

2023 年广东红墙新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【69】号 02

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，但不对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

2023年广东红墙新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
红墙转债	A+	A+

评级观点

本次等级的评定是考虑到：虽然受房地产行业深度调整影响，2024年广东红墙新材料股份有限公司（以下简称“红墙股份”或“公司”，股票代码：002809.SZ）盈利水平仍有所下滑，但公司在广东和广西两省的优势持续突出，该地区有望持续为公司贡献一定规模的营收和现金流。行业特性决定公司下游占款较高且回款偏慢，虽然2024年末公司应收款项占比继续下降，仍有部分款项面临回收风险；此外，通过红墙转债募投项目，公司向化工板块扩张，2024年底该项目已进入试生产阶段，折旧等费用或对公司2025年利润形成一定侵蚀，同时，该项目在产能消化方面面临挑战。

评级日期

2025年05月27日

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangs@cspengyuan.com

项目组成员：张睿婕
zhangrj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	28.87	25.87	24.41	20.06
归母所有者权益	16.71	16.69	16.52	15.16
总债务	--	8.14	6.67	3.94
营业收入	1.30	6.75	7.61	9.38
净利润	0.03	0.49	0.86	0.90
经营活动现金流净额	-0.21	1.76	1.58	1.27
净债务/EBITDA	--	0.69	-0.20	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	3.28	10.84	14.89
总债务/总资本	--	32.79%	28.76%	20.60%
FFO/净债务	--	47.11%	-248.55%	-64.81%
EBITDA 利润率	--	13.53%	16.30%	12.30%
总资产回报率	--	2.44%	4.50%	5.01%
速动比率	7.41	5.30	6.29	3.74
现金短期债务比	--	3.88	5.27	1.71
销售毛利率	22.18%	29.20%	32.89%	27.87%
资产负债率	42.10%	35.46%	32.31%	24.41%

注：2022-2023年公司净债务为负，故相关指标为负。

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

正面

- 两广地区混凝土外加剂龙头企业，技术及服务经验丰富。**凭借定制化生产及售后服务方面积累的技术优势，公司混凝土外加剂销量在广东、广西区域排名靠前，华南市场营收占比维持在 50%以上，毛利率也处于 30%以上较高水平。

关注

- 受房地产行情拖累，公司盈利能力持续下滑。**公司下游客户主要为区域混凝土搅拌站，终端客户与地产关联度高，房地产行业仍处于深度调整期，混凝土外加剂整体需求不振。2024 年公司聚羧酸系外加剂产销量基本持平，但受市场竞争加剧影响，外加剂价格有所下滑，带动公司营收继续大幅下滑。
- 公司应收款项占比较高，且部分款项仍面临回收风险。**公司下游客户中较大部分为区域民营企业，资质偏弱，且部分民企/民企股东存在被执行信息，公司尚有一定规模款项存在回收风险。
- 本期债券募投项目产能消化压力较大。**公司计划通过红墙转债募投项目向产业链上游聚醚单体延伸，以获取成本优势，同时本期债券募投项目还新拓非离子表面活性剂、聚醚多元醇 2 类新产品，公司营收来源将得到扩充。该项目已于 2024 年底进入试生产阶段，考虑到目前减水剂产能利用率普遍偏低，非离子表面活性剂、聚醚多元醇均供过于求，聚醚单体外销部分及新拓产品均面临较大的产能消化风险。同时，该项目投产将加大公司的折旧费用和运营成本，或对 2025 年盈利形成一定侵蚀。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**虽然受行业需求持续收缩影响，近年公司盈利能力持续下滑，但公司广东和广西两地的竞争优势明显，预期两地可持续为公司贡献一定规模的营收和现金流，此外，2024 年末公司净债务为 0.63 亿元，规模不大。整体来看，预计公司经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	苏博特	垒知集团	红墙股份	科隆股份
总资产	78.85	59.77	25.87	10.50
外加剂营业收入	25.83	19.55	6.73	4.19
外加剂营收增速	-2.96%	-12.75%	-11.06%	7.68%
外加剂销售毛利率	27.67%	19.18%	29.04%	5.51%
净利润	1.74	0.49	0.49	-0.50
净利润增速	-25.51%	-68.12%	-42.98%	50.34%
销售净利率	4.89%	1.86%	7.22%	-7.88%
资产负债率	38.98%	38.82%	35.46%	56.16%
应收款项占总资产比重	36.33%	45.09%	25.27%	35.42%

注：（1）以上各指标均为 2024 年数据；（2）应收款项=应收票据+应收账款。

资料来源：各公司 2024 年年度报告、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_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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	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		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					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
红墙转债	3.16	3.0145	2024-6-26	2029-10-18

注：债券余额数据为 2025 年 5 月 26 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年10月向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）3.16亿元。本期债券募集资金扣除发行费用后原计划用于惠州市红墙化学有限公司年产32万吨环氧乙烷及环氧丙烷衍生物项目（以下简称“大亚湾基地”）。截至2025年5月13日，本期债券募集资金已全部使用完毕，募集资金专户均已完成办理注销手续。

