

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)2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【371】号 01

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：
钟继鑫 邓艰

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengi@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

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） 2019 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
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 27 日	2018 年 6 月 15 日

评级观点：

中证鹏元资信评估有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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趋于多元化，收入稳定性较好，公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好，公司收购长园电子（集团）有限公司（以下简称“长园电子”）75%股权有利于提升公司在热缩行业的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汽车产品盈利能力仍较差，公司当期投资收益亏损较大，有息债务规模仍较大，偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 公司业务趋于多元化，业务收入稳定性较好。公司收入主要来源于电子、电力及电线电缆产品，2018 年占营业收入比重分别为 37.78%、16.90%、33.81%，近年业务结构相对稳定。此外，2018 年公司新能源产品（含风电）收入同比大幅增长 124.79%，占营业收入的比重也提高到 9.41%，公司业务日益趋于多元化，有利于分散经营风险。

- **公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好。**公司经营活动现金生成能力较强，2018 年 FFO 为 54,836.10 万元，同比增长 66.81%。公司经营活动现金流表现亦较好，2018 年经营活动现金流净额为 56,571.41 万元，较上年增长 278.15%。
- **公司收购长园电子 75% 股权有利于提升公司在热缩行业的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，收购长园电子将提升公司在热缩领域的竞争地位并增强盈利能力，2018 年 7-12 月，长园电子实现营业收入 54,405.14 万元，剔除评估增值摊销后净利润 7,105.46 万元，已纳入公司 2018 年利润表。
- **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，经中证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：

- **公司外延式拓展未达预期。**为进入智能制造及新能源领域，公司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、并控股了充电桩生产运营商深圳市聚电网络科技有限公司（以下简称“聚电网络”），截至 2018 年末，因未能实现业绩承诺，华磊迅拓将对公司进行业绩补偿，其中现金补偿 240.00 万元，股份补偿 2.90%，截止报告出具日，公司已收到该笔补偿。而聚电网络 2018 年 4-12 月营业收入为 4,630.78 万元，净利润亏损 1,757.48 万元，未能实现盈利，并计提商誉减值准备 2,510.56 万元。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产主要以应收账款（含应收票据）和固定资产为主，2018 年末，应收账款（含应收票据）占总资产比重为 23.75%，固定资产占总资产比重 32.13%。总体来看，公司应收款项规模较大，且存在一定坏账风险，对公司营运资金占用过多，资产流动性偏弱。
- **公司当期投资收益亏损较大。**2018 年，公司投资收益为 -20,573.19 万元，亏损较大。其中 2017 年，公司投资收益主要来源于长园集团股份有限公司（以下简称“长园集团”）净利润增长带来的股权增值收益，2018 年公司因转让长园集团大部分股权而不再对长园集团有重大影响，因此将所持剩余 2.21% 长园集团股权重新计量计入可供出售金融资产，价值差额 20,666.27 万元计入当期投资损失。但

未来公司对长园集团的投资价值变动将计入其他综合收益，不再影响公司净利润。

- **有息债务规模仍较大，偿债压力较大。**截至 2018 年末公司有息债务为 205,371.97 万元，规模仍较大。其中短期有息债务占比 84.47%，有息债务偿还压力主要集中在 2019 年，公司短期偿债压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	651,812.73	642,736.09	623,026.19	536,039.17
归属于母公司所有者权益合计	268,669.39	258,334.86	274,856.91	262,022.30
有息债务	223,512.93	205,371.97	258,858.44	206,632.91
资产负债率	55.41%	56.39%	55.29%	50.59%
流动比率	0.95	0.87	0.87	1.33
速动比率	0.76	0.71	0.68	1.07
营业收入	82,448.20	352,502.42	257,967.65	186,335.47
投资收益	-360.30	-20,573.19	7,295.31	3,243.67
营业利润	3,484.52	1,086.78	18,084.30	7,434.82
利润总额	3,542.80	2,044.89	18,037.52	10,925.96
扣除非经常性损益后净利润	1,523.40	10,771.90	11,178.32	8,354.62
综合毛利率	31.98%	32.20%	29.27%	30.92%
总资产回报率	-	2.76%	5.24%	4.68%
EBITDA	-	36,594.51	41,817.61	30,413.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.37	3.18	2.79
经营活动现金流净额	8,836.49	56,571.41	14,959.91	4,753.15

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

深中小担主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	1,892,860.76	1,131,732.77	613,407.39	532,559.52
所有者权益合计	1,038,644.29	974,413.39	284,263.87	260,773.81
担保责任余额*	2,440,658	2,374,212	1,936,522	1,793,431
其中：融资担保在保余额*	1,177,055	1,288,877	1,004,172	909,783
准备金覆盖率*	3.94%	3.31%	3.98%	4.00%
融资担保放大倍数*	1.22	1.34	3.60	3.56
累计代偿回收率*	63.40%	56.00%	52.04%	55.72%

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：深中小担 2017-2018 年审计报告、深中小担提供，中证鹏元整理

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2018年末，本期债券募集资金余额为0.12万元（利息结余）。

二、发行主体概况

2018年及2019年一季度，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年3月末，公司注册资本和实收资本均为126,184.91万元，较2017年末减少47.00万元，主要系公司回购离职激励对象限制性股票所致。控股股东和实际控制人均为周和平，持有公司27.48%的股权，截至2019年4月27日，公司实际控制人周和平持有的公司股票无质押情况。

表1 截至2019年3月末公司注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	2019年3月	2017年
注册资本	126,184.91 万元	126,231.91 万元
实收资本	126,184.91 万元	126,231.91 万元
控股股东	周和平	周和平
控股股东持股比例	27.48%	27.47%
实际控制人	周和平	周和平

资料来源：2017-2018 年年报、2019 年一季报，中证鹏元整理

2018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。2018年，公司新增两家合并主体，减少一家合并主体，具体情况见表2。

表2 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳市聚电网络科技有限公司	58.78%	5,000.00	研发生产销售	收购
长园电子（集团）有限公司	75.00%	12,000.00	研发生产销售	收购

