



2022年上海海优威新材料股份有限公司向 不特定对象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评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年上海海优威新材料股份有限公司向不特定对象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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
海优转债	AA-	AA-

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：高爽
gaos@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：上海海优威新材料股份有限公司（以下简称“海优新材”或“公司”，股票代码：688680.SH）所处光伏行业发展前景仍较好，为公司业绩提供了良好支撑，公司收入规模仍保持较高增速；但中证鹏元也关注到，受原材料价格大幅波动影响，跟踪期内公司盈利能力持续下滑，业务规模扩大及持续的产能扩张背景下，公司杠杆水平较高，债务规模增长较快，且债务短期化程度高，偿债压力加大，此外公司上下游存在明显账期差，存货、应收款项规模持续增长且规模较大，对营运资金形成较大占用，公司经营现金流净流出规模进一步扩大，大规模的在建、拟建项目亦使得公司面临较大资金支出压力和产能消化风险。

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	67.23	64.78	36.73	15.28
归母所有者权益	25.04	24.82	23.06	7.53
总债务	36.70	33.77	9.69	4.76
营业收入	13.51	53.07	31.05	14.81
净利润	0.23	0.50	2.52	2.23
经营活动现金流净额	-7.21	-29.15	-14.02	-1.66
净债务/EBITDA	--	4.06	-1.06	0.44
EBITDA 利息保障倍数	--	5.03	17.91	39.13
总债务/总资本	59.44%	57.64%	29.59%	38.76%
FFO/净债务	--	12.38%	-78.33%	196.09%
EBITDA 利润率	--	5.66%	11.44%	19.46%
总资产回报率	--	1.82%	11.38%	20.32%
速动比率	1.21	1.21	2.05	1.39
现金短期债务比	0.68	0.84	1.57	0.84
销售毛利率	6.26%	7.87%	15.11%	24.17%
资产负债率	62.75%	61.69%	37.21%	50.73%

注：2021年净债务为负使得净债务/EBITDA、FFO/净债务指标均为负

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

优势

- **2022 年公司营业收入仍保持较快增长，业务持续性仍较好。**受益于公司新增产能释放，2022 年公司主要产品产销量持续增长，公司营业收入同比增长 70.90%；在碳中和背景下，全球光伏新增装机高速增长使得光伏胶膜市场需求较有支撑，2022 年光伏装机量持续高速增长，公司在建、拟建项目若顺利投产，公司产能将大幅提升，未来收入规模仍有望扩大。

关注

- **原材料价格波动与盈利能力下滑风险。**公司主要原材料为 EVA 树脂、POE 树脂，原材料占公司主营业务成本的比重高，跟踪期内，公司上游原材料 EVA 树脂市场价格大幅波动，下游组件厂商排产率受硅料价格大幅波动影响较大，2022 年下半年光伏胶膜下游需求阶段性调整，市场竞争亦加剧，公司成本转嫁受阻，2022 年公司销售毛利率下滑至 7.87%，2023 年 1-3 月进一步降至 6.26%，同时公司存货规模较大，原材料大幅波动使公司亦面临较高存货跌价风险；此外，公司采购整体集中度仍较高，受国内产能供应瓶颈影响，POE 树脂采购仍受限于进口渠道。
- **存货及应收款项持续增长，对营运资金占用较大。**公司上下游存在明显账期差，2022 年公司经营规模快速扩张，应收款项规模持续增长，且公司 2022 年加大原材料备货，期末存货规模较上年大幅增长 274.86%，使得当期公司经营现金流状况持续弱化，需关注应收款项的回收风险，以及存货、应收款项规模持续增长对营运资金形成的占用。
- **公司债务规模增长较快，偿债压力加大。**业务规模扩大及持续的产能扩张，使得公司资金需求增加，2022 年末公司总债务规模大幅提升至 33.77 亿元，且债务短期化程度高，公司当前杠杆水平较高，跟踪期内公司短期流动性指标明显下滑，面临较大短期偿债压力。
- **公司仍处于产能扩张期，面临较大资本开支压力和产能消化风险。**受上下游结算账期错配影响，2022 年及 2023 年 1-3 月公司经营活动现金流净流出规模进一步扩大，叠加公司光伏胶膜产品仍处于产能扩张期，在建、拟建项目尚需投资规模较大，未来主要资本性支出仍将持续依赖筹资活动，面临较大资金压力；此外，同行业企业产能扩张速度亦较快，且跟踪期内硅料价格波动对组件企业开工率形成较大影响，公司产能利用率有所下滑，预计未来光伏胶膜市场竞争将日益激烈，对公司新增产能的消化带来较大挑战。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为光伏行业发展前景仍较好，公司业务规模持续扩大，预计未来业务持续性较好。

同业比较（单位：亿元）

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

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/海优转债	2022-7-25	高爽、顾春霞	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2019.V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/海优转债	2022-4-1	高爽、顾春霞	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2019.V1.0)	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
海优转债	6.94	6.9395	2022-7-25	2028-6-22

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2022年6月23日发行6年期6.94亿元公司债券，募集资金计划用于年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）、上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平米光伏封装材料项目（一期）与补充流动资金。截至2022年末，募集资金专项账户余额为2,157.16万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2023年3月末，公司控股股东与实际控制人仍为李民、李晓昱夫妇，其合计直接持有公司34.23%股份，公司控股股东和实际控制人无股权质押情况。公司股权结构及实际控制关系如附录二所示。

2022年公司合并报表新增2家子公司，减少3家子公司；2023年1-3月公司合并范围无变化。截至2023年3月末，纳入公司合并范围的子公司情况如附录四所示。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
平湖海优威应用材料有限公司	100.00%	5,000.00	光伏胶膜生产、销售	新设
HIUV APPLIED MATERIALS TECHNOLOGY INVESTMENT PTE.LTD.	100.00%	100.00 元新加坡币	投资	新设
2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
保定海优威太阳能材料开发有限公司	100.00%	1,000.00	胶膜销售	注销
义乌海优威应用材料有限公司	100.00%	3,000.00	光伏胶膜生产、销售	注销
上海海优威光伏材料有限公司	100.00%	500.00	光伏胶膜生产、销售	注销

资料来源：公司提供

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

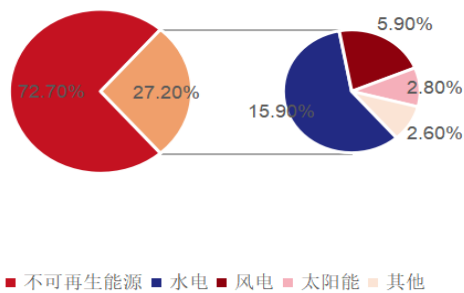
碳中和背景下，受益于光伏发电成本持续下降和全球能源市场向清洁能源转型，光伏发电市场空间广阔，全球光伏新增装机高速增长将推动光伏胶膜市场需求持续景气

根据《巴黎协定》设定的长期目标，全球平均气温较前工业化时期上升幅度要控制在2摄氏度以内，并努力将温度上升幅度限制在1.5摄氏度以内。2019年12月欧盟发表了《欧洲绿色协定》，提出2050年在全球范围内率先实现碳中和；在七十五届联合国一般性辩论上，中国也提出努力在2030年实现碳达峰，努力在2060年前实现碳中和；2021年2月美国重返《巴黎协定》，同时承诺在2050年前实现碳中和。截至目前，全球已有超过120个国家提出碳中和目标，中国（2060年）、美国（2050年）、欧盟（2050）、日本（2050年）、韩国（2050年）、印度（2070年）等全球主要经济体均已承诺碳中和，并给出具体时间表，全球减碳趋势明确，各国碳中和目标将合力推动全球的清洁能源转型。

当前，全球电力结构仍以煤炭、天然气等非可再生能源为主，可再生能源（水，光，风，生物质，地热等）占比为27.3%，其中水电占比15.9%，光伏风电占比8.7%。近年，随着技术迭代进程加速，光

