

湖北祥源新材科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2024 年 跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4828号

联合资信评估股份有限公司通过对湖北祥源新材科技股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湖北祥源新材科技股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“祥源转债”信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十一日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受湖北祥源新材股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

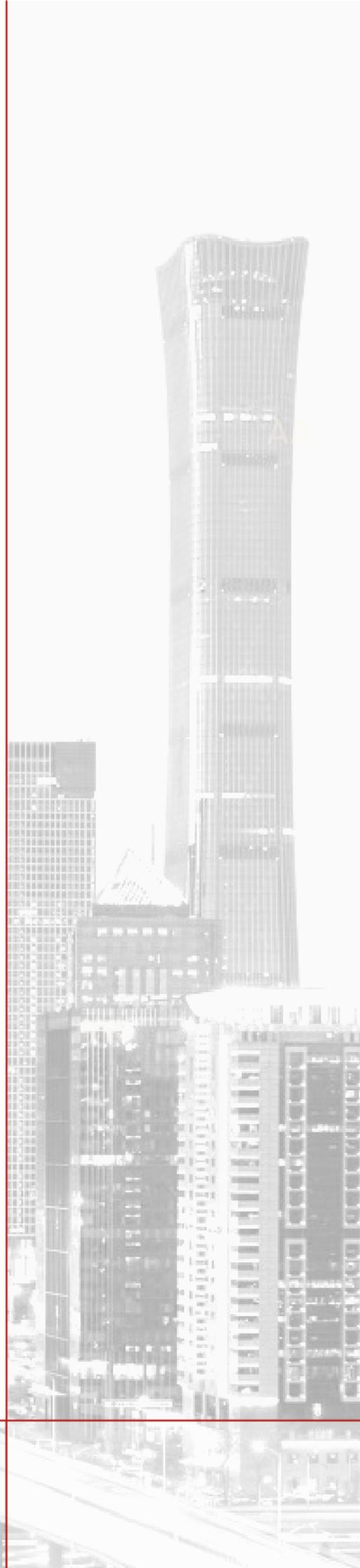
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



湖北祥源新材科技股份有限公司公开发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
湖北祥源新材科技股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定	2024/06/21
祥源转债	A+/稳定	A+/稳定	

评级观点

跟踪期内，湖北祥源新材科技股份有限公司（以下简称“公司”）仍从事聚烯烃发泡材料及聚氨酯发泡材料、有机硅橡胶业务，主要管理制度连续，管理运作正常。公司维持了一定的技术研发优势和客户资源优势。2023 年，下游消费电子行业景气度有所回升，公司营业总收入小幅增长，综合毛利率有所提升，主要系原材料成本下降、高附加值产品占比提升、产品销售均价提升所致。同时，联合资信股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到产能利用率不高、长期偿债指标表现一般等因素可能对公司信用水平产生的不利影响。2023 年，公司泰国、越南生产基地陆续投产，产品产销量同比变化不大，产能利用率下降至 47.12%。未来若下游需求增长不及预期，公司将面临较大产能消化压力。受“祥源转债”发行影响，公司债务规模大幅增长。

公司经营现金流和 EBITDA 对“祥源转债”保障程度一般，考虑到未来转股因素，公司对“祥源转债”的保障能力或将提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，若公司成功拓展产品种类，研发投入回馈良好、全球化成功，则综合竞争力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司新签大额订单，预期能使盈利水平大幅提升；公司剥离部分盈利水平一般的业务，获得大量现金回流并偿还债务；下游行业景气度回升，带动盈利水平大幅提升；其他可能影响公司信用水平的有利因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：下游行业产能过剩，公司相关业务盈利水平持续下降；公司前期投资产能收益率不及预期，固定成本增长拉低盈利水平；公司实控人或控股股东变更对公司经营产生重大不利影响；其他可能影响公司信用水平的不利因素。

优势

- **公司维持了一定的技术研发优势和客户资源优势。**公司核心技术主要体现在产品配方、生产工艺和生产设备等方面。公司具备多种型号、多重应用领域的发泡材料生产能力，掌握辐照生产核心技术，并具备发泡设备专利。公司积累了较为丰富的客户资源，产品被广泛应用于国内外知名品牌的產品中。
- **公司盈利水平有所提升。**2023 年，公司营业总收入小幅增长，主要系下游消费电子行业景气度回升所致；综合毛利率有所提升，主要系原材料成本下降、高附加值产品占比提升、产品销售均价提升所致；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入总收入 0.93 亿元，同比增长 40.09%；实现利润总额 0.06 亿元，同比增长 170.61%，主要系下游需求增加所致。

关注

- **产能利用率不高，未来可能存在产能消化压力。**2023 年，公司泰国、越南生产基地陆续投产，产品产销量同比变化不大，产能利用率下降至 47.12%。“祥源转债”募投项目为“新能源车用材料生产基地建设项目”，公司新能源类产品正逐步进入批量供货阶段，未来，若下游需求增长不及预期，公司将面临较大产能消化压力。
- **期间费用对利润侵蚀较大。**2023 年，公司费用总额为 1.01 亿元，同比增长 57.16%，主要系海外生产基地投产及部分厂房转固使得管理费用上升所致；公司实现利润总额 0.47 亿元，同比下降 21.52%，主要系费用支出增加所致，公司费用对利润侵蚀较大。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	4	
		偿债能力	1	
指示评级				a+
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a+
外部支持调整因素：无				--
评级结果				A+

