



# 广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2024-6-29

## 评级观点

- 上述等级的评定是考虑到广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司（以下简称“聚赛龙”或公司，股票代码：301131.SZ）长期深耕改性塑料行业，主要客户为行业领先企业且较为稳定。但中证鹏元也关注到，改性塑料行业兼具资金密集型特征，下游对公司资金占用情况较为显著，且生产研发和产能扩建尚需投入大量资金，公司面临较大的资金压力；公司所处改性塑料行业竞争激烈，在行业纷纷扩产下，公司盈利承压；公司经营中弱势地位导致应收款项占比高，应收下游中小规模企业款项存在一定坏账风险；原材料价格波动较大，对公司采购及库存管理形成挑战等风险因素。

## 债券概况

发行规模：不超过 2.50 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息

发行目的：西南生产基地建设项目；补充流动资金

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	17.32	16.78	14.24	12.43
归母所有者权益	8.20	8.05	7.78	4.56
总债务	7.17	6.62	4.86	5.95
营业收入	3.41	14.77	13.04	13.03
净利润	0.13	0.30	0.33	0.64
经营活动现金流净额	-0.73	-0.27	-0.54	-1.29
净债务/EBITDA	--	1.68	-0.12	2.12
EBITDA 利息保障倍数	--	4.94	3.71	5.03
总债务/总资本	46.99%	45.38%	38.52%	56.59%
FFO/净债务	--	27.33%	-389.39%	24.22%
EBITDA 利润率	--	5.28%	4.91%	7.85%
总资产回报率	--	3.27%	3.89%	7.78%
速动比率	1.17	1.24	1.57	1.13
现金短期债务比	0.95	0.96	1.31	0.81
销售毛利率	10.75%	10.84%	10.23%	12.39%
资产负债率	53.27%	52.53%	45.53%	63.30%

注：2022 年净债务/EBITDA 及 FFO/净债务为负，主要系公司公开发行股票募集较多资金，货币资金增长带动净债务规模下降为负所致。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：陈良玮  
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立  
wanghl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司长期深耕改性塑料行业，主要客户为行业领先企业且较为稳定。**公司长期深耕改性塑料行业，主要客户为行业领先企业，且由于改性塑料具有较强的定制化特点，客户具有一定稳定性，已与美的集团、海信集团、苏泊尔、格兰仕集团等国内知名家电企业及长安集团、东风集团等知名汽车品牌商建立了良好的合作关系。

## 关注

- **改性塑料行业兼具资金密集型特征，在对上游议价弱勢及下游资金占款增加影响下，公司面临较大的流动性压力。**改性塑料行业兼具资金密集型特征，一方面，上游供应商在公司采购原材料时，结算方式以“先款后货”为主；另一方面，下游客户通常要求在产品销售中给予信用期限，公司资金占用情况较为显著，2021-2024年3月经营活动现金流持续净流出。另外，考虑到公司需要持续在生产研发方面投入大量资金应对市场需求变化，且产能扩建尚需投入自筹资金2.40亿元，随着后续资本投入及经营规模扩大下占款增加，公司面临的短期流动性压力预期会加重。
- **公司所处改性塑料行业竞争激烈，在行业纷纷扩产影响下，公司盈利承压。**改性塑料行业产业集中度较低、竞争较为激烈，和同行业上市公司对比，公司毛利率表现一般，截至2023年末，公司实际产能15.50万吨，行业上市公司实际产能多已达到30万吨以上，目前同行公司针对汽车轻量化均在布局改性塑料产品扩产，竞争加剧下公司调价压力加大或将进一步压缩公司盈利空间，且行业整体扩产后需关注公司产能消化风险。
- **公司经营中弱势地位导致的应收款项占比高，应收下游中小规模企业款项存在一定坏账风险。**公司应收款项（包括应收账款、应收票据及应收款项融资）规模较大，近年占公司总资产的比重在44%以上。2023年末公司合计计提应收账款坏账准备和应收票据坏账准备933.36万元，主要系下游中小规模客户涉诉、未按协议付款或经营异常所致。
- **原材料价格波动较大，公司存在较大的成本控制压力。**原材料价格系影响公司成本最重要的因素，公司主营业务成本构成中直接材料占比超过90%，PP、ABS等原材料受石油等基础原料及市场供需变化影响较大，随着2023年主要原材料价格下行及产品价格调整，公司存货已计提减值准备1,045.40万元，后续仍存一定跌价风险。

## 未来展望

- 我们认为汽车轻量化及新能源汽车景气度上升对改性塑料需求形成支撑，公司在行业中具有一定的技术积累，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 同业比较（单位：亿元、万吨）

指标	金发科技	普利特	道恩股份	国恩股份	会通股份	南京聚隆	聚赛龙
总资产	615.75	119.07	50.96	150.53	65.48	20.61	<b>16.78</b>
营业收入	479.41	87.09	45.44	174.39	53.49	18.29	14.77
销售毛利率 (%)	12.00	16.50	11.88	9.96	13.94	16.12	<b>10.84</b>
资产负债率 (%)	70.91	61.02	36.19	57.62	70.81	57.32	<b>52.53</b>
应收款项周转天数 (天)	66.46	141.09	128.82	53.30	129.85	109.45	<b>104.29</b>
存货周转天数 (天)	49.45	88.87	49.49	63.25	52.70	83.50	<b>67.05</b>
改性塑料系列产品设计产能	242.60	43.00	40.00	108.00	57.70	16.15	<b>15.50</b>

注：表格为2023年度/2023年末数据。

资料来源：Wind、各公司2023年年度报告，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
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
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	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
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					<b>a+</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>A+</b>

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，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

## 一、发行主体概况

公司前身为从化市聚赛龙工程塑料有限公司，由从化龙潭电器厂和从化市龙潭经济发展总公司于1998年1月分别出资40.00万元和10.00万元设立。后经过多次股权转让，2013年4月28日，郝源增及其配偶任萍、儿子郝建鑫成为公司全资所有人，分别持有公司51%、39%和10%股权。2016年1月，公司以整体变更方式进行改制，将组织形式变更为股份有限公司，并更名为现名。2016年10月11日，公司成功挂牌全国中小企业股份转让系统，证券简称为“聚赛龙”，证券代码为“839141”，随后于2017年7月26日摘牌，开始陆续引入战略投资者。2022年3月14日，公司于深圳证券交易所创业板上市，募集净额3.09亿元。

截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为4,778.00万元，郝源增及其配偶任萍、儿子郝建鑫及其配偶吴若思为一致行动人，分别直接持有公司24.55%、16.68%、4.81%和1.38%股份，同时通过珠海横琴聚赛龙咨询管理企业（有限合伙）间接控制2.63%股份，通过珠海横琴聚宝龙咨询管理企业（有限合伙）间接控制1.65%股份，合计持有公司51.71%的表决权，为公司控股股东及实际控制人，2024年3月末无股权质押或冻结的情况。

公司是一家专业从事改性塑料的研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括改性通用塑料、改性工程塑料、改性特种工程塑料及其他高分子材料等产品，并广泛应用于家用电器、汽车工业、电子通信、医护用品等领域。公司自成立以来主要就近服务于华南等周边地区的家用电器领域客户；随着业务拓展，进一步开拓华东市场，为就近配套华东及周边区域客户，公司于2018年设立了芜湖聚赛龙新材料科技有限公司（以下简称“芜湖聚赛龙”）。为加大新客户开发力度，探索更丰富的下游应用场景，公司于2022年投资新设控股子公司安徽科睿鑫新材料有限公司（以下简称“科睿鑫”），布局光伏领域胶膜等材料应用，以延伸产业链，丰富产品结构。截至2024年3月末，公司纳入合并报表范围的一级子公司3家，具体见附录四。

图1 公司主要发展历程



资料来源：公开资料，中证鹏元整理



## 二、本期债券概况

**债券名称：**广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）；

**发行规模：**不超过2.50亿元（含）；

**债券期限和利率：**6年；固定利率；

**还本付息方式：**每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；

**转股期限：**自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

**转股价格的确定及其调整：**（1）初始转股价格的确定：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；（2）修正条件及修正幅度：在本期债券存续期内，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本期债券的股东应当回避；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者，本期债券的转股价格不得向上修正；

**赎回条款：**（1）到期赎回条款：在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。（2）有条件赎回条款：在本期债券转股期内，当下述情形的任何一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：①如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）（含）；②当本期债券未转股余额不足3,000.00万元时；

**回售条款：**（1）有条件回售条款：在本期债券的最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。（2）附加回售条款：若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会或深圳证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会或深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过2.50亿元（含），扣除发行费用后的募集资金净额拟用于以下项目：

**表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
西南生产基地建设项目	24,045.00	19,000.00	79.02%
补充流动资金	6,000.00	6,000.00	100.00%
<b>合计</b>	<b>30,045.00</b>	<b>25,000.00</b>	<b>83.21%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 1、募投项目概况

西南生产基地建设项目计划投资 2.40 亿元，建设地点位于重庆市，实施主体为公司全资子公司聚赛龙（重庆）新材料有限公司。建设内容为新建生产车间、立体仓库、综合宿舍楼、研发检测中心等及附属设施，同时引进先进生产设备、智能仓储设备及研发检测设备，进行改性塑料产品的生产，提高公司各类改性塑料产品的生产效率和产品质量的稳定性，并完善公司的生产基地布局。预计建设期 24 个月。

### 2、募投项目批复情况

西南生产基地建设项目实施地点位于重庆市渝北区创新经济走廊，计划用地面积约 40 亩，公司已与重庆市渝北区国资委下属重庆创新经济走廊开发建设有限公司签订投资协议，并已取得相关地块的国有建设用地使用权（渝（2023）渝北区不动产权第 001295172 号）。截至本评级报告出具日，该项目的投资项目备案和环境影响评价尚在办理中。

### 3、募投项目经济效益

根据公司自行编制的可行性分析报告，该项目达产后新增 5.00 万吨产能，西南生产基地建设项目税后内部收益率为 13.86%，税后投资回收期 8.60 年（含建设期）。但受资金到位等因素影响，募投项目能否如期完工存在不确定性；此外，改性塑料行业集中度较低，目前各大厂家均在布局改性塑料产品扩产，公司或将面临较为激烈的市场竞争，产品能否达到预期的收益率，存在一定的不确定性。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具



