



# 2022年上海海优威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

# 2022年上海海优威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	A+	AA-
评级展望	稳定	稳定
海优转债	A+	AA-

## 评级日期

2024年6月28日

## 联系方式

项目负责人：顾春霞  
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：薛超  
xuexc@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 本次评级下调主要是基于：受原材料与胶膜产品价格下降、市场竞争加剧等因素影响，2023年公司营业收入与盈利能力下滑，较大规模存货跌价损失使得公司2023年出现大额亏损，且面临持续亏损与净资产侵蚀风险；公司销售集中度高，所处行业上下游存在账期差，营运资金占用较大；跟踪期内，公司产能利用率有所下滑，新增产能存在消化风险；此外，跟踪期内，公司短期债务虽有所下降，但当前总债务规模仍较大，且利润水平下滑使得EBITDA利息保障倍数等杠杆指标弱化明显，公司整体杠杆经营水平较高，面临较大偿债压力。

## 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	51.85	53.83	64.78	36.73
归母所有者权益	21.61	21.98	24.82	23.06
总债务	--	28.65	36.00	10.38
营业收入	8.77	48.72	53.07	31.05
净利润	-0.19	-2.29	0.50	2.52
经营活动现金流净额	-2.81	-10.68	-29.15	-14.02
净债务/EBITDA	--	16.05	4.80	-0.87
EBITDA利息保障倍数	--	0.66	5.03	17.91
总债务/总资本	--	56.58%	59.19%	31.03%
FFO/净债务	--	-6.69%	10.46%	-95.74%
EBITDA利润率	--	1.57%	5.66%	11.44%
总资产回报率	--	-3.65%	1.82%	11.38%
速动比率	1.51	1.46	1.21	2.05
现金短期债务比	--	0.93	0.77	1.46
销售毛利率	3.82%	3.35%	7.87%	15.11%
资产负债率	58.33%	59.16%	61.69%	37.21%

注：2021年净债务为负使得净债务/EBITDA、FFO/净债务指标均为负，2023年FFO为负使得FFO/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

- **2023 年公司胶膜产品销量仍保持增长，与主要客户合作稳定，业务仍具有持续性。**跟踪期内，光伏新增装机量及行业需求仍保持上升态势，公司与下游光伏组件国内头部厂商仍保持稳定合作，公司主要产品销量仍保持增长；伴随全球光伏新增装机量持续增长，胶膜市场需求中长期仍具有成长空间，公司业务仍具有持续性。

## 关注

- **经营业绩下滑且出现大额亏损，仍面临原材料价格波动风险。**原材料成本占公司主营业务成本比重高，原材料价格波动对公司成本控制形成较大压力，2023 年以来上游 EVA 粒子价格中枢持续下行，且部分时间段下滑幅度较大，下游需求扰动及胶膜生产经营模式使得库存成本压力无法及时传导，2023 年公司主要产品毛利率下滑，同时产生大额存货跌价损失，2023 年公司净亏损 2.29 亿元，由盈转亏。
- **公司主营业务受光伏产业链调整影响，短期面临持续亏损与净资产侵蚀风险。**公司主营业务收入主要来源于光伏胶膜产品，汽车领域新产品尚未形成规模，业务类型单一；2024 年 1-3 月公司持续产生净亏损 0.19 亿元，公司所有者权益规模因持续亏损亦有所侵蚀；2024 年 4 月下旬以来，光伏产业链上下游持续调整，胶膜需求端修复压力变大，胶膜产品价格仍在低位，公司面临持续亏损风险。
- **公司销售集中度高，行业上下游存在账期差，营运资金占用较大。**公司销售集中度高，下游客户主要为光伏组件头部企业，公司上下游存在账期差，使得营运资金被占用较大；跟踪期内，公司应收账款、存货及应收票据规模虽有所降低，但整体规模仍较高，光伏下游市场竞争加剧背景下，仍需警惕回款压力进一步增加风险。
- **公司产能利用水平有所下滑，新增产能消化存在一定压力。**跟踪期内，公司新增产能规模较大，但产能利用率有所下滑；2024 年 4 月以来，光伏产业链持续面临市场下行及库存压力，下游组件厂商减产压力增大，胶膜需求修复亦将受压制；此外，受美国对东南亚“双反”调查政策风险影响，东南亚地区排产具有一定不确定性；当前胶膜行业市场竞争较激烈，未来项目新增产能存在消化压力。
- **公司面临偿债压力仍较大。**跟踪期内公司短期债务规模有所压降，流动性指标亦有所改善，但伴随利润水平下滑，公司 EBITDA 利息保障倍数等杠杆指标下滑明显，公司当前总债务规模仍较大，且杠杆经营水平较高，债务结构有待持续改善，公司仍面临较大偿债压力。

## 未来展望

- 中证鹏元维持公司信用评级展望为稳定。我们认为公司与下游光伏组件国内头部厂商仍保持稳定合作，业务仍具有持续性。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	海优新材	福斯特	赛伍技术	鹿山新材	天洋新材
总资产	53.83	218.36	49.42	27.40	28.80
营业收入	48.72	225.89	41.66	29.51	13.25
净利润	-2.29	18.49	1.03	-0.86	-0.94
销售毛利率（%）	3.35	14.64	10.74	4.87	11.86
资产负债率（%）	59.16	27.65	39.39	51.99	37.25

注：以上各指标均为 2023 年/2023 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	3/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
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。

### 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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

### 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
海优转债	6.94	6.9395	2023-6-26	2028-6-22

## 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2022年6月23日发行6年期6.94亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）、上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平米光伏封装材料项目（一期）与补充流动资金。截至2023年末，公司已使用闲置可转债募集资金1.35亿元用于暂时补充流动资金，募集资金专项账户余额为6,297.07万元。

## 三、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化，截至2024年3月末，公司控股股东与实际控制人仍为李民、李晓昱夫妇，其合计直接持有公司34.23%股份，公司控股股东和实际控制人无股权质押情况。公司股权结构及实际控制关系如附录二所示。

截至2024年6月19日收盘，海优新材股价为31.62元，海优转债最新转股价为217.30元，转股溢价率为454.07%。

跟踪期内，公司仍主要从事特种高分子薄膜研发、生产和销售的高新技术企业，立足于新能源、新材料产业，为下游客户提供薄膜产品。2023年公司合并报表新增2家子公司，2024年1-3月公司合并范围无变化。截至2024年3月末，纳入公司合并范围的子公司情况如附录四所示。

**表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

2023年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	主营业务	合并方式
平湖海优威科技有限公司	100.00%	2,000.00	尚未实际经营	新设
CÔNG TY TNHH VẬT LIỆU ỨNG DỤNG HIUV	100.00%	907.95 万美元	胶膜生产、销售	新设

资料来源：公司提供

## 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。

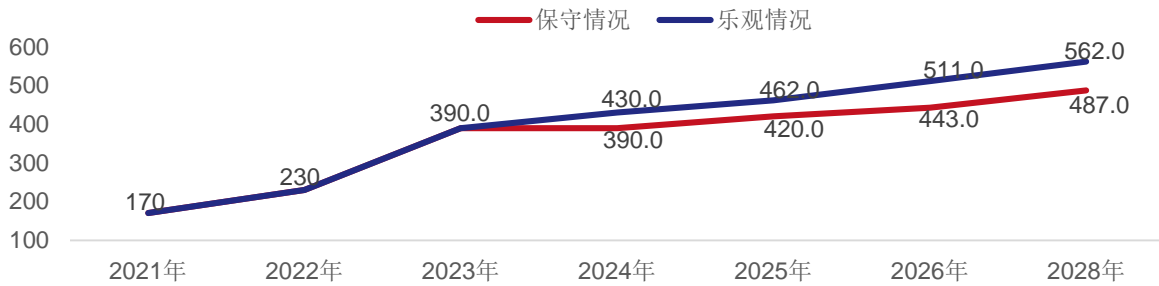
宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，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。

