

深圳市沃尔核材股份有限公司

2015 年公司债券 2016 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【220】号 01

增信方式：
保证担保

担保主体：
深圳市高新投集团有限
公司

债券剩余规模：
3.5 亿元

债券到期日期：
2018 年 04 月 13 日

债券偿还方式：
单利按年计息，不计复
利；每年付息一次，到
期一次还本，最后一期
利息随本金的兑付一起
支付。

分析师

姓名：
钟继鑫 王一峰

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

深圳市沃尔核材股份有限公司 2015 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 06 月 07 日	2015 年 05 月 11 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市沃尔核材股份有限公司（以下简称“沃尔核材”或“公司”）及其 2015 年 04 月 13 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：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市场地位仍较稳固，深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”或“担保方”）提供的保证担保继续为本期债券的偿还提供较好的保障。但我们也关注到公司新增产能能否及时消化存在一定不确定性；费用水平进一步提高，挤压利润空间；资金压力较大，短期偿债压力较大；风电项目的相关收益存在不确定性等风险因素。

正面：

- 参股同行业公司，稳固了公司市场地位。截至 2015 年末，公司及一致行动人共持有同行业公司长园集团股份有限公司（以下简称“长园集团”）23.68%的股权，并参与长园集团经营，双方同盟协作，热缩产品的市场价格有所稳定，毛利率得到提升，公司的市场地位得到了进一步稳固。
- 保证担保为本期债券的偿还继续提供较好保障。深圳高新投背景优势明显，业务规模持续扩张，整体实力仍较强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保继续为本期债券的偿还提供较好的保障。

关注：

- **新增产能能否及时消化存在一定不确定性。**由于市场需求放缓，2015 年公司的热缩材料业务出现产销量齐跌，加上近年公司陆续有新厂房投入生产，使得产能利用率下降，新增产能能否及时消化存在不确定性。
- **费用水平进一步提高，挤压利润空间。**公司销售渠道成本较高、管理支出较大和财务费用大幅增长。2015 年，公司期间费用总计 37,671.40 万元，期间费用率为 23.23%，同比增加 4.86 个百分点，是造成当年公司扣除非经常性损益后净利润下滑的主要原因。
- **存在较大的资金压力。**随着公司应收账款占用资金额的加大，公司经营活动现金流表现欠佳。且日常运营、投资风电场项目等需要大额资金，使得公司面临较大的资金压力。
- **短期偿债压力仍较大。**2015 年，公司流动比率、速动比率分别为 0.93、0.74，相比上年有所改善，但仍然偏低，短期偿债压力仍较大。同时，有息债务规模亦大幅增长，同比增长 45.11%。
- **风电项目的相关收益存在不确定性。**公司投资建设两座风电场，计划总投资为 8.58 亿元，预计 2017 年上半年投产，考虑到这是公司初次涉足风电业务，未来业务运营及相关收益存在不确定性。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	392,127.71	367,287.89	265,858.58	187,809.61
归属母公司所有者权益合计（万元）	169,803.16	169,189.64	118,163.71	103,160.04
有息债务（万元）	175,590.13	148,374.13	102,251.30	49,280.98
资产负债率	56.34%	53.55%	54.91%	44.13%
流动比率	0.89	0.93	0.70	1.07
速动比率	0.68	0.74	0.53	0.77
营业收入（万元）	34,027.62	162,142.21	162,918.71	133,247.04
投资收益（万元）	1,555.60	56,302.72	187.87	177.75
营业利润（万元）	2,019.23	64,399.37	15,018.60	9,522.38
扣除非经常性损益后净利润（万元）	864.51	8,509.85	12,893.40	7,621.27
综合毛利率	31.06%	30.58%	29.00%	26.86%
期间费用率	28.78%	23.23%	18.37%	18.36%
总资产回报率	-	23.54%	9.24%	7.63%

EBITDA（万元）	-	82,645.09	27,467.33	19,612.38
EBITDA 利息保障倍数	-	9.71	5.55	5.06
经营活动现金流净额（万元）	-1,723.95	5,073.81	2,633.69	11,552.36

注：2013 年期末数采用 2014 年年初数。

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2014]1340”号文核准，公司于2015年4月13日公开发行总额3.50亿元的公司债券，票面利率为6.50%，截至2015年4月15日，扣除承销费用、保荐费以及其他发行费用人民币420万元，公司收到本期债券发行募集资金净额人民币3.458亿元。

本期债券为3年期固定利率债券，起息日为2015年4月13日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2016年至2018年每年的4月13日为上一计息年度的付息日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券的兑付日为2018年4月13日。

截至2016年4月30日，本期债券本息累计兑付情况如表1所示。

表1 截至 2016 年 4 月 30 日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2016年4月13日	0.00	2,275.00	35,000.00

资料来源：公司公告

截至本报告出具日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变化。2015年7月，公司完成了对不符合条件的限制性股票和离职人员获授的限制性股票进行回购注销，共回购42,899股。本次限制性股票回购注销完成后，公司股本变更为56,938.80万股，变更后注册资本56,938.80万元。控股股东仍为周和平先生，经过多次减持，截至2016年3月末，其持股比例下降至27.10%。

表2 截至 2016 年 3 月末公司注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	截至 2016 年 3 月末	截至 2014 年 12 月 31 日
注册资本	56,938.80 万元	56,943.09 万元
实收资本	56,938.80 万元	56,943.09 万元
控股股东	周和平	周和平
控股股东持股比例	27.10%	42.01%
实际控制人	周和平	周和平

资料来源：2014-2015 年年报及 2016 年一季报，鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。2015年，公司纳入合并范围的一级子公司共12

户及特殊目的主体共3户，与上年度相比增加4户（包括3户特殊目的主体），具体情况见表3。

表3 2015 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司/特殊目的主体情况

名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并取得方式
中国对外经济贸易信托有限公司-万博稳健 7 期证券投资集合资金信托计划	100%	-	信托产品	现金投资
中国对外经济贸易信托有限公司-万博稳健 9 期证券投资集合资金信托计划	100%	-	信托产品	现金投资
新华基金管理有限公司-万博稳健 10 期资产管理计划	100%	-	信托产品	现金投资
锡林郭勒盟融丰风电有限公司	85%	5,000	风力发电	现金收购

资料来源：公司 2015 年年报，鹏元整理

截至2016年3月31日，公司资产总额为392,127.71万元，所有者权益合计171,201.88万元，资产负债率为56.34%；2015年度，公司实现营业收入162,142.21万元，利润总额66,919.02万元，经营活动现金流净额5,073.81万元。

