

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)2018 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【2018】跟踪第
【558】号 02

债券简称：16 沃尔 01

增信方式：保证担保

担保主体：
深圳市中小企业信用融
资担保集团有限公司

债券剩余规模：3 亿元

债券到期日期：
2019 年 07 月 22 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 宋根南

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 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 2018 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
本期债券信用等级	AAA	AAA ¹
发行主体长期信用等级	AA	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 15 日	2017 年 4 月 25 日

评级观点：

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”，股票代码：002130）及其 2016 年 07 月 22 日面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2018 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上调为 AA，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于：公司营业收入和盈利水平增长较快且业务趋于多元化，公司若顺利收购长园电子（集团）有限公司（以下简称“长园电子”），有利于提升公司在热缩材料行业地位并增强公司盈利能力，深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深中小担”）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新能源产品盈利较差，由盈转亏，且仍存在一定的资金压力，有息债务持续攀升，偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 公司营业收入和利润水平实现双增长。受益于市场推广力度的增强及产品提价等因素，2017 年，公司分别实现营业收入、净利润 257,967.65 万元、16,718.10 万元，同比分别增长 38.43%、57.65%，增速较快。此外，2018 年 6 月 7 日长园电子已完成工商变更登记手续，公司持有其 75% 股权，随着该项交易的完成，预计将进一步增厚公司利润水平。

1. 深中小担主体级别于 2017 年 10 月 26 日上调为 AAA，故鹏元于 2017 年 11 月 3 日将本期债券信用等级由 AA+ 上调至 AAA。

- **公司业务趋于多元化，业务收入的稳定性增强。**公司收入主要来源于电子、电力及电线电缆产品，2017 年占营业收入比重分别为 28.86%、18.52%、49.12%，近年业务结构相对稳定。此外，由于青岛风电场于 2017 年 10 月正式投入运营，2017 年新增风电收入 2,910.44 万元，2018 年 1-3 月攀升至 3,311.11 万元；2017 年，新能源产品收入大幅增加至 12,334.63 万元，随着风电项目和新能源产品的逐步完善，公司业务日益趋于多元化，有利于分散经营风险。
- **公司若顺利收购长园电子，有利于提升公司在热缩材料行业地位并增强公司盈利能力。**2018 年 6 月 7 日，长园电子已完成工商变更登记手续，公司持有其 75% 股权，长园电子在国内热缩材料领域具有较强的竞争实力，若该项交易顺利完成，将提升公司在热缩领域的竞争地位并增强盈利能力。
- **保证担保为本期债券的本息偿还继续提供较好保障。**深中小担经营状况稳定，经鹏元综合评定深中小担主体长期信用等级为 AAA，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有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司新能源产品盈利能力较差。**受新能源汽车补贴逐步退坡，新能源汽车相关配件产品价格走低，公司新能源产品盈利能力大幅下滑，2017 年深圳市沃尔新能源电气科技股份有限公司（以下简称“沃尔新能源”）实现收入 12,334.63 万元，亏损 2,069.42 万元。
- **存在一定的资金压力。**近年经营活动现金流存在波动且净流入规模不大，截至 2017 年末公司风电、常州沃尔二期厂房等主要在建项目尚需投资 85,929.63 万元，规模较大，未来公司面临一定的资金压力。
- **有息债务持续攀升，偿债压力较大。**截至 2017 年末公司有息债务增加至 258,858.43 万元，同比增长 25.27%，而随着短期借款的增加，2018 年 3 月末公司有息债务攀升至 299,434.56 万元，资产负债率也提升至 57.59%，较 2016 年增长 7 个百分点，偿债压力较大。

公司主要财务指标:

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	663,211.41	623,026.19	536,039.17	367,287.89
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	277,739.10	274,856.91	262,022.30	169,189.64
有息债务 (万元)	299,434.56	258,858.43	206,632.91	148,374.13
资产负债率	57.59%	55.29%	50.59%	53.55%
流动比率	0.88	0.87	1.33	0.93
速动比率	0.70	0.68	1.07	0.74
营业收入 (万元)	56,340.36	257,967.65	186,335.47	162,142.21
投资收益 (万元)	147.92	7,295.31	3,243.67	56,302.72
营业利润 (万元)	2,733.24	18,084.30	7,466.89	64,399.37
扣除非经常性损益后净利润 (万元)	1,399.73	9,420.13	8,354.62	8,509.85
综合毛利率	29.44%	29.27%	30.92%	30.58%
总资产回报率	-	5.24%	4.68%	23.54%
EBITDA (万元)	-	41,817.61	30,413.56	82,645.09
EBITDA 利息保障倍数	-	3.18	2.79	9.71
经营活动现金净额 (万元)	4,858.36	14,959.91	4,753.15	5,073.81

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季报, 鹏元整理

深中小担主要财务指标:

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	1,131,732.77	613,407.39	532,559.52
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	971,422.12	281,231.56	257,644.37
期末在保责任余额 (万元) *	3,242,149	1,945,196	1,793,431
担保风险准备金 (万元) *	42,661.30	39,928.69	36,421.71
融资性担保净资产放大倍数*	7.28	3.56	3.49
当期担保代偿率*	0.32%	0.28%	0.30%

注: 标*指标最新数据口径为2017年9月30日。

资料来源: 深中小担提供

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年7月22日发行3年期3亿元公司债券，募集资金用于补充流动资金。截至2017年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2017年末，公司注册资本和实收资本均为126,231.91万元，控股股东和实际控制人均为周和平，持有公司27.47%的股权，且质押股票数量占所持公司股票总额的比例为69.99%，比例较高。

2017年5月，根据公司股东大会审议通过的《2016年年度利润分配方案》，决定通过资本公积转增股本62,622.95万股；2017年3、5月，根据公司股东大会和董事会通过的《关于公司 2017 年股权激励计划（草案）》、《调整激励2017年股权激励计划激励对象名单、授予数量及价格的议案》，决定授予限制性股票986.00万股。上述两事项合计共增加公司股本63,608.95万股，故截至2017年末，公司注册资本和实收资本均增加至126,231.91万元。

表1 截至 2017 年末公司注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	2017 年	2016 年
注册资本	126,231.91 万元	62,622.95 万元
实收资本	126,231.91 万元	62,622.95 万元
控股股东	周和平	周和平
控股股东持股比例	27.47%	24.64%
实际控制人	周和平	周和平

资料来源：2016-2017 年年报，鹏元整理

2017年，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。2017年，公司以大宗交易方式分别受让了人中国对外经济贸易信托有限公司-万博稳健2期证券投资集合资金信托计划等四期信托计划持有的长园集团股份有限公司股票，故上述四期信托计划不再纳入公司合并范围，具体情况见表2。

表2 2017 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

不再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	不再纳入合并范围原因
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	受让清算

外贸信托-万博稳健 7 期 证券投资集合资金信托计划	100.00%	-	信托产品	受让清算
外贸信托-万博稳健 9 期 证券投资集合资金信托计划	100.00%	-	信托产品	受让清算
外贸信托-万博稳健 10 期 证券投资集合资金信托计划	100.00%	-	信托产品	受让清算

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为623,026.19万元，归属于母公司的所有者权益为274,856.91万元，资产负债率为55.29%；2017年度，公司实现营业收入257,967.65万元，利润总额18,037.52万元，经营活动现金流净额14,959.91万元。

截至2018年3月末，公司资产总额为663,211.41万元，归属于母公司的所有者权益为277,739.10万元，资产负债率为57.59%；2018年1-3月，公司实现营业收入56,340.36万元，利润总额2,893.53万元，经营活动现金流净额4,858.36万元。

