

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕891号

---

杭州福斯特应用材料股份有限公司：

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可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

**杭州福斯特应用材料股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**杭州福斯特应用材料股份有限公司发行的“福特转债”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： 

二〇二〇年五月十四日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 杭州福斯特应用材料股份有限公司

## 可转换公司债券 2020 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	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
福特转债	11 亿元	6 年	AA	AA	2018.12.21

跟踪评级时间：2020 年 5 月 14 日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	57.03	64.56	83.05	84.10
所有者权益（亿元）	50.29	55.56	65.29	66.51
长期债务（亿元）	0.00	0.00	8.90	9.01
全部债务（亿元）	0.02	0.20	9.12	9.08
营业收入（亿元）	45.85	48.10	63.78	15.09
净利润（亿元）	5.85	7.50	9.55	1.54
EBITDA（亿元）	7.55	9.56	12.07	--
经营性净现金流（亿元）	2.43	1.70	4.35	-1.37
营业利润率（%）	20.33	19.26	20.02	21.47
净资产收益率（%）	11.86	14.17	15.81	--
资产负债率（%）	11.83	13.94	21.38	20.91
全部债务资本化比率（%）	0.04	0.36	12.26	12.01
流动比率（倍）	6.85	5.66	7.83	8.08
EBITDA全部债务比（倍）	359.56	47.38	1.32	--
EBITDA利息倍数（倍）	146.95	126.95	154.70	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.69	0.87	1.10	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；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 2020 年一季度财务报表未经审计

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对杭州福斯特应用材料股份有限公司（以下简称“公司”或“福斯特”）的跟踪评级反映了公司作为光伏封装材料生产的龙头上市公司，在技术水平、生产规模、产品质量、品牌认可度和市场占有率等方面仍保持明显的综合竞争优势。跟踪期内，公司主要产品产能进一步扩张，并保持较高的产能利用率及产销率水平，带动公司整体经营业绩明显提升。同时，联合评级也关注到新冠肺炎疫情的爆发所引起的行业波动、光伏发电“平价上网”带来的成本压力、因原油价格波动使得原材料价格波动较大以及公司应收账款和存货对资金的占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建和拟建生产线的完工，白色 EVA 胶膜、POE 封装胶膜和感光干膜等产品的产能释放，公司收入规模将进一步增长，整体竞争力有望进一步提升。

“福特转债”的条款设置有利于债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“福特转债”的债项信用等级为 AA。

优势

1. 公司的产品市场竞争力强，跟踪期内产能规模进一步扩大，行业地位得以巩固。公司在光伏封装材料的技术研发、生产规模和产品销售等方面仍保持一定优势，产品的市场认可度高，市场竞争实力强，2019 年，公司光伏胶膜及光伏背板产能继续扩张，并保持良好的产能利用率及产销率。

2. 跟踪期内，公司整体经营业绩向好发展。

2019年，公司主营业务收入为63.78亿元，同比增长32.86%；净利润为9.55亿元，同比增长27.33%；经营活动现金净流入4.35亿元，同比增长156.49%。公司盈利能力较强。

**3. 跟踪期内，公司负债水平低，债务负担较轻。**2019年，公司完成可转债发行，虽债务负担有所加重，但仍处较轻水平。

#### 关注

**1. 2020年初爆发的新冠肺炎疫情或在短期内对光伏行业的发展造成一定影响。**2020年受国内外爆发新冠疫情的影响，全球光伏新增装机量可能出现下滑，光伏产品进出口或将受阻，光伏行业整体在短期内可能存在业绩波动风险。

**2. 光伏行业的政策变动，以及原油价格的波动，均可能对公司经营业绩带来不利影响。**

目前，随着相关政策的陆续出台，光伏行业正处于“平价上网”的关键时期，或挤压行业参与者的利润空间，加之公司主要原材料价格与石油价格存在一定相关性，石油价格波动将影响公司的原材料采购成本。受上述因素影响，公司收入规模增长空间和利润空间或将受到挤压，盈利稳定性或将有所波动。

**3. 公司应收账款及存货规模较大，对资金形成一定的占用。**截至2019年末，公司应收账款账面价值达到16.32亿元，公司存货账面价值达到9.09亿元，公司应收账款及存货规模较大，对资金形成一定的占用。

#### 分析师

于彤昆 登记编号（R0040219020001）

王越 登记编号（R0040216050003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：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他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

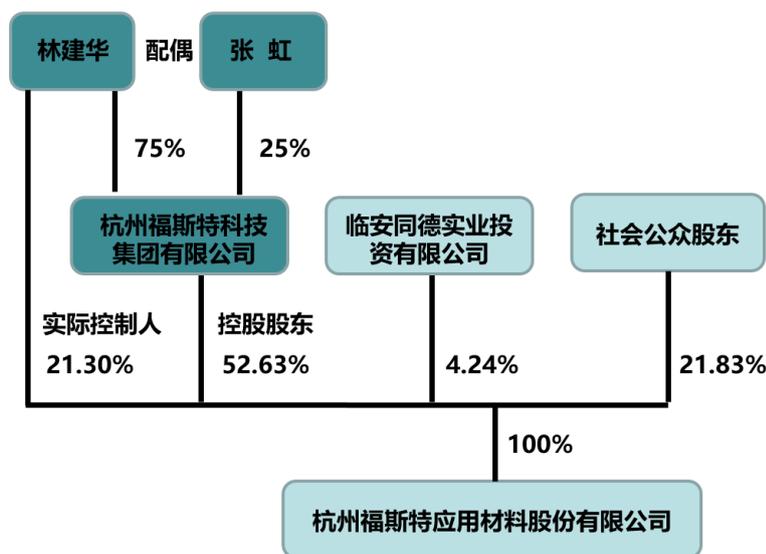
## 一、主体概况

杭州福斯特应用材料股份有限公司（以下简称“公司”或“福斯特”）前身为2003年5月成立的杭州福斯特热熔胶膜有限公司（以下简称“福斯特有限”），由林建庆和杭州临安热熔网膜厂（以下简称“网膜厂”）共同出资设立，福斯特有限注册资本为20万美元，其中网膜厂出资15万美元，占注册资本的75%；林建华出资5万美元，占注册资本的25%。2008年12月，福斯特有限完成增资，增资后福斯特有限注册资本达到697.9万美元。福斯特有限在经历三次股权转让后，截至2009年9月底，股东为临安福斯特实业投资有限公司（出资比例66.17%）、百昇亚太有限公司（以下简称“百昇亚太”）（出资比例25.00%）和临安同德实业投资有限公司（出资比例8.83%）。2009年11月，福斯特有限变更设立为股份公司，并更名为“杭州福斯特光伏材料股份有限公司”（以下简称“福斯特光伏”），福斯特光伏注册资本9,000万元，原福斯特有限的股东作为股份公司的发起人，按原出资比例持有福斯特光伏的股份。2011年4月，福斯特光伏进行股份转让，百昇亚太将其持有的2,250万股（持股比例25%）转让给林建华，公司经营方式由原合资经营变更为内资经营。2011年6月，福斯特光伏以未分配利润转增注册资本并进行现金分红，增资后注册资本达到34,200万元。

2014年8月，经证监会《关于核准杭州福斯特光伏材料股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2014〕838号）核准，公司获准向社会公开发行人民币普通股（A股）股票6,000万股，每股面值1元，发行价格27.18元/股，发行募集资金总额为：163,080万元。本次发行完成后，公司发行的人民币普通股（A股）已于2014年9月5日在上海证券交易所上市（证券简称“福斯特”，证券代码为“603806.SH”）。2017年3月，福斯特光伏更名为“杭州福斯特应用材料股份有限公司”，公司的证券简称“福斯特”不变。

经多次增资及股权转让后，截至2019年底，公司股本总额为5.23亿元。公司控股股东为杭州福斯特科技集团有限公司（以下简称“福斯特集团”），公司实际控制人为林建华先生，林建华直接持有21.30%的公司股票，并与其配偶张虹（二人的一致行动人）通过福斯特科技集团间接控制52.63%的公司股票。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司内设审计部、工程中心、财务中心、供应链中心、光伏材料事业部、电子材料事业部、功能膜材料事业部、研究院和投资管理部等 16 个职能部门。截至 2019 年底，公司合并范围子公司共 18 家；在职员工合计 1,951 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 83.05 亿元，负债合计 17.76 亿元，所有者权益 65.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 65.25 亿元。2019 年，公司实现营业收入 63.78 亿元，净利润 9.55 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 9.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.11 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 84.10 亿元，负债合计 17.59 亿元，所有者权益 66.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 66.48 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 15.09 亿元，净利润 1.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.66 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市临安区锦北街道福斯特街 8 号；法定代表人：林建华。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