二、 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动，受可转债转股影响，跟踪期内公司股本略有增长，截至2025年3月末，公司股本为2.10亿元，控股股东及实际控制人仍为自然人刘连军，其持有公司45.41%股权，均未质押。

2024年8月和12月，公司原副总裁孙铁刚和原董事封华先后离职，其中原副总裁孙铁刚离职出于个人原因；原董事封华为股东广东省科技创业投资有限公司（以下简称“广东科创公司”）提名董事，近年广东科创公司持续减持公司股份，其决定不再派驻董事。2025年3月，公司补选刘卫东为公司非独立董事，刘卫东为中国塑料加工工业协会聚氨酯专委会秘书长，契合公司化工板块拓展方向。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，国际收支状况良好，市场活力信心增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，关税摩擦和大国博弈下出口和失业率面临压力，关税或拖累名义GDP增速2个百分点。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策延续积极表述，将加大内需对冲力度，进一步扩内需促消费稳外贸。货币政策适度宽松，保持流动性充裕，二季度降准有望先行落地，配合政府债发行，降息将根据内外部变化相机抉择，结构性工具降息可期，加大稳定股市楼市力度，进一步促消费和支持科技创新等领域。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改

革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

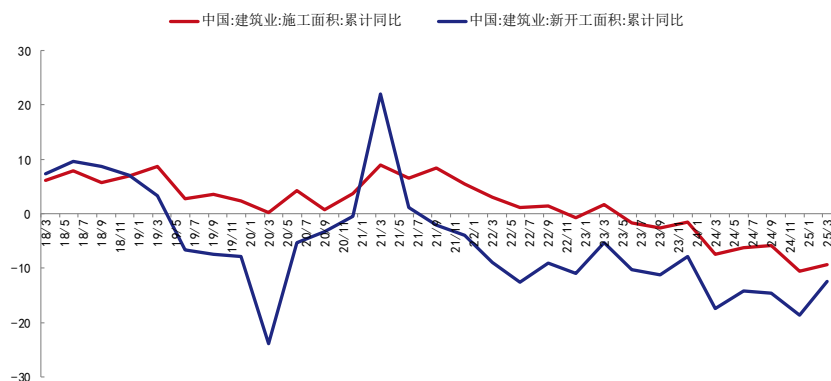
行业环境

作为用于改善和调节混凝土性能的重要一环，混凝土外加剂市场需求受建筑业施工及新开工增速放缓影响而承压，混凝土外加剂厂商营收恢复情况将同主要销售区域的固定资产投资复苏进度直接挂钩；此外，随着需求重点向基建项目迁移，拥有较多央企国企客户的厂商营收或将率先恢复，但仍需关注地方财政收支平衡压力背景下基建项目回款速度

混凝土外加剂主要用于改善和调节混凝土的性能，包括各种减水剂、缓凝剂、速凝剂、防水剂等，其中减水剂的用途最广、使用量最高，其他外加剂通常作为附属物与减水剂一同使用。按减水率的高低，可将减水剂分为普通减水剂（一代减水剂）、高效减水剂（二代减水剂，即萘系减水剂）和高性能减水剂（三代减水剂，即聚羧酸系外加剂），目前高性能减水剂为市场最主流产品。

因混凝土外加剂功能发挥与混凝土砂、石料等混凝土原材料适应性密切相关，而混凝土砂、石料等受区位资源影响分化程度较高，故混凝土外加剂区位性特征较强，下游需求情况同区位内固定资产投资情况直接挂钩。受地产行业持续调整影响，混凝土外加剂整体需求趋弱。我国建筑业施工及新开工面积增速放缓，2023年下半年以来持续处于负增长区间，混凝土外加剂整体需求趋弱。分区域来看，华东地区固定资产投资增速相对优于其他区域，其余各地区则分化较大。其中，2024年广西壮族自治区固定资产投资节奏放缓，2025年1月才恢复增长；而广东省固定资产投资自2024年以来持续负增长，整体来看，华南地区主要省份固定资产投资增长乏力。

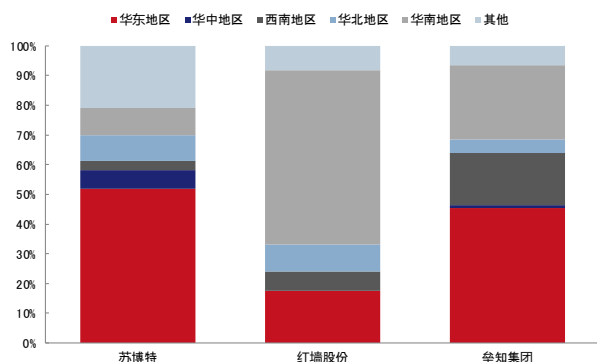
图 1 建筑业施工及新开工面积仍处于负增长区间（单位：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

混凝土外加剂行业参与者众多，竞争较激烈，同时呈现出明显的区域性特征。在主要混凝土外加剂厂商中，苏博特、垒知集团以华东市场为主，其余地区贡献率约为 50%；红墙股份以华南市场为主，华东、华北等市场有所补充。

