

# 江西宏柏新材料股份有限公司相 关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【476】号 01



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。

# 江西宏柏新材料股份有限公司相关债券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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
宏柏转债	AA-	AA-

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：江西宏柏新材料股份有限公司（以下简称“宏柏新材”或“公司”，股票代码：605366.SH）作为生产功能性硅烷的企业，在含硫硅烷供应链中仍占有重要地位，与下游轮胎行业龙头企业合作关系较为稳定。同时中证鹏元也关注到硅烷行业竞争激烈，公司毛利水平持续下滑，在建项目能否实现预期收益存在较大不确定性；公司原材料成本占比高，产品调价存在周期导致公司面临成本控制压力，且公司作为江西省重点排污企业，面临一定的安全生产及环保风险。

## 评级日期

2025年6月26日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	40.95	40.97	30.00	28.76
归母所有者权益	20.91	21.01	19.89	20.07
总债务	16.65	15.89	6.66	5.00
营业收入	3.56	14.77	13.85	16.98
净利润	-0.06	-0.31	0.65	3.52
经营活动现金流净额	-1.26	2.77	1.95	3.48
净债务/EBITDA	--	1.10	2.09	-0.13
EBITDA 利息保障倍数	--	3.91	8.14	22.02
总债务/总资本	44.32%	43.05%	25.07%	19.94%
FFO/净债务	--	51.88%	37.44%	-525.44%
EBITDA 利润率	--	12.28%	14.35%	27.42%
总资产回报率	--	0.13%	2.57%	16.34%
速动比率	2.07	1.99	1.93	2.03
现金短期债务比	2.39	2.55	2.84	3.04
销售毛利率	9.69%	10.52%	15.17%	33.89%
资产负债率	48.94%	48.71%	33.70%	30.21%

注：2022年公司净债务为负。

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

## 联系方式

项目负责人：王玉婷  
wangyt@cspengyuan.com

项目组成员：郭磊  
guol@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **公司在含硫硅烷供应链中仍占有重要地位，硅烷产业链完整。**公司是我国含硫硅烷制造细分行业中具备循环经济体系及世界领先产业规模的企业之一，主要产品为硅烷偶联剂，2024 年新增建设并投产了氨基硅烷、环氧基硅烷等系列功能性硅烷产品及硅基新材料产线，产品矩阵丰富度提升，产业链更加完整。
- **公司与下游轮胎行业龙头企业合作关系较为稳定。**公司下游终端客户主要为大陆集团、住友轮胎、普利司通等全球前十大轮胎生产商，知名轮胎制造商对于上游含硫硅烷供应商的选择过程中考察程序繁杂，进入供应商体系后通常会进行长期战略合作，并且销售回款情况良好，产品需求稳定。

## 关注

- **多功能硅烷行业竞争激烈，公司产品价格下调导致毛利率水平进一步下滑，面临产能消化风险。**2024 年多功能硅烷行业竞争愈发激烈，公司主要产品市场价格下调，导致毛利率水平进一步下滑，2024 年及 2025 年 1 季度公司均亏损。截至 2024 年末，公司在建项目投资规模较大，主要围绕着扩大功能性硅烷中间体产能和产品品类开展，考虑到目前主要功能性硅烷企业仍在扩产，若下游需求增长放缓，在建项目是否能实现预期收益存在较大不确定性。
- **公司面临一定的成本控制压力。**公司采购的主要原材料包括硅块、氯丙烯、无水乙醇、炭黑等，原材料占营业成本的比重在 65% 以上，由于公司产品调价存在周期，特别是外销产品调价周期通常为半年或一年，在行业竞争日趋激烈背景下，若在调价周期内原材料价格大幅上涨将导致公司盈利承压。
- **公司面临一定的安全生产和环保风险。**作为化工企业，公司产品以及在生产过程中使用的部分原材料为危险化学品，存在一定的安全生产风险，公司及全资子公司江西江维高科股份有限公司属于江西省重点排污单位，且近期社会普遍关注乐平工业园区空气污染问题，乐平工业园区管委会由此加大了环保检查力度，公司面临一定的环保监管压力。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内功能性硅烷行业龙头企业之一，硅烷产业链布局完整，含硫硅烷产品市场占有率较高，与全球知名轮胎生产商合作关系较为稳定，客户资质较好。

## 同业比较（单位：亿元、%）

指标	江瀚新材 (603281.SH)	三孚股份 (603938.SH)	宏柏新材 (605366.SH)	晨光新材 (605399.SH)
总资产	53.12	31.05	<b>40.97</b>	34.04
净资产	49.48	24.29	<b>21.01</b>	22.04
资产负债率	6.85	21.79	<b>48.71</b>	35.27
营业收入	22.16	17.70	<b>14.77</b>	11.60
净利润	6.02	0.61	<b>-0.31</b>	0.41
销售毛利率	34.33	14.11	<b>10.52</b>	14.84

注：以上各指标均为 2024 年/年末数据。

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	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>

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	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	7/7
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					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

注：（1）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
宏柏转债	9.60	8.18	2024-12-19	2030-04-17

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2024年4月发行6年期9.60亿元可转换公司债券，募集资金计划用于九江宏柏新材料有限公司绿色新材料一体化项目（以下简称“一体化项目”或“募投项目”，预计总投资8.51亿元，拟投入募集资金7.00亿元）及补充流动资金（2.60亿元）。截至2024年末，公司募集资金专项账户余额为7.03亿元。