创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业经济环境

**作为新材料产品，改性塑料应用领域广泛，随着国家和地方相继出台鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展，“国产替代”需求下市场规模不断增大**

塑料材料是以合成树脂为主要原料而具有可塑性的各种高分子材料，根据市场需求量、物性和价格的不同，塑料材料一般分为通用塑料、工程塑料及特种工程塑料三大类。虽然通用塑料、工程塑料及特种工程塑料等塑料产品具备了种种优异的性能，但单一成分的塑料产品面临着物性不够丰富，并且存在单一材料本身固有的易燃、易老化、强度不够等问题，应用于汽车、轨道交通、电器等领域时需要经过塑料改性以满足要求。塑料改性的主要过程是以通用塑料、工程塑料或特种工程塑料为主要原料，以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有的塑料在力学、流变、燃烧性、电、热、光、磁等方面的性能。按功能分类，塑料改性主要包括阻燃改性技术、抗静电改性技术、抗老化改性技术、降解改性技术、功能化改性技术等，按改性过程分类，主要包括物理改性和化学改性。

国内改性塑料仍以进口为主，作为新材料产品，属国家战略新兴产业范畴，随着国家和地方相继出台了一系列鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展，为加速国产替代进程提供了较大

的需求空间，改性塑料市场规模也不断增大。根据中商产业研究院发布的《2024-2029年中国改性塑料行业市场现状及投资咨询报告》显示，2022年我国改性塑料产量2,884万吨，同比增长8.8%，2024年将增至3,421万吨；2022年我国改性塑料市场规模约为2,771亿元，同比增长6.44%，2023年我国改性塑料市场规模将达2,939亿元，2024年将达3,107亿元。

**表2 新材料产品相关鼓励政策**

时间	文件名称	出台部门	内容
2022年6月	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	工信部等五部门	提出构建高质量的供给体系，增加升级创新产品。升级创新产品制造工程中，塑料制品包括新型抗菌塑料、面向5G通信用高端塑料、特种工程塑料、血液净化塑料、高端光学膜等。
2022年3月	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	工信部等六部门	强化国家新材料生产应用示范、测试评价、试验检测等平台作用，推进催化材料、过程强化、高分子材料结构表征及加工应用技术与装备等共性技术创新。
2021年12月	《重点新材料首次应用示范指导目录(2021年版)》	工信部	明确将11种工程塑料纳入目录。
2021年12月	《“十四五”原材料工业发展规划》	工信部、科学技术部、自然资源部	引导企业在优化生产工艺的基础上，利用工业互联网等新一代信息技术，提升特种工程塑料、高性能膜材料、纤维新材料、复合材料等综合竞争力。
2021年6月	《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》	中国塑料加工工业协会	在规模发展、技术创新、绿色发展三个方向给“十四五”行业发展设立了目标；推动产业链协同发展；坚持“五化”科技创新方向，即功能化、轻量化、精密化、生态化、智能化。
2021年6月	《塑料加工业“十四五”科技创新指导意见》	中国塑料加工工业协会	完善创新体系建设，推动产业链协同创新，加大塑料加工业节能降耗、减排低碳技术工作力度，推行绿色、节能、低碳、高效生产工艺，推动行业绿色制造改造升级，为碳达峰和碳中和目标尽早实现做出贡献。
2019年10月	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	国家发改委	提出鼓励工程塑料、聚丙烯热塑性弹性体(PTPE)、热塑性聚酯弹性体(TPEE)等石化化工类产品的开发与生产。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**2024年以来家电行业政策利好密集发布，海外补库需求改善；新能源车供给端持续发力，预计购车需求或持续释放；下游行业延续复苏对改性塑料需求仍有支撑，但需关注国际形势复杂、经济下行压力较大等因素可能带来的不利影响**

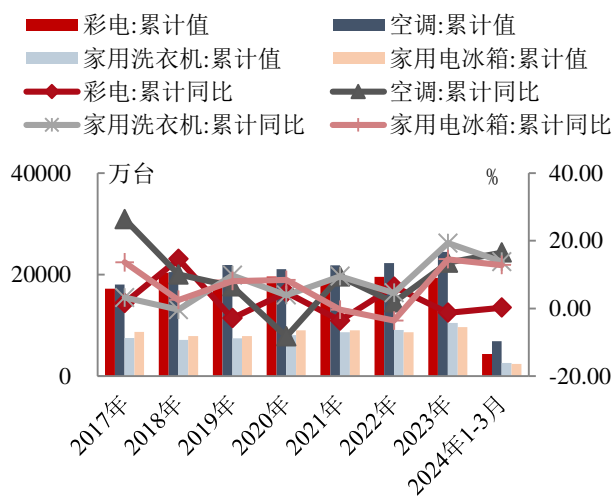
从下游需求来看，中国改性塑料下游需求主要包括家电、汽车、办公设备、电线电缆、电动工具等，其中家电需求占比30%左右、汽车需求占比为20%左右。在国内“以塑代木”、“以塑带钢”、汽车轻量化、家电材料高性能化等趋势的推动下，我国塑料改性化率需求空间较大。

随着家电行业的发展，塑料在家电行业的应用规模快速增长，成为家电行业中仅次于钢材的第二大类材料，其中洗衣机和冰箱制品对塑料原材料的需求每台为30%-40%，电视机中塑料含量占比为23%-25%，空调约为11%。改性塑料已被广泛应用于家用电器的壳体、叶片、外饰等配件中，家电所使用的塑料几乎全都需要经过改性。考虑到家电具有明显的房地产后周期属性，近年来受房地产景气度、经济下行压力等多重因素影响，我国主要家电产品的产量增速存在一定波动；其中，2023年受益于冰洗、小家电出口高景气度，全年家用电器出口总值（美元）同比增加3.8%；叠加2022年低基数效应，主要家电

产量增速强劲。

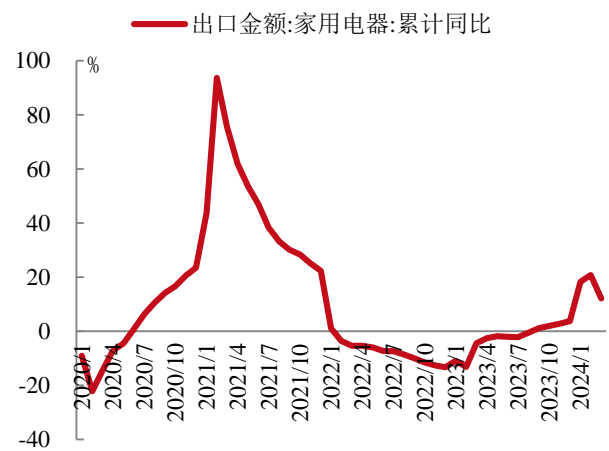
2024年以来家电行业政策利好密集发布，2月23日中央财经委员会第四次会议强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。随后国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，随着上一轮大规模家电下乡产品进入集中换新期，在政策发力推动下，有望提振家电需求。出口方面，海外耐用品库存触底，补库需求改善，或继续对出口增长形成支撑，预计家电行业景气度有望延续复苏。

图2 近年我国主要家电产量增速存在波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 近年我国家电出口金额累计同比变化情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

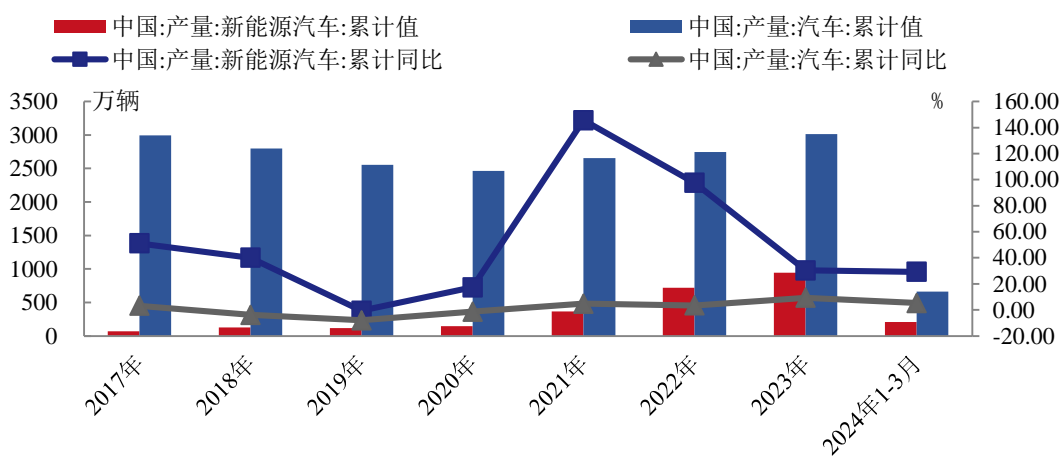
从汽车行业的改性塑料需求来看，随着轻量化、节能环保成为汽车工业领域的主要发展方向，相对于传统金属密度大、价格高的特点，塑料以其优异的综合性能和价格优势，开始越来越多地被应用于汽车制造行业，特别是改性塑料技术进步带来的阻燃性、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性提升，能够较好的满足汽车产业的设计要求。通过降低汽车的整车重量，在提升汽车动力性能的同时，有效减少能源消耗，既可以降低传统燃油汽车的尾气排放，也可以提升新能源汽车的续航里程。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图（2.0版）》，汽车轻量化技术作为重点领域路线图之一被单独提出，到2035年燃油乘用车整车轻量化系数降低25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低35%。此外，新能源汽车增加了电池组模块、充电桩及充电枪等部件，单台新能源车电池组模块工程塑料的使用量约30kg。

汽车产业一直是我国重点发展的支柱产业，近年来我国汽车产业在转型升级过程中，受中美经贸摩擦、环保标准切换、居民杠杆上升、经济下行压力较大等因素影响，居民汽车购买能力与消费意愿削弱，2018-2020年汽车产量同比分别下降6.59%、8.72%和3.54%，2021年汽车需求复苏，各地企业复工情况良好，叠加新能源汽车在技术和市场成熟度不断提高、关键零部件配套能力得到大幅提升背景下发展迅猛，2021-2023年我国新能源汽车产量仍保持较快增长速度，带动汽车产量增长，汽车产量分别同比增长