2019 年 9 月 12 日，公司收到中国证监会《关于核准杭州福斯特应用材料股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可〔2019〕1493 号），核准公司向社会公开发行面值总额 11 亿元可转换公司债券，期限 6 年。2019 年 11 月 22 日，公司完成上述债券的发行，并于 2019 年 12 月 11 日上市，债券简称为“福特转债”，债券代码“113551.SH”，发行规模 11 亿元，期限 6 年。“福特转债”转股期的起止日期为：自可转债发行结束之日 2019 年 11 月 22 日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即 2020 年 5 月 22 日至 2025 年 11 月 17 日。本次发行的可转债票面利率为：第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。

本次发行的可转债的初始转股价格为 41.04 元/股，2020 年 5 月 11 日，公司发布《关于“福特转债”转股价格调整的提示性公告》，转股价格由 41.04 元/股修正为 28.92 元/股，转股价格调整起始日期为 2020 年 5 月 18 日。

当公司出现股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

触发价格调整的原因如下：根据公司 2019 年利润分配方案，公司将以 2019 年末总股本 522,600,000 股为基数，向全体股东按每 10 股派发 5.50 元（含税）现金红利，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4.00 股，共计派发现金红利 287,430,000.00 元，转增 209,040,000 股，本次分配后总股本为 731,640,000 股。截至本报告出具日，“福特转债”尚未进入转股期。

“福特转债”的付息日为：发行首日（即 2019 年 11 月 18 日）起每满一年的当日。如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个工作日，顺延期间不另付息。每相邻的两个付息日之间为一个计息年度。截至本报告出具日，“福特转债”尚未到第一个付息日。

公司可转换公司债券募集资金用途为投资“年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜技改项目”、“年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目（一期）”和“年产 2.16 亿平方米感光干膜项目”。截至 2019 年 12 月 31 日，募集资金余额为 108,899.04 万元，其中包括累计收到的银行存款利息扣除银行手续费等的净额 131.46 万元以及尚未支付的申报发行费用 76.32 万元（不含增值税）。2019 年，公司累计实际使

用募集资金 486.19 万元,2019 年度收到的银行存款利息扣除银行手续费等的净额为 131.46 万元。(上述实际使用募集资金金额不包含截至 2019 年 12 月 31 日已经董事会审议通过但尚未从募集资金监管账户中置换的以自筹资金预先投入募集资金投资项目的投入金额 13,680.87 万元)

### 三、行业分析

公司隶属于光伏行业的封装材料领域,上游原料为光伏树脂等石油衍生品,下游客户主要为光伏组件厂商,组件是建设光伏电站的主要原材料之一。

#### 1. 行业概况

**2019 年,我国光伏组件产量有所增长,新增光伏装机规模有所下滑,但新增装机及累计装机规模均处于世界首位,光伏发电行业保持稳定发展态势。**

根据中国光伏业协会统计,2019 年全国组件产量达 98.6GW,同比增长 17.0%,以晶硅组件为主。根据国家能源局统计,2019 年,全国新增光伏发电装机 30.11GW,同比下降 31.60%,其中集中式光伏新增装机 17.91GW,同比减少 22.90%;分布式光伏新增装机 12.20GW,同比增长 41.30%。光伏发电累计装机达到 204.30GW,同比增长 17.30%,其中集中式光伏 141.67GW,同比增长 14.50%;分布式光伏 62.63GW,同比增长 24.20%。2019 年中国新增及累计装机均保持全球第一位置。2019 年,全国光伏发电量达 2,243 亿千瓦时,同比增长 26.3%,光伏利用小时数 1,169 小时,同比增长 54 小时。全国弃光率降至 2%,同比下降 1 个百分点,弃光电量 46 亿千瓦时。

#### 2. 行业上下游情况

由于新冠肺炎疫情对原油需求的影响,以及原油产量的增加,国际原油价格大幅下跌。EVA 及 PET 价格走势对原油价格较为敏感,未来价格下降空间较大。组件方面,由于产业链成本持续下降,组件价格持续下降。

光伏胶膜(EVA 胶膜)及背板产业链上游为乙酸乙烯酯共聚物(EVA)和 PET 等石油衍生品,价格方面与国际原油价格关联程度高。

截至 2019 年底,国际原油价格大幅增长至 66 美元/桶,同比上升 22.68%,但截至 2020 年 3 月底,国际原油价格出现大幅下降至 22.76 美元/桶,主要系沙特、俄罗斯增加原油产量,加之新冠肺炎疫情导致原油需求大幅减少所致;截至 2019 年底,乙酸乙烯酯共聚物(EVA)价格为 1,536.36 美元/吨,较 2018 年底的 1,565.11 美元/桶小幅下降;PET 切片(纤维级)价格为 6,300 美元/吨,较 2018 年底的 7,700 美元/吨明显下降。由于 EVA 和 PET 的价格走势较原油价格存在一定滞后,预计未来上述两原材料价格将进一步下降。下游方面,由于产业链成本持续下降,光伏组件价格自 2011 年以来一路下跌,根据 PV InfoLink 数据统计,2019 年初至年末,PERC 组件价格区间由 2.2~2.3 元/瓦下降至年末的 1.58~1.76 元/瓦左右。

#### 3. 行业竞争

**EVA 胶膜产业产能逐渐向我国集中,未来随着下游行业需求的转变,行业集中度将进一步提高,规模企业和有研发能力的企业将在竞争中占据更多优势。**

目前约 70%以上的光伏 EVA 胶膜由国内厂家供应,其中龙头企业有福斯特、江苏斯威克新材料有限公司(以下简称“江苏斯威克”)和上海海优威新材料股份有限公司(以下简称“海优威”)等公司。同时,随着全球范围内光伏行业的政府补贴逐步下降,上游材料供应商利润空间受到压缩,

部分企业通过推广高附加值的白色 EVA、POE 胶膜等产品，提升其毛利率水平。从全球市场来看，EVA 胶膜供给基本是由美国、日本、中国和德国四国主导，主要生产厂家包括有美国胜邦（STR），日本的三井化学，中国的福斯特、江苏斯威克等。

#### 4. 行业政策

**2019 年，我国陆续出台支持新能源电力发展的相关政策，但电价下调、补贴退坡等政策亦对行业参与者带来巨大考验。**

2019 年 2 月 26 日，国家电网有限公司向社会公开发布《国家电网有限公司 2018 社会责任报告》，承诺完成售电量 4.5 万亿千瓦时，省间交易电量 1.07 万亿千瓦时；力争市场化交易电量达到 1.8 万亿千瓦时，力争新能源省间交易电量突破 700 亿千瓦时，确保弃风弃光率控制在 5% 以内，力争全年替代电量超过 1,400 亿千瓦时；完成除青海、西藏外“三区两州”（不含云南怒江州）和中西部贫困地区电网建设任务。

2019 年 3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中提出，要持续推进污染防治。持续开展京津冀及周边、长三角、汾渭平原大气污染治理攻坚，加强工业、燃煤、机动车三大污染源治理。壮大绿色环保产业。加快火电、钢铁行业超低排放改造，实施重污染行业达标排放改造。推进煤炭清洁化利用，加快解决风、光、水电消纳问题。加大城市污水管网和处理设施建设力度。此外，李克强总理还指出，2019 年将实施更大规模的减税，制造业 16% 的税率降至 13%，交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%。根据上述内容，弃光限电问题将在 2019 年进一步改善，且随着减税的推行，光伏发电成本也将进一步下降。

2019 年 4 月 28 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（以下简称“本通知”）。集中式光伏电站方面，将纳入国家财政补贴范围的 I-III 类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时 0.40 元（含税，下同）、0.45 元、0.55 元。新增集中式光伏电站上网电价原则上通过市场竞争方式确定，不得超过所在资源区指导价。国家能源主管部门已经批复的纳入财政补贴规模且已经确定项目业主，但尚未确定上网电价的集中式光伏电站（项目指标作废的除外），2019 年 6 月 30 日（含）前并网的，上网电价按照 531 新政规定执行；7 月 1 日（含）后并网的，上网电价按照本通知规定的指导价执行。扶贫电站方面，纳入国家可再生能源电价附加资金补助目录的村级光伏扶贫电站（含联村电站），对应的 I-III 类资源区上网电价保持不变，仍分别按照每千瓦时 0.65 元、0.75 元、0.85 元执行。分布式电站方面，纳入 2019 年财政补贴规模，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.10 元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行。能源主管部门统一实行市场竞争方式配置的工商业分布式项目，市场竞争形成的价格不得超过所在资源区指导价，且补贴标准不得超过每千瓦时 0.10 元；纳入 2019 年财政补贴规模，采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.18 元。

