

跟踪评级公告

联合[2018]685号

深圳市星源材质科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳市星源材质科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

深圳市星源材质科技股份有限公司公开发行的“星源转债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳市星源材质科技股份有限公司

可转换公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：稳定

上次评级结果：AA- 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
星源转债	4.8 亿元	6 年	AA	AA	2017/8/24

跟踪评级时间：2018 年 5 月 29 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	18.76	23.74	28.53
所有者权益 (亿元)	12.68	12.84	13.67
长期债务 (亿元)	2.83	3.60	8.26
全部债务 (亿元)	4.75	8.91	12.77
营业收入 (亿元)	5.06	5.21	1.72
净利润 (亿元)	1.53	0.88	0.85
EBITDA (亿元)	2.48	1.94	--
经营性净现金流 (亿元)	1.70	0.40	0.90
营业利润率 (%)	58.77	48.83	51.35
净资产收益率 (%)	17.07	6.91	6.41
资产负债率 (%)	32.41	45.89	52.09
全部债务资本化比率 (%)	27.23	40.95	48.29
流动比率 (倍)	4.11	1.68	2.68
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.22	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.40	7.97	--
EBITDA/代偿本金额合计 (倍)	0.52	0.40	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、公司 2018 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化，未予列示；5、长期应付款已计入长期债务。

评级观点

跟踪期内，深圳市星源材质科技股份有限公司（以下简称“公司”或“星源材质”）作为全国锂离子电池隔膜行业领军企业，在技术水平、行业地位、市场认可度、产能规模等方面继续保持竞争优势；公司收入稳步增长，主营业务毛利率较高，直接融资渠道畅通。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处行业竞争激烈、产品价格呈下降趋势，有息债务规模增长较快，在建项目投资规模较大以及收入实现质量一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建湿法隔膜生产线以及多功能涂覆隔膜生产线的投产，公司产能和产品质量均将得到提高，产品类型也将更加丰富，公司收入及盈利水平有望获得提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA-”，评级展望维持“稳定”；同时维持“星源转债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2017 年，国家对于锂离子电池行业的政策支持力度不断加强，有利于锂离子电池行业快速发展；同时，国家鼓励新能源汽车行业的发展，对锂离子电池行业形成有力保障。

2. 2017 年，公司生产经营情况良好，收入稳步增长，主营业务毛利率仍较高。

关注

1. 锂离子电池隔膜产业相关技术的不断进步，市场产能扩大使得竞争日趋激烈，同时下游需求受我国新能源汽车行业政策因素影响较大，此外，公司产品销售价格呈下降态势，压缩了公司盈利空间，盈利能力大幅下降。

2. 公司对主要供应商和销售客户依赖度较

高,且主要原材料均为进口,国际贸易环境和汇率波动等因素对公司原材料稳定性和成本控制带来一定不利影响。

3. 公司在建项目规模较大,未来若市场需求或国内外宏观经济形势发生重大不利变化,公司新增产能存在不能及时消化的风险。

4. 公司有息债务规模增长较快,整体债务负担较重;收入实现质量大幅下降。

分析师

高 鹏

电话: 010-85172818

邮箱: gaop@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话: 010-85172818

邮箱: puyx@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

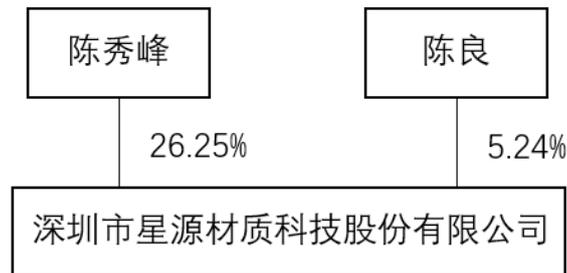


联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳市星源材质科技股份有限公司（以下简称“星源材质”或“公司”）前身为成立于 2003 年 9 月的深圳市富易达电子科技有限公司（以下简称“易富达”）；2008 年 8 月 1 日整体变更为股份有限公司。2016 年 11 月，公司向社会公众首次公开发行人民币普通股（A 股）3,000.00 万股，于 2016 年 12 月 1 日在深圳证券交易所挂牌交易（股票代码：“300568.SZ”，股票简称：“星源材质”）。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 1.92 亿元，陈秀峰为公司第一大股东，持股比例为 26.25%。陈秀峰和陈良（陈秀峰和陈良之间为兄弟关系）为公司实际控制人。

图 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司经营范围未发生变化。组织架构上，新设立“总部+基地”的整体架构，由六大中心（技术中心、营销中心、财务中心、人力行政中心、运营中心和品质中心）和三大基地（深圳基地、合肥基地和常州基地）构成，下设安全管理部、装备工程部、开发部、销售管理部、采购物流部、基地建设部、行政部等多个运营部门（附件 1）。合并范围内看，新纳入 5 家合并范围子公司，共 6 家一级子公司，拥有在职员工 830 名。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 23.74 亿元，负债合计 10.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）12.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益 12.67 亿元。2017 年，公司实现营业收入 5.21 亿元，净利润（含少数股东损益）0.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.33 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 28.53 亿元，负债合计 14.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）13.67 亿元，其中归属于母公司所有者权益 13.56 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，净利润（含少数股东损益）0.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.65 亿元。

公司注册地址：深圳市光明新区公明办事处田园路北；法定代表人：陈秀峰。

二、债券发行及募集资金使用情况

2018 年 3 月 7 日，公司发行“2018 年深圳市星源材质科技股份有限公司可转换公司债券”，并于 2018 年 4 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“星源转债”，债券代码“123009.SZ”，发行规模为人民币 4.80 亿元，票面利率为第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.30%、第五年 1.50%、第六年 1.80%，期限为 6 年，采用累进利率按年计息，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。

截至 2018 年 3 月底，“星源转债”募集资金已投入 432.99 万元用于年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目，投资进度 0.92%；募集资金余额为 46,835.36 万元。

截止 2018 年 3 月底，“星源转债”尚未到第一个付息日，第一个付息日为 2019 年 3 月 7 日。“星源转债”未偿付本金为 4.80 亿元。

三、行业分析

1. 行业概况

公司收入主要来自隔膜产品，属锂离子电池隔膜行业。

锂离子电池产业链中，各类锂资源、钴资源和石墨等原材料厂商为上游企业，中游涵盖了正极材料、负极材料、电解液以及隔膜的生产企业，下游主要涉及电芯制造和 Pack 封装。锂离子电池产品最终应用于消费电子产品（手机、笔记本电脑等电子数码产品）、动力领域（电动工具、电动自行车和电动汽车等）和储能领域等。

近年来，随着技术改进，隔膜在锂电池材料总成本的占比逐渐下降，一般在 7%~15% 左右。三元电池中正极和负极材料单位成本较高，隔膜成本占比在 10% 以内；而磷酸铁锂电池中正负极材料单位成本相对较低，隔膜成本占比在 15% 左右。中国四大材料国产化率不断提升，正极国产化率达到 92%，负极材料、电解液的国产化率超过 98%，只有少量依靠进口；隔膜的国产化率最低。由于隔膜技术壁垒和毛利率较高，国内中高端隔膜大部分依赖进口，例如高端数码电池等；国产隔膜基本满足国内动力电池需求，但限于产能，国内仍有动力电池企业批量使用进口隔膜。

