株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司
公开发行可转换公司债券
2025 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〔2025〕5122 号

联合资信评估股份有限公司通过对株洲飞鹿高新材料技术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，确定下调株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司主体长期信用等级为 A，下调“飞鹿转债”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：

二〇二五年六月二十四日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

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株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（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，并且不应当被视为购买、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。

株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司
公开发行可转换公司债券2025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
株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司	A/稳定	A⁺/稳定	2025/06/24
飞鹿转债	A/稳定	A⁺/稳定	

评级观点

株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内首家轨道交通涂料行业的上市公司，其产品种类齐全，客户质量较高，自主研发能力较强并具有一定的产业链优势。经营方面，防腐防水涂料、防水卷材及涂装一体化业务仍为公司的主要收入来源，新能源材料胶黏剂等项目投产，有利于增强公司未来新能源订单的承接能力，受下游需求下降影响，2024年公司主要产品产销量大幅下降，收入规模同比下降，公司综合毛利率下降至较低水平，且非经常性损益对公司利润影响较大，期间费用负担较重，全年利润总额由盈转亏。随着短期借款的增加，公司短期债务占比有所上升，公司债务负担重，叠加盈利能力转弱，公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标表现均有所弱化。综合公司经营和财务的风险表现，公司偿债能力较强。

截至2024年底，公司EBITDA、经营活动现金流净额和现金类资产对飞鹿转债的保障能力较弱。考虑到未来转股因素，若转股比例低，公司将面临较大的兑付压力。

个体调整：公司铜官基地水性树脂、金山工业园胶黏剂项目投入运营，公司水性树脂、新能源材料胶黏剂等项目的投产，有利于增强公司未来订单的承接能力；公司客户质量较高，在手订单金额较大；实际控制人向公司提供借款利率低于中国人民银行同期贷款利率的2500万元借款，可在一定程度上保障公司经营所需资金。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司若能保持自身主业的发展稳定，且随着公司新建项目产能的逐步释放，将有利于公司提高经营获现能力，实现扭亏为盈，公司信用状况将保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：新增订单规模大幅增加，公司盈利水平大幅上升；公司通过增资扩股等方式实现资本实力的显著提升等情形。

可能引致评级下调的敏感性因素：行业竞争激烈，公司盈利水平大幅恶化，经营活动现金净流入量大幅减少；非受限货币资金保有量持续减少，出现流动性风险；公司核心管理人员或实际控制人变更、产生重大负面舆情导致业务或经营风险明显增加等情形。

优势

- **公司产品种类多样，自主研发能力强。**资质及认证方面，公司的铁路客车用涂料、铁路货车用涂料、铁路钢桥用涂料、薄涂型聚氨酯防水涂料、聚氨酯防水涂料、防水卷材、铁路隧道用防水板通过CRCC认证；轨道交通装备环保、功能化系列涂料项目已在CR300AF复兴号动车组用水性涂料获得了批量应用，维修用水性涂料在广州动车所得到批量应用。公司是首家获轨道交通装备行业龙头企业中国中车股份有限公司（以下简称“中国中车”）颁发的“中车级合格供应商证书”的企业，公司水性涂料产品无需在中国中车旗下公司暂未获得合格供方的各主机厂、修造厂级车辆公司进行供方准入认证，可直接使用此证书。
- **公司客户质量仍较高，新中标多个合同。**公司高分子材料领域客户及民用建筑领域客户主要是大型国企与央企，2024年公司新中标了中铁一局集团建筑安装工程有限公司厦门市轨道交通3号线工程、新建广州至湛江高速铁路广州（不含）～佛山（含）段工程、中国铁建房地产集团有限公司2025－2026年度防水材料集中采购等项目。

关注

- **公司主要产品产能利用率低，期间费用负担较重，经营性盈利能力仍待提高。**2024年，公司下游需求下降，公司涂料产品和防水卷材产销量随之大幅下降，导致公司涂料产品和卷材产品产能利用率较2023年进一步下降至26.36%和15.27%，公司产能利用率低。2024年，公司利润亏损，盈利能力恶化；公司营业利润率同比下降8.96个百分点至11.18%，期间费用率为31.32%，期间费用负担较重。

- **公司应收账款对资金形成占用、流动性紧张。**公司应收账款在资产中占比为 27.63%，占比较高，对运营资金形成占用，公司受限资产占资产总额的比例为 19.60%，资产受限程度偏高，资金流动性紧张。
- **跟踪期内，公司债务规模增长，公司短期债务占比有所上升，债务负担重。**截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 10.37%。截至 2025 年 3 月底，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 76.67%和 69.88%，短期债务占全部债务比重上升至 52.13%。结合公司经营和财务情况，公司在短期内面临偿债压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	4
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	3
		资本结构		5
		偿债能力		3
指示评级				bbb
个体调整因素：项目投产				+1
发展韧性				+1
其他有利因素				+1
个体信用等级				A
外部支持调整因素：				--
评级结果				A

个体信用状况变动说明：公司指示评级结果较上次评级未发生变动；考虑到公司 2024 年终止定向增发股票，公司个体调整由上次评级上调 4 个子级调整为上调 3 个子级；故公司的个体信用等级下调为 a

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件

主要财务数据

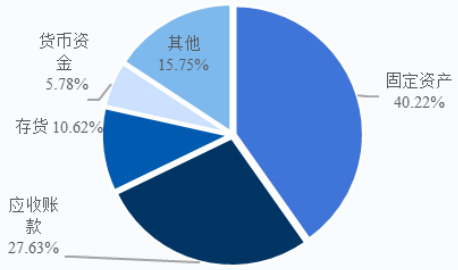
合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	1.99	2.03	1.21	0.98
资产总额（亿元）	18.14	18.25	18.22	17.85
所有者权益（亿元）	5.45	5.64	4.31	4.17
短期债务（亿元）	2.32	4.05	4.80	5.04
长期债务（亿元）	5.18	4.23	4.34	4.63
全部债务（亿元）	7.50	8.28	9.14	9.66
营业总收入（亿元）	6.64	8.25	5.18	0.74
利润总额（亿元）	-1.20	0.24	-1.61	-0.15
EBITDA（亿元）	-0.39	1.08	-0.78	--
经营性净现金流（亿元）	-1.88	0.38	0.15	-0.54
营业利润率（%）	10.53	20.14	11.18	11.26
净资产收益率（%）	-20.16	3.71	-32.26	--
资产负债率（%）	69.97	69.11	76.34	76.67
全部债务资本化比率（%）	57.94	59.50	67.96	69.88
流动比率（%）	136.77	120.47	100.89	103.46
经营现金流动负债比（%）	-25.44	4.62	1.54	--
现金短期债务比（倍）	0.86	0.50	0.25	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.04	2.84	-2.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	-19.15	7.66	-11.65	--

公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	13.74	12.70	12.76	--
所有者权益（亿元）	5.42	5.49	4.50	--
全部债务（亿元）	4.04	4.89	5.73	--
营业总收入（亿元）	5.09	6.55	3.79	--
利润总额（亿元）	-0.63	0.04	-1.21	--
资产负债率（%）	60.55	56.77	64.72	--
全部债务资本化比率（%）	42.67	47.10	55.99	--
流动比率（%）	136.62	135.98	123.54	--
经营现金流动负债比（%）	-28.21	-8.55	5.74	--

