

深圳市沃尔核材股份有限公司

2015 年公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【33】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：
熊冲 钟继鑫

电话：
0755-82872123

邮箱：
xiongch@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
网址：www.pyrating.cn

深圳市沃尔核材股份有限公司 2015 年公司债券 2017 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	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 4 月 25 日	2016 年 10 月 10 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 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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业务更趋于多元化，非公开发行股票后公司资本实力有所增强，深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供的保证担保继续为本期债券的本息偿还提供较好的保障；但我们也关注到公司风电项目的相关收益存在不确定性，费用水平较高挤压利润空间，资金压力较大需要依赖外部融资，有息债务持续攀升，偿债压力增大等风险因素。

正面：

- 公司业务更加多元化。2016 年公司电子、电力等热缩材料和电线电缆产品分别实现收入 101,045.09 万元和 82,138.54 万元，同比分别增长 12.09%和 22.57%。同时，随着山东莱西风电场项目预计 2017 年 5 月并网发电及深圳坪山沃尔工业园区三期完工投产，公司亦逐步进入风电及新能源领域，公司业务结构趋于多元化。
- 非公开发行股票后公司资本实力有所增强。2016 年公司非公开发行股票后，配套募集资金 8.2 亿元，截至 2016 年末所有者权益增加至 26.48 亿元，公司资本实力有所增强。
- 保证担保为本期债券的本息偿还继续提供较好保障。高新投集团背景优势明显，业务规模持续扩张，整体实力仍较强，经鹏元综合评定高新投主体长期信用等级为 AAA，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本息

偿还提供较好的保障。

关注：

- **风电项目的相关收益存在不确定性。**公司已投资建设完成两座风电场，预计 2017 年 5 月并网发电，可为公司提供现金流入。但考虑到这是公司初次涉足风电业务，业务可持续性和稳定性尚不明确，相关收益存在不确定性
- **费用水平较高挤压利润空间。**由于销售渠道成本较高、管理支出较大、财务费用及研发等费用的增长，2016 年，公司期间费用总计 49,461.22 万元，期间费用率为 26.54%，同比提高了 3.31 个百分点，较大规模的期间费用挤占了利润空间。
- **存在较大的资金压力。**公司的经营活动净现金流入有限，而公司运营、投资风电场项目等需要大额资金，面临较大的资金压力，需要依赖股份定增、发行债券等方式外部融资。
- **有息债务持续攀升，偿债压力增大。**截至 2016 年末公司有息债务攀升至 185,932.91 万元，同比增长 25.31%，公司有息债务规模较大且持续增长，偿债压力逐步增大。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	536,039.17	367,287.89	265,858.58
归属母公司所有者权益合计（万元）	262,022.30	169,189.64	118,163.71
有息债务（万元）	185,932.91	148,374.13	102,251.30
资产负债率	50.59%	53.55%	54.91%
流动比率	1.33	0.93	0.70
速动比率	1.07	0.74	0.53
营业收入（万元）	186,335.47	162,142.21	162,918.71
投资收益（万元）	3,243.67	56,302.72	187.87
营业利润（万元）	7,466.89	64,399.37	15,018.60
扣除非经常性损益后净利润（万元）	8,354.62	8,509.85	12,893.40
综合毛利率	30.92%	30.58%	29.00%
期间费用率	26.54%	23.23%	18.37%
总资产回报率	4.68%	23.54%	9.24%
EBITDA（万元）	30,413.56	82,645.09	27,467.33
EBITDA 利息保障倍数	2.79	9.71	5.55
经营活动现金流净额（万元）	4,753.15	5,073.81	2,633.69

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，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2017年4月14日，本期债券本息累计兑付情况如表1所示。

表1 截至 2017 年 4 月 14 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	30,000.00
2017年4月13日	0.00	2,275.00	30,000.00

资料来源：公司公告

截至本报告出具日，本期债券募集资金扣除发行费用后净额34,580.00万元已全部用于补充公司流动资金。

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。公司于2016年6月8日收到中国证监会《关于核准深圳市沃尔核材股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]898 号），公司向5名特定投资者非公开发行股票5,434.06万股，发行价格为15.09元/股，募集资金总额人民币8.2亿元；此外，公司还完成了股权激励计划首次授予股票期权第四个行权期以及预留期权第三个行权期行权工作，公司总股本增加250.09万股，因此，公司总股本由56,938.80万股变更为62,622.95万股，变更后注册资本为62,622.95万元。

控股股东和实际控制人仍为周和平先生，经过多次减持，截至2016年末，其持股比例下降至24.64%，且质押股票数量占所持公司股票总额的比例为67.48%，比例较高。

表2 截至 2016 年末公司注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	2016 年	2015 年
注册资本	62,622.95 万元	56,938.80 万元

实收资本	62,622.95 万元	56,938.80 万元
控股股东	周和平	周和平
控股股东持股比例	24.64%	32.01%
实际控制人	周和平	周和平

资料来源：2015-2016 年年报，鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，主要从事辐射改性材料相关产品的研发、制造和销售业务，产品主要应用于电子、电力等线路保护领域。2016年，新增公司纳入合并范围的子公司4户，具体情况见表3。

表3 2016 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情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并取得方式
外贸信托-万博稳健 2 期 证券投资集合资金信托计划	100.00%	-	信托产品	现金收购
深圳市华磊迅拓科技有限公司	60.00%	1,000.00	计算机软件技术、网络 技术的研发	现金收购
常州市沃科科技有限公司	100.00%	2,000.00	热缩材料及相关产品 的研发、生产、销售	新设成立
莱西市沃尔风力发电有限公司	85.00%	5,000.00	风力发电	新设成立

资料来源：公司 2016 年年报，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为536,039.17万元，所有者权益合计264,845.60万元，资产负债率为50.59%；2016年度，公司实现营业收入186,335.47万元，利润总额10,925.96万元，经营活动现金流净额4,753.15万元。

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。

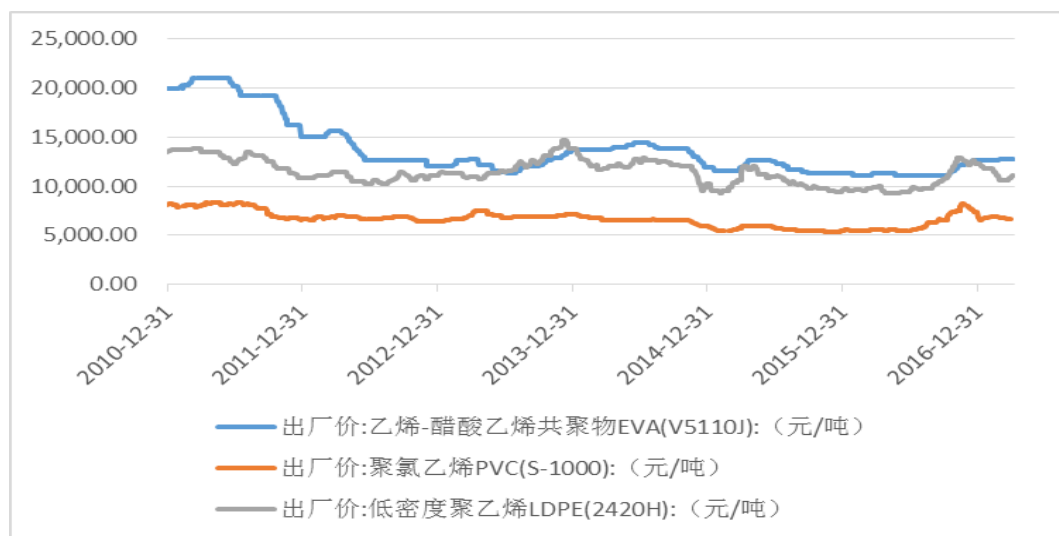
热缩材料作为辐射化工的重要分支领域，国内市场呈现了美国瑞侃、沃尔核材、长园集团股份有限公司（以下简称“长园集团”）三足鼎立态势，根据公开数据，沃尔核材、长园集团合计占据了我国中低端市场约 80% 的份额，美国瑞侃主要以中高端市场为主。