2019 年 5 月 30 日，国家能源局正式公布《关于 2019 年风电、光伏发电建设管理有关事项的通知》以及《2019 年光伏发电项目建设工作方案》，明确在落实平价上网项目的电力送出和消纳条件基础上，优先推进平价上网项目建设。严格规范补贴项目竞争配置，优先建设补贴强度低、退坡力度大的项目。对需要补贴的新建光伏项目进行分类管理：（1）光伏扶贫项目按照国家相关政策执行；（2）户用光伏项目单独管理，采用固定补贴方式，补贴总额度 7.5 亿元（折合 3.5GW）；（3）普通光伏电站、工商业分布式光伏发电项目、国家组织实施的专项工程或示范项目均将通过竞争性配置

方式参与竞价，补贴总额度 22.5 亿元。

竞价上网方面，截至 2019 年 7 月 1 日，全国共有 23 个省份（吉林、黑龙江、福建、海南、云南、甘肃、新疆、西藏和新疆建设兵团未申报）组织 4,338 个项目申报光伏发电国家补贴竞价，总装机容量为 2,455.90 万千瓦。随后，国家可再生能源信息管理中心（以下简称“信息中心”）确定了拟纳入 2019 年国家竞价补贴范围的项目名单。2019 年拟纳入国家竞价补贴范围的项目覆盖 22 个省份，共 3,921 个项目，较申报减少了 417 个；总装机容量 2,278.86 万千瓦，较申报减少了 177.03 万千瓦；测算年度补贴需求约 17 亿元。此次拟纳入国家竞价补贴项目，已并网项目容量 86.46 万千瓦，新建项目容量 2,192.41 万千瓦。

2020 年 3 月，国家能源局下发《2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确 2020 年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为 15 亿元，其中 5 亿元用于户用光伏，10 亿元用于补贴竞价项目，2020 年竞价项目组织申报延期至 6 月 15 日，平价项目组织申报延期至 4 月底。

2020 年 4 月，国家发改委发布最新光伏上网电价，将纳入国家财政补贴范围的 I~III 类资源区新增集中式光伏电站指导价，分别确定为每千瓦时 0.35 元（含税，下同）、0.4 元、0.49 元。若指导价低于项目所在地燃煤发电基准价（含脱硫、脱硝、除尘电价），则指导价按当地燃煤发电基准价执行。新增集中式光伏电站上网电价原则上通过市场竞争方式确定，不得超过所在资源区指导价。纳入 2020 年财政补贴规模，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.05 元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行。能源主管部门统一实行市场竞争方式配置的所有工商业分布式项目，市场竞争形成的价格不得超过所在资源区指导价，且补贴标准不得超过每千瓦时 0.05 元。纳入 2020 年财政补贴规模的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.08 元。

## 5. 行业关注

### （1）新冠肺炎疫情的爆发，对光伏发电装机需求产生波动影响

随着组件价格的不断下降，光伏行业正处于实现“平价上网”的关键时期，国内市场目前受补贴政策的影响较大。2020 年受国内外爆发新冠疫情的影响，全球光伏新增装机量可能出现下滑，产品进出口受到一定影响，光伏行业短期内可能存在波动，但长期来看光伏发电在能源结构中占比提升的趋势不变，光伏行业未来仍将有广阔的发展前景。此外，装机下滑或导致市场竞争加剧，光伏组件的价格可能会继续下降，光伏产业链的其他环节也将面临降价的压力。

### （2）原油价格波动对 EVA 胶膜和背板价格影响

EVA 胶膜及背板产业链上游为 EVA 和 PET 等石油衍生品，价格方面与国际原油价格关联程度高。2020 年初至今，受部分国家增加原油产量，以及新冠肺炎疫情导致的需求不振等因素影响，国际原油价格大幅下降，未来仍有可能持续波动，从而影响 EVA 及 PET 等衍生品价格，虽然短期来看原材料价格下行有利于 EVA 胶膜和背板制造企业的成本控制，但长期来看，原材料价格波动较大或将对企业盈利能力的稳定性带来不利影响。

### （3）国际贸易争端及贸易政策调整的风险

太阳能光伏发电是目前最具发展潜力的可再生能源之一，世界各国均将其作为一项战略性新兴产业重点扶持。出于保护本国光伏产业的目的，欧美等国相继对我国光伏企业发起“双反”调查，其中美国继 2012 年和 2014 年两次对我国出口光伏产品发起“双反”调查后，又于 2018 年 1 月宣布对全球光伏产品征收为期四年的保障措施关税（“201”调查）；欧盟曾分别于 2012 年 9 月和 11 月对我国光伏产品发起反倾销和反补贴调查，最终于 2018 年 9 月 3 日起宣布终止相关贸易限制措施，恢

复自由贸易。此外，土耳其、印度等国也对我国光伏产品采取了贸易保护措施。这种国际间不断挑起的贸易摩擦，对我国光伏产业发展造成了一定的冲击，虽然欧美以外的其他新兴市场正快速提升，一定程度上抵消了“双反”的不利影响，但未来不排除其他国家仿效，从而导致更多贸易摩擦。

#### 6. 未来发展

未来，光伏行业的发展将逐渐稳定，行业模式将更加成熟，得益于行业技术的进步，行业成本将不断下行。随着国内市场的稳定发展以及海外新兴市场的需求不断增加，光伏行业对光伏胶膜的需求亦将保持稳定。

从整体上来看，太阳能光伏行业将呈现三种发展趋势，一是成本将会进一步降低，对于补贴的依赖性将会不断减小，乃至消失；二是行业模式将会发生变化，“光伏+”模式将会成为行业的主流发展模式；三是新兴市场的市场份额将持续提升，随着环保理念在全球各国不断普及深入，以及光伏行业成本的不断下降，新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”。

##### (1) 成本将进一步降低

可再生能源将在全球范围内对化石能源发起成本大战。最近 RMI 的一项综合分析显示，在美国的一些地区，公用事业级大规模光伏的成本已低于燃煤和燃气的火电厂，在我国，随着技术进步和产业规模的不断扩大，光伏度电成本持续快速下降，光伏平价上网可期。

##### (2) “光伏+”模式将会成为行业的主流发展方式

这一模式在 2016—2017 年已有很大的发展，如光伏与扶贫、农业、环境、气候结合等。一直以来，我国光伏发电呈现“发电在西部、用电在东部”的局面，且东部地区建设传统地面电站，又面临着人多地少，建设用地不足的问题。但是我国东部地区农业用地及设施大棚等规模较大，基于此条件，近年来我国东部地区光伏农业大棚规模迅速扩张。除此之外，光伏行业与互联网行业，消费品行业也已经实现结合，“光伏+”模式已逐渐成为国内行业的主流发展方向。

##### (3) 新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”

随着环保理念在全球各国不断普及深入，以及光伏度电成本的不断下降，新兴市场需求快速提升。新兴市场国家中泰国计划到 2021 年可再生能源比重达到 25%。在东非和非洲南部的一些国家，计划到 2030 年将可再生能源的比重提高到 40%。根据中国机电产品进出口商会数据显示，2019 年一季度我国光伏组件出口市场已由美国、印度等传统市场向越南、乌克兰、墨西哥、巴基斯坦等新兴市场转移，今后新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”。

## 四、管理分析

**跟踪期内，公司核心管理人员无变动，管理制度连续，经营管理状况稳定。**

跟踪期内，公司主要管理人员及管理制度均未发生明显变动，公司经营管理状况保持稳定。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

近三年，得益于国内外下游需求的增长，公司光伏胶膜业务板块收入大幅增长，并带动了公司主营业务收入的增加。此外，公司主营业务毛利率保持稳定。

近三年，公司的主营业务为光伏封装材料的研发、生产和销售。

近三年,公司收入规模快速增长。2019年,公司主营业务收入较上年大幅增长,同比增长32.86%,主要系光伏胶膜业务板块收入大幅增长所致。公司主营业务收入占营业收入比重达到99.21%,占比仍十分突出。分板块来看,2019年,公司光伏胶膜业务收入较上年大幅增长37.13%,主要系全球光伏应用市场规模持续增长,带动了公司光伏胶膜产品销售量增加所致。光伏胶膜板块销售收入占比已达90%,对公司收入的贡献突出。公司光伏背板业务收入较上年基本保持稳定,占主营业务收入的比重有所下降,但仍为公司第二大收入来源。

其他业务方面,公司积极开展电子材料业务,其产品主要包括感光干膜、FCCL和铝塑复合膜。但公司电子材料业务收入规模目前较小,对公司主营业务收入贡献程度低。

毛利率方面,近年来公司主营业务毛利率基本保持稳定。2019年,公司主营业务毛利率较上年上升0.86个百分点,基本保持稳定。具体来看,光伏胶膜毛利率较上年上升1.44个百分点,光伏背板毛利率较上年下降3.3个百分点,公司两大主要业务板块毛利率均基本保持稳定。

2020年1-3月,公司实现营业收入15.09亿元,同比下降6.54%;实现净利润1.54亿元,较上年同期下降28.24%,主要系上期确认老厂区征迁补偿导致的资产处置收益0.70亿元以及本期计提信用减值损失增加0.60亿元所致。