三、运营环境

1、辐射化工、热缩材料

辐射化工产品应用范围较广，“十三五”期间仍具备较好的发展前景

辐射化工是利用电离辐射作用于物质产生的化学变化（化合、分解、交联、聚合、接枝、固化、降解等）来实现材料改性的一种新的加工方法，与常规加工技术（热加工、光加工、化学加工等）相比较，主要特点是无需添加引发剂或催化剂，能在常温甚至低温下进行反应，可合成或制造用常规方法难以获得的高性能特殊材料。辐射化工产品附加值高，应用面广，涉及通信、电子、电力、交通、石油化工、航空航天等诸多领域，近十几年来，随着世界范围产业结构的升级和环保意识的增强，辐射化工作为一种高效、节能、无污染、易控制的绿色化工产业受到世界的普遍重视，显示出旺盛的生命力。目前，辐射化工规模化的产业主要有电线电缆、热收缩制品、汽车轮胎、聚烯烃发泡材料、表面涂层固化、高分子 PTC 器件等领域。

国务院 2010 年 9 月审议通过《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，七大产业中 5 个与辐射加工产业相关；2015 年 10 月，中共中央审议通过《中共中央十三五规划建议》，提及要促进的新能源、新材料等产业与辐射加工产业密切相关。国家对相关产业的政策支持为辐照加工产业的快速发展提供了难得的机遇和挑战。

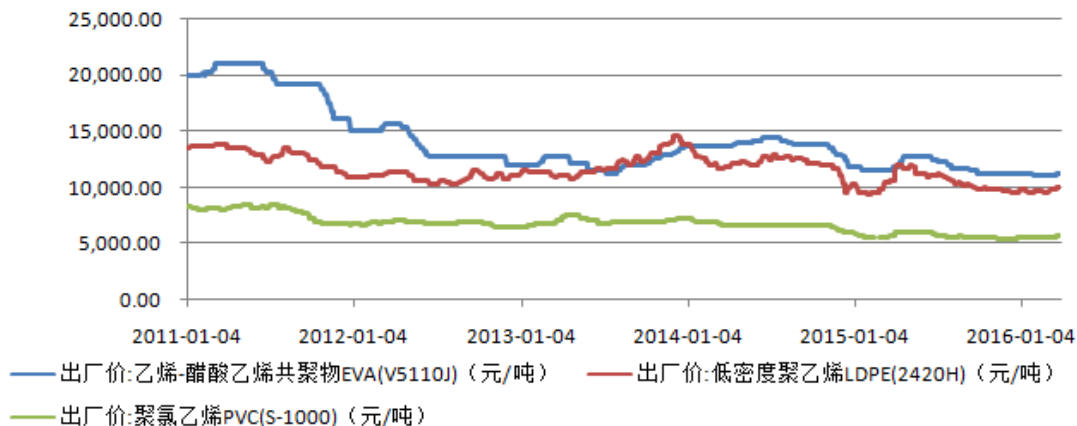
热缩材料作为辐射化工的重要分支领域，国内市场呈现了美国瑞侃、沃尔核材、长园集团三足鼎立态势，公开数据显示，沃尔核材、长园集团合计占据了我国中低端市场约 80% 的份额，美国瑞侃主要以中高端市场为主。

主要原材料价格逐年下降，热缩材料行业上游采购压力下降

热缩材料的原材料主要是乙烯与醋酸乙烯酯共聚物（EVA）、聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）等高分子材料，聚合物材料经过高能射线辐照后，分子结构由线性改为网状结构，产生“形状记忆”特性，同时产生耐高温、抗腐蚀等性能。原材料成本占生产成本的 60% 以上，对产品毛利有较大影响。

EVA、PE、PVC 为石油附属产品，价格随原油价格而波动。从 2014 年下半年开始，原油价格受新兴国家需求疲软、产油国大幅增加供给等影响，原油价格大幅下滑，EVA、PE、PVC 的出厂价亦出现下滑，降幅在 20% 左右。原材料价格的下降，缓解了热缩材料生产企业的采购成本，在销售端竞争激烈情况下，为企业争取了盈利空间。

图 1 2011-2016 年 3 月热缩材料的原材料出厂价情况



资料来源：Wind 资讯

2、电线电缆

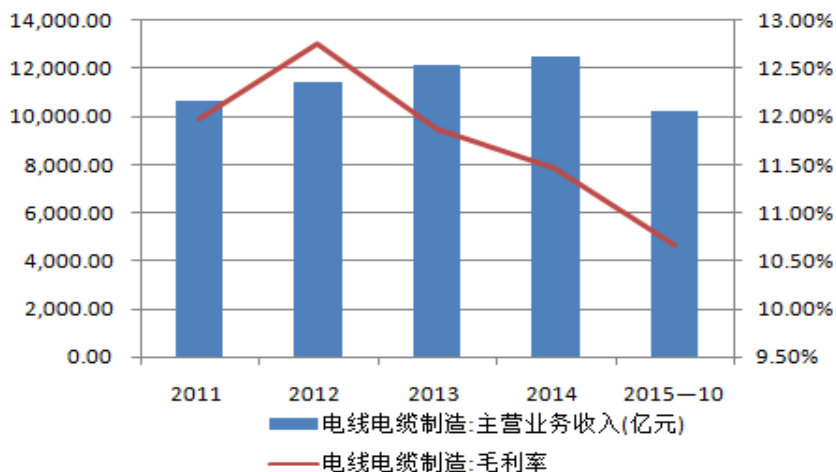
电线电缆应用范围较广，但由于进入门槛相对较低，行业集中度较低，市场竞争激烈

电线电缆的使用范围非常广泛，从家装的用电布线，到电器、机电设施、通讯，再到轨道交通、电力电网建设改造和优化等等，缺少了电线电缆就无法运作。可以说，各式各样的电线电缆支撑起了一个国家、一个城市、一个家庭的正常生产运行和生活活动。

但由于电线电缆行业的门槛很低，造成了国内生产电线电缆的厂家繁多，根据 Wind 资讯数据，截至 2015 年 10 月末，电线电缆规模以上企业就有 3,836 家，更小规模的企业更是数不胜数。目前国内电线电缆行业 90% 以上的产能集中在低端产品上，平均投入研发经费不足销售额的 1%，技术创新能力比较弱。上述因素导致国内电线电缆行业竞争激烈，