2016 年下半年原材料价格涨幅较大，热缩材料行业上游采购压力增大

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 2016 年下半年以来，受美元、大宗商品价格波动以及 OPEC 与非 OPEC 产油国之间首次达成减产协议等因素影响，2016 年下半年美国 WTI 原油价格已上涨近 40%，而布伦特原油价格已上涨近 46%。石油价格的上涨，也带动了 EVA、PE、PVC 等原材料价格的提升，加剧了热缩材料生产企业的采购成本。

图 1 2011 年以来热缩材料的原材料出厂价情况



资料来源: Wind 资讯

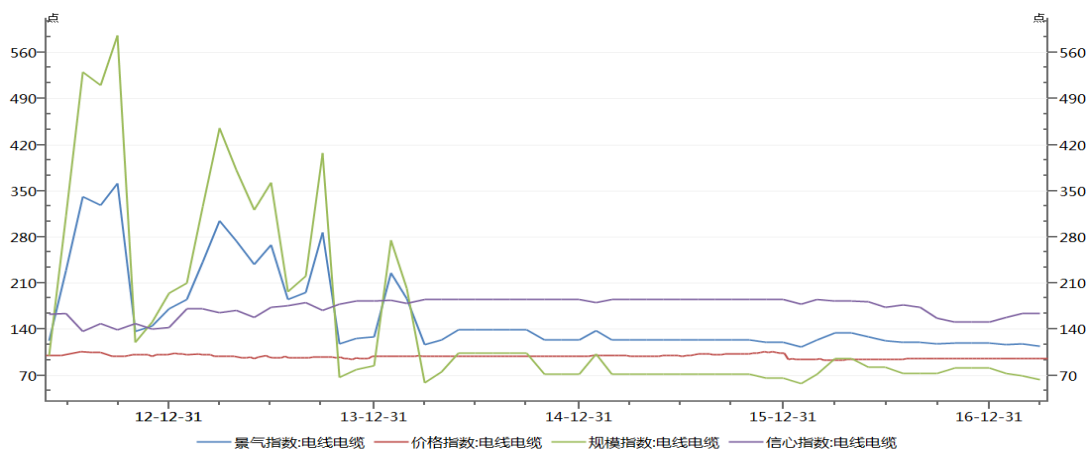
2、电线电缆

电线电缆行业毛利率较低，原材料铜的价格大幅上涨

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。

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，根据前瞻产业研究院研究报告，截至 2016 年 7 月末，我国电线电缆企业有 3,758 户，以中小企业为主，占比在 95%以上。我国前十名企业仅占国内市场份额的 7%至 10%，远低于美国的 70%。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，我国电线电缆市场份额平均利润率低，仅徘徊在 3%-4%左右。

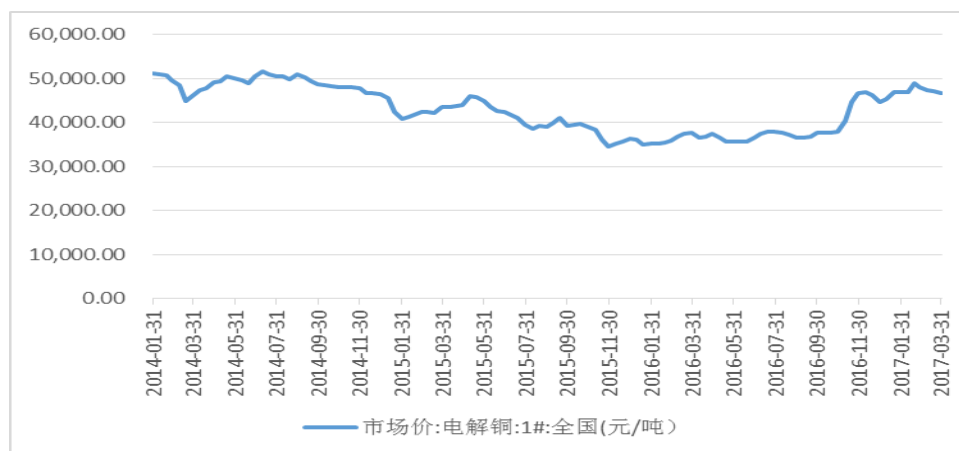
图 2 电线电缆行业的相关指数表现



资料来源: Wind 资讯

电线电缆产品主要原材料为铜线、铜杆等。受国际投机资本涌入大宗商品市场及市场需求回升等因素影响，促使 2016 年下半年有色金属行业价格大幅上涨。截至 2016 年末国内电解铜市场价达到 44,728.50 元/吨，2017 年 3 月 31 日市场报价更是突破至 46,750.80 元/吨，持续维持在高位。铜占电线电缆产品的比重较高，铜价格的波动将带来电线电缆产品价格的起伏，若企业没有做好科学的库存管理及套期保值等措施，将使得企业成本控制难度加大。

图3 2014-2017年3月电解铜价格走势

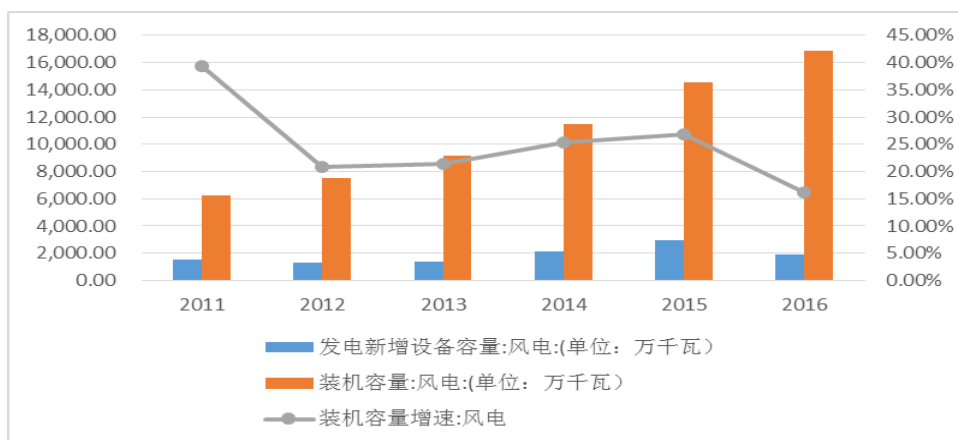


资料来源: Wind 资讯

近年我国风力发电行业呈现快速发展态势，但弃风现象严重，风电消纳形势较严峻，产业扶持减少

受电价调整预期，2015 年风电抢投形成高基数，一定程度上透支了 2016 年投资以及国家风电发展思路的调整，使得企业投资逐步回归理性的影响，2016 年全国风电投资完成 896 亿元，同比下降 25.3%，但仍继续领跑世界，稳居我国第三大电源。2016 年，我国风电新增装机容量达 23.3GW，占全球风电新增装机容量的 42.7%；风电累计装机 168.69GW，占全球风电累计装机容量的 34.7%，均居世界第一。2016 年风电发电量 2,410 亿千瓦时，占全部发电量的 4%。根据国家能源局制定出台的《风电发展“十三五”规划》显示，到 2020 年底，风电累计并网装机容量将达到 2.1 亿千瓦以上，风电年发电量将达到 4,200 亿千瓦时，约占全国总发电量的 6%，而 2020 年的目标是，全社会用电量预期为 6.8-7.2 万亿千瓦时。