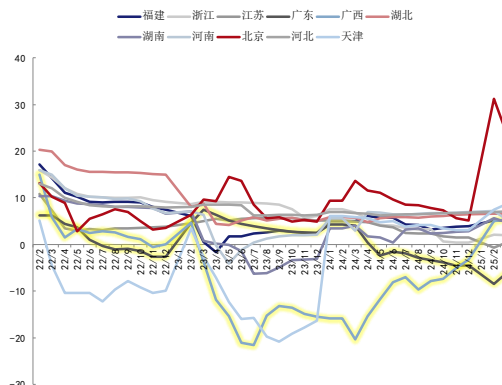
图 2 主要混凝土外加剂厂商营收区域分布情况



注：（1）上图为 2024 年度数据；（2）各公司业务构成存在差异；（3）各公司区域划分标准存在差异，上图各区域营收为中证鹏元调整后数据。

资料来源：各公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

图 3 主要省份固定资产投资增速情况（单位：%）



注：标黄地区为广东和广西两省。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前基建项目逐步成为固定资产投资增长的主驱动力，混凝土外加剂需求或将向央国企施工企业集中。需求重心的迁移一方面对混凝土外加剂企业树立了一定的资质壁垒，国家重点建设工程以及铁路、核电等特殊工程多要求混凝土外加剂企业具备一定资质认证；另一方面，需求重心迁移将通过各混凝土外加剂厂商的客户结构直接影响其盈利能力，苏博特、垒知集团、安徽中铁等具备央国企背景或拥有较多央国企客户的厂商营收将率先恢复。基建项目业主方多为各地政府或城投企业，在地方财政收支平衡压力背景下，基建项目回款速度仍值得关注。

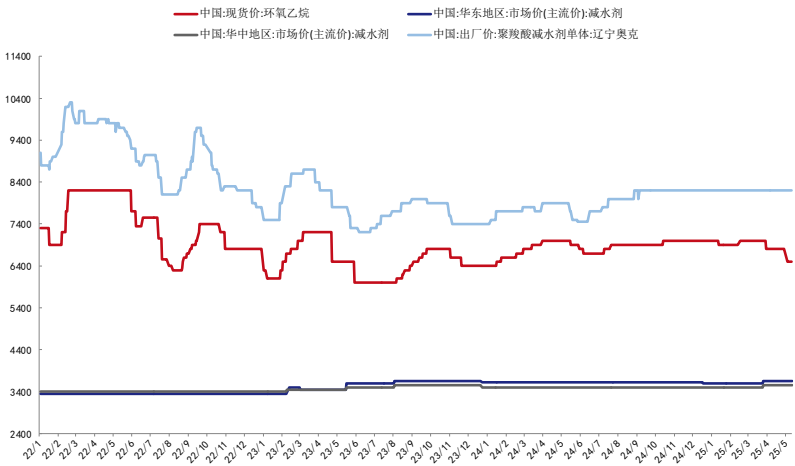
受终端需求低迷影响，聚醚大单体及混凝土外加剂厂商成本转移能力趋弱，盈利空间受原材料环氧乙烷价格波动影响较大，2025 年中美关税摩擦抬高环氧乙烷成本中枢，预计减水剂厂商盈利表现或进一步走弱；但需要关注的是，部分聚醚大单体的环氧乙烷供应商采用的工艺路径可规避乙烷进口成本抬升的影响，此类厂商有一定的议价空间

受终端需求低迷影响，聚醚大单体及混凝土外加剂厂商成本转移能力趋弱，盈利空间受前端材料环氧乙烷价格变动影响较大。聚羧酸系减水剂的主要原材料为聚醚大单体，主要通过环氧乙烷合成制造，聚醚大单体的价格受环氧乙烷价格影响较大。三代高性能减水剂只占混凝土成本的 2%-3% 左右，但其质量水平对混凝土产品的品质及稳定性影响较大，同水泥等主要混凝土材料相比，下游客户对混凝土外加剂售价敏感度较低，一般情况下，聚醚大单体和混凝土外加剂企业具备一定的成本转移能力。但近年来，受地产行情影响，聚醚大单体和聚羧酸系减水剂的有效需求不足，行业产能利用率普遍偏低，竞争不断

加剧，相关厂商成本转移能力趋弱。

中美关税摩擦抬升环氧乙烷成本中枢，减水剂厂商盈利表现或进一步走弱。2024年，聚醚大单体价格历经1-9月宽幅震荡后，价格基本稳定，聚羧酸减水剂成本端保持稳定。环氧乙烷的主要原料为乙烯，而乙烯通常由乙烷或石脑油等烃类裂解制得，我国乙烷对美依赖度较高，2025年中美关税摩擦拉高乙烷进口成本，预期环氧乙烷成本或有所抬升，导致聚醚大单体成本端走高。需要关注的是，部分环氧乙烷厂商采用的是石脑油裂解法，我国石脑油主要进口自俄罗斯、阿联酋等国，该部分厂商可规避部分乙烷进口成本抬升的影响，其生产的环氧乙烷产品有一定的议价空间。但综合来看，2025年聚醚大单体成本端仍走高。考虑到，目前减水剂终端需求低迷，相关厂商成本转移能力趋弱，减水剂厂商盈利表现或进一步减弱。