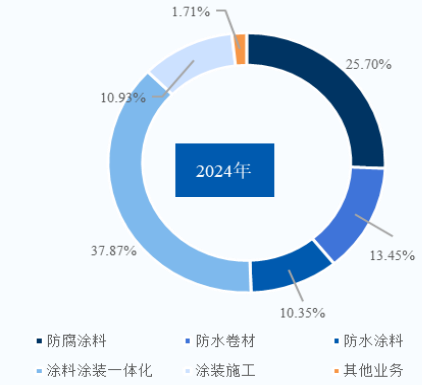
注：1.2025 年一季度合并财务数据未经审计，公司本部未披露 2025 年一季度财务数据；公司 2022 年及 2023 年均使用当年审计报告期末数；2.上表数据为相应年度报告当期/期末数；3.“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

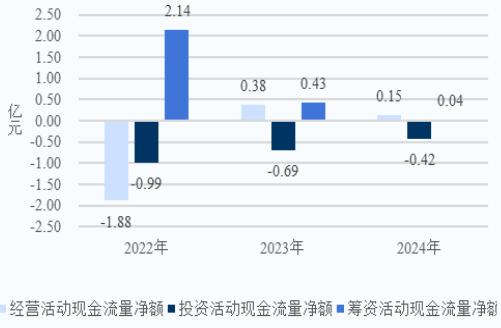
2024 年底公司资产构成



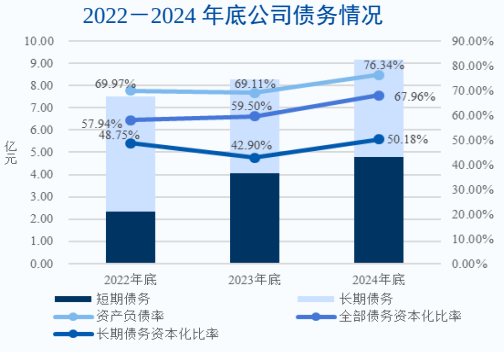
2024 年公司收入构成



2022－2024 年公司现金流情况



2022－2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
飞鹿转债	1.77 亿元	1.50 亿元	2026/06/05	赎回、回售条款等

注：1. 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；2. 债券余额时点截至 2025 年 3 月底
资料来源：联合资信整理

评级历史

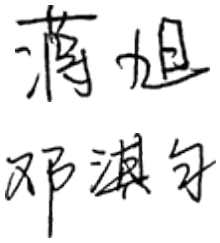
债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
飞鹿转债	A+/稳定	A+/稳定	2024/06/07	王阳 李成帅	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
飞鹿转债	A+/稳定	A+/稳定	2019/09/20	范琴 刘冰华	《工商企业信用评级方法总论》	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：蒋 旭 jiangxu@lhratings.com

项目组成员：邓淇匀 dengqy@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”）关于株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司（以下简称“公司”）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

公司前身为成立于 1998 年 5 月 21 日的株洲飞鹿油漆实业有限责任公司，由株洲车辆厂、株洲车辆厂铁达实业开发总公司、株洲车辆厂物资公司、株洲南方铁路机车车辆有限责任公司及李世和等 45 名自然人共同出资设立，成立时注册资本为人民币 200.00 万元。2004 年 3 月 25 日，公司名称变更为株洲飞鹿涂料有限责任公司（以下简称“飞鹿有限”）。2012 年 4 月，飞鹿有限变更为股份有限公司，名称更为现名。2017 年 6 月 13 日，经中国证券监督管理委员会《关于核准株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2017〕762 号）文核准，公司向社会首次公开发行人民币普通股股票 1900 万股，并在深圳证券交易所创业板上市，股票简称为“飞鹿股份”，股票代码为“300665.SZ”。截至 2024 年底，公司股本为 1.89 亿元，公司控股股东和实际控制人均为章卫国先生，持股比例为 21.80%；章卫国先生所持公司股份未质押。

2024 年，公司主营业务未发生变化，仍主要从事金属表面、非金属表面和混凝土表面、新能源领域防腐与防护材料的研发、生产、销售及服务。按照联合资信行业分类标准划分为制造业（适用一般工商企业主体信用评级模型）。

截至 2025 年 3 月底，公司内设供应物流运营中心、规划运营部、防腐&新能源材料产业中心、防水产业中心等职能部门。截至 2024 年底，公司合并范围内子公司 13 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 18.22 亿元，所有者权益 4.31 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 5.18 亿元，利润总额-1.61 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 17.85 亿元，所有者权益 4.17 亿元（含少数股东权益 0.08 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.74 亿元，利润总额-0.15 亿元。

公司注册地址：湖南省株洲市荷塘区金山工业园；法定代表人：章健嘉。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“飞鹿转债”余额为 1.50 亿元，“飞鹿转债”存在补偿利率：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将按债券面值的 120%（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转债。初始转股价格为 9.90 元/股，后经公司权益分派、回购股票等因素造成转股价调整为 7.09 元/股。2024 年 6 月 6 日，根据公司发布的《关于向下修正可转换公司债券转股价格的公告》，“飞鹿转债”的转股价格由 7.09 元/股调整为 6.06 元/股；2024 年 7 月 3 日，根据公司发布的《关于可转换公司债券转股价格调整的公告》，“飞鹿转债”的转股价格向下修正为 6.01 元/股，修正后的转股价格自 2024 年 7 月 10 日起生效，截至 2025 年 3 月底，“飞鹿转债”转股价格为 6.01 元/股。截至 2025 年 3 月底，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2025 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	到期日
飞鹿转债	1.77	1.50	2020/06/05	2026/06/05

资料来源：联合资信根据公司公告整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，

带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》。

五、行业分析

2024 年，中国涂料绿色低碳转型加速推进，数字化升级步伐加快，行业总体平稳、利润增长。原材料方面，石油和煤炭下游需求疲软，相关化工产品价格随之走弱。下游轨道交通仍有较大投资空间，房地产行业 2023 年以来调控政策延续宽松态势，但市场信心修复预计仍需一定时间。

公司具体业务主要为防腐涂料、防水涂料及防水卷材等产品销售及施工服务，主要应用于轨道交通装备领域、轨道交通工程领域以及民用建筑等领域，所属行业为化工行业下属涂料油漆油墨制造行业。

涂料是国民经济中重要的功能材料，可用于涂覆在物件表面，形成固态薄膜（涂层），从而对物件起到保护及装饰等功能。广泛应用于国民经济的各个部门，如机械制造、交通运输、轻工、化工、建筑以及国防尖端工业，我国涂料行业的技术水平进步较快，涂料的品种也日趋丰富和完善，涂料产量也有了大幅的提升。根据中国涂料工业协会统计，2024 年，中国涂料行业总产量 3534.1 万吨，较上年同期同比降低 1.60%，主营业务收入总额 4089.03 亿元，较上年同期同比增长 1.56%，利润总额 262.9 亿元，较上年同期同比增长 9.34%。涂料进口总量 16.40 万吨，较上年同期同比增长 7.23%，进口总额 18.09 亿美元，较上年同期同比增长 12.73%。涂料出口总量 33.48 万吨，较上年同期同比增长 27.72%，出口总额 10.65 亿美元，较上年同期同比增长 18.65%。