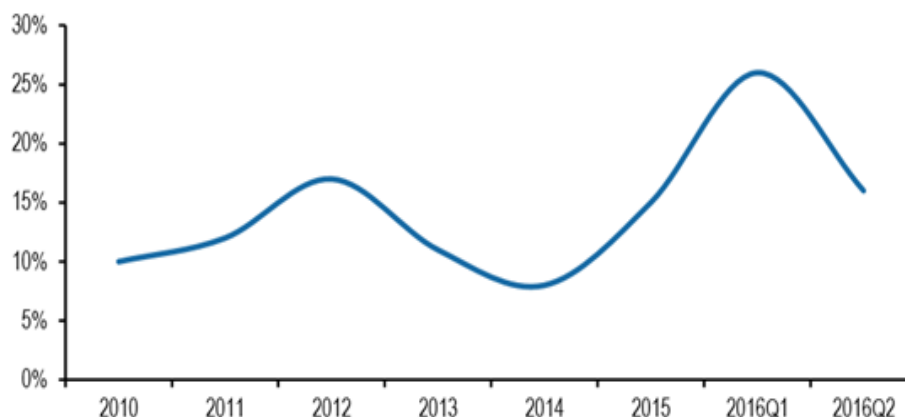
图4 2011-2016 年我国风电累计装机容量及新增装机容量



资料来源: Wind 资讯

尽管近几年我国风电发展增速较快，但弃风现象严重，并网消纳问题严峻，制约着我国风电的进一步发展。我国风电场主要分布在“三北”（东北、西北和华北）地区，其中华北地区一直是我国风电机组装机容量最大的地区，2016 年内蒙古地区以累计装机容量 2,557 万千瓦位列全国累计装机容量第一，新疆以累计 1,776 万千瓦位列全国累计装机容量第二位。但是内蒙古、甘肃、吉林等地区电网结构相对薄弱，加之当地用电需求较少，多余电量若输送到其他负荷中心则需要高电压大容量远距离输送。该地区的配套电网规划建设速度滞后于风电项目并网运行的需求，电力外送消纳受限，企业投资建设风电项目将因弃风面临巨额亏损。

图 5 2010 年以来我国弃风率情况



注：弃风率=弃风损失电量/风力发电总量*100%。

资料来源：中国产业信息网

受上述因素影响，我国的弃风限电形势严峻。2016 年弃风现象进一步恶化，全年弃风电量 497 亿千瓦时，较 2015 年的 339 亿千瓦时上涨 46.6%。其中，甘肃(43%)、新疆(38%)、吉林(30%)、内蒙古(21%)、黑龙江(19%)、宁夏(13%)，合计弃风电量为 433 亿千瓦时，约占总弃风电量的 87.1%，相当于 2016 年新增并网容量的 22.4%。山东省是全国 9 大千万千瓦级风电基地之一，截至 2016 年末累计并网发电 839 亿千瓦时，设备利用小时为 1,869 小时，较全国平均利用小时数（1,742）高出 127 小时，风电利用水平较高，风力发电全部优先上网并全额消纳，做到了正常风电无弃风。

上网电价方面，2014 年 12 月，国家发改委价格司发布《关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》，明确陆上 I 类、II 类、III 类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低 2 分，分别降为 0.49、0.52、0.56 元；第 IV 类资源区维持每千瓦时 0.61 元。2016 年 12 月 26 日，国家发改委正式公布陆上风电标杆上网电价至 2018 年 1 月 1 日之后，一类至四类资源区新核准建设陆上风电标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.40 元、0.45 元、0.49 元、0.57

元，风电行业政策逐步从政策调整期步入政策退坡期。根据《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，2020 年风电上网电价将与煤电电价相当。标杆电价下调后将有相当一部分风电项目不再具有开发价值，风电项目开发重心将逐渐向华南、华东等负荷中心区域集中。

表4 全国陆上风力发电上网标杆电价表（单位：元/千瓦时）

资源区	2009 年	2015 年	2016 年	2018 年	各类资源区所包括地区
I 类地区	0.51	0.49	0.47	0.40	内蒙古除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区、乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市
II 类地区	0.54	0.52	0.50	0.45	张家口市、承德市、赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市、嘉峪关市、酒泉市
III 类地区	0.58	0.56	0.54	0.49	白城市、松原市、鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市、大兴安岭地区；甘肃省除嘉峪关市、酒泉市及新疆除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区；宁夏回族自治区
IV 地区	0.61	0.61	0.60	0.57	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区

资料来源：公开资料

整体看，中国风电市场发展潜力较大，但近年，风电行业弃风率高，标杆价格进一步下降，风电市场面临供过于求和政策支持减弱的挑战。

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。2016年，公司实现主营业务收入183,183.63万元，同比增加14.41%；受益于电线电缆产品毛利率的提升，2016年综合毛利率也同比小幅提升了0.21个百分点。从细分产品来看，2016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，电线电缆产品收入占比进一步提升，达到44.84%。

表5 近年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电子产品	57,625.57	38.02%	51,384.48	36.28%
电力产品	43,419.52	46.49%	38,760.37	48.81%
线路保护产品	-	-	2,949.75	29.71%

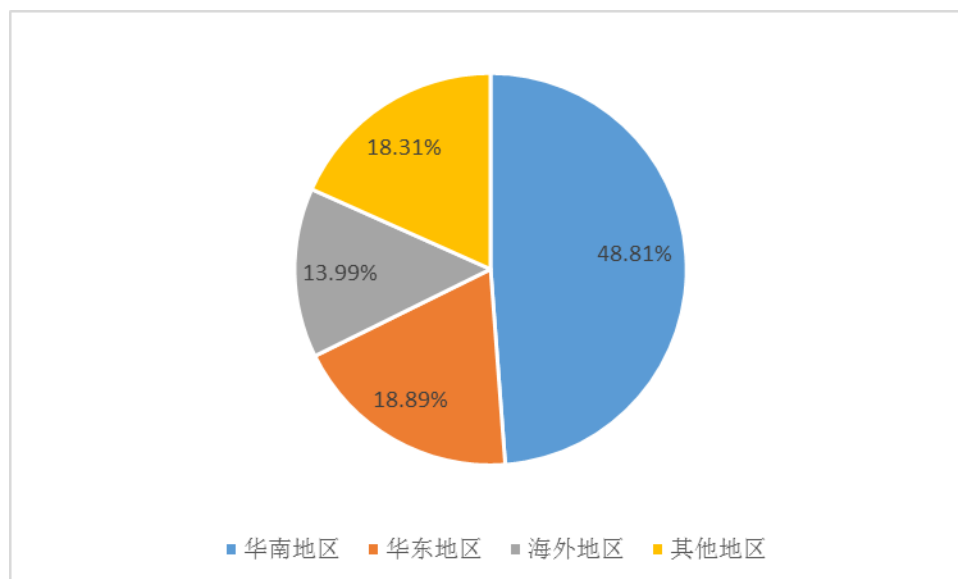
电线电缆产品	82,138.54	15.90%	67,012.23	14.07%
合计	183,183.63	30.11%	160,106.83	29.90%

注：2016 年公司将线路保护产品收入纳入电子产品中进行核算。

资料来源：公司 2016 年年报，鹏元整理

从销售区域分布来看，2016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 6 2016 年公司主营业务收入区域分布



资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

受市场需求回暖及产品价格提升等因素影响，2016年公司销售收入和产品的产销量有所提升

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。

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。受市场需求回暖影响，市场对电子、电力产品的需求升温，除线路保护产品外，2016年电子、电力及电线电缆产品的产量和销量均有所增加。受益于销量的增长，2016年公司电子、电力等热缩材料实现销售收入101,045.09万元，较2015年末增长12.09%。毛利率方面，2016年公司电子产品毛利率同比增长1.74个百分点，主要系主要原材料EVA14-2采购均价同比下滑了3.12%，而售价基本与上年持平所致；电力产品毛利率同比下降了2.32个百分点，主要系作

