



2024年江西宏柏新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024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，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

2024年江西宏柏新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024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

本次评级结果是考虑到：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公司依赖外部融资继续围绕着扩大功能性硅烷中间体产能和产品品类进行投资，在同行业头部企业扩产能的背景下，公司项目投产后面临一定的产能消化风险，2023年公司主要产品市场价格下调导致公司营收及毛利率水平均有所下滑，2024年江西宏柏新材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“宏柏转债”或“本期债券”）成功发行使得公司债务压力明显上升，且募投项目实施收益存在一定不确定性，公司原材料在营业成本中的占比较高，受产品调价周期影响，公司面临一定的成本控制压力，此外公司作为化工企业，还面临一定的安全生产和环保风险。

评级日期

2024年06月27日

联系方式

项目负责人：韩飞
hanf@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@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）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	30.86	30.00	28.76	23.34
归母所有者权益	19.98	19.89	20.07	17.41
总债务	7.87	6.66	5.00	3.65
营业收入	3.77	13.85	16.98	12.83
净利润	0.07	0.65	3.52	1.68
经营活动现金流净额	-0.33	1.95	3.48	0.77
净债务/EBITDA	--	2.09	-0.13	-1.59
EBITDA 利息保障倍数	--	8.14	22.02	39.93
总债务/总资本	28.26%	25.07%	19.94%	17.35%
FFO/净债务	--	37.44%	-525.44%	-51.72%
EBITDA 利润率	--	14.35%	27.42%	22.01%
总资产回报率	--	2.57%	16.34%	9.69%
速动比率	2.98	1.93	2.03	2.45
现金短期债务比	8.27	2.84	3.04	2.58
销售毛利率	12.05%	15.17%	33.89%	26.81%
资产负债率	35.26%	33.70%	30.21%	25.38%

注：2021-2022年公司盈余现金较多，导致公司净债务为负；
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

优势

- 跟踪期内公司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。公司为国内功能性硅烷行业龙头企业之一，主要产品为硅烷偶联剂，行业排名前三，下游终端客户主要为大陆集团、住友轮胎、普利司通、固铂轮胎、马牌轮胎等全球前十大轮胎生产商，跟踪期内与客户关系较为稳定。

关注

- 公司主要产品市场价格下调导致公司营收规模及毛利率水平均有所下滑，且公司面临一定的产能消化风险。2023年公司主要产品市场价格下调，导致公司虽产品销售数量上涨但营收及毛利率水平均有所下滑。截至2023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展开，随着项目投产，公司产能将进一步提升，但考虑到目前主要功能性硅烷企业均在扩产，不同类型的功能性硅烷下游应用领域较多，包括光伏、风电等行业，若下游需求增速不及硅烷行业扩产速度，新增产能能否顺利消化存在一定不确定性。
- 本期债券发行规模较大，使得公司债务压力明显上升，募投项目实现收益存在一定不确定性。本期债券发行规模9.60亿元，使得公司债务规模大幅提升，公司杠杆率已较高，本期债券募投项目规模较大，在行业扩产能的背景下，若募投项目收益不及预期，将对公司盈利能力及偿债能力造成不利影响。
- 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出现大幅上升将导致公司面临一定的成本控制压力。
- 公司面临一定的安全生产和环保风险。公司作为化工企业，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，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，预计公司业务持续性较好，经营风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元，%）

指标	江瀚新材	晨光新材	三孚股份	公司
总资产	51.63	31.53	32.96	30.00
净资产	47.74	21.85	24.06	19.89
资产负债率	7.53	30.70	27.02	33.70
营业收入	22.77	11.65	21.29	13.85
净利润	6.55	1.01	1.78	0.65
销售毛利率	37.55	15.15	23.87	15.17

注：（1）以上各指标均为2023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	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	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	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		8/9
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-

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 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。

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	9.60	2023-04-13	2030-04-17

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2024年4月17日发行6年期9.60亿元本期债券，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”）及补充流动资金。一体化项目完全达产后，将新增有机硅产品产能7.00万吨，钛酸酯偶联剂2.80万吨，中间体产能5.00万吨，达产年销售收入预计为34.57亿元，达产年利润为3.59亿元。截至2024年5月31日，公司募集资金专项账户余额为7.00亿元。

宏柏转债自2024年10月23日起可转换为公司A股股份，目前转股价格为7.51元/股。

三、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5月末，二者合计持有公司41.55%股份，其中1.54亿股已被质押，占总股本的比例为25.21%，公司的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41.55%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3月末，因公司资本公积转增股本，公司总股本增加至6.12亿股。

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。2023-2024年1-3月，公司合并范围新增一家子公司，截至2024年3月末，公司纳入合并范围的公司共8家，具体明细如附录四所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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	业务性质	合并方式
上海宏柏宏曜新材料有限公司	100.00%	1,500.00	批发和零售业	新设

资料来源：公开资料

四、运营环境

（一）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。

（二）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产品价格有所下滑，若下游需求不及预期将导致行业竞争更加剧烈，且产能消化存在一定风险

多功能硅烷用途广泛，其中含硫硅烷主要用于橡胶工业，随着国内经济内循环以及新能源汽车市场逐步成熟，含硫硅烷企业业绩有望受益于中国轮胎工业发展而增长

功能性硅烷包括硅烷偶联剂和硅烷交联剂，硅烷偶联剂可以改善聚合物与无机物实际粘接强度，还可以在界面区域产生改性作用，把两种性质悬殊的材料连接在一起，因此广泛应用于橡胶、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，硅烷交联剂通常用以线型分子间架桥，从而促进或调解分子链间共价键或离子键的形成，是单组分室温硫化硅橡胶的核心部分。目前，功能性硅烷行业同时处于成长期与成熟期，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，2023年全球功能性硅烷消费量约52.55万吨，中国功能性硅烷消费量为25.01万吨，较2022年增长8.8%，预计到2027年功能性硅烷国内需求量将达到35.5万吨、净出口量将达到21.3万吨。