3.40%、3.60%和9.30%，其中新能源汽车产量同比增长159.48%、99.11%和30.30%。随着2024年新款新能源车型陆续进入交付期，1-3月新能源车产量快速回升，同比增加29.20%。

2024年4月12日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》提出总体目标，力争到2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰；报废汽车回收量较2023年增长50%，新政策的实施有望增加汽车回收量，提振汽车下游需求，加速电动化进程。此外，随着新能源车供给端持续发力，一方面，新能源车价格将持续下降，提升用户购买力，另一方面新能源车性能将持续改善，提升产品力和用户购买意愿，预计购车需求或将持续释放。

**图4 新能源汽车产量大幅增长带动我国汽车产量增速回升**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年主要塑料产品价格波动较大，改性塑料企业面临较大的成本控制压力；2024年以来，受中东地缘局势演变影响，国际原油价格持续呈现高位震荡走势；同期，美国通胀情况持续削弱市场对于美联储短期内降息的预期，国际原油价格进一步上冲动能有所减弱，预计后期原油价格偏弱运行，成本面给予PP、PA、ABS等塑料支撑减弱。但考虑到2024年主要塑料制品新增产能陆续投产，需求端暂时未有实质性改善，预计PP、PA、ABS等塑料价格或仍将窄幅震荡

改性塑料行业上游基础原材料主要包括PE、PP、PS、PVC、ABS、PA、PBT等塑料产品，其中用量最大的PP和ABS占比约为43%和31%，改性剂则通常包括玻纤、云母（增强）、橡胶（增韧）或阻燃剂等。由于不同改性塑料企业聚焦的细分产品领域和客户领域存在差异，其采购的基础原材料会有所不同。

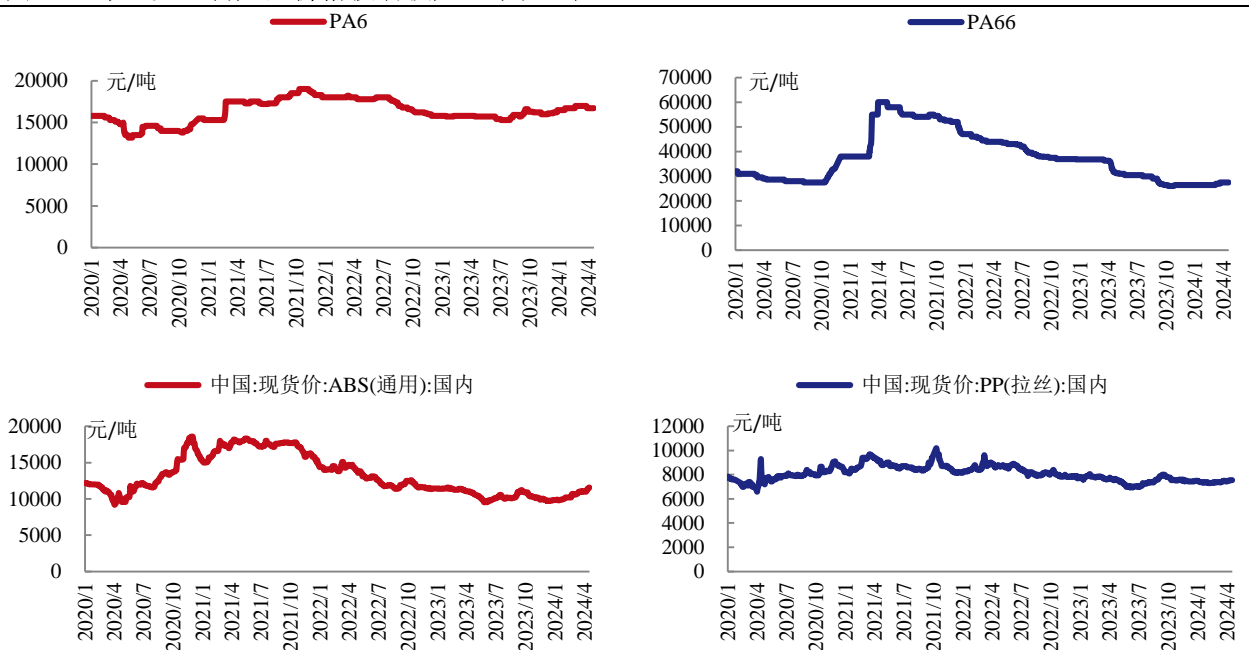
PP、PA、ABS等塑料作为石化产业链产品，其价格波动与原油价格走势整体趋同，2020年下半年至2022年初，受原油等国际大宗商品价格持续上涨以及美国大型石化产业因极端气候停产等因素的影响，PA、PP、ABS等塑料价格呈上升趋势，改性塑料行业盈利水平有所弱化；2022年下半年到2023年上半年，欧美通胀水平下降缓慢，美联储及欧洲央行持续加息对经济产生负反馈，更加剧了油价的跌势，



PA、PP、ABS等塑料价格呈下降趋势。2023年6月份以来，一方面，国际油价高位运行为PA、PP、ABS等塑料价格提供了一定的支撑；另一方面，一系列稳定经济以及促进汽车家电等政策的发布促进下游需求，在多重利好作用下，塑料价格出现上涨走势，尤其进入8月之后，塑料价格明显扩大。

2024年以来，受中东地缘局势演变影响，国际原油价格持续呈现高位震荡走势；同期，美国通胀情况持续削弱市场对于美联储短期内降息的预期，国际原油价格进一步上冲动能有所减弱，预计后期原油价格偏弱运行，成本面给予PP、PA、ABS等塑料支撑减弱。但考虑到2024年主要塑料制品新增产能陆续投产，需求端暂时未有实质性改善，预计PP、PA、ABS等塑料价格或仍将窄幅震荡。但需关注的是，改性塑料行业成本传递速度较慢，销售价格难以及时反映原材料成本的变化，原材料价格持续震荡给改性塑料企业带来较大的成本控制压力。

**图5 近年主要塑料产品价格波动较大（单位：元/吨）**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 改性塑料行业呈现“大行业，小公司”特征，近年行业竞争日趋激烈

我国的改性塑料行业规模较大，但整体较为分散，产业集中度不高，一方面系改性塑料市场容量较大，应用领域广泛，近年来新能源、人工智能、物联网等技术的发展也进一步拓展了改性塑料的应用场景，导致下游客户数量较多；另一方面，下游应用领域及不同终端产品对于改性塑料的性能要求各有不同，改性塑料在具体应用上具有非标准、定制化的特点，导致改性塑料品种较多，每个厂商都有自己相对专注的细分产品领域和客户领域，单个厂商很难同时满足整个市场所有客户的需求。受下游领域规模大、用户群体数量多、需求多样、市场分散等因素的影响，加之我国的改性塑料行业起步较晚，伴随着国内改性塑料需求的不断上涨，行业竞争较为激烈。目前国内改性塑料上市公司数量较多，主要包括金发科技（600143.SH）、国恩股份（002768.SZ）、会通股份（688219.SH）、普利特（002324.SZ）、道

恩股份（002838.SZ）、南京聚隆（300644.SZ）和聚赛龙等。但值得注意的是，在中高端改性塑料产品市场，国内企业占据的市场份额仍相对较小，与杜邦、巴斯夫、朗盛等大型跨国企业相比，在资金规模和技术实力上仍有较大差距，跨国企业通常是集上游原料、改性设备、品牌、技术及产品销售于一体的大型化工企业。近年来，部分国内改性塑料企业通过技术攻关、生产工艺的改进，加上性价比和本地化服务优势，在部分中高端产品上能够逐步替代进口产品，未来国产替代的趋势有望增强。

**表3 2023年改性塑料行业主要上市公司情况**

企业名称	主要下游领域	主要终端客户
金发科技	汽车、家电、电子电气等	比亚迪、格力等
国恩股份	家电、电动工具、汽车、锂电池等	海信、TCL、京东方、格力、金力新能源、江苏中天、智米等
会通股份	家电、汽车等	美的、TCL、海信、飞利浦、富士康、上汽大众、一汽大众等
普利特	汽车等	宝马、奔驰、大众、通用、福特、比亚迪等
道恩股份	汽车、家电等	海尔、海信、三星、松下、上海大众、长城汽车等
沃特股份	电子、家电等	富士康、安费诺、莫仕等
南京聚隆	汽车、通讯电子电气等	上汽、通用、大众、比亚迪、蔚来、理想、百得、TTI、联想等
聚赛龙	家电、汽车等	美的、海信、格兰仕、苏泊尔、长安集团等

资料来源：Wind、各上市公司公告，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司在改性塑料行业具有一定的技术积累，下游主要客户为行业领先企业；近年来家用电器行业景气度有所波动，但得益于汽车轻量化及新能源汽车市场景气度较高，产能利用率、产销率均保持在较高水平；但需要关注的是，由于改性塑料行业哑铃型产业链特征，上游供应商和下游客户均处于相对强势的地位，且行业集中度较低，公司对上下游的议价能力均较弱，面临较大的成本控制压力和资金占用压力；公司与行业头部企业存在较大产能差距，且随着同行业上市公司纷纷扩产，公司或将面临竞争加剧下的调价风险及产能消化风险

公司长期深耕改性塑料的研发、生产和销售，为客户提供改性材料综合解决方案。分产品来看，改性PP作为通用塑料，由于改性方向众多，改性后性能丰富，应用广泛，是公司最主要的产品系列，近年来销售收入占比为50%以上。原料贸易收入主要系公司为提高存货管理效率，根据市场情况以贸易的形式处置少量闲余原材料，以快速回笼资金而产生，该部分收入波动较大。毛利率方面，近年公司综合毛利率随着原材料市场价格和市场竞争情况存在一定波动。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
改性PP	7.40	10.45%	50.07%	6.65	7.58%	51.01%	6.74	10.14%	51.73%
改性PC/ABS	1.77	13.99%	12.00%	1.57	21.01%	12.03%	1.65	18.35%	12.70%