上游原材料方面，涂料行业上游主要原材料为化工类产品。2024 年化工行业下游需求未有明显改善，叠加能源价格仍处于高位波动状态，化工各主要子行业固定资产投资增长放缓，化工产品价格下行，行业综合景气指数低位波动。化工行业各细分领域收入和利润走势出现分化，从 SW 化工行业财务表现来看，化工行业整体仍呈现增收不增利，行业债务负担虽有所加重，但资产负债率仍较低。完整版化工行业分析详见《2025 年化工行业分析》。

2024 年，中国铁路客运量再创新高，铁路货运量保持增长；铁路投资力度有所加大，其中铁路相关装备投资占比逐步增加，对于提高铁路运输效率、安全性等至关重要。未来，伴随居民旅游、公务等出行需求持续释放，中国铁路客运量有望保持增长；“公转铁”政策持续推进，大宗货物运输向铁路转移趋势将加快，多式联运发展、铁路部门“总对总”营销和智慧铁路物流体系构建等对铁路货运需求形成正向支撑，但需关注全球经济局势波动和国内经济结构调整对铁路货物运输带来的影响。同时，中国铁路网络仍有较大投资空间，未来铁路行业投资规模仍将保持高位。国家对铁路行业的发展高度重视并给予各项政策支持，整体看中国铁路行业发展前景良好完整版铁路运输行业分析详见《2025 年铁路运输行业分析》。

房地产行业方面，2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见《2025 年房地产行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司在轨道交通防腐防水材料细分领域自主生产，产品种类齐全，掌握核心技术，自主研发能力较强；公司客户资质较强、质量较高；股权结构无重大变化；过往债务履约情况良好。此外，2025 年 3 月，公司控股股东、实际控制人为公司提供总额不超过 2500 万元的借款，为公司提供了流动性补充。

截至 2024 年底，公司控股股东和实际控制人仍为章卫国先生，持股比例为 21.80%。2025 年 3 月，公司披露《关于控股股东、实际控制人向公司提供借款暨关联交易的公告》，控股股东、实际控制人章卫国先生为公司提供借款。本次借款具体情况如下：借款总金额不超过人民币 2500 万元，公司可根据实际需要在借款额度内分批次循环使用；借款年利率按照借款日中国人民银行规定的最新同期贷款利率减去 20 个基点确定；公司可在第五届董事会第二次会议审议通过之日起 2 年内向控股股东、实际控制人章卫国先生申请借款，具体借款期限由公司根据实际经营情况确定；利息按照实际借款金额和借款时间计算，按月支付。

高分子材料领域方面，公司深耕轨道交通防腐细分市场，已逐步建立起覆盖工业防腐防护领域的全系列服务体系，包含各类防腐涂料、防水涂料及防水卷材等产品及相应的涂装施工、涂料涂装一体化的服务，满足工业领域复杂多样的防护需求，在工业防护领域具备完整的产品体系。新能源业务方面，公司在防腐与新能源板块的联动实现业绩突破，在新能源材料方面，光伏组件胶类产品已经形成稳定收入，储能、电芯类产品已经在客户处实现了产品的成功应用；在新能源工程方面，与中国建筑第五工程局有限公司、中国五矿集团有限公司、中城投资集团新能源有限责任公司等达成项目合作，并成功实现北京保碧、娄底新化户用光伏、海南澄迈户用光伏等项目按时交付。资质及认证方面，公司的铁路客车用涂料、铁路货车用涂料、铁路钢桥用涂料、薄涂型聚氨酯防水涂料、聚氨酯防水涂料、防水卷材、铁路隧道用防水板通过 CRCC 认证；轨道交通装备环保、功能化系列涂料项目已在 CR300AF 复兴号动车组用水性涂料获得了批量应用，维修用水性涂料在广州动车所得到批量应用。

研发团队方面，截至 2024 年底，公司研发中心全职研发人员 70 人，其中高级工程师 8 人，工程师 20 多人。在研发成果方面，截至 2024 年底，公司拥有专利授权共计 78 项，其中发明专利 36 项、实用新型专利授权 42 项，9 项产品通过 CRCC 认证。同时公司是湖南省企业技术中心、湖南省轨道交通水性涂料工程技术研发中心、湖南省水性及高固体份环保涂料工程研究中心，获评国家知识产权优势企业、湖南省原材料工业三品企业荣誉。

客户方面，在高分子材料领域，目前公司客户主要集中在中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国国铁集团”）下属各路局建设单位，中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）和中国交通建设集团有限公司等建设单位，以及中国中车股份有限公司（以下简称“中国中车”）旗下各主机厂、修造厂及车辆公司。2024 年，公司成为首家获得中国中车颁发的“中车级合格供应商证书”的企业，公司水性涂料产品无需在中国中车旗下暂未获得合格供方的各主机厂、修造厂及车辆公司进行供方准入认证，可直接使用此证书。除此之外，为满足中国国铁集团 2024 年提出的关于动车组涂料产品需经过铁科院或主机厂技术审查的最新要求，公司组织申请了动车组技术审查认证工作，截至 2025 年 5 月已经取得技术审查合规通知书。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：914302007656224696），截至 2025 年 5 月 15 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录。根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事长、法定代表人多次发生变更，公司治理稳定性有待提升，公司主要管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生重大变化。2025 年 2 月 10 日，公司审议通过了《关于聘任公司终身名誉董事长的议案》，董事会同意聘任公司控股股东、实际控制人章卫国先生为公司终身名誉董事长；同时，经审议，董事会选举李珍香女士为公司第五届董事会董事长，任期三年，自本次董事会会议审议通过之日起至第五届董事会任期届满之日止。根据《公司章程》的有关规定，董事长、公司法定代表人由章卫国先生变更为李珍香女士。2025 年 3 月公司收到李珍香女士递交的书面辞职报告，李珍香女士因工作调整原因向董事会申请辞去公司董事、董事长（法定代表人）及董事会各专门委员会相关职务。2025 年 4 月 10 日，公司召开 2025 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于补选章健嘉先生为公司第五届董事会非独立董事的议案》等议案。公司同日召开了第五届董事会第三次会议，审议通过了《关于选举公司第五届董事会董事长的议案》，同意选举章健嘉先生为公司第五届董事会董事长，任期自公司第五届董事会第三次会议审议通过之日起至公司第五届董事会任期届满之日止。根据《公司章程》的有关规定，董事长为公司的法定代表人，章健嘉先生将担任公司法定代表人。

（三）重大事项

跟踪期内，公司终止实施定向增发股票事项。

2023 年 3 月，公司拟向特定对象上海嘉麒晟科技有限责任公司（以下简称“嘉麒晟科技”）发行股票，嘉麒晟科技为公司控股股东、实际控制人章卫国先生控制的公司，嘉麒晟科技参与认购发行构成与公司的关联交易。发行方案调整后，本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 8896.80 万元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于补充流动资金。2023 年 12 月，公司收到中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）出具的《关于同意株洲飞鹿高新材料技术股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2023〕2857 号）。