图 4 减水剂价格波动幅度小于原材料价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

2024年，混凝土外加剂整体需求继续收缩，公司混凝土外加剂营收同比下滑11.06%。分产品看，聚羧酸系外加剂产销量基本持平，但产能利用率继续处于36.28%的较低水平，且需求收缩导致市场竞争加大，2024年聚羧酸系外加剂价格有所下滑，致营收和毛利率均有所下滑；而萘系外加剂的市场应用进一步下滑，销量大幅缩减。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
聚羧酸系外加剂	1.21	93.24%	23.32%	6.51	96.38%	29.42%	7.12	93.54%	33.90%
萘系外加剂	0.03	1.98%	15.07%	0.16	2.30%	14.18%	0.38	4.97%	12.31%
其他外加剂	0.01	1.06%	20.61%	0.07	1.00%	27.01%	0.07	0.98%	25.67%

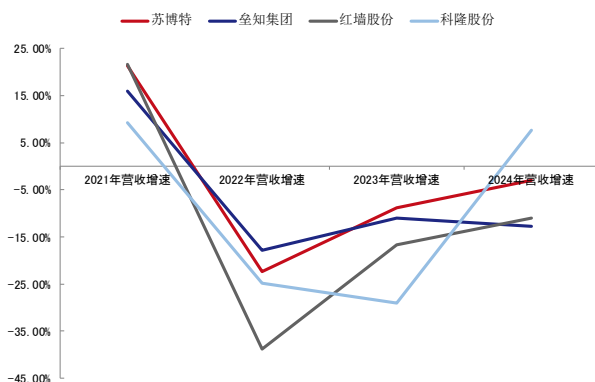
涂料	0.00	0.00%	-	0.00	0.05%	16.77%	0.02	0.25%	25.75%
其他	0.05	3.71%	-2.15%	0.02	0.27%	89.17%	0.02	0.26%	96.89%
合计	1.30	100.00%	22.18%	6.75	100.00%	29.20%	7.61	100.00%	32.89%

资料来源：公司 2023-2024 年度报告、公司提供，中证鹏元整理

2024 年行业需求继续收缩，受存量市场竞争加剧及公司客户结构影响，公司营收降幅仍相对较大，且尚存一定规模款项面临较大的回收风险，但公司在两广地区的优势仍突出，该地区有望持续为公司贡献一定规模的营收和现金流

2024 年，公司营收降幅有所收窄但仍相对较大，主要受存量市场竞争加剧以及客户结构两方面因素影响。市场竞争方面，公司系两广（广东、广西）地区混凝土外加剂龙头企业，2024 年，公司 58.49% 的收入由华南地区贡献，因存量市场竞争因素影响，2024 年公司华南地区营业收入略有下滑，且毛利率有所下滑，但仍处于较高水平，该地区毛利率分别较苏博特、垒知集团同区域毛利率高 8.51 个百分点、15.47 个¹百分点。公司在其他地区面临的竞争则相对更激烈，2024 年其他地区营业收入同比下滑 21.14%，公司仅在广东惠州、广西钦州和河北沧州设有自产母液基地，其他区域则采用委托第三方生产的方式运营，虽然委托加工运营模式²在一定程度上降低了公司区域扩张成本及风险，但毛利率也相对偏低。

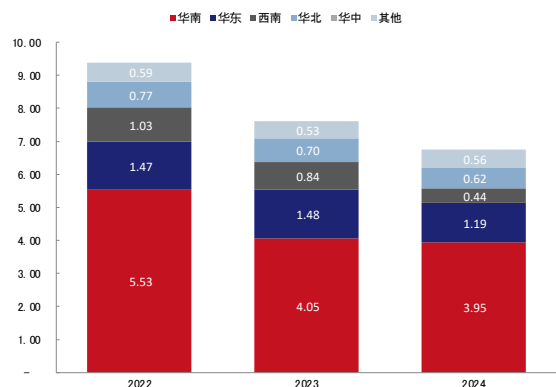
图 5 2022 年以来混凝土外加剂厂商营收均下滑



注：营收增速为混凝土外加剂营收增速情况。

资料来源：各公司 2021-2024 年度报告，中证鹏元整理

图 6 公司营收区域分布情况（单位：亿元）



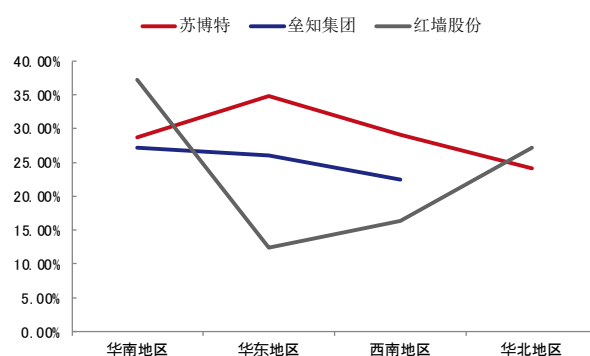
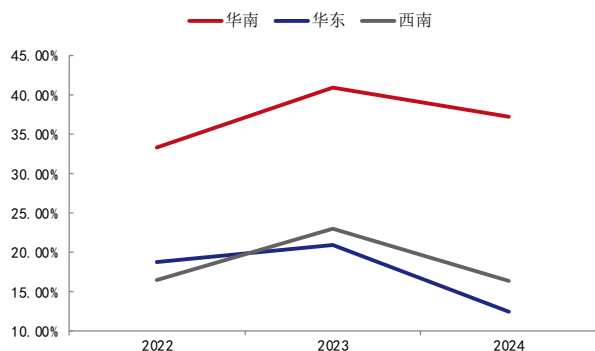
资料来源：公司 2022-2024 年度报告，中证鹏元整理