2、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	不再纳入合并报表的原因
锡林郭勒盟融丰风电有限公司	100.00%	5000.00	风电开发建设经营	出售

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

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

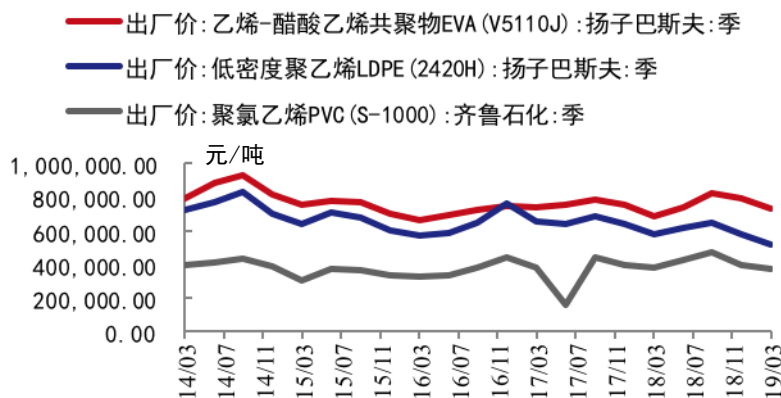
热缩材料凭借其电绝缘性、阻燃性、记忆性及防腐防潮的物理化学性能被广泛运用在电子、电力、汽车、通讯、新能源、轨道交通等行业，但受到国家经济结构调整、需求过剩以及投资放缓等因素影响，近年汽车、电力等行业发展增速有所放缓，对热缩材料需求减弱。

2018 年，我国汽车产销量分别为 2,780.9 万辆、2808.1 万辆，同比分别下降 4.2%、2.8%，近 20 年来首次出现负增长，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。此外，进入 2018 年，国家对新能源汽车电池企业的补贴标准进一步提高，对低能量密度的电池实行降低补贴或取消补贴的政策，在政策的综合影响下，未来我国新能源汽车增长可能不及预期。

电力类热缩材料主要为电缆附件，其占电网投资的 1.3% 左右，市场容量受当年电网投资总额决定。2018 年上半年电网投资完成额同比大幅下降 20% 的情况下，全年投资额恢复到基本持平。根据国家能源局《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，从 2015 年起至 2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，年均配电网投资超 3,000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元，预计配网投资将加速。

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。EVA、PE、PVC 为石油附属产品。2018 年上半年原油价格震荡走高，但在 2018 年四季度大幅跳水，2019 年一季度再度震荡回升，原材料价格均随原油价格而波动。原材料采购成本在热缩产品生产成本中占比在 70% 以上，近年 EVA、PE、PVC 等石油附属产品价格波动较大，在销售端竞争激烈情况下，加大了企业采购运营管理难度，未来可能对企业盈利空间产生不利影响。

图1 近年来热缩材料的原材料出厂价情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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。

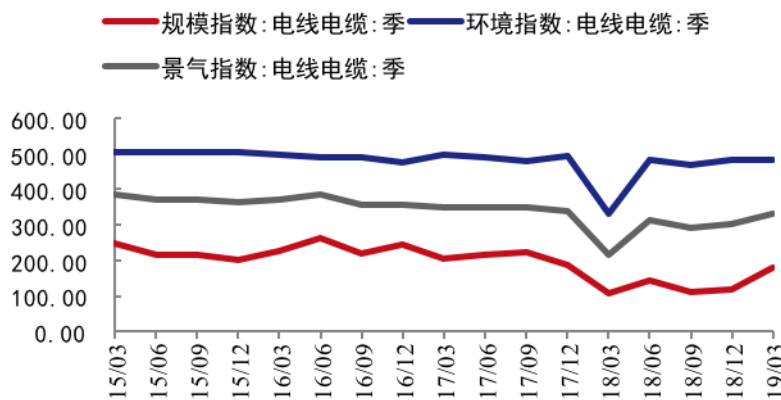
2018 年我国电线电缆行业集中度仍较低，且主要以低端产品为主；在铜材价格维持高位及电力、房地产项目开发进度放缓等影响下，电线电缆行业指数较低迷

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 2018 年末，我国电线电缆企业数为 4,075 家，同比增加 1.60%，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；2018 年至今震荡回落，但价格仍维持在 50,000 元/吨左右的高位。由于铜占电线电缆产品原材料的比重较高，铜价格的波动将带来电线电缆产品毛利的起伏，2018 年电解铜价格的有所回调，减少了电线电缆的生产成本，生产厂商的利润空间得到一定提升。

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。2018 年，电网基本建设投资完成额为 5,373.00 亿元，同比增长 0.60%，仅在 2018 年 12 月单月实现同比增长，未来仍存在下降压力；2018 年，房地产竣工面积为 93,550 万平方米，同比下降了 7.80%。在电力、房地产等下游行业放缓影响下，2018 年，电线电缆规模、环境和景气指数整体均有所下滑，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。预计 2019-2020 年，电力、房地产行业投资放缓的压力仍在，电线电缆或将持续低迷。

图2 电线电缆行业的相关指数表现

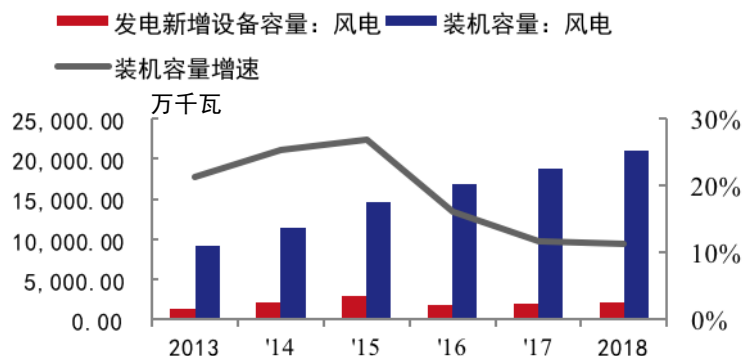


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2018 年风电装机容量快速增长，弃风限电形势持续改善，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