改性 PA	0.64	18.96%	4.33%	0.62	14.91%	4.74%	0.56	18.39%	4.31%
改性 PBT	0.67	16.87%	4.52%	0.74	15.42%	5.70%	0.88	18.64%	6.74%
其他	4.07	8.39%	27.53%	3.19	8.98%	24.47%	2.76	12.66%	21.19%
原料贸易	0.23	2.63%	1.55%	0.27	2.63%	2.04%	0.43	2.67%	3.33%
合计	14.77	10.84%	100.00%	13.04	10.23%	100.00%	13.03	12.39%	100.00%

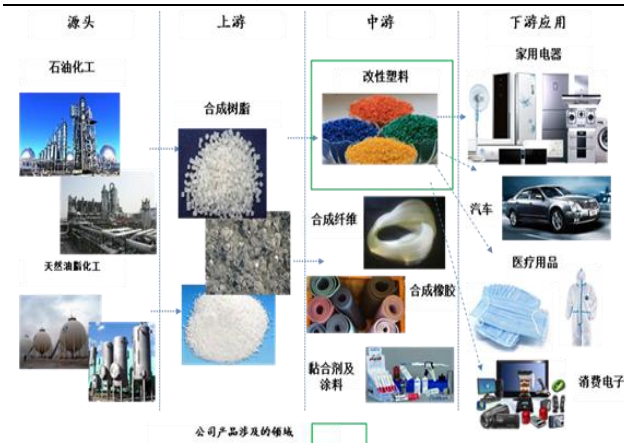
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司在改性塑料行业具有一定的技术研发能力；但与同行业研发投入相比，公司研发投入规模相对较弱

公司所处改性塑料产业，研发能力主要体现在通过长期的技术积累和创新来提高对市场需求变化反应的及时性，包括配方研发、稳定供应及支持服务，甚至在客户的产品开发阶段介入，从基础材料角度协助客户完成产品研发，缩短新产品从开发到全面投产的周期。

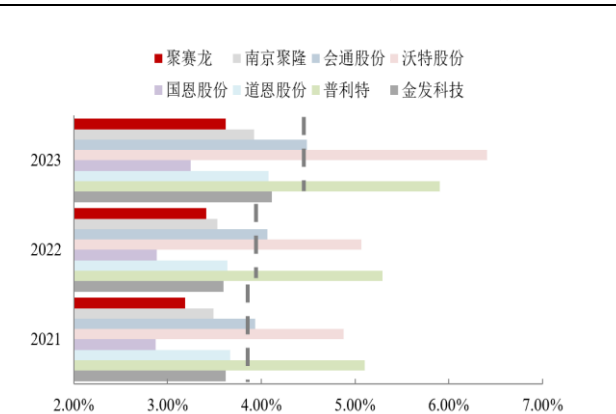
公司长期深耕改性塑料的研发，在改性塑料行业具有一定的技术积累，对客户要求的不属于重大技术变动产品调整，反应周期在一周以内；已围绕技术创新、产品研发和工艺改进等主要研发方向，建立了以研发中心为主要载体的研发体系，已掌握填充改性、增强改性、阻燃改性、塑料合金化、功能性改性等多种改性技术及产品配方。公司先后多次承担国家、省级、市级科研项目的实施，专门建立了高分子材料研发中心及一系列的专业实验室，并先后被评为广东省工程技术中心、省级企业技术中心、博士后创新实践基地、国家科技兴贸创新基地（新材料）产业重点实验室。截至2023年末，公司共取得 68 项授权发明专利、6 项实用新型专利，1 项海外发明专利；技术人员133名，合计占公司员工总数的 23.25%。2023年公司研发费用0.53亿元，同比增长20.19%，主要系新增汽车工业领域及光伏领域多个研究项目所致，但与同行业龙头企业研发投入相比，公司研发投入规模相对较小。

图6 公司与上下游行业的关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图7 同行业研发投入及占营业收入比例情况



注：虚线处为当期可比上市公司研发强度平均值。  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年来家用电器行业景气度有所波动，但得益于汽车轻量化及新能源汽车市场景气度较高，公司产品销量持续增长，下游主要客户为行业领先企业；公司的生产基地就近布局于主要客户周边地区，具有一定客户响应优势；但在消费需求弱复苏的背景下，需持续关注家用电器销量承压和低价渗透策

## 略对公司业绩造成的影响

公司产品下游行业分布主要包括家用电器、汽车工业、医护用品、电子通信及光伏新能源等，其中，家用电器和汽车工业为公司最大的下游应用领域，2021-2023年公司在家用电器和汽车工业领域的销售收入合计占改性塑料业务收入的比重分别为90.12%、88.16%和83.10%。

家用电器领域，公司的改性塑料产品已广泛应用于电饭锅、微波炉、压力锅等小型家电和洗碗机、空调、电视机等大型家电，主要客户包括美的集团、海信集团、苏泊尔、格兰仕集团等国内知名家电企业。近年来家用电器行业景气度存在一定波动，2022年家用电器领域销售收入同比下滑6.86%，收入占比下滑至59.41%，主要系房地产市场下行等多重因素冲击下，家用电器行业需求下滑，公司相关产品量价齐跌所致；2023年受益于消费需求释放和出口逐步改善，家用电器收入有所增长。中证鹏元关注到，作为公司最主要的下游应用领域，家用电器作为地产后周期产品，需持续关注在房地产景气度下行的背景下，家用电器销量承压对公司业绩造成的影响。

得益于汽车轻量化、低碳化设计理念的不断深化，公司大力开拓汽车市场，2021-2023年汽车工业领域销售收入持续增长，收入比重呈上升趋势。公司的改性塑料产品已广泛应用于汽车内饰、外饰、门板、立柱、仪表台、保险杠、踏板等部件的制造，已与长安集团、丰田集团、东风集团等知名汽车品牌商，以及延锋汽车、康奈可等知名汽车零部件企业建立了合作关系。

**表5 公司主营业务收入分下游应用领域销售收入情况（单位：万元）**

应用领域	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
家用电器	79,570.68	54.71%	75,867.28	59.41%	81,455.85	64.66%
汽车工业	41,290.40	28.39%	36,712.77	28.75%	32,073.91	25.46%
其他	24,582.50	16.90%	15,110.61	11.83%	12,441.74	9.88%
<b>合计</b>	<b>145,443.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>127,690.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>125,971.50</b>	<b>100.00%</b>

注：其他应用领域包括电子通信、光伏新能源等，不包括原料贸易收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从区域分布来看，长江三角洲、珠江三角洲、环渤海地区和西南地区作为家电、汽车、消费电子产业最发达的地区，亦是公司主要销售区域，近年来自广东省、浙江省、江苏省、山东省和重庆市的销售收入合计占收入的比例超过80%。

**表6 公司营业收入分区域销售收入情况（单位：万元）**

区域	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
广东省	48,066.63	32.53%	45,578.12	34.97%	54,431.16	41.77%
浙江省	40,252.97	27.25%	33,826.79	25.95%	29,884.51	22.93%
重庆市	10,082.40	6.82%	10,811.63	8.29%	10,716.42	8.22%
江苏省	10,585.86	7.17%	7,892.94	6.06%	6,412.19	4.92%
山东省	10,300.23	6.97%	12,731.92	9.77%	12,576.97	9.65%
其他地区	28,317.79	19.17%	19,230.21	14.75%	15,993.44	12.27%

境内小计	147,605.88	99.91%	130,071.61	99.79%	130,014.68	99.77%
境外小计	133.44	0.09%	279.53	0.21%	293.46	0.23%
合计	147,739.32	100.00%	130,351.14	100.00%	130,308.15	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于改性塑料产品种类繁多，即使是同一产品类别，其性能参数也能呈现出较大差异，产品具有定制化的特点，故采用直销模式。公司与主要客户均采用框架协议+订单的供货模式，框架协议会确定产品的定价原则、质量要求、付款条件等基本原则，并约定了“销售价格调整机制”，根据原材料价格变动进行调价，若原材料价格波动未触发价格调整机制，公司一般在定价周期届满后，参考当期市场价格与客户协商约定下一阶段的产品价格，定价周期多为一个季度，滞后于原材料市场价格变动。

从公司主要产品销售情况来看，得益于公司将汽车工业领域作为近年重点开发领域，大力开发下游汽车工业领域的客户，拓展产品在汽车领域的应用，近年公司主要产品对外销量持续增长，产销率持续维持在高水平。从产品单价来看，2022年下半年至2023年6月，受国际原油价格下跌的影响，原材料市场价格回落，叠加为应对家用电器行业行业竞争加剧，并开拓汽车工业领域市场，公司适当调整产品价格，2022年以来公司主要产品价格持续下滑。

**表7 公司主要产品产销及单价变动情况**

项目	2023年	2022年	2021年	
对外销量（吨）	144,137.06	116,352.69	116,193.50	
内部领用量（吨）	6,640.45	6,189.26	6,987.03	
产销率	104.74%	101.18%	107.19%	
改性PP	平均单价（元/公斤）	7.84	8.18	8.27
	变动率	-4.16%	-1.09%	-4.06%
改性PC/ABS	平均单价（元/公斤）	15.92	21.19	22.06
	变动率	-24.87%	-3.94%	30.30%
改性PA	平均单价（元/公斤）	16.11	17.66	18.20
	变动率	-8.78%	-2.97%	8.08%
改性PBT	平均单价（元/公斤）	12.41	17.09	15.14
	变动率	-27.38%	12.88%	17.18%

注：（1）内部领用量为公司研发、生产领用等；（2）产销率=（对外销售量+内部领用量）/产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要客户为行业领先企业，且由于改性塑料具有较强的定制化特点，出于保障改性塑料品质稳定性及减少沟通成本的考虑，公司主要客户订单较为稳定。在客户集中度方面，近年来前五名客户的销售金额占当期营业收入的比例在40%左右，对比家电行业收入比例较高的同行业上市公司，2023年国恩股份、会通股份前五大客户收入占比分布在25.67%-43.39%之间，公司的前五大客户销售占比符合行业特点。

公司与下游主要客户结算方式以6个月承兑汇票为主，结算账期30-90天不等，近年受下游行业景气度影响，公司给予下游客户的信用账期有所波动，2021-2023年应收款项周转天数分别为154.36天、