## 行业环境

**伴随全球光伏新增装机量持续增长，胶膜市场需求仍具有成长空间，但行业整体增速预计将放缓；2022年下半年以来，硅料及EVA粒子价格大幅波动，下游组件厂商成本压力亦向上游传导，胶膜产品价格中枢持续下行，胶膜企业盈利能力下滑幅度较大**

胶膜是光伏组件封装环节的关键材料，受益于光伏发电成本持续下降和全球清洁能源转型战略，光伏发电市场空间广阔，伴随全球光伏新增装机量的持续增长，胶膜市场需求仍具有成长空间，但2024年行业整体增速预计将放缓。根据中国光伏业协会对全球光伏新增装机的预测，按照每GW光伏组件封装使用1,000万平方米光伏胶膜，光伏组件安装量和生产量的容配比按照1: 1.2计算，预计2024年全球光伏胶膜需求将达到46.80亿-51.60亿平方米，2024-2030年复合增长率为4.60%-5.30%。

**图 1 2024-2030 年全球光伏新增装机预测（单位：GW）**


资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

**表2 2024-2030 年光伏胶膜全球市场需求测算**

指标名称	2024 年	2025 年	2026 年	2028 年	2030 年
光伏新增装机保守情况 (GW)	390.00	420.00	443.00	487.00	512.00
按容配比计算组件生产量 (GW)	468.00	504.00	531.60	584.40	614.40
光伏胶膜需求量 (亿平方米)	46.80	50.40	53.16	58.44	61.44
光伏新增装机乐观情况 (GW)	430.00	462.00	511.00	562.00	587.00
按容配比计算组件生产量 (GW)	516.00	554.40	613.20	674.40	704.40
光伏胶膜需求量 (亿平方米)	51.60	55.44	61.32	67.44	70.44

资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理测算

伴随多晶硅生产企业硅料新增产能集中释放，2022年下半年以来光伏级多晶硅价格中枢持续下行，且价格波动剧烈；组件与硅料厂商价格博弈情绪加重，硅料快速下行阶段组件厂商普遍持观望态度，组件排产较弱，胶膜需求持续受到压制；2024年以来，硅料价格在2024年2-3月份小幅回暖后进入下行通道，光伏产业链再度面临市场下行及库存压力，部分光伏组件厂商在2024年5月份逐步下调原先排产计划，以控制库存和损失；此外，2024年5月份美国对东南亚“双反”调查引发市场动荡，出口受限预期影响头部厂商在东南亚基地生产计划，预计短期内组件厂商减产可能性较大，其中东南亚地区排产具有一定不确定性，胶膜需求短期仍将受到压制。



图 2 2022 年下半年以来光伏级多晶硅价格中枢持续下行，且价格波动剧烈（单位：美元/千克）



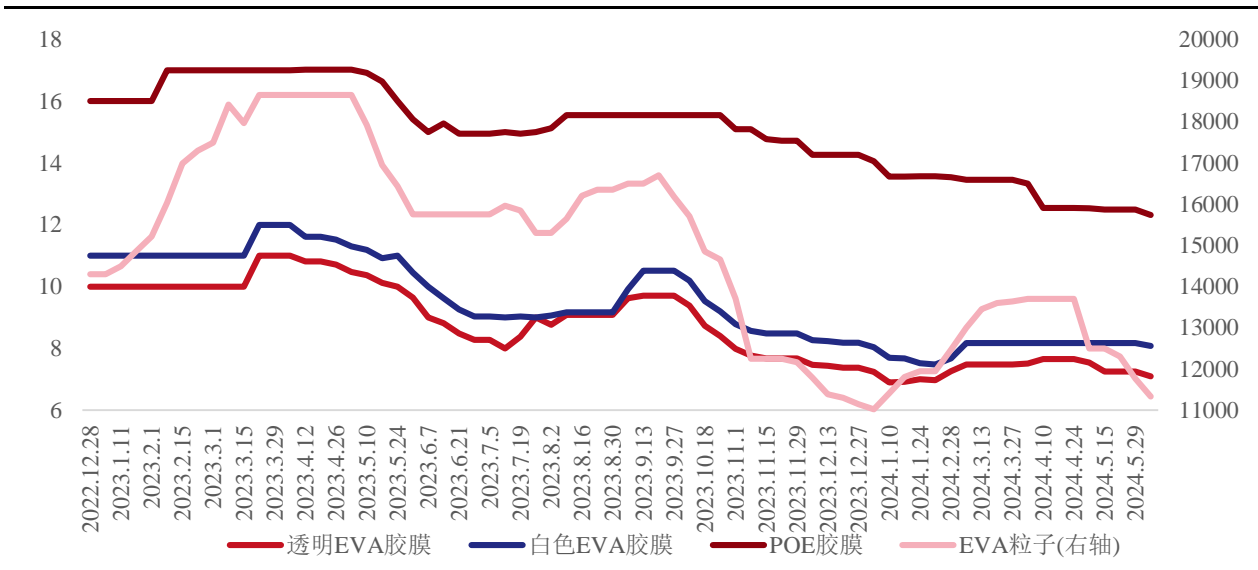
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

胶膜售价变动主要取决于上游EVA粒子市场价格变动、下游客户需求情况，下游光伏组件厂商胶膜采购价格在较大程度上锚定EVA粒子的价格变动。近年来胶膜上游原材料价格波动较大，胶膜企业对客户普遍采用月度报价的模式，胶膜行业的销售模式一般能够保障成本的及时传导，但近期光伏级多晶硅价格剧烈波动，胶膜下游市场需求持续受到压制，市场竞争加剧，胶膜行业基于材料成本及合理利润率制定的销售价格无法顺利向下游客户传导，企业盈利普遍受到较大冲击。

胶膜行业生产经营模式导致胶膜厂商需要提前备货，以应对客户产品及时交付要求，因此行业普遍维持较高库存金额；受上游粒子厂商产能陆续释放、下游客户月度排产大幅波动、产业链上下游价格博弈等多重因素影响，近年EVA粒子价格波动加大并持续走低；若EVA粒子及胶膜价格短期内大幅下跌，胶膜企业将面临较大存货跌价风险。此外，胶膜厂商采购原材料普遍需预付货款，下游组件厂商则普遍采用票据结算且账期较长，胶膜行业上下游存在账期差，资金不充分的企业往往需要通过票据贴现换取现金流，对企业盈利形成进一步侵蚀。