2017 年，我国的经济结构调整与转型升级正在不断深入，与锂电池相关的汽车、通讯、电动自行车、智能手机、新能源应用和信息产品等消费增长较快，带动锂电池材料市场快速增长。根据亚化咨询的统计，2017 年中国锂离子电池产量约为 88.70GWh，同比上升 29.3%；根据高工产研锂电研究所（GGII）数据显示，2017 年中国动力电池出货量 44.5GWh，同比增长 44.5%；正极材料产量 21 万吨，同比增长 28.4%；负极材料产量 15 万吨，同比增长 23.7%；电解液产量 11 万吨，同比增长 23.6%；隔膜产量 14 亿平方米，同比增长 32.9%。得益于国内动力电池产销量快速增长，四大材料增幅都超过 20%，隔膜产量增长最快。

总体看，隔膜在电池材料总成本中占比下降，但随着锂离子电池产销率大幅上升，隔膜产量增速较快。

2. 上下游情况

锂离子电池隔膜属于锂离子电池产业链的中游领域，上游为聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）及添加剂等基体材料，下游为动力电池、储能电池和 3C 电池等应用于笔记本电脑、智能手机、平板电脑、新能源汽车行业的电池生产厂家。

从上游原材料来看，随着煤化工和丙烷脱氢技术工艺的发展带来新建烯烃装置大面积的投产，缓解了国内聚烯烃供给端的压力，整个聚烯烃属于产能扩张周期；同时，一度严重依赖进口的聚烯烃行业自给率也在逐渐提高。2017 年聚丙烯产量较去年略有上涨，进口量基本维持 2016 年水平，随着国内产量的不断增加以及石化企业产品不断升级，聚丙烯对进口料依赖度降低。综合看，2017 年聚丙烯供应量继续增加，增量主要来自于国产量的上升。中国已超越美国成为世界最大的 PP 生产国。2017 年聚乙烯国内产量较上年略有下滑，进口量较上年有较大增长，进口依赖度上升。预计 2017 年~2020 年将是聚乙烯新一轮扩能周期。按区域划分，聚丙烯、聚乙烯占比最大的是西北地区，主要

分布在宁夏、陕西、新疆、甘肃等省份。2017年，聚丙烯、聚乙烯价格较上年变化不大，略有上涨。国内聚烯烃市场需求以年均5%~9%的速度平稳增长，聚烯烃产业仍处于供需紧平衡状态，其中PE仍是缺口产品。

从下游需求来看，锂离子电池的下游应用主要有动力电池、3C电池和储能电池。受益于新能源汽车产业的快速发展，以电动汽车为代表的电动交通用锂离子电池需求呈现快速增长趋势。2017年，国内新能源汽车产量达到79.4万辆，销量77.7万辆，同比分别增长53.6%和53.3%，国内动力电池的装机量约33.55GWh，已成为锂电池的最大需求端。3C电池已逐渐进入成熟期，消费类电子产品增速已逐渐趋缓，锂离子电池需求增长的主要动力来自于产品单位用电量的增加，该领域的市场增长空间有限。综上，随着未来几年国内的电动汽车销量的大规模增长，根据真锂研究的预测，至2020年，全球锂电电子电池市场需求将达到20,036万KWh，年复合增长率将达到20%。根据高工产研锂电研究所（GGII）数据显示，2017年锂电储能市场产量约3.5GWh，同比上升13%，目前储能电池市场还处于孕育期，规模较小，但空间巨大。据中关村储能产业技术联盟发布的《储能产业研究白皮书2018》，截止2017年底，全球电化学储能的累计装机规模为2,926.60MW，同比增长45%，其中锂离子电池的累计装机占比最大，超过75%。截止2017年底，中国已投运储能项目累计装机规模28.90GW，同比增长19%，其中锂离子电池累计装机占比最大，为58%。在技术应用分布上看，锂离子电池在各类应用领域中均有分布，在集中式可再生能源并网领域中所占比重最大，为83%。未来随着技术成熟和政策开放，储能市场也将成为拉动锂电池消费的另一极。

总体看，锂离子电池隔膜的上游是聚烯烃类石化产品，资源较为丰富，锂离子电池下游市场前景较好。

3. 行业政策

2017年1月，《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》明确指出开展新能源汽车动力电池回收利用试点，建立完善废旧动力电池资源化利用标准体系，推进废旧动力电池梯次利用。这也是国家首次针对动力电池回收所进行的试点工作。

2017年3月，《促进汽车动力电池产业发展行动方案》提出分三个阶段推进我国动力电池发展：2018年提升现有产品性价比，保障高品质电池供应；2020年基于现有技术改进的新一代锂离子动力电池实现大规模应用；2025年，采用新化学原理的新体系电池力争实现技术变革和开发测试。

2017年9月，《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》明确提出集中攻关一批具有关键核心意义的储能技术和材料，试验示范一批具有产业化潜力的储能技术和装备，应用推广一批具有自主知识产权的储能技术和产品，完善储能产品标准和检测认证体系。

2018年2月，《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》进一步提高纯电动乘用车、非快充类纯电动客车、专用车动力电池系统能量密度门槛要求，鼓励高性能动力电池应用；根据成本变化等情况，调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。

2018年2月，《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》要求加强新能源汽车动力蓄电池回收利用管理，规范行业发展。鼓励汽车生产企业、电池生产企业、报废汽车回收拆解企业与综合利用企业等通过多种形式，合作共建、共用废旧动力蓄电池回收渠道。

总体看，锂离子电池行业的政策力度不断加强，有利于锂离子电池行业进一步发展；同时，鼓励新能源汽车行业的发展，对锂离子电池行业需求端形成强有力保障，但近期新能源汽车行业政策有所收紧，由普惠向扶优扶强转变。

4. 行业关注

(1) 锂离子电池材料变化和产品替代风险

随着新能源乘用车市场的快速发展，锂离子电池正极材料开始呈现由磷酸铁锂向三元材料转移的趋势。基于目前国内的技术水平，未来湿法隔膜及涂覆技术在动力类锂离子电池领域将成为主流技术，会增加企业的研发及新生产线的投入，未来能顺应技术变化及掌握湿法隔膜及涂覆技术的厂商在行业中将具有较强的竞争优势。虽然在相当长的时期内锂离子电池尚难以被其它类型的电池所取代，但随着科学技术进步，仍面临被其他新材料电池替代的风险。

(2) 市场竞争加剧，锂离子电池隔膜价格呈下降趋势

锂离子电池隔膜产业相关技术的不断进步、资金投入形成的规模优势和产能的迅速增加在推动生产成本逐步降低的同时，也使得市场竞争日趋激烈，特别是低端市场竞争加剧，促使隔膜市场价格水平呈下降的趋势。面对国内低端市场竞争不断加剧和中高端市场供给不足的局面，锂离子电池隔膜厂商在面临发展机遇的同时，也面临风险和挑战，锂离子电池隔膜厂商的盈利能力将受到低端产品市场价格下降和中高端产品市场发展机遇的双重影响。