行业整体盈利能力较弱。近年，全行业规模以上企业总收入未有明显提升，2015 年 1-10 月，平均毛利率仅为 10.67%，且呈下降趋势。

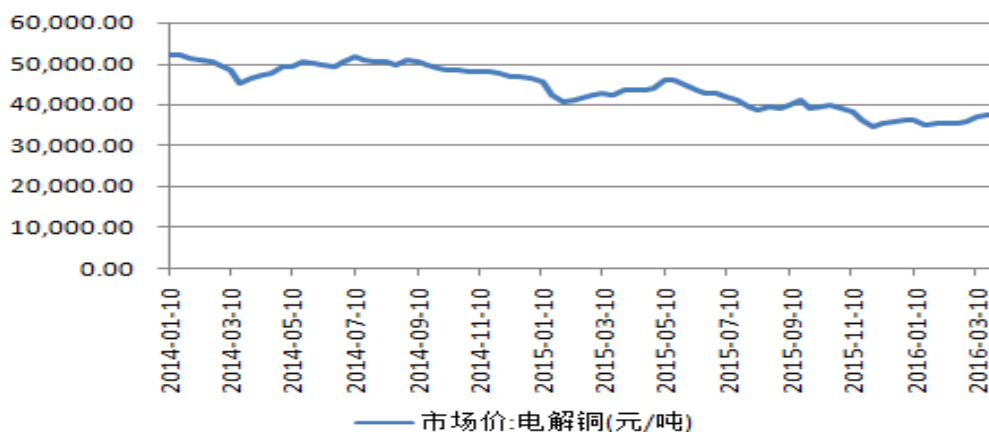
图 2 电线电缆行业的主营业务收入和毛利率情况



资料来源：Wind 资讯

电线电缆产品主要原材料为铜线、铜杆等。由于中国等主要铜消费国家经济低迷，铜等有色金属在近两年需求不振，铜价受此影响亦不断下滑，全国电解铜单价自 2014 年以来已下降约 30%。铜占电线电缆产品的比重较高，铜价格下降有利于生产企业节省成本，但销售端的价格下滑使得成本下降没有转化为企业利润。

图 3 2014-2016 年 3 月电解铜价格走势



资料来源：Wind 资讯

四、经营与竞争

公司主要从事辐射改性材料相关产品的研发、制造和销售业务，主要产品分为电子产品、电力产品、线路保护产品以及电线电缆产品。2015 年，公司实现主营业务收入 160,106.83

万元，同比下降0.64%。从细分产品来看，2015年电子产品、电力产品和电线电缆产品为公司主要收入贡献来源，但属于热缩材料板块的电子产品、电力产品收入均略有减少；从毛利率来看，2015年公司大部分产品毛利率有所提升，其中，热缩材料的毛利率提升受益于产品价格的上涨，电线电缆产品的毛利率提升受益于原材料成本下降。

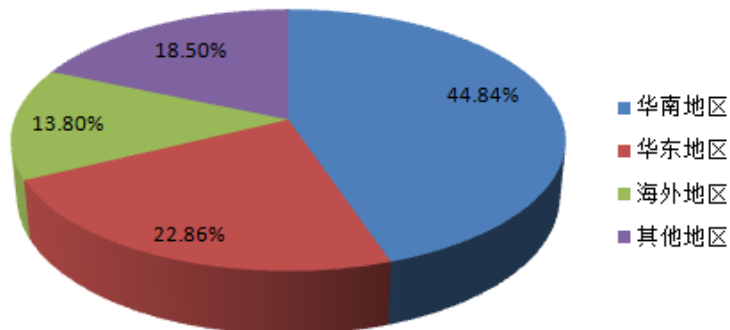
表4 近年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电子产品	51,384.48	36.28%	53,619.82	31.66%
电力产品	38,760.37	48.81%	40,099.54	48.60%
线路保护产品	2,949.75	29.71%	2,830.50	37.37%
电线电缆产品	67,012.23	14.07%	64,595.58	12.86%
合计	160,106.83	29.90%	161,145.45	28.44%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

从销售区域分布来看，2015年公司产品销售依然主要以国内为主，其中又以华南、华东地区为主要业务区域；公司海外销售收入主要来源于电线电缆产品。

图 4 2015 年公司营业收入区域分布



资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

受市场需求放缓影响，2015年公司热缩产品的产销量下降，随着新厂房陆续投产，产能能否及时消化存在一定不确定性

公司根据销售区域特点在沿海地区设立了数个生产基地，其中，热缩材料产品主要在深圳坪山沃尔工业园区一期二期、江苏常州沃尔工业园一期、天津沃尔法一期进行生产，乐庭品牌的电线电缆在惠州乐庭工业园生产。

公司生产上主要采用“以销定产”的模式。公司先根据以前年度生产经验以及市场情况等信息，初步研判下一年全年销售量，制订全年生产计划，然后采购、销售等部门制定相应配套的支持计划。在实际生产过程中，公司根据客户差异化的订单合理安排生产。由于采取了柔性生产模式，公司各产品线的产销率均超过了95%，保持在合理水平。值得注

意的是，由于宏观经济增速下降，市场需求放缓，导致订单数量有所下滑，2015年公司的热缩产品出现产量销量齐跌，其中电子产品的产量、销量同比减少13.02%、11.87%；电力产品的产量、销量同比减少5.60%、9.34%。

表5 2014-2015 年公司产品产销量情况

按产品分类	2015 年			2014 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品（亿米）	14.16	14.03	99.08%	16.28	15.92	97.79%
电力产品（万套）	178.81	172.47	96.45%	189.41	190.24	100.44%
线路保护产品（亿只）	1.50	1.52	101.33%	1.87	1.83	97.86%
电线电缆产品（亿米）	13.06	13.01	99.62%	12.00	12.11	100.92%

资料来源：公司提供

公司保持持续的研发投入中高端产品，细分产品结构不断优化，同时近两年与长园集团的竞争趋缓（公司以往与长园集团对立为热缩行业的两大国内厂商。为改变竞争局面，公司及一致行动人于2014年开始陆续购买长园集团股票。截至2015年末，公司及一致行动人共持有长园集团23.68%的股权，并派驻了董事、独立董事、监事各一名，实现对长园集团的参与经营），使得电子产品、电力产品价格有所提升。电线电缆产品由于市场准入门槛低及市场需求放缓，价格存在一定波动。

表6 2014-2015 年公司产品的均价

项 目	2015 年	2014 年
电子产品（元/米）	0.37	0.34
电力产品（元/套）	224.74	210.78
线路保护产品（元/只）	0.19	0.15
电线电缆产品（元/米）	0.52	0.53

资料来源：公司提供

为扩大公司规模，江苏常州沃尔工业园一期、深圳坪山沃尔工业园区二期分别于2013年、2014年投产，相关产品的产能均有所增长。由于投产时间较短而产能未完全释放，电子产品和电力产品的产能利用率在2014年出现下降。由于市场需求低迷导致各类热缩产品产量与销量在2015年下滑，相关产品的产能利用率也进一步下降，主要产品的产能利用率为65%-70%左右。

公司在建的深圳坪山沃尔工业园区三期预计将在2016年下半年投产，该厂房预计将增加电子产品产能1.80亿米、电力产品产能22.50万套，加上其他厂房产能尚未释放，公司近年新增的产能能否及时消化存在一定不确定性。