图 7 公司各区域毛利率情况

图 8 各公司 2024 年主要销售区域毛利率情况

¹ 各公司业务构成存在差异；各公司区域划分标准存在差异，其中采用垒知集团中南地区毛利率数据进行比较。

² 委托加工运营模式：公司负责主要原材料的采购、产品发货和质量控制监督，由外部聚羧酸系减水剂生产厂商按照公司的要求进行生产，公司向其支付委托加工费。



资料来源：公司 2022-2024 年度报告，中证鹏元整理

注：（1）各公司业务构成存在差异；（3）各公司区域划分标准存在差异，上图各区域营收为中证鹏元调整后数据。

资料来源：各公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

客户结构方面，公司虽同华润水泥、中国建材、北京建工等大型基础设施建设企业达成了长期合作，但整体占比不高，区域商品混凝土企业仍为公司主客户群。商品混凝土企业与地产关联度较高，受地产调整影响，公司业绩承压。此外，公司部分客户为资质偏弱的区域民营企业，此类客户抗周期能力较弱，随着房企风险暴露，风险向上游传导，2024年末，公司针对应收账款计提坏账准备0.64亿元。根据公司2024年度报告，公司未结案的案件涉及金额合计8,950.08万元，已收回862.77万元，此外还有部分款项以抵房方式收回，尚有一定规模款项存在较大的回收风险。

营业成本方面，2024年公司营业成本保持稳定。聚醚大单体为聚羧酸系外加剂的主要原材料，2024年其采购额占比为68.90%，2024年聚醚大单体价格较上年保持稳定，但受聚羧酸系外加剂产能利用率微增影响，公司采购金额小幅上升。2024年公司聚醚大单体主要自卫星化学采购，此外，奥克化学等企业亦形成一定补充。2024年底，大亚湾基地已进入试生产状态，预期2025年公司聚醚大单体自给率将提升至较高水平。

表2 混凝土添加剂主要原材料采购明细情况（单位：万元）

原材料	项目	2024 年	2023 年
聚醚单体	采购金额	28,550.81	27,794.26
	占主营业务成本的比例	59.73%	54.44%

资料来源：公司提供

本期债券募投项目协助公司延伸产业链并新拓营收来源，已于2024年底进入试生产状态，预计2025年公司聚醚单体自给率将提升至较高水平，聚羧酸系外加剂的生产成本有望下行，但相关项目产能消化风险及拓客压力均较大

2021年，公司在惠州大亚湾经济技术开发区石化区（以下简称“大亚湾石化区”）开工建设本期债券募投项目，一方面通过向产业链上游聚醚单体、丙烯酸羟基酯延伸以获取一定的成本优势；另一方面，通过新拓非离子表面活性剂、聚醚多元醇2类新产品，进一步扩充营收来源。

产业链延伸方面，大亚湾石化区是目前全国少数同时具备环氧乙烷及环氧丙烷生产能力的国家级化工园区，公司计划通过与园区内中海壳牌开展深度合作的方式持续获得环氧乙烷资源，2022年9月公司已同中海壳牌达成框架性约定。此外，公司还可利用大亚湾石化区港口、管道等运输条件获取运输成本优势。但值得关注的是，目前混凝土外加剂企业产能利用率普遍不高，聚醚单体整体需求下滑较明显，行业竞争愈发激烈，聚醚单体外销部分产能消化压力较大。

新拓产品方面，非离子表面活性剂主要应用于衣物清洁、家居清洁领域，而广东系日化消费大省，立白集团、蓝月亮集团均分布在广东省内，公司开拓非离子表面活性剂具有就近销售优势；而聚醚多元醇的扩张则主要考虑到广东省内无本土聚醚多元醇细分产品的产能，和省外竞争对手相比，公司可形成运输成本优势。但目前非离子表面活性剂和聚醚多元醇整体处于供过于求状态，2024年非离子表面活性剂产能利用率在60%左右波动，聚醚多元醇开工率不到50%，公司投资回收压力或较大。

表3 本期债券募投项目子项目情况

产业链环节	产品	年产能规模
上游原材料	聚醚单体	15万吨
	丙烯酸羟基酯	4万吨
原有产品	聚羧酸高性能减水剂（复配产线）	4万吨
新拓产品	非离子表面活性剂	7万吨
	聚醚多元醇	2万吨

资料来源：公司 2024 年度报告，中证鹏元整理

五、 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审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