2024 年 11 月 22 日，公司发布《关于终止向特定对象发行股票并签署相关终止协议的公告》（以下简称“公告”），公告称自公司向特定对象发行股票方案披露后，公司董事会、管理层与中介机构等积极推进发行的各项工作。综合考虑资本市场环境变化、市场融资环境以及公司未来发展规划等因素，经与相关方充分沟通及审慎分析后，公司决定终止向特定对象发行股票事项并签署相关终止协议。

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，防腐防水涂料、防水卷材及涂装一体化业务仍为公司的主要收入来源；受下游需求不足以及公司主动收缩民建房地产防水业务等综合因素影响，公司营业总收入同比下降，利润亏损，盈利能力有待提高。跟踪期内，公司重要合同中标，在手合同待执行规模较大，新能源相关订单规模大幅增长。

跟踪期内，公司主营业务仍为从事金属表面、非金属表面和混凝土表面、新能源领域防腐与防护材料的研发、生产、销售及服务。2024 年，公司营业总收入同比下降 37.16%，主要系公司产销量下降，产能利用率处于低水平所致。收入结构方面，公司受单一客户影响较大，公司防腐涂料受宏观经济下滑、下游业务需求收缩影响，收入同比下降 20.54%；在公司对民建房地产防水板块业务做了主动收缩以及轨道交通建设防水板块投资放缓等综合影响下，防水板块产能利用率低导致防水卷材和防水涂料收入同比分别下降 58.57%和 53.93%；公司涂料涂装一体化和涂装施工业务收入同比分别下降 33.37%和 21.49%，主要系业务量下降所致。毛利率方面，公司各板块业务毛利率均有不同程度的下降，主要系公司产销量下降、产能利用率低，单位固定成本摊销较大，以及产品及客户结构的变化所致，公司涂装施工毛利率为-6.54%，主要受施工部位工艺、周围气候环境等综合因素影响，项目返工维修增加，发生的时间与问题暴露时间以及客户整改要求有关，以及部分客户利润亏损且收入占比较高所致。综上，2024 年公司综合毛利率同比下降 8.62 个百分点至较低水平。

图表 2 • 2022－2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
防腐涂料	10778.78	16.23%	27.01%	16766.80	20.32%	36.78%	13322.68	25.70%	26.08%
防水卷材	18051.01	27.17%	10.49%	16826.52	20.39%	25.27%	6971.29	13.45%	22.15%
防水涂料	8763.69	13.19%	11.22%	11646.44	14.12%	11.85%	5365.94	10.35%	-4.45%
涂料涂装一体化	19065.64	28.70%	7.30%	29471.76	35.72%	13.76%	19636.47	37.87%	8.20%
涂装施工	6335.84	10.20%	-2.48%	7216.35	8.75%	13.28%	5665.55	10.93%	-6.54%
其他收入	735.91	0.45%	11.89%	576.21	0.70%	27.98%	885.96	1.71%	19.95%
半导体设备	2700.91	4.07%	12.96%	--	--	--	--	--	--
合计	**66431.76**	**100.00%**	**11.14%**	**82504.08**	**100.00%**	**20.57%**	**51847.89**	**100.00%**	**11.95%**

注：公司 2022 年收入统计口径追溯调整
资料来源：联合资信根据公司年报及公司提供资料整理

采购方面，公司原材料采购模式无较大变化。公司所需主要原材料属于石油衍生品，价格主要为市场定价。2024 年，受公司收入和结构变化影响，主要采购的原材料品种和采购量随之变动。2024 年，公司涂料类前六大采购原材料金额合计 2508.63 万元，同比 2023 年前六大采购金额下降 29.58%；公司防水卷材类前四大采购原材料金额合计 3812.79 万元，同比 2023 年前四大采购金额下降 46.01%。具体看，采购价格方面，涂料原材料中二甲苯和聚醚采购价格略有下降；防水卷材原材料中，沥青价格略有下降，胎基布价格略有增长，聚乙烯 PE 价格基本保持稳定。综合看，公司主要原材料价格同比略有波动，但基本保持稳定。采购数量方面，受公司业务规模下降影响，各原材料采购数量均有所下降，受产品结构变动影响，防水乳液、沥青软化剂的采购数量增加。从采购集中度来看，2024 年，公司向前五大供应商采购金额为 1.21 亿元，占采购总额的比例为 29.76%，均为非关联方，采购集中度较低。

图表 3 • 公司主要产品的产能情况

主要产品	设计产能		产能利用率		在建产能	
	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
水性树脂（吨）	--	6666.67	--	20.43%	20000.00	--
涂料产品（吨）	58500.00	58500.00	49.40%	26.36%	--	--
卷材产品（万平方米）	2833.33	3000.00	29.59%	15.27%	--	--
胶粘剂（吨）	--	4533.33	--	13.62%	13600.00	--

注：1. 水性树脂和胶黏剂 2024 年的设计产能系根据年内实际投产月份折算；产能利用率=产量/设计产能；2. 上述产能已剔除孙家湾基地数据
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2024 年，公司铜官基地水性树脂、金山工业园胶黏剂投入运营。产销方面，公司采用以销定产的生产模式，受销售订单下降影响，2024 年，公司涂料产品和防水卷材销量与产量大幅下降。2023 年度水性树脂作为半成品未单独披露，2024 年度公司将水性树脂单列披露，水性树脂系产业链上游涂料的关键原材料，自主开发水性树脂有利于公司原材料的稳定供应；胶黏剂主要应用于光伏，动力和储能电池等新能源领域，即光伏组件用胶黏剂/胶膜业务和动力及储能电池用胶黏剂/胶带的业务拓展。2024 年，公司高端特种密封胶黏剂项目（公司募投项目）建设完成投产，产能未完全释放。从客户集中度看，2024 年，公司前五大客户合计销售金额为 2.45 亿元，占营业收入的比例合计 47.24%，集中度较高。

2018 年，公司收购了湖南耐渗塑胶工程材料有限公司（以下简称“湖南耐渗”）100%股权，故持有了湖南耐渗的孙家湾生产基地。湖南耐渗成立于 2006 年，其孙家湾生产基地投资建设时间已较久远，孙家湾生产基地的实际产能、生产效率与成本、质量稳定性已经无法满足公司防水防护市场需求。根据公司 2024 年 5 月公告，公司拟将全资孙公司醴陵市青青防水建材有限公司拥有的位于湖南省醴陵市孙家湾镇孙家湾村的国有土地（包括原始征地协议范围内的土地）的使用权及其地上厂房建筑物、厂区附属设施设备出售给湖南湘时瑞新材料有限公司，交易价格为人民币 934.00 万元。截至 2024 年 7 月 19 日，交易已实施完毕，该交易对公司经营未产生重大影响。