(3) 原材料价格波动风险

锂离子电池隔膜行业上游主要原材料为聚丙烯、聚乙烯，原材料所属行业为石化产业链的中端，其价格对原油价格走势敏感，未来影响国际油价的因素较多，原材料价格存在波动风险。上游行业的供应情况及价格变动可能对锂离子电池隔膜行业的经营造成影响。

5. 行业发展

长期来看，新能源汽车行业目前处于产业发展初期，行业发展空间巨大。按照国家相关规划，中国汽车技术研究中心预计到2020年和2025年，新能源汽车销量将分别达到200万辆和700万辆，分别占到汽车总销量的7%和20%以上。高景气度新能源车市将直接带动动力电池需求，2018~2020年动力电池需求增长率可能达32%之高。预计2017~2020年3C产品用锂电池的增速在5-7%之间，3C产品对锂电池总需求量也将提升。储能电池是锂电池市场另一个重要的增长点，随着国家对新能源以及储能行业的重视，近年来陆续推进储能体系的建设，加快了锂电池在储能市场的应用，预计2020年中国锂电池储能市场需求量将达到16.64GWh。综合三个领域的需求预测，预计到2020年国内对锂电池的需求总量将达到174GWh。

在动力电池领域，由于国家提高了新能源车续航里程的要求，未来倾向于生产能量密度更高的三元电池以及使用更薄的锂电池隔膜，而目前国内动力电池中三元电池大多使用湿法隔膜，预计湿法隔膜的比例将加大。经过涂覆后可弥补湿法隔膜的性能缺陷，不仅在热收缩率上有改善，还可以提高拉伸强度和吸液率，同时降低孔隙率和透气速率，预计未来涂覆膜占比将上升。随着市场上隔膜产能扩张和供给增加，未来隔膜市场的竞争将会加剧，隔膜产品的价格将逐步走低。伴随着隔膜产品的价格走低和国内隔膜产能的急速扩张，未来国产隔膜将有力冲击全球市场。

总体看，新能源汽车和储能产业的快速发展将带动锂电池隔膜的产能扩张和技术进步，随着竞争日趋激烈，隔膜价格继续下降的可能性较大。

四、管理分析

1. 治理结构

跟踪期内，因公司第三届董事会任期届满，重新选举陈秀峰先生、陈良先生、韩雪松先生、王

昌红先生为公司第四届董事会非独立董事，刘守贵先生不再担任公司非独立董事；选举居学成先生、吴锋先生、贾华章先生为第四届董事会独立董事，周俊祥先生、王文广先生不再担任公司独立董事；公司仍设 7 名董事，其中包括独立董事 3 名，董事会设董事长 1 名，副董事长 1 名。

跟踪期内，因公司第三届监事会任期届满，选举张英强先生为监事会主席；公司仍设 5 名监事，其中包括职工监事 3 名，监事会设监事会主席 1 名。

张升先生、陈勇先生接替杨佳富先生、许刚先生成为公司副总经理。

总体看，跟踪期内，公司完成董事会、监事会和经营管理层换届，管理运作正常。

2. 管理体制

跟踪期内，公司新出台《会计师事务所选聘制度》，规范了选聘会计师的资质、程序及监督机制；制定《募集资金管理制度》，对募集资金存放管理、使用投向做出明确要求；制定《外汇套期保值业务管理制度》，对远期结售汇、人民币和其他外汇的掉期业务、外汇买卖、外汇掉期、外汇期权、利率互换、利率掉期、利率期权业务的操作规范和审批权限制定明晰的权责归属。

总体看，跟踪期内，公司进一步完善了内部管理制度，有利于公司规范经营。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍主要从事锂电池隔膜业务。

2017 年，公司实现营业收入 5.21 亿元，较上年小幅增长 3.09%。公司实现净利润 0.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.07 亿元；净利润较上年大幅下降 42.52%，主要系产品价格下降及汇兑损失所致，子公司进入工艺调试也使得产能未全部释放、生产成本上升。

表 1 2016~2018 年一季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
锂离子电池隔膜新能源新材料	4.97	98.29	61.70	5.14	98.60	51.85	1.68	97.94	53.86
其他	0.09	1.71	-2.31	0.07	1.40	-31.77	0.04	2.06	13.03
合计	5.06	100.00	60.60	5.21	100.00	50.68	1.72	100.00	53.02

资料来源：公司提供

从收入构成情况来看，锂离子电池隔膜新能源新材料是公司核心业务，其占营业收入的比重仍维持在 98% 以上。2017 年，公司锂离子电池隔膜业务收入 5.14 亿元，较上年增长 3.43%。公司其他业务收入主要来自于降等膜销售收入、加工费收入、租赁收入及材料销售收入等，占比较低。

毛利率情况看，2017 年锂电池隔膜毛利率较上年下降 9.85 个百分点，主要系市场竞争日趋激烈，产品销售价格下滑所致。其他业务的毛利率为 -31.77%，但考虑到其他业务规模较小，其毛利率变动对公司综合毛利率影响较小。2017 年公司综合毛利率 50.68%，较上年下降 9.92 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，较上年同期增长 43.24%，主要系产品销量大幅增加所致；实现净利润 0.85 亿元，较上年同期增长 154.25%，主要系涂覆膜比例上升、毛利率上升所致。

总体看，跟踪期内，公司不断扩大电池隔膜经营规模，营业收入有所增长，电池隔膜毛利率有一定下降但仍维持较高水平。

2. 产品生产

产能方面，2017年，公司干法隔膜-单层隔膜和湿法隔膜产能继续扩大，分别达到9,500.00万平方米/年和2,800.00万平方米/年，干法隔膜-双层隔膜产能较2016年略有下降，但变化很小。

产量方面，受干法产品逐渐薄型化影响，2017年干法单层隔膜产量为8,204.82万平方米，较上年增长39.18%；干法双层隔膜产量为4,265.49万平方米，较上年下降22.58%；湿法隔膜产量为2,696.37万平方米，较上年增长10.04%。

产能利用率方面，2017年公司干法单层隔膜产能利用率为86.37%，较上年提高2.15个百分点；干法双层隔膜产能利用率为65.62%，较上年下降18.17个百分点，主要系干法产品薄型化、出货比重下降所致；公司干法单层隔膜和双层隔膜的产能可以互相转化。2017年，公司湿法隔膜产能利用率为96.30%，较上年下降1.71个百分点。

表2 公司电池隔膜产能、产量情况（单位：万平方米/年、万平方米、%）

项目		2016年	2017年
干法隔膜-单层隔膜	产能	7,000.00	9,500.00
	产量	5,895.22	8,204.82
	产能利用率	84.22	86.37
干法隔膜-双层隔膜	产能	6,575.00	6,500.00
	产量	5,509.39	4,265.49
	产能利用率	83.79	65.62
湿法隔膜	产能	2,500.00	2,800.00
	产量	2,450.27	2,696.37
	产能利用率	98.01	96.30