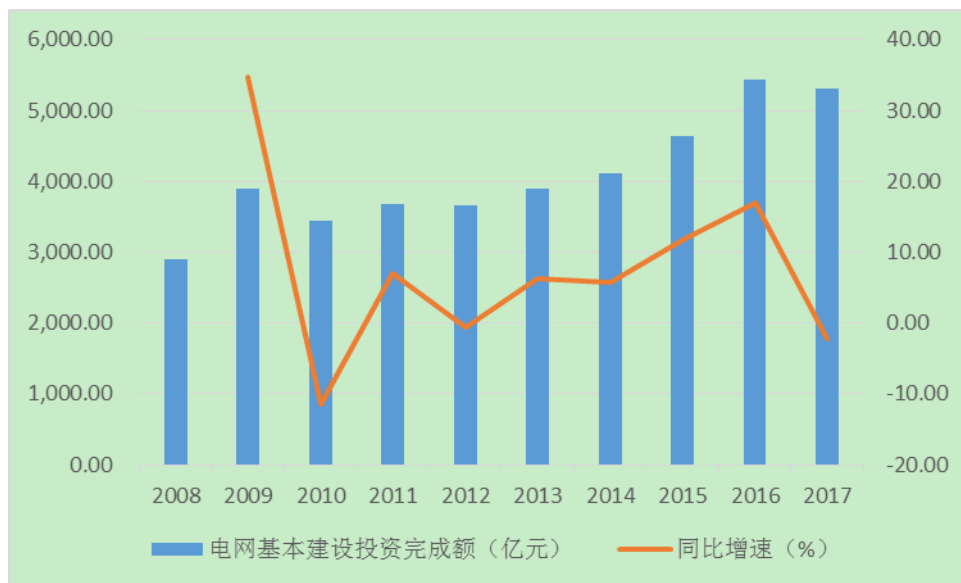
三、运营环境

热缩材料应用范围广且受到国家政策支持，具备较好的发展前景，但受汽车、电力、通讯等下游行业增速放缓影响，短期内市场需求难有大规模增长

热缩材料是指加热到一定温度能收缩变小的材料，其又称“辐射交联热收缩材料”或“高分子形状记忆材料”，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。热缩材料凭借其电绝缘性、阻燃性、记忆性及防腐防潮的物理化学性能被广泛运用在电子、电力、汽车、通讯、新能源、轨道交通等行业，均为国家重点支持和发展的行业，但受到国家经济结构调整、需求过剩以及投资放缓等因素影响，近年汽车、电力等行业发展增速有所放缓，对热缩材料需求减弱。

2017 年，我国汽车产销量分别为 2,994.20 万辆、2,956.68 万辆，同比分别增长 6.20%、6.09%，增速同比下降了 7.3 个百分点和 6.46 个百分点，主要系随着短期需求端刺激政策的逐步弱化所致。此外，随着 2016 年 12 月财政部、科技部、工信部及发改委共同发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》逐步落实执行，新能源汽车补贴大幅减少，预计短期内我国新能源汽车难有大幅增长。在电力方面，2017 年，我国电网基本建设投资完成额为 5,314.67 亿元，同比下降了 2.15%，2013 年以来首次出现负增长，主要系我国经济稳中向好，使得固定资产投资放缓以及在去产能、环保政策等因素影响下，新增投资下降，落后产能去化，电力生产行业整体产能扩张速度有所放缓。

图 1 2008-2017 年我国电网基本建设投资完成额



资料来源：Wind，鹏元整理

新材料作为国民经济先导产业和高端制造、国防工业的重要保障，而我国新材料产业起步晚、底子薄，仍处于发展初期。我国高度重视新材料产业发展，目前通过纲领性文件、指导性文件、规划发展目标与任务等构筑起新材料发展政策金字塔，予以全产业链、全方位的指导。其中，《中国制造 2025》和《中国制造 2025 重点领域技术路线图》明确提出以高性能结构材料、功能性结构材料等新材料为发展重点，并积极发展军民共用特种新材料，促进新材料产业军民融合发展。热缩材料是高分子材料与辐射加工技术交叉结合的一种智能型材料，可广泛用于核工业、航空航天等领域，具有广阔的应用前景。2017 年 1 月，工业和信息化部联合发展改革委、科技部、财政部联合发布了《新材料产业发展指南》（以下简称“指南”），指南指出要推进材料先行、产用结合，着力构建以企业为主体、以高校和科研机构为支撑、军民深度融合、产学研用协同促进的新材料产业体系。国家对相关产业的政策支持为热缩材料等新产业的快速发展提供了难得的机遇和挑战。

总体而言，热缩材料作为新材料的重要组成部分，受到国家相关政策的支持力度较大，发展前景较好，但由于电力、汽车等下游行业发展放缓，短期内增长空间有限。

2017 年我国电线电缆行业集中度仍较低，且主要以低端产品为主；在铜材价格上涨及电力、房地产项目开发进度放缓等影响下，电线电缆行业指数较低迷

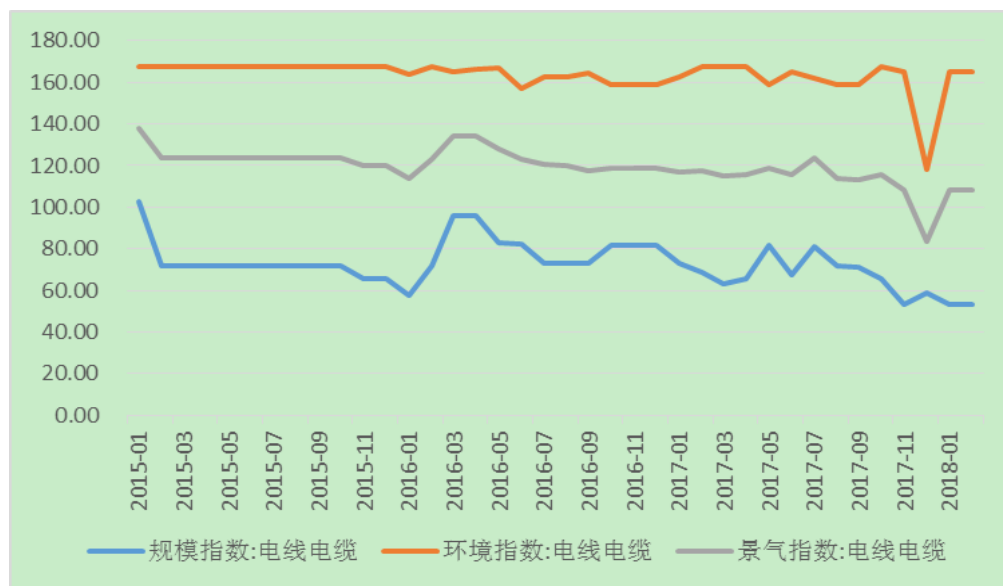
由于电线电缆行业的门槛很低，造成了国内生产电线电缆的厂家繁多，近年随着电力行业的快速发展，我国电线电缆生产企业数持续增长。根据中国产业信息网提供的数据显示，截至 2017 年末，我国电线电缆企业数为 4,009 家，同比增加 2.30%，主要以中小企业

为主，占比在 90%左右，且设备利用率在 30%-40%，远低于国际上设备利用率 70%以上的水平。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。

电线电缆产品主要原材料为铜线、铜杆等。受供给侧改革以及国际大宗商品价格上涨的影响，2017 年，电解铜价格从 45,000 元/吨上涨至 54,000 元/吨，涨幅高达 20.00%；截至 2018 年 3 月 20 日，电解铜价格仍维持在 51,375.10 元/吨的高位。由于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，2017 年电解铜价格的大幅上涨，推升了电线电缆的生产成本，压缩了生产厂商的利润空间。

此外，在去产能、环保趋严等背景下，近年电力、房地产行业投资逐步放缓。2017 年，电网基本建设投资完成额为 5,314.67 亿元，同比下降了 2.15%；2017 年，房地产竣工面积为 101,486.41 万平方米，同比下降了 4.37%。在电力、房地产等下游行业放缓影响下，2017 年，电线电缆规模、环境和景气指数均有所下滑，预示目前行业发展空间及动力不足，有待进一步提升技术、行业集中度，以扭转发展颓势。

图 2 电线电缆行业的相关指数表现



资料来源：Wind，鹏元整理

2017 年弃风限电形势有所改善，但随着补贴逐步退坡，平价上网临近，后续风电企业运营压力较大

由于我国风电资源地域与用电区域不匹配，西北等地区资源丰富，远离电力负荷中心，用电增速低、消纳能力弱以及风电间距的季节性特征，导致近年我国弃风现象较为严重，全国风电弃风率由 2014 年 6 月的 8.5%提升至 2016 年 9 月的 19%。受益于政策助力风电消