表7 2014-2015 年公司产品年产能、产量情况

按产品分类	2015 年			2014 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
电子产品（亿米/年、亿米）	20.40	14.16	69.41%	18.55	16.28	87.76%
电力产品（万套/年、万套）	247.83	178.81	72.15%	225.30	189.41	84.07%
线路保护产品（亿只/年、亿只）	3.63	1.50	41.32%	3.30	1.87	56.67%
电线电缆产品（亿米/年、亿米）	20.00	13.06	65.30%	20.00	12.00	60.00%

资料来源：公司提供

公司主要原材料价格均有下降，有利于产品毛利率的提升

公司使用的原材料主要为EVA（占采购总额比例为13%）、铜（占采购总额比例为73%），EVA为热缩产品的原材料。公司产品成本中原材料成本占比最大，尤其电线电缆业务需要大量铜线生产，使得原材料成本占比约76%。

2015年，受国际大宗商品价格下降影响，公司的EVA、铜采购均价均有下降，分别同比减少14.02%、12.12%，为公司产品毛利率提高创造有利条件。

表8 主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2015 年		2014 年	
	采购额	均价	采购额	均价
EVA14-2	4,288	10.00 万元/吨	5,164	11.63 万元/吨
铜	33,357.26	4.35 万元/吨	36,542.97	4.95 万元/吨

资料来源：公司提供

原材料成本对产品质量和利润影响巨大，公司为此实施严格的采购管理。公司实行集中采购、竞价招标，并由监察中心对采购价格进行跟踪监督、品质中心和研发中心等对原材料品质进行把关。多年的经营，公司已经与主要供应商建立了较为稳固的合作关系，与大型供应商形成了战略合作伙伴关系，因此原材料供应基本有保障。2015年，公司对前五名供应商的采购额占比为33.24%，不存在对单一供应商的重大依赖。

公司的风电项目尚未投入运营，相关收益存在较大不确定性

公司从2009年开始着手进入风力发电行业，风电业务的发展完善了公司现有产业链，通过向下游延伸，形成新的利润增长点。

子公司青岛沃尔新源风力发电有限公司正在建设山东莱西河头店风电场和山东莱西东大寨风电场，两项目总投资8.58亿元，建设期12个月，预计2017年上半年投产，截至2016年3月末，两项目已投资共计2.29亿元。为解决资金问题，公司于2015年下半年筹划非公开发行股票募集资金8.20亿元。2016年3月2日，非公开发行事项已经证监会发行审核委员会审核通过。

根据项目可行性研究报告，两项目预测税后内部收益率达到8%以上，具有较强的盈利能力，将为公司带来稳定的现金流入，提升公司可持续发展和抗风险能力。同时风电场的建设和运营，公司将积累在风电领域的行业经验，培养面向新能源领域的电力产品研发、销售及管理团队，提升现有电力产品线的深度和广度，增强公司电力产品的竞争优势。

但现阶段我国风电行业存在一些问题，包括风电技术开发能力；整个行业仍依赖政府补贴或优惠政策进行发展；弃风限电形势严峻等。除了要面对行业的普遍问题外，公司首次发展风电业务，还需面对施工管理、项目运营管理等多项考验，这些都将影响项目的投资回报，造成相关收益未来存在较大不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2015年，公司合并报表范围变动情况见表3。

资产结构与质量

公司总资产规模保持增长，整体质量尚可

公司总资产规模继续保持增长，2015年，由于发行债券募集资金到位、长园集团股权的公允价值上升，总资产相比期初大幅增长38.15%。截至2016年3月末，公司资产总额为39.21亿元，其中非流动资产占比67.73%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。截至2015年末，由于发行债券的资金到账、取得长期借款等较多，公司货币资金同比大幅增长114.61%，其中使用权受限制的金额为8,511.39万元。应收票据主要为银行承兑汇票，近年余额较为稳定，公司一般将收到的票据进行贴现或转让，无质押票据。由于公司增加促销活动延长账期，公司应收账款呈增长趋势。截至2015年末，公司应收账款账面价值同比增长8.37%，共计提坏账准备3,924.31万元，1年以内账龄的应收账款占比92.43%，前五名欠款客户余额占比14.79%。公司存货总值稳中有升，主要为原材料、产成品、自制半成品，并对存货计提了跌价准备，2015年末的存货跌价准备余额为991.90万元。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。可供出售金融资产和长期股权投资主要为公司对长园集团的股权投资¹，其中，公司通过信托计划和资产管理计划持有的长园集团股票计入可供出售金融资产；直接持有的股票计入按权益法核算的长期股权投资。2015年上半年长园集团的股价大幅上升及8月公司对长园集团增资，使得公司持有的股票公允价值大幅上升。2015年5月，公司按照最新的长期股权投资会计准则，依据2015年5月7日长园集团收盘价计量直接投资的公允价值从“可供出售金融资产”转入“长期股权投资”，将公允价值变动带来的收益从“其他综合收益”转入“投资收益”，导致2015年末的可供出售金融资产余额有所下降，长期股权投资大幅上升。持有的2个信托计划和1个资产管理计划从2015年4季度开始，公司享有100%的收益权和实际控制权，公司将这些可供出售金融资产继续转入长期股权投资，可供出售金融资产价值继续大幅下降，同时，受长园集团股票公允价值变动的影响亦大幅减少。

固定资产主要为坪山、江苏、天津的生产基地以及电子加速器，截至2015年末，已抵押账面价值为33,700.98万元，占固定资产比例为39.10%。2015年，公司将坪山沃尔工业园三期转入固定资产，使得固定资产增长15.72%。目前，公司主要在建工程为风电场，预计将在2017年投入使用。公司的无形资产主要为土地使用权和专利权，公司保持着研发力度，专利权价值不断增加，截至2015年末，已抵押的无形资产账面价值为5,300.92万元。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29,430.53	7.51%	25,750.51	7.01%	11,998.87	4.51%
应收票据	5,321.93	1.36%	8,548.06	2.33%	7,373.93	2.77%
应收账款	53,696.93	13.69%	52,498.65	14.29%	48,443.38	18.22%
存货	29,397.60	7.50%	25,138.35	6.84%	23,944.81	9.01%
流动资产合计	126,549.88	32.27%	119,547.80	32.55%	97,875.25	36.81%
可供出售金融资产	10,854.52	2.77%	11,053.38	3.01%	54,232.73	20.40%
长期股权投资	114,469.19	29.19%	113,913.59	31.01%	4,183.32	1.57%
固定资产	85,263.82	21.74%	86,189.12	23.47%	74,479.80	28.01%
在建工程	10,949.96	2.79%	10,127.58	2.76%	15,142.14	5.70%
无形资产	16,405.78	4.18%	17,092.78	4.65%	14,624.24	5.50%
非流动资产合计	265,577.83	67.73%	247,740.10	67.45%	167,983.33	63.19%
资产总计	392,127.71	100.00%	367,287.89	100.00%	265,858.58	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