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。含硫硅烷是以硫为主要功能基团的一类功能性硅烷的统称，是目前产量及用量最大的一类功能性硅烷，主要应用于橡胶工业。含硫硅烷可有效提高白炭黑填料与橡胶分子结合能力，并能促进橡胶硫化，同时具有偶联剂、促进剂和硫化剂的作用，已经成为子午线轮胎生产的重要原料。采用该类硅烷与沉淀法白炭黑复配生产的“绿色轮胎”¹，可降低轮胎滚动阻力并提高轮胎的抗湿滑性能，从而更加节能和安全。根据中国橡胶工业协会发布的《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》，轮胎行业“十四五”期间，绿色轮胎市场化率要升至70%以上。根据SAGSI统计，2023年我国橡胶加工行业对含硫硅烷的消费量合计约为7.55万吨，同比增长13.0%，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持续稳定增长，预计2024-2028年期间该领域对功能性硅烷需求量年均将达到10.3%的增长率，2028年将达到12.33万吨。

对于乙烯基硅烷、氨基硅烷、环氧基硅烷和丙烯酰氧基硅烷等其他功能性硅烷产品，在光伏、风电等领域均有应用，如光伏玻璃和EVA胶膜中间需要加入一定量的硅烷偶联剂进行粘接，光伏组件与接线盒接触以及与铝合金边框接触所使用的光伏胶需要借助氨基硅烷进行合成，风电叶片中环氧树脂和玻璃纤维的融合需要添加硅烷偶联剂。根据国家能源局发布的数据显示，2023年全国风电装机容量约4.41亿千瓦，同比增长20.7%，太阳能发电装机容量约6.09亿千瓦，同比增长55.2%，在碳中和政策背景下，长期来看光伏、风电等领域能够对非含硫功能性硅烷产品的需求形成一定支撑。

图1 中国功能性硅烷消费量持续增长

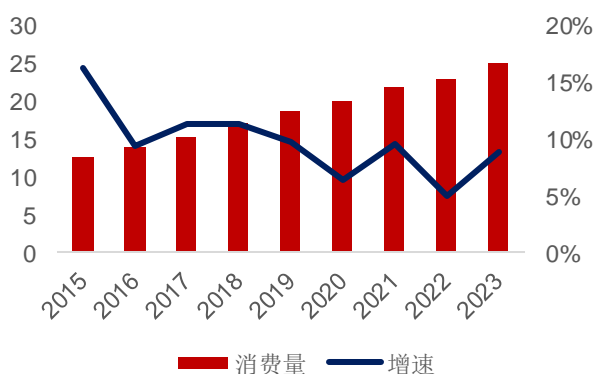
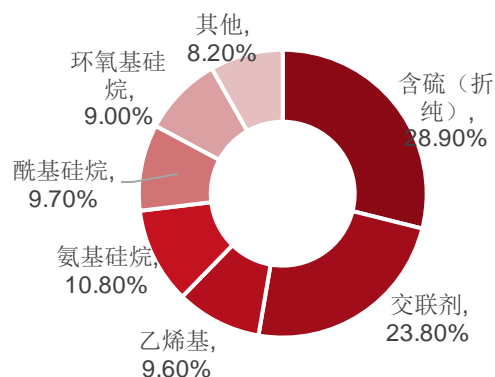


图2 2023年全球功能性硅烷下游应用领域



¹绿色轮胎指指由于应用新材质和设计，而导致滚动阻力小，因而耗油低、废气排放少的子午线轮胎。

资料来源：SAGSI，中证鹏元整理

资料来源：SAGSI，中证鹏元整理

国家推动低端产能产线出清，有利于资金实力强、有技术积淀的行业龙头企业进一步扩大市场份额和优势，但受竞争加剧、头部企业大幅扩产影响，多功能硅烷产品2023年价格有所下滑，若未来需求不及预期，产品价格将维持在低位震荡且行业产能消化存在一定风险

自2008年全球金融危机以来，受成本压力、产业配套、环保监管等因素影响，海外功能性硅烷生产商没有大规模的产能扩建，海外市场供应能力有限。而欧美等国家存在着较大的功能性硅烷需求，使得中国逐渐发展为全球最大的功能性硅烷生产、消费和出口国。根据SAGSI统计，2023年全球功能性硅烷产能约为89.14万吨/年，同比增长1.4%，增长依然主要来自中国。全球硅烷产量约为52.55万吨，同比增长5.8%，全球产能利用率为59%。2023年中国功能性硅烷生产企业40多家，产能约68.36万吨/年（以功能性硅烷产品计算，不含中间体），产量约为37.32万吨。2023年中国出口功能性硅烷约13.26万吨（折纯），进口约0.95万吨。

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，截至2023年末上述头部上市公司产量占国内产量的比重约为50.66%，集中度较高。考虑到在国内安全和环保要求持续收紧、供给侧改革持续推进的背景下，硅烷企业将朝着大型化、一体化和区域化的趋势发展，各主要上市公司仍在扩大产能，其中晨光新材拟在安徽铜陵建设年产30万吨功能性硅烷项目、拟在江西九江建设年产2.3万吨特种有机硅材料项目和年产6.5万吨有机硅新材料技改扩能项目、拟在宁夏中卫建设年产30万吨硅基及气凝胶新材料项目，江瀚新材新增9万吨功能性硅烷烷偶联剂及中间体建设项目，宏柏新材拟在江西九江建设年产7万吨功能性硅烷项目，三孚股份计划建设硅烷偶联剂另一个重点原料项目——3万吨/年氯丙烯。随着项目建成投产，未来行业集中度预计将进一步提升，行业整体产能规模预计将出现大幅增长，虽然下游各品类生产可以进行切换以及三氯氢硅等中间体直接对外销售，但若光伏、风电等下游需求增速放缓，仍可能面临产能消化风险。2023年，受竞争加剧、产能扩张影响，各头部企业大多采取了降价销售策略，从而出现了不同程度毛利率下滑，若市场需求及产能消化不及预期，产品价格将有进一步下滑的可能。