为电力产品主要原材料的硅橡胶、A/B胶采购均价有小幅上涨，加之较低毛利率的高压产品销量增加和中低压产品售价下调了4%-6%所致。

表6 2015-2016 年公司产品产销量情况

按产品分类	2016 年			2015 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品（亿米）	15.67	15.78	100.70%	14.16	14.03	99.08%
电力产品（万套）	185.90	181.96	97.88%	178.81	172.47	96.45%
线路保护产品（亿只）	1.33	1.33	100.00%	1.50	1.52	101.33%
电线电缆产品（亿米）	16.30	15.68	96.20%	13.06	13.01	99.62%

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，使得电子产品、电力产品价格有所提升，其中2016年电力产品价格同比大幅增长24.11%，主要系当年高压产品销售占比提升较快，而高压产品均价远高于中低压产品，销售产品结构的变化所致。电线电缆产品由于市场准入门槛低、产品同质化严重、市场竞争激烈，在公司积极调整产品结构，重点发展新能源汽车线、交联汽车线等高附加值产品的情况下，平均价格较为稳定。

表7 2015-2016 年公司产品的均价

项目	2016 年	2015 年
电子产品（元/米）	0.38	0.37
电力产品（元/套）	278.92	224.74
线路保护产品（元/只）	0.21	0.19
电线电缆产品（元/米）	0.52	0.52

资料来源：公司提供

由于应用广泛，公司终端客户遍布多个行业和各类型企业。近年前五名客户销售额占营业收入比例逐步下滑，客户类型分散，不存在严重依赖个别客户的情形，有利于公司经营稳定性。

表8 2015-2016 年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户	销售额	占年度销售总额比例
2016 年	华为技术有限公司	5,838.67	3.13%
	惠州汇聚电线制品有限公司	3,722.96	2.00%
	NPRIME INTERNATIONAL PTE.LTD.	3,399.69	1.82%
	东莞讯滔电子有限公司	3,224.72	1.73%
	深圳金信诺高新技术股份有限公司	2,077.88	1.12%
	合计	18,263.92	9.80%
2015 年	华为技术有限公司	7,087.56	4.37%

	南京苏沃新材料有限公司	3,506.18	2.16%
	NPRIME INTERNATIONAL PTE.LTD.	3,208.95	1.98%
	惠州汇聚电线制品有限公司	2,675.79	1.65%
	东莞讯滔电子有限公司	1,905.85	1.18%
	合计	18,384.33	11.34%

资料来源：公司提供

随着新生产基地完工投产，公司产能进一步扩张，但产能利用率有待进一步提升

公司各业务板块由相应的子公司负责，公司下属各产品事业部及子公司的生产模式采取“以销定产”模式进行生产。截至2016年末，公司拥有的主要生产基地为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、天津沃尔法一期及惠州乐庭工业园。

受益于2016年宏观经济企稳回升，市场回暖，各类热缩产品需求增加，进而使得大部分产品的产量和产能利用率均有所提升；随着深圳坪山沃尔工业园区三期于2016年7月投产，公司新能源产品开始批量生产，客户资源主要来自于原有业务的销售渠道，主要产品包括新能源充电枪、连接器、叠层母排及新能源汽车线束等系列产品，但由于公司新进入该行业，订单较少，2016年产量仅为9.95万只，产能利用率仅为63.78%，产能利用率较低。此外，由于公司电力产品需求增加有限，深圳坪山沃尔工业园区三期的投产并未带来电力产品预计产能的大规模提升。

表 9 2015-2016 年公司产品年产能、产量及销量情况

按产品分类	2016 年			2015 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）	22.57	15.67	69.43%	20.40	14.16	69.41%
电力产品（万套）	229.81	185.90	80.89%	229.28	178.81	77.99%
线路保护产品（亿只）	2.51	1.33	52.99%	3.63	1.50	41.32%
电线电缆产品（亿米）	20.00	16.30	81.50%	20.00	13.06	65.30%
新能源产品（万只）	15.6	9.95	63.78%	-	-	-

注：新能源产品收入合并在线缆业务核算。

资料来源：公司提供

值得注意的是，随着公司近年位于江苏和深圳的生产基地逐步完工投产，公司各产品产能持续提升，而受市场需求容量影响，公司电子、电力产品的产量增长较为缓慢，使得产能利用率持续处于低位，公司新增产能有待进一步消化。

公司成本构成保持稳定，主要原材料价格同比有所下降

公司使用的原材料主要为EVA、POE、铜、硅橡胶等，其中EVA为热缩材料的主要原材料，铜主要为电线电缆的原材料。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，由于2016年电线电缆产品销量大幅增加，使得原材料成本占比从2015年的76.88%提升到77.38%，提升了0.5个百分点，总体仍保持稳定。

表 10 2015-2016 年产品成本构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	99,609.68	77.38%	86,543.76	76.88%
人工	14,708.74	11.43%	13,495.53	11.99%
制造费用	14,402.76	11.19%	12,525.07	11.13%
合计	128,721.18	100.00%	112,564.36	100.00%

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。虽然2016年下半年在国际大宗商品价格上升的带动下，国内的EVA和铜价有所提升，但公司根据原材料行情及时采取了安全库存及期货套期保值等方式，加之涨价的时间段主要处于2016年第4季度，对公司原材料采购影响较小，因此，公司2016年度各原材料价格均价变化不大，结合2016年上半年低位的采购价，均价甚至有小幅下滑，这也是2016年公司电线电缆业务毛利率小幅提升的主要原因。

此外，2016年，公司于7,500万元收购了深圳市华磊迅拓科技有限公司（以下简称“华磊迅拓”）60%股权。截至2016年末华磊迅拓资产合计2,086.75万元，负债合计336.08万元；2016年度华磊迅拓实现营业收入812.34万元，净利润108.07万元。华磊迅拓主营为MES工业信息化软件业务，通过MES系统¹帮助公司打造自动化流水生产线，降低了生产和管理成本，提升生产效率，为公司产品毛利率提高创造有利条件。

表 11 2015-2016 年主要原材料采购情况（单位：万元、万元/吨）

原材料名称	2016 年			2015 年		
	采购额	占比	均价	采购额	占比	均价
铜	44,912.40	41.69%	3.79	33,357.26	36.16%	4.35
EVA14-2	5,455.52	5.06%	9.62	4,288.50	4.65%	9.93
粒状十溴二苯乙烷	1,245.03	1.16%	31.97	702.56	0.76%	27.60
硅橡胶.A/B 胶	867.21	0.80%	55.22	723.05	0.78%	54.77
氢氧化镁	839.62	0.78%	2.68	851.73	0.92%	2.78
聚乙烯弹性体 7256	710.93	0.66%	12.75	796.22	0.86%	13.45

¹ MES(Manufacturing Execution System)即制造企业生产过程执行系统，是一套面向制造企业车间执行层的生产信息化管理系统。

L-1 磷	639.83	0.59%	16.23	592.04	0.64%	17.53
-------	--------	-------	-------	--------	-------	-------

资料来源：公司提供

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。值得注意的是，原材料EVA主要来自于北京东方石油化工有限公司销售中心，议价能力较弱，具有较强的依赖性，支付方式为电汇，款到发货。深圳中广核沃尔辐照技术有限公司主要供应原材料铜，为公司的关联企业，截至2016年末公司持股比例为40%，随着公司电线电缆产品销售规模持续扩大，从关联公司的采购金额加大。