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
现金类资产（亿元）	4.02	5.28	4.03	
资产总额（亿元）	11.64	16.54	15.35	
所有者权益（亿元）	9.55	10.38	9.77	
短期债务（亿元）	0.90	0.71	0.39	
长期债务（亿元）	0.00	4.11	4.17	
全部债务（亿元）	0.90	4.82	4.56	
营业总收入（亿元）	3.74	3.84	0.93	
利润总额（亿元）	0.60	0.47	0.06	
EBITDA（亿元）	0.89	0.97	--	
经营性净现金流（亿元）	0.80	0.27	0.00	
营业利润率（%）	29.96	35.99	32.42	
净资产收益率（%）	5.93	3.95	--	
资产负债率（%）	17.96	37.27	36.37	
全部债务资本化比率（%）	8.64	31.71	31.82	
流动比率（%）	319.59	441.85	592.53	
经营现金流动负债比（%）	46.84	15.54	--	
现金短期债务比（倍）	4.48	7.43	10.30	
EBITDA 利息倍数（倍）	69.14	7.04	--	
全部债务/EBITDA（倍）	1.01	4.96	--	

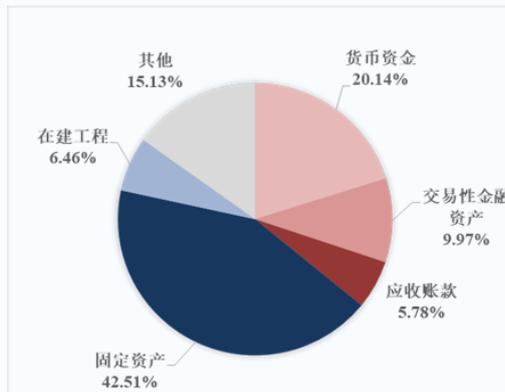
公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
资产总额（亿元）	10.61	15.34	/	
所有者权益（亿元）	8.93	9.75	/	
全部债务（亿元）	0.88	4.80	/	
营业总收入（亿元）	2.49	2.88	/	
利润总额（亿元）	0.49	0.47	/	
资产负债率（%）	15.79	36.42	/	
全部债务资本化比率（%）	8.95	32.98	/	
流动比率（%）	523.68	896.43	/	
经营现金流动负债比（%）	-17.12	-110.83	/	

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “/”表示指标未获取，“--”表示指标不适用

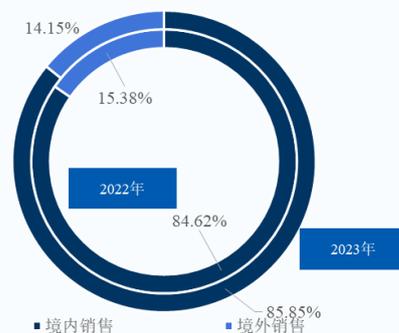
资料来源：联合资信根据财务报告整理

跟踪评级债项概况

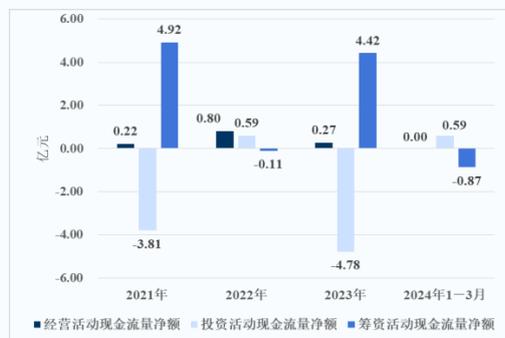
2023 年底公司资产构成



公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日	特殊条款
祥源转债	4.60	4.60	2029/07/03	补偿利率条款、转股价格调整原则、特别向下修正条款、赎回条款、回售条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
祥源转债	A+/稳定	A+/稳定	2023/9/4	刘哲、王佳晨子	一般工商企业信用评级方法 (V4.0.202208) / 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	阅读全文
祥源转债	A+/稳定	A+/稳定	2022/10/20	刘哲、杨恒	一般工商企业信用评级方法 (V4.0.202208) / 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王佳晨子 wangjcz@lhratings.com

项目组成员：刘柏源 liuby@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于湖北祥源新材科技股份有限公司（以下简称“公司”或“祥源新材”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

祥源新材成立于 2003 年 4 月，前身为湖北祥源麦面有限公司。2021 年 4 月，公司首次公开发行股票 1797.45 万股，发行后总股本为 7189.81 万股；公司股票同月于深圳证券交易所上市，股票简称“祥源新材”，股票代码为“300980.SZ”。后历经转增、股权激励，截至 2024 年 3 月底，公司总股本为 1.08 亿股；魏志祥直接持有公司 29.51% 的股份，系公司第一大股东；魏琼直接持有公司 19.51% 的股份，为公司第二大股东；魏志祥和魏琼兄妹合计控制公司 52.59% 的股份，为公司实际控制人。截至 2024 年 3 月底，魏志祥、魏琼所持有的股份合计被质押 1647.00 万股，占公司总股本的 15.23%。