¹ 截至 2015 年末，公司及一致行动人共持有长园集团 23.68% 的股份，其中，公司直接持有长园集团股权 3.88%，通过纳入合并报表范围的信托计划和资产管理计划持股 1.50%，其他一致行动人持有股权 18.30%。

总体而言，公司资产规模持续增长，资产质量尚可。但需要注意的是，虽然持有的大部分长园集团股票计入长期股权投资，账面价值不受股票公允价值影响，倘若公司需处置长园集团股权，仍要通过二级市场交易，实际上面临着股票价格变化的影响。

资产运营效率

公司应收账款周转效率下降较明显，且对长园集团的投资规模较大，造成总体资产运营效率下降

公司的经销渠道一般是月结，账期1-3个月，而直销客户大部分为大客户，其议价能力较强，账期较长。2015年公司收入下降情况下应收款项仍增加，导致应收账款周转天数增长22.19天。公司对存货执行严格的管理制度，近年在业务规模扩大情况下库存得到控制，存货周转效率基本保持稳定。公司与供应商保持稳定的合作方式和赊账政策，使得应付账款周转效率也保持稳定。综合上述因素，受销售端占用更多营运资金的影响，2015年公司净营业周期有所拉长，公司的资金运营压力有所加大。

而公司资产以非流动资产为主，尤其对长园集团的投资规模较大，而这些投资为长期投资，造成总资产周转效率较低。

表10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项 目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	112.06	89.87
存货周转天数	78.49	73.79
应付账款周转天数	63.59	62.83
净营业周期	126.96	100.83
流动资产周转天数	241.37	201.89
固定资产周转天数	178.36	160.65
总资产周转天数	702.88	501.23

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入略有下降，产品毛利率进一步提升，期间费用规模大幅提升挤占了主营业务利润空间

受传统的热缩材料需求下降影响，2015年公司营业收入同比减少0.48%。分产品来看，公司的热缩材料电子产品、电力产品在2015年的销量下滑导致收入下滑；收购的电线电缆业务持续发展并成为公司最大的收入来源。受益于电子产品和电力产品价格上升、电线电

缆资源的持续整合、原材料铜价下降，公司的综合毛利率持续上升。

2015年，公司对长园集团的大部分直接投资已达到权益法核算的长期股权投资核算条件，以公允价值从“可供出售金融资产”转入“长期股权投资”，将公允价值变动带来的收益从“其他综合收益”转“投资收益”。因此当期的投资收益变动主要来自会计政策变动，不具有持续性。公司长期股权投资核算转为权益法后，考虑到长期以来长园集团净资产呈上升趋势，预计该投资将为公司带来长期股权投资收益（可辨认净资产价值的上升带来投资收益增加）。

近年，公司取得较多的营业外收入，其主要来自政府补助，包括每年的递延补助摊销额及计入当期的政府补助。公司的研发和扩产得到政府的支持。截至2015年末，公司递延收益余额为7,546.64万元，未来的营业外收入仍将保持一定规模。

值得注意的是，公司产品毛利率尚可，但销售渠道成本较高、管理支出较大和财务费用大幅增长挤压了利润空间。2015年，公司期间费用总计37,671.40万元，期间费用率为23.23%，同比增加4.86个百分点，是造成当年公司扣除非经常性损益后净利润下滑的主要原因。

表11 公司主要盈利指标

项 目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入	34,027.62	162,142.21	162,918.71
投资收益	1,555.60	56,302.72	187.87
营业利润	2,019.23	64,399.37	15,018.60
营业外收入	429.2	2,749.40	1,630.67
利润总额	2,387.80	66,919.02	16,372.55
净利润	2,026.13	56,700.79	13,613.31
扣除非经常性损益后净利润	864.51	8,509.85	12,893.40
综合毛利率	31.06%	30.58%	29.00%
期间费用率	28.78%	23.23%	18.37%
营业利润率	5.93%	39.72%	9.22%
总资产回报率	-	23.54%	9.24%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现欠佳，应收账款占用较大资金，且目前投资建设力度较大，存在较大的资金需求

公司保持了较强的经营活动现金生成能力，2015年的FFO为25,827.72万元，与上年相

比基本持平。

经营活动方面，经营活动现金流净额保持净流入。2015年，公司的经营活动现金流净额同比有所增加，主要是公司收现能力提升，收现比为0.92，高于2014年的0.83。公司的经营活动现金流表现欠佳，收现能力仍有待提高。

投资活动方面，2015年公司保持了对深圳坪山沃尔工业园区三期、风电场等项目的投入及购买新设备，加上对长园集团股票的追加购买，使得投资活动现金流出现较大负值。

筹资活动方面，2015年公司保持大额的净流入，主要原因是发行本期债券募集3.50亿元。未来，公司在风电场项目及设备更新等方面仍需较大投入，若非公开发行股票募集资金8.20亿元能在2016年完成，公司的资金压力有望缓解。

表12 公司现金流情况（单位：万元）

项 目	2015 年	2014 年
净利润	56,700.79	13,613.31
非付现费用	10,481.62	8,048.30
非经营损益	-41,354.69	4,158.43
FFO	25,827.72	25,820.04
营运资本变化	-20,753.90	-23,186.36
其中：存货减少（减：增加）	-1,193.54	-471.80
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6,092.12	-21,648.65
经营性应付项目的增加（减：减少）	-13,468.24	-1,065.91
经营活动产生的现金流量净额	5,073.81	2,633.69
投资活动产生的现金流量净额	-28,521.62	-59,943.98
筹资活动产生的现金流量净额	32,200.01	52,665.44
现金及现金等价物净增加额	8,836.05	-4,650.95

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债总额持续增长，短期偿债压力仍较大

由于2015年发行本期债券募集资金3.50亿元及2016年1季度新增较多银行借款，截至2016年3月末，公司负债总额相比2014年末大幅增长51.34%。截至2015年末，随着公司对长园集团的股权投资公允价值变动造成其他综合收益和未分配利润大幅增长，所有者权益同比大幅增长42.33%，负债与所有者权益比率相应下降6.51个百分点。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	220,925.83	196,672.98	145,983.05
所有者权益	171,201.88	170,614.92	119,875.53
负债与所有者权益比率	129.04%	115.27%	121.78%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

公司的流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期非流动负债构成。截至2015年末，短期借款余额占总负债比例为48.14%。应付账款规模保持稳定，是公司与供应商约定的商业信用账期，显示公司对上游具有一定的议价能力。一年内到期非流动负债均为公司向中国银行股份有限公司巴黎分行的银行借款，随着该笔借款于2015年12月17日到期，公司已无一年内到期非流动负债。