表 12 2015-2016 年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	前五大供应商	采购额	占当期采购总额比重
2016 年	深圳中广核沃尔辐照技术有限公司	9,496.46	8.81%
	惠州震雄铜导体有限公司	9,282.04	8.62%
	北京东方石油化工有限公司销售中心	5,455.52	5.06%
	铜陵市金汇来同业有限公司	3,051.72	2.83%
	深圳琦富瑞电子有限公司	2,729.94	2.53%
	合计	30,015.68	27.86%
2015 年	惠州震雄铜导体有限公司	9,880.35	10.71%
	深圳中广核沃尔辐照技术有限公司	7,457.98	8.08%
	北京东方石油化工有限公司销售中心	5,195.38	5.63%
	深圳大阳铜材有限公司	4,682.95	5.08%
	深圳市九州兴达线缆有限公司	3,450.07	3.74%
	合计	30,666.73	33.24%

资料来源：公司提供

公司积极布局新能源领域，培育新的利润增长点，但目前风电项目尚未投入运营，相关收益存在较大不确定性，新能源汽车项目也尚未形成规模效应

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的山东莱西河头店风电场和山东莱西东大寨风电场，总投资8.58亿元，截至2016年末，两项目已投资共计8.47亿元，已基本完工，预计2017年5月并网发电，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。此外，公司已计划启动山东莱西风电场三期工程河崖风电场（48.3MW）项目，该项目拟安装21台单机容量为2,300kW的风电机组，建设期为1年，项目总投资39,683.76万元。为解决资金，公司于2017年筹划发行可转换公司债券募集资金3.90亿元，截至目前该方案仍在进行中。

除风电项目外，公司还积极布局新能源汽车行业。公司结合自身在材料领域、电线领域、大电流过载领域优势进行产品延伸，大力发展与新能源汽车相关的产品。2016年，公司通过成立产业基金²及直接参股等方式投资了新能源动力电池企业东莞市迈科科技有限公司和电机控制器企业深圳市依思普林科技有限公司，有力提升了公司在新能源领域的影响力，同时通过参股公司的技术、客户资源共享、战略合作与联盟等资源整合，为未来公司在新能源领域的发展打下良好基础。随着深圳坪山沃尔工业园区三期投入使用，深圳市沃尔新能源电气科技股份有限公司以后来者身份，实现新能源充电枪、连接器、叠层母排及新能源汽车线束系列产品的全面发展，2016年实现新能源汽车充电连接产品收入3,409.22万元，毛利率为21.07%。

但值得注意的是，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；政府补贴或优惠政策力度下滑；弃风限电形势严峻等，造成相关收益未来存在较大不确定性；目前公司新能源充电枪、连接器产品的新增订单较少，开工生产率较低，尚未形成规模效益。

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2015-2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2016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，长期股权投资规模较大，整体资产质量尚可

2016年公司总资产规模继续保持增长，由于发行债券及定增募集资金到位，总资产相比期初大幅增长45.95%。截至2016年末，公司资产总额为53.60亿元，其中非流动资产占比65.47%，比重有所下降。

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。受益于公司发行公司债券和定增的成功，截至2016年末公司货币资金余额为54,679.10万元，其中其他货币资

² 2016年，公司与深圳市亿汇创业投资合伙企业（有限合伙、苏州华邦创世投资管理有限公司共同发起设立了规模为人民币2.02亿元的产业投资基金，其中公司拟出资人民币9,800万元，实际已出资7,350万元。

金5,758.22万元使用权受到限制。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。由于公司销售规模扩大及增加促销活动延长账期，公司应收账款呈增长趋势。截至2016年末，公司应收账款账面价值为65,624.88万元，计提坏账准备4,833.50万元，应收账款前五名合计占比为9.46%，应收账款客户结构相对分散；公司账龄在1年以内的应收账款为63,012.00万元，占比96.02%，公司应收账款账龄主要集中在一年以内，账龄较短。随着业务规模扩大和原材料价格预期上升，公司原材料和产成品备货量增加，截至2016年末，公司存货账面价值为36,083.99万元，同比增长43.54%，存货跌价准备余额为1,391.54万元。

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。可供出售金融资产主要是公司对深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司、深圳市聚电网络科技有限公司和深圳市依思普林科技有限公司的投资，截至2016年可供出售金融资产余额为8,800.00万元。长期股权投资主要为公司对长园集团的股权投资³，截至2016年末，公司长期股权投资账面价值为135,862.56万元，同比增长19.27%，主要系公司增持账面价值为4,888.19万元的长园集团股票以及新增7,350.00万元对深圳市华邦沃尔投资企业（有限合伙）的投资所致，其中账面价值为78,624.68万元的长园集团股票用于借款抵押。

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2016年末，已抵押账面价值为5,474.97万元，占固定资产的比例为6.34%。目前，公司主要在建工程为风电工程，截至2016年末公司在建工程账面价值为88,814.58万元，同比大幅增长776.96%，主要系风电工程投入增加所致。公司的无形资产主要为土地使用权和专利权，截至2016年末，无形资产账面价值为17,300.38万元，同比基本持平。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	54,679.10	10.20%	25,750.51	7.01%
应收票据	8,518.33	1.59%	8,548.06	2.33%
应收账款	65,624.88	12.24%	52,498.65	14.29%
存货	36,083.99	6.73%	25,138.35	6.84%
流动资产合计	185,116.65	34.53%	119,547.80	32.55%
可供出售金融资产	8,800.00	1.64%	11,053.38	3.01%
长期股权投资	135,862.56	25.35%	113,913.59	31.01%
固定资产	86,351.84	16.11%	86,189.12	23.47%

³截至 2016 年末，公司及一致行动人共持有长园集团 23.54%，其中，公司直接持有长园集团股权 3.86%，通过纳入合并报表范围的信托计划和资产管理计划持股 1.76%，其他一致行动人持有股权 17.92%。

在建工程	88,814.58	16.57%	10,127.58	2.76%
无形资产	17,300.38	3.23%	17,092.78	4.65%
非流动资产合计	350,922.52	65.47%	247,740.10	67.45%
资产总计	536,039.17	100.00%	367,287.89	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

总体而言，公司资产规模保持增长，其中长期股权投资规模持续攀升，占总资产比重为25.35%，整体资产质量尚可。

资产运营效率

公司净营业周期有所好转，但营运效率仍有待提高

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。2016年，面对日益竞争激烈的市场环境，公司为维持并扩大市场份额，整体放宽了客户的信用期限，导致应收账款周转天数小幅延长。由于公司业务的扩张，公司存货规模不断增加，公司存货周转天数也持续拉长。受风电项目公司应付工程设备款大幅增加影响，2016年应付账款大幅增加，故而2016年公司应付账款周转天数有所延长。综合上述因素，2016年公司净营业周期有所下降，但公司的资金运营压力仍较大。

而公司资产以非流动资产为主，由于2016年在建工程大幅增加，造成总资产周转效率进一步降低，营运效率仍有待提高。

表 14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	114.11	112.06
存货周转天数	85.61	78.49
应付账款周转天数	75.08	63.59
净营业周期	124.64	126.96
流动资产周转天数	294.31	241.37
固定资产周转天数	166.67	178.36
总资产周转天数	872.61	702.88

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入和产品毛利率均有所提升，期间费用规模大幅提升造成利润进一步下降

2016年公司营业收入仍主要来自热缩材料和电线电缆业务，受市场需求回暖影响，公司扭转了2015年公司收入下滑态势。2016年公司实现主营业务收入183,183.63万元，同比增

长14.41%，其中电子、电力产品收入合计101,045.09万元，同比增长12.09%；电线电缆业务收入82,138.54万元，同比增长22.57%。此外，2016年公司新增新能源汽车充电连接产品收入3,409.22万元，虽目前规模较小，但随着业务规模及订单数量的增加以及山东莱西风电项目预计于2017年5月并网发电，预计风电和新能源业务有望成为公司利润新的增长点。

毛利率方面，受公司原材料价格下降、产品销售均价的提升以及产品结构的调整等因素影响，2016年公司综合毛利率为30.92%，同比增长了0.34个百分点，依然保持稳中有升。