表1 2017-2019年公司主营业务收入构成情况(单位:亿元,%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
光伏胶膜	38.87	85.75	20.37	41.53	87.19	19.14	56.95	90.00	20.58
光伏背板	5.08	11.21	24.38	5.11	10.73	21.46	5.27	8.33	18.16
热熔网膜	0.27	0.60	25.18	0.21	0.44	24.37	0.19	0.30	30.24
太阳能发电系统	0.39	0.86	19	0.38	0.80	24.74	0.22	0.35	20.15
电子材料	0.06	0.13	1.83	0.29	0.61	6.26	0.57	0.90	7.21
烯炔薄膜	0.66	1.46	19.37	--	--	--	--	--	--
其他	--	--	--	0.11	0.23	42.7	0.08	0.13	20.76
合计	45.33	100.00	20.80	47.63	100.00	19.43	63.28	100.00	20.29

注:2017年烯炔薄膜业务收入为贸易业务收入,2017年第一季度,烯炔薄膜业务收入为公司全资子公司福斯特国际贸易有限公司业务产生;2017年第二季度开始公司全资子公司泰国福斯特公司顺利完成和陶氏化学泰国公司关于烯炔薄膜资产的全部交接手续,开始独立运营烯炔薄膜相关生产和销售业务,之后烯炔薄膜收入并入光伏胶膜核算  
资料来源:公司提供

## 2. 光伏胶膜

### (1) 产品生产

近三年,公司光伏胶膜产能持续扩张,以满足下游客户需求,且由于公司胶膜产品市场认可度较高,光伏胶膜生产线持续保持很高的产能利用程度。

近三年,公司光伏胶膜板块主要产品为光伏胶膜,生产模式无重大变化。

生产成本构成方面,近三年,公司光伏胶膜生产成本主要由直接材料(占90%左右)和制造费用(占8.00%左右)构成。

产能方面,近三年公司光伏胶膜产能不断增加,主要系下游需求整体较为旺盛所致。产能利用率方面,由于公司产品的市场认可度较高,公司相关产线开工率高,光伏胶膜产能利用率整体保持在较高水平,其中2017、2019年均超过100%,但2018年产能利用率为95.08%,主要系当年的“531新政”对下游需求有所冲击,公司调整产量所致。随着行业需求的回暖,国内外需求的提升,2019年公司光伏胶膜产能利用率重新回到较高水平。

表 2 2017 - 2019 年公司光伏胶膜生产情况 (单位: 万平米/年, 万平米, %)

产品名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年
光伏胶膜	产能	55,680	62,620	73,000
	产量	57,162.13	59,541.29	75,016.07
	产能利用率	102.66	95.08	102.76

资料来源: 公司提供

## (2) 原材料采购

近三年, 由于公司扩大生产规模使得原材料采购规模快速增长, 主要原材料采购价格因原油价格上涨而有所上涨。公司采购集中度较高, 公司存在一定的单一供应商依赖情况, 但考虑到光伏树脂系石油衍生品, 其定价主要以原油价格为参考, 供应商定价权较弱, 因此公司面临的供应商集中度较高而可能导致的价格风险较小。未来, 随着原油价格在短期内持续走低, 公司原材料采购均价或将随之下降, 但长期来看采购均价波动较大不利于公司进行成本控制, 或影响公司盈利能力的稳定性。

近三年, 公司光伏胶膜板块主要采购原材料、采购流程、供应商管理制度及采购价格的确定无重大变化。

公司光伏胶膜主要原材料为光伏树脂。采购量方面, 近三年, 随光伏胶膜生产线产能不断扩张, 公司对原材料需求大幅增长, 光伏树脂采购量大幅增长。

从年度采购均价来看, 由于公司光伏树脂采购价格与原油价格相关性较强, 因此原材料采购均价的波动主要来自于原油价格波动。受原油价格持续上升影响, 公司光伏树脂采购均价持续上升。但自 2020 年以来, 受部分国家原油增产以及下游需求因新冠疫情爆发而放缓等因素影响, 国际原油价格大幅下降, 公司光伏树脂采购均价或将随之下降, 短期内或使公司光伏胶膜采购成本降低, 但原材料价格波动幅度较大不利于公司采购成本的有效控制。

在实际生产过程中, 公司为满足生产正常开机的需求, 通常会储备一个月左右的安全库存, 针对现阶段原油价格波动的情况, 公司采取减少库存并加大与国内原料供应商的合作等多种方式, 控制原材料价格波动给公司生产经营带来的风险。从进口比例来看, 近三年, 公司光伏树脂的采购仍主要依赖进口, 进口比例均超过 90%。

表 3 2017 - 2019 年公司光伏胶膜主要原材料采购情况 (单位: 吨, 万元/吨, 万元, %)

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
光伏树脂	采购量	236,574.33	272,838.73	336,078.13
	采购均价	1.0682	1.1339	1.1653
	采购金额	252,703.04	309,360.81	391,637.54
	进口比例	98.78	96.33	91.94

资料来源: 公司提供

采购结算方式和账期方面, 国外采购一般为信用证结算, 国内采购一般为电汇、承兑汇票结算, 账期一般在 1-3 个月。

从采购集中度来看, 2019 年, 公司向前五大供应商采购原料均为光伏树脂, 采购金额总额为 29.13 亿元, 占当期同类采购金额比重为 65.09%, 公司原材料采购集中度高, 且大部分供应商来自海外。此外, 如下表所示, 近三年公司前五大供应商变化不大, 公司存在一定的单一供应商依赖情况, 但考虑到光伏树脂系石油衍生品, 其定价主要以石油价格为依据, 供应商定价权较弱, 因此供应商集中度而导致的的价格风险较小。公司光伏树脂供应商不少于 10 家, 备选供应商不少于 3 家, 目前公司

和光伏树脂前五大供应商仍保持着较为稳定的合作关系，出现短期供货紧缺的可能性较小。

表 4 2017—2019 年公司光伏胶膜前五大原材料供应商情况（单位：万元，%）

年份	供应商名称	购买金额	占光伏树脂采购金额比重
2017 年	HANWHA TOTAL PETROCHEMICAL.CO.LTD	69,627.34	23.08
	Great China Trading CO,LTD	56,343.22	18.67
	USI CORPORATION（台湾）	50,316.63	16.68
	ASIA PLOYMER CORPIRATION KAOHSIUNG BRANCH	18,177.23	6.02
	LG CHEM,LTD	14,513.09	4.81
	合计	<b>208,977.51</b>	<b>69.26</b>
2018 年	HANWHA TOTAL PETROCHEMICAL.CO.LTD	59,280.91	16.48
	Great China Trading CO,LTD	59,093.12	16.43
	USI CORPORATION（台湾）	51,841.73	14.41
	DOW-CHEMICAL-PACIFIC-LIMITED	29,787.66	8.28
	ASIA PLOYMER CORPIRATION KAOHSIUNG BRANCH	18,929.12	5.26
	合计	<b>218,932.54</b>	<b>60.87</b>
2019 年	ASIA PLOYMER CORPIRATION KAOHSIUNG BRANCH	72,024.933	16.14
	HANWHA TOTAL PETROCHEMICAL.CO.LTD	67,509.33	15.09
	Great China Trading CO,LTD	66,732.56	14.91
	DOW-CHEMICAL-PACIFIC-LIMITED	64,841.40	14.49
	LG CHEM,LTD	19,960.27	4.46
	合计	<b>291,248.50</b>	<b>65.09</b>

资料来源：公司提供

### （3）产品销售

近三年，公司光伏胶膜销售渠道畅通，销量持续增长。公司客户集中度较高，存在一定的单一客户依赖风险。此外，由于公司具备一定产品定价权，在原材料价格持续走高的情况下，公司可根据市场情况上调产品售价，以确保相关产品盈利水平的稳定。

近三年，公司光伏胶膜销售模式、定价模式无重大变化。

从销售情况的区域分布来看，近三年公司光伏胶膜销售以国内为主，但海外市场占比不断上升。2020 年以来，因新冠肺炎疫情在全球迅速蔓延，国际贸易及物流运输受到极大影响，考虑到公司国际销售占比不断上升，未来一定时期内，公司海外产品销售或将面临一定阻碍。

表 5 2017 - 2019 年公司光伏胶膜销售区域分布情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国际销售	7.39	19.02	8.12	19.55	14.28	25.08
国内销售	31.48	80.98	33.41	80.45	42.67	74.92
合计	<b>38.87</b>	<b>100.00</b>	<b>41.53</b>	<b>100.00</b>	<b>56.95</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

销量方面，得益于产能释放及下游需求增加，近三年公司光伏胶膜销量大幅增长，产销率保持高水平，基本保持满产满销状态。但 2018 年公司光伏胶膜产销率有所下滑，主要系当年的“531 新政”在一定时期内对下游需求有所冲击所致，随着行业的发展，相关影响已逐渐被行业所消化，