受外加剂行业需求继续收缩影响，2024 年公司盈利能力继续下滑，且为推进大亚湾基地的建设和运营，公司债务规模小幅增长，偿债指标有所弱化；大亚湾基地已于 2024 年底进入试生产阶段，2025 年折旧费用将对公司利润形成一定侵蚀，而且大亚湾基地为公司新拓化工板块业务，后续盈利情况仍有待观察；此外，公司仍有部分应收款项面临较大的回收风险

资本实力与资产质量

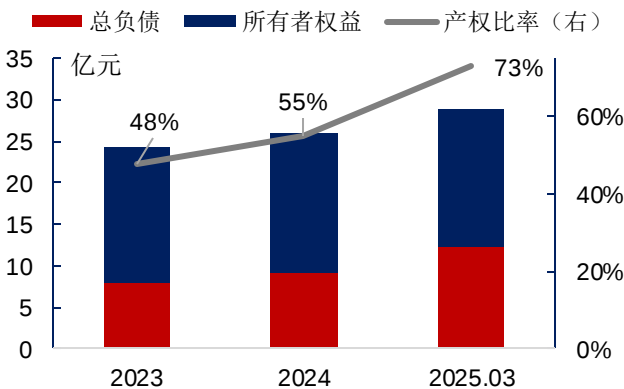
在利润累积的影响下，跟踪期内公司所有者权益略增，同时为推进大亚湾项目的建设和运营，公司负债有所增长，其中2025年3月末增幅较大，主要系公司在操作贷款置换过程中导致。整体来看，公司所有者权益对负债的覆盖效果持续较好。

建筑行业对产业链上游企业的资金挤占情况较为普遍，受此特性影响，公司应收账款、应收票据规

模较大。受营收下滑影响，2025年3月末，公司应收款项（包括应收账款、应收款项融资和应收票据，下同）合计占总资产比重下滑至27.46%。截至2024年末，公司应收票据、应收账款坏账准备余额分别为55.48万元和0.64亿元，总规模较上年末略增。其中按单项计提比例计提的应收账款账面价值为700.45万元，该部分回收难度较大。2025年5月13日，中证鹏元就公司2024年末应收账款前三十大应收对象、应收票据前五大应收对象进行核查，以民企居多，其中1家民企已被限制高消费且出现票据违约，对其应收账款余额为424.69万元，此外有部分民企/民企股东存在被执行信息，仍需持续关注各应收对象经营及现金流情况。

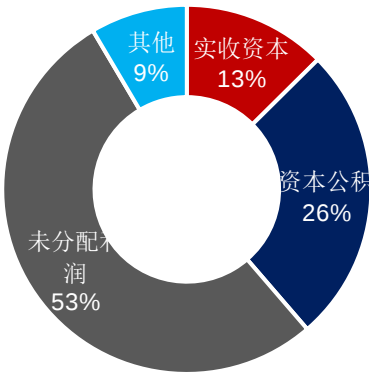
2025年3月末公司存货、固定资产规模均有所增长，主要受2024年底大亚湾基地进入试生产状态影响。公司有一定规模的现金类资产，其中2025年3月末，公司货币资金有所增长主要系公司在操作贷款置换过程中导致。此外，2024年末，公司无形资产中0.52亿元的土地使用权和143.40万元货币资金因抵押借款和诉讼冻结而受限。

图 9 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表 4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.30	18.35%	2.97	11.48%	5.96	24.42%
交易性金融资产	4.31	14.95%	3.63	14.03%	0.00	0.00%
应收票据	0.51	1.78%	0.38	1.47%	0.25	1.01%
应收账款	5.87	20.33%	6.15	23.80%	6.76	27.69%
应收款项融资	1.54	5.35%	1.99	7.70%	2.11	8.63%
存货	1.15	3.98%	0.53	2.06%	0.55	2.24%
流动资产合计	19.20	66.52%	16.31	63.07%	16.43	67.31%
固定资产	4.38	15.18%	2.80	10.83%	1.39	5.71%
在建工程	4.10	14.19%	5.61	21.70%	4.80	19.65%

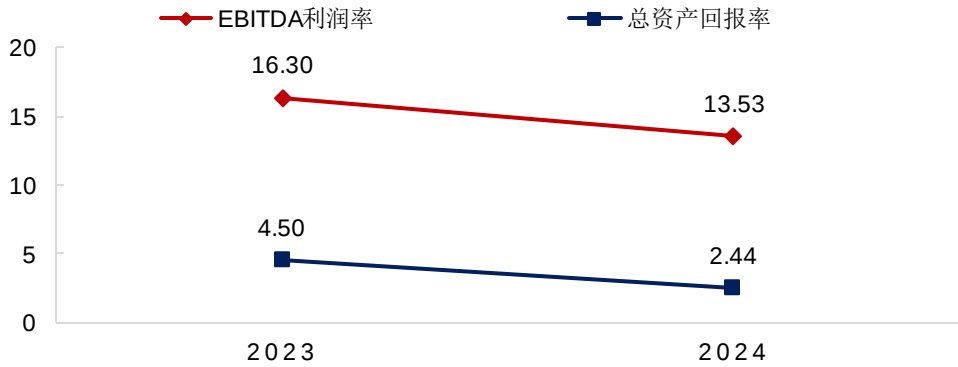
无形资产	0.79	2.72%	0.79	3.05%	0.81	3.32%
非流动资产合计	9.66	33.48%	9.55	36.93%	7.98	32.69%
资产总计	28.87	100.00%	25.87	100.00%	24.41	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受行业需求收缩和市场竞争加剧等因素影响，2024年公司盈利能力继续下滑。考虑到短期内房地产行业将继续调整，外加剂需求难见显著回升，预期公司盈利增长压力将持续较大。且2024年底公司大亚湾基地已进入试生产阶段，2025年该项目的折旧费用将对公司利润形成一定侵蚀，此外大亚湾基地为公司新拓化工板块业务，后续盈利情况仍有待观察。