2018 年，我国风电新增装机容量为 2,059 万千瓦，新增装机容量同比增长 36.99%，占全球风电新增装机容量的 38.20%；风电累计并网装机容量为 18,400 万千瓦，继续稳居全球首位。2018 年风电发电量 3,660 亿千瓦时，占全部发电量的 5.20%。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%。

图3 2013-2018 年我国风电累计装机容量及新增装机容量



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2017 年“弃风”问题首次写入政府工作报告，国家发改委、国家能源局也发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，具体举措为清洁能源优先安排发电计划，全额保障性收购持续提升利用小时，特高压助力清洁能源外送消纳，可再生能源配额强制促进区域及市场主体消纳等。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 年又持续下滑至 7.0%，处于近三年的较低水平。弃风量也由 2017 年的 419 亿千瓦时下降至 2018 年的 277 亿千瓦时，同比大幅下降 33.89%；风电利用小时数同比增长 147 小时至 2,095 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。2018 年，山东弃风率及弃风量分别为 1.4%、3 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。2018年，公司实现营业收入352,502.42万元，同比增长36.65%，主要系2018年电子产品收入合并了长园电子7-12月的收入，使得公司电子产品收入大幅同比增长78.88%，电子产品收入也超过电线电缆产品，成为公司收入最多的业务板块；其中，电子、电力、及电线电缆收入占营业收入的比重分别为37.78%、16.90%、33.81%，是公司收入的主要来源。此外，随着青岛风电一期收入规模快速增长，公司新能源产品收入同比大幅增长124.79%，占营业收入的比重也提高到9.41%。

毛利率方面，2018年电子行业景气度有所下滑，但长园电子毛利率较高，使得合并后电子产品毛利率仅小幅下降0.66个百分点。由于低价中标，导致2018年电力产品毛利率进一步下降了1.77个百分点；2018年铜线等原材料采购成本有所增长，但受国家税收优惠政策影响，2018年公司电线电缆产品毛利率同比小幅上涨1.10个百分点。新能源业务方面，受风电收入占比提高及毛利率较高的原因，该业务毛利率大幅上涨14.20个百分点。受上述因素影响，2018年公司毛利率同比上涨了2.93个百分点，为32.20%。

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		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电子产品	133,163.48	39.11%	74,442.14	39.77%
电力产品	59,588.79	42.32%	47,777.74	44.09%
电线电缆产品	119,195.98	16.15%	114,866.89	15.05%
新能源产品	33,177.78	38.75%	14,759.56	24.55%
其他	7,376.39	55.62%	6,121.32	64.20%
合计	352,502.42	32.20%	257,967.65	29.27%

注：风电收入纳入新能源产品进行核算。

资料来源：公司 2018 年年报及公司提供，中证鹏元整理

2018年公司主要产品产销量均有提升，营业收入增长较快

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至三期、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，公司电力及电线电缆等产品的产销率均在95%以上，电子产品受合并长园电子影响，2018年产销率有所下降，但仍保持在合理水平。

2018年合并长园电子后，电子产品产量及销量分别同比大幅增长82.95%和73.22%，使得2018年公司电子产品收入同比增长78.88%。同时，合并长园电子后，公司整体在产品竞争力等方面有所增强，客户分布领域得到进一步拓展，在市场占有率方面明显提高。此外，2018年电力、电线电缆产品销量同比分别增长19.64%、8.43%。在销量快速增长的带动下，2018年公司电力、电线电缆产品收入同比分别增长24.72%、3.77%。新能源产品方面，公司结合自身产品优势及市场需求，在产品结构上有所调整，生产销售了更多在市场上竞争力较强的充电枪产品，新能源产品产销量分别同比增长33.44%和42.13%。

表5 2017-2018 年公司产品产销量情况

按产品分类	2018 年			2017 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品（亿米）	37.67	34.02	90.31%	20.59	19.64	95.39%
电力产品（万套）	253.09	252.03	99.58%	217.24	210.66	96.97%
电线电缆产品（亿米）	21.61	21.86	101.16%	20.07	20.16	100.45%
新能源产品（万只）	98.60	95.20	96.55%	73.89	66.98	90.65%

资料来源：公司提供

销售价格方面，2018年电子、电力产品销售均价分别为0.38元/米、236.43元/套，较上年分别增长了5.56%、4.25%，波动较小，均为市场正常波动；2018年铜价虽小幅增长，但电线电缆均价仍为0.63元/米。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，受行业竞争激烈及低价产品比例提升的影响，2018年新能源产品均价再度下降到152.11元/只。

表6 2017-2018 年公司产品的均价

项目	2018 年	2017 年
电子产品（元/米）	0.38	0.36
电力产品（元/套）	236.43	226.80

线路保护产品（元/只）	0.18	0.20
电线电缆产品（元/米）	0.63	0.63
新能源产品（元/只）	152.11	176.90

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类型企业。2018年，公司前五大客户销售额合计占当年销售总额的比重为6.83%，较去年下滑2.94个百分点，主要系公司优化了客户选取系统，淘汰了部分劣质客户，选择在回款、价格等方面更具优势的客户，账期主要集中在1年之内，使得客户较为分散所致，客户分散使得公司不存在严重依赖个别客户的情形，有利于公司经营稳定性。

2018年公司各产品产能和产量均有所提升，各产品产能利用率保持在较高水平

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2018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，2018年公司电力、电线电缆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，2018年电力、电线电缆产品的产能利用率分别为91.63%、93.96%。而新能源产品也因为部分产品市场需求较大而产量大增，2018年产能利用率为82.17%，较2017年上涨20.59个百分点。

表 7 2017-2018 年公司产品年产能、产量及产能利用率情况

按产品分类	2018 年			2017 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）	40.32	37.67	93.43%	23.30	20.59	88.37%
电力产品（万套）	276.20	253.09	91.63%	234.85	217.24	92.50%
电线电缆产品（亿米）	23.00	21.61	93.96%	22.00	20.07	91.23%
新能源产品（万只）	120.00	98.60	82.17%	120.00	73.89	61.58%