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司生产过程中的原材料主要包括聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）以及添加剂，2017年，公司产品成本构成较上年变化不大。原材料占比略微上升，主要系湿法隔膜产量在隔膜总产量中的比重上升、原材料投入相应增长所致；人工成本占比略微下降，主要系公司持续优化生产管理流程、提高生产效率所致。

表3 2016~2017年公司产品成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	7,412.31	38.93	10,190.36	41.17
人工	3,569.32	18.75	4,069.28	16.44
动力燃料	2,343.47	12.31	3,084.13	12.46
折旧	3,889.40	20.43	5,280.05	21.33
其他	1,823.65	9.58	2,128.47	8.60
合计	19,038.15	100.00	24,752.28	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司的总产能和总产量均呈增长趋势，但公司干法隔膜产能的有效利用程度仍具备提升空间。

3. 原材料采购

公司采购物料主要是用于锂离子电池隔膜生产的原材料和辅料，其中原材料为聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）及添加剂等基体材料，辅料为包装材料、生产辅料等通用原材料。公司采购的原材料中半数左右为国外进口。

2017年，受公司产量增长带动影响，公司主要原材料采购量呈增长态势，较上年增长8.17%。在采购价格方面，PP、PE作为石油化工产品，市场价格较为透明且受原油价格影响，2017年随原油价格波动，公司PE、PP采购均价上涨4.00%至1.30万元/吨。

表4 2016~2017年公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元/吨、万元）

名称	项目	2016年	2017年
PE、PP	采购量	4,430.50	4,792.61
	采购均价	1.25	1.30
	采购总额	5,520.61	6,216.14

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2017年，公司前五大供应商采购金额占公司总采购金额的比例为63.85%，公司的供应商集中度进一步提高，特别是对第一大供应商存在依赖。公司第一大供应商是业内知名的聚丙烯和高密度聚乙烯产品的供应商，产品质量高，由于进口原材料单价较高，导致公司每年从该公司的采购金额较大。目前，公司也在积极拓展与其他聚烯烃供应商的关系，进一步增加供应商管理体系中的合格供应商数量，以减少对单一供应商的过分依赖。

表5 2016~2017年前五大供应商集中度情况（单位：万元、%）

年份	采购单位	购买材料	采购金额	占总采购额比重
2016年	公司一	PP、PE	5,025.05	38.91
	公司二	浆料	551.80	4.27
	公司三	PP、PE、备件	499.73	3.87
	公司四	包材	324.79	2.52
	公司五	二氯甲烷	274.06	2.12
	合计	--	6,675.42	51.69
2017年	公司一	PP、PE	5,632.03	40.88
	公司二	浆料	1,639.35	11.90
	公司三	包材	705.76	5.12
	公司四	PP、PE、备件	479.55	3.48
	公司五	浆料	340.76	2.47
	合计	--	8,797.44	63.85

资料来源：公司提供

总体看，公司原材料采购数量持续增加，采购价格受原油价格影响略微上涨；公司采购集中度较高，对单一供应商存在较大的依赖性。

4. 产品销售

公司加大推进涂覆隔膜技术的研发与应用，带动产品销量提升；除干法双层隔膜销量有一定下降外，其他产品销量均持续增长。具体从销售产品种类看，2017年，公司干法单层隔膜销量为8,125.98

万平方米，较上年增长 44.22%；干法双层隔膜销量为 4,178.62 万平方米，较上年下降 23.12%，主要系干法产品薄型化影响所致；干法多层隔膜销量为 4.22 万平方米，较上年大幅增长 6.40 倍；公司湿法隔膜销量为 2,747.73 万平方米，较上年增长 14.23%。

从销售价格来看，锂离子电池隔膜产业相关技术的不断进步、资金投入形成的规模优势和产能的迅速增加在推动生产成本逐步降低的同时，也使得市场竞争日趋激烈，隔膜市场价格水平呈下降的趋势。公司电池隔膜销售价格与市场价格走势一致，2017 年，干法单层隔膜均价由 3.33 元/平方米下降至 3.02 元/平方米；干法双层隔膜均价由 3.52 元/平方米下降至 2.89 元/平方米；2017 年干法多层隔膜销售均价由 8.76 元/平方米大幅上升至 11.87 元/平方米，主要系多层隔膜为小批量样品订单，售价较高所致。湿法隔膜均价由 4.92 元/平方米上升至 5.37 元/平方米，主要系湿法隔膜涂覆隔膜销售比重上升、拉高均价所致。

从产销率情况来看，2017 年，公司干法单层隔膜和湿法隔膜产销率较上年分别上升 3.47 个百分点和 3.73 个百分点，干法双层隔膜和干法多层隔膜产销率较上年分别下降 0.70 个百分点和 2.45 个百分点。公司产销率整体变动较小，仍处于较高水平。

表 6 公司各产品销售情况（单位：万平方米、元/平方米、万元、%）

产品		项目	2016 年	2017 年
成品膜	单层隔膜	产量	5,895.22	8,204.82
		销量	5,634.31	8,125.98
		销售均价	3.33	3.02
		产销率	95.57	99.04
	双层隔膜	产量	5,509.39	4,265.49
		销量	5,435.45	4,178.62
		销售均价	3.52	2.89
		产销率	98.66	97.96
	多层隔膜	产量	0.58	4.38
		销量	0.57	4.22
		销售均价	8.76	11.87
		产销率	98.69	96.24
	湿法隔膜	产量	2,450.27	2,696.37
		销量	2,405.41	2,747.73
		销售均价	4.92	5.37
		产销率	98.17	101.90
降等膜等	产量	392.28	469.63	
	销量	392.28	469.63	
	销售均价	--	--	
	产销率	100.00	100.00	
合计	产量	14,247.73	15,640.69	
	销量	13,868.02	15,526.17	
	产销率	97.33	99.27	

资料来源：公司提供

从销售集中度方面来看，2017 年，公司对前五大客户的销售收入占公司总销售收入的 64.33%，较上年下降 7.24 个百分点，但集中度仍较高。考虑到隔膜是锂离子电池产业链中的关键组件之一，下游客户在选择供应商时需要执行严格的评估和准入制度，公司较高的销售集中度符合行业特点。

表 7 2016~2017 年公司产品客户集中度情况 (单位: 万元、%)

年份	序号	前五大客户	销售金额	销售占比
2016 年	1	公司一	14,028.96	27.74
	2	公司二	10,621.27	21.00
	3	公司三	4,871.27	9.63
	4	公司四	4,468.21	8.84
	5	公司五	2,204.62	4.36
			合计	36,194.33
2017 年	1	公司一	19,464.14	37.33
	2	公司二	6,167.98	11.83
	3	公司三	3,482.81	6.68
	4	公司四	2,398.36	4.60
	5	公司五	2,030.21	3.89
			合计	33,543.50

资料来源: 公司提供

从销售区域看, 2017 年, 国内销售占比同比下降 8.98 个百分点至 62.81%, 国外销售占比为 37.19%。整体看, 公司销售规模持续扩大, 以内销为主, 但出口规模日趋扩大。具体销售区域分布如下表所示。