2016年公司投资收益同比大幅下滑，主要系2015年公司将对长园集团的投资由“可供出售金融资产”转入“长期股权投资”，进而将公允价值变动带来的收益从“其他综合收益”转“投资收益”，使得投资收益大幅增加所致。

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。截至2016年末，公司递延收益余额为7,729.92万元，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。2016年，公司期间费用总计49,461.22万元，期间费用率为26.54%，同比增加3.31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 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
主营业务收入	183,183.63	160,106.83
投资收益	3,243.67	56,302.72
营业利润	7,466.89	64,399.37
营业外收入	3,806.51	2,749.40
利润总额	10,925.96	66,919.02
净利润	10,604.69	56,700.79
扣除非经常性损益后净利润	8,354.62	8,509.85
综合毛利率	30.92%	30.58%
期间费用率	26.54%	23.23%
营业利润率	4.01%	39.72%
总资产回报率	4.68%	23.54%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流保持净流入，投资建设规模大幅增加，存在较大的资金需求

受益于业务规模的扩大及盈利能力的相对稳定，公司经营活动现金生成能力FFO表现较好，2016年FFO为28,195.65万元，同比增长9.17%，经营活动现金生成能力进一步增强。2016年，公司经营活动现金流量净额为4,753.15万元，同比下降6.32%。

投资活动方面，2016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以及新增对深圳市华邦沃尔投资企业（有限合伙）的投资，使得投资活动现金流缺口大幅扩大，2016年投资活动产生的现金流量净流出89,931.65万元。

公司经营活动现金流净额不足以维持投资活动支出，公司资金缺口主要依赖筹资活动，2016年公司成功发行深圳市沃尔核材股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“16沃尔01”）及定增，使得筹资活动现金净流入116,733.73万元。但考虑到公司在建风电项目、设备更新等方面仍需较大投入，且2016年末公司短期有息负债高达89,431.13万元，未来公司面临较大的筹资压力。

表 16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	10,604.69	56,700.79
非付现费用	11,267.77	10,481.62
非经营损益	6,323.31	-41,354.69
FFO	28,195.65	25,827.72
营运资本变化	-23,442.49	-20,753.90
其中：存货减少（减：增加）	-11,345.28	-1,193.54
经营性应收项目的减少（减：增加）	-15,257.61	-6,092.12
经营性应付项目的增加（减：减少）	3,160.40	-13,468.24
经营活动产生的现金流量净额	4,753.15	5,073.81
投资活动产生的现金流量净额	-89,931.65	-28,521.62
筹资活动产生的现金流量净额	116,733.73	32,200.01
现金及现金等价物净增加额	31,681.76	8,836.05

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模进一步攀升，偿债压力加大

由于2016年公司发行“16沃尔01”债及新增银行借款，截至2016年末公司负债总额为271,193.58万元，同比增长37.89%；主要受定增8.2亿元的影响，公司所有者权益同比大幅55.23%，达到264,845.60万元。因此，截至2016年末公司负债与所有者权益比率为102.40%，

同比降低了12.87个百分点，但公司净资产对负债的保障程度仍然一般。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	271,193.58	196,672.98
所有者权益	264,845.60	170,614.92
负债与所有者权益比率	102.40%	115.27%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，虽仍以流动负债为主，但比重却进一步下滑，2016年末流动负债占负债总额的比重为51.35%，同比降低了13.81个百分点。公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成。2016年末，公司短期借款为89,431.13万元，规模仍较大，占公司负债总额的比重为32.98%，其中包括保证借款9,281.13万元、抵质押借款20,950.00万元和信用借款59,200.00万元。公司应付账款主要为应付设备款与材料款，近年来规模不断增长，截至2016年末为33,848.63万元，主要系新增实施风电项目应付的工程设备款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2016年末，公司长期借款为32,100.00万元，同比增长68.89%，主要为信用借款（占比52.96%）和抵质押借款（占比47.04%）。应付债券主要为公司分别于2015年和2016年发行的公司债券，发行规模分别为3.5亿元和3亿元，期限均为3年。2016年公司新增长期应付款20,700.00万元，主要为公司子公司锡林郭勒盟融丰风电有限公司应付中广核国际融资租赁有限公司风力发电相关设备融资租赁款。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	89,431.13	32.98%	94,685.45	48.14%
应付账款	33,848.63	12.48%	19,840.47	10.09%
流动负债合计	139,195.79	51.34%	128,156.43	65.16%
长期借款	32,100.00	11.84%	19,006.40	9.66%
应付债券	64,401.78	23.75%	34,682.28	17.63%
长期应付款	20,700.00	7.63%	-	-
递延收益	7,729.92	2.85%	7,546.64	3.84%
非流动负债合计	131,946.17	48.66%	68,516.54	34.84%
负债合计	271,141.96	100.00%	196,672.98	100.00%
其中：有息债务	185,932.91	68.57%	148,374.13	75.44%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年末，公司包括短期借款、长期借款和应付债券在内的有息负债为185,932.91

万元，同比增长25.31%，占负债总额的比重达68.57%，有息负债规模持续攀升。根据公司
有息债务本息偿还计划可看出，公司有息债务主要在2017-2019年偿还，存在集中偿还情形，
短期偿债压力较大。

表 19 截至 2016 年底公司有息债务本息偿还计划（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年以后
本息偿还金额	105,164.13	45,539.00	47,857.00	23,000.00

资料来源：公司提供

从各项偿债指标来看，2016年末公司资产负债率为50.59%，同比降低了2.96个百分点，
主要系定增成功大幅增加资本公积所致。因流动资产的增加与负债期限结构的调整，公司
流动比率和速动比率小幅上升，短期偿债压力有所下降。2016年，随着投资收益的大幅下
滑，公司EBITDA下降至30,413.56万元，同比下降63.20%，EBITDA利息保障倍数下滑至
2.79。综合来看，公司的有息债务规模大幅增加、扣除非经常性损益后净利润下滑，使得
公司对有息债务的本息保障能力下降。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	50.59%	53.55%
流动比率	1.33	0.93
速动比率	1.07	0.74
EBITDA（万元）	30,413.56	82,645.09
EBITDA 利息保障倍数	2.79	9.71
有息债务/EBITDA	6.11	1.80

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

高新投原名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。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月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，2015年6月末公司注册资本为22亿元。

2015年高新投成功引进深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限
公司和深圳市海能达投资有限公司三家战略投资者，合计向高新投增资265,210.50万元，其
中133,870.32万元计入注册资本，131,340.18万元计入资本公积。截至2015年末，高新投注
册资本达到353,870.32万元。根据高新投《2016年度第一次临时股东大会决议》，全体股东

一致同意将本次增资的资本公积131,340.18万元转增资本，截至2016年6月末，高新投注册资本及实收资本均达到485,210.50万元。

高新投股东深圳投控、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，合计持有高新投股份62.17%，高新投最终控制人为深圳市人民政府。截至2016年6月末，高新投股权结构图如下所示。

表 21 截至 2016 年 6 月 30 日高新投股权结构

股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
深圳市投资控股有限公司	173,171.63	35.69
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	97,042.10	20.00
深圳市财政金融服务中心	72,490.45	14.94
恒大企业集团有限公司	69,191.02	14.26
深圳市远致投资有限公司	53,567.24	11.04
深圳市海能达投资有限公司	17,322.01	3.57
深圳市中小企业服务中心	2,426.05	0.50
合计	485,210.50	100.00

资料来源：高新投提供

高新投以融资担保和保证担保业务（非融资担保业务）为主、创业投资业务为辅、资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构，并通过设立专业子公司实现融资担保、保证担保和创业投资等业务的专业化经营。

