化不大。其中，流动负债占 65.45%，非流动负债占 34.55%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 4.82 亿元，较上年底增长 27.97%，主要系新增长期借款及应付债券所致。其中，短期债务占 43.61%，长期债务占 56.39%，以长期为主。短期债务 2.10 亿元，较上年底下降 43.47%，主要系公司债务结构调整，增加长期借款所致。长期债务 2.72 亿元，较上年底增加 1.50 亿元，主要系公司融资需要及债务结构调整所致。截至 2020 年底，

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分别为 60.61%、47.57% 和 33.84%，较上年底分别提高 5.79 个百分点、2.40 个百分点和 32.81 个百分点。公司债务负担较重，但尚属可控。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 5.17 亿元，较上年底增长 7.27%。其中，短期债务 2.44 亿元（占 47.15%），较上年底增长 15.98%，主要系公司融资需要所致。长期债务 2.73 亿元（占 52.85%），较上年底增长 0.53%，变化不大。截至 2021 年 3 月底，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分别为 61.07%、49.91% 和 34.49%，较上年底分别提高 0.46 个百分点、2.34 个百分点和 0.65 个百分点。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入实现增长，主业盈利能力稳定，营业利润对其他收益依赖度高，期间费用对利润有所侵蚀。2021 年一季度，公司收入规模大幅扩大。

2020 年，公司实现营业收入 6.06 亿元，同比增长 21.37%，主要系防水涂料及价格较高的水性防腐涂料销售规模扩大所致。2020 年，公司营业成本 4.58 亿元，同比增长 22.76%，主要系产品销售规模扩大所致。2020 年，公司营业利润为 0.27 亿元，同比下降 0.11%，变化不大。公司利润总额为 0.28 亿元，同比增长 5.51%。公司营业利润率为 23.70%，同比下降 0.98 个百分点，变化不大。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 1.23 亿元，同比增长 15.22%，主要系收入规模增长所致。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 37.19%、35.85%、14.50% 和 12.46%，以销售费用为主。其中，销售费用为 0.46 亿元，同比增长 26.55%，主要系业务规模扩大所致；管理费用为 0.44 亿元，同比增长 10.99%，主要系折旧费、咨询费、限制性股票摊销费用等增加所致；研发费用为 0.18 亿元，同比增长 17.77%，主要系加大技术研发投入所致；财务费用为 0.15 亿元，同比下降 2.60%，

变化不大。2020年，公司期间费用率³为20.27%，同比下降1.08个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2020年，公司实现投资收益0.01亿元，占营业利润的比重为3.65%，对营业利润影响不大。2020年，公司实现其他收益0.16亿元，均为政府补助，同比增长10.09%，主要系在建项目产业扶持资金增加所致；其他收益占营业利润的比重为57.56%，对营业利润影响较大。2020年，公司实现营业外收入0.01亿元，占利润总额的比重为5.05%，对利润影响不大。

2021年1—3月，公司实现营业收入0.54亿元，同比增长1.41倍，主要系疫情逐步得到控制，复工复产逐步推进所致。2021年1—3月，实现营业利润-0.07亿元，亏损额同比下降41.88%。2021年1—3月，实现利润总额-0.07亿元，亏损额同比下降42.64%。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金流呈净流入状态，净流入规模有所下降；销售回款受到疫情影响，收入实现质量有待提高；因公司加大对在建项目投资，投资活动现金流呈大幅净流出状态；筹资活动现金流呈净流入状态，可以覆盖投资活动现金净流出量。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入4.67亿元，同比增长3.35%；经营活动现金流出4.37亿元，同比增长24.74%，主要系公司涂装施工及涂料涂装一体化业务规模扩大，外采劳务增加所致。综上，2020年，公司经营活动现金净流入0.30亿元，同比下降70.22%。2020年，公司现金收入比为67.85%，同比下降16.17个百分点，收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入0.00亿元；投资活动现金流出1.69亿元，同比增长57.02%，主要系加大对长沙飞鹿铜官生产基地与湖南耐渗东富生产基地的建设投资所致。综上，2020年，公司投资活动现金净流出1.69亿元，同比增长57.05%。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入6.08亿元，同比增长80.38%，主要系公司发行可转换公司债券所致；筹资活动现金流出4.20亿元，同比增长29.15%，主要系偿还部分短期借款所致。综上2020年，公司筹资活动现金净流入1.88亿元，同比增长14.77倍。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.73亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.59亿元；筹资活动产生的现金流量净额为0.28亿元。

6. 偿债能力

截至2020年底，公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现一般；同时考虑到公司在客户质量等方面的竞争优势，公司整体偿债能力仍属【】。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的119.85%和103.81%提高至150.49%和135.20%，流动资产对流动负债的保障程度较好。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为5.64%，同比下降12.97个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.46倍提高至1.14倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为0.63亿元，同比增长14.08%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占24.65%）、摊销（占7.09%）、计入财务费用的利息支出（占23.19%）和利润总额（占45.07%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的4.73倍下降至4.31倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的6.04倍提高至7.70倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2020年底，公司无对外担保。