宏柏转债自2024年10月23日起可转换为公司A股股份，2024年142.19万张可转换公司债券进行了转股，增加股本0.26亿元，截至2025年6月10日，转股价格为5.45元/股。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变更，控股股东仍为宏柏化学有限公司（以下简称“宏柏化学”）和宏柏（亚洲）集团有限公司（以下简称“宏柏亚洲”），截至2024年末，二者合计持有公司40.07%股份，无股权质押情况，公司实际控制人为纪金树、林庆松、杨荣坤，通过宏柏化学、宏柏亚洲合计控制公司40.97%的表决权，上述三人为一致行动人，协议有效期至2026年8月止。截至2024年末，因公司本期债券转股，公司总股本增加至6.35亿股。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，仍主要从事功能性硅烷、纳米硅材料等硅基新材料及其他化学助剂的研发、生产与销售，主要产品包括硅烷偶联剂和气相白炭黑等。2024年公司新设子公司泰国宏柏有限责任公司（以下简称“泰国宏柏”）纳入合并范围，其主要从事功能性硅烷的生产与销售。

2025年2月，公司与美国迈图<sup>1</sup>（Momentive Performance Materials Inc.）下属的迈图（上海）投资有限公司、MOMENTIVE PERFORMANCE MATERIALS ASIA PACIFIC PTE. LTD.签署合资协议，成立迈图宏柏新材料（江西）有限公司（以下简称“迈图宏柏”），迈图宏柏的注册资本暂定为7.2亿元或等值美元，公司拟以非货币资产认缴出资暂定为3.672亿元或等值美元，占合资公司注册资本的51%，该合资设立公司事项尚需国家相关反垄断执法部门核准通过，并依适用法律办理工商注册登记手续，中证鹏元将持续关注合资公司设立进展及后续运营情况。

## 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**

<sup>1</sup> 美国迈图是全球第二大的有机硅产品及其关联产品的生产商，同时在石英及陶瓷材料行业也拥有世界领先的地位。

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，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。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。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。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。

## 行业环境

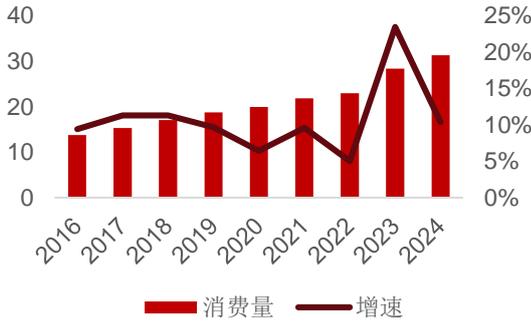
**中国是世界最大的功能性硅烷生产、出口与消费国，多功能硅烷行业竞争激烈，头部企业扩产能背景下大多采用价格竞争策略导致毛利水平下滑，若未来产能消化不及预期将对行业造成一定冲击**

功能性硅烷包括硅烷偶联剂和硅烷交联剂，广泛应用于橡胶、塑料、涂料和油墨、胶粘剂、铸造、玻璃纤维、填料、表面处理等行业。由于功能性硅烷能带来显著的材料性能改善，其应用实践不断扩展，根据SAGSI统计，2024年全球功能性硅烷消费量约63.35万吨，其中中国功能性硅烷消费量为31.33万吨，2020-2024年年均增长13.7%，预计到2029年我国消费量将达到50.45万吨。

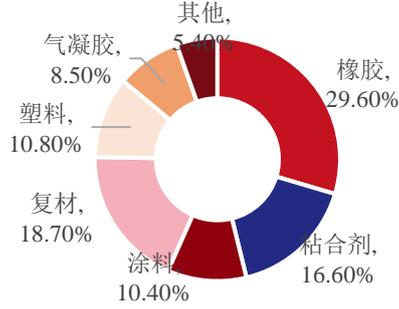
硅烷偶联剂可进一步分为含硫、氨基、乙烯基、环氧基、丙烯酰氧基等类别。含硫硅烷是目前产量及用量最大的一类功能性硅烷，主要用于与沉淀法白炭黑配伍生产“绿色轮胎”，可降低轮胎滚动阻力并提高轮胎的抗湿滑性能。根据国家统计局数据，近五年来，我国汽车保有量及橡胶轮胎外胎产量均呈快速增长趋势，并且已经成长为全球重要的轮胎生产中心，2024年中国橡胶加工行业消费含硫硅烷合计约为8.24万吨，同比增加9.2%。根据SAGSI披露，考虑到中国经济内循环以及新能源汽车市场逐步成熟，3-5年后中国轮胎工业对硅烷的需求将趋稳，预计2025-2029年期间该领域对功能性硅烷需求量年均将维持在9.4%的增长率，2029年将达到11.83万吨。从下游应用来看，光伏、新能源汽车、复合材料等领域对功能性硅烷产品需求将形成一定支撑。