2019年，公司光伏胶膜产销率有所回升。2019年，公司光伏胶膜销售规模已达到7.49亿平方米，折合装机规模约为68GW，超过全球新增装机规模的一半，公司产品市场占有率高。

销售价格方面，近三年，公司光伏胶膜销售均价持续上升，主要系因主要原材料价格上升，且高附加值产品出货占比增加所致。近三年公司光伏胶膜销售毛利率较为稳定，波动幅度不大。2020年，受原油价格波动的影响，原材料采购价格存在波动，公司可根据原材料价格的波动情况及市场供求关系变化情况，综合考虑调整产品价格，并加快推进胶膜新产品募投项目建设，通过不断的技术创新推出差异化的新产品，保持公司稳定的盈利能力。

从销售结算方式来看，公司光伏胶膜销售主要以银行承兑汇票、商业承兑汇票、信用证和现汇结算。账期根据客户情况而定，一般为60—90天。

表6 2017-2019年公司光伏胶膜销售情况（单位：万平米，%，元/平米）

产品	项目	2017年	2018年	2019年
光伏胶膜	产量	57,162.13	59,541.29	75,016.07
	销量	57,738.30	58,091.46	74,869.18
	产销率	101.01	97.57	99.80
	单位平均售价	6.73	7.15	7.61
	毛利率	20.37	19.14	20.58

资料来源：公司提供

从销售集中度方面来看，2019年，公司光伏胶膜前五大客户的销售收入总额为29.41亿元，较上年的18.99亿元有所增长，占光伏胶膜总销售收入比为51.64%，较上年的45.73%有所上升，公司前五大客户销售总额占比较高，销售集中度较高，存在一定大客户依赖风险。

### 3. 光伏背板

公司光伏背板板块为光伏板块的重要组成部分，虽然整体销售规模不大，但可为公司收入的增长带来一定贡献。该板块的采购、生产和销售的模式和管理方式和光伏胶膜产品相同。

#### （1）产品生产

**近三年，公司光伏背板产能持续扩张，产品产能利用率较高。**

产能方面，近三年，公司光伏背板产能随下游市场需求增加而持续扩张，且产能利用率持续保持在较高水平。

表7 2017-2019年公司光伏背板生产情况（单位：万平米/年，万平米，%）

产品名称	项目	2017年	2018年	2019年
光伏背板	产能	3,800.00	4,500.00	5,600.00
	产量	3,650.38	4,232.65	5,107.29
	产能利用率	96.06	94.06	91.20

资料来源：公司提供

生产成本构成方面，近三年，公司光伏背板生产成本主要由直接材料（占90%左右）和制造费用（占8.00%左右）构成。

#### （2）原材料采购

近三年，公司光伏背板主要原材料采购均价有所下降，公司光伏背板的原材料采购集中度高，但公司所面临的因供应商集中度过高而导致的价格风险较小。

公司光伏背板主要原材料为 PET 膜、PVDF 膜和固化剂。采购量方面，近三年，PET 和固化剂采购量持续上升。PVDF 采购量波动上升，其中 2018 年采购量明显下滑，主要系部分原材料在 2017 年仍有一定库存所致。

从年度采购均价来看，近三年，公司 PET 膜、PVDF 膜采购均价整体呈下降趋势，其中 PET 膜波动下降，PVDF 膜持续下降，主要系上游产品工艺技术的改进，生产成本下降，以及市场竞争加剧等因素所致。公司固化剂采购价格小幅上升。

从采购区域看，公司背板制造所需原材料主要采购自国内市场，其中少量 PVDF 膜需依靠进口。

表 8 2017-2019 年公司光伏背板主要原材料采购情况

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
PET 膜	采购量 (吨)	14,419.39	16,588.89	21,876.44
	采购均价 (万元/吨)	1.18	1.20	1.06
	采购金额 (万元)	16,973.45	19,924.28	23,265.78
	进口比例 (%)	--	--	--
PVDF 膜	采购量 (万平米)	2,346.83	1,574.54	3,041.65
	采购均价 (元/平米)	3.52	2.48	2.37
	采购金额 (万元)	8,272.21	3,898.40	7,217.62
	进口比例 (%)	3.08	12.80	9.28
固化剂	采购量 (吨)	1,001.25	1,085.56	1,251.05
	采购均价 (万元/吨)	4.92	4.94	4.99
	采购金额 (万元)	4,930.30	5,357.78	6,247.50
	进口比例 (%)	--	--	--

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2019 年，向前五大供应商采购金额总额为 2.62 亿元，占当期同类采购金额比为 59.58%，采购金额较上年有所上升，但占比有所下降。公司原材料采购集中度高，存在一定的单一供应商依赖。考虑到上游的技术革新以及市场竞争导致原材料价格逐渐下降，公司所面临的因供应商集中度过高而导致的的价格风险较小。与光伏树脂采购类似，公司与供应商保持着较为稳定的合作关系，出现短期供货紧缺的可能性较小。

表 9 2017-2019 年公司光伏背板前五大原材料供应商情况 (单位: 万元, %)

年份	供应商名称	购买材料	购买金额	占光伏背板原材料采购金额比重
2017 年	浙江南洋科技股份有限公司	PET 膜	6,478.80	16.83
	四川东方绝缘材料股份有限公司	PET 膜	5,152.53	13.38
	杭州福膜新材料科技有限公司	PVDF 膜	5,633.37	14.63
	江苏裕兴薄膜科技股份有限公司	PET 膜	3,566.65	9.26
	长兴化学工业 (中国) 有限公司	固化剂	2,242.19	5.82
	合计		23,073.54	59.93
2018 年	浙江南洋科技有限公司	PET 膜	5,686.54	15.90
	四川东方绝缘材料股份有限公司	PET 膜	5,565.15	15.56
	江苏裕兴薄膜科技股份有限公司	PET 膜	4,849.77	13.56
	浙江南洋科技有限公司台州分公司	PET 膜	3,064.54	8.57
	杭州福膜新材料科技有限公司	PVDF 膜	2,813.35	7.87
	合计		21,979.35	61.45

2019年	浙江南洋科技有限公司	PET膜	9,430.95	21.47
	四川东方绝缘材料股份有限公司	PET膜	4,909.48	11.18
	杭州福膜新材料科技有限公司	PVDF膜	4,426.15	10.08
	江苏裕兴薄膜科技股份有限公司	PET膜	4,310.44	9.81
	浙江南洋科技有限公司台州分公司	PET膜	3,095.46	7.05
	合计	--	26,172.48	59.58

资料来源：公司提供

### (3) 产品销售

近三年，公司光伏背板销售渠道畅通，销量持续增长；客户集中度高，存在大客户依赖风险。从销售情况的区域分布来看，近三年，公司光伏背板以国内销售为主。

表 10 2017—2019 年公司光伏背板销售区域分布情况（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国际销售	0.29	5.73	0.19	3.70	0.15	2.77
国内销售	4.79	94.27	4.92	96.30	5.12	97.23
合计	5.08	100.00	5.11	100.00	5.27	100.00

资料来源：公司提供

销量方面，近三年，公司光伏背板销量持续增长，产销率保持在较高水平。销售价格方面，近三年公司光伏背板销售均价持续下降，主要系原材料价格下降以及产品市场竞争加剧所致。随着产品销售价格的下降，光伏背板销售毛利率同比有所下降。

表 11 2017—2019 年公司光伏背板销售情况（单位：万平米，%，元/平米）

产品	项目	2017年	2018年	2019年
光伏背板	产量	3,650.38	4,232.65	5,107.29
	销量	3,734.61	4,298.34	4,967.69
	产销率	102.31	101.55	97.27
	单位平均售价	13.60	11.89	10.60
	毛利率	24.38	21.46	18.16

资料来源：公司提供

从销售集中度方面来看，2019年，公司光伏背板前五大客户的销售收入总额为4.46亿元，较上年的4.13亿元有所增长，占总销售规模的84.63%，占比较上年的80.75%有所上升，前五大客户销售总额占比极高，销售集中度极高，存在单一客户集中风险。

### 4. 经营效率

**2019年，公司整体经营效率尚可，并较上年有所提升。**

2019年，公司应收账款周转次数为4.08次，较上年的3.94次有所上升，主要系收入规模大幅增长所致；存货周转次数为6.00次，较上年的6.14次有所下降，主要系随着经营规模扩张，原材料及产成品备货增加，带动存货规模大幅增长所致；总资产周转次数为0.86次，较上年的0.79次有所上升，主要系收入规模大幅增长所致。