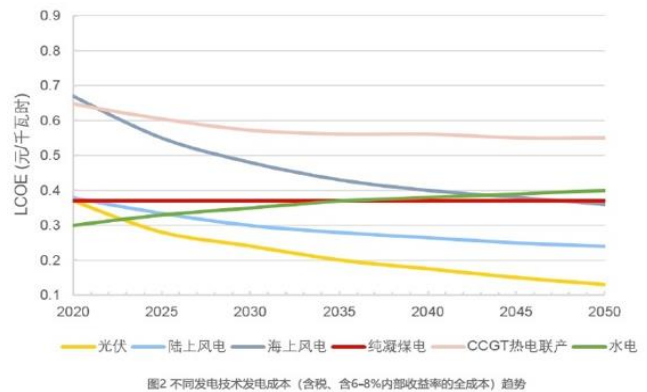
伏制造成本持续下行。根据中国光伏业协会统计数据，2020年全球光伏发电最低中标电价为0.0112欧元/kWh，较2019最低中标电价下降19.7%；2020年国内最低中标电价为人民币0.2427元/kWh，较2019年最低中标电价下降6.7%；我国光伏发电LCOE已从2010年的0.301美元/kWh下降至2019年的0.054美元/kWh。根据《中国2050年光伏发展展望》，在不同发电技术间，未来30年光伏发电LCOE持续降低，是清洁、低碳、同时具有成本优势的替代能源形式，光伏发电市场空间广阔。

图 1 全球电力结构仍以非可再生能源为主



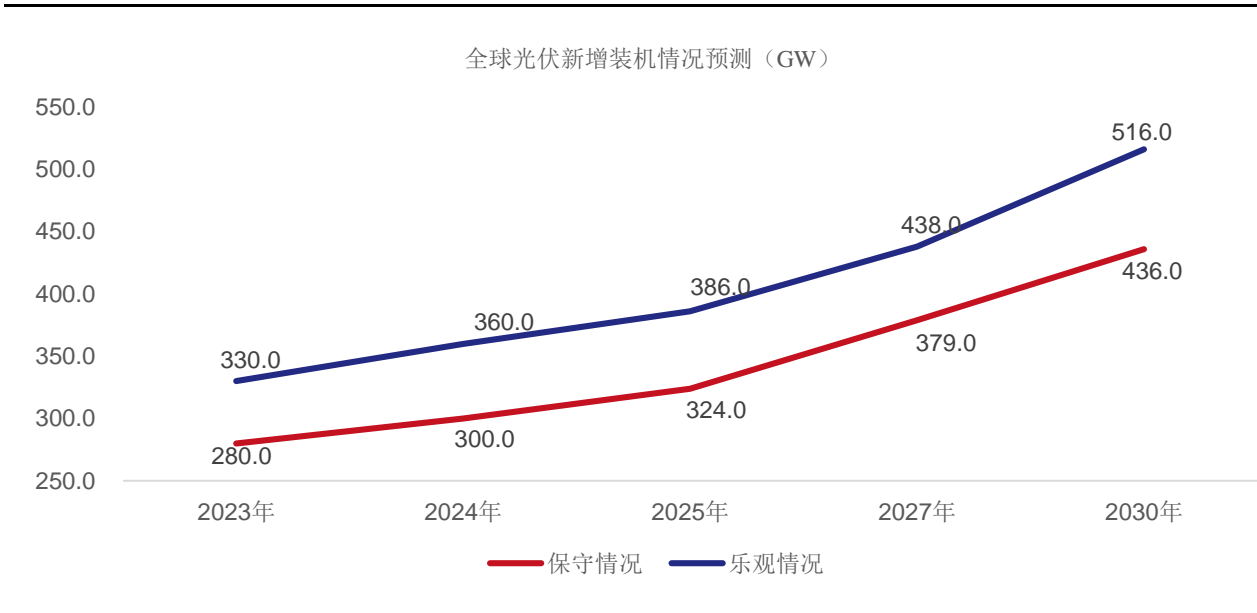
资料来源：RENA21，中证鹏元整理

图 2 未来光伏发电成本优势将进一步凸显

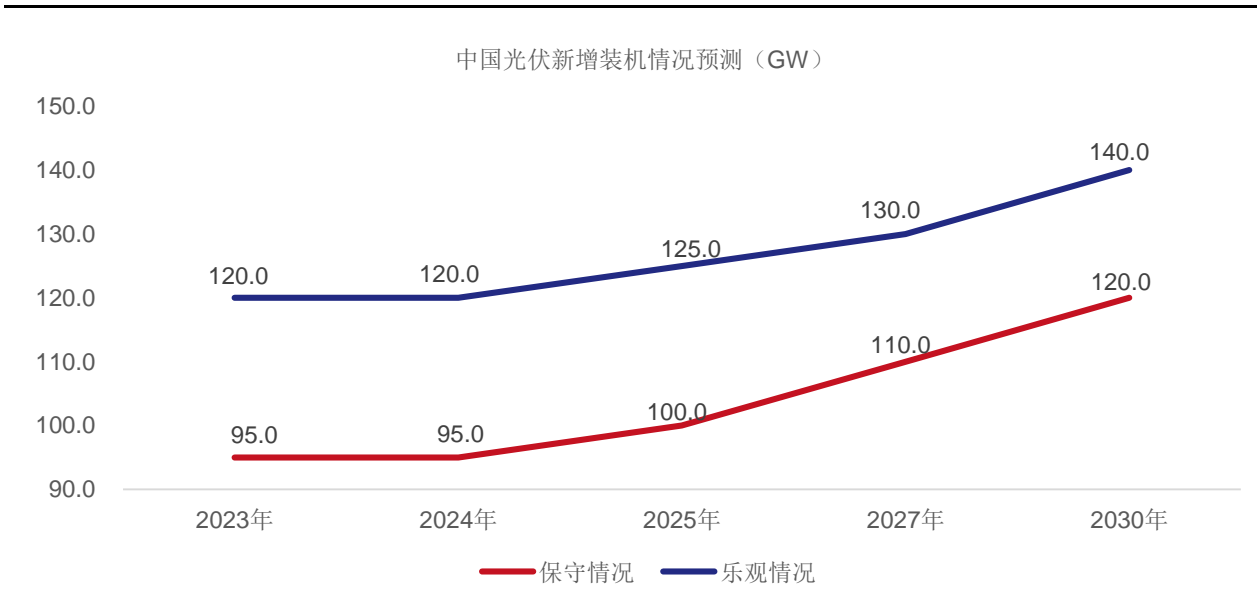


资料来源：《中国 2050 年光伏发展展望》，中证鹏元整理

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。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）。根据中国光伏业协会的预测，预计2030年，全球新增光伏装机将达到436-516GW，其中国内新增装机将达到120-140GW。

图3 2023-2030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4 2023-2030年中国光伏新增装机预测


资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

光伏胶膜是光伏组件封装环节的关键材料，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，2030年全球光伏胶膜需求将达到52.3亿-61.9亿平方米。

表2 2023-2030年光伏胶膜全球市场需求测算

指标名称	2023年	2024年	2025年	2027年	2030年
光伏新增装机保守情况（GW）	280.0	300.0	324.0	379.0	436.0
按容配比计算组件生产量（GW）	336.0	360.0	388.8	454.8	523.2
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）	33.6	36.0	38.9	45.5	52.3
光伏新增装机乐观情况（GW）	330.0	360.0	386.0	438.0	516.0
按容配比计算组件生产量（GW）	396.0	432.0	463.2	525.6	619.2
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）	39.6	43.2	46.3	52.6	61.9