非流动负债主要有长期借款、应付债券、递延收益。2014年公司并无长期借款，但在2015年新增了长期借款，包括新增一笔8,000万元的三年期融资租赁款。应付债券为公司在2015年二季度发行的本期债券。递延收益为与资产相关的政府补助，公司开展了较多的技术工程，得到政府较大的支持。

截至 2015 年末，公司 75.44%的债务为有息债务，有息债务规模和占比均持续增长，2015 年通过长期借款和债券融资，公司的债务期限结构得到延长，但同时，利息费用和偿债压力加大。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项 目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	111,873.22	50.64%	94,685.45	48.14%	79,712.04	54.60%
应付账款	19,394.78	8.78%	19,840.47	10.09%	19,926.72	13.65%
流动负债合计	142,924.70	64.69%	128,156.43	65.16%	139,177.47	95.34%
长期借款	28,999.24	13.13%	19,006.40	9.66%	-	0.00%
应付债券	34,717.67	15.71%	34,682.28	17.63%	-	0.00%
递延收益	7,315.36	3.31%	7,546.64	3.84%	6,347.11	4.35%
非流动负债合计	78,001.13	35.31%	68,516.54	34.84%	6,805.58	4.66%
负债合计	220,925.83	100.00%	196,672.98	100.00%	145,983.05	100.00%
其中：有息债务	175,590.13	79.48%	148,374.13	75.44%	102,251.30	70.04%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

截至2016年3月末，公司资产负债率为56.34%，若能完成8.20亿元定增，届时资产负债率可能下降。公司资产仍以非流动资产为主、负债以流动负债为主，造成流动比率、速动比率表现不佳，短期偿债压力仍较大。

2015年，公司对长园集团的投资收益使得EBITDA大幅增长，同时EBITDA利息保障倍数、有息债务/EBITDA等指标均有较大幅度优化。但考虑到投资收益的增加为会计政策变更所致，不具有可持续性，同时，有息债务规模大幅增加、公司的扣除非经常性损益后净利润下滑，实际上，公司对有息债务的本息保障能力有所下滑。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	56.34%	53.55%	54.91%
流动比率	0.89	0.93	0.70
速动比率	0.68	0.74	0.53
EBITDA（万元）	-	82,645.09	27,467.33
EBITDA 利息保障倍数	-	9.71	5.55
有息债务/EBITDA	-	1.80	3.72

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

深圳高新投原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于 1994 年 12 月投资成立，初始注册资本 1 亿元。深圳高新投于 2004 年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年 12 月再更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，截至 2015 年 7 月末，深圳高新投注册资本达 35.39 亿元。

截至2015年7月末，深圳高新投第一大股东为深圳投控，由于深圳高新投控股股东深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务中心均为深圳市人民政府设立的国资企业或机构，因此，深圳高新投最终控制人为深圳市人民政府。深圳高新投股东情况如表16所示。

表16 截至 2015 年 7 月末深圳高新投股东情况

股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
深圳市投资控股有限公司	126,307.61	35.69
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	70,774.06	20.00
深圳市财政金融服务中心	52,863.08	14.94
恒大企业集团有限公司	50,477.01	14.26
深圳市远致投资有限公司	39,067.82	11.04
深圳市海能达投资有限公司	12,619.25	3.57

深圳市中小企业服务中心	1,761.49	0.50
合计	353,870.32	100.00

资料来源：深圳高新投提供

截至 2015 年 6 月末，深圳高新投总资产为 68.27 亿元，归属于母公司所有者权益为 35.56 亿元，资产负债率为 47.92%；2014 年，深圳高新投实现营业总收入 8.18 亿元，利润总额 6.59 亿元，经营活动现金净流入 0.86 亿元；截至 2015 年 6 月末，深圳高新投担保业务在保余额 379.66 亿元，净资产放大倍数为 10.68 倍。

表17 深圳高新投近年主要财务指标

项目	2015 年 6 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（亿元）	68.27	48.68	45.43	41.26
归属于母公司所有者权益（亿元）	35.56	34.56	31.90	29.50
资产负债率	47.92%	29.00%	29.78%	28.50%
流动比率	0.88	3.19	3.16	3.75
营业总收入（亿元）	4.20	8.18	6.78	4.60
其中：担保费收入（亿元）	2.01	4.83	3.72	2.73
利润总额（亿元）	4.68	6.59	5.63	3.65
净资产收益率	11.06%	14.67%	13.75%	12.42%
经营净现金流（亿元）	-12.60	0.86	4.25	-10.01
当期担保发生额（亿元）	153.07	307.85	235.50	163.26
期末在保余额（亿元）	379.66	341.91	243.40	179.32
其中：融资担保在保余额（亿元）	51.75	53.34	53.63	49.08
非融资担保在保余额（亿元）	327.91	288.57	189.77	130.25
净资产放大倍数	10.68	9.89	7.63	6.08
融资担保业务净资产放大倍数	7.57	8.17	8.15	7.99
担保风险准备金（亿元）	2.63	2.49	2.49	3.21
累计担保代偿率	0.34%	0.36%	0.46%	0.59%
融资担保业务累计担保代偿率	1.02%	1.01%	1.04%	1.27%

注：融资担保业务净资产放大倍数=融资担保在保余额/子公司高新投融资期末净资产。

资料来源：深圳高新投提供

近年来，深圳高新投各项业务发展迅速，收入持续增长。2012-2014 年，深圳高新投营业总收入年均复合增长率达到 33.32%。目前，深圳高新投收入主要来源于非融资担保业务收入（即保证担保业务收入）、资金管理业务收入和融资担保业务收入（2014 年起不含金融产品担保费收入），2014 年以上业务的收入占比分别为 45.39%、23.46%和 13.60%。

表18 2012 年-2015 年 6 月深圳高新投营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
一、非融资担保业务收入	16,095.17	37,149.35	24,947.69	18,085.52

其中：工程担保费收入	15,637.1	37,025.08	24,947.69	18,080.59
诉讼保全担保收入	458.07	124.26	-	4.93
二、融资担保业务收入	4,032.46	11,129.20	12,247.85	9,172.80
其中：融资担保费收入	4,032.46	9,727.20	11,774.55	9,074.80
财政委托资金收入		1,402.00	473.30	98.00
三、资金管理业务收入	9,823.14	19,201.15	17,431.85	13,173.63
其中：自营委贷利息收入	9,348.54	18,470.84	16,504.36	11,351.25
理财产品收入	474.6	730.31	927.50	1,822.38
四、咨询服务收入	7,907.99	11,458.23	7,723.89	5,131.96
五、其他收入	4,122.54	2,904.72	5,462.14	432.07
其中：典当行综合费收入	1,132.35	1,863.78	507.05	191.45
其他	2,990.19	5.88	4,955.09	290.63
营业总收入	41,981.30	81,842.65	67,813.43	46,045.99