跟踪期内，公司仍主要从事聚烯烃发泡材料及聚氨酯发泡材料、有机硅橡胶等业务，按照联合资信行业分类标准划分为其他制造业（适用一般工商信用评级方法）。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 16.54 亿元，所有者权益 10.38 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2023 年，公司实现营业总收入 3.84 亿元，利润总额 0.47 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 15.35 亿元，所有者权益 9.77 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.93 亿元，利润总额 0.06 亿元。

截至 2023 年底，公司在职工合计 1041 人。截至 2024 年 3 月底，公内设市场部、销售部、研发部等部门（详见附件 1-2）。

公司注册地址：湖北省孝感市汉川市经济开发区华一村；法定代表人：魏志祥。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。截至 2023 年底，“祥源转债”募集资金累计已投入 2.63 亿元，剩余资金计划继续投入募投项目建设。“祥源转债”募投项目为“新能源车用材料生产基地建设项目”，公司新能源类产品正逐步进入批量供货阶段。未来，若下游需求增长不及预期，公司将面临较大产能消化压力。截至本报告出具日，“祥源转债”尚未到第一次付息日，“祥源转债”转股价格为 19.51 元/股。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
祥源转债	4.60	4.60	2023/07/03	6 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

五、行业分析

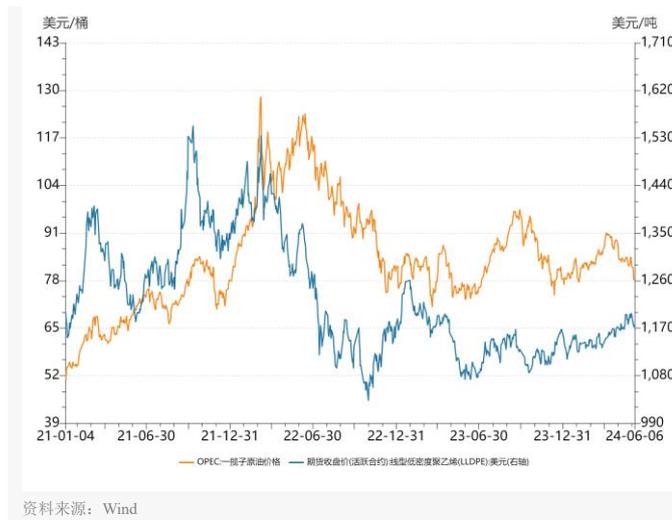
聚烯烃发泡材料行业

公司产品可应用于建筑装饰、消费电子、新能源汽车等多个领域。2023年，全球塑料泡沫市场同比有所增长，原材料聚乙烯市场价格整体较上年有所下降，美国住房市场指数较上年有较大波动但仍处于低位，消费电子行业景气度有所恢复，新能源汽车行业增速有所放缓但仍较高。

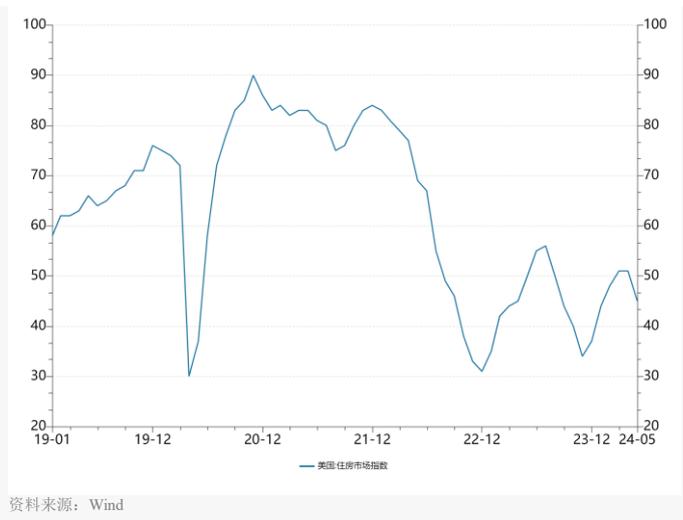
聚烯烃发泡材料是即软质泡沫塑料的一种，可应用于建筑装饰、消费电子、汽车内饰、新能源汽车等多种领域。根据研究机构 Maximize Market Research 统计，2023 年全球泡沫市场规模为 1034.7 亿美元，同比增长 4.81%，其中超过一半为软质泡沫塑料，预计 2030 年将达到 1437.7 亿美元。

聚烯烃发泡材料的主要原材料为聚乙烯、聚丙烯等合成树脂，属于大宗商品，市场价格与原油价格关联较强。2023 年以来，聚乙烯市场价格整体较上年有所下降，2024 年以来呈小幅上升趋势。合成树脂价格波动可能使行业内企业面临一定成本控制压力。