138.74天和104.29天，同期同行业平均应收款项周转天数分别为82.19天、92.22天和93.56天，公司应收款项周转效率有待提升。

**表8 公司前五大客户情况（单位：万元）**

年度	客户名称	销售内容	金额	占比
2023年	美的集团股份有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA、改性 PBT 等	24,366.92	16.49%
	海信集团有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA 等	16,637.95	11.26%
	珠海格力集团有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA、改性 PBT 等	5,181.26	3.51%
	浙江苏泊尔股份有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA、改性 PBT 等	4,495.84	3.04%
	江苏林泉汽车零部件股份有限公司	改性 PP 等	3,382.79	2.29%
	<b>小计</b>	-	<b>54,064.76</b>	<b>36.59%</b>
2022年	美的集团股份有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA、改性 PBT 等	24,793.41	19.02%
	海信集团有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA 等	15,477.15	11.87%
	浙江苏泊尔股份有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA、改性 PBT 等	5,129.31	3.93%
	富诚汽车零部件有限公司	改性 PP 等	4,014.04	3.08%
	广东格兰仕集团有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA、改性 PBT 等	3,847.59	2.95%
	<b>小计</b>	-	<b>53,261.50</b>	<b>40.86%</b>
2021年	美的集团股份有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA、改性 PBT 等	24,728.37	18.98%
	海信集团有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA 等	16,608.04	12.75%
	广东格兰仕集团有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PBT 等	5,947.14	4.56%
	浙江苏泊尔股份有限公司	改性 PP、改性 PC/ABS、改性 PA、改性 PBT 等	4,227.05	3.24%
	重庆平伟汽车科技股份有限公司	改性 PP	3,478.40	2.67%
	<b>小计</b>	-	<b>54,989.00</b>	<b>42.20%</b>

注：上述客户的销售金额均包括公司对其实际控制人同一控制下的其他企业的销售金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司营业成本中直接材料占比高，在上游原材料价格变动传导滞后及下游客户需求、同行业竞争对手等因素综合影响下，面临较大的成本控制压力；上游供应商以大型石化企业为主，较为强势，随着原材料采购量提升，预付货款及现金结算模式对公司的原材料库存管理及采购策略提出了更高要求

原材料价格系影响公司成本最重要的因素，主营业务成本构成中直接材料占比超过90%。公司生产所需的原材料主要包括未经改性的PP、ABS、PC等基础材料、作为填充料的其他材料及各种改性功能助剂，其中，PP、ABS等塑料材料的采购金额占比相对较大，该等原材料均源于上游石油化工行业，供应充分，市场透明，采购价格一般随行就市，长期价格走势与石油等基础原料的相关度较高，短期内受市场供需影响大。

从主要原材料采购情况来看，近年公司主要原材料采购总额和数量随着产销规模的扩大而增长。采购单价方面，公司主要原材料采购价格同市场价格变化趋势一致，2022年下半年以来，在通胀预期和下游市场需求萎缩下，PP、ABS、PC等基础材料价格延续走跌态势。但中证鹏元关注到，近年原油价格波动较大，易受地缘政治、宏观经济、供需关系等多种因素影响，需持续关注原材料价格波动对公司成本控制能力及利润水平的影响。

2021年在原材料采购单价同比增长11.60%的冲击下，公司毛利率同比下滑3.84个百分点。为避免原材料价格波动对业绩的冲击，公司供货协议中对原材料市场价格大幅波动约定了销售价格调整机制。一方面，公司与主要客户采用阶段定价模式，上游原材料价格变动的传导存在一定的滞后性；另一方面，产品价格的调整幅度一般滞后于原材料价格波动，以及受下游客户需求、同行业竞争对手等因素影响，公司无法立即将原材料波动风险完全转嫁给下游客户。此外，近年来部分改性塑料企业积极布局产业链上游，随着产业链延伸带来的上下游一体化规模优势，预计这类企业在抵御原材料价格波动方面将拥有更明显的相对优势，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力。

**表9 公司主要原材料采购情况（单位：亿元、万吨、万元/吨）**

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	数量	单价	金额	数量	单价	金额	数量	单价
PP	4.17	5.99	0.70	3.86	5.13	0.75	3.84	4.89	0.79
功能助剂	1.29	0.53	2.43	1.34	0.43	3.12	1.33	0.43	3.09
ABS	0.99	1.04	0.95	0.78	0.70	1.11	1.04	0.72	1.44
填充料	1.09	2.74	0.40	1.06	2.25	0.47	1.15	2.35	0.49
PC	1.14	0.95	1.20	0.82	0.54	1.52	1.04	0.55	1.89
<b>合计</b>	<b>8.67</b>	<b>11.26</b>	-	<b>7.87</b>	<b>9.05</b>	-	<b>8.40</b>	<b>8.95</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料的采购渠道主要是国内各石化厂家，供应较为充足，因此近年前五大供应商集中度不高，2021-2023年前五大供应商采购金额占总采购金额的比重分别为24.58%、22.75%和22.45%，主要包括中国石化化工销售有限公司、中海壳牌石油化工有限公司、茂名腾辉化工科技有限公司等单位。由于改性塑料行业哑铃型产业链特征，上游供应商和下游客户均处于相对强势的地位，在货款结算方面，对于向大型石化企业采购的塑料原料，通常为“先款后货”或“现款现结”；而对于助剂类材料通常有30天账期，以现金或者银行承兑汇票付款。

随着业务规模的扩大，原材料采购量的提升，预付货款及现金结算模式下原材料采购备货将对资金链形成较大压力，对公司的原材料库存管理及采购策略提出了更高的要求；2021-2023年公司经营活动净现金流持续为负，其中，购买原材料支付的现金分别为9.49亿元、10.08亿元和10.95亿元。

得益于公司大力拓展汽车工业领域市场，近年来公司积极扩产，产能规模持续增长，产能利用率、产销率均保持在较高水平；但需关注在建拟建项目投资规模较大，面临一定的资金压力；公司所处行业集中度较低、竞争较为激烈，预计短期内公司与行业头部企业仍将存在产能差距，且随着同行业上



## 市公司纷纷扩产，公司或将面临竞争加剧下的产品调价风险及产能消化风险

由于改性塑料多为定制产品，公司主要采取“以销定产”的生产模式，根据下游客户的订单情况，制定生产计划，同时对市场需求量较大的规格型号产品，公司会适当进行备货，以便快速满足客户的需求。公司下设制造中心，由制造中心根据生产指令，统一对各个生产车间进行排产及组织生产。

因下游应用领域主要集中在珠江三角洲和长江三角洲区域，公司分别于广州市从化区鳌头镇和芜湖市芜湖县新芜经济开发区建立了华南生产基地、华东生产基地，以便快速响应区域客户需求。随着首次公开发行股票的募投项目逐步投产及新增生产设备，近年公司产能持续提升。截至2023年末，实际产能15.95万吨/年，产能利用率为90.26%。从产能利用率来看，受益于下游汽车市场轻量化，改性塑料在汽车产业中使用需求攀升，公司大力拓展汽车工业市场带来产销放量，在产能逐步扩张背景下，产能利用率持续抬升。

**表10 公司主要产品产能利用率情况（单位：吨）**

年度	2023年	2022年	2021年
产量	143,957.49	121,109.60	114,916.05
产能	159,500.00	140,000.00	138,000.00
产能利用率	90.26%	86.51%	83.27%

注：不同品种的改性塑料粒子的差异主要为配方及个别工序，整体的生产流程和设备都基本相近，公司主要采用柔性化的生产方式，根据下游市场需求及订单情况组织各类产品的生产，因此，公司的产能统计涵盖了所有的改性塑料产品，无法再拆分到某个具体的产品类别。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司产能利用率及产销率均维持在较高水平，为满足生产需要，截至2023年末，公司在建、拟建项目总投资规模合计6.00亿元。其中，在建项目华东基地二期项目系公司IPO募投项目，总投资规模为2.10亿元，项目建成达产后，预计将新增改性PP、改性PC/ABS、改性PBT及其他改性塑料产品产能合计100,000吨；华南基地三期项目于2022年8月开工建设，建设内容为高分子材料产业化开发工程实验室、现代化物流周转仓库等在内的高端新材料产业化开发平台。拟建项目为本期债券募投项目，随着公司下游汽车工业领域的主要客户，如平伟汽车、东风乘用车在西南地区建厂，为就近服务客户，降低运输成本，公司拟在重庆市建设公司西南生产基地，规划新建生产车间、立体仓库、综合宿舍楼、研发检测中心及附属设施，同时引进先进生产设备、智能仓储设备及研发检测设备，进行改性塑料产品生产。

随着在建、拟建项目的逐步投产，公司改性塑料产能将显著上升，虽然公司改性塑料生产线在不同产品之间具有通用性，但未来需持续关注在建、拟建项目建设进度及市场竞争情况带来的产能消化问题。而新增光伏胶膜主要应用于光伏领域，由子公司科睿鑫负责运营，受目前光伏胶膜产品的收入规模较低、生产成本较高影响，2022-2023年科睿鑫营业利润分别为-702.50万元和-2,949.34万元；目前光伏胶膜已完成试产，并送样光伏行业大型组件客户认证中，相关订单尚未放量，需持续关注该领域客户业务拓展情况及科睿鑫业绩对公司整体业绩产生的影响。此外，截至2023年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资4.65亿元，尚需自筹资金2.40亿元，面临一定的资金压力。



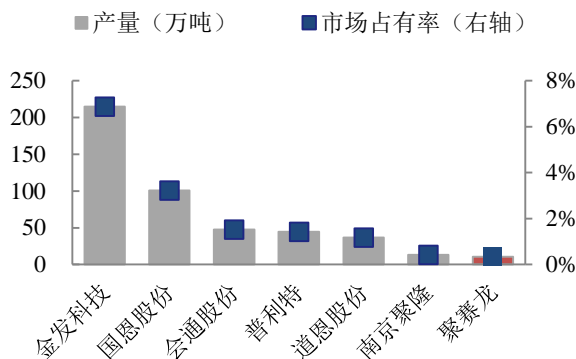
**表11 截至 2023 年末公司在建、拟建项目情况（单位：万元、吨）**

项目名称	主要产品	总投资	已投资	投资进度	在建产能	主要资金来源
华东基地二期项目	改性塑料产品等	20,951.00	7,454.49	35.58%	100,000	自筹资金、IPO募集资金1.69亿元
华南基地三期项目	建成后主要用作研发、仓储及物流	15,000.00	5,997.36	39.98%	-	自筹资金
西南生产基地建设项目	改性塑料产品	24,045.00	-	-	-	自筹资金、本期债券募集资金1.90亿元
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>59,996.00</b>	<b>13,451.85</b>	<b>-</b>	<b>100,000</b>	<b>-</b>