注：上表不含投资收益。

资料来源：深圳高新投审计报告及未经审计的最新一期报表

近年来，得益于深圳地区良好的区域环境，深圳高新投融资担保业务得到了快速发展。2014 年，在宏观经济增速放缓的背景下，深圳高新投主动控制融资担保规模，退出产能过剩、发展前景不佳的行业担保项目，致使融资担保发生额有所下降。2014 年深圳高新投融资担保发生额为 61.77 亿元，同比下降 15.38%，实现融资担保费收入 9,727.20 万元，同比下降 17.39%。2015 年 1-6 月深圳高新投担保发生额为 40.26 亿元，截至 2015 年 6 月末，深圳高新投融资担保业务在保笔数为 809 笔，担保户数为 618 户，在保余额为 51.75 亿元，规模有所下降。

表19 2012 年-2015 年 6 月深圳高新投融资担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2015 年 6 月	2014 年	2013 年	2012 年
期末在保笔数（笔）	809	845	833	700
期末在保余额	51.75	53.34	53.63	49.08
当期担保发生额	40.26	61.77	73.00	57.90
当期解除担保责任额	41.85	62.06	68.45	43.64

资料来源：深圳高新投提供

综合来看，深圳高新投背景优势明显，近年业务规模持续扩张，整体实力较强，经鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

七、评级结论

跟踪期内，公司持有长园集团股权，并参与到长园集团经营，维护了热缩产品的价格

稳定性，毛利率有所提升，并进一步巩固公司市场地位。同时，担保方深圳高新投背景优势明显，业务规模持续扩张，整体实力较强，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的偿还提供较好的保障。

但我们注意到，公司在产能利用率不高的情况仍有新厂房陆续投产，未来新增产能能否得到及时消化存在不确定性；公司资产运营效率有所下滑，日常运营及投资风电场项目将使公司面临较大的资金压力；公司初涉风电业务，未来运营及盈利能力存在不确定性；期间费用进一步提高，挤占了公司的利润空间；负债规模持续攀升，短期偿债压力仍然较大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
流动资产：				
货币资金	29,430.53	25,750.51	11,998.87	15,638.95
交易性金融资产	-	0.24	-	-
应收票据	5,321.93	8,548.06	7,373.93	6,200.81
应收账款	53,696.93	52,498.65	48,443.38	32,902.57
预付款项	3,425.42	2,928.90	2,664.52	4,145.46
应收利息	0.05	0.49	-	-
其他应收款	4,820.16	4,010.47	3,412.14	2,420.69
存货	29,397.60	25,138.35	23,944.81	23,473.01
其他流动资产	457.26	672.13	37.59	71.70
流动资产合计	126,549.88	119,547.80	97,875.25	84,853.19
非流动资产：				
可供出售金融资产	10,854.52	11,053.38	54,232.73	-
长期股权投资	114,469.19	113,913.59	4,183.32	4,048.43
固定资产	85,263.82	86,189.12	74,479.80	70,928.72
在建工程	10,949.96	10,127.58	15,142.14	11,484.63
无形资产	16,405.78	17,092.78	14,624.24	13,537.57
开发支出	1,970.56	865.22	512.32	-
商誉	2,430.36	-	906.11	906.11
长期待摊费用	901.25	833.46	836.60	530.26
递延所得税资产	1,534.06	1,544.72	1,432.41	895.87
其他非流动资产	20,798.33	6,120.27	1,633.66	-
非流动资产合计	265,577.83	247,740.10	167,983.33	102,956.42
资产总计	392,127.71	367,287.89	265,858.58	187,809.61
流动负债：				
短期借款	111,873.22	94,685.45	79,712.04	26,844.39
应付票据	1,543.48	771.79	-	985.00
应付账款	19,394.78	19,840.47	19,926.72	20,447.86
预收款项	2,111.86	1,748.68	1,299.61	1,480.67
应付职工薪酬	1,123.20	1,230.13	1,390.33	1,196.07
应交税费	2,077.09	5,132.04	3,970.68	1,569.79
应付利息	3,177.21	2,588.90	641.98	13.26
其他应付款	1,623.85	2,158.98	2,528.50	1,778.71
一年内到期的非流动负 债	-	-	22,539.26	22,436.59

其他流动负债	-	-	7,168.34	2,500.00
流动负债合计	142,924.70	128,156.43	139,177.47	79,252.34
非流动负债：				
长期借款	28,999.24	19,006.40	-	-
应付债券	34,717.67	34,682.28	-	-
递延收益	7,315.36	7,546.64	6,347.11	3,625.05
递延所得税负债	6,968.86	7,281.22	458.47	-
非流动负债合计	78,001.13	68,516.54	6,805.58	3,625.05
负债合计	220,925.83	196,672.98	145,983.05	82,877.40
所有者权益（或股东权益）：				
股本	56,938.80	56,938.80	56,943.09	57,067.69
资本公积	2,826.04	2,826.04	2,595.18	2,766.05
其他综合收益	-2,058.34	-619.17	2,721.64	-
盈余公积	9,765.43	9,765.43	6,103.97	4,965.83
未分配利润	102,331.23	100,278.55	49,799.84	38,972.50
外币报表折算差额	-	-	-	-612.03
归属于母公司所有者权益合计	169,803.16	169,189.64	118,163.71	103,160.04
少数股东权益	1,398.72	1,425.27	1,711.82	1,772.18
所有者权益合计	171,201.88	170,614.92	119,875.53	104,932.22
负债和所有者权益总计	392,127.71	367,287.89	265,858.58	187,809.61

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	34,027.62	162,142.21	162,918.71	133,247.04
其中：营业收入	34,027.62	162,142.21	162,918.71	133,247.04
二、营业总成本	33,564.00	154,045.55	148,087.98	123,902.41
其中：营业成本	23,458.55	112,564.36	115,665.06	97,453.12
营业税金及附加	313.89	1,457.20	957.95	743.72
销售费用	4,083.15	15,954.10	13,509.18	12,642.87
管理费用	3,645.49	13,247.51	11,596.44	9,366.79
财务费用	2,065.31	8,469.79	4,827.23	2,456.47
资产减值损失	-2.39	2,352.60	1,532.12	1,239.43
加：投资收益	1,555.60	56,302.72	187.87	177.75
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	555.60	2,048.03	190.15	-
三、营业利润	2,019.23	64,399.37	15,018.60	9,522.38
加：营业外收入	429.20	2,749.40	1,630.67	1,213.08
减：营业外支出	60.62	229.75	276.72	365.24
四、利润总额	2,387.80	66,919.02	16,372.55	10,370.22
减：所得税费用	361.67	10,218.24	2,759.24	2,085.03
五、净利润	2,026.13	56,700.79	13,613.31	8,285.19
归属于母公司所有者的净利润	2,052.68	56,987.33	13,666.53	8,309.13
少数股东损益	-26.55	-286.54	-53.21	-23.94