### 5. 重大在建及拟建项目

跟踪期内，公司在建及拟建项目规模仍较大，尚需投入的资金较多。但随着项目建成投产，公司经营规模亦将随之大幅扩张，未来公司营业收入增长可期。但若未来行业发展不及预期，下游需求增速放缓，或将影响公司新建产能的释放。

截至 2019 年底，公司在建及拟建项目如下表所示。项目总投资额 37.35 亿元，已投资额 2.61 亿元，尚需投资 34.74 亿元，其中已就位的 11.00 亿元资金系通过可转债发行获取，且“滁州年产 5 亿平方米光伏胶膜项目”亦将通过新发可转债的形式募集资金，公司实际所面临的资金压力尚可。

表 12 公司重大在建及拟建项目情况（单位：万元，%）

项目	投资总额	截至 2019 年底已投资金额	后续投资	自有资金占比	融资占比	已就位资金情况
年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜技改项目	55,369.60	3,113.34	52,256.26	20.53	79.47	44,000
年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目（一期）	42,131.80	3,912.42	38,219.38	14.55	85.45	36,000
年产 2.16 亿平方米感光干膜项目	58,000.00	7,064.98	50,935.02	48.28	51.72	30,000
2 万吨/年碱溶性树脂项目	57,684.00	12,032.68	45,651.32	100	--	--
滁州年产 5 亿平方米光伏胶膜项目	160,346.85	--	160,346.85	100	--	--
<b>人民币合计</b>	<b>373,532.30</b>	<b>26,123.42</b>	<b>347,408.83</b>	--	--	<b>110,000</b>

资料来源：公司提供

公司年产 2.16 亿平方米感光干膜项目所生产的感光干膜是应用于 PCB/FCB 行业线路板图形转移的关键材料。项目总投资 58,000 万元，其中固定资产投资 53,000 万元，铺底流动资金 5,000 万元。项目建成后，预计年均可实现销售收入 86,400.00 万元，利润总额 16,397.44 万元，投资回收期 6.23 年。

公司年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜技改项目的白色 EVA 属于 EVA 胶膜技术升级换代产品，传统 EVA 胶膜只起到透光、粘结耐黄变等封装作用，白色 EVA 应用在光伏组件的背面，可以更好反射透过电池片间隙的光线，提高组件对太阳光的有效利用率。项目总投资 55,369.60 万元，其中：土地与厂房投资为 15,250.00 万元，设备投资为 30,119.60 万元，配套流动资金及不可预见费用为 10,000.00 万元。项目建设期二年，建成后形成年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜的生产能力。项目建成后，预计年均可实现销售收入 216,500 万元，利润总额 35,641.90 万元，项目投资回收期（含建设期、税后）为 4.44 年，项目内部收益率（税后）为 41.94%，项目经济效益较好。

公司年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目（一期）的 POE 胶膜与传统 EVA 胶膜相比，具有优异的水汽阻隔性，可以增强组件的抗 PID 性能，提高组件的可靠性，是目前双面双玻组件及薄膜组件的主要封装胶膜。项目总投资 62,218.60 万元，分两期建设。第一期总投资 42,131.80 万元，其中：厂房与土地投资为 17,295.00 万元，设备投资为 19,836.80 万元，铺底流动资金及不可预见费用为 5,000.00 万元；第二期总投资 20,086.80 万元，其中：设备投资为 18,086.80 万元，铺底流动资金及不可预见费用为 2,000.00 万元。项目建设周期：一期为 1.5 年，二期为 1.5 年，第二期需在第一期建成并投产后择机建设，每期建成后各形成 1 亿平米 POE 封装胶膜生产能力。一期项目建成后，预计年均可实现销售收入 106,000 万元，利润总额 15,759.46 万元，项目投资回收期（含建设期、税后）5.03 年，项目内部收益率（税后）31.33%，项目经济效益较好。

公司 2 万吨/年碱溶性树脂项目：碱溶性树脂是感光干膜的主要原材料，因其化学结构特殊、生

产工艺复杂、品质要求苛刻，是感光干膜厂商重要的核心技术。项目总投资 57,684 万元，其中土建投资 32,749.00 万元（其中土建工程 27,962.00 万元，工程建设其他费用 4,787.00 万元），设备投资 16,282.00 万元（其中设备购置费 12,061.00 万元，设备安装工程 4,221.00 万元），铺底流动资金及项目预备费 8,653.00 万元。项目建设期二年。项目建成后，预计年均可实现销售收入 60,344.83 万元，利润总额 11,217.66 万元。

## 6. 经营关注

### （1）行业竞争加剧及产品价格下降的风险

光伏行业已经面临实现“平价上网”的关键时期，公司将面临更加激烈的市场竞争，业内参与者不断提升市场份额是目前的首要目标。受行业整体降成本诉求的影响，公司将面临来自客户和竞争对手的压力。此外，受竞争加剧影响，公司的光伏胶膜和光伏背板产品可能存在价格下降的风险。

### （2）应收账款增长及回收风险

光伏行业的激烈竞争迫使下游组件企业不断进行新产能投资，淘汰高成本的落后产能，同时组件企业前期投资的电站存在补贴延期到位的情况，导致部分组件企业的现金流情况并不乐观，资产负债率高企，公司应收账款存在增长及回笼的风险。

### （3）国际采购及销售风险

公司部分原材料采购和产品销售均涉及产品进出口，受新冠肺炎疫情影响，国外原材料采购及销售均可能受到一定影响。此外，海外业务存在一定汇率风险，公司采用美元结算，汇率波动可能导致公司产生汇兑损失或采购成本上升。

### （4）项目建设的综合风险

公司目前正在开展多个光伏胶膜、感光干膜、碱溶性树脂项目的扩产及新建项目，若在项目建设过程中出现不可控因素导致无法按预期进度完成，或项目建成后的市场环境发生不利变化导致行业竞争加剧、产品价格下滑、产品市场需求未保持同步协调发展，或公司产品市场开发效果不及预期，将可能导致项目产生效益的时间晚于预期或实际效益低于预期水平，同时也新增了固定资产折旧和新增产能消化的风险。

### （5）专业人才短缺风险

随着公司业务规模和业务范围的不断扩大，优秀人才将成为稀缺资源，如果公司无法保留和吸引更多符合公司发展需要的优秀人才，可能存在因专业人才不足导致部分业务及项目进展缓慢的风险。

## 7. 未来发展

### 公司发展战略目标明确，切实可行，未来持续运营发展可期。

2020 年，公司将加快白色 EVA 胶膜、POE 胶膜和感光干膜产品的募投项目建设，完成部分土建和设备安装工作，逐步扩大产能。光伏胶膜的扩产，有利于进一步增强公司在光伏材料领域的规模优势，满足市场对光伏胶膜新产品日益增长的需求；感光干膜项目的实施，有利于提升公司在电子材料领域的综合实力，增强对 PCB 行业大客户的供货能力，打造公司新的利润增长点。此外，公司将继续深入开展产品研发。光伏材料方面，公司将继续提升现有产品的品质，推出更多适用新组件技术的细分封装材料产品，保持技术领先水平；电子材料方面，感光干膜针对不同的客户需求，公司将继续开展配方研发，努力为客户提供更加优秀的产品，加强高端 PSPI 感光覆盖膜的研发和推广，以及 FCCL 双面板的工艺改良；功能膜材料方面，公司将深入研究铝塑膜的工艺；其他材料方

面，公司将做好现有材料储备项目的小试和中试，继续探索其他材料领域。

近年来，公司的业务范围从原来的光伏行业扩展到电子电路行业，子公司的数量也不断增长，经营规模的快速扩张对公司的管理能力提出了更高的要求。公司目前根据业务范围划分了光伏材料事业部、电子材料事业部和功能膜材料事业部，未来会继续推行事业部形式的管理模式，根据事业部制定不同的经营目标和考核指标，激发团队积极开拓新业务。同时发挥财务中心、工程中心、供应链中心的统筹能力，充分调动公司整体的资源，紧密围绕公司制定的经营目标开展各项工作。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司提供的 2018 及 2019 年的财务报表，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2020 年一季度财务报表未经审计。合并范围方面，截至 2019 年底，公司合并范围共计 18 家子公司，较上年新设 5 家子公司，新设子公司均与公司现有主营业务相关，公司合并范围变动对财务数据可比性影响较小。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 83.05 亿元，负债合计 17.76 亿元，所有者权益 65.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 65.25 亿元。2019 年，公司实现营业收入 63.78 亿元，净利润 9.55 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 9.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.11 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 84.10 亿元，负债合计 17.59 亿元，所有者权益 66.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 66.48 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 15.09 亿元，净利润 1.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.66 亿元。