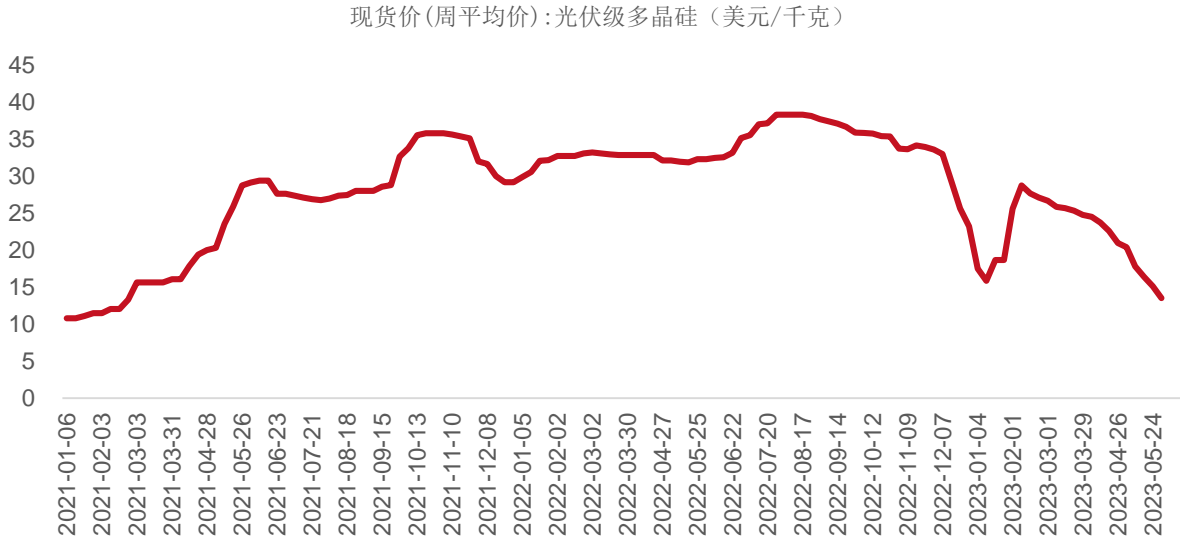
资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元测算

受硅料及EVA树脂价格大幅波动影响，跟踪期内，胶膜企业盈利能力下滑幅度较大

2022年光伏产业链上游原材料多晶硅料价格持续上涨，且下半年价格仍在高位运行，组件成本大幅上涨，2022年下半年光伏组件厂商排产率受到影响，胶膜市场整体需求不达预期；2022年12月开始，硅料价格博弈情绪加重，叠加多晶硅生产企业硅料新增产能集中释放，硅料价格在短期内出现急剧下降，至年末硅料价格下滑幅度接近50%，硅料快速下行阶段组件厂商普遍持观望态度，组件排产情况仍较弱，胶膜需求持续受到压制；2023年2月前后硅料环节博弈情绪出现异常加剧，硅料价格在短期内出现急剧反弹，但全年硅料价格下行趋势较明确。

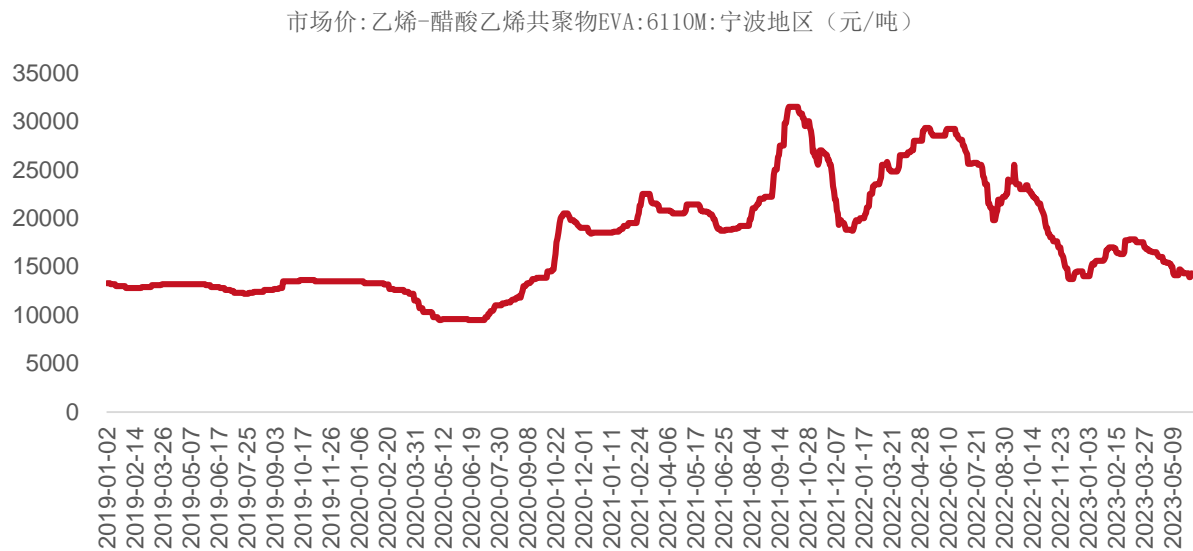
胶膜售价的变动主要取决于EVA树脂市场价格的变动、下游客户需求情况，光伏组件厂商胶膜采购价格在较大程度上锚定EVA树脂的价格变动。近年来由于原材料价格大幅波动，胶膜企业对客户普遍采用月度报价的模式，胶膜行业的销售模式一般能够保障成本的及时传导，但跟踪期内光伏级多晶硅价格剧烈波动，胶膜下游市场需求持续受到压制，胶膜行业基于材料成本及合理利润率制定的销售价格无法顺利向下游客户传导，企业盈利普遍受到较大冲击，2022年下半年以来，光伏胶膜行业主要公司销售毛利率出现较大幅度下滑。

图 5 跟踪期内，光伏级多晶硅价格剧烈波动，胶膜下游市场需求持续受到压制



资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

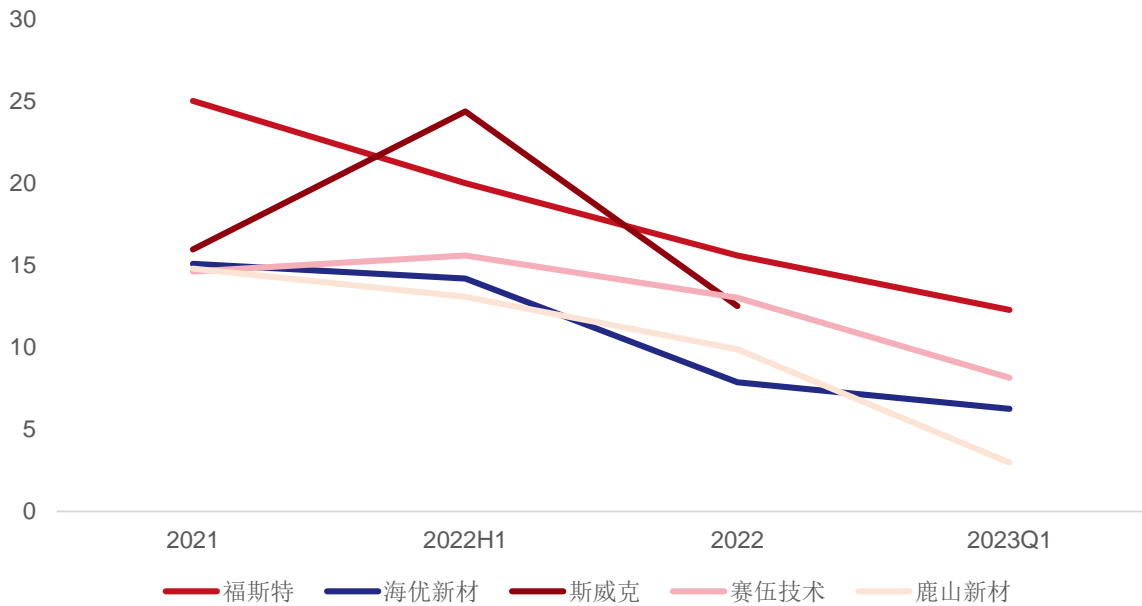
图 6 近年 EVA 树脂市场价格波动较大



资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

图 7 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

光伏胶膜主要企业近年销售毛利率情况 (%)