资料来源：公司提供

公司成本构成保持稳定，但大部分原材料采购价格增加，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，2018年占比76.30%

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，2018年公司铜采购成本同

比增长了3.87%，至5.10万元/吨；由于石油价格的触底回升，粒状十溴二苯乙烷等石油附属品价格也有一定上涨。

表 8 2017-2018 年主要原材料采购情况（单位：万元、万元/吨）

原材料名称	2018 年			2017 年		
	采购额	占比	均价	采购额	占比	均价
铜	73,348.92	40.22%	5.10	65,274.91	45.26%	4.91
EVA	13,899.83	7.62%	1.24	8,224.55	5.70%	1.24
粒状十溴二苯乙烷	3,499.45	1.92%	5.09	2,241.46	1.55%	4.76
硅橡胶.A/B 胶	1,025.33	0.56%	3.70	1,192.89	0.83%	4.40
氢氧化镁	3,305.58	1.81%	0.40	1,986.23	1.38%	0.37
聚乙烯弹性体 7256	1,184.21	0.65%	1.34	943.40	0.65%	1.23
L-1 磷	2,673.37	1.47%	2.83	1,132.27	0.79%	2.63

资料来源：公司提供

公司采购的主要原材料为EVA、POE、铜、硅橡胶等，供应商较为分散，2018年前五大供应商采购额占当期采购总额的比重为24.99%，较去年变动较小。公司采购主要通过票据及赊账方式进行结算，账期一般为月结30天和60天，但近年由于公司对供应商考核标准趋严，选择在账期、支付方式等方面更具优惠的供应商，这一方面使得公司供应商趋于分散，同时一方面也提升了公司对于供应商的议价能力。

风电业务收入快速增长，新能源汽车产品经营情况有所改善，但净利润仍为亏损

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2018年末，青岛沃尔资产总额为83,666.77万元，所有者权益为81,534.77万元；2018年度，实现收入14,138.53万元，净利润7,888.42万元，同比大幅增长488.48%。

目前公司主要风电项目为青岛风电项目，其中青岛风电项目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，项目进入正式运营阶段。青岛风电一期共计装机容量为9.6万千瓦，截止2018年末，上网电量为2.13亿千瓦时，上网电价为0.61元/千瓦时（含税）。

公司将锡林郭勒盟融丰风电有限公司（以下简称“融丰风电”）100%股权转让给中广核风电有限公司（以下简称“中广核风电”），并于2018年11月20日完成工商变更登记手续。此次转让的交易价格为5,518.45万元。截至2018年10月末，融丰风电资产总额为37,407.73万元，净资产为3,020.57万元¹；2018年全年，融丰风电实现净利润-151.67万元。依据协议，2018年融丰风电利润表仍纳入公司合并报表。该笔交易完成后，有助于降低公司负债规模，优化资产负债结构，提高盈利水平。

¹ 该数据未经审计，根据股权转让协议，公司仅对 2018 年全年利润表进行了审计。

表 9 2018 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
上网电量（亿千瓦时）	1.15	0.98
风电平均上网电价（元/千瓦时）	0.61（含税）	0.61（含税）

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”）负责运营。截至2018年末，沃尔新能源资产总额为20,583.35万元，净资产为5,732.86万元；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。2018年，公司新能源产品产销量分别为98.60万只、95.20万只，同比分别大幅提升33.44%、42.13%，销售均价从2017年的176.90元/只下降至2017年的152.11元/只，下降幅度为14.01%。受此影响，2018年沃尔新能源实现营业收入14,664.66万元，净利润亏损173.90万元，亏损规模大幅缩减。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，该业务运营改善压力较大。

公司已完成收购长园电子75%股权，将有利于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。2018年6月7日，长园电子完成工商变更登记手续，公司持有其75%股权，成为控股股东，并于2018年7月24日收到科兴药业支付的股份全部转让款共计124,320.00万元。截止到2019年4月末，公司已经将长园电子股权转让款全部支付完毕。

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。本次收购完成后，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》，本交易完成后，长园集团（除长园长通新材料股份有限公司可以从事热缩包敷片及PET热缩管外，不能从事与长园电子现有业务有竞争关系的业务）不再从事热缩材料、辐射发泡业务（长园集团仍持有长园电子25%股权不在此限制之列）。这将摆脱之前公司与长园集团价格竞争不良循环，进一步提升公司在热缩行业优势地位，提升公司盈利能力和收入水平。截至2018年末长园电子资产总额为112,378.84万元，归属于母公司所有者权益为72,442.71万元；2018年下半年度营业收入为55,405.14万元，剔除评估增值摊销后净利润7,105.46万元，计算摊销后净利润为6,086.42万元。

表 10 2017 及 2018 年下半年长园电子主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
总资产	112,378.84	94,020.86
归属于母公司所有者权益合计	72,442.71	37,078.04
资产负债率	35.54%	60.56%
营业收入	54,405.14	91,232.81
净利润	7,105.46	10,380.57
综合毛利率	39.97%	38.59%
经营活动现金流净额	9,739.40	12,254.34

注：总资产、归属于母公司所有者权益、资产负债率为2018年末数据。

资料来源：长园电子2017年审计报告，公司2018年年度报告，中证鹏元整理

并购标的业绩承诺期限已到，但收益未达预期，面临一定的经营风险

为拓展公司在智能制造领域业务，2016年公司以现金7,500万元收购了华磊迅拓60%股权。华磊迅拓在2016-2018年承诺实现的扣除非经常性损益的净利润分别不低于500万元、800万元和 1,100万元，如三年合计未能实现2,400万元的业绩承诺，则由章黎霞和黄睿进行业绩补偿。而2016-2018年华磊迅拓扣除非经常性损益的净利润分别为193.55万元、725.68万元和1,124.59万元，三年累计完成2,043.82万元，按股权转让协议约定补偿方式章黎霞、黄睿需向深圳市沃尔核材股份有限公司进行业绩补偿金额为708.12万元。其中现金补偿金额240.00万元，股份补偿比例为2.90%，股份对应金额为468.12万元。华磊迅拓在公司投资初期由于销售不及预期等因素没有完成约定业绩承诺，但近三年华磊迅拓经营情况持续向好。考虑到行业竞争对手较多且行业壁垒较低，未来公司仍面临一定的经营风险。