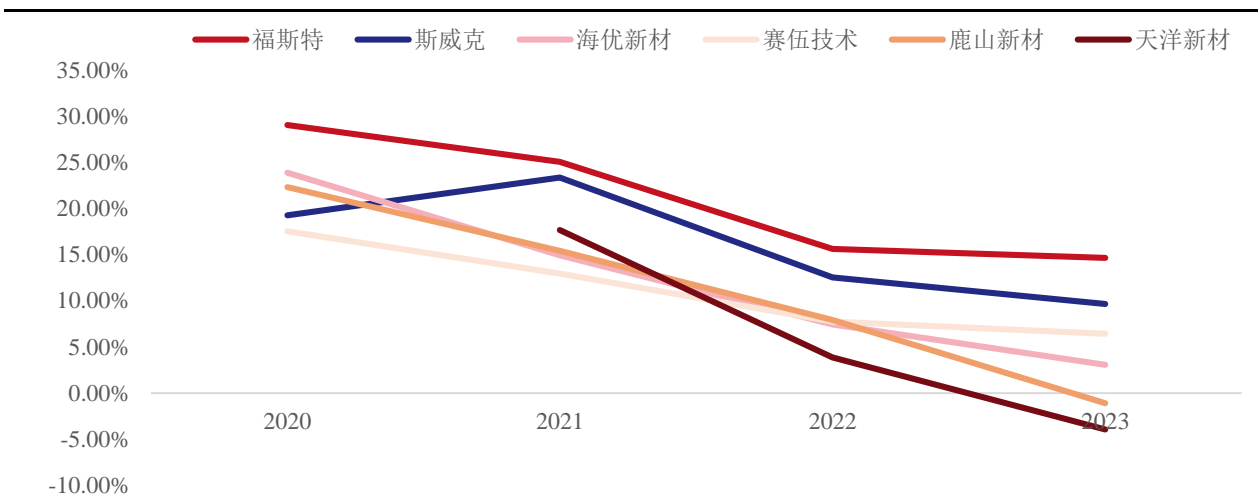
受上述因素影响，主要上市公司近年胶膜业务毛利率大幅下滑，龙头企业福斯特在生产规模效应、采购议价能力、经营成本管控与资金层面具有优势，胶膜业务盈利表现仍显著优于行业整体。

图 3 2023 年以来胶膜及上游 EVA 粒子价格中枢持续下行（单位：元/平方米，元/吨）



资料来源：索比光伏网辅材周报价数据，中证鹏元整理

图 4 主要上市公司近年胶膜业务毛利率大幅下滑，龙头企业福斯特胶膜业务仍具有显著盈利优势



注：2021 年 8 月，东方日升向深圳燃气出售其持有的斯威克 52.49% 股权，此后不再拥有对斯威克控制权，故上表中 2020 年斯威克销售毛利率采用当年度东方日升光伏胶膜业务毛利率数据，2021-2023 年斯威克胶膜业务毛利率采用深圳燃气光伏胶膜业务毛利率数据；鹿山新材热熔胶膜业务收入包含热塑性光学透明胶膜与太阳能电池封装胶膜，鉴于热塑性光学透明胶膜收入规模较小，2022 年及以后年度，鹿山新材胶膜业务毛利率采用热熔胶膜业务整体毛利率数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

胶膜行业集中度高，近年行业新进入厂商较多，且产能扩张较快，行业竞争加剧；双面组件及N型组件需求扩张，带动POE胶膜（单层或共挤）市占率提升

胶膜的全球市场供应基本被国内厂商所替代，行业已形成以福斯特为第一梯队、斯威克和海优新材为第二梯队、赛伍技术、祥邦科技、百佳年代、鹿山新材、天洋新材等为三四线梯队的市场竞争格局。光伏胶膜行业集中度较高，根据测算，龙头企业福斯特近年市场占比接近50%，行业CR3在75%-82%之间。相比光伏产业链其他行业，胶膜主要为轻资产经营模式，近年行业新进入厂商较多，且产能扩张较

快，行业竞争加剧；市场下行期，二、三、四线厂商市场份额波动加大，福斯特凭借盈利优势保持市场份额领先，且往年市占率被侵蚀下滑趋势得到扭转。

光伏行业通过技术创新与迭代推动产业链持续降本增效，技术发展亦使得胶膜需求结构发生改变。目前，市场上封装材料主要有透明EVA胶膜、白色EVA胶膜、聚烯烃（POE）胶膜、共挤型聚烯烃复合膜EPE（EVA-POE-EVA）胶膜与其他封装胶膜。新型太阳能电池技术大多采用N型硅片，具有更高的抗PID性能要求，使得POE胶膜（单层或共挤）的潜在需求增加。单晶PERC双面双玻电池组件发展迅速，相应配套使用的POE胶膜需求明显增加，其中EPE共挤型胶膜以其良好的加工性能和阻水性相结合的优点，逐步成为行业主流产品。根据中国光伏业协会数据，2023年组件封装材料仍以透明EVA胶膜为主，约占42.5%的市场份额。随着TOPCon组件及双玻组件市场占比的提升，共挤型EPE胶膜2023年市场占比提升至27.8%，未来预计共挤型EPE胶膜市场占比将进一步增大。

## 五、经营与竞争

公司主要从事光伏胶膜产品的生产与销售，受原材料与胶膜产品价格下降、市场竞争加剧等因素影响，2023年公司营业收入与盈利能力下滑，较大规模存货跌价损失计提使得公司出现净亏损

2023年公司收入仍主要由EVA胶膜、共挤型/POE胶膜产品贡献，其中共挤型/POE胶膜销量随市场需求提升在跟踪期内明显增加，该类产品2023年收入占比提升较明显。公司毛利仍主要由胶膜产品贡献，受原材料价格下降、市场竞争加剧等因素影响，2023年公司胶膜产品销售价格下滑较大；同时，由于原材料价格持续下降，受库存成本结转采用加权平均法的影响，胶膜产品销售成本降幅不及销售价格降幅，使得2023年公司主营业务毛利率下滑至3.09%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
EVA 胶膜	278,753.48	58.03%	3.59%	377,370.65	71.57%	8.19%
共挤型/POE 胶膜	201,270.32	41.90%	2.35%	148,459.22	28.16%	5.51%
非胶膜产品	341.73	0.07%	40.53%	1,438.37	0.27%	49.85%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>480,365.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.09%</b>	<b>527,268.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.55%</b>

注：公司非胶膜产品主要为玻璃夹胶膜、液晶调光膜，以及曾向参股公司邢台晶龙销售核心配方原料等，总体占比较低；EVA 胶膜包括白色增效 EVA 胶膜与透明 EVA 胶膜产品，2023 年起公司将两种产品合并进行统计。

资料来源：公司 2023 年年报，中证鹏元整理

受益于光伏装机量及行业需求仍保持上升态势，跟踪期内公司主要产品销量仍保持增长，2023年出货量仍处于光伏胶膜第二梯队，市场占有率位于行业前三；2023年上游原材料中枢均延续下行趋势，公司主要胶膜产品全年平均售价同比下滑幅度较大，使得整体销售收入有所下降；跟踪期内，公司销售仍主要面向境内光伏组件龙头企业，与主要客户合作稳定，客户集中度仍较高，外销占比较低

2023年光伏装机量及行业需求仍保持上升态势，公司下游组件厂商出货量增加，对胶膜产品的需求

亦随之增长，下游客户产销规模扩张使得公司胶膜产品出货量亦保持增长，2023年公司实现胶膜出货量56,295.07万平方米，同比增长29.44%。2023年公司仍处于行业第二梯队，市场占有率位于行业前三。

跟踪期内，公司胶膜售价的变动仍主要取决于EVA粒子市场价格变动以及下游客户需求情况。胶膜存在产品生产周期、交货时间短的特点，客户一般在签订框架合同的前提下，每月末向供应商下达次月意向订单。原胶膜行业内公司产能扩张及新进入企业加剧行业价格竞争，在光伏行业降本增效压力加大的背景下，客户销售定价锚定原材料 EVA 粒子市价变动，体现为原料市场价格下跌时，胶膜订单价格快速跟随原材料价格同步下跌；2023年以来上游EVA粒子、POE树脂价格波动向下，2023年公司主要胶膜产品全年平均售价同比下滑幅度较大，其中EVA胶膜平均售价同比下滑33.97%，使得销售收入同比下降26.13%，共挤型/POE胶膜平均售价同比下滑22.89%，但受益于2023年共挤型/POE胶膜市场需求快速增长，以及公司相关产品产能释放，2023年公司共挤型/POE胶膜销量同比增长75.86%，综合影响下，2023年公司共挤型/POE胶膜产品收入同比增长35.57%。