图表 2 聚乙烯、原油期货价格走势



图表 3 · 美国住房市场指数



建筑装饰领域，公司产品主要出口北美地区，美国住房市场指数（HMI）代表当前住房市场新建独居家庭住房销售情况，可一定程度反映北美建筑装饰市场景气度。2023 年，HMI 先升后降，2024 年以来出现反弹，但与 2022 年及以前相比仍处于较低水平。消费电子领域，2023 年，中国电子信息制造业生产恢复向好，出口降幅收窄，效益逐步恢复，多区域营收降幅收窄。据工信部统计，2023 年，规模以上电子信息制造业实现营业收入 15.1 万亿元，同比下降 1.5%；实现利润总额 6411 亿元，同比下降 8.6%；规模以上电子信息制造业增加值同比增长 3.4%。新能源汽车领域，市场增速放缓但仍较高。根据韩国研究机构 SNE Research 统计，2023 年，全球电动汽车销售 1406.1 万台，同比增长 33.41%；全球新能源车动力电池使用量达 705.5GWh，同比增长 38.6%。其中，中国新能源车动力电池使用量达 386.1GWh，同比增长 34.9%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司维持了一定的技术研发优势和客户资源优势。

跟踪期内，公司控股股东与实际控制人无变化。

公司为国内知名的聚烯烃发泡材料供应商，在技术研发方面具备一定竞争优势。公司在湖北武汉、汉川、安徽广德三地设有研发中心，专业生产聚烯烃发泡材料及聚氨酯发泡材料、有机硅橡胶等产品。公司核心技术主要体现在产品配方、生产工艺和生产设备等方面：公司具备多种型号、多重应用领域的 IXPE（辐照交联聚乙烯发泡材料）、IXPP（辐照交联聚丙烯发泡材料）材料生产能力，掌握辐照生产核心技术，并具备发泡设备专利。基于技术研发优势，公司积累了较为丰富的客户资源：公司产品被广泛应用于国内外知名品牌的产品中，在建筑建材领域，公司的产品通过下游客户进入了财富 500 强企业 Home Depot、Lowe's 的供应体系；在电子消费产品领域，公司的产品被应用在 OPPO、vivo 等知名品牌的电子产品中；在汽车内饰材料领域，公司的产品被应用在福特、长城、长安等品牌的机动车辆中；在家用电器领域，公司的产品被应用在美的、格力、海尔等品牌的电器产品中。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91420900747664278E），截至 2024 年 5 月 14 日，公司无未结清或已结清的关注类和不良/违约类贷款。

截至本报告出具日，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

（二）管理水平

2023 年 7 月，李雨薇女士因个人原因申请辞去公司第三届监事会非职工代表监事职务，赵利英女士被选举为公司第三届监事会非职工代表监事。上述变动对公司经营无重大不利影响，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入小幅增长，综合毛利率有所提升，主要系原材料成本下降、高附加值产品占比提升、产品销售均价提升所致；公司位于泰国、越南的生产基地投产，产能有所增长，产能利用率有所下降。

跟踪期内，公司主营业务和经营模式无重大变化，仍主要从事聚烯烃发泡材料及聚氨酯发泡材料、有机硅橡胶等产品的研发、生产和销售。公司建筑装饰类产品销往境内及境外客户，最终用户主要位于北美、欧洲等海外市场；消费电子类产品主要为境内销售。2023 年，公司营业总收入同比小幅增长。其中，境外销售同比小幅下降，境内销售同比小幅增长，主要得益于国内消费电子市场景气度回升；公司新能源类产品正逐步进入批量供货阶段。2023 年，公司综合毛利率为 37.05%，同比提高 5.95 个百分点，主要系聚乙烯等原材料采购均价下降、高毛利的消费电子类产品收入占比上升所致。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.93 亿元，同比增长 40.09%；实现利润总额 0.06 亿元，同比增长 170.61%，主要系下游需求增加所致。

图表 4 • 2022—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

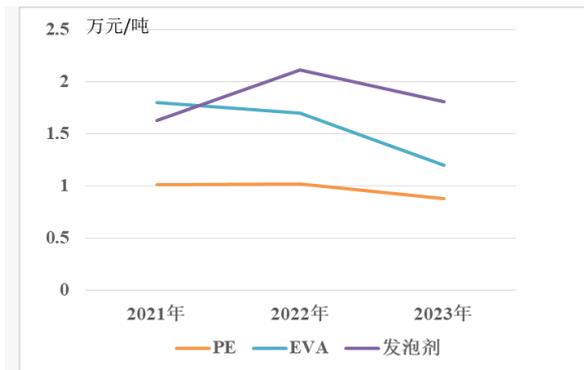
业务板块	2022 年			2023 年			2023 年收入变化 (%)	2023 年毛利率变化 (百分点)
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)		
境内销售	3.16	84.62	32.89	3.29	85.85	38.59	4.19	5.70
境外销售	0.57	15.38	21.23	0.54	14.15	27.72	-5.58	6.49
合计	3.74	100.00	31.10	3.84	100.00	37.05	2.69	5.95