纳，从电力辅助、电力交易等多方面有针对性的出台政策采取措施以及特高压在建项目进程加速，使电力运输的通道更加通畅，2017 年我国弃风现象有明显改善，2017 年全国风电弃风率下降至 12%，2018 年 1-3 月又持续下滑至 8.5%，处于近三年的较低水平。弃风量也由 2016 年的 497 亿千瓦时下降至 2017 年的 419 亿千瓦时；风电利用小时数同比增长 206 小时至 1,948 小时。

山东是我国风电发展大省之一，且兼具陆上海上风电资源，主要分布于山东沿海地区、潍坊中部地区、鲁中山区以及半岛内陆丘陵等区域。受益于区域工业环境较好，用电需求较大，山东的弃风现象及弃风量均优于全国平均水平，风电项目经济效益较好。2017 年 3 月，山东弃风率及弃风量分别为 3%、1 亿千瓦时，远低于全国水平。此外，根据 2014 年 12 月 31 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》(发改价格〔2014〕3008 号)，山东省属于第 IV 类资源区风电标杆上网电价维持现行每千瓦时 0.61 元不变。但考虑到补贴缺口逐年扩大，风电上网电价补贴持续退坡，2020 年更是有望实现平价上网，加之政府补贴回款周期较长，风电设备投资规模较大，增加了风电企业的运营压力。

表3 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、伊犁哈萨克族自治州、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、伊犁哈萨克族自治州、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

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、电力产品以及电线电缆产品。2017年，公司实现营业收入257,967.65万元，同比增长38.44%，主要系受益于经济回暖，通讯、汽车等下游行业对电子、电线电缆等产品需求增加以及公司加大产品推广力度所致；其中，电子、电力、及电线电缆收入占营业收入的比

重分别为28.86%、18.52%、49.12%，是公司收入的主要来源。

毛利率方面，受益于部分高端电子产品提价，2017年电子产品毛利率同比增长1.75个百分点，而由于低价中标，导致2017年电力产品毛利率同比下降了2.40个百分点；铜线等原材料采购成本增长及新能源产品价格下滑，导致2017年公司电线电缆产品毛利率同比下滑了1.06个百分点。受上述因素影响，2017年公司毛利率同比下降了1.65个百分点，为29.27%；2018年1-3月，公司毛利率小幅回升至29.44%。

表4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
电子产品	15,005.06	36.96%	74,442.14	39.77%	57,625.57	38.02%
电力产品	9,724.81	38.34%	47,777.74	44.09%	43,419.52	46.49%
电线电缆产品	26,654.77	16.52%	126,716.01	14.84%	82,138.54	15.90%
其他	4,955.72	59.73%	9,031.76	66.89%	3,151.84	78.01%
合计	56,340.36	29.44%	257,967.65	29.27%	186,335.47	30.92%

注：风电、新能源产品收入分别纳入其他、电线电缆中进行核算。

资料来源：公司2016、2017年年报及公司提供，鹏元整理

受益于公司产品推广力度增强及相关产品市场持续回暖向好，2017年公司主要产品产销量均有提升，营业收入增长较快，但盈利能力有所削弱

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，电子、电力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，而电线电缆产品主要集中在惠州的乐庭电线工业（惠州）有限公司生产。

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。

受益于公司销售力度的加大及市场对电子、电线电缆等产品需求持续回升，使得2017年公司电子、电力等主要产品产销量同比均有所回升，其中电子、电线电缆产品销量同比分别增长24.46%、28.57%，增长较快。在销量快速增长的带动下，2017年公司电子、电力、电线电缆产品收入同比分别增长29.18%、10.04%、54.27%。

表5 2016-2017年公司产品产销量情况

按产品分类	2017年			2016年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品（亿米）	20.59	19.64	95.39%	15.67	15.78	100.70%
电力产品（万套）	217.24	210.66	96.97%	185.90	181.96	97.88%

线路保护产品（亿只）	2.18	2.13	97.71%	1.33	1.33	100.00%
电线电缆产品（亿米）	20.07	20.16	100.45%	16.30	15.68	96.20%
新能源产品（万只）	73.89	66.98	90.65%	9.95	9.01	90.55%

资料来源：公司提供

销售价格方面，2017年电子、电力产品销售均价分别为0.36元/米、226.80元/套，较上年分别下降了5.26%、18.69%，其中电力产品均价下滑幅度较大，主要系通过低价中标方式增加订单所致，而电子产品销售均价下滑主要系低价产品销售规模较大所致；由于原材料铜采购成本持续攀升，2017年公司电线电缆销售均价也随之较上年增加了21.15%，但仍滞后于采购成本的上涨幅度。在产品价格下滑及采购成本攀升的影响下，2017年公司电力、电线电缆产品毛利率分别为44.09%、14.84%，同比分别下滑了2.40个百分点、1.06个百分点；而由于公司部分中高端电子产品提价，2017年公司电子产品毛利率为39.77%，同比增长1.75个百分点。公司新能源产品主要包括新能源充电枪、连接器、叠层母排及新能源汽车线束系列产品，由于深圳坪山沃尔工业园区三期生产线的逐步完善，相关产品产能扩张较快，使得各产品产量增加，但由于产品价格的下降及产品结构的变化，导致2017年公司新能源产品均价同比下滑了58.04%。

表6 2016-2017 年公司产品的均价

项目	2017 年	2016 年
电子产品（元/米）	0.36	0.38
电力产品（元/套）	226.80	278.92
线路保护产品（元/只）	0.20	0.21
电线电缆产品（元/米）	0.63	0.52
新能源产品（元/只）	176.90	421.62

资料来源：公司提供

销售区域方面，2017年公司仍以国内市场为主，且主要分布于华东、华南地区，2017年华东、华南地区实现营业收入107,585.63万元、49,448.87万元，占营业收入比重分别为41.71%、19.17%；随着电线电缆、电子产品的出口增加，2017年公司海外地区实现收入41,333.00万元，同比大幅增长58.52%，占营业收入的比重也由13.99%提升至16.02%。毛利率方面，由于华东市场主要以电力产品为主，当中标订单价格较低，而为扩大海外市场估摸，价格优惠等力度较大，导致2017年华东、海外地区毛利率同比分别下滑了9.37个百分点、10.93个百分点。

表7 2016-2017 年公司营业收入地区分布情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
华南地区	107,585.63	34.19%	90,949.72	30.95%

华东地区	49,448.87	26.58%	35,201.30	35.95%
海外地区	41,333.00	21.84%	26,074.54	32.77%
其他地区	59,600.14	27.78%	34,109.91	24.23%
合计	257,967.65	29.27%	186,335.47	30.92%

资料来源：公司2016、2017年年报，鹏元整理

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较低，客户类型分散，不存在严重依赖个别客户的情形，有利于公司经营的稳定性。

表 8 2016-2017 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
2017 年	华为技术有限公司	11,286.57	4.38%
	NPRIME INTERNATIONAL PTE.LTD.	3,885.07	1.51%
	东莞讯滔电子有限公司	3,631.66	1.41%
	惠州汇聚电线制品有限公司	3,274.80	1.27%
	珠海光纬金电科技有限公司	3,091.07	1.20%
	合计	25,169.07	9.77%
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%

资料来源：公司提供

2017年公司各产品产能及产能利用率均有所提升；2017年公司新增江苏常州沃尔工业园二期工程，后续投资规模较大，新增产能能否消化具有不确定性

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2017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。

受益于部分项目技改及购置新机器，2017年公司电子、电力等产品产能同比均有所增加。受益于宏观经济持续向好，市场回暖，各类热缩产品需求增加，进而使得各主要产品的产量和产能利用率均有较大幅度的提升，2017年电子、电力、电线电缆产品的产能利用率分别为88.37%、92.50%、91.23%。

表 9 2016-2017 年公司产品年产能、产量及产能利用率情况

按产品分类	2017 年			2016 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）	23.30	20.59	88.37%	22.57	15.67	69.43%

电力产品（万套）	234.85	217.24	92.50%	229.81	185.90	80.89%
线路保护产品（亿只）	3.00	2.18	72.67%	2.51	1.33	52.99%
电线电缆产品（亿米）	22.00	20.07	91.23%	20.00	16.30	81.50%
新能源产品（万只）	120.00	73.89	61.58%	15.6	9.95	63.78%