2018年公司加大了对新能源汽车产业链的布局，控股了充电桩生产运营商聚电网络，聚电网络2018年4-12月营业收入为4,630.78万元，营业利润为-1,749.55万元，净利润为

-1,757.48万元，未能实现盈利且计提商誉减值准备2,510.56万元。考虑到新能源汽车行业近年发展受政策影响较大，行业景气度有所下行，未来仍面临一定的经营风险。

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2017-2018年度审计报告及未经审计的2019年一季报，财务报表均按新会计准则进行编制。2018年，公司新增纳入报表范围情况见表2。

资产结构与质量

公司总资产规模小幅增长，应收款项规模较大，资产流动性偏弱

2018年末，公司资产总额为642,736.09万元，同比增长3.16%，较2017年末变化不大。从资产结构来看，随着之前占比较大的长期股权投资科目中的长园集团股权完成转让，2018年公司非流动资产比例明显下降，非流动资产占总资产比例由2017年末的67.62%下降至2018年末的57.52%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2018年末货币资金同比增长36.75%至50,538.01万元，共7,840.74万元货币资金使用受限，其中其他货币资金7,560.78万元使用权受到限制，主要系银行承兑汇票保证金等。截至2018年末，公司应收账款规模为135,598.63万元，较去年同比增长51.93%，主要系2018年合并范围扩大所致。其中前五大应收客户账款占比为9.74%，应收账款客户结构相对分散。从按账龄分析法计提坏账准备的应收账款来看，2018年末一年以内的应收账款净额为122,698.10万元，占对应组合应收账款净额的94.87%，账龄较短；2018年末应收账款累计计提坏账10,285.31万元，计提比例为7.05%，较2017年提高了1.25个百分点，具有一定坏账风险。公司存货主要以原材料、产成品、自制半成品为主，2018年末账面价值为49,501.41万元，同比增长13.92%，主要系新增合并主体存货，2019年3月末规模进一步增长至54,137.23万元。2018年末，公司计提存货跌价准备1,993.75万元，同比增长28.11%，后续仍需关注市场价格对存货跌价准备的影响。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 3 月		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	53,363.94	8.19%	50,538.01	7.86%	36,956.08	5.93%

应收账款	136,244.09	20.90%	135,598.63	21.10%	89,253.61	14.33%
存货	54,137.23	8.31%	49,501.41	7.70%	43,451.68	6.97%
流动资产合计	277,791.84	42.62%	273,012.76	42.48%	201,753.70	32.38%
可供出售金融资产	-	-	17,572.15	2.73%	10,554.14	1.69%
其他权益工具	24,781.77	3.86%	-	-	-	-
长期股权投资	8,360.94	1.28%	9,028.58	1.40%	179,755.83	28.85%
固定资产	204,518.47	31.38%	206,529.94	32.13%	150,852.03	24.21%
在建工程	11,062.14	0.00%	10,172.41	1.58%	46,253.77	7.42%
无形资产	25,793.23	3.96%	26,929.79	4.19%	17,256.19	2.77%
商誉	77,379.30	11.87%	77,379.30	12.04%	6,514.44	1.05%
非流动资产合计	374,020.89	57.38%	369,723.33	57.52%	421,272.50	67.62%
资产总计	651,812.73	100.00%	642,736.09	100.00%	623,026.19	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

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、无形资产和商誉构成。2018年公司将7,400万股长园集团股票转让给科兴药业，并将剩余的2,925.85万股股票全部划转至可供出售金融资产，该部分股票按公允价值计量，受此影响，2018年末可供出售金融资产规模为17,572.15万元，同比增长66.50%。2019年3月末进一步增长至24,781.77万元，并在报表中其他权益投资科目体现，主要系长园集团股票价格上涨所致，后续需关注股票市场价格变动对该部分资产价值的影响。公司长期股权投资主要随着持有长园集团股权的增减变动较大，2018年末为9,028.5万元，主要系对几家联营企业的股权投资，公司对其采用权益法核算，2018年共确认投资损失5,244.35万元。固定资产主要以机器设备及厂房为主，2018年末为206,529.94万元，同比大幅增长36.91%，主要系新增合并主体所致。2018年末，用于抵押的固定资产账面价值为43,408.37万元。公司的无形资产主要为土地使用权和专利权，2018年末规模为26,929.79万元，同比增长56.06%，主要为新增合并子公司无形资产7,214.42万元及常州二期土地使用权3,352.75万元。截止2018年末，公司商誉规模为77,379.30万元，同比大幅增长1,087.81%，主要系收购长园电子及聚电网络所形成，商誉减值准备为3,416.67万元，较期初新增2,510.56万元，全部来自于聚电网络。未来需持续关注公司商誉减值风险。

在受限资产方面，截至2018年末，公司货币资金、固定资产和无形资产等资产中受限资产的账面价值合计为52,769.33万元，占期末资产总额的比重为8.21%，受限资产占比较小。

总体而言，公司资产规模保持稳定增长，固定资产占比较高；且应收款项规模较大，占用公司过多资金，且存在一定的坏账风险，总体资产流动性偏弱。

资产运营效率

公司营运能力尚可，整体资产运营效率有所提升

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。2018年，由于公司新增了合并主体，应收账款周转天数有所增加，存货周转天数减少，但整体情况变动较小。在上游采购方面，2018年采购账期有所缩短，应付账款周转天数有所缩短。2018年净营业周期有所拉长，整体营运能力尚可。