注：西南生产基地建设项目即本期债券拟募投项目，达产后预计产能为5.00万吨。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司所处行业集中度较低、竞争较为激烈，截至2023年末，行业CR5约为14.24%。与杜邦公司、陶氏公司等跨国公司及金发科技、普利特等国内上市公司相比，公司在产能和市场占有率等方面均存在一定的差距，虽然近年公司通过在建或拟建项目逐步提升改性塑料产能，但多数同行业上市公司规划产能多已达到30万吨以上，预计短期内公司与行业头部企业仍将存在产能差距。此外，同行业上市公司针对汽车轻量化均在布局较大规模的改性塑料产品扩产，公司或将面临竞争加剧下的产品调价风险及产能消化风险。

**图8 同行业上市公司市场占有率情况**


资料来源：各公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

**表12 截至 2023 年末同行业上市公司产能情况（单位：万吨）**

公司名称	产量	设计产能	在建产能
金发科技	215.08	242.60	52.32
国恩股份	100.90	108.00	30.00
会通股份	47.63	57.70	14.00
普利特	44.55	43.00	15.00
道恩股份	36.80	40.00	10.00
南京聚隆	13.31	16.15	5.00
聚赛龙	14.40	15.50	10.00

资料来源：各公司 2023 年年度报告，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中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围未发生变动，2022-2023年公司分别新增设立一家公司。

**表13 公司合并报表范围变动情况**

时间	企业	变化方向	变动原因
2023年	聚赛龙（重庆）新材料有限公司	新增	设立
2022年	安徽科睿鑫新材料有限公司	新增	设立

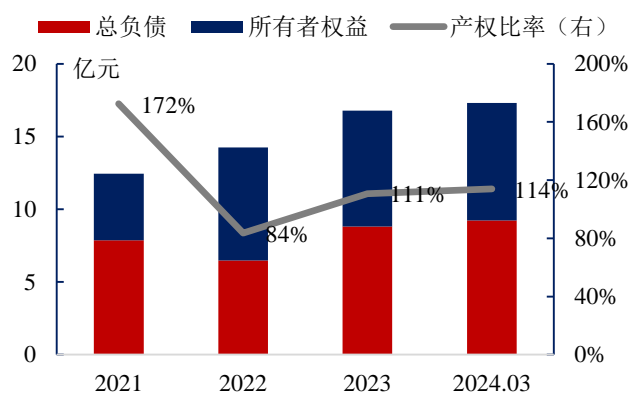
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本实力与资产质量

得益于公司公开发行股票及积极扩产，总资产规模持续增长；但公司经营中议价弱勢导致的应收款项占比高，应收下游中小规模企业款项存在一定坏账风险；且需关注原材料价格下跌及公司下调产品价格应对市场竞争对原材料及库存商品造成的跌价风险

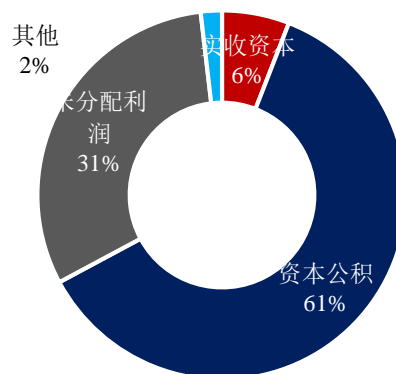
得益于公司2022年完成公开发行完成后，股本及资本公积均大幅增长，同期产权比率大幅下滑。随着公司持续积极推进产能建设工作、经营规模持续扩大，在负债规模增长驱动，2024年3月末产权比率抬升至113.98%。截至2024年3月末，公司所有者权益主要由募集资金溢缴金额产生资本公积及未分配利润构成。

图9 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图10 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年来，经营规模的扩大使得公司以流动资产为主的总资产规模进一步扩大。其中，2022年公司完成首次公开发行股票，货币资金同比增幅较大。经营规模扩张带动公司应收款项（包括应收账款、应收票据及应收款项融资）呈上升趋势，近年占公司总资产的比重在44%左右。截至2023年末，账龄在6个月以内的应收账款账面余额占比98.13%，前五大应收对象主要为业内知名企业；2023年末公司计提应收账款坏账准备794.78万元，计提比例为2.04%，主要系下游中小规模客户涉诉、未按协议付款或经营异常所致，需持续关注中小规模客户的坏账风险。随着公司将信用级别较高银行承兑汇票划分至应收款项融资列报及商业承兑汇票陆续到期，近年应收票据账面价值持续大幅下滑。2023年末应收账款融资余额

为3.12亿元，分别为银行承兑汇票1.79亿元及美的集团-美易单<sup>1</sup>1.32亿元的应收账款，风险较小。

存货主要由原材料、库存商品和发出商品构成，三者合计占存货的比例90%以上。近年来公司新增产能逐步释放，公司存货规模持续增长。从存货结构来看，2022年末公司原材料占存货的比例明显上升，主要系为保证供货的及时性，叠加2022年下半年主要原材料价格下行，公司适当加大原材料储备所致；为拓展汽车工业领域市场，公司对市场需求量较大的规格型号产品进行适当备货，2023年末库存商品占比抬升至24.18%。2023年末公司分别计提原材料、库存商品及发出商品减值准备731.17万元、122.27万元和191.96万元，合计1,045.40万元。公司各期末对存货进行跌价测试，需关注原材料价格下跌及在激烈的市场竞争、行业主要公司扩产下，主要产品价格下调对原材料及库存商品造成的跌价风险。

**表14 公司存货构成情况（单位：万元）**

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	11,594.18	44.50%	12,623.62	51.39%	9,711.10	39.70%
在产品	598.38	2.30%	792.36	3.23%	997.89	4.08%
库存商品	6,299.04	24.18%	5,690.41	23.17%	4,758.39	19.45%
发出商品	7,064.86	27.12%	5,148.58	20.96%	8,229.92	33.65%
委托加工物资	49.38	0.19%	15.92	0.06%	18.62	0.08%
低值易耗品	210.82	0.81%	61.57	0.25%	178.79	0.73%
合同履约成本	237.07	0.91%	230.09	0.94%	563.94	2.31%
<b>小计</b>	<b>26,053.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>24,562.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>24,458.65</b>	<b>100.00%</b>
跌价准备	1,045.40	4.01%	503.25	2.05%	506.65	2.07%
<b>合计</b>	<b>25,008.33</b>	<b>95.99%</b>	<b>24,059.29</b>	<b>97.95%</b>	<b>23,952.00</b>	<b>97.93%</b>

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要是以机器设备、房屋建筑为主的固定资产以及在建工程。随着在建工程中新增产线的不断建设，账面价值持续增长，需关注在行业竞争加剧下，公司产线产能利用率面临下降压力，而固定资产折旧高企影响盈利水平。无形资产主要为公司持有的土地使用权，2023年末，无形资产账面原值增长1,880.25万元，主要系购入可转债募投项目用地所致。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.05	6.09%	2.02	12.04%	1.58	11.08%	0.91	7.36%

<sup>1</sup> 美易单为美的集团基于基础合同下的债务出具的应收账款数字债权凭证，公司为美易单持单人，为基础合同项下的商品、技术或服务的供应商。美的集团设立并运行了美易单流转平台（<http://ibcp.midea.com>），公司持有的美易单可在美易单流转平台向美的集团下属公司天津美的商业保理有限公司保理融资。根据公司与美的集团签署的《美易单融资业务协议》，公司将所持美易单保理融资为无追索权的保理融资，即保理协议生效后，天津美的商业保理有限公司如未能在应收账款到期日收到美易单项下金额，不能向公司进行追索。鉴于上述说明，美易单债务人为美的集团，保理公司天津美的商业保理有限公司为美的集团全资子公司，且为无追索权的保理融资，公司将所持美易单重分类至应收款项融资-应收账款列报。

应收账款	3.10	17.92%	3.83	22.80%	3.19	22.37%	3.25	26.14%
应收票据	0.52	2.98%	0.58	3.43%	0.97	6.82%	2.64	21.21%
应收款项融资	3.95	22.82%	3.12	18.57%	2.24	15.76%	0.58	4.63%
存货	2.88	16.62%	2.50	14.91%	2.41	16.89%	2.40	19.26%
<b>流动资产合计</b>	<b>12.40</b>	<b>71.59%</b>	<b>12.44</b>	<b>74.16%</b>	<b>11.10</b>	<b>77.93%</b>	<b>10.10</b>	<b>81.21%</b>
固定资产	3.39	19.55%	2.80	16.70%	2.12	14.86%	1.73	13.91%
在建工程	0.34	1.98%	0.88	5.25%	0.63	4.41%	0.27	2.19%
无形资产	0.58	3.37%	0.38	2.27%	0.20	1.41%	0.21	1.66%
<b>非流动资产合计</b>	<b>4.92</b>	<b>28.41%</b>	<b>4.34</b>	<b>25.84%</b>	<b>3.14</b>	<b>22.07%</b>	<b>2.34</b>	<b>18.79%</b>
<b>资产总计</b>	<b>17.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

改性塑料属于需求驱动型行业，公司业绩与下游行业景气度关联较大；受原材料市场价格波动及公司调价应对市场竞争影响，近年盈利指标呈下行趋势，需持续关注家用电器行业销量承压及激烈市场竞争下调价压力对公司业绩造成的影响

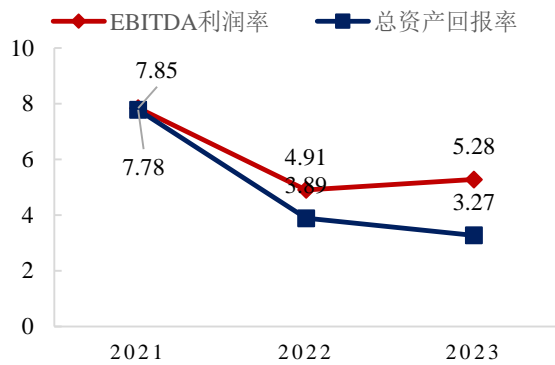
改性塑料属于需求驱动型行业，公司业绩与下游行业景气度关联较大。得益于汽车轻量化及新能源汽车市场景气度较高影响，汽车行业成为改性塑料需求增速最快的领域，公司针对汽车工业领域积极扩产，产品销售量持续增长，公司营业收入持续增长。但同期原材料市场价格存在一定波动，叠加市场竞争加剧，公司毛利率存在一定波动。