资料来源：公司提供

目前公司主要在建厂房项目为天津沃尔法二期厂房、常州沃尔二期厂房，上述两项目预计总投资合计为65,223.40万元，2017年末累计完成投资5,893.12万元，尚需投资59,330.28万元，其中天津沃尔法二期厂房已接近完工，而常州沃尔二期厂房工程进度仅为10%。天津沃尔法二期厂房主要生产母排等电力为主，而常州沃尔二期厂房将打造为公司另一生产电线电缆产品基地，若该项目建成投产，将大幅增加公司电线电缆产能，新增产能能否得以消化具有不确定性。

表 10 截至 2017 年末公司主要产品在建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	累计已投资	预计完工时间	预计新增产能
天津沃尔法二期厂房	3,261.40	2,437.94	2018-8-30	电力产品 1.2 万套/年
常州沃尔二期厂房	61,962.00	3,455.18	2018-6-30	电线电缆 7.69 亿米/年
合计	65,223.40	5,893.12	-	-

资料来源：公司提供

随着深圳坪山沃尔工业园区三期的逐步完善，公司新能源产品产能得以大幅提升，2017年末公司新能源产品年产能达120万只，较上年增长近6.7倍；产能利用率由2016年的63.78%下降至2017年的61.58%，在当期新能源汽车补贴退坡，新能源产品价格走低，公司新增的新能源产品产能消化问题较为严峻。

公司成本构成仍保持稳定，但大部分原材料采购成本增加，运营压力增大

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。在产品成本构成中，主要以原材料成本为主，2017年占比79.57%，较上年提升了2.19个百分点。

表 11 2016-2017 年产品成本构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	143,455.08	78.62%	99,667.56	77.43%
人工	20,204.03	11.07%	14,530.10	11.29%
制造费用	15,805.08	8.66%	13,830.43	10.74%
其他	2,990.79	1.64%	693.10	0.54%
合计	182,454.99	100.00%	128,721.18	100.00%

资料来源：公司2017年年报

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。具体分产品来看，随着电解铜价格的攀升，2017年公司铜采购成本同比增长了29.02%，至4.89万元/吨；由于石油价格的触底回升，EVA14-2、粒状十溴二苯乙烷等石油附属品价格也随之上涨，2017年上述原材料采购均价分别为10.37万元/吨、36.16万元/吨，同比增长7.80%、13.11%。

表 12 2016-2017 年主要原材料采购情况（单位：万元、万元/吨）

原材料名称	2017 年			2016 年		
	采购额	占比	均价	采购额	占比	均价
铜	56,343.93	36.75%	4.89	44,912.40	41.69%	3.79
EVA14-2	6,555.75	4.28%	10.37	5,455.52	5.06%	9.62
粒状十溴二苯乙烷	1,713.38	1.12%	36.16	1,245.03	1.16%	31.97
硅橡胶.A/B 胶	1,235.91	0.81%	54.70	867.21	0.80%	55.22
氢氧化镁	737.30	0.48%	2.68	839.62	0.78%	2.68
聚乙烯弹性体 7256	499.12	0.33%	9.45	710.93	0.66%	12.75
L-1 磷	1,013.35	0.66%	20.94	639.83	0.59%	16.23

资料来源：公司提供

经过多年的经营，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物资装备销售中心，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。由于公司以持有的深圳中广核沃尔辐照技术有限公司（以下简称“中广核沃尔”）40%股权认购了中广核技术发展股份有限公司非公开发行股票，和中广核沃尔已不存在关联关系，在账期、支付方式方面的优惠力度减弱，故公司不再与其合作，导致2017年公司前五大供应商采购占比同比下降了6.05个百分点，为21.81%，集中度有所分散。

表 13 2016-2017 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
2017 年	惠州市华晟电子线材有限公司	9,191.58	6.00%
	惠州德晋昌光电科技有限公司	7,068.22	4.61%
	北京东方石油化工有限公司物资装备销售中心	6,554.62	4.28%
	江苏江润铜业有限公司	5,680.87	3.71%
	铜陵市金汇来铜业有限公司	4,915.35	3.21%
	合计	33,410.63	21.81%
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物资装备销售中心	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%

资料来源：公司提供

随着风电项目投入运营及新能源产品产能释放，2017年公司新能源产品收入大幅增加，但由于新能源产品价格的下滑，该业务产品出现亏损

公司的风电项目主要由青岛沃尔新源风力发电有限公司（以下简称“青岛沃尔”）负责运营。截至2017年末，青岛沃尔资产总额为111,421.26万元，所有者权益为70,943.50万元；2017年度，实现收入2,910.44万元，净利润1,340.47万元。

目前，公司风电项目主要由青岛风电和融丰风电组成。青岛风电一期山东莱西东大寨风电场项目和山东莱西河头店风电场项目完成投产工作，全部风力发电机组已于2017年9月预验收合格，设备预验收合格后青岛风电一期项目进入正式运营阶段。2017年10-12月，青岛风电一期共计装机容量为9.6万千瓦，发电量与上网电量合计分别为0.82亿千瓦时、0.79亿千瓦时，上网电价为0.61元/千瓦时（含税）。截至2017年末，公司风电工程预计总投资125,938.64万元，尚需至少投资26,599.35万元。

融丰风电项目总装机容量为48MW，位于内蒙古锡林郭勒盟，于2017年12月18日收到了内蒙古电力（集团）有限责任公司系统运行部（调试中心）下发的《内蒙古电网基建、改建、扩建设备投入运行批准书》（编号：DJ2017-078），目前处于连续 240 小时试运行考核，待考核合格后即可投入运营。

2018年1-3月，公司实现风电收入3,311.11万元，毛利率为76.28%，随着公司风电项目逐步投入运营，将丰富公司收入来源，成为利润新的增长点。

表 14 2017 年青岛风电一期项目情况

项目	山东莱西东大寨风电场	山东莱西河头店风电场
风电装机容量（万千瓦）	4.8	4.8
发电量（亿千瓦时）	0.43	0.38
上网电量（亿千瓦时）	0.42	0.37
风电平均上网电价（元/千瓦时）	0.61（含税）	0.61（含税）
风电设备平均利用小时（时）	900	772

资料来源：公司提供

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。公司新能源汽车产品主要由沃尔新能源负责运营。截至2017年末沃尔新能源资产总额为20,148.86万元，所有者权益5,865.42万元；由于新能源汽车补贴逐步退坡、新能源车企发展受限，公司为消

化新增产能，采取低价销售措施，使得收入大幅增加但却处于亏损状态。2017年，公司新能源产品产销量分别为73.89万只、66.98万只，同比分别大幅提升642.61%、643.40%，但销售均价从2016年的421.62元/只下降至2017年的176.9元/只，下降幅度为58.04%。受此影响，2017年沃尔新能源实现营业收入12,334.63万元，净利润亏损2,069.42万元。面对新能源产品价格下滑情况，公司预计将通过增强产品研发能力，调整产品结构，主要生产连接器等产品，客户以线速厂等中间生产商为主，降低直接与终端车企交易份额，并加强账期与成本管理，降低坏账风险等。但考虑到新能源汽车行业短期内难有改善，公司该业务运营改善压力较大。

若公司完成长园电子收购，将增强公司在热缩产品领域优势地位，提升公司收入和利润水平

在深圳证券期货业纠纷调解中心的组织下，2018年1月，公司与长园集团股份有限公司（以下简称“长园集团”）签署了《长园集团股份有限公司与深圳市沃尔核材股份有限公司之和解协议》（以下简称“《和解协议》”）、《长园集团股份有限公司与深圳市沃尔核材股份有限公司之和解协议的补充协议》（以下简称“《补充协议》”）。根据《和解协议》和《补充协议》约定，公司同意以协议转让的方式向山东科兴药业有限公司（以下简称“科兴药业”）转让其持有的长园集团无限售流通股7,400万股，转让价格为16.8元/股，合计交易金额为12.43亿元，而长园集团同意向公司转让长园电子75%的股权，初步估值为11.93亿元。

长园电子成立于1993年，是国内最早研发、生产热缩套管新材料的企业，也是中国热缩材料行业协会和中国热缩材料标准委员会依托单位，旗下子公司是国家级高新技术企业，部分子公司还是国家火炬计划重点高新技术企业，拥有200多项专利，技术实力雄厚。在原材料采购、母料配方方面，长园电子也具有较强的成本优势。若顺利收购长园电子，公司可将其相关产品扩展至核电、航空航天、轨道交通及新能源汽车等领域，完善上下游产业链，有利于公司提升核技术辐射改性材料领域的自主创新能力和竞争力。