表2 2023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	2023年产量	2023年销售毛利率	2022年销售毛利率
宏柏新材	三氯氢硅、含硫硅烷、气相二氧化硅	8.96	15.17	33.89
江瀚新材	含硫硅烷、氨基硅烷、甲基丙烯酰氧基硅烷、环氧基硅烷、乙烯基硅烷、交联剂及中间体	27.27	37.55	42.69
晨光新材	三氯氢硅、乙烯基硅烷、环氧基硅烷、氨基硅烷、苯基硅烷、交联剂及中间体等	4.14	15.15	42.36
三孚股份	三氯氢硅及其衍生物	29.27	23.87	41.17

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，各公司公开披露的年度报告，中证鹏元整理

2023年功能性硅烷的主要原材料价格较为稳定，但若发生突发性供需失衡事件，将会对多功能硅烷生产企业产生带来成本管控压力

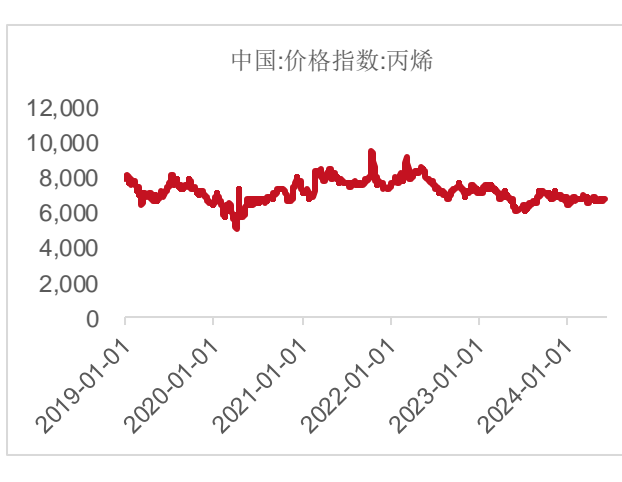
硅烷的合成方法分为直接法和间接法，其中多数企业采用间接法生产工艺。直接法生产工艺以硅粉、醇为原料，直接合成三烷氧基硅烷，再进一步接入所需官能团合成目标产品，虽然因为生产过程中没有引入氯化氢，降低了环境污染及减少设备腐蚀，但该方法只能生产少数硅烷，而间接法生产工艺则是先用金属硅粉与氯化氢合成氯硅烷（通常为三氯氢硅），进而发展带有各种官能团的硅烷偶联剂系列产品。

图3 金属硅价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 丙烯指数走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023年上半年中国工业硅行业供需关系逐步宽松压制硅价，使得硅价持续下行，年中触底，随后阶段性因供需错配，使得价格中枢贴近成本线震荡。三氯氢硅作为中间材料，除应用于功能性硅烷生产外，还可用于多晶硅生产，但多数三氯氢硅产能以自用生产有机硅深加工产品为主，从需求结构上看，我国电子级三氯氢硅仍大量依赖进口；光伏级三氯氢硅生产难度也较大，部分多晶硅生产企业拥有配套的三氯氢硅产能；但普通级三氯氢硅供给未出现明显短缺，预计未来三氯氢硅价格有望止跌企稳。2023年丙烯价格指数整体围绕6,700运行较为平稳，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。

五、经营与竞争

公司作为功能性硅烷生产企业，在含硫硅烷供应链中占有重要地位，与马牌轮胎等全球前十大轮胎生产商合作关系较为稳定；由于行业竞争加剧，公司主要产品市场价格降低导致公司虽产品销量上升但收入规模及毛利率下滑，同时公司在建项目规模较大，在行业内头部企业扩产能的背景下，项目

投产后的产能消化面临一定风险

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。2023年由于行业竞争加剧，公司主要产品市场价格降低导致公司营业收入及毛利率均有所下滑。2024年一季度，公司虽营收同比上升18.02%，但毛利率进一步下滑至11.78%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022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	32,604.54	87.86%	12.80%	120,389.89	89.63%	19.79%	149,370.18	91.70%	37.19%
气相白炭黑	4,030.07	10.86%	5.82%	12,113.82	9.02%	-30.3%	11,327.18	6.95%	2.83%
其他	473.00	1.27%	-7.73%	1,821.57	1.36%	-17.92%	2,197.88	1.35%	0.49%
合计	37,107.61	100.00%	11.78%	134,325.29	100.00%	14.76%	162,895.24	100.00%	34.30%

注：其他主营业务收入包括防黏剂、防老剂等产品销售收入。

资料来源：公司提供

（一）销售情况

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、集中度上升影响，公司采用低价策略抢占市场份额，导致公司营业收入及毛利率水平均有所下滑

跟踪期内，硅烷偶联剂仍是公司收入的主要来源，2023年在主营业务收入中占比维持在85%以上。公司功能性硅烷产品以最终产品三氯氢硅、HP669、HP1589、HP669C为主，包括少量中间体 γ 1、 γ 2。 γ 1及 γ 2为作为硅烷偶联剂的中间体产品系列，以自用为主，优先保障自身生产需求，同时根据订单情况及生产循环情况，在满足自身生产条件下逐渐将中间体作为产品系列之一对外销售，跟踪期内，公司对外销售的仍主要为含硫硅烷偶联剂及气相白炭黑，主要产品用途仍为绿色轮胎。

2023年由于公司采取低价竞争策略，即使硅烷偶联剂销量同比增长34.24%，但销售金额仍下滑了19.40%，且受价格下降影响，毛利率同比显著下滑。2024年一季度，公司主要产品硅烷偶联剂价格及毛利率进一步下滑，气相白炭黑价格及毛利率有所上升，从主要产品产销率来看，仍保持较高水平。

表4 公司主要产品销售情况

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
硅烷偶联剂：			
产量（吨）	23,982.26	80,275.67	59,873.74
销量（吨）	21,793.41	78,421.60	58,418.14
产销率	90.87%	97.69%	97.57%
单价（万元/吨）	1.50	1.54	2.56

金额（万元）	32,604.55	120,389.89	149,370.18
气相白炭黑：			
产量（吨）	2,551.91	8,201.06	5,197.03
销量（吨）	2,343.48	8,130.66	5,025.88
产销率	91.83%	99.14%	96.71%
单价（万元/吨）	1.72	1.49	2.25
金额（万元）	4,030.07	12,113.82	11,327.18