利润构成方面，随着公司大力拓展下游应用市场及筹备上市事项，近年销售费用及管理费用带动期间费用规模持续增长，2021-2023年公司期间费用率分别为3.76%、4.42%和4.27%。随着公司对逾期账款计提减值，并在主要产品市场价格下行下对存货计提跌价准备，近年来资产减值对利润形成一定侵蚀，2021-2023年公司合计计提信用减值损失和资产减值损失525.54万元、494.65万元和920.84万元。综合上述因素影响，近年公司EBITDA利润率和总资产回报率呈下行趋势。和同行业上市公司对比，公司毛利率表现一般，一方面，公司规模较小，成本端缺乏议价弹性；另一方面，公司产品下游应用领域以家用电器及汽车工业为主，相对单一。

中证鹏元关注到，房地产行业景气度较低下，家用电器销量承压对公司业绩造成的影响；同时，同行业上市公司针对汽车轻量化均在布局改性塑料产品扩产，需关注激烈的市场竞争及行业产能扩张下产品价格下调压力，综合影响下，公司盈利能力指标仍有可能进一步下滑。

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）

表16 公司毛利率与同行业上市公司对比（单位：%）



公司简称	2021年	2022年	2023年
金发科技	16.62	15.20	12.00
普利特	10.84	14.18	16.50
道恩股份	12.24	9.76	11.88
国恩股份	14.75	13.13	9.96
沃特股份	15.15	15.05	18.31
会通股份	9.44	10.47	13.94
南京聚隆	11.55	13.10	16.12
<b>平均值</b>	<b>12.87</b>	<b>12.64</b>	<b>13.69</b>
<b>聚赛龙</b>	<b>12.39</b>	<b>10.23</b>	<b>10.84</b>

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司对上游大型石化企业存在议价弱势，下游客户对公司资金占用情况较为显著，近年来公司经营净现金流持续净流出，公司面临较大的运营资金压力；且随着后续资本投入及经营规模扩大下占款增加，公司面临的短期流动性压力预期会加重

公司负债主要由经营性负债和有息债务构成，其中，以原材料、设备采购款为主的应付款项（包括应付票据和应付账款）在经营规模扩大的驱动下呈现上升趋势。由于改性塑料行业兼具资金密集型特征，公司对供应商多为“现款现结”或“先款后货”模式，而销售端主要客户回款周期较长，采购端与销售端账期不匹配，致使应付账款与应收账款长期倒挂，推高营运资金需求；叠加产能扩张带来的资金需求提升，公司总债务占总负债的规模较高，其中，2022年公司成功上市募集资金，举债强度下降带动公司总负债略有下滑，2023年以来公司短期借款规模持续扩大，截至2024年3月末，公司总债务和总负债规模分别为7.17亿元、9.22亿元，总债务占负债的比重上升至77.78%。

从融资渠道来看，以质押借款和保证借款为主的银行借款是公司最主要的融资渠道，授信方主要有星展银行、汇丰银行、玉山银行等外资银行，及农业银行、招商银行、浦发银行和民生银行等，融资成本区间为2.80%-3.90%。从期限结构来看，2024年3月末1年以内占比达86.58%，短期债务占比较高，主要系上下游资金占用较多，公司依赖于短期借款以满足日常营运及原材料采购资金需求。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.94	42.73%	3.56	40.45%	3.20	49.27%	3.22	40.96%
应付票据	0.75	8.14%	0.87	9.90%	0.33	5.12%	0.27	3.42%
应付账款	1.71	18.55%	1.93	21.88%	1.36	20.95%	1.58	20.08%
一年内到期的非流动负债	1.52	16.46%	1.47	16.72%	0.18	2.71%	0.30	3.85%
<b>流动负债合计</b>	<b>8.14</b>	<b>88.24%</b>	<b>8.01</b>	<b>90.93%</b>	<b>5.53</b>	<b>85.27%</b>	<b>6.84</b>	<b>86.90%</b>
长期借款	0.96	10.44%	0.67	7.63%	0.81	12.51%	0.87	11.00%



非流动负债合计	1.09	11.76%	0.80	9.07%	0.96	14.73%	1.03	13.10%
负债合计	9.22	100.00%	8.81	100.00%	6.49	100.00%	7.87	100.00%
总债务合计	7.17	77.78%	6.62	75.06%	4.86	74.96%	5.95	75.58%
其中：短期债务	6.21	67.34%	5.94	67.43%	4.05	62.45%	5.08	64.58%
长期债务	0.96	10.44%	0.67	7.63%	0.81	12.51%	0.87	11.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，由于公司销售主要以票据结算，叠加商品销售现金回款不及原材料采购现金支出，公司存在较大的运营资金压力，近年经营活动现金流持续净流出。投资活动现金流以理财产品购买、赎回及产能扩张支出为主，近年投资活动现金流持续净流出。经营获现能力较弱和产能扩张需求推高公司对外融资规模，公司筹资活动现金流持续净流入，其中，2022年公司完成IPO，筹资活动现金流入规模较大。考虑到公司上下游结算模式及产能扩建尚需投入大量资金，面临经营规模扩大下资金占款压力及资本支出压力，公司短期流动性压力预期会加重。

公司总资产规模随首次公开发行股票事项完成快速增长，募集资金到位带动公司债权融资强度下滑，综合影响下，2022年公司资产负债率下降至45.53%；但随着短期债务增长，2023年末及2024年3月末资产负债率持续抬升。近年来公司综合毛利率存在一定波动，EBITDA及FFO均随之波动，EBITDA对利息的保障能力尚可；但公司经营性现金流持续净流出，现金流对公司债务覆盖情况表现不佳。

**表18 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.92	11.94	10.37	9.07
经营活动现金流净额（亿元）	-0.73	-0.27	-0.54	-1.29
投资活动现金流净额（亿元）	-0.88	-0.64	-1.31	-0.54
筹资活动现金流净额（亿元）	0.66	1.26	2.85	1.87
FFO（亿元）	0.01	0.36	0.30	0.53
资产负债率	53.27%	52.53%	45.53%	63.30%
净债务/EBITDA	--	1.68	-0.12	2.12
EBITDA 利息保障倍数	--	4.94	3.71	5.03
总债务/总资本	46.99%	45.38%	38.52%	56.59%
FFO/净债务	--	27.33%	-389.39%	24.22%
经营活动现金流/净债务	-54.21%	-20.27%	698.37%	-59.27%
自由现金流/净债务	-73.78%	-101.40%	1,744.08%	-84.39%

注：2022年净债务/EBITDA及FFO/净债务为负，主要系公司公开发行股票募集较多资金，货币资金增长带动净债务规模下降为负所致。

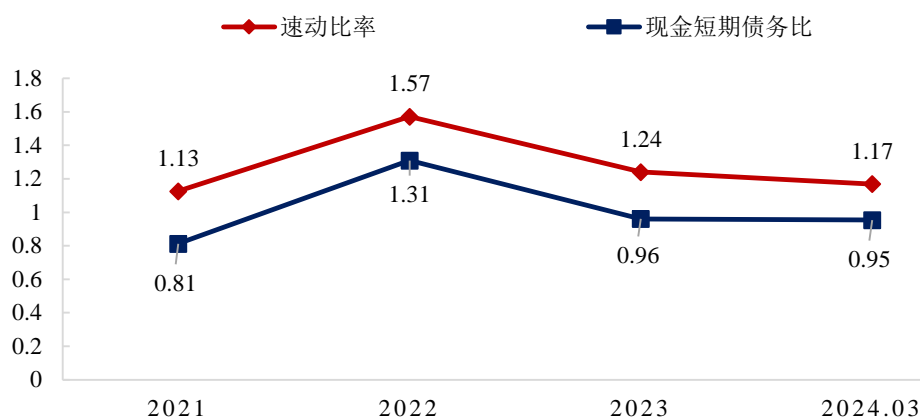
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，公司新增产能以股权融资为主，随着募集资金于2022年到位，速动比率及现金短期债务比均大幅改善，随着经营规模扩大，公司新增较多短期借款，2023年以来现金短期债务比持续下滑，2024年3月末下降至0.95。截至2024年3月末，公司共获得银行授信额度14.35亿元，其中未使用额度



为7.13亿元，具有一定备用流动性；同时，公司作为A股上市公司，公司具备直接融资渠道。

**图12 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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

#### 公司面临一定的环保生产风险

公司的产品生产过程中，在配料、混合工序会产生少量粉尘，混炼挤出工序会产生少量废气，在冷却环节将产生部分废水。公司的生产车间均设置了除尘设备、废气回收系统和车间通风系统，配料工序产生的粉尘废气通过集气罩收集、布袋除尘器进行处理；混合工序产生的粉尘废气经集气罩收集，布袋除尘器处理，达到环保排放标准后进行排放；混炼挤出工序产生的少量废气经水喷淋+活性炭吸附处理，达到环保排放标准后进行排放。

公司的产品生产在冷却环节将产生部分冷却废水，生产过程中水冷工序用水、喷淋用水、水环真空泵冷却水均循环使用不外排。公司对生产过程中产生的废水及办公区产生的生活污水进行预处理，达到排放标准后排入市政污水管网。

广州市生态环境局向公司颁发了《排污许可证》（许可证编号：91440184231297884C001X），排污类别为污水、废气、噪声；广州市从化区水务局向公司颁发了《城镇污水排入排水管网许可证》（许可证编号：2024 号第 08 号）。

根据公司提供的说明，公司在生产经营过程中遵守国家及主管部门关于环境保护的法律法规及相关政策，不存在因违反相关法律法规而受到环保部门处罚的情况。

公司管理团队较为稳定，但存在一定的内控风险，且随着公司经营规模的快速扩大，人才储备和管理水平将面临一定的挑战

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员9名，其中现任独立董事3名，实际控制人之一的郝源增任董事长、总工程师。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2024年3月末，公司组织架构图如附录三所示。

