



2020年常州强力电子新材料股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2020年常州强力电子新材料股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-24	2020-05-26

评级观点

- 中证鹏元对常州强力电子新材料股份有限公司（以下简称“强力新材”或“公司”，股票代码：300429.SZ）及其2020年11月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司主要产品盈利能力较强，客户优质稳定，公司资金较为充沛，整体债务压力不大。同时中证鹏元也关注到，公司收入和利润规模均有所下滑，产能利用率下降，未来新增产能消化存在不确定性，且可能存在发生安全事故的风险，面临一定的商誉减值风险和汇率波动风险等风险因素。

债券概况

债券简称：强力转债

债券剩余规模：8.50 亿元

债券到期日期：2026-11-19

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

未来展望

- 公司业务规模较稳定，预计业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	30.12	30.17	21.03	18.82
归母所有者权益	19.65	19.33	16.75	15.62
总债务	7.48	7.73	1.59	1.37
营业收入	2.29	7.76	8.64	7.39
净利润	0.32	0.90	1.48	1.37
经营活动现金流净额	0.19	2.10	1.87	1.12
销售毛利率	35.84%	37.50%	39.60%	40.04%
EBITDA 利润率	-	23.44%	26.82%	28.43%
总资产回报率	-	4.23%	9.06%	10.69%
资产负债率	32.85%	33.99%	17.33%	12.64%
净债务/EBITDA	-	-2.24	-1.22	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	-	21.32	33.70	41.72
总债务/总资本	26.98%	27.97%	8.38%	7.75%
FFO/净债务	-	-31.84%	-60.84%	-206.57%
速动比率	5.75	6.14	2.25	3.02
现金短期债务比	8.73	10.47	2.90	1.67

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司主要产品盈利能力较强，客户优质稳定。**公司是国家火炬计划重点高新技术企业，是国内少数有能力深耕光刻胶专用电子化学品领域的企业之一，受益于行业技术壁垒高，主要产品盈利能力较强。公司与长兴化学、日立化成、旭化成、住友化学等全球知名光刻胶生产企业保持稳定的合作关系，有利于业务的持续拓展。
- **公司资金较为充沛，整体债务压力不大。**2020年末，公司现金类资产占总资产的比重接近40%，净债务为负，EBITDA对利息的保障程度、现金类资产对短期债务的保障程度均较好，总债务占总资本的比重较低，公司整体债务压力不大。

关注

- **公司收入和利润规模均有所下滑。**公司所处光刻胶专用电子化学品领域市场竞争日益激烈，2020年疫情导致部分产品市场需求下降、化工原料贸易业务规模缩小，加上部分原材料价格上涨、商誉减值等因素，综合使得公司整体收入和利润规模均有所下滑，销售毛利率持续下降。
- **需关注公司产能利用情况，存在新增产能消化风险。**2020年公司主要产品产能同比保持稳定，因疫情导致下游需求下降等因素影响，整体产能利用率下降。目前在建增资扩产项目规模较大，在光刻胶专用电子化学品行业竞争加剧的背景下，未来新增产能消化存在不确定性，进而影响预期收益的实现。
- **公司产品在生产过程中使用的原材料为各种化学品，可能存在发生安全事故的风险。**公司的产品在生产过程中使用的原材料为各种化学品，具备易燃、易爆与腐蚀性，可能存在发生安全事故的风险，影响公司的生产经营，并可能造成一定的经济损失。目前环保监管趋严，需持续关注环保政策变化对公司经营产生的影响。
- **公司面临一定的商誉减值风险。**截至2020年末，公司商誉规模为1.92亿元，主要来自对绍兴佳英感光材料科技有限公司（以下简称“佳英感光”）的收购。2020年因佳英感光业绩大幅下滑，公司计提商誉减值0.10亿元；未来佳英感光经营情况不确定性仍较高，需关注公司商誉减值风险。
- **公司面临一定的汇率波动风险。**公司出口外销业务规模较大，收入占比较高；公司外销主要采用美元结算，汇率波动对产品销售规模、经营效益均存在一定影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	强力新材	久日新材	扬帆新材
总资产	30.17	33.03	12.32
营业收入	7.76	10.11	4.94
净利润	0.90	1.36	0.28
销售毛利率	37.50%	25.26%	26.71%
资产负债率	33.99%	20.79%	38.30%

注：以上各指标均为2020年数据。

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
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年11月发行6年期8.50亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产12,000吨环保型光引发剂、年产50,000吨UV-LED高性能树脂等相关原材料及中试车间项目和补充流动资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为7.28亿元。

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无变化。截至2021年6月3日，本期债券转股使得公司总股本增加2,799股至51,525.62万股，控股股东及实际控制人仍为钱晓春、管军夫妇，合计持有公司股份16,157.36万股，占公司总股本的31.36%。截至本评级报告出具日，控股股东无股权质押情况。公司股权结构及实际控制关系见附录二。

根据公司于2021年3月1日发布的公告（公告编号：2021-007），公司控股股东、实际控制人钱晓春、管军及其一致行动人计划减持公司股份不超过25,762,500股，占公司总股本比例不超过5%，减持期间为2021年3月4日至2021年9月3日。截至2021年6月4日，钱晓春、管军已合计减持10,305,000股，占公司总股本的2.00%。

2020年6月，公司以自有现金7,421.59万元收购常州格林长悦涂料有限公司¹（以下简称“格林长悦”）100%股权。格林长悦主要经营范围是化工原料及产品（除危险品）的研发和销售等，主要产品包括光固化油墨、涂料、胶粘剂等，本次收购能够进一步巩固公司在光固化行业的技术和市场地位，但是格林长悦未来经营业绩存在一定不确定性。

2020年公司主营业务未发生重大变化，主要产品仍为光刻胶专用电子化学品及其他用途光引发剂。2020年公司合并报表范围新增2家子公司，无减少子公司，具体情况见表1所示。

¹ 格林长悦控股股东常州格林感光新材料有限公司（以下简称“格林感光”）是公司控股股东、实际控制人钱晓春、管军夫妇共同控制的公司，且钱晓春担任格林感光董事长职务；公司董事、总经理李军持有格林感光3.33%的股权，为公司关联方。