图1 中国功能性硅烷消费量持续增长

图2 2024年全球功能性硅烷下游应用领域



资料来源：SAGSI，中证鹏元整理



资料来源：SAGSI，中证鹏元整理

**2024年功能性硅烷的主要原材料价格进一步下滑，受供给宽松、下游需求疲软影响，预期未来价格仍将低位震荡**

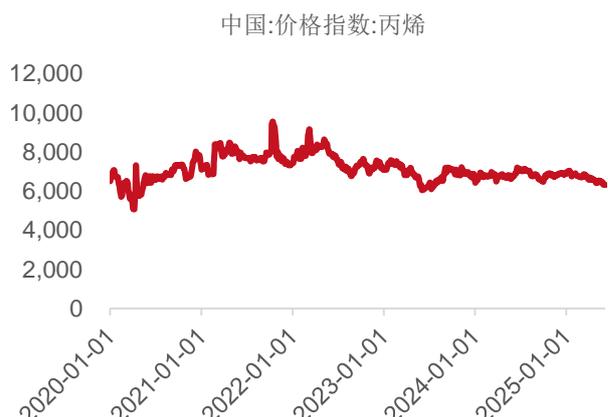
硅烷的合成方法分为直接法和间接法，其中多数企业采用间接法生产工艺。间接法生产工艺先用金属硅粉与氯化氢合成氯硅烷（通常为三氯氢硅），进而发展带有各种官能团的硅烷偶联剂系列产品。2024年受供给宽松、下游需求疲软影响，金属硅价格持续下滑，三氯氢硅作为中间材料，同样受供需关系影响，价格呈现明显下降趋势，三氯氢硅生产企业目前已到盈亏平衡线边缘，未来价格进一步下滑的空间有限。2024年丙烯价格指数进一步下滑，但受俄乌、中东地区冲突影响，丙烯主要原材料-原油、天然气价格可能存在波动。对于功能性硅烷行业而言，行业竞争激烈的背景下，行业内企业利润空间有限，原材料价格稳定将提供给企业价格竞争的基础，但若出现突发性的原材料供需失衡事件，将会导致行业内企业面临较大的成本控制压力。

图3 金属硅价格走势 (单位: 元/吨)

图4 丙烯指数走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**2024年多功能硅烷行业产能持续扩张，竞争进一步加剧，行业毛利率下滑，盈利能力将面临挑战**

目前中国为全球最大的功能性硅烷生产、消费和出口国。根据SAGSI统计，2024年全球功能性硅烷产能约为103.16万吨/年，增长依然主要来自中国。从产量看，2024年中国功能性硅烷产量达到40.14万吨，

同比增长约8.5%，全球产量约为55.2万吨，同比增长5.0%。

目前国内功能性硅烷领域的上市公司主要包括宏柏新材（605366.SH）、江瀚新材（603281.SH）、晨光新材（605399.SH）、三孚股份（603938.SH）等。根据SAGSI统计，2024年国内有5家功能性硅烷企业扩大或新建产能，总计功能性硅烷（剔除中间体和折纯）增产约12.62万吨/年。从行业特征来看，头部企业正在加速推进垂直一体化建设硅烷产业链，中小企业正在进行生产线改扩建，其他行业企业在切入硅烷赛道，行业产能逐步增长，竞争进一步加剧，行业在逐渐从高速增长阶段转向为高质量增长阶段，大部分头部企业采取以价促销策略，毛利率水平呈不同程度下滑。

**表1 2024年国内功能性硅烷主要上市公司情况（单位：万吨，%）**

公司名称	主要产品	2024年产量	2024年销售毛利率	2023年销售毛利率
宏柏新材	功能性硅烷、纳米硅材料等硅基新材料及其他化学助剂	9.55	10.52	15.17
江瀚新材	功能性有机硅烷及其他硅基新材料	30.93	34.33	37.55
晨光新材	功能性硅烷基础原料、中间体及成品	4.56	14.84	15.15
三孚股份	三氯氢硅、四氯化硅、高纯四氯化硅、电子级二氯二氢硅、电子级三氯氢硅、气相二氧化硅、硅烷偶联剂、氢氧化钾、硫酸钾等	28.69	14.11	23.87

注：上表中产量数据为各公司所有产品产量。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务仍为功能性硅烷、纳米硅材料等硅基新材料及其他化学助剂的研发、生产与销售，主要产品为硅烷偶联剂和气相白炭黑。2024年公司通过技术改造成为业内率先完成硅烷生产链闭环循环的公司，将生产过程中产生的副产物四氯化硅加工处理为气相白炭黑后对外出售，并且产品良率提升，气相白炭黑产品毛利率及收入有所增长，但由于行业竞争加剧，硅烷偶联剂产品单价下滑，导致公司整体销售毛利率下降。2025年一季度，因行业竞争激烈导致公司销售毛利率进一步下滑。

**表2 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
硅烷偶联剂	2.89	81.21%	9.74%	12.36	83.66%	11.20%	12.04	86.92%	19.79%
气相白炭黑	0.48	13.38%	13.49%	1.85	12.52%	5.47%	1.21	8.75%	-30.30%
其他	0.19	5.41%	-0.41%	0.56	3.82%	12.19%	0.60	4.33%	14.27%
合计	3.56	100.00%	9.69%	14.77	100.00%	10.52%	13.85	100.00%	15.17%

注：其他业务收入包括其他橡胶助剂、防黏剂、防老剂等产品销售收入。

资料来源：公司2023-2024年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司收入仍主要来自硅烷偶联剂，与马牌轮胎等全球前十大轮胎生产商合作关系较为稳定，但受行业竞争加剧、产能扩张影响，公司以价促销导致毛利率水平进一步下滑，外销产品贡献了公

### 司主要毛利，贸易战反复拉锯对公司营收及毛利造成冲击

跟踪期内，硅烷偶联剂仍是公司收入的主要来源，主要最终产品仍为三氯氢硅、HP669、HP1589、HP669C，包括少量中间体 $\gamma$  1、 $\gamma$  2，主要产品用途仍为绿色轮胎，硅烷偶联剂产品2024年在公司主营业务收入收入中占比维持在80%以上。受国内橡胶轮胎行业产量快速增长影响，公司产品产销率保持较高水平。