截至2020年底，公司共设3起诉讼及仲裁纠纷，涉案金额共计597.76万元。

截至2020年底，公司已获授信总额7.75亿元，

³ 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营

业收入

已使用3.32亿元，未使用授信额度4.43亿元，公司间接融资渠道较为畅通；同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至2020年底，母公司收入规模较大，资产以流动资产为主，负债以应付票据和应付债券为主，整体债务负担一般，所有者权益结构稳定性尚可；经营性现金流由净流出转为净流入。

截至2020年底，母公司资产总额10.57亿元，较上年底增长14.22%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产6.03亿元（占57.01%），非流动资产4.55亿元（占42.99%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占14.43%）、应收票据（占9.16%）、应收账款（占40.77%）、其他应收款（占15.29%）和存货（占11.49%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占53.85%）、固定资产（占33.12%）和无形资产（占5.14%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为0.87亿元。

截至2020年底，母公司所有者权益为4.83亿元，较上年底增长13.82%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本为1.22亿元（占25.15%）、资本公积合计1.58亿元（占32.61%）、未分配利润合计1.51亿元（占31.24%）、盈余公积合计0.22亿元（占4.52%），所有者权益稳定性尚可。

截至2020年底，母公司负债总额5.74亿元，较上年底增长14.57%。其中，流动负债4.36亿元（占75.99%），非流动负债1.38亿元（占24.01%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占42.41%）、应付账款（占34.27%）、其他应付款（合计）（占7.71%）和其他流动负债（占9.37%）构成，非流动负债主要由应付债券（占95.66%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为54.29%，全部债务资本化比率为40.75%。

2020年，母公司营业收入为4.02亿元，利润总额为0.12亿元；投资收益为-4.06万元，对母公司影响不大。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司

经营活动现金流由净流出转为净流入1.32亿元。母公司投资活动现金净流出0.40亿元。母公司筹资活动现金净流出1.02亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的78.37%；母公司负债占合并口径的70.19%；母公司所有者权益占合并口径的90.96%；母公司营业收入占合并口径的66.32%；母公司利润总额占合并口径的43.31%；母公司全部债务占合并口径的68.96%。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司EBITDA和经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度一般。

公司本部存续债券为“飞鹿转债”，共计余额1.76亿元，为2026年到期。

从资产情况来看，截至2020年底，公司现金类资产为2.40亿元，为存续期内债券余额（1.76亿元）的1.36倍，公司现金类资产对存续期内债券余额的覆盖程度一般；截至2020年底，公司净资产为5.31亿元，为存续期内债券余额（1.76亿元）的3.02倍，公司净资产能够对存续期内债券余额按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况看，2020年公司EBITDA为0.63亿元，为存续期内债券余额的0.36倍。

从现金流情况来看，2020年，公司经营活动现金流入量为4.67亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为2.65倍；同期，公司经营活动现金净流量对公司存续期内债券的覆盖倍数为0.17倍。

“飞鹿转债”已进入转股期，转股期长达6年。上述可转债设置的转股价格向下修正和赎回条款等条款均有利于促进债券持有人实施转股。未来若本次可转债部分或全部转股，将有利于公司降低资产负债率，增强资本实力，公司偿债能力可能进一步增强。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
存续期内债券余额	1.76