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司产品以定制化居多，仍采用以销定产与安全库存（一个月左右用量的半成品）相结合的生产模式，对上下游的结算方式和账期无重大变化。2023 年，公司主要原材料采购均价较上年有所下降、高附加值的消费电子业务占比提升所致，公司向前五大供应商的采购额占采购总额的 41.52%，采购集中度较高。公司原材料主要为常规大宗材料，对单一供应商依赖不大。2023 年，公司销售债权周转次数有所上升，为 3.43 次；存货周转次数与总资产次数有所下降，分别为 4.88 次和 0.27 次。

公司生产基地位于湖北汉川、安徽广德、越南和泰国，其中越南和泰国工厂为 2023 年底投产。受海外工厂投产影响，2023 年，公司产能同比有所提升，产品产销量同比变化不大，产能利用率有所下降；产品销售均价同比有所提升，主要系单价较高的消费电子类产品占比提升所致。2023 年，公司向前五大客户销售额占销售总额的 25.25%，销售集中度较低。

图表 5 · 公司主要原材料采购均价



资料来源：联合资信根据公司提供材料整理

图表 6 · 公司发泡材料产品产销情况

项目	单位	2022年	2023年
产能	万m ³	14589.00	19459.00
销售量	万m ³	9063.36	9225.88
生产量	万m ³	9193.26	9195.12
产能利用率	--	63.02%	47.12%
销售均价	元/m ³	4.12	4.16

资料来源：联合资信根据公司提供材料整理

截至 2023 年底，公司已披露的在建项目主要为产能建设，其中泰国和越南生产基地已基本完工，未来需投入资金规模不大；海外建厂的主要目的是更加贴近客户工厂、规避地缘政治等因素可能对出口业务造成的不利影响。公司当前产能利用率不高，未来若下游需求增长不及预期，公司将面临较大产能消化压力。

图表 7 · 截至 2023 年底公司主要在建项目情况

项目名称	预算总额 (亿元)	工程累计投入占预算比例	资金来源
湖北祥源新生产基地建设项目	3.30	74.83%	募股资金
越南生产基地建设项目	0.95	98.41%	募股资金
泰国生产基地建设项目	0.90	97.83%	募股资金
广德快尔特生产基地建设项目	0.58	79.52%	其他
合计	5.73	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供材料整理

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.93 亿元，同比增长 40.09%；实现利润总额 0.06 亿元，同比增长 170.61%，主要系市场需求增加、订单量增长所致、高附加值产品销售占比上升所致。

2 未来发展

未来，公司计划拓展产品种类，持续研发投入、面向全球市场发展。

未来，公司计划持续在高端发泡材料领域横、纵向发展。公司计划扩展更多的新型发泡材料品种，丰富产品线，持续研发、延伸发泡材料的技术；公司计划在原有行业继续拓宽产品应用，并切入新的应用点，如航空航天、机器人、医疗等领域。技术方面，公司计划组建技术研究院，积累多种高分子材料和发泡材料技术，形成可输出型、可孵化型的技术平台。为更好服务海外客户，规避环境风险，公司计划在日本、北美设置研发中心，在欧洲、北美、中东等地区设置生产基地和运营场所，面向全球市场发展。

(四) 财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。截至 2023 年底，公司合并范围内子公司共 9 家，较上年底减少 1 家；截至 2024 年 3 月底，公司合并范围较上年底无变化。公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产质量尚可，受限程度很低，存货仍可能存在减值风险；公司债务规模增长较快，主要系“祥源转债”发行所致；公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 16.54 亿元，较上年底增长 42.15%，主要系收到“祥源转债”募集资金、产能建设持续投入所致；流动资产占 45.59%，资产结构较上年底变化不大。其中，货币资金 3.33 亿元，受限规模很小；交易性金融资产大幅增长，主要系公司收到募集资金后购买银行理财所致；应收账款和存货占资产总额比重不大；固定资产大幅增长，在建工程大幅下降，主要系在建生产基地转固所致。截至 2023 年底，公司受限资产 0.20 亿元，受限程度很低。公司资产质量尚可。

图 8 · 2023 年底公司资产结构

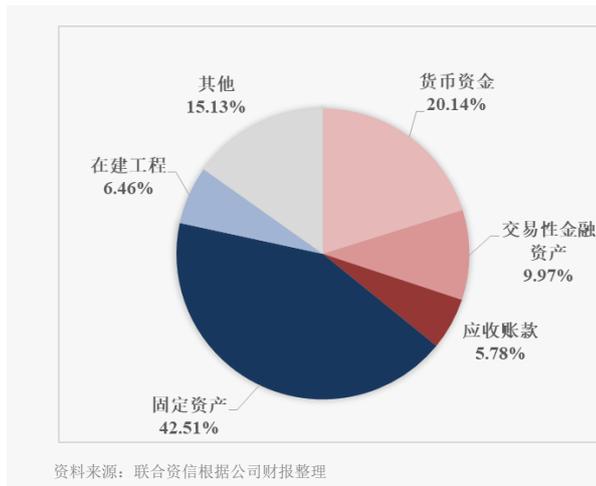
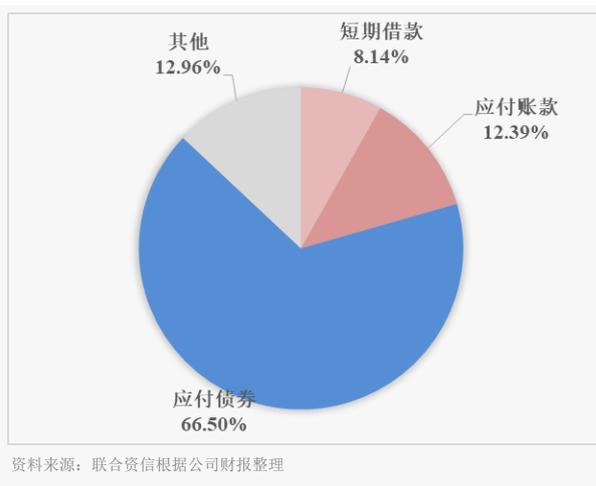