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

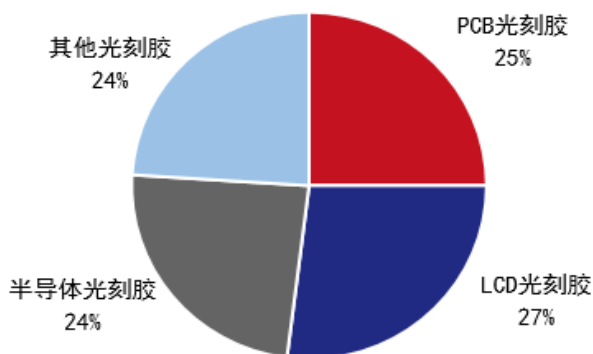
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
常州强力科技产业园有限公司	100%	1,000	园区管理服务	新设
常州格林长悦涂料有限公司	100%	20,000	化工原料及产品（除危险品）的研发和销售等	收购（同一控制下企业）

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

光刻胶专用电子化学品行业产品种类多、专用性强，是典型的技术密集型行业，具有较高的技术壁垒和客户认证壁垒，行业集中度较高；随着现有市场参与者扩大产能及国际上同行业公司进入，我国光刻胶专用电子化学品行业市场竞争日益激烈

光刻胶是发展微电子信息产业及光电产业中关键的基础工艺材料，主要用于微电子领域的精细线路图形加工。光刻胶专用电子化学品是指生产光刻胶使用的化学原料，包括光刻胶光引发剂、光刻胶树脂、单体（活性稀释剂）和其他助剂，其中光引发剂（包括光增感剂、光致产酸剂等）和光刻胶树脂等专用电子化学品是影响光刻胶性能的最重要原料。光刻胶应用广泛、种类繁多，按照应用领域可分为印制电路板（PCB）光刻胶、液晶显示器（LCD）光刻胶、半导体光刻胶和其他光刻胶。光刻胶专用电子化学品亦具有产品种类多、专用性强的特点。

图 1 全球光刻胶市场结构较为均衡


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

光刻胶专用电子化学品行业是典型的技术密集型行业，具备较高的技术壁垒。光刻胶随着终端电子产品的推陈出新，更新换代比较快。在电子器件的线路或图形越来越微细的趋势下，光刻胶的性能、洁净度等要求也随之提高，对作为光刻胶原料的专用电子化学品，在纯度、杂质、金属离子含量等方面的要求非常严苛。因此，光刻胶专用电子化学品行业内企业需要具备光化学、有机合成、高分子合成、精制提纯、微量分析、性能评价等多方面的技术积累，对企业研发人员素质、行业经验、技术储备等的高

要求构成了新进企业短期内难以克服的障碍。同时，光刻胶厂家出于技术保密的考虑，一般和原料供应商进行密切合作，共同开发新技术，这对专用电子化学品供应商的研发能力和迅速转化成批量生产的能力亦提出了较高的要求。

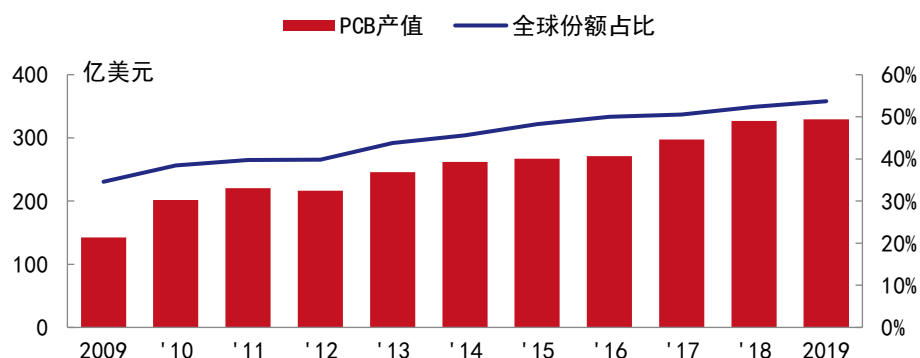
光刻胶专用电子化学品行业具有较高的客户认证壁垒。光刻胶专用电子化学品处于电子信息产业链的最前端，其功能性和产品质量直接对电子元器件/部件的功能和稳定性产生重要影响，进而影响到终端整机产品的性能和质量，因此下游客户对光刻胶专用电子化学品供应商的选择非常谨慎。在确定光刻胶专用电子化学品供应商时，下游客户往往会进行非常严格和复杂的认证程序，对相关供应商的质量水平、研发实力、技术保障和售后服务进行详尽的考察和认证。认证过程包括“小试、样品认证、中试、工厂现场审核、批量生产”等多个环节，通常需要1-2年。由于认证成本较高、更换风险较大，下游客户非常重视与其合格供应商建立长期稳定的合作关系，对潜在竞争者形成较高的进入壁垒。

市场竞争格局方面，由于光刻胶专用电子化学品品质要求高、供应商转换风险大、认证壁垒高，行业集中度相对较高。长期以来，光刻胶专用电子化学品主要被日本、欧美的专业公司所垄断，如德国巴斯夫公司、日本黑金化成株式会社和ADEKA公司、台湾优碁股份有限公司等。2002年强力新材成功进入这一领域，填补了国内空白。随着PCB光刻胶行业基本完成向我国大陆转移，LCD光刻胶行业向我国大陆转移的进程持续推进，以及半导体光刻胶行业国产化的趋势，市场需求的扩大、行业自身的技术进步及国家政策的持续鼓励，我国光刻胶专用电子化学品行业面临着良好的行业发展机遇。随着现有市场参与者扩大产能及国际上同行业公司进入，市场竞争日益激烈。

光刻胶专用电子化学品行业下游需求规模保持增长，行业供需情况整体较好，未来需关注部分出口国家或地区的环保、进口等限制壁垒对行业内企业销售造成的不利影响

近年来，随着新技术、新工艺不断涌现，电子信息产业的更新换代速度不断加快，对光刻胶的需求不论是品种还是数量都在持续增长。根据Cision数据，2019年全球光刻胶市场规模约91亿美元，2010-2019年复合增长率约5.4%，预计至2022年全球光刻胶市场规模将超过100亿美元。2019年我国光刻胶市场规模约88亿元，预计在后续3年中将以年均15%的速度增长，至2022年我国光刻胶市场规模将超过117亿元，光刻胶专用电子化学品的市场需求亦将持续提高。