资料来源：公司 2022-2023 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。

从销售区域分布情况来看，2023年外销收入占比仍在30.00%以上，主要外销国家包括美国、西班牙、泰国等，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。

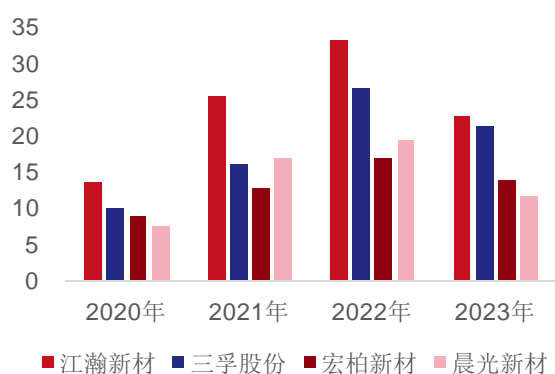
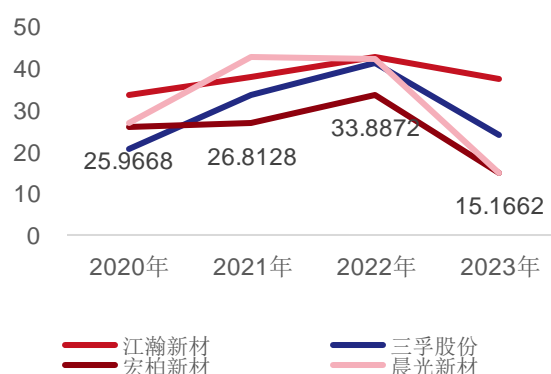
表5 公司主营业务收入分区域构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
内销	26,440.05	71.25%	8.09%	91,850.81	68.38%	7.35%	99,796.43	61.26%	27.54%
外销	10,667.55	28.75%	20.92%	42,474.48	31.62%	30.77%	63,098.80	38.74%	44.99%
合计	37,107.61	100.00%	11.78%	134,325.29	100.00%	14.76%	162,895.24	100.00%	34.30%

资料来源：公司提供

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。根据《中国硅产业年鉴（2014）》及《精细化工与专用化学品》的统计，公司为国内功能性硅烷行业龙头企业之一，行业排名前三。经中国石油和化学工业联合会认定，自2016年开始，公司含硫硅烷偶联剂连续六年在全球市场的占有率位列第一。2023年前五大客户占营业收入比重为27.50%，客户集中度较2022年有所下降，主要包括Continental AG（大陆集团）、Sumitomo Tires（住友轮胎）、马牌轮胎等终端轮胎厂商，以及World Elastomers Trade SL等经销商；World Elastomers Trade SL主要最终客户为米其林、固铂轮胎。根据美国《轮胎商业》发布“2022年度全球轮胎企业75强排行榜”，米其林、马牌轮胎、普利司通、固特异、大陆集团、住友轮胎均为全球轮胎销售额前十强。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。整体来看，公司客户稳定性较好，且终端客户主要为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，公司营业收入规模处于偏下水平，目前产品结构仍以含硫硅烷为主，而江瀚新材、晨光新材在环氧基硅烷、乙烯基硅烷、氨基硅烷等领域的收入规模较大，2022年三孚股份开始进入硅烷耦合剂领域，行业竞争进一步加剧，收入来源及下游行业相对更加分散。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，营业收入与毛利率均有所下滑，公司在行业内毛利率水平处于尾部位置。

图5 同行业企业营业收入情况（单位：亿元）

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

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）采购情况

公司原材料在营业成本中的占比较高，2023年原材料价格较为稳定，行业竞争日趋激烈的前提下，成本管控对公司盈利能力影响较大

公司产品的生产成本主要是直接材料成本，2023年直接材料占营业成本的比重分别为66.96%，相较于上年下降4.52个百分点。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。2023年公司销量规模有所增长，主要原材料采购数量亦同步增长。采购价格方面，2023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6 公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元/吨、万元）

产品	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	数量	单价	金额	数量	单价	金额	数量	单价	金额
硅块	1,497.56	1.31	1,961.51	12,553.14	1.35	16,895.99	9,564.82	1.70	16,274.43
氯丙烯	5,856.60	0.57	3,329.32	18,562.63	0.57	10,500.04	15,871.18	1.08	17,182.94
无水乙醇	6,568.56	0.65	4,256.18	20,780.55	0.69	14,274.74	22,126.88	0.72	15,860.66
炭黑	2,459.38	0.71	1,753.38	7,560.48	0.77	5,851.92	7,142.75	0.84	5,989.86

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，对于不同原料，采用不同的采购方式，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，付款方式包括货到付款、票据结算和承兑结算等。

2023年公司前五大供应商占采购总额的比例为25.11%，相较于2022年下降5.17个百分点，主要采购对象包括合盛硅业、宿州市皖神面制品有限公司、江苏瑞恒新材料科技有限公司、丰城黑豹炭黑有限公司、宁波仰旭贸易有限公司等，供应商稳定性相对较高。

与同行业公司相比，公司运营效率有待提高。功能性硅烷企业采购的主要原材料基本相似，但在应收账款周转天数上公司显著高于其他公司，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7 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
	2023年	2022年	2023年	2023年	2023年
应收账款周转天数	90.82	75.23	45.37	68.54	81.54
应付账款周转天数	55.29	44.40	38.45	77.25	37.56
存货周转天数	84.40	76.94	50.23	55.05	46.99
净营业周期	118.83	107.11	56.92	16.23	29.92