此外，从销售产品结构看，公司产品结构以EVA及EPE共挤型胶膜为主，单层POE胶膜占比相对较少；2023年以来，N型TOPCon电池对原行业主流P型Perc电池产能形成加速替代，逐步成为市场主流；TOPCon电池组件相较原有的P型组件，对胶膜的抗PID性能、防水性、抗腐蚀性提出了更高的要求，在产品推广前期，为降低组件整体质量风险，部分组件厂商选择成本较高、材料性能更优的单层POE胶膜作为封装材料，对单层POE胶膜利润率形成一定支撑。

**表4 2022-2023年公司主要产品销售情况**

产品名称	项目	2023年	2022年
EVA 胶膜	销量（万平方米）	35,329.97	31,579.13
	销售额（万元）	278,753.48	377,370.65
	平均售价（元/平方米）	7.89	11.95
共挤型/POE 胶膜	销量（万平方米）	20,965.66	11,924.44
	销售额（万元）	201,270.32	148,459.22
	平均售价（元/平方米）	9.60	12.45

注：分产品销量数据为销售额/平均售价测算数。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

跟踪期内，随着下游光伏组件中标价格持续走低，下游客户降本增效压力加大，头部组件企业采购议价能力较强，进一步压降供应商利润空间，而外销产品的毛利率普遍高于国内市场。与同行业主要上市公司相比，为降低客户信用风险，公司产品销售主要面向境内光伏组件龙头企业，主要客户包括晶科能源、天合光能、隆基股份、晶澳科技、一道新能源科技股份有限公司等，客户集中度较高，2023年公司前五大客户销售收入占营业收入比重为71.89%，公司主营业务收入中外销相对占比较低为4.68%，导致公司销售毛利率受一定影响。

跟踪期内，公司与主要客户合作稳定，前五大客户整体变动较小，公司的收款结算模式仍以“账期

+承兑汇票”为主，采用票到1-3个月后，客户支付银行承兑汇票或商业承兑汇票的结算模式，由于票据期限一般为6个月，因此公司收现回款周期一般在7-9个月以上，回款周期较长。

**2023年公司持续在光伏领域及非光伏新型膜领域保持较高研发投入；跟踪期内，公司新增产能规模较大，产能利用率有所下滑；2024年4月以来，光伏产业链再度面临市场下行及库存压力，胶膜行业市场竞争仍较激烈，下游组件厂商若采取减产措施，胶膜需求亦将受压制，公司未来新增产能消化存在一定压力**

光伏行业依托技术创新推动行业不断降本增效，为提升产品竞争力，下游组件企业重视技术创新，组件生产差异化增强，组件企业对配套胶膜的需求亦更加精细化，配套胶膜方案更加多样化，对胶膜行业提出了更高的技术要求和研发创新能力。

2023年公司研发投入1.90亿元，在营业收入总额中占比为3.89%，占收入比重较上年降低0.77个百分点，整体规模仍较高；公司在光伏领域及非光伏新型膜领域均保持较高研发投入，光伏胶膜领域，研发方向主要以EPE共挤型胶膜核心技术为基础，主要提升EPE胶膜在TOPCon组件的适配性和技术性能，针对下游组件HJT技术路线，研发推出HJT转光胶膜产品，并针对下游为降本增效需求逐步推广0BB技术组件；非光伏领域，公司主要以汽车驾驶座舱新型环保表面材料、新能源汽车智能玻璃调光膜及高强度降噪降温PVE玻璃胶膜等电子功能膜新产品为研发重点，目前汽车内饰及天幕调光膜等新产品已为部分厂商小批量供货，整体仍处于市场开拓期，收入占比较小，公司收入来源仍较为单一。

跟踪期内，公司生产模式仍为“以销定产、适当备货”，2023年公司光伏胶膜产品的产销率为100.41%，仍保持较高水平。截至2023年末，公司胶膜累计投产产能7.04亿平方米，2023年新增产能1.77亿平方米，其中上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平米光伏封装材料项目（一期）项目本期建成转固，新增释放产能1.45亿平方米，其余新增产能主要系生产线技改产生增加。2023年下游组件厂各月度间的排产波动加大，胶膜需求随之出现调整，公司产能利用率有所下滑；2024年1-3月公司产能利用率为68.39%，当前公司整体产能利用水平偏低。

**表5 2022-2024年3月公司主要产品产能利用率情况**

项目	2024年1-3月	2023年	2022年
产能（万平方米）	17,971.44	70,362.43	52,673.54
产量（万平方米）	12,290.19	56,067.03	44,270.10
产能利用率	68.39%	79.68%	84.05%

注：公司胶膜产品现有挤出生产线为共线，三种产品产能可以互补，各个生产基地根据产能情况及客户订单情况随时切换，产能利用率为综合计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建项目详见表6，均为本期债券募投项目，其中上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平米光伏封装材料项目一期（上饶）2023年末已释放大部分预定产能，年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期平湖基地与越南基地尚在建设中，预计2025年三季度达到预定可使用状态，平湖

基地、越南基地完全达产预计将分别释放产能1.0亿、0.5亿平方米，剩余0.5亿平方米产能建设公司将根据市场情况灵活分配产地。2024年以来，光伏产业链各环节产品价格2-3月份小幅回暖后进入下行通道，光伏产业链再度面临市场下行及库存压力，考虑当前光伏胶膜市场竞争仍较激烈，下游组件厂商若采取减产措施，胶膜需求亦将持续受压制；此外，受美国对东南亚双反调查影响，东南亚地区排产具有一定不确定性，公司未来新增产能消化存在一定压力。

**表6 截至2023年末公司主要在建项目<sup>1</sup>情况（单位：亿元、万平方米）**

项目名称（地点）	预计募集资金投入额	实际已投金额	产品类别	设计新增产能	2023年实际新增产能	达成预定可使用状态日期
年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期（平湖、越南） <sup>2</sup>	3.19	1.25	透明EVA胶膜	10,000.00	尚处于建设期	2025年三季度
			POE胶膜	10,000.00		
上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平米光伏封装材料项目一期（上饶）	2.55	2.20	透明EVA胶膜	7,000.00	14,489.80	2024年一季度
			白色增效EVA胶膜	1,000.00		
			POE胶膜	7,000.00		
--	<b>5.74</b>	<b>3.45</b>	--	<b>35,000.00</b>	--	--

注：截至2023年末，除受上述募集资金投入外，公司年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期越南厂区已投入土地购置支出700万美金，均为公司自有资金，厂房持续建设中；平湖厂区累计已投入2.00亿元，其中土地购置支出0.27亿元，厂房及附属房屋支出1.73亿元（该厂房不限于一期使用），均为自有资金投入，机器设备、装饰等投入均采用募集资金。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主营业务成本主要为原材料成本，原材料价格波动对公司成本控制压力较大，2023年以来EVA粒子、POE粒子价格中枢持续下行，且部分时间段下滑幅度较大，叠加胶膜生产经营模式使得库存成本压力无法及时传导，公司主要产品毛利率水平下滑，同时产生大规模存货跌价损失；伴随国产树脂供应商产能释放，EVA树脂供应格局持续优化，公司采购选择空间明显改观，POE树脂仍主要依赖进口