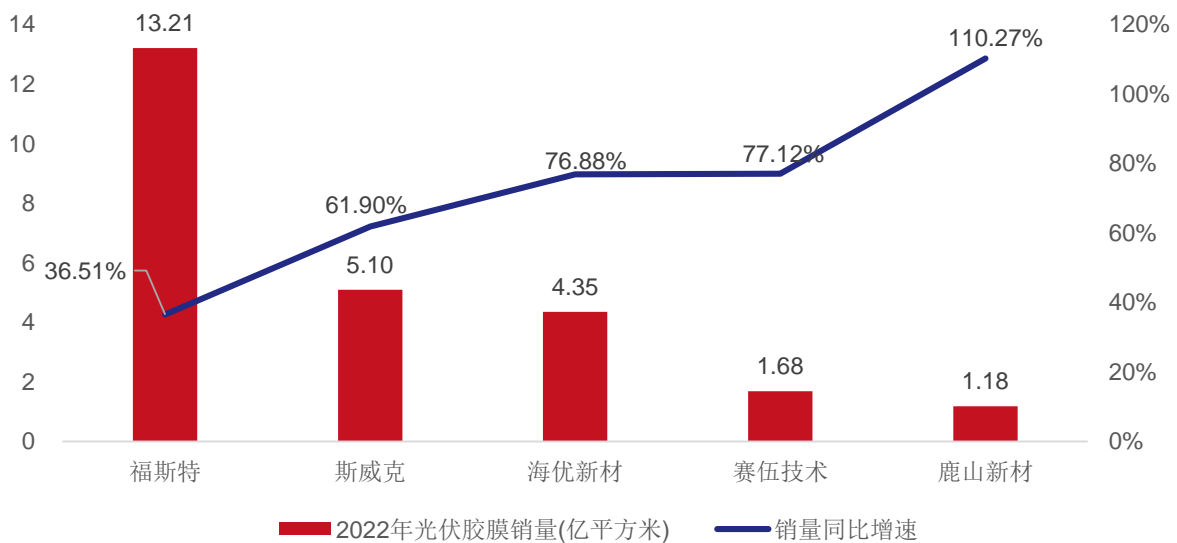
注：2021年8月，东方日升向深圳燃气出售其持有的斯威克52.49%股权，此后不再拥有对斯威克控制权，故上表中2021年斯威克销售毛利率采用2021年1-8月东方日升光伏胶膜业务毛利率数据（相较其他公司全年数据口径，斯威克2021年1-8月毛利率数据偏低），2022年斯威克销售毛利率采用深圳燃气光伏胶膜业务毛利率数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

光伏胶膜行业市场竞争格局稳定，双面组件及N型组件需求扩张，带动POE胶膜（单层或共挤）市占率提升

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。

图8 光伏胶膜销量格局梯队明显



资料来源：Wind，中证鹏元整理

光伏行业通过技术创新与迭代推动产业链持续降本增效，技术发展亦使得胶膜需求结构发生改变。新型太阳能电池技术大多采用N型硅片，具有更高的抗PID性能要求，使得POE胶膜（单层或共挤）的潜在需求增加。单晶PERC双面双玻电池组件发展迅速，相应配套使用的POE胶膜需求明显增加，其中EPE共挤型胶膜以其良好的加工性能和阻水性相结合的优点，逐步成为行业主流产品。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。

五、经营与竞争

公司主要从事光伏胶膜产品的生产与销售，市场份额排名靠前，受益于自身产能释放，跟踪期内公司收入规模仍保持高速增长，但受上游原料市场价格大幅波动影响，公司盈利能力明显下滑

公司为从事特种高分子薄膜研发、生产和销售的高新技术企业，立足于新能源、新材料产业，为下游客户提供薄膜产品。2022年公司收入仍主要由透明EVA胶膜、白色增效EVA胶膜与POE胶膜产品贡献，其中POE胶膜市场需求在跟踪期内明显增加，2022年公司POE胶膜收入占比提升较明显。2022年公司各类产品产销量持续增加，公司营业收入规模同比大幅增70.90%。毛利率方面，2022年公司盈利仍主要由透明EVA胶膜、白色增效EVA胶膜与POE胶膜产品贡献，受光伏胶膜市场需求波动、原料市场价格波动因素影响，2022年下半年胶膜销售价格大幅下降，而原材料成本受库存影响向下变动的幅度和时间存在滞后，使得2022年公司各类胶膜产品的毛利率明显下降。

2023年1-3月，公司实现营业收入13.51亿元，较上年同期增长9.98%，但胶膜产品售价涨幅在期初价格偏低的基础上，相较EVA树脂价格涨幅仍存在滞后，此外由于公司期初库存成本较高，结转成本后导致当期成本较高，2023年1-3月公司销售毛利率进一步下滑至6.26%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
透明 EVA 胶膜	276,083.62	52.36%	7.02%	151,607.54	49.40%	10.53%
白色增效 EVA 胶膜	101,287.03	19.21%	11.37%	98,431.16	32.07%	20.06%
POE 胶膜	148,459.22	28.16%	5.51%	55,184.78	17.98%	17.80%
其他	1,438.37	0.27%	49.85%	1,679.54	0.55%	47.78%
主营业务收入合计	527,268.24	100.00%	7.55%	306,903.01	100.00%	15.10%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于新增产能释放，跟踪期内公司主要产品整体销售额持续高速增长，产销率仍保持在较高水平，但受原材料价格波动影响，盈利能力大幅下滑；公司销售客户集中度仍较高，且销售区域仍主要

集中于华东市场

跟踪期内，公司仍实行“以销定产”的生产模式，公司工厂生产运营部每月下半月根据销售部提供的下月客户订单或合同，综合考虑库存情况后编制下月生产计划，交由生产部组织生产，一般仅保留常规3-4天的成品库存，2022年公司产销率整体仍保持在较高水平。

表4 2021-2022 年公司胶膜产品产销率情况

时间	2022 年	2021 年
产量（万平方米）	44,270.10	25,066.25
销量（万平方米）	43,492.12	24,588.84
产销率	98.24%	98.10%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品的销售模式仍为直销，公司与光伏组件厂商等终端客户签订销售框架协议或销售合同，根据客户订单进行销售。结算方面，公司客户一般使用银行承兑汇票与商业承兑汇票方式，票据期限一般为3-6个月，账期一般为3个月内，运费一般由公司承担。

跟踪期内，公司产能扩张并得到快速释放，公司胶膜产品销量整体保持高速增长，2022年透明EVA胶膜、白色增效EVA胶膜与POE胶膜销量分别较上年增长84.04%、7.96%和181.65%，为适应光伏组件技术发展对胶膜要求，公司新增产能主要集中在双玻组件和N型电池组件配套使用胶膜，2022年POE胶膜销量延续高速增长态势。

销售价格方面，跟踪期内，公司胶膜售价的变动仍主要取决于EVA树脂市场价格的变动、下游客户需求情况。近年来，下游光伏组件厂商胶膜采购价格在较大程度上锚定EVA树脂的变动，EVA价格变动趋势与胶膜销售价格变动趋势保持一致。此外，公司与主要客户签署的框架协议中均约定了销售价格随EVA树脂市场价格变动相应进行调整的合同条款。公司2022年光伏产业链上游原材料多晶硅料的价格持续上涨且下半年价格保持高位，组件成本上涨、终端客户订单变化等因素导致2022年下半年胶膜需求不达预期，市场竞争亦加剧；同时公司胶膜产品主要原材料EVA树脂的价格下半年受需求不达预期及新产能增加等综合因素影响亦引发价格大幅度下调，因此自2022年三季度开始，公司胶膜销售价格跟随EVA树脂价格快速向下调整，并在2022年末前后达到低点，2023年2月以来光伏胶膜价格随需求回暖有所回升，但在期初价格偏低的基础上，相较EVA树脂价格涨幅存在滞后。综合影响下，2022年公司主要胶膜产品全年平均售价较2021年末略有下降，2023年1-3月平均售价则出现较大幅度下滑。

表5 2021-2022 年公司主要产品销售情况

产品名称	项目	2022 年	2021 年
透明 EVA 胶膜	销量（万平方米）	23,208.23	12,610.30
	销售额（万元）	276,083.62	151,607.54
	平均售价（元/平方米）	11.90	12.02
	销量（万平方米）	8,362.36	7,745.76