图表 4 • 公司主要产品生产及销售情况

产品名称	项目	单位	2022 年	2023 年	2024 年
涂料产品	生产量	吨	23144.21	28901.72	15419.00
	销售量	吨	20935.16	27739.78	13121.21
	产销率	--	90.46%	95.98%	85.10%
防水卷材	生产量	万平方米	813.56	838.38	458.16
	销售量	万平方米	849.03	829.97	373.60
	产销率	--	104.36%	99.00%	81.54%
水性树脂	生产量	吨	--	--	1361.68
	销售量	吨	--	--	1739.85
	产销率	--	--	--	127.77%
胶黏剂	生产量	吨	--	--	617.37
	销售量	吨	--	--	559.72
	产销率	--	--	--	90.66%

注：1. 2022 年统计口径中销售量未考虑涂料涂装一体化中材料的产成品材料领用，2023 年公司将上述因素的影响纳入统计口径；2. 2023 年水性树脂作为半成品未单独披露，胶黏剂合并在涂料产品中披露。2024 年度公司将水性树脂、胶黏剂单列披露
资料来源：联合资信根据公司年报整理

重大订单方面，2024 年，公司与华润置地控股有限公司以及与华润（集团）有限公司旗下的城市建设运营板块企业的合作仍在进行，但考虑到房地产行业仍处于下行期，下半年公司大幅度收缩了地产类型业务。截至期末，公司应收账款主要为对华润系公司的应收货款，占比较高。

图表 5 • 截至 2024 年底公司重要合同及履行情况（单位：万元）

合同标的	对方当事人	合同总金额	合计已履行金额	本报告期履行金额	待履行金额	2024 年确认的销售收入金额	累计确认的销售收入金额	应收账款回款情况
防水材料	华润置地控股有限公司（注 1）	24768.93	10833.53	3139.90	13935.40	2778.67	9587.20	6160.98

防水材料	华润置地有限公司（注 2）	52249.04	36617.59	2682.34	15631.45	2373.75	32404.95	27652.60
防水材料	中国铁建房地产集团有限公司	8224.12	2602.03	811.00	5622.09	717.70	2375.84	1018.08
合计		**85242.09**	**50053.15**	**6633.24**	**35188.94**	**5870.12**	**44367.99**	**34831.66**

注：1. 注 1 涉及合同为《2023-2024 年度防水材料集中采购（一标段）合作协议》；2. 注 2 涉及合同为《2021-2022 年度防水材料战略采购合作协议》；3. 累计确认销售收入为不含税金额；4. 仅列示未完成重要合同
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 未来发展

公司未来发展规划既专注现有主业，同时也在现有产品的基础上进行新能源等新业务方面拓展，且关注到地产行业的筑底风险，审慎选择建筑防水领域业务。随着新能源胶类项目的投产，公司的新能源材料相关订单承接能力得到增强。整体看，公司的发展规划具有一定可实施性，有利于提升综合竞争力。

在原有主业方面，公司未来仍聚焦高分子材料产业，尤其是轨道交通领域防腐涂料、防水材料等业务。同时，公司拓展钢结构、石化、风电、集装箱、船舶及其他国产替代趋势明显领域的工业涂料业务；谨慎择优开展工程建设领域防水、装饰等防护材料业务。新能源产业方面，发展光储胶类材料为主的新能源产业：以跟随并迭代胶类等产品为目标，拓展光伏组件用胶黏剂/胶膜业务，发展储能、动力电池用胶黏剂/胶带及涂料业务，同时将涂料技术作为新能源领域材料迭代的重要抓手。在营销策略上，公司实施规模化销售和高利润率小规模销售的双轮驱动战略，并加强隐性成本管理，如应收账款、库存物资、质量问题和安全环保问题等，以从成本端提升利润。

截至 2024 年底，公司主要在建工程高端特种密封胶黏剂建设项目、降噪阻尼材料项目和胶膜胶带生产车间与分切车间新建工程项目均已投产，公司无重要在建及拟建工程项目。公司新项目的投产，完善了公司新能源材料产品结构，有利于公司供应能力、产能保障以及规模化生产。

（五）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报告未经审计。

截至 2024 年底，公司合并范围内子公司 13 家，较上年底减少 4 家。公司注销的 4 家子公司规模不大，对财务可比性的影响较小，公司财务可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模与资产结构变化不大；项目借款临近到期，公司增加短期借款补充流动资金，短期债务占比有所上升，债务负担重；2024 年，受下游需求不足，公司主动收缩民建防水业务等影响，公司收入同比下降，期间费用负担较重，利润由盈转亏，公司非经常性损益对营业利润影响较大，经营性盈利能力较弱。2024 年，公司经营活动现金净额维持净流入，但受偿还债务规模增加影响，公司筹资活动现金净流入规模同比下降。

资产方面，截至 2024 年底，公司资产规模同比略有下降；流动资产中，公司货币资金中的受限规模为 0.33 亿元，主要为承兑汇票保证金；应收账款随公司营业总收入的减少而同比下降 8.11%，但规模仍很大，对营运资金形成较大占用；公司存货较上年底增长 28.27%，主要系发出商品增加，与华润系公司业务项目结算进度缓慢所致。非流动资产中，截至 2024 年底，公司在建工程中的铜官生产基地新建项目、高端特种密封胶黏剂建设项目由在建工程转入固定资产，导致固定资产较上年底增长 22.24%。截至 2025 年 3 月底，公司资产规模较上年底变化不大，货币资金较上年底下降 18.12%，资金流动性紧张。

图表 6 • 公司资产情况（单位：亿元）

指标	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**10.11**	**55.76%**	**9.97**	**54.65%**	**9.51**	**52.19%**	**9.23**	**51.72%**
货币资金	1.16	6.41%	1.29	7.05%	1.05	5.78%	0.85	4.78%
应收账款	4.83	26.65%	5.48	30.02%	5.03	27.63%	4.73	26.51%
存货	1.54	8.49%	1.51	8.27%	1.93	10.62%	2.28	12.80%

非流动资产	**8.02**	**44.24%**	**8.27**	**45.35%**	**8.71**	**47.81%**	**8.62**	**48.28%**
固定资产	5.97	32.93%	5.99	32.82%	7.33	40.22%	7.23	40.48%
在建工程	0.72	3.99%	0.96	5.25%	0.06	0.30%	0.08	0.43%
资产总额	**18.14**	**100.00%**	**18.25**	**100.00%**	**18.22**	**100.00%**	**17.85**	**100.00%**

注：占比为对应科目与资产总额的比值
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司受限资产 3.57 亿元，占资产总额的 19.60%，其中受限货币资金 0.33 亿元、受限固定资产 2.96 亿元、受限无形资产 0.28 亿元，受限原因为保函保证金、承兑汇票保证金和贷款抵押，结合公司资金情况，公司受限程度偏高，资金流动性紧张。

所有者权益方面，截至 2024 年底，公司所有者权益 4.31 亿元，较上年底下降 23.53%，主要系公司本期亏损，未分配利润为负所致，所有者权益结构较上年底变化不大，股本及资本公积占所有者权益的 94.27%，权益结构稳定。截至 2025 年 3 月底，公司权益规模及权益结构较上年底变化不大。