分应用领域来看，PCB光刻胶产业方面，根据Prismark的数据统计，2019年全球PCB市场产值达到613.00亿美元。随着全球电子信息产业从发达国家向新兴经济体和新兴国家转移，中国已成为全球最为重要的电子信息产品生产基地，Wind数据显示，中国PCB产值从2009年的142.51亿美元增加至2019年的329.18亿美元，全球份额占比也从34.58%提升至53.70%。PCB作为电子产品中不可或缺的元件，随着科技水平的不断提升，物联网、汽车电子、工业4.0、云端服务器、存储设备等将成为驱动PCB需求增长的新方向；另外PCB将更多走向高密度化，薄型高多层化等高技术含量方向，将带动PCB光刻胶用量持续增长。

图 2 我国大陆 PCB 产值持续增加，全球份额占比持续提高


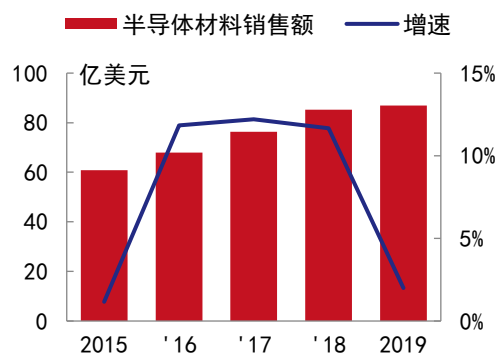
资料来源：Wind，中证鹏元整理

LCD 光刻胶产业方面，根据 HIS Markit 的统计数据，2019 年全球平板显示市场规模约为 1,052 亿美元。根据 Wind 数据显示，2020 年我国 LCD 显示器出货量达 1.65 亿个，同比增长 14.40%。2019 年 3 月，工信部等三部门印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，提出加快发展超高清视频产业，加快建设超高清视频产业集群，建立完善产业生态体系；同时提出，2022 年 4K 电视全面普及、8K 电视销量要占总电视销量的 5.00%。大尺寸高清电视等大屏幕电子设备的需求将促进 LCD 面板的需求增长，同时也将进一步促进作为关键原材料的 LCD 光刻胶的需求增长。

半导体光刻胶产业方面，根据 Wind 数据统计，2020 年全球半导体行业销售额达 4,403.89 亿美元，销量为 9,537.00 亿颗，分别同比增长 6.81%、2.33%。同时，我国大陆半导体材料市场规模持续提高，2019 年销售额为 86.90 亿美元，同比增长 2.00%。光刻胶作为关键半导体材料之一，随着新能源汽车、5G 通讯、物联网等行业的发展，下游应用功率半导体、传感器、存储器等需求的扩大，未来半导体光刻胶市场或将持续扩大。

图 3 2020 年我国 LCD 显示器出货量较快增长


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 我国大陆半导体材料市场规模持续提高


资料来源：Wind，中证鹏元整理

光刻胶专用电子化学品的原材料为各种化学品，如苯偶酰、邻苯甲酰、苯甲酸（BB 酸）、邻氯苯甲醛、醋酸铵等。从上游原材料供给情况来看，我国化学工业经过多年发展，已建立较为完善的化工工

业体系，这使得我国化工产品原料品种齐全，一些重要原料具备了较大的生产能力和产量，有十余种主要化工产品产量居世界前列。借助这一优势，光刻胶专用电子化学品企业可得到较为充足的原料供给。

由于光刻胶专用电子化学品外销规模较大，主要出口至美国、日本、中国台湾、韩国等境外地区，该等地区有关贸易、环保的政策对行业内企业经营有一定的影响，未来行业仍将面临因出口国家或地区的环保、进口等限制壁垒对行业内企业销售造成不利影响的状况。

五、经营与竞争

2020年公司主营业务未发生重大变化，各主要产品销售相对平稳，全年实现营业收入7.76亿元，同比下降10.12%，主要系其他用途光引发剂因市场供给增长、疫情影响下需求下滑导致供过于求，量价齐跌，使得该类产品收入大幅下降；同时化工原料贸易业务亦受疫情影响导致收入同比下降较多所致。2021年一季度，公司实现营业收入2.29亿元，同比增长28.83%。

毛利率方面，受益于较高的技术壁垒，公司毛利率虽然略有下滑，整体仍保持较高水平。分产品来看，2020年，受市场竞争日益激烈、原材料价格上升、产量下降使得单位产品摊销的固定成本提高等因素影响，PCB光刻胶光引发剂毛利率同比有所下降；受益于下游需求提升，产品价格上涨使得PCB光刻胶树脂毛利率同比有所提高；受产品结构变化（毛利率较低的产品JACK收入占比下降）影响，LCD光刻胶光引发剂毛利率有所提高；其他用途光引发剂因市场供过于求，价格下降导致毛利率下降幅度较大。综合影响下，2020年公司销售毛利率整体有所下滑。2021年一季度，受市场竞争日益激烈、部分原材料价格上涨以及人民币升值等因素影响，公司整体毛利率呈下滑趋势。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
PCB光刻胶光引发剂	5,229.74	42.51%	19,150.48	34.02%	19,463.12	40.53%
PCB光刻胶树脂	2,729.72	12.22%	8,948.77	27.61%	6,194.41	18.18%
LCD光刻胶光引发剂	5,497.24	61.92%	17,590.27	64.50%	19,907.08	57.94%
半导体光刻胶光引发剂	1,696.14	32.16%	4,447.26	44.46%	3,241.08	49.77%
其他用途光引发剂	5,486.37	26.01%	20,062.41	28.27%	25,425.83	40.73%
其他化合物	384.57	2.78%	857.98	-17.08%	262.06	6.70%
化工原料贸易	1,774.86	14.27%	5,716.12	17.60%	11,001.60	12.33%
其他业务	138.43	18.10%	873.96	31.67%	895.50	35.61%
合计	22,937.07	35.84%	77,647.25	37.50%	86,390.67	39.60%

注：（1）其他用途光引发剂主要是指应用于高端地板油漆和高端油墨等非光刻胶领域的光引发剂，主要包含自由基光引发剂和阳离子等系列产品；（2）其他业务主要是加工费用、技术咨询服务和非电子化学品贸易业务等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司主要产品销量有所波动，产销率保持在较高水平；公司与国际知名光刻胶生产企业保持稳定的合作关系，客户质量较好，但面临一定的汇率波动风险