2023年公司主营业务成本仍主要为原材料成本，主要胶膜产品直接材料成本占比均在90%左右，其价格波动对公司产品成本的影响大。公司生产所需的主要原材料为EVA粒子、POE粒子，2023年以来

<sup>1</sup> 根据《上海海优威新材料股份有限公司关于终止公司2022年度向特定对象发行A股股票事项的公告》，公司终止2022年度向特定对象发行A股股票事项，原拟建募投项目年产2亿平米光伏封装材料生产建设项目（一期）（镇江）、上饶海优威应用薄膜有限公司年产20,000万平光伏胶膜生产项目（一期）（上饶）亦暂停。

<sup>2</sup> 根据《上海海优威新材料股份有限公司关于部分募投项目变更实施地点和实施主体的公告》（公告编号：2022-111），本期债券募投项目“年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）”的实施地点变更至浙江省嘉兴市平湖市新仓镇秦沙村1组、双红村5组、仓庆路北侧（仓庆路588号、朝阳河西侧）的土地和厂房，实施主体变更为公司全资子公司平湖海优威应用材料有限公司；根据《上海海优威新材料股份有限公司关于部分募投项目新增实施主体和实施地点的公告》（公告编号：2023-102），公司新增全资孙公司海优威应用材料有限公司（以下简称“越南海优威”）“年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）”的实施主体，对应新增越南北江省为上述募投项目的实施地点。

EVA 粒子、POE粒子价格波动向下，公司主要原材料采购均价较2022年大幅下降。同时，2023年以来，光伏产业链价格如硅料、硅片、组件等主环节剧烈波动，叠加下游组件快速扩产因素，导致组件厂商月度排产不均衡，胶膜订单价格跟随原材料价格同步下跌；但销售成本的变动受高价库存成本影响不能即时反映原料价格的变化，成本下降幅度小于胶膜产品单价下降幅度，导致2023年公司胶膜产品毛利率大幅下滑。

**表7 2022-2023 年公司主要产品平均售价、主要原材料平均采购价格与单位平均成本变动情况**

所属产品	项目	2023 年	2022 年	同比变动
EVA 胶膜	EVA 胶膜平均售价（元/平方米）	7.89	11.95	-33.98%
	EVA 粒子平均采购价格（元/吨）	13,232.00	20,299.60	-34.82%
	EVA 胶膜单位材料成本（元/平方米）	6.77	10.06	-32.70%
共挤型/POE 胶膜	共挤型/POE 胶膜平均售价（元/平方米）	9.60	12.45	-22.93%
	EVA/POE 粒子采购均价（元/吨）	14,534.77	20,596.86	-29.43%
	共挤型/POE 胶膜单位材料成本（元/平方米）	8.62	11.00	-21.64%

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

此外，2023年5月以来EVA粒子价格下行过程中波动较大，2023年5月份及2023年四季度均经历短持续大幅下跌行情，公司销售毛利率水平下滑同时，亦产生较大规模存货跌价损失。

**表8 2023 年以来公司分季度营业收入、营业成本、销售毛利率、资产减值损失情况（单位：万元）**

项目	2023 年一季度	2023 年二季度	2023 年三季度	2023 年四季度	2024 年一季度
营业收入	135,088.45	104,907.82	154,918.93	92,274.06	87,697.16
营业成本	126,627.72	103,978.55	144,685.87	95,562.34	84,344.92
销售毛利率	6.26%	0.89%	6.61%	-3.56%	3.82%
资产减值损失	1,175.70	-4,338.70	-8,023.71	-9,086.67	232.91
净利润	2,274.57	-5,690.55	-4,115.38	-15,325.90	-1,884.97

资料来源：Wind，公司公告，中证鹏元整理

跟踪期内，伴随国产树脂供应商产能逐步释放，EVA粒子供应格局持续优化，POE粒子尚无大规模产能供应，基本依赖陶氏化学太平洋有限公司（以下简称“陶氏化学”）等国外厂商进口。公司粒子供应商主要为江苏斯尔邦石化有限公司、浙江石油化工有限公司、中国石化化工销售有限公司、LG 化学等树脂行业主要供应商，一般与供应商签订长期供货合同或每月按需签订订单，合作较稳定。2023年公司前五名供应商采购合计额占当期采购总额的比例为54.39%，集中度较上年度有所降低。结算方式方面，公司上游供应商主要为大宗石化厂商，普遍要求款到发货或预付信用证，到货一般在签订订单两个月内，到货当月开票结算。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

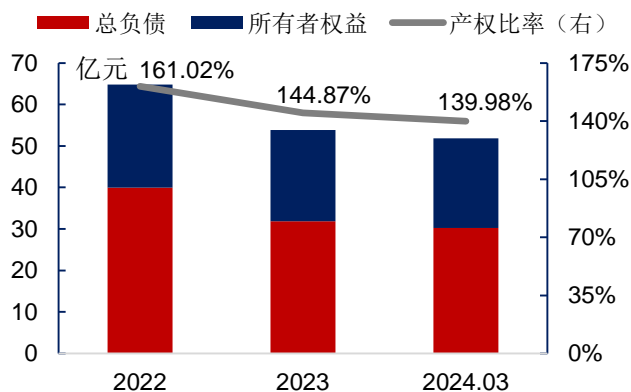
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围新增2家子公司，2024年1-3月公司合并范围无变化，具体详见表1。

### 资本实力与资产质量

跟踪期内，公司所有者权益规模因持续亏损有所侵蚀；公司生产经营模式使得其营运资金被占用，2023年末公司应收账款、存货及应收票据规模同比有所降低，但整体规模仍较大，且仍需关注存货跌价风险以及应收款项的回收和承兑风险

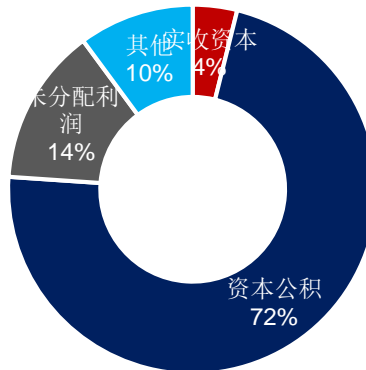
2024年3月末公司所有者权益仍主要由资本公积、未分配利润等构成。跟踪期内，公司所有者权益规模因持续亏损有所侵蚀，同时，短期借款规模的压降使得公司负债规模持续降低；综合影响下，跟踪期内公司产权比率持续降低，2024年3月末产权比率降至139.98%。

图 5 公司资本结构



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

图 6 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

光伏胶膜行业普遍采用轻资产运营模式，跟踪期内，公司资产结构仍以流动资产为主；由于下游客户订单交货期普遍较短且及时性要求较高，公司需要根据次月订单情况提前库存计划，并提前备货；同时下游大型光伏组件企业普遍采用票据作为主要结算手段，且账期较长，因此公司保持较大规模存货、应收票据及应收账款，对营运资金占用较大。

2023年公司继续通过票据背书、贴现等方式降低资金占用、补充现金流，期末应收票据规模有所下降，包括5.16亿元银行承兑汇票及5.59亿元商业承兑汇票，应收款项融资主要为应收票据。2023年末公司存货主要包括4.21亿元原材料、1.88亿元在产品和1.13亿元库存商品，2023年度EVA粒子及胶膜产品



价格大幅下滑，公司2022年采购的大规模高价库存亦逐步消化，在产销量持续增长背景下，2023年末公司存货规模同比下降44.98%；2023年公司新增计提存货跌价损失2.03亿元，对公司当期利润水平冲击较大。公司应收账款前五大客户均为国内知名光伏组件企业，近年账龄逾期及坏账规模小，应收账款质量较高，账龄主要在1年以内，近年应收账款回款整体保持稳定；光伏组件头部厂商议价与占款能力强，下游市场竞争加剧背景下，需警惕客户回款周期延长风险。