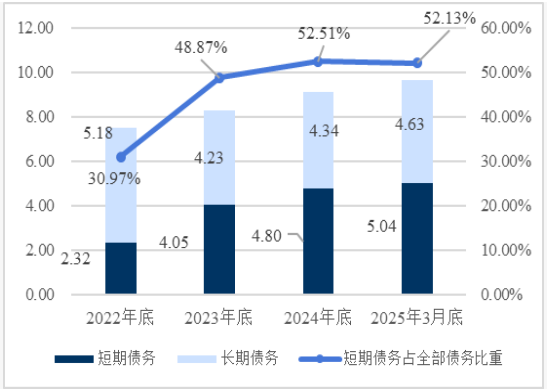
负债方面，截至 2024 年底，公司负债较上年底增长 10.26%，主要系短期借款和应付账款增加所致；有息债务方面，公司债务规模有所增长，短期债务占比上升 3.64 个百分点至 52.51%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.34%、67.96%和 50.18%，较上年底分别上升 7.23 个百分点、上升 8.45 个百分点和上升 7.28 个百分点。公司 2025 年 3 月底负债结构较上年底变化不大，全部债务进一步增加至 9.66 亿元，相较于公司较小的货币资金规模，公司流动性紧张，银行授信等备用流动性重要性增加。公司“飞鹿转债”将于 2026 年 6 月 5 日到期，综合公司的货币资金、现金流状况，若未来转股比例较低，公司将面临较大的偿债压力。

图表 7 • 公司负债情况（单位：亿元）

指标	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**7.39**	**58.27%**	**8.28**	**65.64%**	**9.42**	**67.76%**	**8.92**	**65.19%**
短期借款	1.11	8.72%	2.18	17.27%	3.24	23.33%	3.55	25.94%
应付账款	3.23	25.45%	3.33	26.41%	4.03	28.95%	3.42	25.02%
一年内到期的非流动负债	0.76	6.01%	1.59	12.65%	0.93	6.69%	0.96	7.01%
非流动负债	**5.29**	**41.73%**	**4.33**	**34.36%**	**4.48**	**32.24%**	**4.76**	**34.81%**
长期借款	3.91	30.78%	2.89	22.88%	2.93	21.07%	3.20	23.37%
应付债券	1.27	10.02%	1.34	10.63%	1.41	10.13%	1.43	10.42%
负债总额	**12.69**	**100.00%**	**12.61**	**100.00%**	**13.91**	**100.00%**	**13.69**	**100.00%**

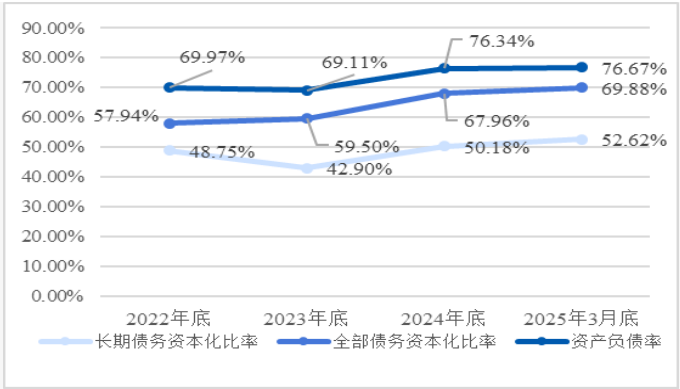
注：占比为对应科目与负债总额的比值
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 8 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司债务杠杆情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利能力方面，公司营业总收入及利润情况分析见业务经营分析相关章节。期间费用方面，2024 年，受职工薪酬、折旧费、业务招待费增加以及股票发行费用（中止），公司管理费用同比增加；同期，公司售后服务费、新签订单业务招待费和营销费用等增加，导致销售费用同比增长 7.48%，受上述因素影响，公司期间费用率增加 12.57 个百分点至 31.32%，对利润侵蚀较大。2024 年，公司营业利润率为 11.18%，同比下降 8.96 个百分点，且公司本期亏损，导致总资本收益率和净资产收益率均为负值。2024 年公司其他收益、资产减值损失

和信用减值损失对公司营业利润影响较大。其中，受到增值税加计抵减及税费返还以及其他类政府补助影响，公司其他收益同比增长 87.97%；公司对存货、固定资产、无形资产、商誉及合同资产均计提了减值，导致资产减值损失（主要为对固定资产减值损失和商誉减值损失）同比大幅增加。

图表 10 •公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	6.64	8.25	5.18	0.74
营业成本	5.90	6.55	4.57	0.65
期间费用	1.73	1.55	1.62	0.29
资产减值损失	-0.17	-0.08	-0.49	0.02
信用减值损失	-0.15	-0.04	-0.09	0.03
其他收益	0.10	0.04	0.08	0.02
利润总额	-1.20	0.24	-1.61	-0.15
营业利润率（%）	10.53	20.14	11.18	11.26
总资本收益率（%）	-5.92	4.23	-7.72	--
净资产收益率（%）	-20.16	3.71	-32.26	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，2024 年，公司现金收入比有所增长，但仍属于较低水平，经营活动现金维持净流入状态；投资活动现金保持净流出状态，主要系公司购建固定资产等长期资产所致；筹资活动现金净流入规模缩小，主要系本期偿还债务规模增加所致。

图表 11 • 公司现金流情况（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	6.82	6.09	4.41	0.84
经营活动现金流出小计	8.70	5.71	4.27	1.38
经营活动现金流量净额	**-1.88**	**0.38**	**0.15**	**-0.54**
投资活动现金流入小计	0.22	0.09	0.23	0.01
投资活动现金流出小计	1.22	0.78	0.65	0.19
投资活动现金流量净额	**-0.99**	**-0.69**	**-0.42**	**-0.18**
筹资活动前现金流量净额	**-2.87**	**-0.31**	**-0.28**	**-0.72**
筹资活动现金流入小计	6.16	4.11	4.64	1.23
筹资活动现金流出小计	4.03	3.68	4.61	0.66
筹资活动现金流量净额	**2.14**	**0.43**	**0.04**	**0.58**
现金收入比	92.79%	71.28%	78.90%	106.75%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

2024 年，公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标表现均弱化；剩余银行未用授信额度有限，但作为上市公司，具备直接融资渠道。

2024 年，因公司发生亏损，EBITDA 由盈转亏，因而经营活动现金净流量及 EBITDA 相关偿债指标表现均有弱化；受公司短期债务增加影响，现金类资产对短期债务的覆盖程度减弱。

公司资金流出主要用于日常经营及项目建设，非受限的货币资金保有量较小，对外部融资依赖度仍较高，目前可转债转股比例较低，2024 年，在公司发生亏损的情况下，未来财务弹性的改善和资产负债的匹配依赖于公司产销率的提升和债务结构的调整。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	136.77	120.47	100.89
	速动比率（%）	115.95	102.25	80.36

	经营现金/流动负债（%）	-25.44	4.62	1.54
	经营现金/短期债务（倍）	-0.81	0.09	0.03
	现金类资产/短期债务（倍）	0.86	0.50	0.25
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-0.39	1.08	-0.78
	全部债务/EBITDA（倍）	-19.15	7.66	-11.65
	经营现金/全部债务（倍）	-0.25	0.05	0.02
	EBITDA/利息支出（倍）	-1.04	2.84	-2.23
	经营现金/利息支出（倍）	-4.98	1.01	0.41