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。资产周转率方面，应收账款虽有所增长，但公司营收情况较好，2018年公司流动资产和总资产周转天数有所下降；但由于新合并主体固定资产规模较大，2018年固定资产周转天数有所拉长。整体来看，公司资产的整体运营效率有一定提升。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	114.82	108.07
存货周转天数	70.01	78.47
应付账款周转天数	65.90	78.61
净营业周期	118.93	107.93
流动资产周转天数	242.43	269.94
固定资产周转天数	182.49	165.51
总资产周转天数	646.34	808.75

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入增长较快，但期间费用率较高，并且投资损失较多，扣非后净利润略有下降

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，2018年公司实现营业收入352,502.42万元，同比大幅增长36.65%，其中电子、电力和电线电缆产品分别实现收入133,163.48万元、59,588.79万元和119,195.98万元，同比分别增长78.88%、24.72%、3.77%，上述三者是公司收入的主要来源。其中电子产品增长较多主要系公司已合并长园电子下半年收入。2018年风电收入大幅增长，实现营业收入14,138.53万元，随着青岛风电项目的运营逐步成熟，风电收入将成为公司的稳定利润点。

毛利率方面，由于原材料价格的持续走高等原因，2018年电子、电力产品毛利率有所下降，仅电缆产品毛利率小幅上升。但风电收入占比的提升及高毛利使得公司整体毛利率上升至32.20%。

随着公司对外融资规模增加、销售推广力度增强及股权激励等措施实施，2018年公司

期间费用有所提升，较大规模的期间费用侵蚀了公司利润，随着公司渠道维护支出扩大和人工成本上升，预计期间费用在未来仍将维持在较高水平。

投资收益方面，2018年为亏损20,573.19万元。2018年公司出售了长园集团5.58%的股权并将剩余2.21%股权转入可供出售金融资产，转换日账面投资成本与公允价值之间的差额20,666.27万元计入当期投资损失。2018年公司扣非后净利润为10,771.90万元，较2017年有所下降，主要系2018年资产减值损失中新增商誉减值损失2,510.56万元。

受较高期间费用和投资损失的影响，公司2018年利润总额大幅下降88.66%，为2,044.89万元。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
营业收入	82,448.20	352,502.42	257,967.65
投资收益	-360.30	-20,573.19	7,295.31
资产减值损失	-27.61	5,012.53	2,461.37
营业利润	3,484.52	1,086.78	18,084.30
营业外收入	86.62	1,240.09	118.03
利润总额	3,542.80	2,044.89	18,037.52
净利润	3,203.66	3,402.43	16,718.10
扣除非经常性损益后净利润	1,523.40	10,771.90	11,178.32
综合毛利率	31.98%	32.20%	29.27%
期间费用率	28.28%	25.02%	24.12%
营业利润率	4.23%	0.31%	7.01%
总资产回报率	-	2.76%	5.24%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司现金生成能力和经营性活动现金流表现较好，短期负债压力较大，公司仍存在一定的筹资压力

受益于应付票据、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，2018年FFO为54,836.10万元，同比增长66.81%；2018年经营活动现金流净流入56,571.41万元，同比增长278.15%。

2018年公司减少了对在建项目的投资且通过出让长园集团部分股权收回了大量现金，因此投资活动现金流净额由负转正。2018年公司面临债务偿还压力较大，筹资活动净流出71,730.44万元。公司目前短期负债压力较大，未来面临一定筹资压力。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
净利润	3,402.43	16,718.10
非付现费用	24,120.52	13,923.88
非经营损益	27,313.15	2,230.44
FFO	54,836.10	32,872.42
营运资本变化	1,735.31	-17,959.86
其中：存货减少（减：增加）	-6,487.20	-7,532.44
经营性应收项目的减少（减：增加）	-12,165.90	-28,139.71
经营性应付项目的增加（减：减少）	20,388.41	17,712.29
经营活动产生的现金流量净额	56,571.41	14,959.91
投资活动产生的现金流量净额	25,456.50	-78,256.85
筹资活动产生的现金流量净额	-71,730.44	46,674.52
现金及现金等价物净增加额	10,466.89	-16,690.49

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模下降，但短期刚性偿债压力仍较大

由于2018年新合并主体应收款项规模较大，2018年末公司负债总额为362,439.33万元，同比增长5.22%，而所有者权益同比小幅增长0.61%。2018年末，公司负债与所有者权益比率为129.31%，同比提升了5.67个百分点，公司权益对负债的覆盖程度进一步削弱。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
负债总额	361,157.04	362,439.33	344,442.44
所有者权益	290,655.69	280,296.76	278,583.75
负债与所有者权益比率	124.26%	129.31%	123.64%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，2018年波动较大，2018年末流动负债占负债总额的比重为86.78%，较去年提高19.39个百分点。公司的流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年末，短期借款为134,563.63万元，同比增长15.98%。截止2018年末，应付账款规模为41,663.94万元，主要为原材料采购款项。截止2018年末，其他应付款规模为57,355.54万元，相较于2017年末规模大幅增长，其中39,600.00万元为收购长园电子股权应付款剩余款项，截止2019年4月末，该笔款项已经全部支付。此外，还有公司新增合并主体长园电子及聚电网络其他应付款11,329.57万元。一年内到期的非流动负债规模下降到38,908.33万元，随着“15沃尔债”的到期偿还，一年内到期的非流动负