现金类资产	2.40
经营活动现金流入量/存续期内债券余额	2.65
经营活动现金流净额/存续期内债券余额	0.17
EBITDA/存续期内债券余额	0.36

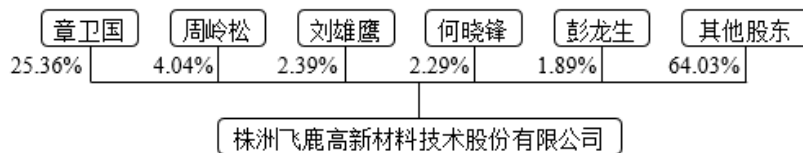
注：现金类资产已扣除受限部分

资料来源：联合资信整理

十一、结论

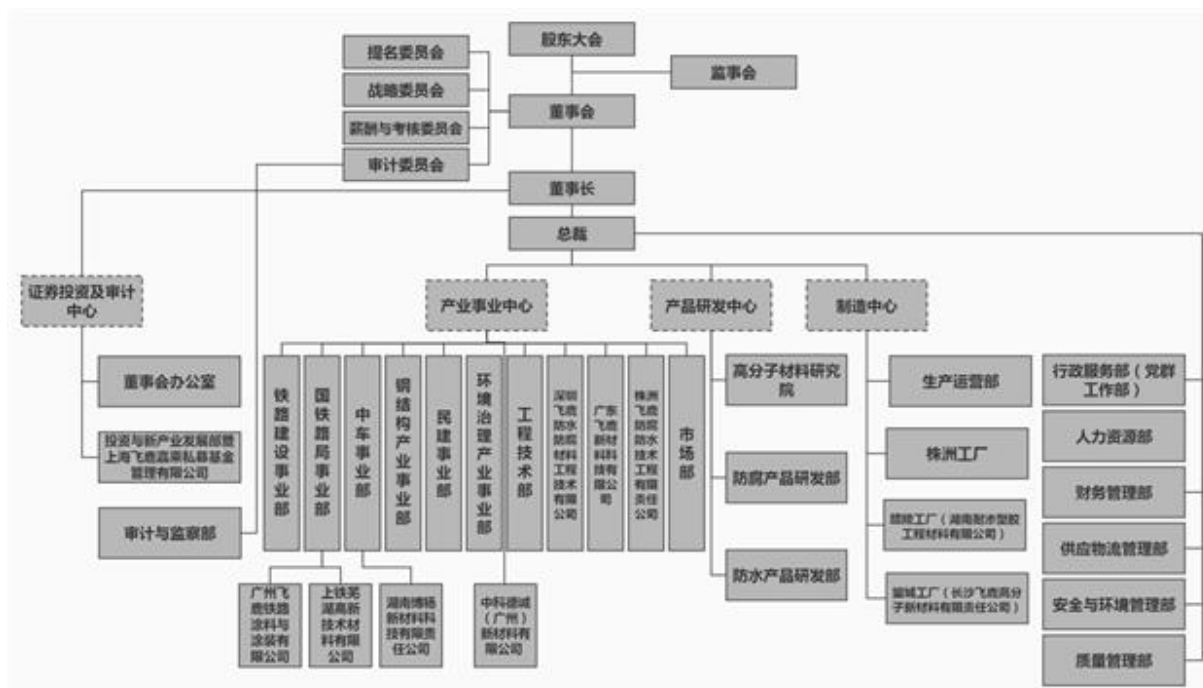
综合评估，联合资信确定维持株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司的主体长期信用等级为A⁺，维持“飞鹿转债”的信用等级为A⁺，评级展望为稳定。

股权结构图



资料来源：公司提供

组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司

主要子公司情况

公司名称	注册地	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
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	--	新设
广州飞鹿铁路涂料与涂装有限公司	广州市	300.00	50.00	--	新设
湖南耐渗塑胶工程材料有限公司	株洲市	10000.00	100.00	--	收购
长沙飞鹿高分子新材料有限责任公司	长沙市	11000.00	100.00	--	新设
广东飞鹿新材料科技有限公司	东莞市	1000.00	32.00	--	新设
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	--	新设
上海飞鹿嘉乘私募基金管理有限公司	上海市	10000.00	100.00	--	新设

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.65	1.54	2.40	1.55
资产总额（亿元）	8.51	10.12	13.49	13.33
所有者权益（亿元）	4.61	4.57	5.31	5.19
短期债务（亿元）	1.95	3.32	2.10	2.44
长期债务（亿元）	0.00	0.00	2.72	2.73
全部债务（亿元）	1.95	3.32	4.82	5.17
营业收入（亿元）	3.83	4.99	6.06	0.54
利润总额（亿元）	0.30	0.27	0.28	-0.07
EBITDA（亿元）	0.45	0.55	0.63	--
经营性净现金流（亿元）	-0.33	1.02	0.30	-0.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.39	1.57	1.66	--
存货周转次数（次）	4.03	4.20	5.39	--
总资产周转次数（次）	0.53	0.54	0.51	--
现金收入比（%）	86.30	84.02	67.85	129.99
营业利润率（%）	25.73	24.68	23.70	23.44
总资本收益率（%）	5.03	4.37	3.80	--
净资产收益率（%）	5.74	5.01	4.51	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	33.84	34.49
全部债务资本化比率（%）	29.72	42.04	47.57	49.91
资产负债率（%）	45.80	54.83	60.61	61.07
流动比率（%）	156.10	119.85	150.49	133.98
速动比率（%）	132.57	103.81	135.20	106.43
经营现金流动负债比（%）	-8.56	18.61	5.64	--
现金短期债务比（倍）	0.85	0.46	1.14	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	6.80	4.73	4.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.37	6.04	7.70	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年一季度数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.86	1.27	1.42	0.61
资产总额（亿元）	8.00	9.26	10.57	10.08
所有者权益（亿元）	4.37	4.25	4.83	4.71
短期债务（亿元）	1.95	3.14	2.01	2.26
长期债务（亿元）	0.00	0.00	1.32	1.33
全部债务（亿元）	1.95	3.14	3.32	3.59
营业收入（亿元）	2.72	3.54	4.02	0.40
利润总额（亿元）	0.12	0.15	0.12	-0.04
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-0.33	0.88	1.32	-0.56
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.18	1.47	1.44	--
存货周转次数（次）	4.04	4.42	4.79	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.41	0.40	--
现金收入比（%）	89.89	78.91	61.64	86.49
营业利润率（%）	21.26	23.47	21.60	17.88
总资本收益率（%）	1.77	1.84	1.37	--
净资产收益率（%）	2.55	3.20	2.32	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	21.43	22.07
全部债务资本化比率（%）	30.85	42.51	40.75	43.29
资产负债率（%）	45.36	54.12	54.29	53.30
流动比率（%）	140.24	99.69	138.20	139.49
速动比率（%）	123.31	87.30	122.32	112.92
经营现金流动负债比（%）	-9.23	17.79	30.20	--
现金短期债务比（倍）	0.95	0.41	0.71	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年一季度数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。