图 9 · 2023 年底公司负债结构



截至 2023 年底，公司负债总额 6.17 亿元，较上年底增长 195.07%，主要系发行“祥源转债”所致，非流动负债占 72.32%；截至 2023 年底，公司全部债务 4.82 亿元，长期债务占 85.27%，公司各项债务指标较上年底均有所上升，债务负担仍较轻；公司长期债务集中于 2027 年及以后到期，2024—2026 年集中偿付压力不大。

图 10 · 公司债务指标变化

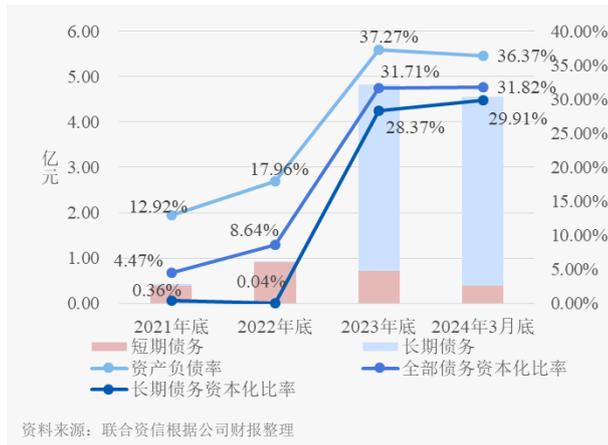


图 11 · 公司盈利指标变化



截至 2023 年底，公司所有者权益 10.38 亿元，较上年底增长 8.68%，主要系“祥源转债”部分计入其他权益工具所致；归属母公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较强。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 15.35 亿元，较上年底下降 7.19%；负债总额 5.58 亿元，较上年底下降 9.44%，主要系公司回购股份并偿还部分短期借款所致；公司资产与负债结构较上年底变化不大，所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

公司营业总收入同比有所增长，营业利润率同比有所上升，但受费用规模大幅增长影响，公司利润总额同比有所下降。公司经营活动现金净流入规模较小，筹资活动为投资活动提供了较好支持。

2023 年，公司实现营业总收入 3.84 亿元，同比增长 2.69%；营业成本 2.42 亿元，同比下降 6.18%；营业利润率为 35.99%，同比提高 6.04 个百分点；费用总额为 1.01 亿元，同比增长 57.16%，主要系海外生产基地初步投产使得管理费用上升所致；公司利润总额 0.47 亿元，同比下降 21.52%，主要系费用支出增加所致，公司费用对利润侵蚀较大。2024 年 1—3 月，公司营业总收入与利润总额同比均有所增长，详见章节“（三）经营方面”分析。

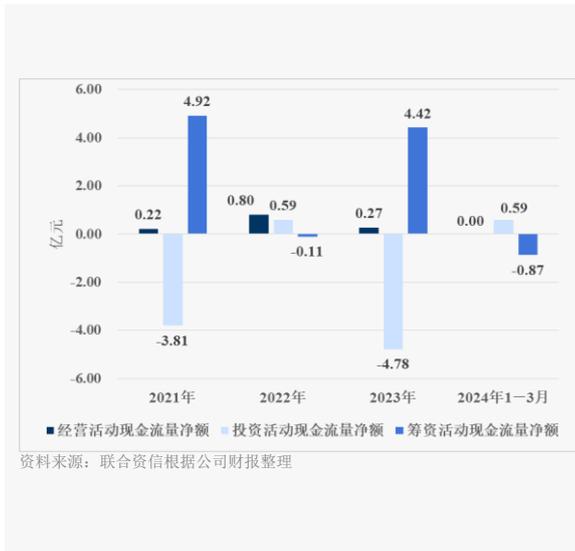
与所选上市公司相比，公司毛利率较高，经营效率尚可，资产负债率尚可，净资产收益率一般。

图 12 · 2023 年同行业公司财务指标对比

证券简称	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	综合毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)	总资产周转率 (次)	资产负债率 (%)
天晟新材	5.74	-1.60	16.49	-144.20	4.63	1.25	0.46	90.42
润阳科技	3.59	0.39	24.08	3.31	3.87	3.65	0.27	10.28
祥源新材	3.84	0.41	37.05	3.95	4.88	4.52	0.27	37.27