资料来源：Wind，中证鹏元整理

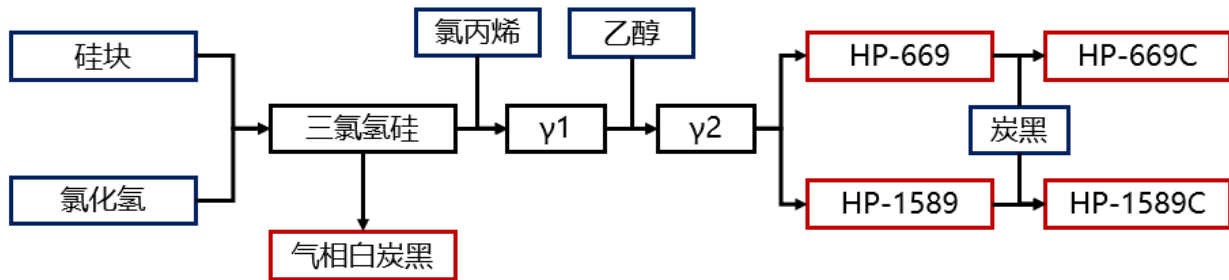
（三）生产情况

跟踪期内，公司生产工艺及流程无重大变化，2023年新增部分产线，且在建项目较多，但在行业内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（“宏柏转债”）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。

公司建成了“硅块-氯硅烷-中间体-功能性硅烷-气相白炭黑”的完整绿色循环产业链，并采用闭锁循环生产工艺流程，生产过程中 γ 1和三氯氢硅在合成反应中会形成副产物四氯化硅，公司将其加工成气相白炭黑，合成 γ 2反应中生产的副产物盐酸与气相法还原的副产物盐酸均能够为其他产业利用，或是再次运用于生产循环。通过闭锁循环体系，能够使公司不再依赖外界氯元素的补充或委托处理外部盐酸，实现终端硅烷和气相白炭黑产品的持续生产，有助于提升产品质量和降低生产成本，并且消除了氯元素的环保处理压力。

图7 公司主要生产产品的生产流程图



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

从工艺流程看， $\gamma 1$ 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，近年公司 $\gamma 1$ 的产能维持在3.50万吨。受公司产品销售数量增长影响，2023年 $\gamma 1$ 的产量有所上升， $\gamma 1$ 的产能利用率处于较高水平。具体到各细分产品来看，截至2023年末，公司拥有10.00万吨/年三氯氢硅、4.91万吨/年 $\gamma 2$ 、1.80万吨/年HP1589、1.80万吨/年HP669、2.00万吨/年HP669C、1.65万吨/年气相白炭黑产能。

表8 公司 $\gamma 1$ 产能利用率情况（单位：吨）

项目	2023年	2022年
产能	35,000.00	35,000.00
产量	36,809.17	33,465.77
产能利用率	105.17%	95.62%

资料来源：公司提供

2023年，公司建成了4万吨硅基新材料绿色循环产业链项目一期高温混炼胶项目、新型有机硅项目、功能性气凝胶一期项目等。随着公司以自产中间体为原料的一系列功能性硅烷生产线的建设并陆续投产，延伸产业链、丰富品种、优化了公司产业结构和产能结构，以自产氯硅烷为原料，建设气相白炭黑生产线，提高气相白炭黑产能；以自产白炭黑为原料建设高温硅橡胶生产线，增加高温硅橡胶产品品种和产能结构增加，形成高温硅橡胶产业链。截至2023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环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，但需要注意的是，公司主要在建项目尚需投资6.80亿元，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，公司募投项目实现收益存在一定不确定性，若募投项目收益不及预期，将对公司盈利能力及偿债能力造成不利影响，且其他在建项目投产后产能能否顺利消化面临一定风险。

表9 截至2023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
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
年产 4.0 万吨硅基新材料绿色循环产业链项目	32,000.00	22,718.80	自筹资金	年产 4.0 万吨硅基新材料生产能力
氯硅烷绿色循环产业建设项目	27,142.50	34,459.19	募集资金+自筹资金	三氯氢硅 50,000 吨产能
年产 3.0 万吨特种有机硅新材料项目	15,000.00	26,234.29	自筹资金	年产 3 万吨特种硅烷生产能力
功能性气凝胶生产基地建设项目	12,236.25	5,417.07	募集资金+自筹资金	功能性气凝胶产能 10,000 立方米/年
新型有机硅材料	6,000.00	14,049.83	募集资金+自筹资金	氨基硅烷产能 9,000 吨/年
合计	177,461.74	109,498.85	-	-

资料来源：公司提供

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 2022-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023 年公司新设上海宏柏宏曜新材料有限公司纳入合并范围，2024 年一季度公司合并范围无变更。

资本实力与资产质量

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

公司所有者权益主要为未分配利润、资本公积和实收资本，所有者权益规模较为稳定。近年来随着项目建设需要，公司扩大债务融资，总负债规模持续增长。综合影响下，公司产权比率持续上升，但所有者权益对负债的保障程度仍较高。

图8 公司资本结构

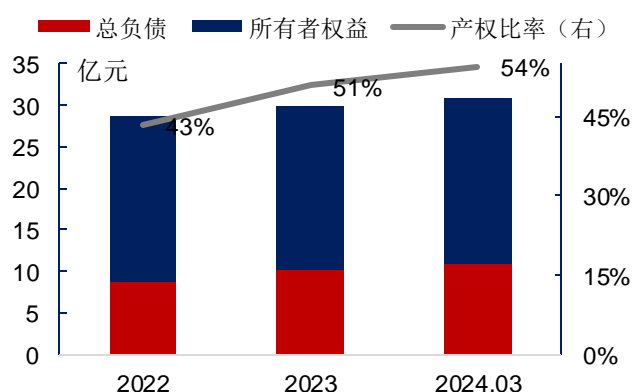
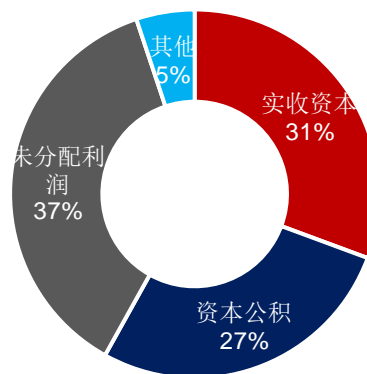


图9 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 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

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

受债务驱动和经营积累，2023 年公司总资产规模持续增长，2023 年公司新增较多生产设备及仓储资产，导致非流动资产同比大幅增长 21.46%。

公司货币资金主要为银行存款，2023 年末 29.17 万元因设置保证金使用受限。公司应收账款主要为应收货款，规模较为稳定，前五大应收账款占期末余额的比重达 35.93%，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 98.16%，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，随着业务规模扩大，2023 年公司存货规模进一步增长，若原材料价格出现大幅下降，将导致公司存货存在跌价风险。