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司对外融资规模不大，2025年3月末资产负债率为42.10%。公司刚性债务以长期借款和本期债券为主，基本用于大亚湾基地建设。本期债券的转股价格10.74元（2024年6月7日调整），2025年5月22日，公司A股收盘价为16.04元，转债溢价率为49.35%。

2024年末公司总债务规模为8.14亿元，较2023年末有所增长。此外，2025年3月末，公司长期借款增长较多，主要系公司在操作贷款置换过程中导致。公司刚性债务全部为长期债务，短期偿付需求主要集中在应付票据，此前，上游聚醚单体供应商普遍较强势，公司基本采用预付款模式进行结算，2024年在产业链需求整体走低的背景下，公司同供应商协商调高了票据结算的比例。

表 5 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	1.67	13.70%	1.95	21.28%	1.25	15.82%
应付账款	0.55	4.52%	0.67	7.27%	0.68	8.62%

流动负债合计	2.44	20.05%	2.98	32.47%	2.53	32.03%
长期借款	6.96	57.23%	3.47	37.84%	2.76	34.98%
应付债券	2.71	22.26%	2.67	29.10%	2.54	32.20%
非流动负债合计	9.72	79.95%	6.19	67.53%	5.36	67.97%
负债合计	12.16	100.00%	9.17	100.00%	7.89	100.00%
总债务	--	--	8.14	88.77%	6.67	84.58%
其中：短期债务	--	--	1.98	24.34%	1.35	20.20%
长期债务	--	--	6.16	75.66%	5.32	79.80%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024 年公司经营性现金流表现较好，但 FFO 大幅下滑，主营业务现金生成能力减弱。同时，随着大亚湾基地建设的推进，公司自由现金流规模有所下滑，偿债能力有所弱化。2025 年 1-3 月，公司经营活动现金流转为净流出，原因系 2025 年大亚湾基地进入试生产状态后，公司需要大规模采购环氧乙烷，但因试生产状态对原材料的需求尚不稳定，公司仅初步启用同中海壳牌签订的框架协议，使用现款向中海壳牌采购了环氧乙烷。

表 6 公司偿债能力指标

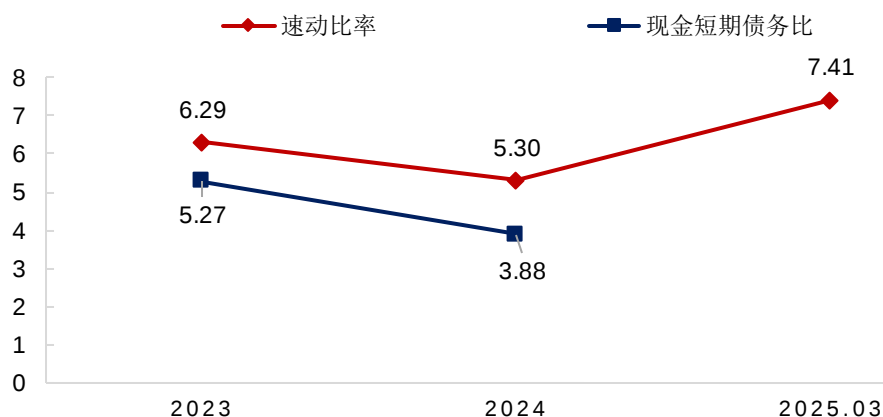
指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.21	1.76	1.58
FFO（亿元）	--	0.30	0.62
资产负债率	42.10%	35.46%	32.31%
净债务/EBITDA	--	0.69	-0.20
EBITDA 利息保障倍数	--	3.28	10.84
总债务/总资本	--	32.79%	28.76%
FFO/净债务	--	47.11%	-248.55%
经营活动现金流净额/净债务	--	279.06%	-639.72%
自由现金流/净债务	--	28.73%	726.00%

注：2023 年公司净债务为负，故相关指标为负。

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受应付票据规模增长影响，2024 年末公司流动性指标有所下滑，但公司短期偿债压力仍不大，截至 2025 年 3 月末，公司银行融资授信总额和未使用额度分别为 31.33 亿元和 22.69 亿元。且公司作为上市公司，融资渠道较多。但考虑到公司为民营企业，且属于地产关联行业，公司获取流动性资源的能力仍偏弱。