根据和解协议和补充协议，若该交易完成长园集团将不能再从事热缩材料业务，这将进一步提升公司在热缩行业的优势地位，提升公司盈利能力和收入水平。根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的长园电子2017年审计报告，截至2017年末长园电子资产总额为94,020.86万元，归属于母公司所有者权益为37,078.04万元；2017年度营业收入为91,232.81万元，净利润为10,380.57万元。

表 15 2016-2017 年长园电子主要财务指标

项目	2017 年	2016 年
总资产（万元）	94,020.86	86,221.31
归属于母公司所有者权益合计（万元）	37,078.04	49,797.47
资产负债率	60.56%	42.24%
营业收入（万元）	91,232.81	76,165.95
净利润（万元）	10,380.57	8,354.24
综合毛利率	38.59%	39.20%
经营活动现金流净额（万元）	12,254.34	13,502.55

资料来源：长园电子2017年审计报告，鹏元整理

根据公司于2018年1月10日出具的《深圳市沃尔核材股份有限公司关于拟转让公司所持部分长园集团股票的公告》（以下简称“公告”），科兴药业支付公司长园集团的股份转让款采取现金分期付款的方式，其中：a.在转让合同签署后3个自然日内科兴药业向公司支付1,000万元的诚意金；b.在转让合同生效后30个自然日内且得到公司付款指令（该指令不得晚于转让合同生效后的30个自然日）后，科兴药业支付股份转让款44,000万元；c.在转让合同生效后90个自然日内且中国证券登记结算有限公司办理完成本次股票交易过户手续²后科兴药业向公司支付剩余79,320万元股份转让款。根据公司于2018年5月23日出具的《关于收到山东科兴药业有限公司部分长园集团股份转让款的公告》，公司于2018年5月22日收到科兴药业支付的股份转让款累计45,000万元。

根据公司于2018年2月14日公告的《深圳市沃尔核材股份有限公司关于购买长园电子（集团）有限公司75%股权暨关联交易的公告》，公司将分别向长园集团和罗宝投资有限公司收购所持有的长园电子共计75%的股权，并应全部满足以下条件（a.长园电子股权工商变更登记完成；b.公司取得并购贷款；c.公司取得科兴药业支付的全部股权款项；d.罗宝投资有限公司向公司转让股权事宜获得外商投资企业投资者股权变更审批部门、外汇管理审批部门的批准）之日起10个自然日，原则上应于转让协议生效之日³起120个自然日，公司向长园集团和罗宝投资有限公司分别支付款项111,284.10万元、7,965.90万元。

根据和解协议约定，公司需要收到科兴药业全部股权转让款后，方支付长园电子收购款，截至2018年5月末，公司收到科兴药业支付股份转让款45,000万元，后续款项暂未支付。根据《深圳市沃尔核材股份有限公司关于收购长园电子（集团）有限公司75%股权

² 公司在收到科兴药业支付45,000万元股份转让款后需在14个自然日内完成长园集团股份过户手续。

³ 转让协议生效应满足以下条件：1.公司与长园集团就该次交易等相关事项通过董事会及股东大会等内部批准程序；2.罗宝投资有限公司已完成有关该次交易及签署本协议的内部批准程序；3.已根据法律、法规及规范性文件的规定就本次交易通过相关政府部门的行政审批（包括但不限于经营者集中申报、外商投资企业变更审查等），上述各项生效条件之中最后成就条件的成就时间为转让协议的生效时间。2018年3月10日，公司与长园集团分别就该次交易通过了股东大会审议。

完成工商变更登记的公告》，2018年6月7日，长园电子完成工商变更登记手续并取得了深圳市市场监督管理局换发后的《营业执照》，公司持有其75%股权，成为控股股东。但公司尚未支付收购款，仍需密切关注后续事件发展。

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2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1季报，报告均采用新会计准则编制。

2017年，公司合并报表范围变动情况见表2。

根据财政部《关于印发修订〈企业会计准则第16号—政府补助〉的通知》（财会[2017]15号）的相关要求，公司将修改财务报表列报，与日常活动有关的政府补助，从利润表“营业外收入”项目调整为利润表“其他收益”项目列报，该变更不会对公司财务状况、经营成果和现金流量产生重大影响，不涉及以前年度的追溯调整。

资产结构与质量

公司总资产规模仍保持较快增长，且固定资产和权益类投资占比较高，整体资产质量尚可

2017年末，公司资产总额为623,026.19万元，同比增长16.23%，增速较快，主要系风电项目投资扩大及新增长期股权投资所致。从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，2017年末占比为67.62%。

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。2017年末，公司货币资金为36,956.08万元，其中其他货币资金4,725.70万元使用权受到限制。2017年末，公司应收票据余额为9,158.50万元，同比增长7.52%，其中银行承兑汇票占比71.55%；2017年末公司无质押的票据。2017年末，公司应收账款为89,253.61万元，同比大幅增长36.01%，主要系当期电力产品销售规模增长所致，该产品销售客户主要以电力、电网公司为主，回款时间较长，但回收风险较小；从账龄来看，2017年末账龄在1年以内的应收账款占比为95.99%；2017年末，公司累计计提坏账准备5,498.50万元。公司存货主要以原材料、产成品、自制半成品为主，2017年末账面价值为43,451.68万元，同比增长20.42%，主要系预期市场行情将持续向好，公司增加备货力度所致；由于市场行情不达预期，存货于2018年3月末攀

升至47,518.08万元。2017年末，公司计提存货跌价准备1,556.30万元，后续仍需关注市场价格对存货跌价准备的影响。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	64,094.32	9.66%	36,956.08	5.93%	54,679.10	10.20%
应收票据	5,640.96	0.85%	9,158.50	1.47%	8,518.33	1.59%
应收账款	94,423.01	14.24%	89,253.61	14.33%	65,624.88	12.24%
存货	47,518.08	7.16%	43,451.68	6.97%	36,083.99	6.73%
流动资产合计	235,314.47	35.48%	201,753.70	32.38%	185,116.65	34.53%
可供出售金融资产	10,519.35	1.59%	10,554.14	1.69%	8,800.00	1.64%
长期股权投资	185,773.46	28.01%	179,755.83	28.85%	135,862.56	25.35%
固定资产	149,769.34	22.58%	150,852.03	24.21%	86,351.84	16.11%
在建工程	44,549.73	6.72%	46,253.77	7.42%	88,814.58	16.57%
无形资产	20,102.77	3.03%	17,256.19	2.77%	17,300.38	3.23%
非流动资产合计	427,896.94	64.52%	421,272.50	67.62%	350,922.52	65.47%
资产总计	663,211.41	100.00%	623,026.19	100.00%	536,039.17	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年 1 季报，鹏元整理

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。2017年末，公司可供出售金融资产余额为10,554.14万元，同比增长19.93%，主要系公司以所持中广核沃尔40%股权认购中广核核技术发展股份有限公司非公开发行股票156.62万股所致。2017年末，公司长期股权投资为179,755.83万元，同比增长32.31%，主要系增持长园集团投资所致；2017年末，公司对长园集团投资为170,711.85万元，占比为94.97%，其中账面价值为92,205.40万元的长园集团股票用于借款抵押。但考虑到公司已与长园集团达成和解，公司将把所持有的7,400万股长园集团股票转给科兴药业，若该交易达成，公司资产结构将有所调整。公司固定资产主要以厂房及机器设备为主，2017年末为150,852.03万元，同比大幅增长74.69%，主要系账面原值为62,519.32万元的青岛风电工程一期设备完工转入所致。2017年末，用于抵押的固定资产账面价值为4,696.61万元。2017年末，公司在建工程同比大幅减少47.92%，为46,253.77万元，主要系青岛风电工程一期完工转出所致；2017年公司新增常州沃尔二期厂房项目，新增投资3,455.18万元，预计总投资61,962.00万元，是公司后续投资的重点项目。公司的无形资产主要为土地使用权和专利权，截至2017年末，无形资产账面价值为17,256.19万元，同比基本持平。