2023 年末公司固定资产大幅增长，主要为公司新增 4 万吨硅基新材料绿色循环产业链项目一期高温混炼胶项目、新型有机硅项目、功能性气凝胶一期项目转固所致，其中部分资产产权证书正在办理中。2023 年末公司在建工程转固导致规模有所下滑。公司无形资产主要为土地使用权和非专利技术，2023 年本期债券募投项目拍得地块，从而土地使用权账面价值上升 0.67 亿元。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.41	7.80%	1.74	5.80%	3.64	12.67%
应收账款	3.54	11.48%	3.43	11.43%	3.48	12.08%
应收款项融资	1.40	4.54%	1.11	3.70%	1.70	5.91%
存货	2.77	8.97%	3.04	10.12%	2.47	8.60%
其他流动资产	0.97	3.13%	0.95	3.18%	0.59	2.06%
流动资产合计	11.23	36.40%	10.44	34.79%	12.65	44.00%
固定资产	13.97	45.27%	13.70	45.68%	8.38	29.15%
在建工程	2.41	7.82%	2.89	9.65%	4.41	15.34%
无形资产	2.00	6.49%	2.02	6.73%	1.41	4.90%
非流动资产合计	19.63	63.60%	19.56	65.21%	16.11	56.00%
资产总计	30.86	100.00%	30.00	100.00%	28.76	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 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

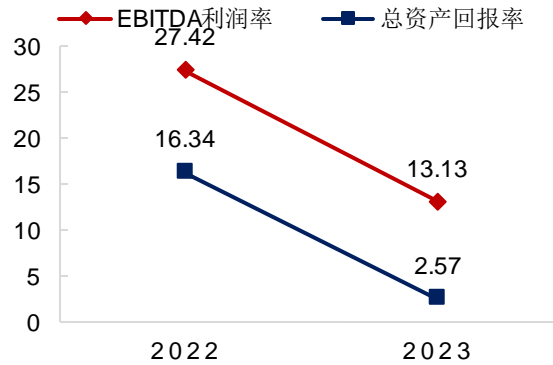
盈利能力

受公司产品价格下降影响，2023 年公司营收规模及毛利率均有所下滑，盈利指标及趋势有弱化现象，在行业竞争加剧、头部企业扩产能背景下，原材料价格及下游需求波动可能会对公司盈利能力造成较大影响

2023 年公司营业收入仍主要来自硅烷偶联剂、气象白炭黑和其他化学助剂等，受公司产品价格下调影响，2023 年公司收入规模及毛利率水平均有所下降，同时 EBITDA 利润率及总资产回报率下滑，公司

盈利能力及趋势有弱化现象，且在行业竞争加剧、各头部企业扩产能、降价格的背景下，公司毛利率水平在行业内不占优势，下游需求及原材料波动可能会对公司盈利能力造成较大影响。

图10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司项目建设对外部融资依赖程度较高，期限结构以长期债务为主，随着本期债券发行成功，公司债务规模进一步攀升，需关注盈利能力变化对公司偿债能力的影响

由于公司在建项目较多，对外部融资依赖程度较大，2023年公司债务规模进一步上升。跟踪期内，公司长期债务占比进一步提升，且2024年4月公司成功发行本期债券，发行规模9.60亿元。截至2023年末，公司短期借款主要为信用借款，一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和租赁负债。因项目建设需要，2023年末公司长期借款规模大幅增长。公司偿债资金来源主要为借新还旧及经营累积，因行业竞争日趋激烈，若公司盈利能力发生不利变化，自身业务创造现金流不足，将对公司偿债能力产生较大影响。

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，2023应付账款规模进一步增长。

表11 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：万元）

债务类型	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	62,631.12	6,685.62	42,343.00	13,602.50	-
租赁负债	431.95		48.62	51.88	331.45
合计	63,063.07	6,685.62	42,391.62	13,654.38	331.45

注：此表中未包含应付票据 0.34 亿元，尾数差异为四舍五入导致；

资料来源：公司提供

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月	2023年	2022年
----	---------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.20	1.98%	1.82	20.92%
应付账款	1.51	13.85%	1.85	18.26%	1.76	20.30%
其他应付款	0.49	4.49%	0.49	4.86%	0.70	8.04%
一年内到期的非流动负债	0.33	3.00%	0.47	4.68%	0.15	1.69%
流动负债合计	2.84	26.08%	3.83	37.88%	5.01	57.62%
长期借款	7.36	67.66%	5.59	55.34%	3.01	34.59%
递延收益-非流动负债	0.57	5.21%	0.57	5.63%	0.57	6.53%
非流动负债合计	8.04	73.92%	6.28	62.12%	3.68	42.38%
负债合计	10.88	100.00%	10.11	100.00%	8.69	100.00%
总债务	7.87	72.34%	6.66	65.84%	5.00	57.54%
其中：短期债务	0.47	4.30%	1.02	10.07%	1.96	22.61%
长期债务	7.40	68.05%	5.64	55.77%	3.03	34.93%

资料来源：公司 2022-2023 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

由于公司2023年主要产品降价销售，从而经营活动现金净流入规模及FFO规模均大幅下降。2023年公司银行借款增长较快带动资产负债率水平上升，考虑到2024年公司新发行9.60亿元本期债券，公司资产负债率水平将进一步提高，债务压力明显增大，且由于公司盈余现金下降较快，公司净债务水平快速上升，公司实际杠杆水平已较高。2023年公司资本开支规模较大，经营活动现金流难以完全覆盖，后续仍有较大规模的资本开支，故自由现金流/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13 公司现金流及杠杆状况指标