公司是国内少数有能力深耕光刻胶专用电子化学品领域的国家火炬计划重点高新技术企业，产品主要为下游光刻胶企业生产所需的原材料，因存在较高的客户认证壁垒，公司的合格供应商资格较为长期和稳定。

近年来，PCB产业持续向中国大陆转移，中国已成为全球最大的 PCB 光刻胶生产基地。公司已成为 PCB 光刻胶光引发剂领域全球重要供应商之一，是国内该领域的领先企业。公司通过深耕存量大客户，强化与大客户的技术交流，PCB 光刻胶光引发剂销量较大，2020 年受疫情影响销量有所下降。因高售价产品销售占比上升，PCB 光刻胶光引发剂均价有所提高，全年实现销售收入 1.92 亿元，与上年保持稳定。受益于下游需求提升，公司 PCB 光刻胶树脂订单增加，销量大幅增长，同时销售均价亦有所上涨，收入同比大幅增长 44.47%。

公司 LCD 光刻胶光引发剂系列产品打破了 BASF 等跨国企业对该类产品的垄断，已获得国内、外国多项发明专利。2020 年公司 LCD 光刻胶光引发剂销量整体保持稳定，但随着 LCD 光刻胶市场的国产替代率逐步提升，下游市场竞争日趋激烈，公司 LCD 光刻胶光引发剂产品价格受到挤压，同比下降 8.92%，使得全年销售收入有所下滑。

半导体光刻胶专用电子化学品方面，公司主要从事半导体 KrF 光刻胶用光酸、光酸中间体及聚合物用单体的生产及销售，随着市场逐步开拓，客户认证工作有序开展，2020 年半导体光刻胶光引发剂销量同比增长 21.03%，且均价有所提高，销售收入同比增长 37.22%。其他用途光引发剂主要应用于高端地板油漆和高端油墨等非光刻胶领域，相关产品主要由子公司佳英感光负责生产和销售，由于市场供应增长，疫情影响下需求减弱，2020 年产品销量和价格均有所下滑，导致销售收入同比下降 21.09%。

产销率方面，受疫情及公司下调库存量影响，除 PCB 光刻胶树脂外，2020 年公司其他主要产品产量不同幅度下降，使得产销率均提升且超过 100%，产销水平进一步提高。

表3 公司主要产品产销情况（单位：吨，万元/吨）

产品	指标	2020 年	2019 年
PCB 光刻胶光引发剂	销量	1,095.09	1,187.35
	产量	947.01	1,183.04
	产销率	115.64%	100.36%
	销售均价	17.49	16.39
PCB 光刻胶树脂	销量	2,508.52	1,926.45
	产量	2,480.10	1,919.11
	产销率	101.15%	100.38%
	销售均价	3.57	3.22
LCD 光刻胶光引发剂	销量	74.23	76.51
	产量	66.32	82.77
	产销率	111.93%	92.44%

半导体光刻胶光引发剂	销售均价	236.97	260.19
	销量	33.32	27.53
	产量	29.40	71.25
	产销率	113.33%	38.64%
其他用途光引发剂	销售均价	133.47	117.73
	销量	4,517.72	4,726.36
	产量	3,925.10	5,727.68
	产销率	115.10%	82.52%
	销售均价	4.44	5.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司销售模式未发生变化，仍采取直销与经销相结合的销售方式，其中直销模式的客户以国际知名光刻胶生产企业为主，经销模式的客户为贸易商，为买断式销售。从销售区域看，2020年公司境内、境外销售收入占比分别为57.97%、42.03%，与上年基本保持一致。销售结算方面，公司外销主要采用美元结算，美元兑人民币汇率变动对公司产品销售规模、经营效益均存在一定影响，公司面临一定的汇率波动风险。

表4 公司营业收入销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
境内	45,010.16	57.97%	49,654.34	57.48%
境外	32,637.09	42.03%	36,736.33	42.52%
合计	77,647.25	100.00%	86,390.67	100.00%

资料来源：公司提供

销售客户方面，公司主要客户为长兴化学、日立化成、旭化成、住友化学、JSR、TOK等全球知名光刻胶生产企业和光引发剂产品贸易商，客户质量较好，2020年前五大客户较为稳定，销售金额合计占营业收入的比重为33.92%，同比有所提高，主要系第一大客户长兴化学销售占比提高所致。整体来看，公司客户集中度仍不高，与主要大客户保持稳定的合作关系，有利于业务的持续拓展。

表5 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占营业收入比重
2020年	长兴化学	7,931.78	10.22%
	日立化成	6,166.70	7.94%
	上海凯淦国际贸易有限公司	4,427.40	5.70%
	DONGWOO FINE-CHEM CO.,LTD	3,950.41	5.09%
	奇美实业股份有限公司	3,864.79	4.98%
	合计	26,341.08	33.92%
2019年	长兴化学	6,983.98	8.08%
	日立化成	6,219.74	7.20%

DONGWOO FINE-CHEM CO.,LTD	4,680.49	5.42%
上海凯淦国际贸易有限公司	4,487.79	5.19%
DKSH 集团	3,850.20	4.46%
合计	26,222.20	30.35%

注：长兴化学主要包括长兴电子（苏州）有限公司、长兴（广州）电子材料有限公司、长兴（广州）光电材料有限公司、长兴化学材料（珠海）有限公司、ETERNAL MATERIALS CO.,LTD.、长兴（广州）精细涂料有限公司、长兴特殊材料（苏州）有限公司；日立化成主要包括日立化成工业（东莞）有限公司、日立化成工业（苏州）有限公司、HITACHI CHEMICAL CO., (HONGKONG) LTD.；DONGWOO FINE-CHEM CO.,LTD为住友化学控股子公司；DKSH集团主要包括DKSH KOREA LTD、DKSH FRANCE SA、DKSH ITALIA SRL、DKSH JAPAN K.K.、DKSH Portugal ,Unipessoal,Lda。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品生产模式仍以计划生产为主，2020年主要产品产能保持稳定，但整体产能利用率有所下滑；公司在建项目规模较大，未来新增产能消化存在不确定性，且存在一定的资本支出压力