公司多数董事及高管在公司共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。公司董事长/总工程师郝源增毕业于北京石油化学学院化学工程专业，从事改性塑料产业多年，为全国塑料标准化技术委员会工程塑料分技术委员会（SAC/TC15/SC9）委员，全国塑料标准化技术委员会改性塑料分技术委员会（SAC/TC15/SC10）委员，1998年2月至今就职于公司，历任工程师、总工程师、副总经理、总经理、董事长，为公司核心技术发明人之一。

需要关注的是，郝源增及其配偶任萍、儿子郝建鑫及其配偶吴若思均在公司担任核心职位，存在一定的内控风险。此外，随着公司经营规模的快速扩大，人才储备和管理水平将面临一定的挑战。

**表19 截至 2023 年末公司董事及主要高级管理人员从业情况**

姓名	年龄（岁）	现任职务	从业时间	学历
郝源增	66	董事长、总工程师	1998年2月	本科
任萍	63	副董事长	2005年5月	本科
郝建鑫	38	董事、总经理	2008年11月	硕士
刘立志	47	董事、副总经理	2000年7月	本科
袁海兵	43	董事、副总工程师	2010年12月	硕士
杨辉	43	董事	2014年11月	本科
曾惠敏	38	财务总监	2011年10月	本科
吴若思	37	董事会秘书、副总经理	2014年7月	本科
彭晓洁	50	独立董事	2022年5月	博士
郑垵	72	独立董事	2022年5月	本科
李素玲	49	独立董事	2023年11月	本科

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日2024年6月13日）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。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年6月17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、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目经营收入为偿债资金的首要来源。根据公司自行编制的可行性分析报告，本项目税后内部收益率为13.86%，税后投资回收期8.60年（含建设期）。但募投项目能否如期完工、新产品能否满足市场需求及达到预期收益率，存在一定不确定性。

经营性业务方面，2021-2023年公司营业收入和净利润合计数分别为40.84亿元、1.27亿元。公司长期深耕改性塑料的研发，在改性塑料行业具有一定的技术积累，下游主要客户为行业领先企业；得益于汽车轻量化及新能源汽车市场景气度较高，公司针对汽车工业领域积极扩产，近年来产能利用率、产销率均保持在较高水平；但同时也需要关注公司未来仍有大额资本支出需求，目前在建及未来新增的大量产能存在一定的消化风险。

公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但需关注因行业或公司经营情况变化等原因导致外部融资困难的风险。

本期债券为可转换公司债券，债券转股后无需还本付息，可视为偿债方式之一，但仍需关注股价下跌等因素有可能致使债券持有人不进行转股的可能。

## 九、结论

得益于汽车轻量化、低碳化理念深化及新能源汽车市场景气度较高，对改性塑料需求形成一定支撑，公司针对汽车工业领域积极扩产，产能利用率、产销率维持在高位。同时，公司长期深耕改性塑料的研发，在改性塑料行业具有一定的技术积累，先后多次承担国家、省级、市级科研项目的实施，主要客户为行业领先企业，已与美的集团、海信集团、苏泊尔、格兰仕集团等国内知名家电企业及长安集团、广汽集团、东风集团等知名汽车品牌商建立了良好的合作关系。

但需持续关注公司所处改性塑料行业竞争激烈，在行业纷纷扩产下，公司调价压力或将进一步压缩公司盈利空间。原材料价格受石油等基础原料及市场供需变化影响较大。近年来公司主要原材料采购价格存在较大波动，公司存货后续仍存一定跌价风险；同时，随着经营规模的扩大、原材料采购量大幅提升，这对公司的原材料库存管理及采购策略提出了更高的要求。此外，改性塑料行业兼具资金密集型特征，上下游对公司资金占用情况较为显著，且生产研发和产能扩建尚需投入大量资金，公司面临较大的资金压力。

综上，中证鹏元评定广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，

本期债券信用等级为A+。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

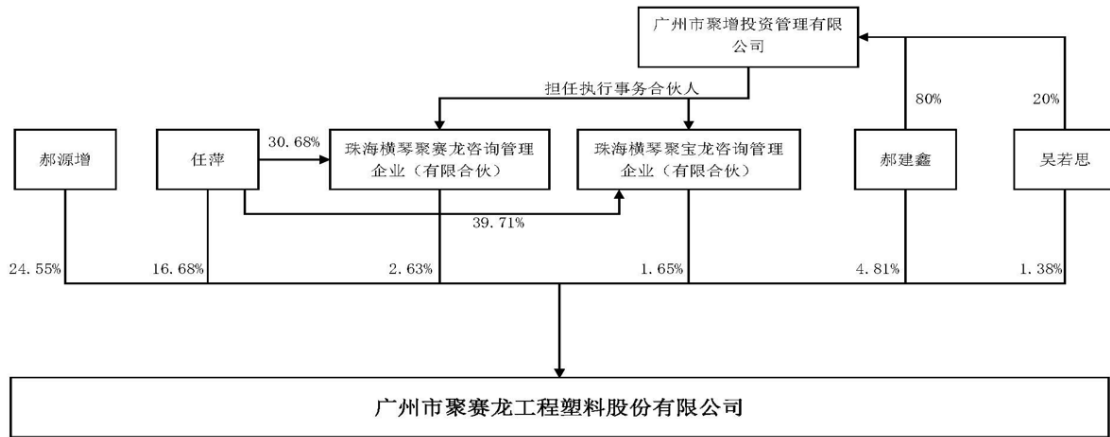
财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.05	2.02	1.58	0.91
应收账款	3.10	3.83	3.19	3.25
应收款项融资	3.95	3.12	2.24	0.58
存货	2.88	2.50	2.41	2.40
其他流动资产	0.22	0.23	0.58	0.19
流动资产合计	12.40	12.44	11.10	10.10
固定资产	3.39	2.80	2.12	1.73
在建工程	0.34	0.88	0.63	0.27
无形资产	0.58	0.38	0.20	0.21
非流动资产合计	4.92	4.34	3.14	2.34
资产总计	17.32	16.78	14.24	12.43
短期借款	3.94	3.56	3.20	3.22
应付票据	0.75	0.87	0.33	0.27
应付账款	1.71	1.93	1.36	1.58
其他应付款	0.02	0.01	0.01	0.01
一年内到期的非流动负债	1.52	1.47	0.18	0.30
流动负债合计	8.14	8.01	5.53	6.84
长期借款	0.96	0.67	0.81	0.87
非流动负债合计	1.09	0.80	0.96	1.03
负债合计	9.22	8.81	6.49	7.87
总债务	7.17	6.62	4.86	5.95
所有者权益	8.09	7.96	7.76	4.56
营业收入	3.41	14.77	13.04	13.03
营业利润	0.14	0.35	0.35	0.70
净利润	0.13	0.30	0.33	0.64
经营活动产生的现金流量净额	-0.73	-0.27	-0.54	-1.29
投资活动产生的现金流量净额	-0.88	-0.64	-1.31	-0.54
筹资活动产生的现金流量净额	0.66	1.26	2.85	1.87
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.09	0.78	0.64	1.02
FFO（亿元）	0.01	0.36	0.30	0.53
净债务（亿元）	1.35	1.31	-0.08	2.17
销售毛利率	10.75%	10.84%	10.23%	12.39%
EBITDA 利润率	--	5.28%	4.91%	7.85%
总资产回报率	--	3.27%	3.89%	7.78%
资产负债率	53.27%	52.53%	45.53%	63.30%



净债务/EBITDA	--	1.68	-0.12	2.12
EBITDA 利息保障倍数	--	4.94	3.71	5.03
总债务/总资本	46.99%	45.38%	38.52%	56.59%
FFO/净债务	--	27.33%	-389.39%	24.22%
经营活动现金流/净债务	-54.21%	-20.27%	698.37%	-59.27%
自由现金流/净债务	-73.78%	-101.40%	1,744.08%	-84.39%
速动比率	1.17	1.24	1.57	1.13
现金短期债务比	0.95	0.96	1.31	0.81

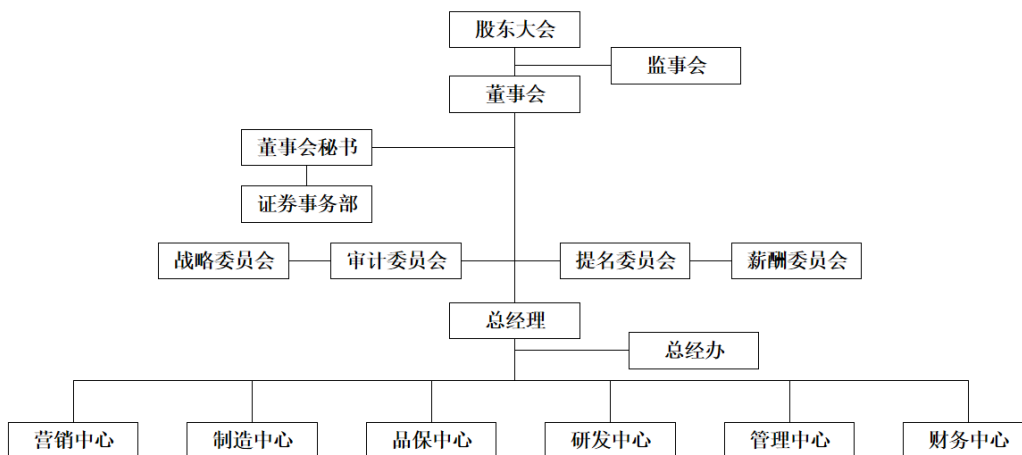
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 附录四 2023 年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
聚赛龙（重庆）新材料有限公司	3,000.00	100.00%	橡胶和塑料制品业
芜湖聚赛龙新材料科技有限公司	2,000.00	100.00%	橡胶和塑料制品业
安徽科睿鑫新材料有限公司	2,133.33	75.00%	塑料制品业

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转率	营业收入 / [(期初应收账款+期初应收票据+期初应收款项融资) + (期初应收账款+期初应收票据+期初应收款项融资)]/2}
应收款项周转天数	360/应收款项周转率
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
期间费用率	(销售费用+管理费用+财务费用) / 营业收入
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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。