2015 年，在宏观经济增速放缓的背景下，高新投融资担保发生额稳健增长，主要是高新投适度控制融资担保规模，逐步退出产能过剩、行业发展前景不佳的担保项目。2015 年高新投融资担保发生额为 51.12 亿元，同比上升 11.88%，同时当期解除担保责任额为 52.50 亿元，较上年同期增加 17.03%，高新投适度控制融资担保规模，进行产品结构调整，有利于高新投拓展成长性好、技术含量高的战略新兴产业。另外，高新投直接融资担保业务发展迅速。2015-2016 年 6 月末，高新投新增债券担保业务 14 笔，其中通过审批笔数 14 笔，发放保函 11 笔，担保债券已成功发行 8 笔。截至 2016 年 6 月末，高新投在保债券项目为 11 只，其中 2 只为前海股权交易中心私募债券、1 只为资产证券化融资产品、其余 8 只均为公司债，在保债券余额合计 20.90 亿元。

截至 2016 年 6 月 30 日，高新投资产总额为 79.82 亿元，所有者权益为 62.37 亿元，资产负债率为 21.87%；2015 年，高新投实现营业总收入 9.34 亿元，利润总额 8.17 亿元，经营活动现金流净额-15.39 亿元。截止 2016 年 6 月末，高新投期末融资担保在保责任余额 53.37 亿元，融资担保净资产放大倍数为 7.56，放大倍数较合理；融资担保业务准备金充足率为 200.93%，

风险准备金计提较充分。但是我们也关注到，高新投融资担保业务当期代偿率有所上升，2016年1-6月代偿率为1.74%；累计代偿回收情况欠佳，截至2016年6月末，高新投融资担保业务累计发生代偿额47,364.26万元，累计代偿回收率仅为38.07%。高新投主要财务指标如表22所示。

表 22 高新投主要财务指标

项目	2016年6月	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	798,228.05	820,240.46	486,820.54	454,255.85
所有者权益合计（万元）	623,650.44	639,623.84	345,624.39	318,976.06
资产负债率	21.87%	22.02%	29.00%	29.78%
营业总收入（万元）	60,001.40	93,401.72	81,842.65	67,813.43
利润总额（万元）	51,789.39	81,651.46	65,927.83	56,281.46
净资产收益率	-	12.31%	14.67%	13.75%
经营活动净现金流（万元）	30,807.75	-153,852.71	8,629.73	42,477.78
当期担保发生额（亿元）	156.69	353.81	307.85	272.96
期末在保责任余额（亿元）	440.26	423.33	346.00	248.05
其中：融资担保在保责任余额（亿元）	53.37	52.42	57.43	58.28
非融资担保在保责任余额（亿元）	386.89	370.91	288.57	189.77
融资担保风险准备金（万元）	33,966.51	33,966.51	29,016.55	25,388.35
融资担保净资产放大倍数	7.56	7.71	8.79	8.86
融资担保业务累计代偿额（万元）	47,364.26	43,566.05	36,639.67	31,066.88
融资担保业务当期担保代偿率	1.74%	1.29%	0.89%	0.25%
融资担保业务累计担保代偿率	0.64%	0.65%	1.01%	1.04%
融资担保业务累计代偿回收率	38.07%	35.66%	37.91%	39.85%
融资担保业务准备金覆盖率	6.36%	6.48%	4.66%	4.64%
融资担保业务准备金充足率	200.93%	209.75%	228.03%	216.66%

注：融资担保净资产放大倍数=融资担保在保责任余额/子公司深圳市高新投融资担保有限公司期末净资产。
 资料来源：高新投2013-2015年审计报告及未经审计的2016年1-6月财务报表，高新投提供，鹏元整理

综合来看，高新投实力较雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定高新投主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

七、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保合计30,000.00万元，占所有者权益的比重为11.33%。该笔反担保是公司的全资子公司常州市沃尔核材有限公司（以下简称“常州沃尔”）就公司2016年公开发行的“16沃尔债01”与深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深

圳中小担”)签订的《保证反担保合同》，常州沃尔以其拥有合法处分权的财产为公司向深圳中小担提供保证反担保。

表 22 截至 2016 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保形式	担保期限
深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司	30,000.00	反担保	2016.7.22-2019.7.22

资料来源：公司提供

八、评级结论

公司系国内热缩材料行业的领先企业之一，随着山东莱西风电场项目并网发电以及新能源产品实现销售收入，公司逐步打开了风电和新能源领域市场，业务结构趋于多元化；非公开发行股票后公司资本实力有所增强。同时，高新投集团背景优势明显，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本息偿还提供较好的保障。

但我们也注意到，公司期间费用持续攀升，规模较大，进一步挤占了公司利润空间；公司的经营活动净现金流入有限，而公司运营、投资风电场项目等需要大额资金，面临较大的资金压力；有息负债规模持续攀升，偿债压力加大。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
流动资产：			
货币资金	54,679.10	25,750.51	11,998.87
应收票据	8,518.33	8,548.06	7,373.93
应收账款	65,624.88	52,498.65	48,443.38
预付款项	4,317.97	2,928.90	2,664.52
其他应收款	6,830.97	4,010.47	3,412.14
存货	36,083.99	25,138.35	23,944.81
其他流动资产	8,909.82	672.13	37.59
流动资产合计	185,116.65	119,547.80	97,875.25
非流动资产：			
可供出售金融资产	8,800.00	11,053.38	54,232.73
长期股权投资	135,862.56	113,913.59	4,183.32
固定资产	86,351.84	86,189.12	74,479.80
在建工程	88,814.58	10,127.58	15,142.14
无形资产	17,300.38	17,092.78	14,624.24
开发支出	1,050.12	865.22	512.32
商誉	6,514.44	0.00	906.11
长期待摊费用	2,062.20	833.46	836.60
递延所得税资产	2,165.20	1,544.72	1,432.41
其他非流动资产	2,001.19	6,120.27	1,633.66
非流动资产合计	350,922.52	247,740.10	167,983.33
资产总计	536,039.17	367,287.89	265,858.58
流动负债：			
短期借款	89,431.13	94,685.45	79,712.04
交易性金融负债	-	-	-
应付票据	500.00	771.79	-
应付账款	33,848.63	19,840.47	19,926.72
预收款项	2,629.01	1,748.68	1,299.61
应付职工薪酬	2,616.52	1,230.13	1,390.33
应交税费	3,101.41	5,132.04	3,970.68
应付利息	2,381.60	2,588.90	641.98
其他应付款	4,739.09	2,158.98	2,528.50
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	22,539.26
其他流动负债	0.00	0.00	7,168.34

流动负债合计	139,247.40	128,156.43	139,177.47
非流动负债：			
长期借款	32,100.00	19,006.40	-
应付债券	64,401.78	34,682.28	-
长期应付款	20,700.00	-	-
递延收益	7,729.92	7,546.64	6,347.11
递延所得税负债	7,014.47	7,281.22	458.47
非流动负债合计	131,946.17	68,516.54	6,805.58
负债合计	271,193.58	196,672.98	145,983.05
所有者权益（或股东权益）：			
股本	62,622.95	56,938.80	56,943.09
资本公积	79,331.49	2,826.04	2,595.18
其他综合收益	5,559.50	-619.17	2,721.64
盈余公积	10,216.84	9,765.43	6,103.97
未分配利润	104,291.51	100,278.55	49,799.84
外币报表折算差额	-	-	-
归属于母公司所有者权益合计	262,022.30	169,189.64	118,163.71
少数股东权益	2,823.29	1,425.27	1,711.82
所有者权益合计	264,845.60	170,614.92	119,875.53
负债和所有者权益总计	536,039.17	367,287.89	265,858.58