债主要变为“16沃尔01”本息。

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。2018年末，公司长期借款为31,900.00万元，主要以质押借款为主，质押物为所持有的长园集团股票，利率区间为5.23%-5.61%。由于“16沃尔01”最后一期本金转入一年内到期的非流动负债，2018年末已无应付债券。公司长期应付款为子公司融丰风电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，截止2018年11月16日，公司已将子公司融丰风电100%股权出售给中广核风电，并于2018年11月20日正式完成工商变更登记手续。该部分债务已不再属于公司。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 3 月		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	142,063.35	39.34%	134,563.63	37.13%	116,027.66	33.69%
应付账款	41,912.36	11.61%	41,663.94	11.50%	45,835.09	13.31%
其他应付款	32,811.55	9.09%	57,355.54	15.82%	2,903.23	0.84%
一年内到期的非流动负债	29,949.58	8.29%	38,908.33	10.74%	45,037.67	13.08%
流动负债合计	293,246.30	81.20%	314,525.29	86.78%	232,133.64	67.39%
长期借款	51,500.00	14.26%	31,900.00	8.80%	54,000.00	15.68%
应付债券	-	-	-	-	29,743.33	8.64%
长期应付款	-	-	-	-	14,049.77	4.08%
非流动负债合计	67,910.74	18.80%	47,914.04	13.22%	112,308.79	32.61%
负债合计	361,157.04	100.00%	362,439.33	100.00%	344,442.44	100.00%
其中：有息债务	223,512.93	61.89%	205,371.97	56.66%	258,858.44	75.15%

注：本表中其他应付款不含应付股利和应付利息

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款构成，近年公司有息债务规模有所波动，2018 年末为 205,371.97 万元，较 2017 年末下降 20.66%，其中短期有息债务占比 84.47%，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 2019 年偿还，而公司资产以非流动资产为主，公司存在债务期限错配风险，短期刚性偿债压力较大。

表 17 截至 2018 年底公司有息债务本息偿还计划（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
本金	177,935	5,800	6,693	7,140	7,804
利息	4,770	1,666	1,593	834	363
合计	182,705	7,466	8,286	7,974	8,167

资料来源：公司提供

近年公司资产负债率逐年提升，2018年末为56.39%，较2017年末增加了1.10个百分点。由于公司流动资产和流动负债规模均有所增加，公司短期偿债指标较上年变动不大，但短期偿债能力仍较差。受2018年大额投资损失影响，公司2018年EBITDA有所下滑，进而使得EBITDA利息保障倍数也有所下降。

表 18 公司偿债能力指标

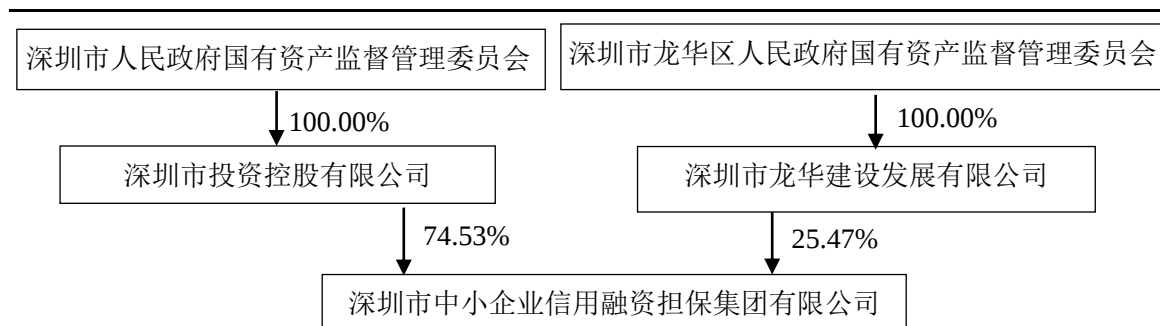
指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
资产负债率	55.41%	56.39%	55.29%
流动比率	0.95	0.87	0.87
速动比率	0.76	0.71	0.68
EBITDA（万元）	-	36,594.51	41,817.61
EBITDA 利息保障倍数	-	2.37	3.18
有息债务/EBITDA	-	5.61	6.19

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

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，近年深中小担持续增资，2018 年经北京天圆会计师事务所（特殊普通合伙）于 2018 年 7 月 31 日出具的天圆全深验字【2018】000004 号验资报告，深中小担资本公积转增注册资本 25.05 亿元。截至 2018 年 9 月末，注册资本为 80 亿元，净资产为 101.31 亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）持有深中小担股权比例为 74.53%，实际控制人仍为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，股权结构如图 4 所示。

图 4 截至 2018 年末深中小担产权及控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

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。2018 年深中小担实现营业总收入 16.47 亿元，同比增长 81.57%，担保业务收

入和委托贷款产生的利息收入是深中小担两大收入来源。其中 2018 年委托贷款利息收入实现 71,231.69 万元，同比增长 81.27%。2018 年深中小担实现贷款担保费收入 2.84 亿元，同比增长 63.44%。此外，深中小担保函担保收入主要由工程履约保函等非融资担保业务产生，2018 年同比增长 64.55%。

表 19 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	2018 年	2017 年	2016 年
营业总收入	164,694.05	90,707.10	71,289.73
（一）担保业务收入	82,378.70	47,053.04	38,081.67
其中：贷款担保收入	28,370.78	17,358.40	15,317.82
担保评审费收入	859.94	779.20	617.10
保函担保收入	20,882.26	12,690.58	9,360.43
债务追偿收入	-	-	1,064.62
发债担保收入	17,749.68	10691.63	5,005.65
其他业务收入	14,516.04	5,533.24	6,716.06
（二）委贷利息收入	71,231.69	39,296.15	28720.25
（三）贷款利息收入	7,332.06	3,903.23	3,056.11
（四）手续费及佣金收入	3,751.60	454.69	1,431.70

注：1、保函担保收入含诉讼保函收入；2018 年担保业务收入总额含 4,065.57 万元其他收入，计入其他业务收入。2、贷款利息收入为小贷、典当业务收入。

资料来源：深中小担提供

近年监管政策导向推动担保行业健康长远发展，受益于股东持续注资，深中小担资本实力强，担保业务规模和收入均持续增长，截至2018年6月末，深中小担共在38家银行获得授信额度570亿元，远高于当前银行融资担保在保责任余额，且合作银行数量较多，银行融资担保业务未来仍具备较大的发展空间。深中小担保担保业务风控执行效果相对较好，风险准备金计提较为充分，代偿能力强。深中小担最近两年又一期的代偿率均在0.3%以下，在行业内处于较低水平；截至2018年6月末，深中小担计提的各项准备金合计46,339.26万元，拨备覆盖率为337.93%。同时中证鹏元也关注到近年我国债券违约增多，深中小担委托贷款规模大幅增加，需关注后续回收情况等风险因素。