公司目前的生产基地主要分布在常州和绍兴；产品的生产模式包括计划生产和订单生产，仍以计划生产为主。2020年公司主要产品产能与上年保持稳定。产能利用率方面，因疫情导致下游需求下降、公司下调产品库存量影响，PCB光刻胶光引发剂、LCD光刻胶光引发剂、半导体光刻胶光引发剂、其他用途光引发剂产量均有不同程度的下降，导致产能利用率下滑；PCB光刻胶树脂受益于下游需求提升，公司订单增加扩大生产，产量同比增长29.23%，产能利用率有所提高，但仍处于较低水平。整体来看，公司产能利用率有所下滑。

表6 公司主要产品产能利用情况（单位：吨）

产品	指标	2020年	2019年
PCB 光刻胶光引发剂	产能	1,400.00	1,400.00
	产量	947.01	1,183.04
	产能利用率	67.64%	84.50%
PCB 光刻胶树脂	产能	6,600.00	6,600.00
	产量	2,480.10	1,919.11
	产能利用率	37.58%	29.08%
LCD 光刻胶光引发剂	产能	100.00	100.00
	产量	66.32	82.77
	产能利用率	66.32%	82.77%
半导体光刻胶光引发剂	产能	80.00	80.00
	产量	29.40	71.25
	产能利用率	36.75%	89.06%
其他用途光引发剂	产能	6,000.00	6,000.00
	产量	3,925.10	5,727.68
	产能利用率	65.42%	95.46%

资料来源：公司提供

近年公司为了丰富产品种类，完善产品结构，巩固行业地位，持续加大生产线投资，主要包括2018年非公开发行股票投资建设年产3,070吨次世代平板显示及集成电路材料关键原料和研发中试项目、本

期债券募投项目等，公司主要在建项目预计总投资额为19.21亿元，截至2021年3月末已完成投资5.10亿元，后续尚需投资14.11亿元，扣除拟使用的募集资金金额，尚需投入7.07亿元，公司持续大规模的资本性支出带来一定的资金压力。受疫情影响，公司在建项目建设进度有所延后。同时，考虑到电子产品产业链更新升级较快，未来新增产能消化和预期收益的实现存在不确定性。

表7 截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资金额
年产 12,000 吨环保型光引发剂及年产 50,000 吨 UV-LED 高性能树脂等相关原材料及中试车间项目（本期债券募投项目）	109,748.00	14,668.29
新建年产 3,070 吨次世代平板显示及集成电路材料关键原料和研发中试项目	37,470.00	20,589.03
新型纤维复合材料、OLED 平板显示技术关键材料及总部研发中心项目	29,403.00	11,153.37
年产 10,000 吨电子感光材料及中间体深加工项目	8,580.00	1,661.33
本质安全诊断自动化提升改造项目	6,910.00	2,913.82
合计	192,111.00	50,985.84

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产所需原料种类较多，原材料市场供应较为充足；化工原料贸易业务有利于增加公司与客户的粘性，2020 年受疫情影响，业务收入大幅下滑；公司研发投入规模较大，且持续增长

2020年公司采购模式未发生重大变化，主要采购原材料为苯偶酰、邻苯甲酰、苯甲酸（BB酸）、邻氯苯甲醛、醋酸铵等，市场供应充足，公司主要从国内市场采购，价格随行就市。

采购对象方面，公司对主要原料建立了稳定的供应体系，与主要供应商保持常年稳定的合作关系。2020年前五大供应商采购金额占比为34.34%，与上年基本保持稳定，公司供应商集中度仍然不高。

表8 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占采购总额比重
2020 年	常州市友合化工有限公司	4,521.43	12.65%
	滨海科安化工有限公司	2,758.22	7.71%
	上海吉康生化技术有限公司	1,877.05	5.25%
	南通市天时化工有限公司	1,724.07	4.82%
	葫芦岛市鑫源商贸有限公司	1,396.26	3.90%
	合计	12,277.03	34.34%
2019 年	常州市友合化工有限公司	8,125.57	16.90%
	南通市天时化工有限公司	4,050.85	8.43%
	葫芦岛市鑫源商贸有限公司	2,166.01	4.51%
	上海泓笙国际货运代理有限公司	1,324.50	2.76%
	上海吕勒新材料科技有限公司	1,252.79	2.61%
	合计	16,919.71	35.19%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

另一方面，公司的产品在生产过程中使用的原料为各种化学品，具备易燃、易爆与腐蚀性，可能存

在发生安全事故的风险，影响公司的生产经营，并可能造成一定的经济损失。目前环保监管趋严，需持续关注环保政策变化对公司经营产生的影响。

公司的化工原料贸易业务，主要是为下游光刻胶生产商等客户提供配套化工原料的采购服务。光刻胶生产商在生产中除了需要公司生产的光引发剂、感光树脂等产品外，还需要使用其他多种化工原料，其中部分原料的采购量虽小，但对品质、包装、物流的要求较高；且光刻胶生产商等客户对供应商的认证周期较长、认证指标严格，通过公司采购部分配套材料减少了其对相关原材料供应商的开发成本。公司在化工原料贸易方面具备一定的规模采购优势，通过化工原料贸易业务为客户提供更全面和便捷的配套服务，有利于增加公司与客户的粘性。

公司为国家火炬计划重点高新技术企业，所处行业技术壁垒高，面对PCB制造、LCD部件制造、半导体制造等下游产业技术不断升级换代等特点，公司重视研发投入，拥有规模较大的技术研发团队，截至2020年末，研发人员数量为193人，同比增长8人，占公司总人数的19.22%。近年公司研发费用投入持续增长，2020年研发费用金额为6,400.48万元，占当期营业收入的比例为8.24%，同比有所提高。

表9 公司研发投入情况

项目	2020年	2019年
研发人员数量（人）	193	185
研发人员数量占比	19.22%	17.31%
研发投入金额（万元）	6,400.48	6,241.79
研发投入金额/营业收入	8.24%	7.23%

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苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告、天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告和未经审计的2021年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围新增2家子公司，无减少子公司，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，账上资金较为充沛，资产流动性较好，但存在一定的商誉减值风险

随着本期债券募集资金到账，公司总资产规模快速增长，2021年3月末为30.12亿元，较2019年末大幅增长43.23%；资产结构方面，流动资产占比亦随之提高，同期末流动资产占总资产的53.25%