总体而言，公司资产规模保持较快增长，且固定资产和权益投资规模持续攀升，整体资产质量尚可，但考虑到公司与长园集团达成和解，若按照《和解协议》完成相关交易，

公司资产结构可能调整，需关注后续进展情况。

资产运营效率

2017年公司各项资产运营效率有所提升，但营运资金压力依然较大

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。2017年，电子、电线电缆等产品市场环境有所回暖，销售规模扩大，加之下游汽车、通讯等行业回款周期有所缩短，使得应收账款周转天数和存货周转天数同比均有所缩短。而由于公司采购数量增加，上游供应商产品基本无差异化且相对分散，故公司通过综合比对择优选取供应商，使得2017年公司应付账款拉长至78.61天。综合上述因素，2017年公司净营业周期较上年大幅缩短了16.71天至107.93天，但公司的资金运营压力仍较大。

而由于营业收入的大幅提升，虽然流动资产、固定资产和总资产有所增长，但周转天数同比均有所缩短。

表 17 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	108.07	114.11
存货周转天数	78.47	85.61
应付账款周转天数	78.61	75.08
净营业周期	107.93	124.64
流动资产周转天数	269.94	294.31
固定资产周转天数	165.51	166.67
总资产周转天数	808.75	872.61

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司营业收入增长较快，且随着风电项目投产运营及即将完成收购长园电子，有望丰富公司收入来源，扩大收入规模；但较高的期间费用侵蚀了公司利润总额，且投资收益稳定性较差

受益于电子、电力和电线电缆等市场回暖以及产品销售推广力度增强，各产品销售规模均有所扩大，2017年公司实现营业收入257,967.65万元，同比大幅增长38.44%，其中电子、电力和电线电缆产品分别实现收入74,442.14万元、47,777.74万元和126,716.01万元，同比分别增长29.18%、10.04%、54.27%，上述三者是公司收入的主要来源。随着青岛风电场于2017

年10月正式投入运营，2017年青岛沃尔实现收入2,910.44万元，净利润1,340.47万元。此外，在监管机构的协调下，公司于2017年已和长园集团达成和解，按照《和解协议》公司将收购长园电子75%的股权。根据长园电子审计报告，2017年长园电子实现收入91,232.81万元，净利润10,380.57万元，若该项交易完成，将进一步提升公司在电子产品领域的市场地位。后续随着青岛风电项目的运营逐步成熟，风电收入将成为公司利润的有效补充；若收购长园电子顺利完成，也有望进一步扩大公司热缩产品的市场份额，增厚公司利润水平。

毛利率方面，由于铜等原材料价格的持续增长以及海外市场价格优惠力度加大，导致2017年公司综合毛利率同比下滑了1.65个百分点，为29.27%。随着高毛利风电收入的提升，2018年1-3月公司综合毛利率回升至29.44%。

由于对外融资规模的增加，带来的利息支出增长以及股权激励费用的增加，2017年公司期间费用为62,218.77万元，同比增长25.79%，规模较大的期间费用一定程度上侵蚀了公司利润水平。2017年公司投资收益同比大幅增长124.91%至7,295.31万元，主要系长园集团净利润大幅增长所致，而后期随着长园集团股票的出让，投资收益将大幅减少，稳定性较差。2017年，公司营业外收入为118.03万元，同比大幅减少96.90%，主要系将部分政府补助调整至其他收益科目所致。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
营业收入	56,340.36	257,967.65	186,335.47
投资收益	147.92	7,295.31	3,243.67
营业利润	2,733.24	18,084.30	7,466.89
营业外收入	190.59	118.03	3,806.51
利润总额	2,893.53	18,037.52	10,925.96
净利润	2,737.71	16,718.10	10,604.69
扣除非经常性损益后净利润	1,399.73	9,420.13	8,354.62
综合毛利率	29.44%	29.27%	30.92%
期间费用率	25.80%	24.12%	26.54%
营业利润率	4.85%	7.01%	4.01%
总资产回报率	-	5.24%	4.68%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年 1 季报，鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金流入增加，但投资支出仍维持较高规模，对筹资活动仍存在较大依赖

受益于利润水平的提升以及应付票据、应付账款等经营性应付项目的增加使得营运资

本占用有所减少，经营活动现金生成能力进一步增强，2017年FFO为32,872.42万元，同比增长16.59%；2017年经营活动现金流净流入14,959.91万元，同比增长214.74%。

由于青岛风电工程、常州沃尔二期厂房等在建工程投入的增加以及追加对长园集团的股权投资，导致公司投资活动现金净流出额仍保持在较大规模，2017年为78,256.85万元，持续的投资活动现金净流出给公司带来了较大的资金压力。

为缓解紧张的资金局面，公司加大了银行融资力度，2017年取得银行借款收到的现金为192,374.22万元，同比增长9.03%，但由于2016年公司非公开发行股票吸收投资款84,866.55万元，故2017年筹资活动现金流净流入同比减少了60.02%，为46,674.52万元。

截至2017年末，公司风电工程、常州沃尔二期厂房等主要在建项目尚需投资85,929.63万元，规模依然较大，但公司后续融资弹性有限，未来公司面临较大的筹资压力。

表 19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	16,718.10	10,604.69
非付现费用	13,923.88	11,267.77
非经营损益	2,230.44	6,323.19
FFO	32,872.42	28,195.65
营运资本变化	-17,959.86	-23,442.49
其中：存货减少（减：增加）	-7,532.44	-11,345.28
经营性应收项目的减少（减：增加）	-28,139.71	-15,257.61
经营性应付项目的增加（减：减少）	17,712.29	3,160.40
经营活动产生的现金流量净额	14,959.91	4,753.15
投资活动产生的现金流量净额	-78,256.85	-89,931.65
筹资活动产生的现金流量净额	46,674.52	116,733.73
现金及现金等价物净增加额	-16,690.49	31,681.76

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模进一步攀升，且以短期有息债务为主，面临较大的短期刚性债务压力

由于对外融资规模扩大，2017年末公司负债总额为344,442.44万元，同比增长27.01%，而所有者权益同比小幅增长5.19%。2017年末，公司负债与所有者权益比率为123.64%，同比提升了21.24个百分点，而2018年3月末又攀升至135.78%，公司权益对负债的覆盖程度进一步削弱。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	381,924.73	344,442.44	271,193.58
所有者权益	281,286.68	278,583.75	264,845.60
负债与所有者权益比率	135.78%	123.64%	102.40%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年 1 季报，鹏元整理

从公司负债结构来看，虽仍以流动负债为主，2017年末流动负债占负债总额的比重为 67.39%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2017 年末，公司短期借款为 116,027.66 万元，其中信用借款 104,300.00 万元、保证借款 10,089.66 万元、抵质押借款 1,638.00 万元。2017 年末，应付账款为 45,835.09 万元，同比增长 35.41%，主要系风电项目完工待结算暂估的工程设备款增加所致。随着长期借款、应付债券等长期负债临近偿还期限，2017 年末新增一年内到期的非流动负债 45,037.67 万元。

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。2017 年末，公司长期借款为 54,000.00 万元，其中信用借款 9,000.00 万元，质押借款为 45,000.00 万元，质押物为所持长园集团股票。应付债券为本期债券，2017 年末余额为 29,743.33 万元，同比减少 53.82%，主要系“15 沃尔债”转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期应付款为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，2017 年末余额为 14,049.77 万元。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	157,297.91	41.19%	116,027.66	33.69%	89,431.13	32.98%
应付账款	39,252.31	10.28%	45,835.09	13.31%	33,848.63	12.48%
一年内到期的非流动负债	42,956.22	11.25%	45,037.67	13.08%	-	-
流动负债合计	268,173.03	70.22%	232,133.64	67.39%	139,247.40	51.35%
长期借款	54,000.00	14.14%	54,000.00	15.68%	32,100.00	11.84%
应付债券	29,817.42	7.81%	29,743.33	8.64%	64,401.78	23.75%
长期应付款	15,363.01	4.02%	14,049.77	4.08%	20,700.00	7.63%
非流动负债合计	113,751.70	29.78%	112,308.79	32.61%	131,946.17	48.65%
负债合计	381,924.73	100.00%	344,442.44	100.00%	271,193.58	100.00%
其中：有息债务	299,434.56	78.40%	258,858.43	75.15%	206,632.91	76.19%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年 1 季报，鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成，截至 2017 年末为 258,858.43 万元，同比增长 25.27%；2018 年 3 月末又攀升至 299,434.56 万元，占公司负债的比重为 78.40%，有息债务持续增长且规模大，其中短期有