**表3 公司主要产品销售情况**

项目	2025年 1-3月	2024年	2023年
<b>硅烷偶联剂:</b>			
产量 (吨)	23,830.64	83,407.81	80,275.67
销量 (吨)	20,664.99	84,532.04	78,421.60
产销率	86.72%	101.35%	97.69%
单价 (万元/吨)	1.40	1.46	1.54
<b>气相白炭黑:</b>			
产量 (吨)	3,202.70	11,000.35	8,201.06
销量 (吨)	2,972.05	11,087.27	8,130.66
产销率	92.80%	100.79%	99.14%
单价 (万元/吨)	1.60	1.67	1.49

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司产品主要销售给境内外包括马牌轮胎等各大轮胎生产企业及长期合作的经销商，一般通过直销和经销的两种方式进行销售，其中外销中部分经销为非买断式销售，经销商充当贸易代理商的作用，向终端客户提供物流、仓储、配送的服务。在调价周期上，内销定价通常为单一议，定价周期较短，由于外销终端客户主要为海外大型轮胎厂商，且外销周期较长，为减少沟通成本并根据行业惯例，外销价格的调整周期一般为半年或一年，若原材料价格在此期间出现大幅波动，将导致公司面临成本控制压力。结算方式方面，国内客户大部分是60-90天票据结算，境外的客户有TT结算、款到发货结算等。

公司产品主要外销国家包括欧洲、泰国等，近年对公司毛利润贡献较大，2024年受行业竞争加剧影响，公司外销收入及毛利率有所下滑。为拓展东南亚市场及完善海外功能性硅烷产业供应体系，公司与泰国投资方成立了泰国宏柏，公司持股90.00%，2024年末公司已实际出资450.00万泰铢。在贸易战反复拉锯背景下，需关注主要进口国和地区贸易政策等因素的影响以及汇率波动带来的风险。

**表4 公司主营业务收入分区域构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
内销	107,239.52	74.47%	6.08%	91,850.81	68.38%	7.35%
外销	36,762.77	25.53%	22.42%	42,474.48	31.62%	30.77%
<b>合计</b>	<b>144,002.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.25%</b>	<b>134,325.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.76%</b>

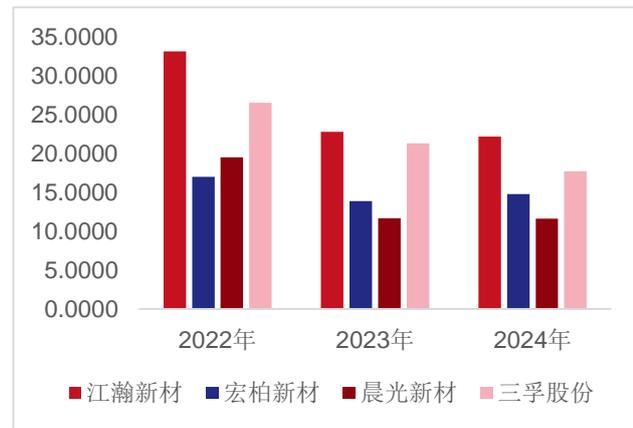
资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司是我国含硫硅烷制造细分行业中具备循环经济体系及世界领先产业规模的企业之一，公司客户

包括Continental AG（大陆集团）等世界前十大轮胎生产企业，知名轮胎制造商对于上游含硫硅烷供应商的选择过程中，通常要经过1-2年的考察及合格供应商认定程序，含硫硅烷企业在进入轮胎制造商供应链体系后，通常会进行长期战略合作，并且销售回款情况良好，产品需求稳定，2024年公司前五大客户占营业收入比重为21.67%，客户集中度持续下降。整体来看，公司客户稳定性较好，且终端客户主要为大陆集团、住友轮胎、普利司通等国内外知名轮胎企业，客户资质相对较好。

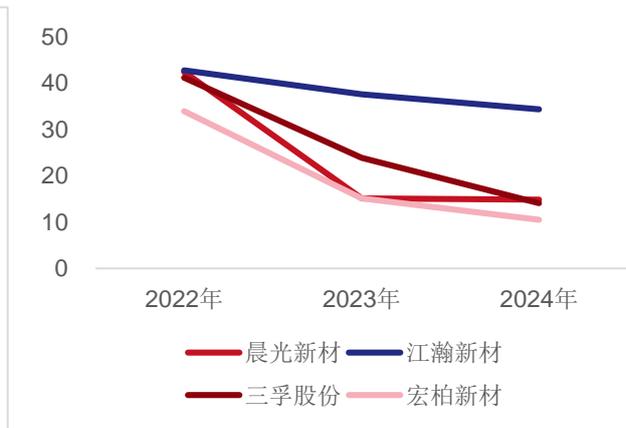
从功能性硅烷上市公司情况来看，受益于公司下游客户较为优质，公司营业收入规模较为稳定，其他同类上市公司营业收入自2022年以来均呈不同程度下滑。在行业竞争日趋激烈的情况下，各公司大多采取价格策略争夺市场份额，2024年毛利率均有所下滑，公司在行业内毛利率处于较低水平。

图5 同行业企业营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 功能性硅烷企业毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司原材料在营业成本中的占比较高，2024年原材料价格下降给予公司价格竞争基础，但在行业竞争日趋激烈的前提下，受制于产品订单调价存在滞后性，若原材料价格发生剧烈波动，公司将面临成本管控风险

公司产品的生产成本主要是直接材料成本，2024年直接材料占营业成本的比重为65.13%。公司从外部采购的主要原材料包括硅块、氯丙烯、无水乙醇、炭黑等，消耗的主要能源为电力。由于生产气相白炭黑带动人工需求增长，直接人工费用支出有所增加，对公司利润造成一定侵蚀。采购价格方面，2024年各主要原材料采购价格均有所下滑。由于产品订单调价存在滞后性，特别是国外订单价格通常半年或一年调整一次，若原材料价格在调价周期内出现大幅波动，将导致公司面临一定的成本控制压力。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元/吨、万元）