表 8 2016~2017 年公司电池隔膜销售区域分布情况 (单位: 万元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比
国内	36,303.89	71.79	32,742.61	62.81
国外	14,265.94	28.21	19,392.23	37.19
合计	50,569.83	100.00	52,134.84	100.00

资料来源: 公司提供

销售模式方面, 公司仍采用直销模式; 结算方面, 国内客户的结算方式为银行转账、电汇、商业汇票等, 具体结算方式根据客户规模、商业信誉、产品需求量等因素确定, 平均账期为 90 天; 国外客户主要采用 T/T 电汇的结算方式, 账期为 90 天。

总体看, 受益于下游需求旺盛, 公司电池隔膜产品销售数量整体呈持续增长趋势; 产品售价受市场影响整体呈持续下降趋势, 产销率波动下降但仍处于较高水平; 公司定价和结算模式较为合理, 但产品销售集中度较高。

5. 在建项目

2017 年, 公司主要在建项目 6 个, 当年完工包括油性 PVDF 涂覆隔膜开发项目、干法线项目、高性能双面涂覆设备开发项目、锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目一期工程项目等。

截至 2018 年 3 月底, 公司仍有在建项目 2 个, 计划总投资合计 18.58 亿元, 已投资 0.41 亿元, 尚需投资 18.60 亿元, 公司存在较大的融资压力 (见下表)。

表 9 截止 2018 年 3 月底公司在建项目情况 (单位: 万元、%)

工程名称	预计投资额	2018 年 3 月底已投资	工程进度	在建项目未来投资计划		
				2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
油性 PVDF 涂覆隔膜开发	415.00	324.38	100.00			--
星源材质华南基地二期功能膜项目	25,804.32	483.48	1.87	14,282.93	11,037.91	--
干法线	6,000.00	3,644.03	100.00			--

高性能双面涂覆设备开发	2,128.00	1,519.62	100.00			--
年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目	160,000.00	3,634.72	2.27	137,365.00	23,360.00	--
锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目一期工程	38,466.80	39,331.42	100.00			--
合计	232,814.12	48,937.65	--	151,647.93	34,397.91	--

资料来源：公司提供

注：油性 PVDF 涂覆隔膜开发项目、干法线项目、高性能双面涂覆设备开发项目和锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目一期工程已完工，确定未来无尾款支付；年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目目前预计超预算支出，最终追加投资还未确定。

2018 年 4 月，公司 2018 年第一次临时股东大会通过了《关于公司与江苏省常州经济开发区管理委员会签订投资协议的议案》，拟在常州经济开发区建立包含 50 条涂覆生产线、8 条干法生产线的“超级涂覆工厂”项目，预计达产后年产能可实现 10 亿平方米高性能涂覆锂电池隔膜，进一步巩固公司的行业地位。

总体看，随着公司干法、湿法隔膜生产线以及多功能涂覆隔膜生产线的投产，公司产能规模将大幅提升，有利于增强公司竞争力，同时，公司未来也存在较大的资金支出压力。

6. 经营效率

2017 年，公司营业收入小幅增长，但公司下游客户付款周期延长，应收账款规模增长较快，应收账款周转率由上年的 2.91 次下降到 2.51 次；公司存货周转率由上年的 5.43 次下降为 5.16 次；同时，受总资产规模快速增长的影响，公司总资产周转率由上年的 0.36 次下降为 0.25 次。

总体看，公司经营效率有所下降。

7. 经营关注

（1）终端市场政策变化的风险

新能源汽车的推广政策中，中央财政补贴起到关键作用，客观上降低了车辆购置成本，加快了新能源汽车的推广和普及。但政策落实和延续存在一定不确定性，可能使得下游客户需求发生变动，从而导致公司业绩出现波动。若下游新能源汽车、锂电池制造等行业发展因政策变动而未达预期，而公司又不能根据锂离子电池终端应用领域的行业整体波动作出相应的调整，将会对公司业绩造成负面影响。

（2）对主要供应商和客户依赖度较高的风险

公司上游主要原材料聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）主要从海外进口，近年来前五大供应商采购金额占公司采购总额的比例均高于 50.00%，供应商集中度较高。近年来公司前五大客户销售收入占公司总销售收入的比例均高于 60.00%，客户集中度较高。若出现公司与其发生纠纷或对方生产经营发生重大变化，而公司无法及时拓展新的其他供应商和客户，将导致公司面临经营业绩下降的风险。

（3）汇率波动对公司利润的影响

公司生产所用的原材料及设备主要从国外进口，同时积极拓展海外业务，出口收入规模增加。采购、销售按货币以美元、欧元为主，汇率波动可能对公司的生产经营产生不利影响。虽然公司拟开展外汇套期保值业务以规避外汇市场风险，但汇率大幅波动仍将对公司经营业绩产生较大影响。

（4）新增产能无法及时消化的风险

公司近年来产能扩张速度较快，“第三代高性能动力锂离子电池隔膜生产线扩建项目”、“年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目”等项目投资规模较大，如果出现投资项目实施组织管理不力、不能按计划推进等情况，将对项目投资收益造成不利影响。另外，项目建成投

产后，公司产能将获得较大提升，若市场需求或国内外宏观经济形势发生重大不利变化，或公司市场开拓不及预期，将给公司产能消化造成重大影响，进而导致公司盈利能力下降，甚至引发公司业绩大幅下滑的风险。

8. 未来发展

在未来发展方向方面，围绕公司综合发展的战略目标要求，公司将在巩固干法工艺应用于动力类和数码类锂离子电池隔膜领域领先地位的基础上，加大湿法工艺和涂覆工艺的应用研究和开发力度，同时向世界前沿水平的高分子功能膜领域拓展，实现“做全世界最好的功能膜”的目标。公司主要发展规划和措施包括：

(1) 提升公司业务承接能力：公司拟通过在建项目提升公司干法、湿法及涂覆隔膜的产能，在全球范围内形成一个总部、三个生产基地和海外研发机构的战略布局，使公司成为锂电池隔膜种类齐备、技术水平国际领先的专业化隔膜研发、生产企业。

(2) 加强对隔膜关键技术的研究：依托在美国及日本设立的海外材料研究院的国际化平台，依靠深圳市锂电池隔膜工程中心、深圳高分子材料特种功能膜工程实验室、锂电池隔膜制备及检测技术国家地方联合工程研究中心等研发平台，进一步加强涉及原料、工艺、设备、应用等关键技术研究，在新型功能膜产业化方面构建竞争优势。

(3) 积极开拓海外市场：2018年以后，随着公司合肥基地以及常州基地产能的逐步释放，依托美国、德国、日本等海外办事处，基于生产工艺提升、管控优化、产品品质、技术专利等方面的优势，进一步加大海外市场的开发力度，深化和加快与国外大型知名锂离子电池厂商的稳定业务合作关系和产品认证工作，进一步提升国际市场份额。