息债务 200,254.13 万元，占有息债务的比重为 66.88%，公司面临较大的短期刚性债务压力。

表 22 截至 2017 年底公司有息债务本息偿还计划（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
本息偿还金额	167,519.81	124,975.74	3,087.13	12,996.53

资料来源：公司提供

从各项偿债指标来看，2017年末公司资产负债率为55.29%，同比增加了4.70个百分点；2018年3月末又攀升至57.59%，负债水平不断提升。由于流动负债规模大，公司流动比率和速动比率指标持续弱化。2017年，随着利润总额的大幅增长，公司EBITDA增加至41,817.61万元，同比增长37.50%，EBITDA利息保障倍数提升至3.18。

表 23 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	57.59%	55.29%	50.59%
流动比率	0.88	0.87	1.33
速动比率	0.70	0.68	1.07
EBITDA（万元）	-	41,817.61	30,413.56
EBITDA 利息保障倍数	-	3.18	2.79
有息债务/EBITDA	-	6.19	6.79

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年 1 季报，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

深中小担成立于 2000 年 4 月 4 日，为深圳市政府设立的政策性担保机构，2017 年 10 月，深中小担控股股东深圳市投资控股有限公司对公司出资 41.00 亿元，新股东深圳市龙华建设发展有限公司对公司出资 25.00 亿元，深中小担注册资本增加 36.95 亿元至 54.95 亿元，资本实力大幅提升。

深中小担以深圳市内中小企业、政策性重点扶持产业为主要服务对象，业务品种包括贷款担保、委托贷款、增信业务、保函业务、投资业务、政府专项资金担保、小额贷款和典当业务等。2016 年深中小担实现营业总收入 7.13 亿元，同比增长 23.57%，2017 年 1-9 月，深中小担实现营业总收入 6.07 亿元，为 2016 年营业总收入的 85.11%。委托贷款产生的利息收入，主要体现为深中小担其他担保业务收入，是深中小担最主要的收入来源，2016 年其他担保业务收入占深中小担营业总收入的 58.22%，占比较上年增加 5.35 个百分点。2016 年深中小担实现担保费收入 1.53 亿元，同比增长 12.68%，2017 年 1-9 月担保费收入为 1.71 亿元，完成 2016 年全年担保费收入的 111.71%。

表 24 深中小担最近两年又一期营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-9 月	2016 年	2015 年
营业总收入	60,672.61	71,289.73	57,692.17
（一）担保业务收入	57,013.56	66,801.91	51,448.39
其中：担保费收入	17,111.47	15,317.82	13,593.85
担保评审费收入	597.72	617.10	972.14
保函收入	8,256.44	9,360.43	6,378.14
其他担保业务收入	31,047.93	41,506.57	30,504.26
（二）利息收入	2,812.08	3,056.11	4,471.85
（三）手续费及佣金收入	846.96	1,431.70	1,771.93

注：（1）2016 年度的其他担保业务收入包含了 2016 年审计报告中的债务追偿收入 1,064.62 万元；

（2）2017 年 1-9 月的担保费收入包含公司未经审计的 2017 年 9 月份报表中的发债收入。

资料来源：深中小担 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 9 月财务报表、深中小担提供

在中小企业整体信用风险上升的背景下，深中小担担保业务代偿随之增长，2016 年全年代偿项目 11 个，当年代偿额 7,442.06 万元，代偿额同比增长 6.19%；2017 年 1-9 月深中小担当年代偿额为 7,014.59 万元，是 2016 年全年代偿额的 94.26%，截至 2017 年 9 月末，深中小担累计代偿额为 35,394.42 万元。从代偿率指标看，深中小担最近两年又一期的代偿率均在 0.5% 以下，在行业内处于较低水平，风控执行效果相对较好；从代偿回收情况看，截至 2017 年 9 月末，深中小担累计代偿回收额为 21,218.70 万元，累计代偿回收率为 59.95%，回收情况在行业内处于中游偏上水平。截至 2017 年 9 月末，深中小担存在若干诉讼事项，考虑到深中小担担保业务采取了较为充足的反担保措施，该等事项对深中小担经营影响相对较小，但需关注代偿项目的后续追偿情况。

截至 2017 年 12 月 31 日，深中小担资产总额为 113.17 亿元，归属于母公司所有者权益为 97.14 亿元，资产负债率为 13.90%；2017 年，深中小担实现营业总收入 9.07 亿元，利润总额 5.55 亿元。

表 25 深中小担主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,131,732.77	613,407.39	532,559.52
归属于母公司所有者权益合计（万元）	971,422.12	281,231.56	257,644.37
资产负债率	13.90%	53.66%	51.03%
流动比率	12.80	1.97	6.59
营业总收入（万元）	90,707.10	71,289.73	57,692.17
利润总额（万元）	55,484.75	45,336.15	42,979.20
净资产收益率	6.52%	12.31%	12.91%
经营活动净现金流（万元）	-356,025.01	-52,966.18	-76,865.01
当期担保发生额（万元）*	3,497,938	2,811,627	2,601,866

期末在保责任余额（万元）*	3,242,149	1,945,196	1,793,431
担保风险准备金（万元）*	42,661.30	39,928.69	36,421.71
融资性担保净资产放大倍数*	7.28	3.56	3.49
当期担保代偿率*	0.32%	0.28%	0.30%

注：标*指标最新数据口径为 2017 年 9 月 30 日。

资料来源：深中小担保提供

总体看，深中小担保资本实力大幅提升，担保业务规模和收入持续增长，风险准备较为充分，代偿能力极强。经鹏元评定，深中小担保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安全性。

七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保合计30,000.00万元，占当期公司净资产的比重为10.77%。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”）就本期债券与深中小担保签订的《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中小担保提供保证反担保。

表 26 截至 2017 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，受益于当期市场推广力度的增强及部分产品提价，使得公司营业收入和盈利水平较上年均保持了较快增长，若收购长园电子能顺利完成，预计将进一步提升公司收入水平；公司主营业务近年表现相对稳定，持续性较好，且随着风电项目投入运营和新能源产品产能的逐步释放，风电和新能源产品收入有望成为公司收入的有益补充，公司业务趋于多元化。同时，深中小担保经营状况稳定，业务规模持续扩张，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本息的偿还提供较好的保障。

但我们也注意到，由于公司新能源产品价格的下滑，公司新能源产品收入虽增长较快，但盈利能力却大幅下滑，由盈转亏，未来运营仍存在较大压力；公司经营性活动现金净流入规模有限，但风电工程等主要在建项目尚需投入规模较大，仍存在一定的资金支出压力；持续攀升的有息债务增加了公司的偿债压力。

基于以上情况,鹏元上调公司主体长期信用等级为AA,维持本期债券信用等级为AAA,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	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：				
货币资金	64,094.32	36,956.08	54,679.10	25,750.51
应收票据	5,640.96	9,158.50	8,518.33	8,548.06
应收账款	94,423.01	89,253.61	65,624.88	52,498.65
预付款项	7,693.64	4,028.61	4,317.97	2,928.90
其他应收款	5,164.92	7,075.64	6,830.97	4,010.47
存货	47,518.08	43,451.68	36,083.99	25,138.35
其他流动资产	10,779.53	11,829.59	8,909.82	672.13
流动资产合计	235,314.47	201,753.70	185,116.65	119,547.80
非流动资产：				
可供出售金融资产	10,519.35	10,554.14	8,800.00	11,053.38
长期股权投资	185,773.46	179,755.83	135,862.56	113,913.59
固定资产	149,769.34	150,852.03	86,351.84	86,189.12
在建工程	44,549.73	46,253.77	88,814.58	10,127.58
无形资产	20,102.77	17,256.19	17,300.38	17,092.78
开发支出	1,376.19	1,004.75	1,050.12	865.22
商誉	6,514.44	6,514.44	6,514.44	0.00
长期待摊费用	3,177.34	2,729.55	2,062.20	833.46
递延所得税资产	3,229.84	3,207.28	2,165.20	1,544.72
其他非流动资产	2,884.46	3,144.51	2,001.19	6,120.27
非流动资产合计	427,896.94	421,272.50	350,922.52	247,740.10
资产总计	663,211.41	623,026.19	536,039.17	367,287.89
流动负债：				
短期借款	157,297.91	116,027.66	89,431.13	94,685.45
应付票据	13,619.32	6,940.82	500.00	771.79
应付账款	39,252.31	45,835.09	33,848.63	19,840.47
预收款项	1,889.80	2,691.83	2,629.01	1,748.68
应付职工薪酬	2,944.42	4,033.33	2,616.52	1,230.13
应交税费	4,564.07	6,229.77	3,101.41	5,132.04
应付利息	3,452.32	2,434.24	2,381.60	2,588.90
其他应付款	2,196.67	2,903.23	4,739.09	2,158.98
一年内到期的非流动负债	42,956.22	45,037.67	0.00	0.00
流动负债合计	268,173.03	232,133.64	139,247.40	128,156.43
非流动负债：				