产品	2025年1-3月			2024年			2023年		
	数量	单价	金额	数量	单价	金额	数量	单价	金额
硅块	4,543.85	0.95	4,310.18	12,621.57	1.11	13,954.16	12,553.14	1.35	16,895.99
氯丙烯	5,621.09	0.60	3,384.28	22,482.03	0.57	12,750.58	18,562.63	0.57	10,500.04
无水乙醇	5,885.44	0.53	3,113.71	27,133.58	0.60	16,368.70	20,780.55	0.69	14,274.74

炭黑	2,849.31	0.61	1,746.22	10,038.24	0.70	7,013.28	7,560.48	0.77	5,851.92
----	----------	------	----------	-----------	------	----------	----------	------	----------

资料来源：公司提供

公司采购以向生产商直采及向贸易商采购相结合的方式，其中硅块、氯丙烯、无水乙醇、炭黑四种产品由于采购量较大，公司与生产型厂商达成长期合作关系，以直接向生产厂商采购为主，并配有部分贸易商以满足公司临时性或定制性的采购需求。结算方式上，包括月结和款到发货等，付款方式包括现金、票据结算和承兑结算等。

2024年公司前五大供应商占采购总额的比例为28.44%，集中度较低，主要采购对象包括江苏瑞恒新材料科技有限公司、宿州市皖神面制品有限公司<sup>2</sup>、云南基励新材料有限公司、丰城黑豹炭黑有限公司等，供应商较为稳定。

2024年公司运营效率有所优化，但与同行业公司相比，仍有一定提升空间。功能性硅烷企业采购的主要原材料基本相似，公司在应收账款周转效率上略低于部分同行，主要系下游客户结构和行业分布情况差异所致，公司客户相对集中在轮胎行业，且多数为长期稳定客户，给予了相对较长的信用期。

**表6 主要功能性硅烷上市公司运营效率情况（单位：天）**

项目	宏柏新材		江瀚新材	晨光新材	三孚股份
	2024年	2023年	2024年	2024年	2024年
应收账款周转天数	82.32	89.72	41.38	37.42	23.04
应付账款周转天数	63.10	55.29	33.88	120.16	50.21
存货周转天数	73.71	84.40	41.03	67.39	40.03
净营业周期	92.92	118.83	48.53	-15.35	12.86

资料来源：Wind，中证鹏元整理

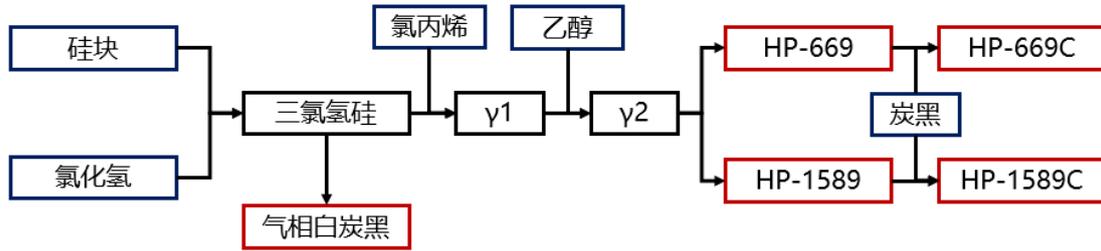
**跟踪期内，公司生产工艺及流程无重大变化，2024年新增部分产线，且在建项目尚需投资规模较大，在行业内头部企业扩产能的背景下，新增项目投产后的产能能否顺利消化存在一定不确定性**

公司目前的生产基地位于江西省景德镇乐平工业园区，乐平工业园区为省级开发区，是江西省30家重点工业园区之一及省级精细化工产业基地，本期债券募投项目在江西省九江市新建生产基地，位于瑞昌市经济开发区码头工业城，属于江西省化工园区认定合格名单中的园区，截至本报告出具日，由于行业竞争激烈，公司对于扩产能持较为谨慎态度，本期债券募投项目建设进度较为缓慢。

2024年公司新增建设并投产了氨基硅烷、环氧基硅烷、苯基硅烷、巯基硅烷、酰氧基硅烷、高温硅橡胶、二氧化硅气凝胶等系列功能性硅烷产品及硅基新材料产线，产品矩阵丰富度提升，公司主要产品生产工艺流程未发生重大变化， $\gamma$ 1为公司生产流程中的核心环节，其后续流程既包括公司主要产品硅烷偶联剂的生产，也涵盖副产品气相白炭黑的合成，能够较好地体现公司整体的产能利用情况。2024年公司产品销售情况较好， $\gamma$ 1的产量相较于2023年大幅增长，产能利用率处于较高水平。

<sup>2</sup> 宿州市皖神面制品有限公司现已更名为安徽皖神生物科技股份有限公司。

图7 公司主要产品的生产流程图



注：图中蓝框为原材料，黑框为中间产品，红框为主要外销产品。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

表7 公司  $\gamma 1$  产能利用率情况（单位：吨）

项目	2024 年	2023 年
产能	35,000.00	35,000.00
产量	45,403.14	36,809.17
产能利用率	129.72%	105.17%

资料来源：公司提供

截至2024年末，公司在建项目仍主要围绕着功能性硅烷展开，通过投资建设气凝胶、特种硅烷、氨基硅烷等项目，扩充终端产品品类，有助于拓展和完善以氯硅烷闭锁循环为基础的绿色生产体系，实现各个生产环节的产能平衡。但需注意的是，公司主要在建项目尚需投资9.12亿元，面临一定的资本开支压力，此外随着行业内企业积极扩大功能性硅烷产能，公司募投及在建项目实现收益存在较大不确定性，若募投及在建项目收益不及预期，将对公司盈利能力及偿债能力造成不利影响。