资料来源：Wind

图表 13 · 公司现金流变化情况



图表 14 · 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	319.59	441.85
	速动比率 (%)	292.02	411.51
	经营现金/流动负债 (%)	46.84	15.54
长期偿债指标	经营现金/短期债务 (倍)	0.89	0.37
	现金类资产/短期债务 (倍)	4.48	7.43
其他指标	EBITDA (亿元)	0.89	0.97
	全部债务/EBITDA (倍)	1.01	4.96
	经营现金/全部债务 (倍)	0.89	0.06
	EBITDA/利息支出 (倍)	69.14	7.04
	经营现金/利息支出 (倍)	62.20	1.93

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同
资料来源: 联合资信根据公司财报整理

2023 年, 公司现金收入比为 85.76%, 主要系公司 2023 年四季度收入环比增加导致应收账款增加较快所致; 经营活动现金净流入同比有所下降; 公司投资活动现金净流出规模较大, 主要系投入产能建设与购买银行理财所致; 公司筹资活动为投资活动提供了较好支持。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现较好, 长期偿债指标表现一般。公司作为上市公司具备直接融资渠道, 剩余间接融资空间较大。

公司短期偿债指标表现较好。2023 年, 公司流动比率与速动比率表现好; 经营现金对短期债务保障程度尚可; 现金类资产对短期债务保障程度高。

公司长期偿债指标表现一般。2023 年, 公司 EBITDA 对全部债务覆盖程度一般, 对利息支出覆盖程度高; 经营现金对全部债务覆盖程度低, 对利息支出覆盖程度一般。

截至 2023 年底, 公司无对外担保情况, 无达到披露标准的重大诉讼仲裁。

截至 2023 年底, 公司共获银行授信 7.65 亿元, 已使用 0.31 亿元, 间接融资空间较大。公司为上市公司, 具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部即为公司经营主体, 财务分析结果与合并报表差别不大。

公司本部即为公司经营主体。截至 2023 年底, 母公司资产占合并口径的 92.74%; 营业总收入占合并口径的 75.17%; 利润总额占合并口径的 100.12%; 母公司全部债务占合并口径的 99.61%。

(五) ESG 分析

公司 ESG 表现尚可。

环境方面, 公司及其子公司不属于环境保护部门公布的重点排污单位。截至 2023 年底, 公司及其子公司未发生环境污染事故, 无环境纠纷, 未受到任何形式的环境保护行政处罚。社会责任方面, 公司积极开展各类捐赠及公益事业。公司治理方面, 公司两位实控人为兄妹关系, 合计控制公司 52.59% 的股份, 对公司控制权很强。同时, 公司实控人魏志祥担任公司董事长, 魏琼担任公司总经理, 能较为便捷地监督管理层履职情况。

七、债券偿还能力分析

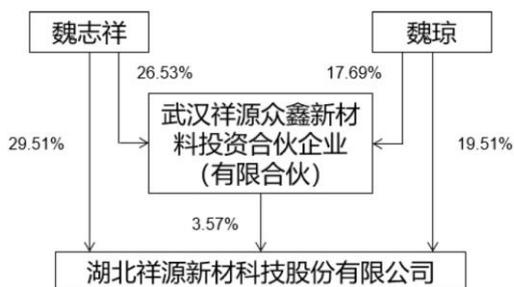
公司经营现金流和 EBITDA 对“祥源转债”保障程度一般, 考虑到未来转股因素, 公司对“祥源转债”的保障能力或将提升。

截至 2024 年 3 月底, “祥源转债”余额为 4.60 亿元, 将于 2029 年到期。2023 年, 公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为“祥源转债”余额的 0.96 倍、0.06 倍和 0.21 倍, 对“祥源转债”保障程度一般。考虑到未来转股因素, 公司对待偿还债券的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