2023年公司新增固定资产主要系平湖生产基地新购入原值1.74亿元厂房及上饶基地新购入原值1.38亿元机器设备；2023年末公司无形资产较上年增加154.37%，主要系本期购置越南基地、平湖基地土地使用权所致。

其他资产方面，公司货币资金主要为银行存款，其中0.68亿元保证金使用受限，交易性金融资产主要系公司购买的保本理财产品及结构性存款，其他流动资产主要包括1.30亿元待抵扣增值税及0.36亿元理财产品。截至2023年末，公司受限资产合计3.56亿元，主要系1.72亿元固定资产中厂房与0.26亿元无形资产中土地因借款抵押受限，0.89亿元票据质押受限以及货币资金0.68亿元保证金受限。

**表9 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	3.75	7.23%	5.10	9.48%	6.31	9.75%
交易性金融资产	1.00	1.93%	1.00	1.86%	0.00	0.00%
应收票据	10.53	20.31%	10.74	19.96%	14.67	22.65%
应收账款	11.41	22.01%	12.73	23.65%	14.86	22.95%
应收款项融资	1.58	3.04%	0.61	1.14%	2.05	3.17%
存货	6.38	12.31%	7.29	13.54%	13.25	20.46%
其他流动资产	1.37	2.64%	1.70	3.15%	1.89	2.92%
<b>流动资产合计</b>	<b>37.63</b>	<b>72.57%</b>	<b>39.74</b>	<b>73.83%</b>	<b>54.23</b>	<b>83.72%</b>
固定资产	7.34	14.16%	7.32	13.60%	4.59	7.08%
在建工程	1.25	2.40%	1.08	2.01%	1.50	2.31%
无形资产	1.21	2.34%	1.22	2.27%	0.48	0.74%
<b>非流动资产合计</b>	<b>14.22</b>	<b>27.43%</b>	<b>14.09</b>	<b>26.17%</b>	<b>10.54</b>	<b>16.28%</b>
<b>资产总计</b>	<b>51.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>53.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>64.78</b>	<b>100.00%</b>

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

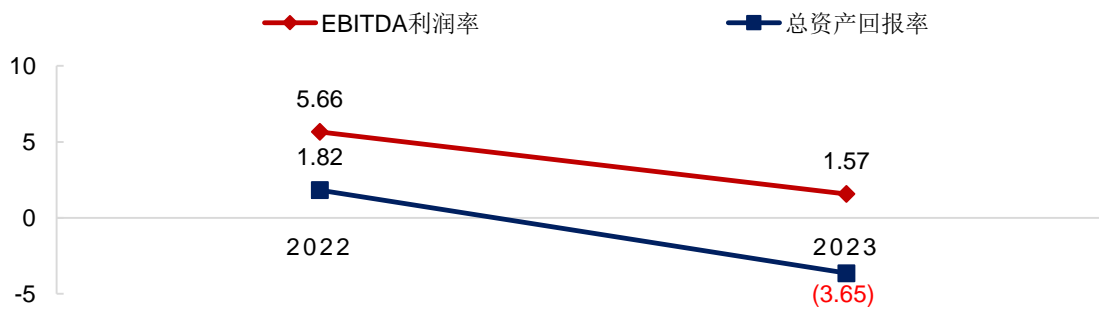
受胶膜价格调整影响，2023年公司营业收入与盈利能力下滑，较大规模存货减值损失使得公司2023年出现大额亏损；2024年4月下旬以来，光伏产业链加快调整，胶膜需求端修复压力较大，公司短期内面临持续亏损风险

2023年公司胶膜产品销量仍保持较快增长，但当期胶膜市场竞争态势较严峻，原材料价格波动向下

使得胶膜产品的销售价格下调，2023年公司实现营业收入48.72亿元，较上年度下滑8.20%。上游原材料价格下滑背景下，胶膜生产经营模式使得库存成本压力无法及时传导，2023年公司胶膜产品毛利率大幅下降，EBITDA利润率亦下滑至1.57%。同时，2023年5月及2023年四季度，上游EVA粒子价格短期内大幅大跌，公司期末根据在手订单及预计售价计提较大规模存货减值损失规模；2023年公司期间费用有所降低，当期公司仍保持较高规模研发投入，且可转债财务成本增加等原因导致财务利息费用有所增加；综合影响下，2023年公司盈利下滑，出现大额亏损2.29亿元。跟踪期内，公司胶膜产品销量增长，所需产能及生产运营规模增加，包括生产基地建设在内的各项投资仍处于投入期，大额净亏损使得公司总资产回报率转负。

2024年1-3月EVA粒子及胶膜价格整体仍在低位震荡，公司受胶膜价格明显低于去年同期的影响，当期实现营业收入8.77亿元，同比下滑35.08%，且净亏损0.19亿元；2024年4月下旬以来，光伏产业链各环节产品价格进入下行通道，市场下行及库存压力较大，组件厂商降低排产可能性加大，胶膜需求端修复压力较大，公司短期面临持续亏损风险。

图7 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

跟踪期内公司短期债务规模有所压降，流动性指标亦有所改善，但伴随利润水平下滑，公司EBITDA利息保障倍数等杠杆指标下滑，公司当前杠杆经营水平仍较高，且债务结构有待持续改善，仍面临较大偿债压力；受上下游结算账期错配影响，公司营运资金被占用，为缓解流动性压力，公司继续保持票据贴现，2023年实际经营性现金流状况改善，但票据贴息成本亦使得公司盈利受到侵蚀

为降低短期债务压力，调整债务结构，2023年公司对短期借款规模有所压降，2023年末总债务规模降低至28.65亿元，其中短期债务规模降低至19.22亿元，但短期债务在总债务中占比仍达67.10%，公司仍面临较大短期偿债压力，且债务结构有待持续改善。公司短期借款主要用于原材料采购，2023年原材料跌价使得公司采购付款压力降低，同时公司新增部分长期借款用于购买原材料，以改善债务结构，2023年末公司短期借款规模同比降低，借款类型主要为信用借款与保证借款；应付票据全部为银行承兑汇票，2023年采购结算的票据规模有所降低，其他流动负债主要为已背书未终止确认的银行承兑汇票。

2023年公司新增2.74亿元长期借款，主要用于购买平湖生产基地厂房及原材料采购等日常经营所需，借款利率在3.05%-3.85%之间；应付债券为本期债券负债部分，租赁负债主要为新租赁准则下租赁厂房产生。经营性负债方面，应付账款主要为应付货款、工程及设备款、运费等，整体规模较上年末有所下降。

**表10 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	13.30	43.98%	13.18	41.37%	25.47	63.75%
应付账款	2.40	7.95%	2.67	8.37%	3.33	8.34%
一年内到期的非流动负债	1.60	5.29%	3.73	11.70%	0.25	0.62%
其他流动负债	2.41	7.97%	1.96	6.15%	2.35	5.88%
<b>流动负债合计</b>	<b>20.66</b>	<b>68.30%</b>	<b>22.29</b>	<b>69.98%</b>	<b>33.76</b>	<b>84.49%</b>
长期借款	2.66	8.79%	2.74	8.60%	0.00	0.00%
应付债券	5.74	18.96%	5.65	17.73%	5.32	13.31%
租赁负债	1.06	3.49%	1.04	3.27%	0.88	2.20%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.59</b>	<b>31.70%</b>	<b>9.56</b>	<b>30.02%</b>	<b>6.20</b>	<b>15.51%</b>
<b>负债合计</b>	<b>30.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.96</b>	<b>100.00%</b>
总债务	--	--	28.65	89.95%	36.00	90.08%
其中：短期债务	--	--	19.22	60.36%	29.80	74.57%
长期债务	--	--	9.43	29.59%	6.20	15.51%