白色增效 EVA 胶膜	销售额（万元）	101,287.03	98,431.16
	平均售价（元/平方米）	12.11	12.71
	销量（万平方米）	11,921.53	4,232.78
POE 胶膜	销售额（万元）	148,459.22	55,184.78
	平均售价（元/平方米）	12.45	13.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，跟踪期内，公司产品销售仍以国内市场为主，国内市场销售区域仍主要集中在华东地区，区域集中度较高，主要系公司客户隆基股份、天合光能、晶科能源、韩华新能源等均位于华东地区，公司为方便承接订单，生产基地布局也进一步向华东地区集中。公司客户群体主要为下游光伏组件制造企业，跟踪期内，公司与主要客户合作稳定；从客户集中度来看，2022年公司前五大客户销售收入占营业收入比重为75.01%，较上年略有提升，整体客户集中度仍较高。

表6 按销售区域划分的公司主营业务收入构成（单位：万元）

销售区域	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	506,382.70	96.04%	290,423.09	94.63%
其中：华东地区	454,137.47	86.13%	269,794.93	87.91%
境内其他地区	52,245.23	9.91%	20,628.16	6.72%
境外	20,885.54	3.96%	16,479.92	5.37%
合计	527,268.24	100.00%	306,903.01	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续扩大研发投入，根据技术发展与市场需求变化趋势不断推出新产品；2022年公司采购整体集中度仍较高，但伴随多家国产树脂供应商产能释放，EVA树脂供应格局逐步优化，公司采购选择空间明显改观，POE树脂仍主要依赖进口；公司主营业务成本主要为原材料成本，采购单价亦随原材料市场价格变动有所增长，仍对公司成本控制形成较大压力

光伏行业依托技术创新推动行业不断降本增效，为提升产品竞争力，下游组件企业重视技术创新，组件生产差异化增强，尤其2022年TOPCON新技术的引入，组件企业对配套胶膜的需求亦更加精细化，配套胶膜方案更加多样化，对胶膜行业提出了更高的技术要求和研发创新能力。

跟踪期内，公司持续扩大研发投入，光伏胶膜领域，公司新增单层POE胶膜品类和TOPCON专用新型EXP胶膜、改进型EPE胶膜、TOPCON下层用白色增效共挤POE胶膜以及高抗PID单层EVA胶膜、HJT专用转光胶膜等新型胶膜产品，以适应市场需求趋势。非光伏领域，公司新增新能源汽车智能玻璃用调光膜等电子功能膜，以及降温降噪PVE玻璃胶膜等新产品。

表7 2021-2022 年公司研发投入情况

时间	2022 年	2021 年
研发投入金额（万元）	24,748.05	13,102.05

研发投入占营业收入比例	4.66%	4.22%
-------------	-------	-------

资料来源：公司 2021-2022 年年报，中证鹏元整理

公司主营业务成本仍主要为原材料成本，其价格波动对公司产品成本的影响大。公司生产所需的主要原材料为EVA树脂、POE树脂，辅助材料包括钛白粉等助剂，其中EVA/POE树脂仍为最主要的原材料。随着经营规模扩大，2022年公司EVA树脂采购量大幅增长，采购单价亦随原材料市场价格变动有所上涨，对公司当期成本控制形成较大压力。

表8 2021-2022 年公司主营业务成本构成（单位：万元）

销售区域	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	449,274.89	92.16%	240,980.49	91.42%
直接人工	6,087.37	1.25%	3,897.14	1.48%
制造费用	32,109.62	6.59%	18,724.53	7.10%
合计	487,471.88	100.00%	263,602.16	100.00%

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

表9 公司主要原材料采购情况

主要原材料	项目	2022 年	2021 年
EVA/POE 树脂	采购额（万元）	512,467.65	240,039.19
	采购数量（吨）	248,808.66	127,460.52
	采购单价（元/吨）	20,596.86	18,832.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购模式方面，公司仍通过直接向终端生产商采购和通过贸易商指定采购两种方式，终端生产商主要为江苏斯尔邦、浙江石油化工有限公司、中国石化化工销售有限公司、LG Chem,Ltd.（以下简称“LG化学”）、陶氏化学太平洋有限公司（以下简称“陶氏化学”）等国内外企业。跟踪期内，多家国产树脂供应商产能逐步释放，EVA树脂供应格局逐步优化，POE树脂国内尚无大规模产能供应，仍基本依赖进口；跟踪期内公司与中国石化化工销售有限公司、浙江石油化工有限公司及延长石油化工有限公司逐步建立采购合作，且采购额快速增长，2022年及2023年1-3月前五名供应商采购合计额占当期采购总额的比例分别为63.78%和61.98%，采购集中度仍较高，但向江苏斯尔邦采购的合计金额占比大幅降至24.36%和19.82%，原材料供应结构更加均衡，对主要供应商依赖度有所降低。结算方式方面，公司上游供应商仍主要为大宗化工原料厂商，普遍要求预付全部货款，公司通过银行承兑汇票形式支付预付款后，供应商一般在1个月内发货，公司一般不承担运费。

2022年公司产能利用水平仍受到下游组件工厂开工率调整扰动，公司在建、拟建产能规模较大，仍需关注其产能消化情况，且存在较大的资金支出压力

公司主要拥有常州合威厂区、张家港慧谷厂区、上海金山厂区、泰州厂区和江西上饶厂区等生产基地，随着IPO募投项目年产1.70亿平米高分子特种膜技术改造项目产能完全释放，以及本期债券募投项

目上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平米光伏封装材料项目（一期）部分建成投产，2022年公司产能规模持续增加。跟踪期内，光伏产业链上游硅料价格大幅波动，各环节供求关系变化引发组件企业开工率随之大幅度波动，受此影响，公司胶膜需求随之出现调整，导致公司产能利用率有所下滑。

表10 2021-2022年公司主要产品产能利用率情况

项目	2022年	2021年
产能（万平方米）	52,673.54	29,203.93
产量（万平方米）	44,270.10	25,066.25
产能利用率	84.05%	85.83%

注：公司三种胶膜产品现有挤出生产线为共线，三种产品产能可以互补，各个生产基地根据产能情况及客户订单情况随时切换，产能利用率为综合计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于光伏发电成本持续下降和全球清洁能源转型，光伏发电市场空间广阔，全球光伏新增装机高速增长将推动光伏胶膜需求持续景气，为积极应对市场竞争，进一步扩大市场份额，公司积极通过扩建生产基地扩大产能。截至2022年末，公司在建项目主要为年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期、上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平米光伏封装材料项目一期，为本期债券募投项目，项目实际已投资1.96亿元，预计2024年一季度达到预定可使用状态；拟建项目为年产2亿平米光伏封装材料生产建设项目（一期）、上饶海优威应用薄膜有限公司年产20,000万平光伏胶膜生产项目（一期）。

若以上项目全部顺利实施且达到预定可使用状态，届时公司总产能将大幅提升，未来收入规模有望进一步扩大。产能大幅增长有利于公司提升成本优势、提高市场地位，但同行业公司产能扩张速度亦较快，且跟踪期内硅料价格波动对组件企业开工率形成较大影响，公司产能利用率有所下滑，预计未来光伏胶膜市场竞争将日益激烈，对公司新增产能的消化带来较大挑战。同时，截至2022年末，公司在建项目预计总投资合计20.00亿元，与本期债券募集资金净额存在一定缺口，拟建项目总投资达11.16亿元，拟定向增发并使用募集资金8.20亿元，考虑到公司定向增发能否获批存在不确定性，未来大规模的资本支出需求仍将给公司带来较大资金压力。

表11 截至2022年末公司主要在建¹、拟建项目情况（单位：万元、万平方米）

项目类型	项目名称（地点）	计划总投资	其中一期总投资	实际已投资	产品类别	设计产能
在建项目	年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（平湖） ²	100,000.00	45,913.86	3,174.82	透明EVA胶膜	10,000.00
					POE胶膜	10,000.00

¹ 在建项目分期实施，年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期与上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平米光伏封装材料项目一期为本期债券募投项目。