总体看，公司未来仍将以扩大锂电池隔膜业务为主，未来发展目标明确。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017年度合并财务报表经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2018年一季度财报未经审计。公司执行财政部2006年颁布的《企业会计准则》及其后颁布的“新会计准则”相关规定。本报告中涉及2016年数据均采用2017年财务报告期初数或上期数。2017年根据修订后的《企业会计准则第16号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对2017年1月1日存在的政府补助采用未来适用法处理，对2017年1月1日前发生的政府补助不予追溯调整。根据《企业会计准则第42号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的规定，公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，并且按照《企业会计准则第30号—财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整，该调整对可比期间净利润不产生影响。2017年公司合并范围内新设立子公司4家，分别为：常州星源新能源材料有限公司（以下简称“常州星源”）、星源材质国际（香港）有限公司、株式会社星源日本大阪研究院和Shenzhen Senior Technology Material Co. Ltd. (US) Research Institute；截至2017年底，公司拥有合并范围子公司5家。新纳入合并范围子公司规模较小，公司财务可比性较高。

截至2017年底，公司合并资产总额23.74亿元，负债合计10.89亿元，所有者权益（含少数股

东权益) 12.84 亿元, 其中归属于母公司所有者权益为 12.67 亿元。2017 年公司实现营业收入 5.21 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.88 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润为 1.07 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 0.40 亿元, 现金及现金等价物净增加额-1.33 亿元。

截至 2018 年 3 月底, 公司合并范围内新增江苏星源新材料科技有限公司。公司合并资产总额 28.53 亿元, 负债合计 14.86 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 13.67 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 13.56 亿元。2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 1.72 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.85 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.89 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 0.90 亿元, 现金及现金等价物净增加额 3.65 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底, 公司资产总额 23.74 亿元, 较年初增长 26.52%, 主要系非流动资产大幅增长所致。其中, 流动资产占比 46.18%, 非流动资产占比 53.82%, 公司流动资产占比较年初下降 10.90 个百分点, 以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底, 公司流动资产 10.96 亿元, 较年初增长 2.35%, 主要系应收票据及应收账款增长所致。公司流动资产主要由货币资金(占比 56.68%)、应收票据(占比 14.01%)、应收账款(占比 18.52%)和存货(占比 5.08%)构成。

截至 2017 年底, 公司货币资金 6.21 亿元, 较年初减少 17.89%, 主要系公司本年投资新设子公司所致。公司受限货币资金 876.31 万元(占比 1.41%), 受限比例低。

截至 2017 年底, 公司应收票据 1.54 亿元, 较年初增长 75.91%, 主要系公司本年票据贴现减少, 未到期应收票据增加所致。应收票据由银行承兑票据(占比 92.85%)和商业承兑票据(占比 7.15%)构成。

截至 2017 年底, 公司应收账款 2.03 亿元, 较年初增长 20.49%, 主要系公司与部分客户账期由 60 天改为 90 天所致。从账龄来看, 1 年以内占比 96.87%, 1~2 年占比 1.65%, 其余为 2 年以上, 公司应收账款账龄较短。从集中度来看, 应收账款前 5 名合计 1.21 亿元(占比 53.69%), 集中度较高。截至 2017 年底, 公司计提坏账准备 1,215.81 万元, 计提比例 5.65%, 考虑到应收账款账龄较短, 坏账准备计提较为充分。

截至 2017 年底, 公司存货 0.56 亿元, 较年初增长 26.72%, 主要系子公司合肥星源新能源材料有限公司(以下简称“合肥星源”)投产后备货增加所致。公司存货仍以原材料(占比 47.83%)、自制半成品(占比 27.00%)及产成品(占比 22.91%)为主, 未计提减值准备。目前锂电池材料行业竞争激烈, 主要锂电池材料价格持续下降, 公司存货面临着一定跌价风险。

非流动资产

截至 2017 年底, 公司非流动资产合计 12.77 亿元, 较年初增长 58.67%, 主要系固定资产和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产以固定资产(占比 67.37%)、无形资产(占比 8.64%)和其他非流动资产(占比 20.05%)为主。

截至 2017 年底, 公司固定资产账面价值 8.61 亿元, 较年初增长 81.57%, 主要系子公司合肥星源的锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目一期工程部分达到可使用状态并结转所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物(占比 30.80%)、机器设备(占比 64.48%)和实验及其他设备(占比 3.88%)构成。截至 2017 年底, 公司计提折旧 2.43 亿元, 未计提资产减值准备。公司固定资产成新率为 74.91%, 成新率尚可。

截至2017年底，公司无形资产1.10亿元，较年初增长34.06%，主要系子公司常州星源为实施年产36,000万平方米锂电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目购置土地所致。公司的无形资产主要为土地使用权（占比98.91%）。截止2017年底，累计摊销861.44万元，未计提资产减值准备。

截至2017年底，公司其他非流动资产2.56亿元，较年初增长128.09%，主要系因建设子公司常州星源新能源材料有限公司年产36,000万平方米锂电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目而预付设备款增加所致。公司其他非流动资产全部为预付长期资产款项。

截至2018年3月底，公司合并资产总额28.53亿元，较年初增长20.18%。其中，公司流动资产15.54亿元，较年初增长41.79%，主要系货币资金的增长所致；公司非流动资产12.98亿元，较年初增长1.64%。截至2018年3月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为54.48%和45.52%，流动资产占比较大，较年初上升8.30个百分点。

截至2017年底，公司受限资产总额2.14亿元，占资产总额的9.02%，受限比例不高。具体受限情况如下表所示：

表10 截至2017年底公司资产受限情况（单位：万元，%）

项目	期末账面价值	占总资产比例	受限原因
货币资金	876.31	0.37	保证金
固定资产	18,960.37	7.99	抵押
无形资产	1,572.73	0.66	抵押
合计	21,409.41	9.02	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2017年末，公司资产规模有所增加，货币资金充足；流动资产中应收票据和应收账款占比较高，对公司资金形成一定占用；整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至2017年底，公司负债合计10.89亿元，较年初大幅增长79.11%，主要是流动负债增长所致。其中流动负债占比为59.79%，非流动负债占比为40.21%，流动负债占比较年初上升16.97个百分点，以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债6.51亿元，较年初增长150.12%，主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要以短期借款（占比69.08%）、应付账款（占比10.20%）和一年内到期的非流动负债（占比12.36%）为主。

截至2017年底，公司短期借款为4.50亿元，较年初大幅增加3.11亿元，主要系公司为扩张锂电池隔膜产能的融资需求所致。公司短期借款主要由抵押借款（占比15.87%）、保证借款（占比5.56%）和信用借款（占比78.57%）构成。

截止2017年底，公司应付账款0.66亿元，较年初大幅增加0.47亿元，主要系应付设备款增加所致。公司应付账款账龄全部在1年以内。

截止2017年底，公司一年内到期的非流动负债0.81亿元，较年初大幅增长192.73%。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占比59.01%）和一年内到期的长期应付款（占比40.99%）构成。

截至2017年底，公司非流动负债合计4.38亿元，较年初增长25.95%，主要系长期借款大幅增

长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 27.12%）、长期应付款（占比 55.17%）和递延收益（占比 17.71%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 1.19 亿元，较年初大幅增长 187.88%，主要系公司为扩张锂电池隔膜产能的融资需求所致。从偿还期限来看，公司长期借款未来 1 年到期 0.53 亿元，未来 1~2 年到期 0.40 亿元，未来 2~3 年到期 0.25 亿元；借款偿还期限较为分散，集中偿付压力较小。