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

借款规模的降低使得2023年末公司资产负债率和总债务/总资本指标有所降低，但公司整体杠杆水平仍较高。尽管2023年末公司净债务规模有所压缩，但伴随公司利润水平快速下滑，2023年公司EBITDA利息保障倍数下滑至0.66，EBITDA难以覆盖公司利息支出，盈利对净债务的保障程度亦明显减弱。

**表11 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额	-2.81	-10.68	-29.15
收到其他与筹资活动有关的现金	4.67	15.49	22.97
其中：信用等级一般的银行承兑汇票和商业承兑汇票贴现净额	4.67	15.49	16.04
调整后经营活动现金流净额	1.87	4.81	-13.11
FFO（亿元）	--	-0.82	1.51
资产负债率	58.33%	59.16%	61.69%
净债务/EBITDA	--	16.05	4.80
EBITDA 利息保障倍数	--	0.66	5.03
总债务/总资本	--	56.58%	59.19%
FFO/净债务	--	-6.69%	10.46%

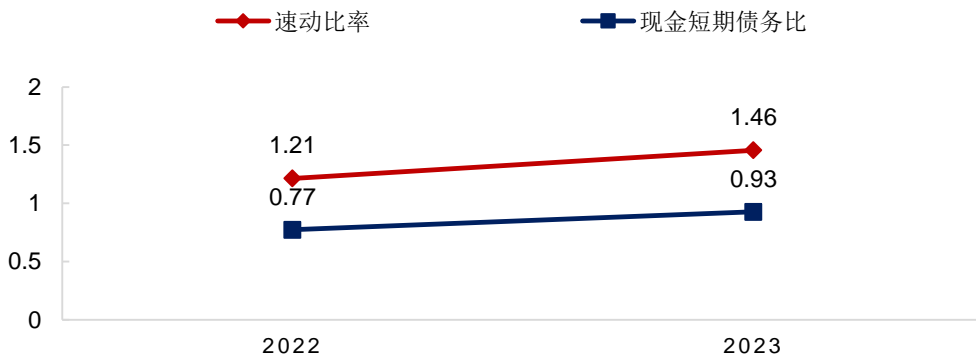
经营活动现金流净额/净债务	--	-87.12%	-201.89%
自由现金流/净债务	--	-105.89%	-211.83%

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

流动性指标方面，短期借款规模的降低使得2023年末公司速动比率与现金短期债务比指标有所提升，公司短期流动性有所改善。公司流动性需求主要来自债务还本付息以及项目建设支出，2023年末公司现金类资产对其短期债务覆盖略显不足，2024年3月末，公司银行总授信额度为55.15亿元，同比增长18.35%，剩余未使用授信额度合计38.62亿元，同比增长88.75%，公司备用流动性较充足；但仍需关注公司持续亏损或短期债务规模扩张情况下，流动性指标的弱化。

公司下游客户主要为光伏组件生产龙头企业，普遍采用票据作为主要结算手段，且账期较长，而上游供应商主要为大宗化工原料厂商，采购付款多为现金支付，且结算账期较短；公司上下游结算账期错配，使得营运资金占用较大。2023 年度公司收入规模略有下降，同时采购支付现金规模减少，经营性现金净流出规模有所降低；同时，为缓解流动性压力，公司进行票据背书转让或贴现以支付货款或补充营运资金，票据贴现取得的现金部分在现金流量表中“收到其他与筹资活动有关的现金”项目列报<sup>3</sup>，若考虑该部分现金流，2023年公司调整后经营活动现金流净额为4.81亿元，经营性现金流状况较2022年改善；但公司通过大规模票据贴现换取现金流的同时，贴息成本使得公司盈利受到侵蚀。

**图 8 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

<sup>3</sup> 根据企业会计准则要求，公司对应收银行承兑汇票承兑人的信用等级分为信用等级较高银行和信用等级一般银行，当公司将由信用等级较高的银行承兑的汇票进行贴现时，公司将票据贴现取得的现金分类为经营活动现金流量，在现金流量表中“销售商品、提供劳务收到的现金”项目列报，对于信用等级一般银行，公司将票据贴现取得的现金分类为筹资活动现金流量，在现金流量表中“收到其他与筹资活动有关的现金”项目列报；该等票据贴现金额与公司日常经营收款相关，实质属于经营性现金流入。

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），跟踪期内，公司均未发生环境污染事故，无环境纠纷，未收到任何形式的环境保护行政处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，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。

公司治理与管理方面，跟踪期内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违纪事项。公司于 2023 年 8 月完成董事会、监事会换届选举及聘任高级管理人员、证券事务代表，针对该事项中证鹏元已出具《中证鹏元关于关注上海海优威新材料股份有限公司董事会、监事会成员换届选举暨聘任高级管理人员及证券事务代表事项的公告》。

公司于 2024 年 5 月 23 日收到上海证券交易所出具的《关于对上海海优威新材料股份有限公司 2023 年年度报告的信息披露监管问询函》（上证科创公函[2024]0118 号，以下简称“《问询函》”），根据《问询函》的要求，公司与中信建投证券股份有限公司、容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对《问询函》提及事项进行核查，并于 2024 年 6 月 7 日统一回复，公司具体回复内容详见公司公告《上海海优威新材料股份有限公司关于公司 2023 年年度报告的信息披露监管问询函回复公告》（公告编号：2024-055）。

### （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 6 月 17 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，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 6 月 19 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

公司主要从高分子特种膜产品的研发、生产与销售，主营光伏胶膜产品市场份额位列行业第二梯队；跟踪期内，光伏新增装机量及行业需求仍保持上升态势，公司与下游光伏组件国内头部厂商仍保持

稳定合作，主要产品销量仍保持增长；伴随全球光伏新增装机量持续增长，胶膜市场需求仍具有成长空间，公司业务仍具有持续性；公司进行较大规模的票据背书转让或贴现，2023年公司经营性现金流状况较2022年改善，现金短期债务比、速冻比率等流动性指标亦有所增长。同时我们也关注到，原材料及胶膜价格调整使得2023年公司营业收入与盈利能力下滑，较大规模存货减值损失使得公司2023年经营业绩下滑且大额亏损，公司当前债务规模与杠杆水平仍较高，仍面临较大偿债压力；跟踪期内，公司产能利用率有所下滑，新增产能存在消化压力。2024年4月以来，光伏产业链上下游持续调整，胶膜需求端修复压力变大，公司短期面临持续亏损风险。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，下调“海优转债”的信用等级为A+。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