### 2. 资产质量

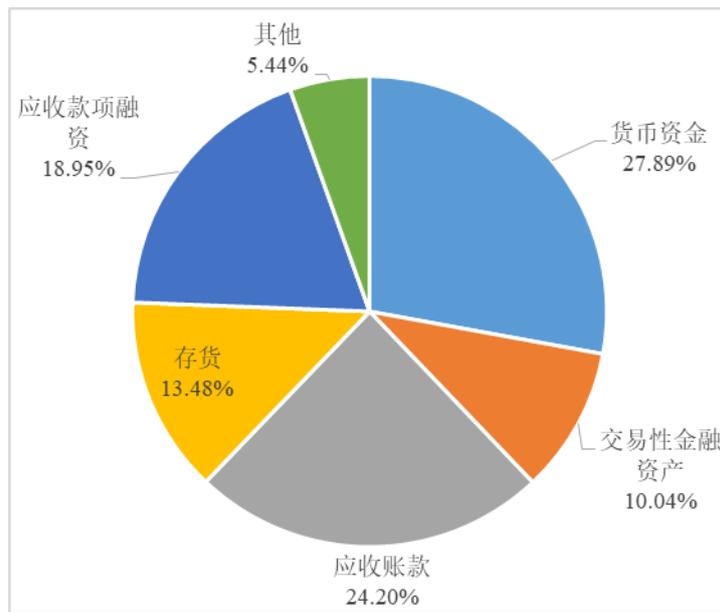
近三年，公司保持较好的资产质量。随着业务规模的扩大及项目投资力度的加大，公司资产规模持续增长，其中因产能扩张因素带动，公司存货及应收账款随之增长。由于可转债募集资金到位，公司货币资金大幅增长。公司资产仍以流动资产为主，其中应收票据、应收账款和存货规模较大，对公司资金形成一定的占用。非流动资产中固定资产、在建工程和无形资产占比较高，其中由于持续的产能扩张，在建工程规模大幅增长。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 20.67%。截至 2019 年末，公司合并资产总额 83.05 亿元，较年初增长 28.64%，流动资产及非流动资产均有所增长。其中，流动资产占 81.21%（上年为 77.66%），非流动资产占 18.79%。公司资产仍以流动资产为主。

#### （1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 22.14%。截至 2019 年末，公司流动资产 67.45 亿元，较年初增长 34.52%，主要系货币资金、交易性金融资产、应收账款及存货均有所增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 27.89%）、应收账款（占 24.20%）、交易性金融资产（占 10.04%）、存货（占 13.48%）和应收款项融资（占 18.95%）构成。

图 2 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司货币资金连续增长，年均复合增长 135.72%。截至 2019 年末，公司货币资金 18.81 亿元，较年初增长 281.13%，主要系可转债募集资金到账所致。货币资金中有 0.22 亿元受限资金，受限比例为 1.17%，主要为保证金。公司受限货币资金比例低。

2017—2019 年，公司交易性金融资产连续增长，年均复合增长 2,441.01%。截至 2018 年末，公司交易性金融资产共计 114.88 万元。截至 2019 年末，公司交易性金融资产 6.77 亿元，较年初的 114.88 万元大幅增长，主要系公司执行新金融工具准则，理财产品分类改变，计入交易性金融资产科目所致。公司理财产品主要包括银行、券商和信托理财产品，均非保本类产品，部分为随时支取的 T+0 或 T+1 银行理财。

2017—2019 年，公司应收票据波动下降，年均复合下降 69.76%。截至 2019 年末，公司应收票据 1.36 亿元，较年初下降 91.08%，主要系因执行新金融工具准则，该科目中仅计入商业承兑汇票所致。银行承兑汇票是公司主要收款方式之一，但公司有少数信用度较好的长期合作客户以商业承兑汇票结算。公司应收票据中，共有 0.28 亿元使用受限，受限比例低。

2017—2019 年，公司应收账款连续增长，年均复合增长 30.89%。截至 2019 年末，公司应收账款账面价值 16.32 亿元，较年初增长 43.26%，主要系销售规模增长所致。公司应收账款共计提坏账准备 1.77 亿元，计提坏账比例约为 9.78%。公司应收账款中按组合计提坏账准备的账面余额约为 17.88 亿元，其中主要为光伏行业组合，账面余额为 17.38 亿元。上述组合中，未逾期部分约为 15.53 亿元，计提坏账比例 5%；逾期一个月内部分约为 0.68 亿元，计提坏账比例 20%；逾期超一个月部分约为 1.17 亿元，计提坏账比例 50.00%；账龄三年及以上约为 6.18 万元，全额计提坏账。公司应收账款前五大欠款方合计金额为 9.80 亿元，占比为 54.19%，集中度较高。

表 13 截至 2019 年底公司前五大应收账款情况（单位：亿元，%）

客户名称	账面余额	占应收账款的比例	是否为关联方
浙江晶科能源有限公司	2.81	15.51	否
晶澳太阳能科技股份有限公司	1.79	9.91	否
隆基乐叶光伏科技有限公司	2.04	11.28	否

阿特斯太阳能有限公司	2.05	11.33	否
无锡尚德太阳能电力有限公司	1.11	6.16	否
<b>合计</b>	<b>9.80</b>	<b>54.19</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司存货连续增长，年均复合增长37.78%。截至2019年末，公司存货9.09亿元，较年初增长16.55%，主要系公司扩大产能规模，原材料及产成品存货账面价值增加所致。存货主要由原材料及库存商品构成，其中原材料计提跌价准备0.05亿元。考虑到2020年受新冠肺炎疫情影响，上游原材料及下游商品价格均存在波动风险，加之下游竞争愈发激烈，公司库存商品及原材料均存在一定跌价风险。

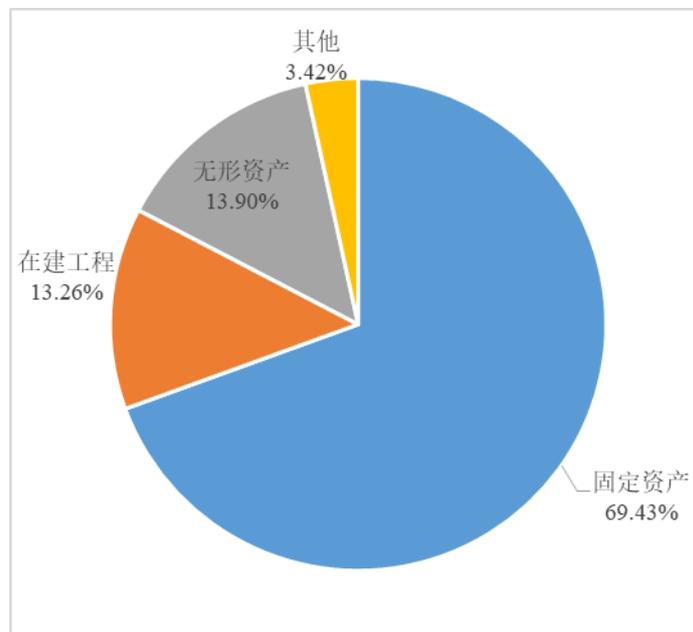
截至2019年末，公司应收款项融资12.78亿元，为当年新增科目，核算内容为应收银行承兑汇票，增加原因详见上文应收票据相关分析。

2017—2019年，公司其他流动资产持续减少，年均复合减少65.37%。截至2018年底，公司其他流动资产8.91亿元，较年初减少25.17%，主要系委托理财产品到期赎回所致；截至2019年底，公司其他流动资产合计1.43亿元，较年初大幅减少83.97%，主要系理财产品重分类至交易性金融资产科目所致。

#### (2) 非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长14.89%。截至2019年末，公司非流动资产15.60亿元，较年初增长8.22%，主要系在建工程增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占69.43%）、在建工程（占13.26%）和无形资产（占13.90%）构成。

图3 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司固定资产波动增长，年均复合增长15.89%。截至2019年末，公司固定资产账面价值10.83亿元，较年初下降1.78%，较年初变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占42.01%）和机器设备（占55.44%）构成，累计计提折旧3.90亿元；固定资产成新率76.38%，成新

率较高。

2017—2019年，公司在建工程波动增长，年均复合增长31.90%。截至2019年末，公司在建工程2.07亿元，较年初大幅增长262.27%，主要系公司持续投资新建产能所致。

2017—2019年，公司无形资产连续增长，年均复合增长5.93%。截至2019年末，公司无形资产2.17亿元，较年初增长8.84%，主要系土地使用权有所增加所致。公司无形资产累计摊销0.25亿元，未计提减值准备。

截至2020年3月末，公司合并资产总额84.10亿元，较年初增长1.26%，较年初变化不大。其中，流动资产占80.10%，非流动资产占19.90%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大；具体来看，公司流动资产67.36亿元，较年初下降0.12%，较年初变化不大；截至2020年3月末，公司非流动资产16.74亿元，较年初增长7.25%，主要系新建产能持续建设，在建工程规模大幅增加所致。