² 根据《上海海优威新材料股份有限公司关于部分募投项目变更实施地点和实施主体的公告》（公告编号：2022-111），本期债券募投项目“年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）”的实施地点变更至浙江省嘉兴市平湖市新仓镇秦沙村1组、双红村5组、仓庆路北侧（仓庆路588号、朝阳河西侧）的土地和厂房，实施主体变更为公司全资子公司平湖海优威应用材料有限公司。

拟建项目	上饶海优威应用薄膜有限公司 年产 1.5 亿平米光伏封装材料 项目（上饶）	100,000.00	36,157.51	16,476.38	透明 EVA 胶膜	7,000.00
					白色增效 EVA 胶膜	1,000.00
					POE 胶膜	7,000.00
	年产 2 亿平米光伏封装材料生 产建设项目（一期）（镇江）	65,099.21	-	0.00	透明 EVA 胶膜	7,100.00
					白色增效 EVA 胶膜	6,700.00
					POE 胶膜	6,200.00
上饶海优威应用薄膜有限公司 年产 20,000 万平光伏胶膜生产 项目（一期）（上饶）	46,515.31	-	0.00	透明 EVA 胶膜	7,000.00	
				白色增效 EVA 胶膜	6,000.00	
				POE 胶膜	7,000.00	
合计	-	311,614.52	-	19,651.20	-	75,000.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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容诚会计师事务所（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 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022 年公司合并报表范围新增 2 家子公司，减少 3 家子公司，2023 年 1-3 月，公司合并范围无变化，具体详见表 1。

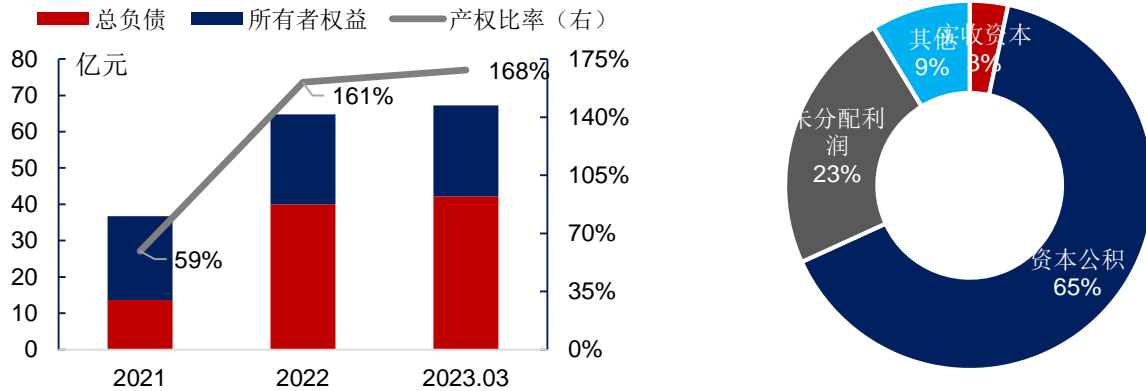
资本实力与资产质量

公司资产仍以应收款项、存货等流动资产为主，伴随经营扩张，公司应收款项与存货规模较大且增长较快，对营运资金形成较大占用，同时需关注存货跌价风险以及应收款项的回收和承兑风险

截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益主要由资本公积与未分配利润等构成。受益于成功发行本期债券计入权益部分 1.76 亿元以及盈余积累，跟踪期内公司所有者权益规模持续提升；同时公司外部融资需求增加使得 2022 年公司负债规模同比大幅增长 192.35%，2023 年 3 月末公司产权比例大幅增长至 168.43%，所有者权益对负债的覆盖程度较弱。

图 9 公司资本结构

图 10 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



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

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于公司所处行业客户主要为大型光伏组件企业，普遍采用票据作为主要结算手段，公司客户晶科能源、天合光能等主要使用商业承兑汇票与公司结算，公司应收票据规模仍较大，2022年末包括银行承兑汇票4.96亿元和商业承兑汇票9.71亿元，公司应收票据规模较上年末大幅增长80.36%；伴随公司业务规模持续高速增长，2022年应收账款规模亦增长较快，对营业资金形成较大占用，2022年公司欠款方余额前五名占应收账款期末余额合计数的比例为47.58%，应收账款账龄主要在半年以内；公司应收款项的应收对象主要为光伏行业头部客户，但考虑到光伏行业日益激烈的竞争格局，若下游客户经营与信用状况发生变化，公司应收款项将面临回收和承兑风险。2022年及2023年1-3月公司预付款项和存货规模持续增长，其中预付款项主要是预付的原材料采购款，经营规模快速扩张背景下，公司为保障正常生产加大原材料备货，2022年末公司存货主要包括原材料9.79亿元、在产品1.82亿元和库存商品1.22亿元，其中原材料期末账面价值较上年末增长622.89%，2022年公司存货新增计提存货跌价准备0.91亿元，受需求不达预期及新产能增加等综合因素影响，2022年下半年公司胶膜产品主要原材料EVA树脂价格大幅度下调，2022年末前后受到胶膜需求波动、原料市场价格波动因素影响，胶膜销售价格亦大幅下降，需持续关注公司存货跌价风险。

截至2022年末，公司固定资产主要包括3.85亿元机器设备、0.58亿元房屋及建筑物，跟踪期内，IPO募投项目全部建成和本期债券募投项目部分建成转固使得公司固定资产规模持续增长；2022年末公司在建工程较期初增加413.88%，主要系子公司上饶应用厂房建设，待安装及验收的设备增加导致。2022年本期债券募投资金到账使得公司资金规模上年末增长48.10%，公司货币资金主要为银行存款，资金受限规模较小。

表12 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	5.95	8.85%	6.31	9.75%	4.26	11.61%
应收账款	17.20	25.59%	14.86	22.95%	10.88	29.63%

存货	13.52	20.11%	13.25	20.46%	3.54	9.62%
应收票据	10.36	15.42%	14.67	22.65%	8.13	22.15%
应收款项融资	3.44	5.11%	2.05	3.17%	1.87	5.08%
预付款项	2.45	3.64%	1.08	1.67%	0.81	2.21%
流动资产合计	55.29	82.24%	54.23	83.72%	30.12	81.99%
固定资产	6.34	9.43%	4.59	7.08%	3.37	9.18%
在建工程	1.33	1.98%	1.50	2.31%	0.29	0.79%
非流动资产合计	11.94	17.76%	10.54	16.28%	6.61	18.01%
资产总计	67.23	100.00%	64.78	100.00%	36.73	100.00%

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

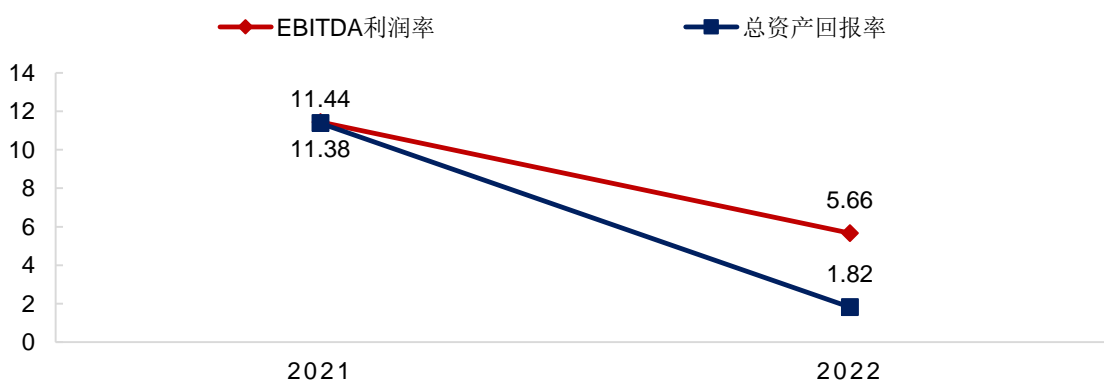
盈利能力

随着业务规模扩张，2022年公司营业收入仍保持较快增长，但盈利能力持续下滑，未来需持续关注原材料价格大幅波动、存货跌价、应收账款及票据减值对公司盈利影响

2022年公司产能扩张并得到释放，公司主要产品的产销规模持续增长，业务规模扩张较快，2022年公司实现营业收入53.07亿元，收入规模同比增长70.90%。由于上游原材料EVA树脂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。在原材料价格大幅波动以及下游需求阶段性调整的背景下，2022年第三季度以来胶膜销售价格短期内下调与销售成本变动不匹配，使得2022年公司主要胶膜产品毛利率降低，2022年公司EBITDA利润率与总资产回报率亦大幅下滑。