长期借款	54,000.00	54,000.00	32,100.00	19,006.40
应付债券	29,817.42	29,743.33	64,401.78	34,682.28
长期应付款	15,363.01	14,049.77	20,700.00	-
递延收益	6,813.19	6,757.60	7,729.92	7,546.64
递延所得税负债	5,363.09	5,363.09	7,014.47	7,281.22
非流动负债合计	113,751.70	112,308.79	131,946.17	68,516.54
负债合计	381,924.73	344,442.44	271,193.58	196,672.98
所有者权益（或股东权益）：				
股本	126,231.91	126,231.91	62,622.95	56,938.80
资本公积	21,848.86	21,848.86	79,331.49	2,826.04
减：库存股	3,421.42	3,421.42	-	-
其他综合收益	737.09	771.87	5,559.50	-619.17
盈余公积	12,601.63	12,601.63	10,216.84	9,765.43
未分配利润	119,741.04	116,824.06	104,291.51	100,278.55
归属于母公司所有者权益合计	277,739.10	274,856.91	262,022.30	169,189.64
少数股东权益	3,547.58	3,726.84	2,823.29	1,425.27
所有者权益合计	281,286.68	278,583.75	264,845.60	170,614.92
负债和所有者权益总计	663,211.41	623,026.19	536,039.17	367,287.89

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	56,340.36	257,967.65	186,335.47	162,142.21
其中：营业收入	56,340.36	257,967.65	186,335.47	162,142.21
二、营业总成本	54,759.56	249,579.80	182,112.25	154,045.55
其中：营业成本	39,751.62	182,454.99	128,721.18	112,564.36
营业税金及附加	471.51	2,444.67	1,927.26	1,457.20
销售费用	5,098.27	22,436.81	19,921.34	15,954.10
管理费用	5,683.69	27,062.41	19,998.97	13,247.51
财务费用	3,754.47	12,719.55	9,540.91	8,469.79
资产减值损失	-	2,461.37	2,002.59	2,352.60
加：投资收益	147.92	7,295.31	3,243.67	56,302.72
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	147.92	-	3,801.20	2,048.03
资产处置收益	-	-70.40	-	-
其他收益	1,004.51	2,471.54		
三、营业利润	2,733.24	18,084.30	7,466.89	64,399.37
加：营业外收入	190.59	118.03	3,806.51	2,749.40
减：营业外支出	30.29	164.81	347.44	229.75
四、利润总额	2,893.53	18,037.52	10,925.96	66,919.02
减：所得税费用	155.82	1,319.42	321.27	10,218.24
五、净利润	2,737.71	16,718.10	10,604.69	56,700.79
归属于母公司所有者的净利润	2,916.98	16,796.02	10,727.64	56,987.33
少数股东损益	-179.27	-77.93	-122.95	-286.54

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015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	51,241.49	194,052.32	167,934.56	149,717.08
收到的税费返还	125.71	514.84	302.25	465.80
收到其他与经营活动有关的现金	7,657.52	8,255.71	8,203.03	9,470.22
经营活动现金流入小计	59,024.72	202,822.87	176,439.83	159,653.10
购买商品、接受劳务支付的现金	30,309.56	102,598.91	99,075.55	85,626.59
支付给职工以及为职工支付的现金	10,653.83	45,635.50	36,272.39	32,926.14
支付的各项税费	4,319.78	16,953.12	15,660.19	13,819.42
支付其他与经营活动有关的现金	8,883.19	22,675.42	20,678.55	22,207.14
经营活动现金流出小计	54,166.36	187,862.95	171,686.68	154,579.29
经营活动产生的现金流量净额	4,858.36	14,959.91	4,753.15	5,073.81
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	4.13	9,003.47	5,665.38
取得投资收益收到的现金	-	787.32	1,518.11	5,508.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	9.40	0.83	6.78	12.32
收到其他与投资活动有关的现金	-	2,000.00	3,791.34	505.57
投资活动现金流入小计	9.40	2,792.29	14,319.70	11,691.55
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,243.35	36,377.26	82,345.34	14,813.27
投资支付的现金	6,369.71	42,919.45	19,850.00	25,399.91
投资活动现金流出小计	14,613.06	81,049.14	104,251.35	40,213.17
投资活动产生的现金流量净额	-14,603.66	-78,256.85	-89,931.65	-28,521.62
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	4,369.92	84,866.55	0.00
取得借款收到的现金	88,266.25	192,374.22	176,441.06	164,516.83
发行债券收到的现金	-	-	30,000.00	35,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	7,474.03	36,416.90	4,283.24
筹资活动现金流入小计	88,266.25	204,218.17	327,724.52	203,800.07
偿还债务支付的现金	49,111.97	135,638.75	168,601.78	153,256.28
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,163.25	13,848.32	15,388.79	8,617.99
支付其他与筹资活动有关的现金	-	8,056.58	27,000.22	9,709.72
筹资活动现金流出小计	51,275.22	157,543.65	210,990.79	171,600.06
筹资活动产生的现金流量净额	36,991.03	46,674.52	116,733.73	32,200.01
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-107.50	-68.07	126.54	83.85

五、现金及现金等价物净增加额	27,138.23	-16,690.49	31,681.76	8,836.05
加：期初现金及现金等价物余额	36,956.08	48,920.87	17,239.11	8,403.06
六、期末现金及现金等价物余额	64,094.32	32,230.38	48,920.87	17,239.11

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	16,718.10	10,604.69	56,700.79
加：资产减值准备	2,461.37	2,002.59	2,352.60
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,601.52	5,935.32	5,108.38
无形资产摊销	3,177.49	2,844.73	1,993.88
长期待摊费用摊销	683.50	485.13	1,026.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	70.40	105.14	92.63
财务费用	12,148.81	10,348.96	8,144.95
投资损失	-7,295.31	-3,243.67	-56,302.72
递延所得税资产减少	-1,042.08	-620.49	-112.30
递延所得税负债增加	-1,651.38	-266.75	6,822.75
存货的减少	-7,532.44	-11,345.28	-1,193.54
经营性应收项目的减少	-28,139.71	-15,257.61	-6,092.12
经营性应付项目的增加	17,712.29	3,160.40	-13,468.24
经营活动产生的现金流量净额	14,959.91	4,753.15	5,073.81

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	-	108.07	114.11	112.06
存货周转天数	-	78.47	85.61	78.49
应付账款周转天数	-	78.61	75.08	63.59
净营业周期	-	107.93	124.64	126.96
流动资产周转天数	-	269.94	294.31	241.37
固定资产周转天数	-	165.51	166.67	178.36
总资产周转天数	-	808.75	872.61	702.88
综合毛利率	29.44%	29.27%	30.92%	30.58%
期间费用率	25.80%	24.12%	26.54%	23.23%
营业利润率	4.85%	7.01%	4.01%	39.72%
总资产回报率	-	5.24%	4.68%	23.54%
负债与所有者权益比率	135.78%	123.64%	102.40%	115.27%
资产负债率	57.59%	55.29%	50.59%	53.55%
流动比率	0.88	0.87	1.33	0.93
速动比率	0.70	0.68	1.07	0.74
扣除非经常性损益后净利润（万元）	1,399.73	9,420.13	8,354.62	8,509.85
EBITDA（万元）	-	41,817.61	30,413.56	82,645.09
EBITDA 利息保障倍数	-	3.18	2.79	9.71
有息债务/EBITDA	-	6.19	6.79	1.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季报，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
负债与所有者权益比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

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。