图 12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

近年公司离任董事及高管较多

2021年至2025年3月公司非独立董事及高管因个人原因离职且不再在公司任职的人数累计为5人，需关注上述人员变动对公司经营管理的影响。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2025年5月5日）、子公司惠州市红墙化学有限公司（报告查询日为2025年5月5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；公司公开发行的本期可转债均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年5月21日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、 本期债券偿还保障分析

本期债券由公司实际控制人刘连军及其配偶赵利华（系公司董事）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为经中国证券监督管理委员会核准本次发行可转债的本金及利息、违约金、损害赔偿金及债权人为实现债权而产生的合理费用，担保期限为本期债券存续期及债券到期之日起两年内或主债权（即本期债券的本金及利息）消灭之日（以先到者为准）。债券持有人依法将债券转让或出质

给第三人的，担保人在担保函约定的担保范围内继续承担担保责任。

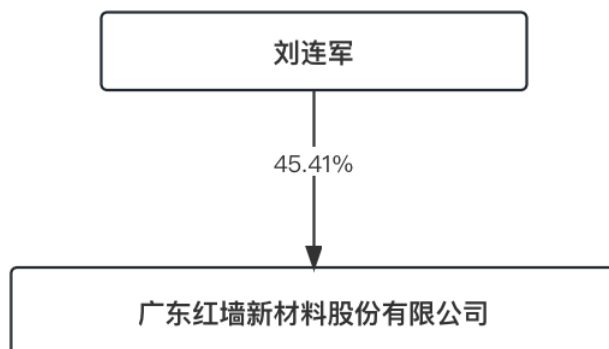
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	5.30	2.97	5.96	3.05
交易性金融资产	4.31	3.63	0.00	0.00
应收账款	5.87	6.15	6.76	7.96
流动资产合计	19.20	16.31	16.43	15.52
固定资产	4.38	2.80	1.39	1.58
在建工程	4.10	5.61	4.80	1.19
非流动资产合计	9.66	9.55	7.98	4.54
资产总计	28.87	25.87	24.41	20.06
应付票据	1.67	1.95	1.25	2.68
一年内到期的非流动负债	0.03	0.03	0.10	0.16
流动负债合计	2.44	2.98	2.53	3.97
长期借款	6.96	3.47	2.76	0.86
应付债券	2.71	2.67	2.54	0.00
非流动负债合计	9.72	6.19	5.36	0.92
负债合计	12.16	9.17	7.89	4.90
所有者权益	16.71	16.69	16.52	15.16
营业收入	1.30	6.75	7.61	9.38
营业利润	0.02	0.60	0.97	0.91
净利润	0.03	0.49	0.86	0.90
经营活动产生的现金流量净额	-0.21	1.76	1.58	1.27
投资活动产生的现金流量净额	-0.91	-5.24	-3.33	-0.98
筹资活动产生的现金流量净额	3.45	0.17	4.66	-1.94
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	0.91	1.24	1.15
FFO（亿元）	--	0.30	0.62	0.65
净债务（亿元）	--	0.63	-0.25	-1.00
销售毛利率	22.18%	29.20%	32.89%	27.87%
EBITDA 利润率	--	13.53%	16.30%	12.30%
总资产回报率	--	2.44%	4.50%	5.01%
资产负债率	42.10%	35.46%	32.31%	24.41%
净债务/EBITDA	--	0.69	-0.20	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	3.28	10.84	14.89
总债务/总资本	--	32.79%	28.76%	20.60%
FFO/净债务	--	47.11%	-248.55%	-64.81%
经营活动现金流净额/净债务	--	279.06%	-639.72%	-128.08%
速动比率	7.41	5.30	6.29	3.74

现金短期债务比	--	3.88	5.27	1.71
---------	----	------	------	------

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季报、中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
深圳市红墙投资有限公司	10,000.00	100%	投资、外加剂材料销售（内部销售）
惠州市红墙化学有限公司	21,000.00	100%	暂无经营业务
贵州红墙新材料有限公司	6,000.00	100%	外加剂销售
安徽红墙新材料有限公司	6,000.00	100%	外加剂销售
广西红墙新材料有限公司	5,000.00	100%	外加剂的生产、销售；原材料（内部销售）；汽车租赁
浙江红墙材料科技有限公司	5,000.00	100%	生产、销售外加剂
湖南红墙新材料有限公司	5,000.00	100%	生产、销售外加剂
河北红墙新材料有限公司	4,000.00	100%	生产、销售外加剂
广东红墙新材料销售有限公司	3,000.00	100%	原材料（内部销售）外加剂销售
四川红墙新材料有限公司	3,000.00	100%	外加剂销售
陕西红墙新材料有限公司	6,000.00	100%	外加剂生产、销售
中山市红墙新材料有限公司	500.00	100%	生产、销售外加剂
山东新红墙材料有限公司	1,000.00	100%	生产、销售外加剂
惠州市红墙运输有限公司	200.00	100%	货物运输
泉州森瑞新材料有限公司	100.00	100%	外加剂的生产、销售
惠州市红御涂料有限公司	1,500.00	100%	暂无经营业务
香港御河商贸有限公司	8,957.80	100%	投资、销售

资料来源：公司 2024 年度报告、公司提供，中证鹏元整理

附录四 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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号