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表 （单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	34,496.46	149,717.08	135,839.48	133,905.49
收到的税费返还	0.56	465.80	432.48	108.39
收到其他与经营活动有关的现金	1,328.25	9,470.22	6,660.27	4,187.90
经营活动现金流入小计	35,825.27	159,653.10	142,932.24	138,201.78
购买商品、接受劳务支付的现金	18,621.11	85,626.59	83,106.89	74,052.18
支付给职工以及为职工支付的现金	6,992.75	32,926.14	26,915.37	25,282.49
支付的各项税费	5,311.19	13,819.42	11,221.80	9,767.43
支付其他与经营活动有关的现金	6,624.17	22,207.14	19,054.49	17,547.32
经营活动现金流出小计	37,549.22	154,579.29	140,298.55	126,649.42
经营活动产生的现金流量净额	-1,723.95	5,073.81	2,633.69	11,552.36
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	500.00	5,665.38	3.06	-
取得投资收益收到的现金	1,000.00	5,508.29	55.26	87.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.00	12.32	17.11	1,330.48
收到其他与投资活动有关的现金	1,570.53	505.57	-	-
投资活动现金流入小计	3,072.53	11,691.55	75.44	1,417.76
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,666.02	14,813.27	9,340.63	11,993.16
投资支付的现金	5,900.00	25,399.91	50,678.80	1,200.00
支付其他与投资活动有关的现金	72.83	-	-	-
投资活动现金流出小计	23,638.85	40,213.17	60,019.42	13,193.16
投资活动产生的现金流量净额	-20,566.32	-28,521.62	-59,943.98	-11,775.40
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	-	244.00
取得借款收到的现金	54,102.20	164,516.83	146,949.28	44,035.22
收到其他与筹资活动有关的现金	-	4,283.24	3,029.57	1,520.50
发行债券收到的现金	-	35,000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	54,102.20	203,800.07	149,978.84	45,799.72
偿还债务支付的现金	26,750.00	153,256.28	87,038.97	48,933.96
回购限制性股票	-	16.07	483.72	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,352.90	8,617.99	5,464.39	4,886.64
支付其他与筹资活动有关的现金	-	9,709.72	4,326.33	1,428.25

筹资活动现金流出小计	28,102.90	171,600.06	97,313.40	55,839.77
筹资活动产生的现金流量净额	25,999.31	32,200.01	52,665.44	-10,040.05
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-29.01	83.85	-6.10	-61.82
五、现金及现金等价物净增加额	3,680.03	8,836.05	-4,650.95	-10,324.92
加：期初现金及现金等价物余额	17,239.11	8,403.06	13,054.02	23,378.94
六、期末现金及现金等价物余额	20,919.14	17,239.11	8,403.06	13,054.02

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	56,700.79	13,613.31	8,285.19
加：资产减值准备	2,352.60	1,532.12	1,239.43
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,108.38	4,056.22	4,034.46
无形资产摊销	1,993.88	1,481.29	873.41
长期待摊费用摊销	1,026.76	978.67	582.44
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	92.63	19.21	151.81
财务费用	8,144.95	4,863.63	2,456.47
投资损失	-56,302.72	-187.87	-177.75
递延所得税资产减少	-112.30	-536.54	63.97
递延所得税负债增加	6,822.75	-	-
存货的减少	-1,193.54	-471.80	-3,007.46
经营性应收项目的减少	-6,092.12	-21,648.65	1,041.19
经营性应付项目的增加	-13,468.24	-1,065.91	-3,990.80
经营活动产生的现金流量净额	5,073.81	2,633.69	11,552.36

资料来源：公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	-	112.06	89.87	89.22
存货周转天数	-	78.49	73.79	82.42
应付账款周转天数	-	63.59	62.83	65.46
净营业周期	-	126.96	100.83	106.18
流动资产周转天数	-	241.37	201.89	242.59
固定资产周转天数	-	178.36	160.65	158.63
总资产周转天数	-	702.88	501.23	499.98
综合毛利率	31.06%	30.58%	29.00%	26.86%
期间费用率	28.78%	23.23%	18.37%	18.36%
营业利润率	5.93%	39.72%	9.22%	7.15%
总资产回报率	-	23.54%	9.24%	7.63%
负债与所有者权益比率	129.04%	115.27%	121.78%	78.98%
资产负债率	56.34%	53.55%	54.91%	44.13%
流动比率	0.89	0.93	0.70	1.07
速动比率	0.68	0.74	0.53	0.77
EBITDA（万元）	-	82,645.09	27,467.33	19,612.38
EBITDA 利息保障倍数	-	9.71	5.55	5.06
有息债务/EBITDA	-	1.80	3.72	2.51

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至 2015 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

子公司全称	注册地	注册资本	经营范围	持股比例
深圳市沃尔新能源电气科技有限责任公司	广东深圳	2,000 万元	电力、电气、电子、电器	100%
深圳市国电巨龙电气技术有限公司	广东深圳	30 万元	电子、电器、电力、电气	100%
深圳市沃尔特种线缆有限公司	广东深圳	1,000 万元	电线电缆	100%
深圳市沃力达贸易有限公司	广东深圳	500 万元	五金、化工 产品	100%
深圳沃尔核材科技服务有限公司	广东深圳	1,000 万元	高分子材料、信息技术	100%
天津沃尔法电力设备有限公司	天津	2,000 万元	电力、电子	100%
北京沃尔法电气有限公司	北京	1,000 万元	电力、电子	100%
常州市沃尔核材有限公司	江苏常州	5,000 万元	电力、电气、电子、电器	100%
长春沃尔核材风力发电有限公司	吉林九台	5,000 万元	风电场的开发、建设及经营	100%
香港沃尔贸易有限公司	香港	7,191.6 万港币	代理、投资	100%
上海蓝特新材料有限公司	上海	2,988 万元	功能高分子材料、线路防护 元器件及配件	100%
青岛沃尔新源风力发电有限公司	山东青岛	5,000 万元	风电场的开发、建设及经营	100%

资料来源：公司 2015 年年报

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}] \times 180$
	应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}) / \text{营业收入}] \times 180$
	存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}] \times 180$
	应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / \text{营业成本}] \times 180$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}] \times 180$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	扣除非经常性损益后净利润	净利润 - 非经常性损益
现金流	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	负债与所有者权益比率	$\text{负债} / \text{所有者权益} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 1年内到期的非流动负债 + 交易性金融负债
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录七 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。