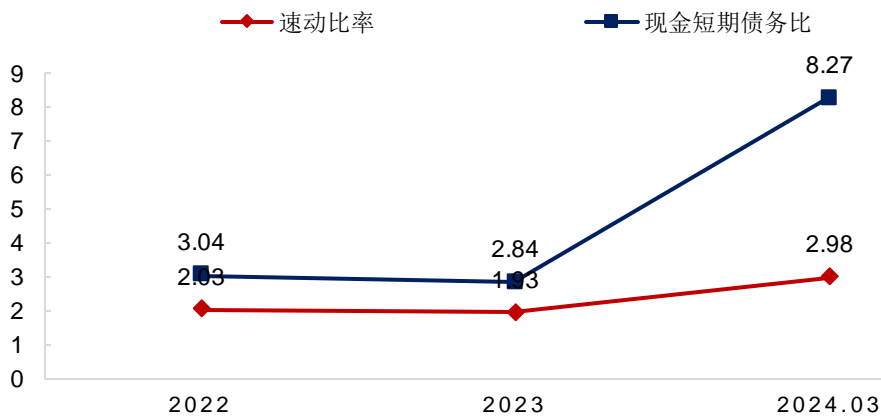
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.33	1.95	3.48
FFO（亿元）	-0.11	1.56	3.18
资产负债率	35.26%	33.70%	30.21%
净债务/EBITDA	--	2.09	-0.13
EBITDA 利息保障倍数	--	8.14	22.02
总债务/总资本	28.26%	25.07%	19.94%
FFO/净债务	--	37.44%	-525.44%
经营活动现金流净额/净债务	-8.06%	46.91%	-575.12%
自由现金流/净债务	-17.13%	-63.60%	707.21%

资料来源：公司 2022-2023 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，由于公司现金类资产下降、债务规模上升，公司现金短期债务比有所下滑，速动比率较为稳定，考虑到公司债务以长期为主，公司短期债务压力不大，且公司作为上市公司，能够通过直接融资渠道或发行可转债等方式在资本市场融资，截至2023年末，公司人民币授信总额和未使用额度分别为16.15亿元和9.54亿元，另有美元授信总额0.24亿美元，剩余可用额度0.24亿美元，同时考虑到公

司资产受限规模很小，公司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 2022-2023 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

公司面临一定的安全生产及环保风险

环境因素

公司作为化工企业，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。根据公司 2023 年年度报告披露，2023 年公司环保投入 0.81 亿元，公司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。

社会因素

根据公司出具的说明及公开查询，过去一年公司本部不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，公司子公司东莞宏珀贸易有限公司因违反《中华人民共和国安全生产法》第三十六条第一款，2023 年 7 月受到东莞市应急管理局行政处罚（(东南城)应急罚〔2023〕应急-2 号），处罚金额 4.25 万元，除此之外公司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

公司根据《中华人民共和国公司法》和有关法律法规等规定，制定了公司章程，建立了包括董事会、

监事会和经理层在内的法人治理结构，能够对各子公司进行有效的治理和控制。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2023年末，公司组织架构图如附录三所示。

公司实际控制人及其他非独立董事、高级管理人员具有较长的从业经验。2023年2月公司公告了实施限制性股票激励计划，授予激励对象预留部分限制性股票107.90万股，通过实施限制性股票激励计划，有助于吸引和留住优秀人才，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。

（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（2024年4月28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。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月4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

行业方面，中国是世界最大的功能性硅烷生产、出口与消费国，行业竞争激烈，头部企业拥有较强的竞争优势，含硫硅烷是目前产量及用量最大的一类功能性硅烷，公司含硫硅烷偶联剂在全球和国内市场的占有率较高，考虑到中国经济内循环以及新能源汽车市场逐步成熟，公司业绩有望受益于中国轮胎工业发展而增长。经营方面，公司下游终端客户主要为大陆集团、住友轮胎、普利司通、固铂轮胎、马牌轮胎等全球前十大轮胎生产商，客户资质相对较好，合作关系较为稳定。公司建立了以氯硅烷闭锁循环为基础的绿色生产体系，有助于提升产品质量和降低生产成本，并且消除了氯元素的环保处理压力。

但中证鹏元也关注到，行业内头部企业大多采用低价策略抢占市场，原材料在公司生产成本中的比重较高，且向下游客户调价存在一定滞后性，行业竞争加剧背景下公司面临一定的成本控制压力；本期债券成功发行使得公司债务压力明显提升，此外，公司在建项目较多，对外部融资依赖程度较高，新增产线主要围绕着扩大功能性硅烷中间体产能和产品品类展开，虽有助于各个生产环节的产能平衡，但在行业内头部企业扩产能的背景下，项目投产后的产能能否顺利消化存在一定不确定性；且若募投项目实现收益不及预期，将对公司盈利能力及偿债能力产生不利影响。最后，公司作为化工企业，面临一定的安全生产及环保风险。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持宏柏新材主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