表8 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资额	资金来源	设计产能	建设进度
一体化项目*	85,082.99	6,619.67	募集资金+自筹资金	新增有机硅产能 7.00 万吨，钛酸酯偶联剂 2.80 万吨，中间体产能 5.00 万吨	厂前区规划建设
年产 4.0 万吨硅基新材料绿色循环产业链项目	32,000.00	24,226.88	自筹资金	年产 4.0 万吨硅基新材料生产能力	已建成
氯硅烷绿色循环产业链建设项目	27,142.50	35,017.15	募集资金+自筹资金	三氯氢硅 50,000 吨产能	已建成
年产 3.0 万吨特种有机硅新材料项目	15,000.00	29,387.54	自筹资金	年产 3 万吨特种硅烷生产能力	已建成
功能性气凝胶生产基地建设项目	12,236.25	7,228.39	募集资金+自筹资金	功能性气凝胶产能 10,000 立方米/年	已建成 3,000 立方每年
新型有机硅材料	6,000.00	14,836.98	募集资金+自筹资金	氨基硅烷产能 9,000 吨/年	已建成
<b>合计</b>	<b>177,461.74</b>	<b>117,316.61</b>	-	-	

注：“\*”为宏柏转债募投项目。  
资料来源：公司提供

## 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2023-2024年审计报告以及未经审计的2025年1-3月财务报表。

受负债融资和经营积累影响，近年公司资产规模持续增长，主要为现金类资产和厂房设备等，整体资产质量尚可，但公司产品价格持续下滑，盈利指标及趋势进一步弱化，2024年及2025年一季度已出现亏损，且项目建设对外部融资依赖程度较高，需关注盈利能力变化对公司偿债能力的影响

### 资本实力与资产质量

2024年公司发行本期债券募集资金9.60亿元，带动负债规模大幅增长，截至2025年3月末，公司所有者权益对负债的保障程度一般。

图8 公司资本结构

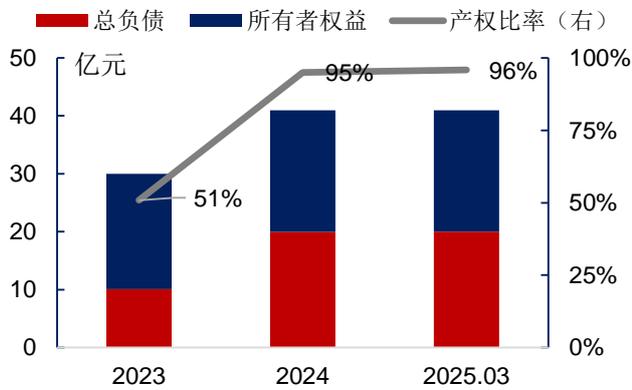
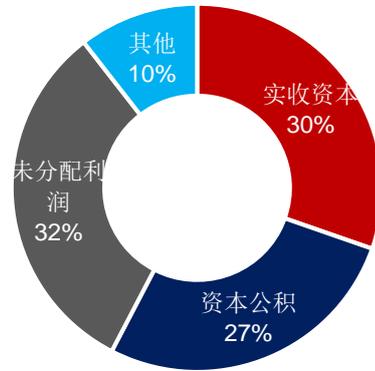


图9 2025年3月末公司所有者权益构成



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

注：上图资本公积减去了库存股。

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

公司为化工制造企业，生产设备、厂房等固定资产比例占比较高。2024年末公司固定资产大幅增长，主要为公司硅基材料绿色循环产业链项目、功能性气凝胶一期、东莞研究院等项目转固所致，其中1.83亿元资产产权证书正在办理中。

公司货币资金主要为银行存款，2024年末0.88亿元因设置保证金等原因使用受限。对于本期债券募投资金尚未使用部分，公司购买了流动性好、安全性高的理财产品，由此交易性金融资产大幅增长。2024年末，公司应收账款主要为应收货款，规模较为稳定，前五大应收账款合计占期末余额28.26%，前五大客户主要为国内外知名的轮胎企业，应收账款账龄在1年以内的占比97.23%，款项回收风险相对可控。公

司存货主要包括原材料、发出商品、库存商品和其他周转材料等，因公司加快存货周转，2024年末存货规模同比有所下滑，但值得注意的是，由于近年公司主要原材料和产品价格呈下降趋势，存货存在跌价风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

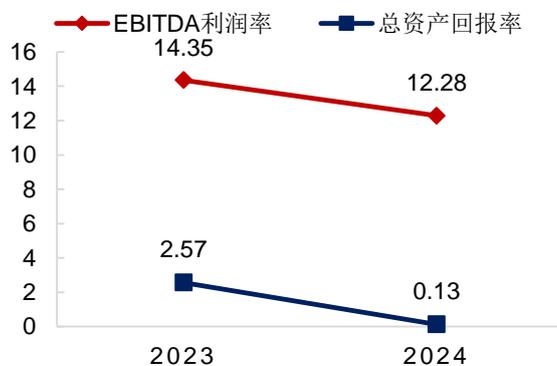
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.89	24.14%	8.87	21.65%	1.74	5.80%
交易性金融资产	3.09	7.54%	4.56	11.14%	0.00	0.00%
应收账款	3.47	8.48%	3.33	8.12%	3.43	11.43%
应收款项融资	1.16	2.83%	0.87	2.12%	1.11	3.70%
存货	2.53	6.18%	2.38	5.80%	3.04	10.12%
<b>流动资产合计</b>	<b>20.56</b>	<b>50.20%</b>	<b>20.47</b>	<b>49.96%</b>	<b>10.44</b>	<b>34.79%</b>
固定资产	16.73	40.84%	17.15	41.86%	13.70	45.68%
在建工程	0.81	1.98%	0.56	1.37%	2.89	9.65%
<b>非流动资产合计</b>	<b>20.39</b>	<b>49.80%</b>	<b>20.50</b>	<b>50.04%</b>	<b>19.56</b>	<b>65.21%</b>
<b>资产总计</b>	<b>40.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.00</b>	<b>100.00%</b>