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务报告整理

对外担保方面，截至 2024 年底，除公司与子公司之间的担保事项外，联合资信未发现公司存在其他对外担保事项。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司金额在 500 万元以上的未决诉讼 1 起，涉案金额为 510.18 万元，公司为原告，案由为买卖合同纠纷，或有负债风险较小。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 10.20 亿元（2023 年底银行授信为 11.93 亿元），剩余未使用授信额度有限，但公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部为重要经营实体之一，资产规模较大，2024 年末债务负担较上年底有所加重；2024 年，公司本部收入同比下降，利润由盈转亏。

公司本部是重要的经营实体之一，通过产品销售等获得收入，但利润规模较小，应收账款计提的信用减值损失及投资收益损失对公司本部利润影响较大。2024 年底公司本部资产主要由对外商品销售产生的应收账款和持有子公司的长期股权投资组成；负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成，债务负担较上年底有所加重。2024 年，公司本部经营活动现金流为净流入，投资活动及筹资活动现金流均为净流出。其中，受偿还债务规模增加影响，公司筹资活动现金净额由正转负。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产、环保及员工福利等投入，治理结构和内控制度较为完善。

环境方面，子公司长沙飞鹿高分子新材料有限责任公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，公司及重点排污子公司在日常生产经营中严格遵守《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》《中华人民共和国大气污染防治法》《中华人民共和国水污染防治法》《中华人民共和国环境保护法》《工业企业厂界环境噪声排放标准》《锅炉大气污染物排放标准》《大气污染物综合排放标准》《国家危险废物名录（2021 年版）》《涂料、油墨及胶粘剂工业大气污染物排放标准》《合成树脂工业污染物排放标准》《城镇排入城镇下水道水质标准》中 B 级标准，其他污染物执行《污水综合排放标准》中三级标准等环境保护相关国家及行业标准，2024 年未出现因重大违法违规而受到处罚的情况。公司治理方面详见管理水平相关章节，公司董事中独立董事占比 42%，公司董事及高管在公司任职时间长，从业经验较为丰富。社会责任方面，2024 年，公司通过电话、电子邮件、业绩说明会、投资者关系互动平台等方式接待了投资者多次咨询，确保投资者尤其是中小投资者公平、公正地获取公司信息的权益；对员工加强安全生产管理，改进员工职业健康与工作条件，保障员工人身安全，关注员工成长，尊重和维护员工的权益，与全员签订劳动合同，按规定缴纳五险一金，发放福利奖励，享有法定节假日、员工体检等福利，切实关注员工健康和满意度；业务方面，公司与供应商、客户建立良好的合作关系，预见并满足客户各种实质性需求，为客户提供高性能、一体化、高附加值的产品及服务。公司在经济活动中充分尊重供应商、客户、债权人等其他利益相关者的合法权益，正确及时履行合同，注重与各相关方的沟通与协调，确保产品质量和服务，切实履行公司对供应商、对客户的社会责任。

七、债券偿还能力分析

公司对飞鹿转债的偿还能力较弱。

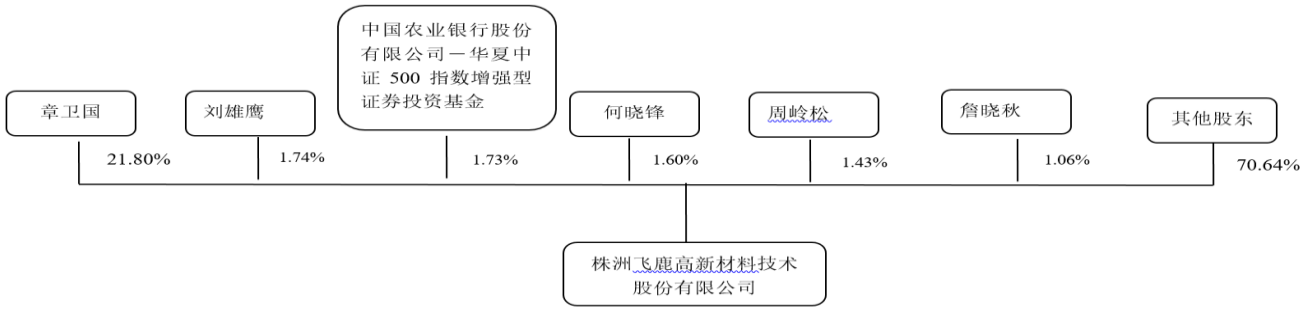
截至 2024 年底，公司存续债券为“飞鹿转债”，待偿金额 1.50 亿元。2024 年/截至 2024 年底，公司 EBITDA、经营活动现金流净额和现金类资产分别为待偿债券余额的-0.72 倍、0.10 倍和 0.81 倍，对“飞鹿转债”保障程度均有不同程度弱化。考虑到未来转股因素，若

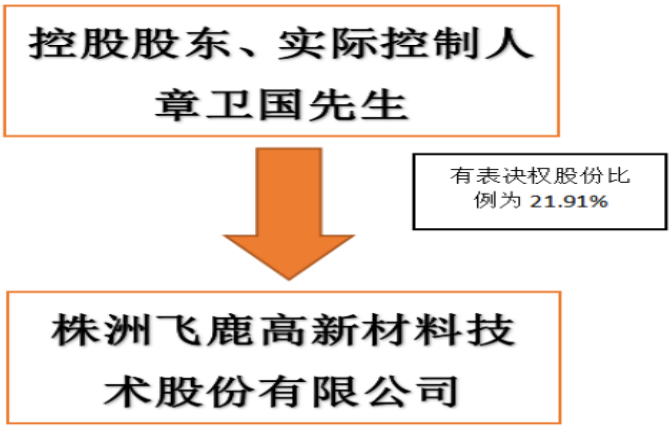
转股比例低，公司将面临较大的兑付压力。

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，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 A，下调“飞鹿转债”的信用等级为 A，评级展望为稳定。

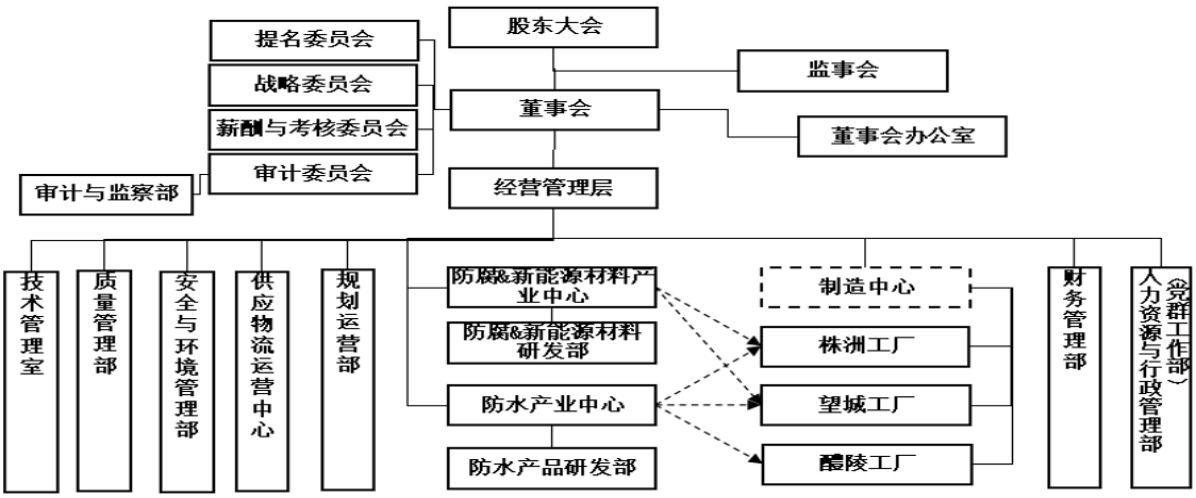
附件 1-1　公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）