截至2018年末，深中小担资产总额为189.29亿元，所有者权益为103.86亿元，截至2018年6月末，期末在保责任余额244.07亿元，其中融资性担保责任余额为117.71亿元，融资担保放大倍数为1.22；2018年，深中小担实现营业总收入16.47亿元，利润总额12.57亿元。

表 20 深中小担主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	1,892,860.76	1,131,732.77	613,407.39	532,559.52

所有者权益合计	1,038,644.29	974,413.39	284,263.87	260,773.81
现金类资产	137,246.75	216,805.19	156,417.52	124,909.44
营业总收入	164,694.05	90,707.10	71,289.73	57,692.17
投资收益	1,520.82	1,578.60	514.64	2,722.31
利润总额	125,705.82	55,484.75	45,336.15	42,979.20
净资产收益率	9.11%	6.52%	12.31%	12.91%
担保责任余额*	2,440,658	2,374,212	1,936,522	1,793,431
其中：融资担保在保余额*	1,177,055	1,288,877	1,004,172	909,783
当期担保发生额*	1,682,070	3,261,664	2,811,627	2,601,866
拨备覆盖率*	337.93%	274.36%	293.37%	344.49%
准备金覆盖率*	3.94%	3.31%	3.98%	4.00%
融资担保放大倍数*	1.22	1.34	3.60	3.56
当期担保代偿率*	0.13%	0.25%	0.28%	0.30%
累计代偿回收率*	63.40%	56.00%	52.04%	55.72%

注：带“*”指标截至时点为2018年6月末。2015年财务数据来源于2016年审计报告。

资料来源：深中小担2016-2018年审计报告、深中小担提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，深圳中小担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有效地提升了本期债券的信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月19日），公司本部近五年不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月18日），公司实际控制人不存在未结清不良类信贷记录，无到期未还款或逾期情况。

（二）对外担保事项分析

截至2018年末，公司对外担保合计30,000.00万元，占公司2018年末净资产的比重为10.70%。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提供保证反担保。

表 21 截至 2018 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，公司业务趋于多元化，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，主营业务收入稳定性较好。公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好，公司收购长园电子75%股权有利于提升公司在热缩行业的地位并增强公司盈利能力。同时，深中小担经营状况稳定，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，由于公司新能源汽车产品价格的下滑，公司新能源产品收入虽增长较快，但盈利能力仍较差；公司当期投资收益亏损较大，有息债务规模仍较大，偿债压力较大。

基于上述分析，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	53,363.94	50,538.01	36,956.08	54,679.10
应收账款	136,244.09	135,598.63	89,253.61	65,624.88
存货	54,137.23	49,501.41	43,451.68	36,083.99
流动资产合计	277,791.84	273,012.76	201,753.70	185,116.65
长期股权投资	8,360.94	9,028.58	179,755.83	135,862.56
固定资产	204,518.47	206,529.94	150,852.03	86,351.84
在建工程	11,062.14	10,172.41	46,253.77	88,814.58
非流动资产合计	374,020.89	369,723.33	421,272.50	350,922.52
总资产	651,812.73	642,736.09	623,026.19	536,039.17
短期借款	142,063.35	134,563.63	116,027.66	89,431.13
应付账款	41,912.36	41,663.94	45,835.09	33,848.63
其他应付款	39,651.45	57,355.54	5,337.47	7,120.69
一年内到期的非流动负债	29,949.58	38,908.33	45,037.67	-
流动负债合计	293,246.30	314,525.29	232,133.64	139,247.40
长期借款	51,500.00	31,900.00	54,000.00	32,100.00
应付债券	-	-	29,743.33	64,401.78
长期应付款	-	-	14,049.77	20,700.00
非流动负债合计	67,910.74	47,914.04	112,308.79	131,946.17
总负债	361,157.04	362,439.33	344,442.44	271,193.58
有息债务	223,512.93	205,371.97	258,858.44	206,632.91
所有者权益	290,655.69	280,296.76	278,583.75	264,845.60
营业收入	82,448.20	352,502.42	257,967.65	186,335.47
营业利润	3,484.52	1,086.78	18,084.30	7,434.82
净利润	3,203.66	3,402.43	16,718.10	10,604.69
经营活动产生的现金流量净额	8,836.49	56,571.41	14,959.91	4,753.15
投资活动产生的现金流量净额	-23,585.60	25,456.50	-78,256.85	-89,931.65
筹资活动产生的现金流量净额	17,726.69	-71,730.44	46,674.52	116,733.73
财务指标	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	-	114.82	108.07	114.11
存货周转天数	-	70.01	78.47	85.61
应付账款周转天数	-	65.90	78.61	75.08
净营业周期	-	118.93	107.93	124.64
流动资产周转天数	-	242.43	269.94	294.31
固定资产周转天数	-	182.49	165.51	166.67

总资产周转天数	-	646.34	808.75	872.61
综合毛利率	31.98%	32.20%	29.27%	30.92%
期间费用率	28.28%	25.02%	24.12%	26.54%
营业利润率	4.23%	0.31%	7.01%	4.01%
总资产回报率	-	2.76%	5.24%	4.68%
净资产收益率	-	1.22%	6.15%	4.87%
营业收入增长率	46.34%	36.65%	38.44%	14.92%
净利润增长率	17.02%	-79.65%	57.65%	-81.30%
资产负债率	55.41%	56.39%	55.29%	50.59%
流动比率	0.95	0.87	0.87	1.33
速动比率	0.76	0.71	0.68	1.07
EBITDA（万元）	-	36,594.51	41,817.61	30,413.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.37	3.18	2.79
有息债务/EBITDA	-	5.61	6.19	6.79
债务总额/EBITDA	-	9.90	8.24	8.92
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.18	0.06	0.03
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.16	0.04	0.02

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

附录二 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

附录三 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。