若原材料价格短期内大幅上涨，公司原材料采购价格增幅较大，成本端面临压力，若下游组件厂商订单变化导致胶膜市场需求不达预期，公司不能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；若原材料价格短期内大幅下滑，考虑到公司期末较高的存货规模，公司亦面临较大的存货减值风险，2022年公司计提存货跌价损失0.91亿元，对公司盈利形成较大冲击，未来需持续关注原材料价格大幅波动、存货跌价、应收账款及票据减值对公司盈利影响。

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

公司通过增加债务实现经营规模扩张，跟踪期内，公司债务规模大幅提升，且短期债务占比高，短期流动性明显下滑，公司当前杠杆水平较高，面临较大短期偿债压力；受上下游结算账期错配影响，备货增加导致公司经营活动现金流净流出规模进一步扩大，公司资本性支出伴随项目建设推进持续进行，未来主要资本性支出仍将依赖筹资活动，面临的资金压力仍较大

从负债结构看，公司负债仍以流动负债为主。2022年末总债务规模大幅增长至33.77亿元，其中短期债务规模为27.57亿元，短期债务在总债务中占比达81.64%，公司面临较大偿债压力，且债务结构有待改善；公司短期借款主要用于原材料采购，2022年原材料采购规模扩大使得公司短期融资需求增加，叠加期末已贴现未到期未终止确认的银行承兑汇票较上年增加6.21亿元，当期末公司短期借款较期初增加223.52%，借款类型主要为信用借款与保证借款，利率集中在3.10%-3.90%之间；应付票据全部为银行承兑汇票，2022年采购结算的票据规模有所增加；2023年3月末公司新增1.5亿元长期借款，主要用于现有厂房技改、新购置土地建设、日常生产运营等用途。其他流动负债主要为已背书未终止确认的银行承兑汇票；应付债券为本期债券负债部分，租赁负债主要为新租赁准则下租赁厂房产产生。经营性负债方面，应付账款主要为应付货款、工程及设备款、运费等，由于业务规模增加导致原材料采购款增加，2022年末应付账款规模较期初增加30.47%。

表13 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	26.07	61.82%	25.47	63.75%	7.87	57.61%
应付账款	3.41	8.08%	3.33	8.34%	2.55	18.69%
应付票据	2.66	6.31%	1.85	4.62%	0.94	6.88%
其他流动负债	1.54	3.65%	2.35	5.88%	0.96	7.02%
流动负债合计	34.41	81.59%	33.76	84.49%	12.95	94.74%
长期借款	1.50	3.56%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付债券	5.40	12.81%	5.32	13.31%	0.00	0.00%
租赁负债	0.86	2.04%	0.88	2.20%	0.62	4.51%
非流动负债合计	7.77	18.41%	6.20	15.51%	0.72	5.26%
负债合计	42.18	100.00%	39.96	100.00%	13.67	100.00%
总债务合计	36.70	87.01%	33.77	84.50%	9.69	70.92%
其中：短期债务	28.94	68.60%	27.57	68.99%	9.08	66.41%
长期债务	7.77	18.41%	6.20	15.51%	0.62	4.51%

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

债务规模扩张使得2022年末公司资产负债率和总债务/总资本指标大幅增长，公司杠杆水平提升明显。伴随债务规模扩大，公司利息支出增加，2022年末EBITDA利息保障倍数降至5.03，EBITDA对利息

的保障程度仍较好，公司债务未能被盈余现金覆盖，2022年末公司净债务规模为正，净债务/EBITDA和FFO/净债务指标下滑明显，盈利对净债务的保障程度较弱。

表14 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	-7.21	-29.15	-14.02
FFO(亿元)	--	1.51	2.95
资产负债率	62.75%	61.69%	37.21%
净债务/EBITDA	--	4.06	-1.06
EBITDA 利息保障倍数	--	5.03	17.91
总债务/总资本	59.44%	57.64%	29.59%
FFO/净债务	--	12.38%	-78.33%
经营活动现金流/净债务	-41.57%	-238.77%	372.00%
自由现金流/净债务	-50.88%	-250.52%	404.76%

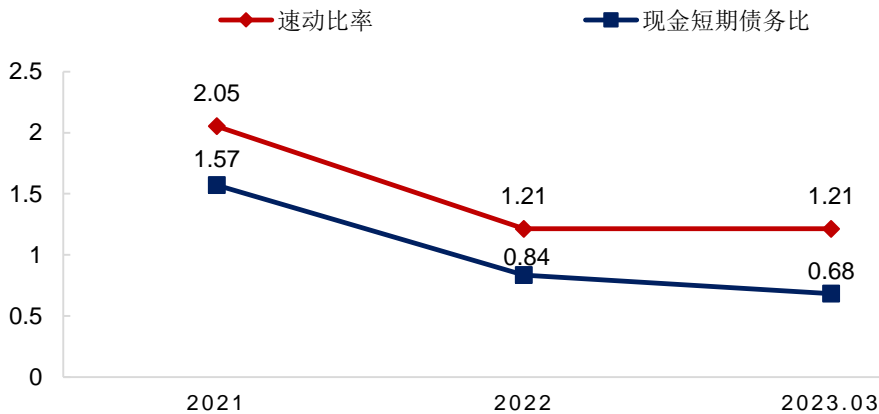
注：2021年净债务为负使得净债务/EBITDA、FFO/净债务指标均为负；2022年经营活动现金流与自由现金流为负，使得经营活动现金流/净债务、自由现金流/净债务指标均为负

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

流动性指标方面，短期融资规模的扩大使得公司短期债务规模快速增长，2022年末公司速动比率与现金短期债务比指标大幅下滑，公司短期流动性下滑明显。公司流动性需求主要来自项目开支和债务还本付息，2023年3月末公司现金类资产无法覆盖其短期债务，公司尚未使用银行授信额度为20.46亿元，仍具有一定备用流动性，且公司作为上市公司，融资渠道仍较为畅通；但需关注公司债务规模持续扩张情况下，流动性指标的持续弱化。

公司下游客户主要为光伏组件生产龙头企业，普遍采用票据作为主要结算手段，且账期较长，而上游供应商主要为大宗化工原料厂商，采购付款多为现金支付，且结算账期较短；公司上下游结算账期错配，行业惯例使得营运资金占用较大，随着公司营收规模持续增长，公司应收款项及存货增加较多，营运资金占用情况更加凸显；同时，为降低财务成本，公司2022年部分票据未进行贴现，相应减少了经营性现金流的流入，期末应收票据余额相应增加；综合影响下，2022年经营活动现金净流出规模较上年同期增加15.13亿元，净流出规模持续扩大，同时公司业务发展使得资本性支出持续进行，未来主要资本性支出仍将依赖筹资活动。

图 12 公司流动性比率情况



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

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司及其子公司的污染防治设施均按环评要求建设与运行，污染物均严格按照要求排放，跟踪期内，公司及其子公司均未发生环境污染事故，无环境纠纷，未收到任何形式的环境保护行政处罚。

社会方面，根据公司提供的关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

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

（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5月9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，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月20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

公司主要从事光伏胶膜产品的生产与销售，市场份额排名靠前，伴随产能释放，跟踪期内公司收入规模保持高速增长，在碳中和背景下，全球光伏新增装机高速增长使得光伏胶膜市场需求较有支撑，公司在建、拟建项目若顺利投产，公司产能将大幅提升，未来收入规模仍有望扩大；同时我们也关注到，受原材料价格大幅波动影响，跟踪期内公司盈利能力持续下滑，公司杠杆水平较高，债务规模增长较快，且债务短期化程度高，偿债压力加大，此外公司上下游存在明显账期差，应收款项、存货规模持续增长且规模较大，对营运资金形成较大占用，公司经营活动现金流净流出规模进一步扩大，大规模的在建、拟建项目亦使得公司面临较大资金支出压力和产能消化风险。