2020年公司成功发行本期债券，募集资金到账使得公司货币资金较为充裕，2020年末现金类资产占总资产的比重接近40%，公司货币资金受限规模较小。交易性金融资产为公司购买的银行理财产品，2021年一季度赎回使得余额大幅减少，同时货币资金余额增加。

2020年公司对境外客户的账期未做调整，因市场竞争较为激烈，公司为抢占市场份额，对境内新增客户的赊销限额有所放宽，且境内客户账期有所延长，使得应收账款规模持续增长，2021年3月末为1.56亿元。2020年末，公司应收账款账期均在一年以内，前五名欠款对象应收余额占比38.17%。总体来看，公司客户资信情况良好，应收账款坏账损失风险不大，但需关注规模持续增长对营运资金形成的占用情况。

2020年受疫情影响物流不畅，公司利用存货保证生产供给，同时产品产量下降消耗库存商品，存货规模有所下降，截至2020年末计提0.11亿元跌价准备后的账面价值为2.58亿元。电子产品产业链更新升级较快，仍需关注公司存货跌价风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.35	31.04%	6.65	22.03%	1.57	7.44%
交易性金融资产	1.51	5.00%	5.23	17.34%	3.01	14.31%
应收账款	1.56	5.19%	1.34	4.44%	1.15	5.47%
存货	2.48	8.24%	2.58	8.56%	2.91	13.84%
流动资产合计	16.04	53.25%	16.90	56.02%	9.23	43.91%
长期股权投资	1.13	3.75%	1.15	3.80%	1.01	4.82%
固定资产	3.93	13.05%	4.00	13.24%	3.73	17.75%
在建工程	4.06	13.49%	3.21	10.64%	2.19	10.43%
无形资产	1.67	5.54%	1.69	5.61%	1.57	7.48%
商誉	1.92	6.38%	1.92	6.37%	2.03	9.63%
非流动资产合计	14.08	46.75%	13.27	43.98%	11.80	56.09%
资产总计	30.12	100.00%	30.17	100.00%	21.03	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司长期股权投资系对联营企业的股权投资，2020年确认权益法下投资损失0.05亿元，公司长期股权投资质量一般。近年公司持续进行较大规模的资本性支出，厂房建筑物及机器设备等经营性资产有所增长，随着在建项目建设持续推进，投资快速增长。公司无形资产主要为土地使用权和专利技术特许使用权，规模相对稳定。公司商誉主要来自对绍兴佳凯电子材料有限公司（以下简称“佳凯电子”，系佳英感光的控股股东）、佳英感光等子公司的收购，2020年由于佳英感光业绩²大幅下滑，公司对其计提

² 2020年佳英感光实现营业收入和净利润分别为1.25亿元、0.16亿元，分别同比下降32.68%、67.28%。

商誉减值0.10亿元，期末商誉账面价值1.92亿元，其中合并佳凯电子、佳英感光形成的商誉占比88.84%，未来上述子公司经营情况不确定性较高，公司仍存在一定的商誉减值风险。

总体来看，公司账上资金较为充裕，在建工程规模快速增长，资产流动性尚可，但存在一定的商誉减值风险。

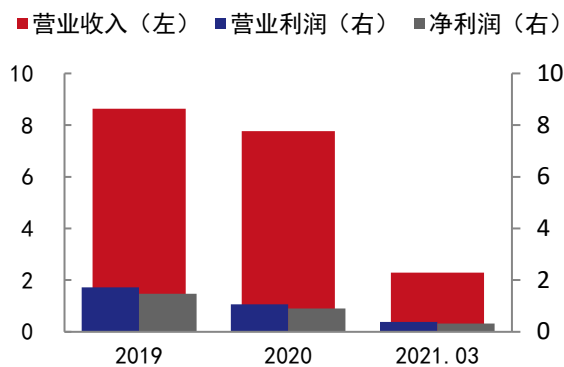
盈利能力

2020年公司营业收入有所下降，盈利水平下滑

公司所处光刻胶专用电子化学品领域市场竞争日益激烈，2020年疫情导致部分产品市场需求下降、化工原料贸易业务规模缩小，全年营业收入同比下降10.12%。同时，受部分原材料价格上涨、产量下降使得单位产品摊销的固定成本提高等因素影响，2020年公司销售毛利率同比下降2.10个百分点。加之佳英感光业绩下滑计提商誉减值损失0.10亿元，期间费用仍维持较大规模，2020年公司营业利润和净利润分别同比下滑38.57%和39.13%。

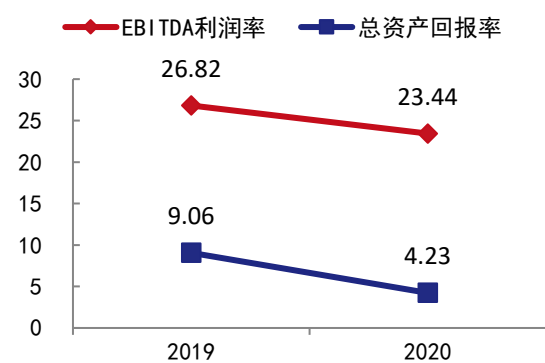
2020年公司EBITDA利润率较上年有所下滑，但下滑幅度明显小于营业利润和净利润的下滑幅度。2020年公司总资产回报率亦较上年下滑5.83个百分点至4.23%。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2020年公司经营活动现金流表现仍较好，现金生产能力尚可

公司产品销售回款情况较好，在收入规模下降的情况下，受益于产量下降消耗库存，备货减少，经营活动产生的现金流量净额同比小幅增长，经营活动现金流表现较好。近年公司持续进行较大规模资本性投入，投资活动现金流量净额持续为负，其中 2020 年随着项目建设投资规模大幅增长，投资活动净流出规模达 7.76 亿元。2020 年公司成功发行本期债券使得筹资活动现金流量净额大幅增长。

2020年，公司EBITDA、FFO随着利润下滑而下降，产品库存下降，对营运资金占用减少，公司经营现金生成能力尚可。但目前公司在建项目尚需投资规模较大，未来主要资本性支出仍将依赖筹资活动。