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

2024年公司营业收入仍主要来自硅烷偶联剂、气相白炭黑和其他化学助剂等，由于公司改进生产工艺，气相白炭黑收入有所增长。由于产品价格下调，导致公司毛利率水平有所下降，EBITDA利润率及总资产回报率下滑，公司盈利趋势进一步弱化，2024年公司由盈转亏。在行业竞争加剧、各头部企业扩产能、降价格的背景下，行业内企业毛利率水平均有所下滑，下游需求及原材料价格波动预计将导致公司盈利能力继续承压。

图10 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

由于2024年发行本期债券，公司债务规模大幅上升，从期限结构来看，以长期债务为主。截至2024年末，公司短期借款主要为信用借款及商业汇票贴现，应付票据主要系银行承兑汇票，一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款。因本期债券发行，2024年末公司应付债券规模大幅增长。公司偿债资金来源主要为银行贷款借新还旧及经营累积，因行业竞争日趋激烈且整体毛利率水平下滑，需关注盈利能力变化对公司偿债能力的影响。

经营性债务方面，公司应付账款包括应付供应商货款、应付设备工程款等，随着业务规模的扩大以及在在建项目的持续推进，2024年应付账款规模进一步增长。

**表10 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
短期借款	2.72	13.56%	2.37	11.89%	0.20	1.98%
应付票据	1.49	7.41%	1.61	8.08%	0.34	3.41%
应付账款	2.10	10.49%	2.79	13.97%	1.85	18.26%
一年内到期的非流动负债	1.74	8.66%	1.63	8.15%	0.47	4.68%
<b>流动负债合计</b>	<b>8.73</b>	<b>43.56%</b>	<b>9.08</b>	<b>45.49%</b>	<b>3.83</b>	<b>37.88%</b>
长期借款	3.53	17.62%	3.16	15.85%	5.59	55.34%
应付债券	7.14	35.63%	7.07	35.43%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.31</b>	<b>56.44%</b>	<b>10.88</b>	<b>54.51%</b>	<b>6.28</b>	<b>62.12%</b>
<b>负债合计</b>	<b>20.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.11</b>	<b>100.00%</b>
总债务	16.65	83.06%	15.89	79.60%	6.66	65.84%
其中：短期债务	5.94	35.67%	5.61	35.33%	1.02	15.29%
长期债务	10.71	64.33%	10.27	64.67%	5.64	84.71%

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

由于公司2024年上游采购原材料账期拉长，采用票据结算增多，经营性活动现金流支出减少，且收到增值税留抵退税款较上年同期增加，导致经营性活动现金流净额增长；因EBITDA大幅降低及发行本期债券导致利息费用大幅增长，从而FFO有所下滑。近年公司资产负债率水平进一步提高，债务压力明显增大，但募投资金规模较大，闲置资金尚未支出，导致公司净债务水平有所下滑。2024年公司资本开支规模较大，经营活动现金流难以完全覆盖，且后续仍有较大规模的项目建设投入需求，故自由活动现金流/净债务能更好地体现公司杠杆比率波动性，以此来看，公司杠杆比率波动性表现一般。

**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

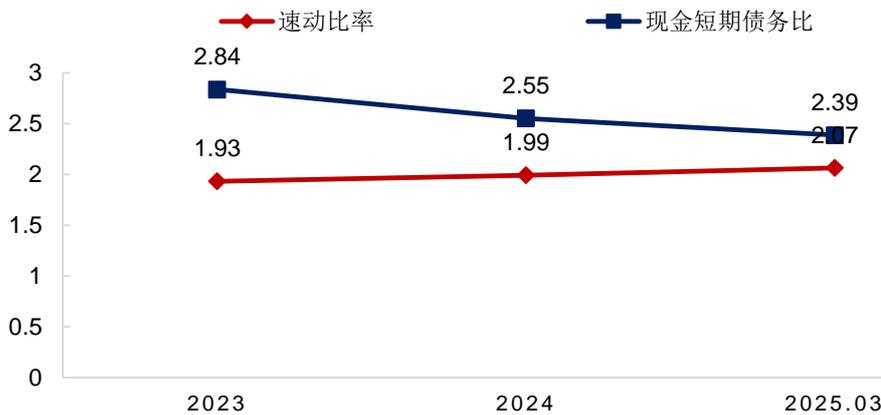
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
收现比	0.58	0.85	0.90
经营活动现金流净额（亿元）	-1.26	2.77	1.95
FFO（亿元）	--	1.04	1.56
资产负债率	48.94%	48.71%	33.70%

净债务/EBITDA	--	1.10	2.09
EBITDA 利息保障倍数	--	3.91	8.14
总债务/总资本	44.32%	43.05%	25.07%
FFO/净债务	--	51.88%	37.44%
经营活动现金流净额/净债务	-49.11%	138.50%	46.91%
自由活动现金流/净债务	-56.49%	86.94%	-63.60%