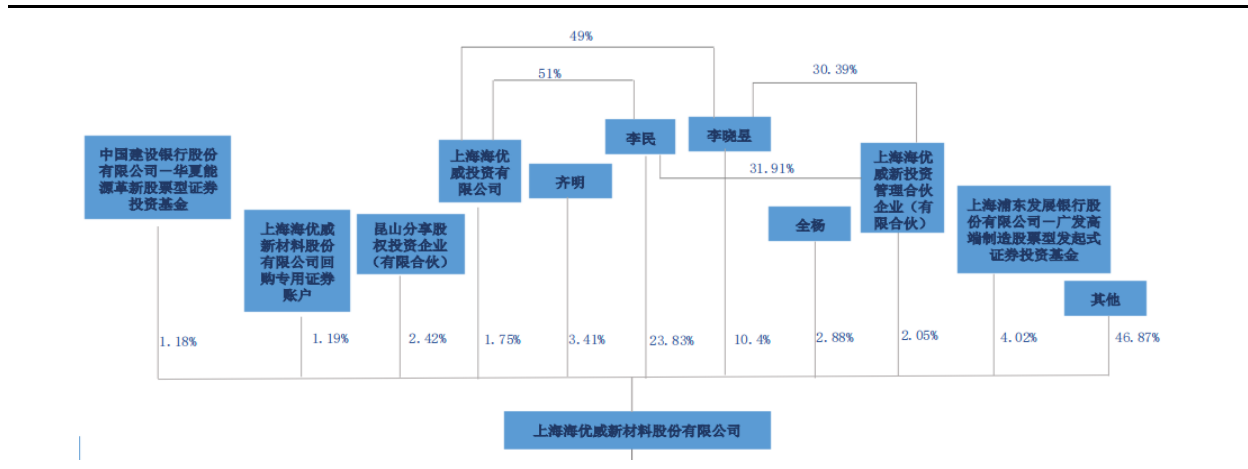
财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	3.75	5.10	6.31	4.26
应收票据	10.53	10.74	14.67	8.13
应收账款	11.41	12.73	14.86	10.88
应收款项融资	1.58	0.61	2.05	1.87
存货	6.38	7.29	13.25	3.54
其他流动资产	1.37	1.70	1.89	0.41
流动资产合计	37.63	39.74	54.23	30.12
固定资产	7.34	7.32	4.59	3.37
在建工程	1.25	1.08	1.50	0.29
非流动资产合计	14.22	14.09	10.54	6.61
资产总计	51.85	53.83	64.78	36.73
短期借款	13.30	13.18	25.47	7.87
应付账款	2.40	2.67	3.33	2.55
其他应付款	0.03	0.04	0.02	0.01
一年内到期的非流动负债	1.60	3.73	0.25	0.26
其他流动负债	2.41	1.96	2.35	0.96
流动负债合计	20.66	22.29	33.76	12.95
长期借款	2.66	2.74	0.00	0.00
应付债券	5.74	5.65	5.32	0.00
租赁负债	1.06	1.04	0.88	0.62
非流动负债合计	9.59	9.56	6.20	0.72
负债合计	30.24	31.85	39.96	13.67
所有者权益	21.61	21.98	24.82	23.06
营业收入	8.77	48.72	53.07	31.05
营业利润	-0.25	-3.08	0.33	2.77
净利润	-0.19	-2.29	0.50	2.52
经营活动产生的现金流量净额	-2.81	-10.68	-29.15	-14.02
投资活动产生的现金流量净额	0.22	-3.40	-1.32	-1.23
筹资活动产生的现金流量净额	1.74	12.26	32.79	17.78
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	--	0.76	3.01	3.55
FFO（亿元）	--	-0.82	1.51	2.95
净债务（亿元）	--	12.26	14.44	-3.08
销售毛利率	3.82%	3.35%	7.87%	15.11%
EBITDA 利润率	--	1.57%	5.66%	11.44%
总资产回报率	--	-3.65%	1.82%	11.38%

资产负债率	58.33%	59.16%	61.69%	37.21%
净债务/EBITDA	--	16.05	4.80	-0.87
EBITDA 利息保障倍数	--	0.66	5.03	17.91
总债务/总资本	--	56.58%	59.19%	31.03%
FFO/净债务	--	-6.69%	10.46%	-95.74%
经营活动现金流净额/净债务	--	-87.12%	-201.89%	454.67%
自由现金流/净债务	--	-105.89%	-211.83%	494.72%
速动比率	1.51	1.46	1.21	2.05
现金短期债务比	--	0.93	0.77	1.46

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

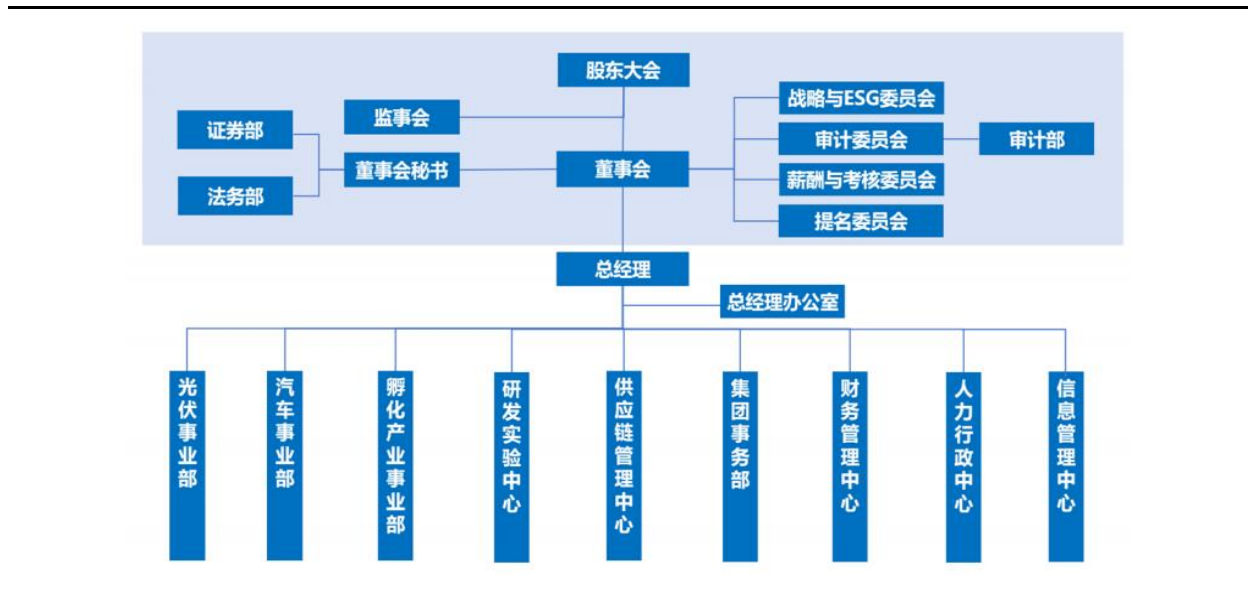


## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



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 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
上海海优威应用材料技术有限公司	18,000.00	100.00%	光伏胶膜
保定海优威应用材料科技有限公司	1,000.00	100.00%	光伏胶膜
苏州慧谷海优威应用材料有限公司	2,000.00	100.00%	光伏胶膜
常州合威新材料科技有限公司	2,000.00	100.00%	光伏胶膜
镇江海优威应用材料有限公司	6,000.00	100.00%	光伏胶膜
泰州海优威应用材料有限公司	8,000.00	100.00%	光伏胶膜
上饶海优威应用薄膜有限公司	8,000.00	100.00%	光伏胶膜
上海海优威新材料科技有限公司	5,000.00	100.00%	光伏胶膜
盐城海优威应用材料有限公司	3,000.00	100.00%	光伏胶膜
平湖海优威应用材料有限公司	5,000.00	100.00%	光伏胶膜
HIUV APPLIED MATERIALS TECHNOLOGY INVESTMENT PTE.LTD.	100.00 元新加坡币	100.00%	投资
平湖海优威科技有限公司	2,000.00	100.00%	尚未实际经营
CÔNG TY TNHH VẬT LIỆU ỨNG DỤNG HIUV	907.95 万美元	100.00%	胶膜生产、销售

资料来源：公司年报，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
<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。