图 7 公司现金流结构

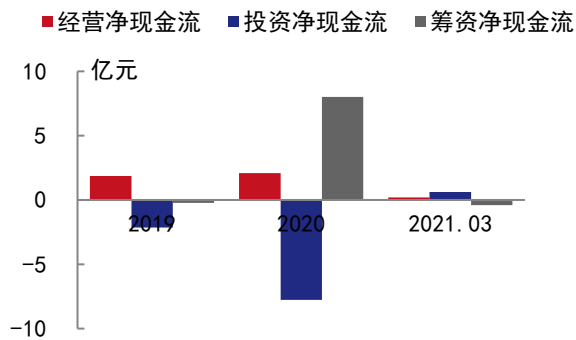
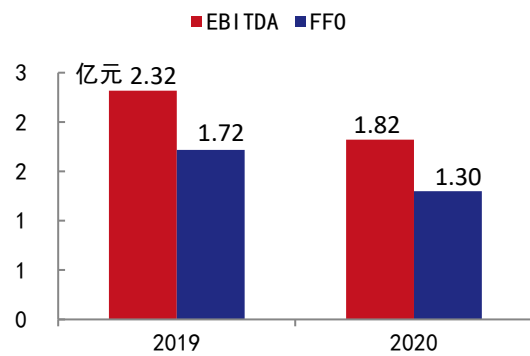


图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模快速增长，整体债务压力不大

随着发行本期债券以满足资本性支出资金需求，公司负债规模大幅增长，产权比率快速提高，所有者权益对负债的保障程度有所减弱。

图 9 公司资本结构

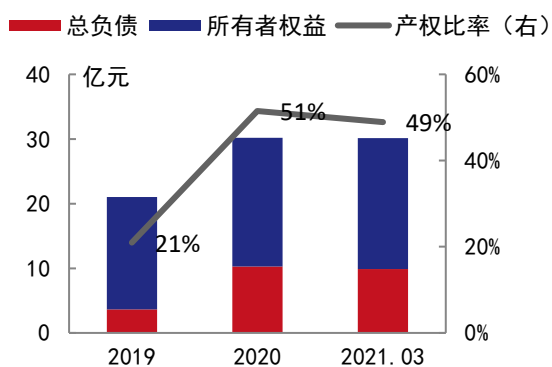
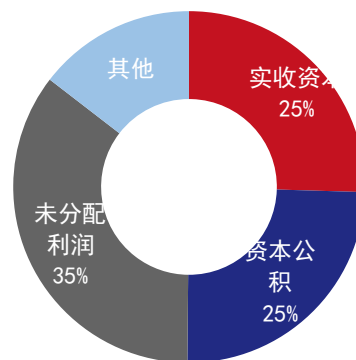


图 10 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

本期债务成功发行使得公司负债结构转为以非流动负债为主。

公司短期借款主要为信用借款和保证借款，规模有所下降。应付账款主要为应付原材料采购款，随

随着采购规模增加呈小幅增长趋势。公司本期债券发行总额为8.50亿元，对应负债成分的公允价值计入应付债券科目。递延收益为获得的政府补助，规模有所增长。

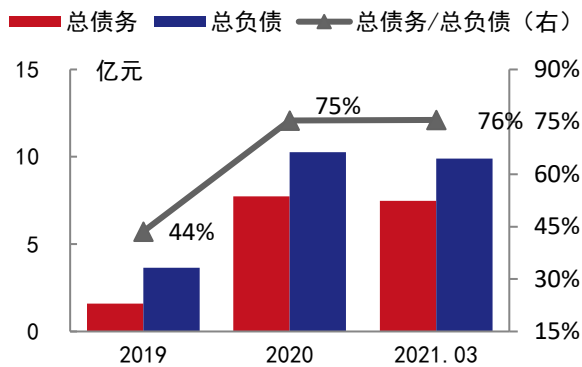
表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.21	12.22%	1.12	10.90%	1.54	42.36%
应付账款	0.79	7.99%	0.69	6.75%	0.60	16.48%
流动负债合计	2.36	23.84%	2.33	22.76%	2.81	77.09%
长期借款	0.00	0.03%	0.49	4.74%	0.00	0.00%
应付债券	6.21	62.79%	6.10	59.49%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	0.90	9.08%	0.90	8.76%	0.76	20.75%
非流动负债合计	7.54	76.16%	7.92	77.24%	0.83	22.91%
负债合计	9.89	100.00%	10.26	100.00%	3.64	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

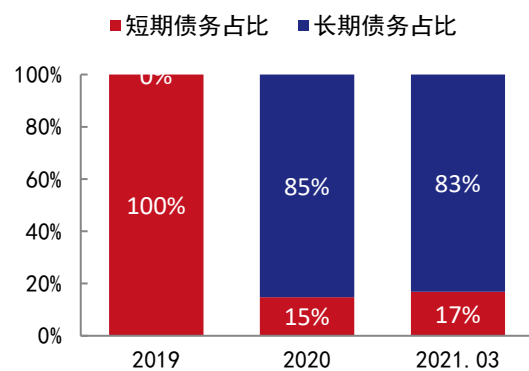
随着本期债券成功发行，公司总债务规模快速增长，截至2021年3月末为7.48亿元，较2019年末增长370.14%，公司偿债压力加大；其中短期债务1.15亿元，占总债务的15%。

图 11 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着总债务规模增长，公司资产负债水平有所提高，2021年3月末资产负债率为32.85%。公司盈余现金充裕，2020年末净债务为负，EBITDA对利息的保障程度较好，总债务占总资本的比重较低，公司整体偿债压力不大。

表12 公司杠杆状况指标

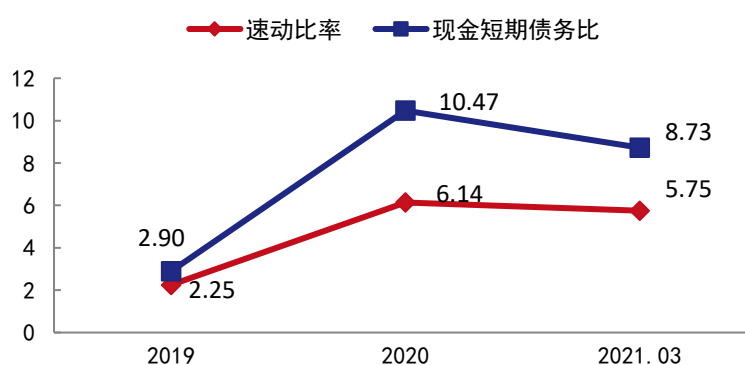
指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	32.85%	33.99%	17.33%
净债务/EBITDA	-	-2.24	-1.22