资料来源：联合资信根据公司公告整理

附件 1-2　公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3　公司子公司情况（截至 2024 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	
株洲飞鹿防腐防水技术工程有限责任公司	5000.00	建筑装饰、装修和其他建筑业	100.00%	--	新设
湖南耐渗塑胶工程材料有限公司	10000.00	化学原料和化学制品制造业	100.00%	--	收购
长沙飞鹿高分子新材料有限责任公司	11000.00	化学原料和化学制品制造业	100.00%	--	新设
广东飞鹿新材料科技有限公司	600.00	化学原料和化学制品制造业	100.00%	--	新设
湖南博杨新材料科技有限责任公司	1000.00	科技推广和应用服务业	45.00%	--	收购
湖南飞鹿嘉泰新材料有限公司	1000.00	化学纤维制造业	100.00%	--	新设
湖南飞鹿新能源技术有限公司	5000.00	土木工程建筑业	100.00%	--	收购
湖南飞鹿嘉润新材料有限公司	2000.00	化学原料和化学制品制造业	100.00%	--	新设
中科德诚（广州）新材料有限公司	2000.00	研究和试验发展	55.00%	--	新设
醴陵飞鹿光伏科技有限公司	400.00	电力、热力生产和供应业	100.00%	--	收购
厦门飞鹿新能源技术有限公司	1000.00	科技推广和应用服务业	--	100.00%	新设
深圳飞鹿嘉泰新材料有限公司[1]	1000.00	化学原料和化学制品制造业	--	51.00%	新设
广州飞鹿铁路涂料与涂装有限公司	300.00	批发业	50.00%	--	新设

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

[1] 二级公司（已经于 2025 年 3 月 18 日注销）

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	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.99	2.03	1.21	0.98
应收账款（亿元）	4.83	5.48	5.03	4.73
其他应收款（亿元）	0.14	0.21	0.12	0.13
存货（亿元）	1.54	1.51	1.93	2.28
长期股权投资（亿元）	0.14	0.10	0.08	0.08
固定资产（亿元）	5.97	5.99	7.33	7.23
在建工程（亿元）	0.72	0.96	0.06	0.08
资产总额（亿元）	18.14	18.25	18.22	17.85
实收资本（亿元）	1.91	1.89	1.89	1.89
少数股东权益（亿元）	0.11	0.08	0.08	0.08
所有者权益（亿元）	5.45	5.64	4.31	4.17
短期债务（亿元）	2.32	4.05	4.80	5.04
长期债务（亿元）	5.18	4.23	4.34	4.63
全部债务（亿元）	7.50	8.28	9.14	9.66
营业总收入（亿元）	6.64	8.25	5.18	0.74
营业成本（亿元）	5.90	6.55	4.57	0.65
其他收益（亿元）	0.10	0.04	0.08	0.02
利润总额（亿元）	-1.20	0.24	-1.61	-0.15
EBITDA（亿元）	-0.39	1.08	-0.78	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.16	5.88	4.09	0.79
经营活动现金流入小计（亿元）	6.82	6.09	4.41	0.84
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.88	0.38	0.15	-0.54
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.99	-0.69	-0.42	-0.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.14	0.43	0.04	0.58
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.18	1.27	0.87	--
存货周转次数（次）	4.31	4.30	2.65	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.45	0.28	--
现金收入比（%）	92.79	71.28	78.90	106.75
营业利润率（%）	10.53	20.14	11.18	11.26
总资本收益率（%）	-5.92	4.23	-7.72	--
净资产收益率（%）	-20.16	3.71	-32.26	--
长期债务资本化比率（%）	48.75	42.90	50.18	52.62
全部债务资本化比率（%）	57.94	59.50	67.96	69.88
资产负债率（%）	69.97	69.11	76.34	76.67
流动比率（%）	136.77	120.47	100.89	103.46
速动比率（%）	115.95	102.25	80.36	77.86
经营现金流动负债比（%）	-25.44	4.62	1.54	--
现金短期债务比（倍）	0.86	0.50	0.25	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.04	2.84	-2.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	-19.15	7.66	-11.65	--

注：1. 公司合并口径 2025 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. 2022－2024 年数据使用相应年度报告的当期/期末数据；“--”表示指标不适用
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

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
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.46	1.48	0.86
应收账款（亿元）	4.19	4.60	4.21
其他应收款（亿元）	0.54	0.15	0.12
存货（亿元）	0.90	0.83	1.19
长期股权投资（亿元）	3.32	2.94	2.82
固定资产（亿元）	1.05	0.88	1.83
在建工程（亿元）	0.30	0.58	0.02
资产总额（亿元）	13.74	12.70	12.76
实收资本（亿元）	1.91	1.89	1.89
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	5.42	5.49	4.50
短期债务（亿元）	1.94	3.30	3.47
长期债务（亿元）	2.10	1.59	2.26
全部债务（亿元）	4.04	4.89	5.73
营业总收入（亿元）	5.09	6.55	3.79
营业成本（亿元）	4.81	5.62	3.65
其他收益（亿元）	0.08	0.03	0.06
利润总额（亿元）	-0.63	0.04	-1.21
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.46	3.48	2.14
经营活动现金流入小计（亿元）	4.83	6.49	5.29
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.73	-0.47	0.34
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.33	-0.05	-0.29
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.72	0.68	-0.10
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.07	1.17	0.76
存货周转次数（次）	5.23	6.47	3.61
总资产周转次数（次）	0.40	0.50	0.30
现金收入比（%）	48.34	53.18	56.56
营业利润率（%）	5.16	13.74	2.92
总资本收益率（%）	-4.59	1.42	-9.21
净资产收益率（%）	-10.05	0.58	-23.43
长期债务资本化比率（%）	27.89	22.47	33.40
全部债务资本化比率（%）	42.67	47.10	55.99
资产负债率（%）	60.55	56.77	64.72
流动比率（%）	136.62	135.98	123.54
速动比率（%）	121.86	120.94	103.22
经营现金流动负债比（%）	-28.21	-8.55	5.74
现金短期债务比（倍）	0.76	0.45	0.25
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部 2025 年一季度报表未披露；2. 公司本部 2022－2024 年数据使用相应年度报告的当期/期末数据；“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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	
总资本收益率	（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%
经营现金流动负债比	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