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

流动性表现方面，由于公司现金类资产及短期债务均大幅增长，公司现金短期债务比有所下滑，考虑到公司债务以长期为主，偿还短期债务压力不大。截至2024年末，公司共获取授信总额和未使用额度分别为18.31亿元和9.66亿元，资产受限规模很小，且公司作为上市公司，能够通过直接融资渠道在资本市场融资，具有较好的融资弹性。

图11 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

#### 公司面临一定的安全生产及环保风险

公司作为化工企业，公司产品以及在生产过程中使用的部分原材料为危险化学品，存在一定的安全生产风险。此外，产品生产过程中会产生一定的废水、废气和废渣，根据江西省生态环境厅《2022年全省重点排污单位名录汇总名单》公布的重点排污单位清单，公司（水、大气、土壤）及全资子公司江西江维高科股份有限公司（大气）属于重点排污单位。2024年公司环保投入0.66亿元，污染物排放总量未超过核定的排放总量，污染物全部达标排放，但乐平市近期以来频繁曝光空气污染等相关情况，乐平工业园区管委会加大巡检频次及检查力度，未来仍需密切关注公司可能存在的超标排放情况及其对生产经营造成的不利影响。

## 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（2025年6月13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，截至报告查询日（2025年6月18日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

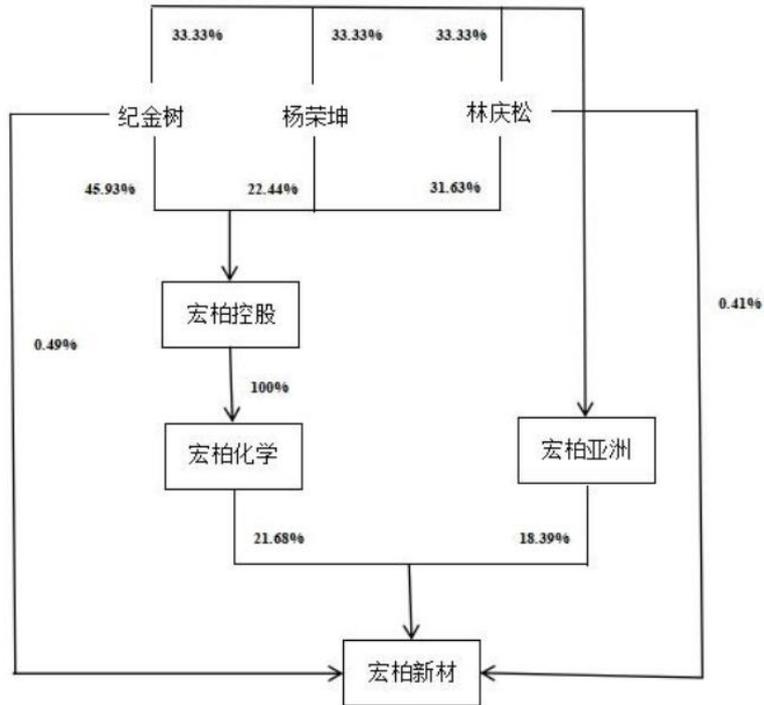
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	9.89	8.87	1.74	3.64
应收票据	0.04	0.02	0.04	0.00
应收账款	3.47	3.33	3.43	3.48
流动资产合计	20.56	20.47	10.44	12.65
固定资产	16.73	17.15	13.70	8.38
在建工程	0.81	0.56	2.89	4.41
非流动资产合计	20.39	20.50	19.56	16.11
资产总计	40.95	40.97	30.00	28.76
短期借款	2.72	2.37	0.20	1.82
应付票据	1.49	1.61	0.34	0.00
应付账款	2.10	2.79	1.85	1.76
一年内到期的非流动负债	1.74	1.63	0.47	0.15
流动负债合计	8.73	9.08	3.83	5.01
长期借款	3.53	3.16	5.59	3.01
应付债券	7.14	7.07	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	11.31	10.88	6.28	3.68
负债合计	20.04	19.96	10.11	8.69
总债务	16.65	15.89	6.66	5.00
其中：短期债务	5.94	5.61	1.02	1.96
长期债务	10.71	10.27	5.64	3.03
所有者权益	20.91	21.01	19.89	20.07
营业收入	3.56	14.77	13.85	16.98
营业利润	-0.06	-0.42	0.47	4.07
净利润	-0.06	-0.31	0.65	3.52
经营活动产生的现金流量净额	-1.26	2.77	1.95	3.48
投资活动产生的现金流量净额	1.31	-5.46	-3.92	-4.20
筹资活动产生的现金流量净额	0.93	8.87	0.03	0.94
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	1.81	1.99	4.66
FFO（亿元）	--	1.04	1.56	3.18
净债务（亿元）	2.57	2.00	4.15	-0.61
销售毛利率	9.69%	10.52%	15.17%	33.89%
EBITDA 利润率	--	12.28%	14.35%	27.42%
总资产回报率	--	0.13%	2.57%	16.34%
资产负债率	48.94%	48.71%	33.70%	30.21%

净债务/EBITDA	--	1.10	2.09	-0.13
EBITDA 利息保障倍数	--	3.91	8.14	22.02
总债务/总资本	44.32%	43.05%	25.07%	19.94%
FFO/净债务	--	51.88%	37.44%	-525.44%
经营活动现金流净额/净债务	-49.11%	138.50%	46.91%	-575.12%
速动比率	2.07	1.99	1.93	2.03
现金短期债务比	2.39	2.55	2.84	3.04

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 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年度报告

### 附录三 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

## 附录四 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
<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。

### 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。

### 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。

### 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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号