EBITDA 利息保障倍数	-	21.32	33.70
总债务/总资本	26.98%	27.97%	8.38%
FFO/净债务	-	-31.84%	-60.84%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着债券资金到账，公司现金充裕，速动比率和现金短期债务比大幅提高，现金类资产对短期债务的保障程度较好。截至2021年3月末，公司尚未使用的银行授信规模约7亿元，外部融资渠道较为通畅。整体来看，公司获取流动性资源的能力尚可。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月11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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

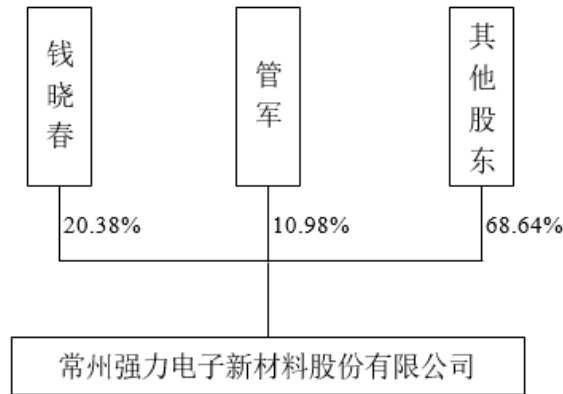
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.35	6.65	1.57	2.11
流动资产合计	16.04	16.90	9.23	9.15
固定资产	3.93	4.00	3.73	3.13
在建工程	4.06	3.21	2.19	1.22
非流动资产合计	14.08	13.27	11.80	9.68
资产总计	30.12	30.17	21.03	18.82
短期借款	1.21	1.12	1.54	1.17
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2.36	2.33	2.81	2.32
长期借款	0.00	0.49	0.00	0.00
应付债券	6.21	6.10	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.54	7.92	0.83	0.05
负债合计	9.89	10.26	3.64	2.38
总债务	7.48	7.73	1.59	1.37
归属于母公司的所有者权益	19.65	19.33	16.75	15.62
营业收入	2.29	7.76	8.64	7.39
净利润	0.32	0.90	1.48	1.37
经营活动产生的现金流量净额	0.19	2.10	1.87	1.12
投资活动产生的现金流量净额	0.62	-7.76	-2.14	-4.95
筹资活动产生的现金流量净额	-0.40	8.01	-0.24	4.70
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	35.84%	37.50%	39.60%	40.04%
EBITDA 利润率	-	23.44%	26.82%	28.43%
总资产回报率	-	4.23%	9.06%	10.69%
产权比率	48.92%	51.49%	20.96%	14.47%
资产负债率	32.85%	33.99%	17.33%	12.64%
净债务/EBITDA	-	-2.24	-1.22	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	-	21.32	33.70	41.72
总债务/总资本	26.98%	27.97%	8.38%	7.75%
FFO/净债务	-	-31.84%	-60.84%	-206.57%
速动比率	5.75	6.14	2.25	3.02
现金短期债务比	8.73	10.47	2.90	1.67

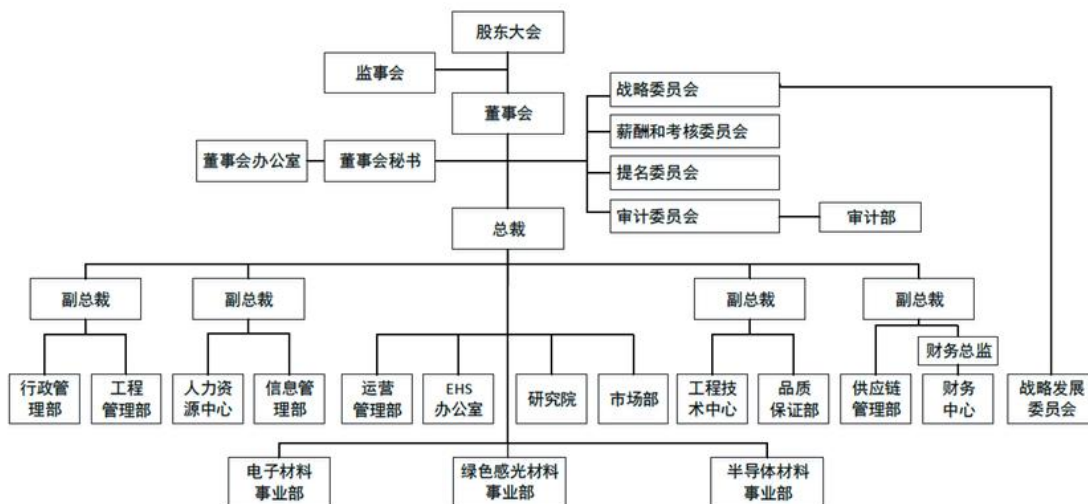
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月 3 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
常州强力先端电子材料有限公司	100.00%	LCD 光刻胶光引发剂、PCB 光刻胶光引发剂和树脂、半导体光刻胶光引发剂的研发和生产
常州强力光电材料有限公司	100.00%	光固化材料光引发剂及树脂的研发、生产
益信企业有限公司	100.00%	境外贸易业务
常州力得尔电子新材料有限公司	100.00%	电子专用材料及塑料制品的研发、制造及销售
常州春懋国际贸易有限公司	100.00%	销售、贸易业务
绍兴佳凯电子材料有限公司	100.00%	对外投资
绍兴佳英感光材料科技有限公司	100.00%	有机化工中间体、安息香双甲醚、二苯甲酮的研发和生产
泰兴先先化工有限公司	99.00%	LCD 光刻胶光引发剂、PCB 光刻胶光引发剂和树脂、半导体光刻胶光引发剂的研发和生产
常州强力昱镭光电材料有限公司	45.27%	OLED 有机材料、OLED 封装材料及原材料化学品的研发和生产
强力实业有限公司	60.00%	境外贸易业务
日兴株式会社	60.00%	境外贸易业务
常州强力科技产业园有限公司	100.00%	园区管理服务等
常州格林长悦涂料有限公司	100.00%	化工原料及产品（除危险品）的研发和销售等

资料来源：公司提供

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+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+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+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：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、债务人主体长期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、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。