截至 2017 年底，公司长期应付款 2.42 亿元，较年初略微下降 0.24%。2017 年，偿还湿法隔膜生产项目借款 2,300.00 万元；新增“借转补”专项政策扶持资金 2,260.00 万元，该资金为子公司合肥星源新能源材料有限公司取得的战略性新兴产业集聚发展基地专项资金，预拨资金转为补助资金的具体金额需经有关部门组织验收合格且绩效考核通过后才能确定。偿还期限来看，公司未来 1~2 年应偿还 0.42 亿元，借款偿还期限较为分散，集中偿付压力较小。

截至 2017 年底，公司递延收益 0.78 亿元，较年初增长 20.70%，全部为政府补助。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 8.91 亿元，较年初增长 87.68%；其中短期债务占比上升 19.27 个百分点至 59.54%，长期债务占比下降至 40.46%，公司债务结构仍以短期债务为主，短期偿付压力较大，债务结构有待优化；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 45.89%、40.95%和 21.91%，较年初分别上升 13.47 个百分点、13.72 个百分点和 3.64 个百分点，整体债务负担较重，但仍处于合理水平。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 14.86 亿元，较年初增长 36.42%，主要系新发行可转换公司债券所致。公司流动负债占比较年初下降 20.70 个百分点至 39.09%，非流动负债占比上升至 60.91%，以非流动负债为主。

截至 2018 年 3 月底，全部债务合计 12.77 亿元，较年初增长 43.33%；其中短期债务占比 35.28%，长期债务占比 64.72%，主要系新发行可转换公司债券所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 52.09%、48.29%和 37.68%，较年初分别上升 6.20 个百分点、7.34 个百分点和 15.77 个百分点，整体债务负担进一步加重。

总体看，2017 年末，公司负债规模持续增长，公司整体债务负担较重，但仍处在合理水平。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 12.84 亿元，较年初增长 1.29%。其中归属于母公司的所有者权益为 12.67 亿元。归属于母公司的所有者权益中，股本 1.92 亿元，占比 15.15%；资本公积 7.37 亿元，占比 58.13%；其他综合收益 -96.83 万元，全部为外币财务报表折算差额，占比 -0.08%；盈余公积 0.63 亿元，占比 4.97%；未分配利润 2.77 亿元，占比 21.83%。资本公积占比较大，公司所有者权益结构较为稳定。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益共计 13.67 亿元，较年初增加 6.41%，主要系未分配利润增加所致，权益结构较年初变化不大。

总体看，2017 年末，公司所有者权益有所增长，其中资本公积占比较大，公司所有者权益结构较为稳定。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 5.21 亿元，较上年增长 3.09%；公司营业成本 2.57 亿元，较上年增长 29.05%，主要系子公司合肥星源进入工艺调试、费用增加所致；公司实现净利润 0.88 亿元，较上年下降 42.52%，主要系产品价格下降所致，其中归属于母公司所有者净利润为 1.07 亿元。

2017 年，公司费用总额 1.52 亿元，较上年增长 27.86%，主要系研发费用和汇兑损失增长所致。

其中销售费用 0.24 亿元（占比 15.96%）、管理费用 1.04 亿元（占比 68.28%）、财务费用 0.24 亿元（占比 15.76%），分别同比增长 12.04%、25.77%和 62.88%，其中财务费用增幅较大，主要系汇兑损失大幅增加所致。2017 年公司费用收入比 29.10%，较上年上升 5.64 个百分点，期间费用对公司利润存在一定侵蚀。

受会计政策变更影响，2017 年公司营业外收入较上年下降 80.65%，为 237.84 万元，占利润总额的比重为 2.16%，主要是政府补助（占比 86.61%）；其他收益 1,475.19 万元，占利润总额的 13.40%，全部为政府补助。公司利润对营业外收入和其他收益的依赖程度一般。

从盈利指标来看，受公司毛利率下降的影响，2017 年公司营业利润率 48.43%，较上年下降 9.94 个百分点；2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.52%、6.12%和 6.91%，较 2016 年分别下降 7.58 个百分点、7.75 个百分点和 10.16 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，较上年同期增长 43.24%，主要系销量增长所致；实现净利润 0.85 亿元，较上年同期大幅增长 1.54 倍，主要系收入和毛利增长所致；营业利润率为 51.35%。

总体看，2017 年，受到年新能源汽车补贴标准退坡和子公司合肥星源进入工艺调试、产能未全部释放的影响，公司营业收入增长较慢，利润规模及盈利水平均有所下降，整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入 4.55 亿元，较上年下降 12.16%，主要系销售商品、接受劳务收到的现金减少所致；公司经营活动现金流出 4.15 亿元，较上年增长 19.12%，主要系购买原材料等增长所致；受上述因素影响，公司经营活动现金流净流入 0.40 亿元，较上年大幅减少 76.46%。2017 年，公司现金收入比为 83.58%，较上年下降 17.74 个百分点，收入实现质量大幅下降。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入 5.18 万元，较上年下降 35.46%，全部为处置资产收回的现金；公司投资活动现金流出 5.34 亿元，较上年大幅增长 96.39%，主要系公司构建固定资产所致；受上述因素影响，公司投资活动现金净流出 5.34 亿元，较上年净流出增长 96.42%。

从筹资活动看，2017 年公司筹资活动现金流入 10.37 亿元，与上年相比较为平稳；公司筹资活动现金流出 6.64 亿元，较上年大幅增长 1.23 倍，主要为偿还债务支付的现金；公司筹资活动现金净流入 3.73 亿元，较上年减少 52.02%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 0.90 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -0.64 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 3.42 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流量呈净流入状态，但流入规模有所下降；收入实现质量较上年有所下降；公司投资活动现金流仍呈净流出状态，同时考虑到公司经营活动现金流入规模较小，公司存在较大外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别由 2016 年底的 4.11 倍和 3.94 倍下降至 1.68 倍和 1.60 倍；受经营性净现金流下降和流动负债增加的影响，公司经营现金流流动负债比率由 65.16% 下降至 6.13%，经营现金流对流动负债的保障程度较弱；受货币资金下降及短期债务大幅增长的影响，2017 年，公司现金短期债务比从 2016 年的 4.42 倍下降至 1.46 倍，现金类资产对短期债务的保障程度大幅下降，但仍有所保障。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 1.94 亿元，同比下降 21.65%，主要系利润总

额下降所致；其中折旧、计入财务费用的利息支出和利润总额分别占 EBITDA 的 31.37%、10.28% 和 56.73%，2017 年公司 EBITDA 以利润总额为主。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.52 倍下降至 0.22 倍，EBITDA 对全部债务保障能力一般；EBITDA 利息倍数由上年的 15.40 倍下降至 7.97 倍，EBITDA 对利息的保障程度较高，公司长期偿债能力较强。