资料来源：公司 2014- 2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	186,335.47	162,142.21	162,918.71
其中：营业收入	186,335.47	162,142.21	162,918.71
二、营业总成本	182,112.25	154,045.55	148,087.98
其中：营业成本	128,721.18	112,564.36	115,665.06
营业税金及附加	1,927.26	1,457.20	957.95
销售费用	19,921.34	15,954.10	13,509.18
管理费用	19,998.97	13,247.51	11,596.44
财务费用	9,540.91	8,469.79	4,827.23
资产减值损失	2,002.59	2,352.60	1,532.12
加：投资收益	3,243.67	56,302.72	187.87
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	3,801.20	2,048.03	190.15
三、营业利润	7,466.89	64,399.37	15,018.60
加：营业外收入	3,806.51	2,749.40	1,630.67
减：营业外支出	347.44	229.75	276.72
四、利润总额	10,925.96	66,919.02	16,372.55
减：所得税费用	321.27	10,218.24	2,759.24
五、净利润	10,604.69	56,700.79	13,613.31
归属于母公司所有者的净利润	10,727.64	56,987.33	13,666.53
少数股东损益	-122.95	-286.54	-53.21

资料来源：公司 2014- 2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 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	167,934.56	149,717.08	135,839.48
收到的税费返还	302.25	465.80	432.48
收到其他与经营活动有关的现金	8,203.03	9,470.22	6,660.27
经营活动现金流入小计	176,439.83	159,653.10	142,932.24
购买商品、接受劳务支付的现金	99,075.55	85,626.59	83,106.89
支付给职工以及为职工支付的现金	36,272.39	32,926.14	26,915.37
支付的各项税费	15,660.19	13,819.42	11,221.80
支付其他与经营活动有关的现金	20,678.55	22,207.14	19,054.49
经营活动现金流出小计	171,686.68	154,579.29	140,298.55
经营活动产生的现金流量净额	4,753.15	5,073.81	2,633.69
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	9,003.47	5,665.38	3.06
取得投资收益收到的现金	1,518.11	5,508.29	55.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6.78	12.32	17.11
收到其他与投资活动有关的现金	3,791.34	505.57	-
投资活动现金流入小计	14,319.70	11,691.55	75.44
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	82,345.34	14,813.27	9,340.63
投资支付的现金	19,850.00	25,399.91	50,678.80
投资活动现金流出小计	104,251.35	40,213.17	60,019.42
投资活动产生的现金流量净额	-89,931.65	-28,521.62	-59,943.98
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	84,866.55	0.00	-
取得借款收到的现金	176,441.06	164,516.83	146,949.28
发行债券收到的现金	30,000.00	35,000.00	3,029.57
收到其他与筹资活动有关的现金	36,416.90	4,283.24	-
筹资活动现金流入小计	327,724.52	203,800.07	149,978.84
偿还债务支付的现金	168,601.78	153,256.28	87,038.97
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,388.79	8,617.99	5,464.39
支付其他与筹资活动有关的现金	27,000.22	9,709.72	4,326.33
筹资活动现金流出小计	210,990.79	171,600.06	97,313.40
筹资活动产生的现金流量净额	116,733.73	32,200.01	52,665.44
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	126.54	83.85	-6.10

五、现金及现金等价物净增加额	31,681.76	8,836.05	-4,650.95
加：期初现金及现金等价物余额	17,239.11	8,403.06	13,054.02
六、期末现金及现金等价物余额	48,920.87	17,239.11	8,403.06

资料来源：公司 2014- 2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	10,604.69	56,700.79	13,613.31
加：资产减值准备	2,002.59	2,352.60	1,532.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,935.32	5,108.38	4,056.22
无形资产摊销	2,844.73	1,993.88	1,481.29
长期待摊费用摊销	485.13	1,026.76	978.67
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	105.14	92.63	19.21
财务费用	10,348.96	8,144.95	4,863.63
投资损失	-3,243.67	-56,302.72	-187.87
递延所得税资产减少	-620.49	-112.30	-536.54
递延所得税负债增加	-266.75	6,822.75	-
存货的减少	-11,345.28	-1,193.54	-471.80
经营性应收项目的减少	-15,257.61	-6,092.12	-21,648.65
经营性应付项目的增加	3,160.40	-13,468.24	-1,065.91
经营活动产生的现金流量净额	4,753.15	5,073.81	2,633.69

资料来源：公司2014- 2016年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	114.11	112.06	89.87
存货周转天数	85.61	78.49	73.79
应付账款周转天数	75.08	63.59	62.83
净营业周期	124.64	126.96	100.83
流动资产周转天数	294.31	241.37	201.89
固定资产周转天数	166.67	178.36	160.65
总资产周转天数	872.61	702.88	501.23
综合毛利率	30.92%	30.58%	29.00%
期间费用率	26.54%	23.23%	18.37%
营业利润率	4.01%	39.72%	9.22%
总资产回报率	4.68%	23.54%	9.24%
负债与所有者权益比率	102.40%	115.27%	121.78%
资产负债率	50.59%	53.55%	54.91%
流动比率	1.33	0.93	0.70
速动比率	1.07	0.74	0.53
扣除非经常性损益后净利润（万元）	8,354.62	8,509.85	12,893.40
EBITDA（万元）	30,413.56	82,645.09	27,467.33
EBITDA 利息保障倍数	2.79	9.71	5.55
有息债务/EBITDA	6.11	1.80	3.72

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2016 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例	
			直接 持股	间接 持股
深圳市沃尔新能源电气科技股份有限公司	7,495.32	研发生产销售	75.00%	-
深圳市国电巨龙电气技术有限公司	200.00	研发生产销售	100.00%	-
深圳市沃尔特种线缆有限公司	1,000.00	研发生产销售	100.00%	-
深圳市沃力达贸易有限公司	500.00	研发生产销售	100.00%	-
天津沃尔法电力设备有限公司	2,000.00	研发生产销售	100.00%	-
北京沃尔法电气有限公司	1,000.00	研发生产销售	100.00%	-
常州市沃尔核材有限公司	5,000.00	研发生产销售	100.00%	-
长春沃尔核材风力发电有限公司	5,000.00	风电开发建设经营	100.00%	-
海林新源风力发电有限公司	500.00	风电开发建设经营	-	100.00%
凉城县新源风力发电有限公司	500.00	风电开发建设经营	-	100.00%
青岛沃尔新源风力发电有限公司	40,000.00	风电开发建设经营	100.00%	-
锡林郭勒盟融丰风电有限公司	5,000.00	风电开发建设经营	-	85.00%
莱西市沃尔风力发电有限公司	1,000.00	风电开发建设经营	-	100.00%
香港沃尔贸易有限公司	7,191.6 万港币	贸易	100.00%	-
乐庭电线工业（常州）有限公司	250.00 万美元	生产销售	-	100.00%
乐庭电线(重庆)有限公司	150.00	研发生产销售	-	100.00%
大连乐庭贸易有限公司	200.00 万美元	贸易	-	100.00%
乐庭电线工业（惠州）有限公司	1,400 万美元	生产销售	-	100.00%
惠州乐庭电子线缆有限公司	200 万美元	研发生产销售	-	100.00%
深圳沃尔核材科技服务有限公司	1,000.00	研发	100.00%	-
上海蓝特新材料有限公司	2,988.00	投资	100.00%	-
深圳市华磊迅拓科技有限公司	1,000.00	研发销售	60.00%	-
上海科特新材料股份有限公司	9,000.00	研发生产销售	44.44%	38.27%
常州市沃科科技有限公司	2,000.00	研发生产销售	-	82.71%
上海霖天功能材料有限公司	1,000.00	研发生产销售	-	82.71%
上海神沃电子有限公司	1,500.00	开发生产销售	-	82.71%

资料来源：公司 2016 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	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数	$180 \times (\text{本年应收账款总额} + \text{上年应收账款总额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数	$180 \times (\text{本年存货总额} + \text{上年存货总额}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数	$180 \times (\text{本年应付账款总额} + \text{上年应付账款总额}) / \text{营业成本}$
	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	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{管理费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	$\text{FFO} = \text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益总额} \times 100\%$
	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。