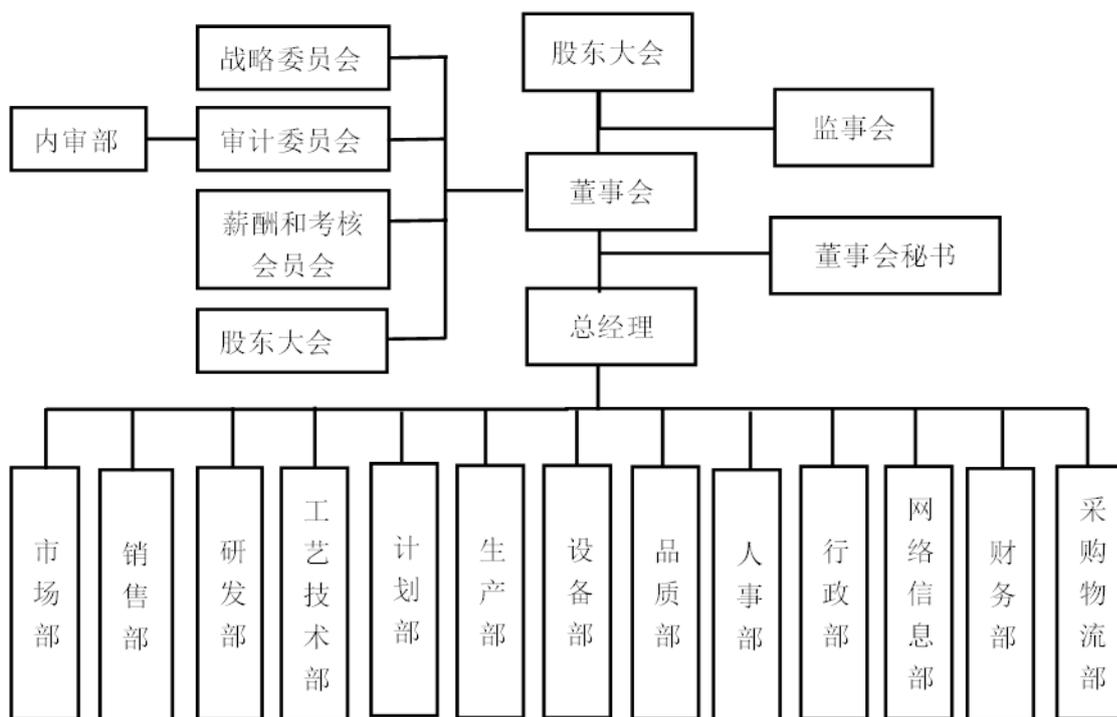
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“祥源转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
广德祥源新材料科技有限公司	2000.00	聚烯烃发泡材料的研发、生产和销售，主要向华东区域客户提供产品	100.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.02	5.28	4.03
应收账款（亿元）	0.74	0.96	0.80
其他应收款（亿元）	0.01	0.01	0.00
存货（亿元）	0.47	0.52	0.67
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	3.15	7.03	6.91
在建工程（亿元）	2.01	1.07	1.25
资产总额（亿元）	11.64	16.54	15.35
实收资本（亿元）	1.08	1.08	1.08
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	9.55	10.38	9.77
短期债务（亿元）	0.90	0.71	0.39
长期债务（亿元）	0.00	4.11	4.17
全部债务（亿元）	0.90	4.82	4.56
营业总收入（亿元）	3.74	3.84	0.93
营业成本（亿元）	2.57	2.42	0.62
其他收益（亿元）	0.06	0.11	0.02
利润总额（亿元）	0.60	0.47	0.06
EBITDA（亿元）	0.89	0.97	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.69	3.29	0.96
经营活动现金流入小计（亿元）	4.07	4.40	1.00
经营活动现金流量净额（亿元）	0.80	0.27	0.00
投资活动现金流量净额（亿元）	0.59	-4.78	0.59
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.11	4.42	-0.87
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.36	3.43	--
存货周转次数（次）	5.64	4.88	--
总资产周转次数（次）	0.34	0.27	--
现金收入比（%）	98.86	85.76	102.44
营业利润率（%）	29.96	35.99	32.42
总资本收益率（%）	5.55	3.52	--
净资产收益率（%）	5.93	3.95	--
长期债务资本化比率（%）	0.04	28.37	29.91
全部债务资本化比率（%）	8.64	31.71	31.82
资产负债率（%）	17.96	37.27	36.37
流动比率（%）	319.59	441.85	592.53
速动比率（%）	292.02	411.51	529.70
经营现金流动负债比（%）	46.84	15.54	--
现金短期债务比（倍）	4.48	7.43	10.30
EBITDA 利息倍数（倍）	69.14	7.04	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.01	4.96	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报告未经审计；2. “--” 表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.38	4.28	/
应收账款（亿元）	2.07	2.30	/
其他应收款（亿元）	1.12	2.94	/
存货（亿元）	0.31	0.29	/
长期股权投资（亿元）	0.29	0.46	/
固定资产（亿元）	1.46	2.86	/
在建工程（亿元）	1.11	0.89	/
资产总额（亿元）	10.61	15.34	/
实收资本（亿元）	1.08	1.08	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	8.93	9.75	/
短期债务（亿元）	0.87	0.69	/
长期债务（亿元）	0.00	4.11	/
全部债务（亿元）	0.88	4.80	/
营业总收入（亿元）	2.49	2.88	/
营业成本（亿元）	1.66	1.77	/
其他收益（亿元）	0.04	0.07	/
利润总额（亿元）	0.49	0.47	/
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.43	1.95	/
经营活动现金流入小计（亿元）	2.59	3.00	/
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.23	-1.31	/
投资活动现金流量净额（亿元）	1.67	-3.52	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.09	4.43	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.09	1.21	/
存货周转次数（次）	6.07	5.82	/
总资产周转次数（次）	0.25	0.22	/
现金收入比（%）	97.51	67.69	/
营业利润率（%）	32.42	37.97	/
总资本收益率（%）	4.73	3.72	/
净资产收益率（%）	5.06	4.27	/
长期债务资本化比率（%）	0.04	29.63	/
全部债务资本化比率（%）	8.95	32.98	/
资产负债率（%）	15.79	36.42	/
流动比率（%）	523.68	896.43	/
速动比率（%）	500.79	871.48	/
经营现金流动负债比（%）	-17.12	-110.83	/
现金短期债务比（倍）	3.86	6.17	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部未披露 2024 年一季度财务报表；2. “/” 表示指标未获取
 资料来源：联合资信根据公司财报整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持