截至2017年底，公司无对外担保事项。

截至2018年3月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至2018年3月底，公司获得21.60亿元银行授信额度，未使用额度11.30亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信报告（机构信用代码 G1044030501794420Q），截至2018年5月3日，公司已结清和未结清贷款均无不良信贷记录。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，2018年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 11.21 亿元，约为“星源转债”本金合计（4.80 亿元）的 2.34 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 13.67 亿元，约为债券本金（4.80 亿元）的 2.85 倍，公司的现金类资产和净资产能够对“星源转债”的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 1.94 亿元，约为“星源转债”本金合计（4.80 亿元）的 0.40 倍，公司 EBITDA 对“星源转债”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入4.55亿元，约为“星源转债”本金合计（4.80亿元）的0.95倍，公司经营活动现金流入量对“星源转债”的覆盖程度较低。

综合以上分析，并考虑到公司行业地位、技术水平、在建项目前景方面所具备的优势，公司认为“星源转债”的偿还能力很强。

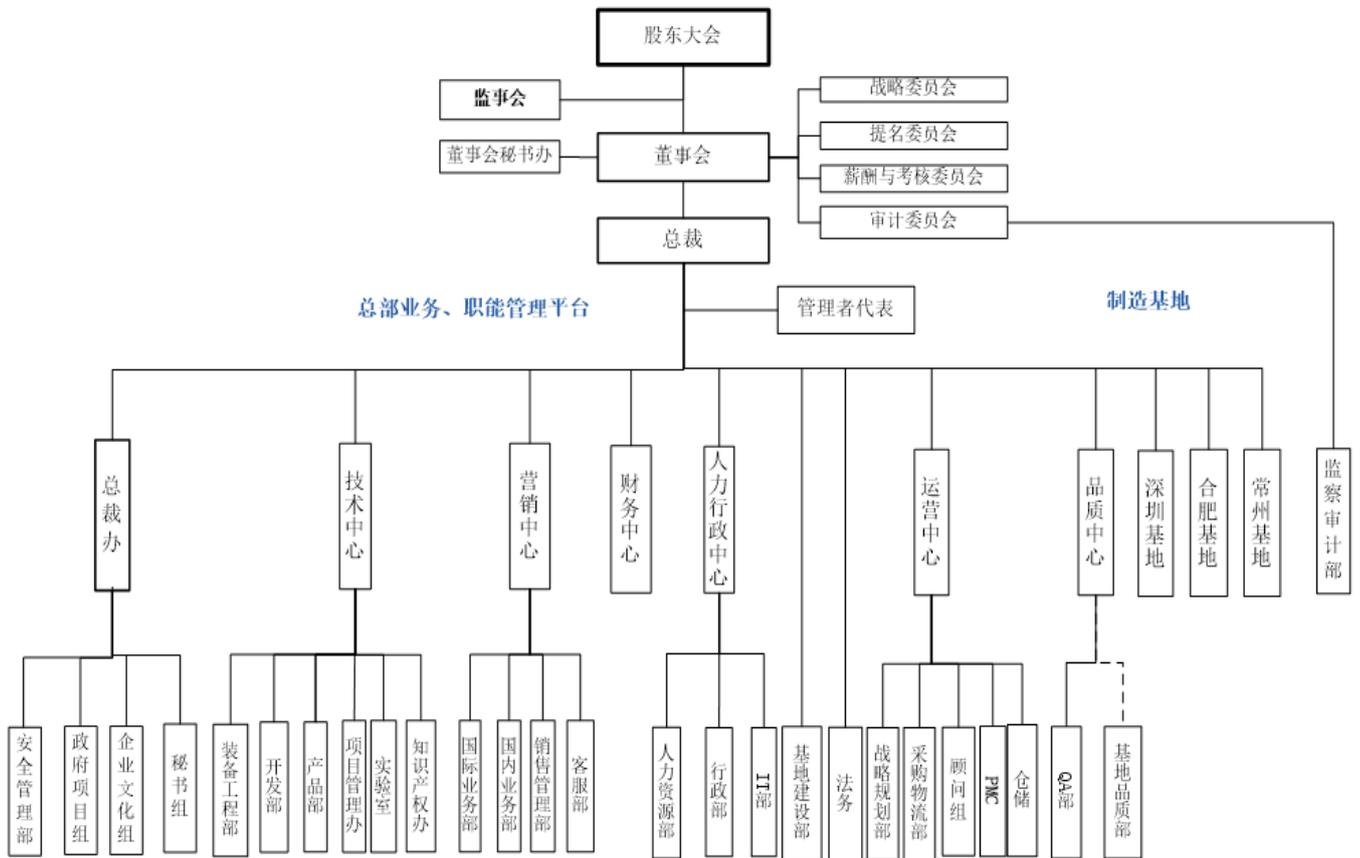
八、综合评价

跟踪期内，公司作为全国锂离子电池隔膜行业领军企业，在技术水平、行业地位、市场认可度、产能规模等方面继续保持竞争优势；公司收入稳步增长，主营业务毛利率较高，直接融资渠道畅通。同时，联合评级也关注到公司所处行业竞争激烈、产品价格呈下降趋势，有息债务规模增长较快，在建项目投资规模较大以及收入实现质量一般等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建湿法隔膜生产线以及多功能涂覆隔膜生产线的投产，公司产能和产品质量均将得到提高，产品类型也将更加丰富，公司收入及盈利水平有望获得提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA-”，评级展望维持“稳定”；同时维持“星源转债”的债项信用等级为“AA”

附件 1 深圳市星源材质科技股份有限公司组织结构图



附件 2 深圳市星源材质科技股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	18.76	23.74	28.53
所有者权益 (亿元)	12.68	12.84	13.67
短期债务 (亿元)	1.91	5.30	4.50
长期债务 (亿元)	2.83	3.60	8.26
全部债务 (亿元)	4.75	8.91	12.77
营业收入 (亿元)	5.06	5.21	1.72
净利润 (亿元)	1.53	0.88	0.85
EBITDA (亿元)	2.48	1.94	--
经营性净现金流 (亿元)	1.70	0.40	0.90
应收账款周转次数 (次)	2.91	2.51	--
存货周转次数 (次)	5.43	5.16	--
总资产周转次数 (次)	0.36	0.25	0.07
现金收入比率 (%)	101.32	83.58	89.11
总资本收益率 (%)	13.09	5.52	--
总资产报酬率 (%)	13.87	6.12	--
净资产收益率 (%)	17.07	6.91	6.41
营业利润率 (%)	58.77	48.83	51.35
费用收入比 (%)	23.46	29.10	21.53
资产负债率 (%)	32.41	45.89	52.09
全部债务资本化比率 (%)	27.23	40.95	48.29
长期债务资本化比率 (%)	18.27	21.91	37.68
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.40	7.97	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.22	--
流动比率 (倍)	4.11	1.68	2.68
速动比率 (倍)	3.94	1.60	2.56
现金短期债务比 (倍)	4.42	1.46	2.49
经营现金流动负债比率 (%)	65.16	6.13	15.51
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.52	0.40	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、公司 2018 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化，未予列示；5、长期应付款已计入长期债务。

附件3 计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业总成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业总收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加)/营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业总收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

 长期债务=长期借款+应付债券

 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

 全部债务=长期债务+短期债务

 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级