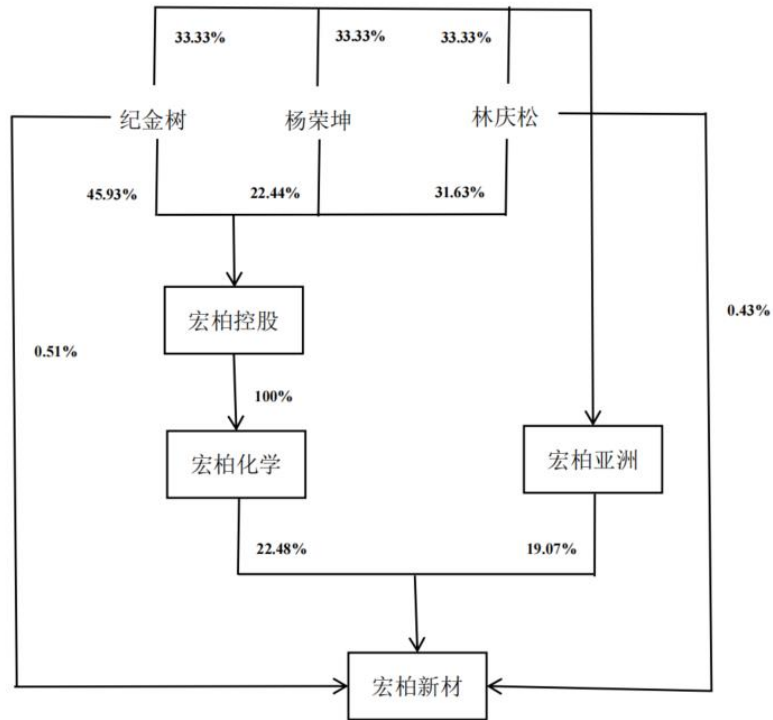
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	2.41	1.74	3.64	3.70
应收账款	3.54	3.43	3.48	3.56
应收款项融资	1.40	1.11	1.70	0.74
存货	2.77	3.04	2.47	2.32
其他流动资产	0.97	0.95	0.59	0.29
流动资产合计	11.23	10.44	12.65	14.72
固定资产	13.97	13.70	8.38	4.56
在建工程	2.41	2.89	4.41	1.39
无形资产	2.00	2.02	1.41	1.47
非流动资产合计	19.63	19.56	16.11	8.61
资产总计	30.86	30.00	28.76	23.34
短期借款	0.00	0.20	1.82	3.23
应付账款	1.51	1.85	1.76	1.01
其他应付款	0.49	0.49	0.70	0.15
一年内到期的非流动负债	0.33	0.47	0.15	0.05
流动负债合计	2.84	3.83	5.01	5.07
长期借款	7.36	5.59	3.01	0.36
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.57	0.57	0.57	0.39
非流动负债合计	8.04	6.28	3.68	0.86
负债合计	10.88	10.11	8.69	5.92
所有者权益	19.98	19.89	20.07	17.41
营业收入	3.77	13.85	16.98	12.83
营业利润	0.07	0.47	4.07	2.07
净利润	0.07	0.65	3.52	1.68
经营活动产生的现金流量净额	-0.33	1.95	3.48	0.77
投资活动产生的现金流量净额	-0.37	-3.92	-4.20	-5.47
筹资活动产生的现金流量净额	1.37	0.03	0.94	2.42
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.11	1.99	4.66	2.82
FFO（亿元）	-0.11	1.56	3.18	2.32
净债务（亿元）	4.12	4.15	-0.61	-4.49
销售毛利率	12.05%	15.17%	33.89%	26.81%
EBITDA 利润率	--	14.35%	27.42%	22.01%
总资产回报率	--	2.57%	16.34%	9.69%

资产负债率	35.26%	33.70%	30.21%	25.38%
净债务/EBITDA	--	2.09	-0.13	-1.59
EBITDA 利息保障倍数	--	8.14	22.02	39.93
总债务/总资本	28.26%	25.07%	19.94%	17.35%
FFO/净债务	--	37.44%	-525.44%	-51.72%
经营活动现金流净额/净债务	-8.06%	46.91%	-575.12%	-17.06%
自由现金流/净债务	-17.13%	-63.60%	707.21%	36.85%
速动比率	2.98	1.93	2.03	2.45
现金短期债务比	8.27	2.84	3.04	2.58

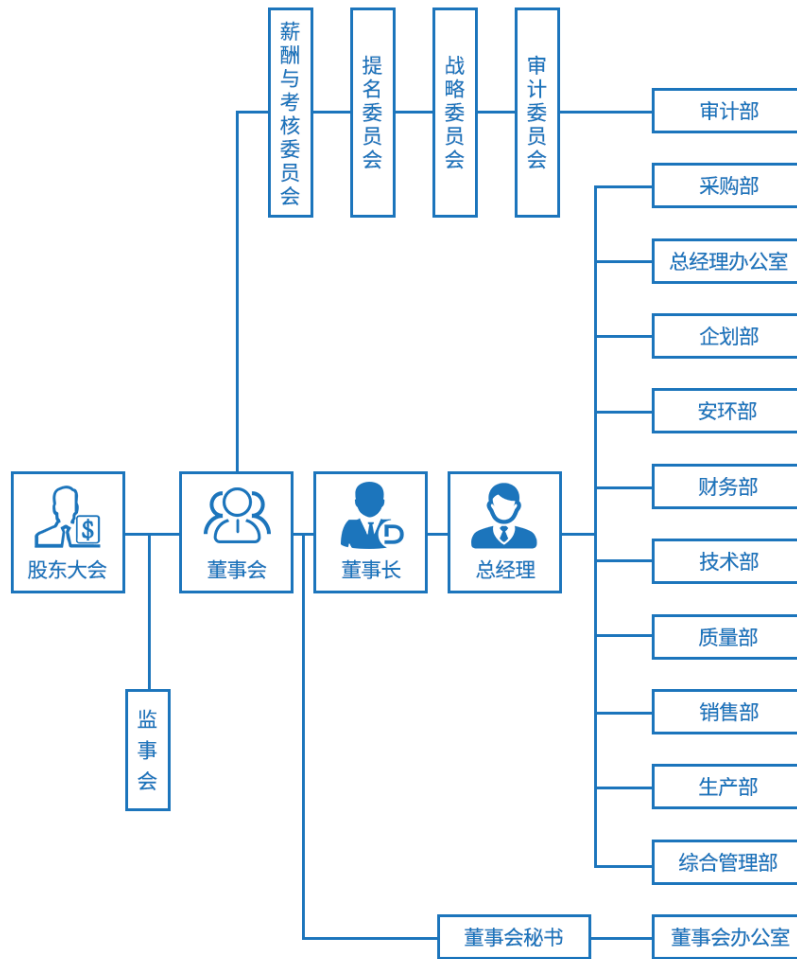
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

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

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：%）

子公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
乐平塔山电化有限公司	实业投资	100		设立
东莞宏珀贸易有限公司	批发和零售业	100		设立
宏珀贸易一人有限公司	批发和零售业	100		设立
江西宏科新材料有限公司	化学原料和化学制品制造业	100		设立
上海宏柏宏曜新材料有限公司	批发和零售业	100		设立
九江宏柏新材料有限公司	化学原料和化学制品制造业	100		设立
江西江维高科股份有限公司	制造业		100	非同一控制下的企业合并取得的子公司
富祥国际有限公司	实业投资		100	非同一控制下的企业合并取得的子公司

资料来源：公司 2023 年年度报告及 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

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。