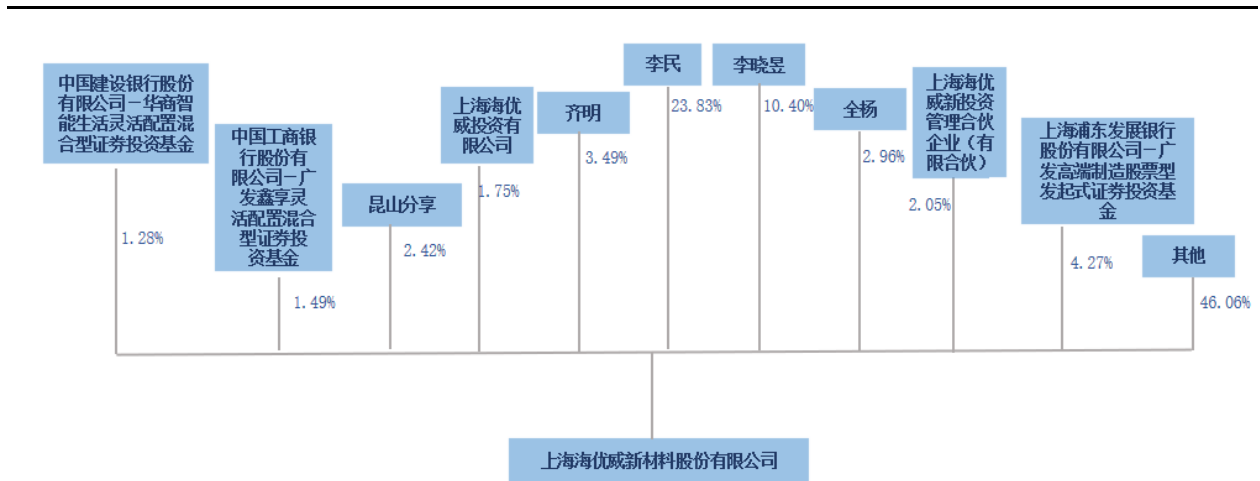
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“海优转债”的信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	5.95	6.31	4.26	1.54
应收账款	17.20	14.86	10.88	5.25
存货	13.52	13.25	3.54	1.68
应收票据	10.36	14.67	8.13	2.23
流动资产合计	55.29	54.23	30.12	11.95
非流动资产合计	11.94	10.54	6.61	3.33
资产总计	67.23	64.78	36.73	15.28
短期借款	26.07	25.47	7.87	3.74
应付票据及应付账款	6.07	5.18	3.49	2.49
流动负债合计	34.41	33.76	12.95	7.40
应付债券	5.40	5.32	0.00	0.00
非流动负债合计	7.77	6.20	0.72	0.35
负债合计	42.18	39.96	13.67	7.75
总债务	36.70	33.77	9.69	4.76
所有者权益	25.04	24.82	23.06	7.53
营业收入	13.51	53.07	31.05	14.81
营业利润	0.21	0.33	2.77	2.54
净利润	0.23	0.50	2.52	2.23
经营活动产生的现金流量净额	-7.21	-29.15	-14.02	-1.66
投资活动产生的现金流量净额	-2.04	-1.32	-1.23	-0.53
筹资活动产生的现金流量净额	8.33	32.79	17.78	2.85
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	3.01	3.55	2.88
FFO(亿元)	--	1.51	2.95	2.50
净债务(亿元)	17.34	12.21	-3.77	1.27
销售毛利率	6.26%	7.87%	15.11%	24.17%
EBITDA 利润率	--	5.66%	11.44%	19.46%
总资产回报率	--	1.82%	11.38%	20.32%
资产负债率	62.75%	61.69%	37.21%	50.73%
净债务/EBITDA	--	4.06	-1.06	0.44
EBITDA 利息保障倍数	--	5.03	17.91	39.13
总债务/总资本	59.44%	57.64%	29.59%	38.76%
FFO/净债务	--	12.38%	-78.33%	196.09%
速动比率	1.21	1.21	2.05	1.39
现金短期债务比	0.68	0.84	1.57	0.84

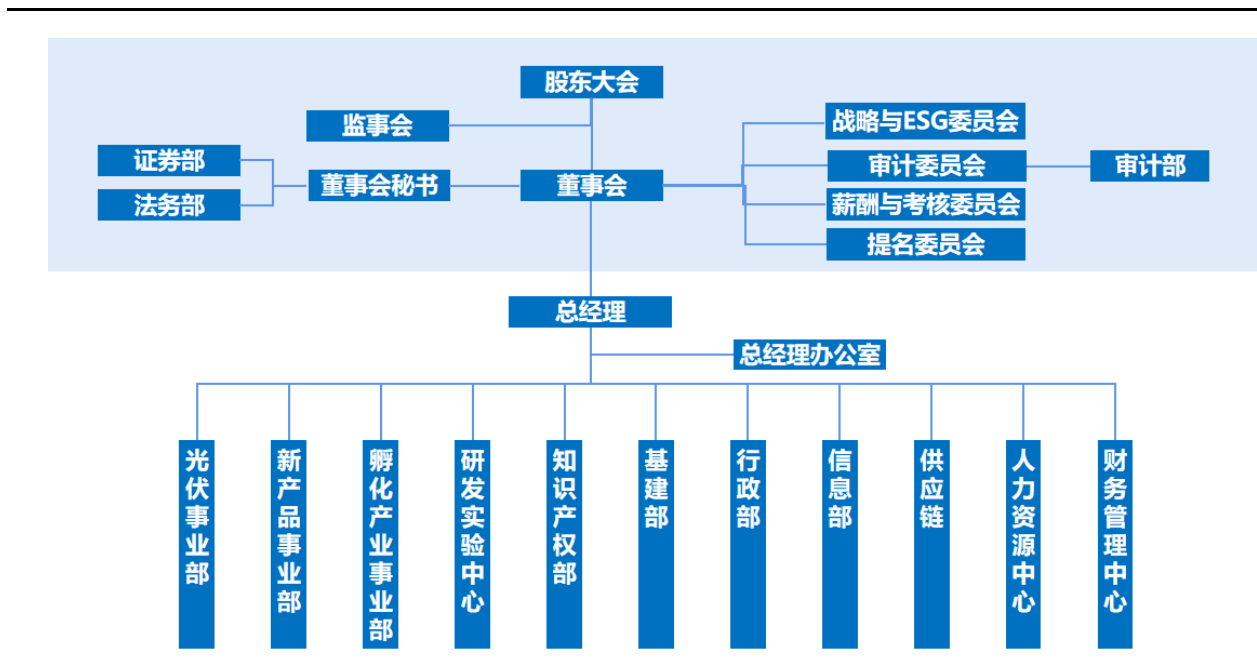
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海海优威应用材料技术有限公司	18,000.00	100.00%	光伏胶膜
保定海优威应用材料科技有限公司	1,000.00	100.00%	光伏胶膜
苏州慧谷海优威应用材料有限公司	2,000.00	100.00%	光伏胶膜
常州合威新材料科技有限公司	2,000.00	100.00%	光伏胶膜
镇江海优威应用材料有限公司	6,000.00	100.00%	光伏胶膜
泰州海优威应用材料有限公司	8,000.00	100.00%	光伏胶膜
上饶海优威应用薄膜有限公司	8,000.00	100.00%	光伏胶膜
上海海优威新材料科技有限公司	5,000.00	100.00%	光伏胶膜
盐城海优威应用材料有限公司	3,000.00	100.00%	光伏胶膜
平湖海优威应用材料有限公司	5,000.00	100.00%	光伏胶膜
HIUV APPLIED MATERIALS TECHNOLOGY INVESTMENT PTE.LTD.	100.00 元新加坡币	100.00%	投资
邢台晶龙光伏材料有限公司	2,571.00	35.01%	光伏胶膜

资料来源：公司提供

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。