### 3. 负债及所有者权益

随着可转换公司债券发行成功，公司负债规模大幅增长，且非流动负债占比大幅上升，债务结构变化明显。由于公司债务主要为可转债，期限较长，考虑到转股因素，一定程度上缓解了公司的债务集中偿付压力。

2017—2019年，公司负债总额连续增长，年均复合增长62.26%。截至2019年末，公司负债总额17.76亿元，较年初增长97.28%，主要系非流动负债大幅增长所致。其中，流动负债占48.51%，较上年的98.33%大幅下降，非流动负债占51.49%。公司负债结构变化较大，非流动负债占比上升较快。

#### (1) 流动负债

2017—2019年，公司流动负债波动增长，年均复合增长14.24%。截至2019年末，公司流动负债8.62亿元，较年初下降2.67%，变化不大。公司流动负债主要由应付账款（占81.47%）和应付职工薪酬（占5.74%）构成。

2017—2019年，公司应付账款连续增长，年均复合增长12.60%。截至2019年末，公司应付账款7.02亿元，较年初增长10.20%，主要系公司生产规模快速增长，对原材料采购需求随之增加所致。公司应付账款以应付原材料采购款为主（占93.55%），应付账款账龄全部在1年以内。

2017—2019年，公司应付职工薪酬连续增长，年均复合增长26.03%。截至2019年末，公司应付职工薪酬0.49亿元，较年初增长23.71%，主要系随着公司经营规模扩大员工人数持续增加以及工资水平提升所致。

#### (2) 非流动负债

2017—2019年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长696.96%。截至2019年末，公司非流动负债9.14亿元，较年初的0.15亿元大幅增长，主要系应付债券大幅增长所致。公司非流动负债主要由应付债券（占97.30%）构成。

截至2019年末，公司新增应付债券8.90亿元，全部为公司2019年发行的“福特转债”。

2017—2019年，公司全部债务连续增长。2017—2019年，公司资产负债率分别为11.83%、13.94%和21.38%，连续增长。全部债务资本化比率分别为0.04%、0.36%和12.26%，连续增长。长期债务资本化比率分别为0.00%、0.00%和11.99%。

截至2019年末，公司全部债务9.12亿元，较年初的0.26亿元大幅增长，主要系公司发行可转债所致。其中，短期债务为0.23亿元，占2.48%，长期债务8.90亿元，占97.52%。截至2019年末，

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 21.38%、12.26%和 11.99%，较年初分别提高 7.44 个百分点、提高 11.80 个百分点和提高 11.99 个百分点。随着公司可转债发行成功，公司债务负担有所加重，但仍属较轻。

从债务到期分布情况来看，如下表所示，公司有息债务中较大规模将于 2024 年以后到期，但考虑到相关债务系公司所发行可转换公司债券，受转股因素影响，届时公司偿债压力或有所缓解。

表 14 截至 2019 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元，%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年及以后到期
短期借款	0.20	--	--	--	--
应付债券	--	--	--	--	8.90
合计	0.20	--	--	--	8.90

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 17.59 亿元，较年初下降 0.98%，较年初变化不大。其中，流动负债占 47.40%，非流动负债占 52.60%，负债结构较年初变化不大；公司流动负债 8.34 亿元，较年初下降 3.24%；公司非流动负债 9.25 亿元，较年初增长 1.16%，较年初基本保持稳定。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 9.08 亿元，较年初下降 0.45%，较年初变化不大。其中，短期债务 0.07 亿元（占 0.79%），较年初下降 68.07%。长期债务 9.01 亿元（占 99.21%），较年初增长 1.26%，较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，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 20.91%、12.01%和 11.93%，较年初分别下降 0.47 个百分点、下降 0.25 个百分点和下降 0.06 个百分点。

### （3）所有者权益

**2019 年，公司权益规模随可转债的发行及盈利规模的增长而继续增加，且未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。**

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 13.95%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 65.29 亿元，较年初增长 17.52%，主要系未分配利润及其他权益工具增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.93%，少数股东权益占比为 0.07%。归属于母公司所有者权益 65.25 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润、其他权益工具和盈余公积分别占 8.01%、21.32%、1.04%、62.37%、3.18%和 4.09%。其中，其他权益工具为 2.07 亿元，系公司可转债发行日权益工具成分的公允价值；未分配利润为 40.70 亿元，较上年末大幅增长 19.42%，主要系公司盈利规模增长所致。公司归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 66.51 亿元，较年初增长 1.87%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.94%，少数股东权益占比为 0.06%。归属于母公司所有者权益 66.48 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润、盈余公积和其他权益工具分别占 7.86%、20.92%、0.53%、4.01%、63.55%和 3.12%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

## 4. 盈利能力

随着业务规模的扩大，公司营业收入及营业成本均持续增长，期间费用增长较快，但费用控制能力较强。公司盈利指标均有所上升，整体盈利能力较强。

2017—2019年，公司营业收入连续增长，年均复合增长17.95%；公司营业成本连续增长，年均复合增长18.36%。2019年，随着公司业务规模的扩大，产能规模的增加，销售量的持续增长，公司营业收入及营业成本均同比大幅增长。其中，公司实现营业收入63.78亿元，同比增长32.61%；公司营业成本50.79亿元，同比增长31.46%。2019年，公司营业利润率为20.02%，同比提高0.76个百分点，较上年变化不大。

从期间费用看，2017—2019年，公司费用总额连续增长，年均复合增长12.81%。2019年，公司期间费用总额为4.13亿元，同比增长19.62%，销售费用、管理费用及研发费用均有所增长。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为27.32%、23.62%、49.12%和-0.07%。其中，销售费用为1.13亿元，较上年增长29.73%；管理费用为0.98亿元，较上年增长15.76%；研发费用为2.03亿元，较上年增长13.04%。2017—2019年，公司费用收入比分别为7.08%、7.18%和6.48%，公司费用控制能力较强。

2019年，公司冲回信用减值损失1.11亿元，为应收票据坏账准备的冲回。2019年，部分应收商业承兑汇票实现兑付，计提的应收商业承兑汇票坏账准备相应减少。

2017—2019年，公司总资本收益率分别为11.94%、14.28%和14.73%，连续增长。公司总资产报酬率分别为12.15%、14.20%和14.85%，连续增长。公司净资产收益率分别为11.86%、14.17%和15.81%，连续增长。公司整体盈利能力较强。

2020年1—3月，公司实现营业收入15.09亿元，较上年同期下降6.54%；实现净利润1.54亿元，较上年同期下降28.24%；公司营业利润率为21.47%，较上年同期增长3.44个百分点。

## 5. 现金流

随着经营规模扩大，产品销量增长，公司经营现金流入及流出量均有所增加，且保持净流入态势，但因票据结算比例较高影响，现金收入实现质量一般。公司投资活动现金流中理财产品占比较大。随着可转债募集资金到位，公司筹资活动转为大规模净流入。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为42.33亿元、42.27亿元和51.66亿元，波动增长，主要系产品销售规模增加所致；公司经营活动现金流出分别为39.90亿元、40.57亿元和47.31亿元，连续增长，主要系原材料采购规模增加所致；公司经营活动现金净额分别为2.43亿元、1.70亿元和4.35亿元，波动增长。2017—2019年，公司现金收入比分别为92.01%、82.45%和77.57%，连续下降，收入实现质量的指标体现一般，主要系票据结算所致。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为101.23亿元、73.00亿元和40.37亿元，连续下降，主要系回售投资理财资金减少所致；公司投资活动现金流出分别为98.82亿元、71.49亿元和40.57亿元，连续下降，主要系购买投资理财产品资金流出减少所致；公司投资活动现金净额分别为2.41亿元、1.51亿元和-0.20亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为0.01亿元、0.15亿元和11.17亿元，连续增长，主要系可转债募集资金到账所致；公司筹资活动现金流出分别为4.46亿元、2.42亿元和2.53亿元，波动下降，主要系现金分红流出。2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为-4.45亿元、-2.26亿元和8.64亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流入11.93亿元，较上年同期增长15.50%；经营活动现金流出13.30亿元，经营活动现金流净额为-1.37亿元，上年同期为-1.85亿元；公司投资活动现金流入8.73亿元，较上年同期下降47.83%；投资活动现金流出16.77亿元，较上年同期增长13.21%，投资活动现金流净额为-8.04亿元，上年同期为1.93亿元，主要系本期理财投资增加所致；公司筹资活动

现金流净额为-0.20 亿元，上年同期为 447.96 万元。

## 6. 偿债能力

**2019 年，公司偿债能力指标有所下降，短期偿债能力很强，长期偿债能力强。考虑到公司融资渠道畅通，收入规模持续增长，偿债能力较强。**

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 6.85 倍、5.66 倍和 7.83 倍，波动上升；公司速动比率分别为 6.12 倍、4.78 倍和 6.77 倍，波动上升。公司流动资产对流动负债的保障程度高。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 871.93 倍、100.30 倍和 119.27 倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 7.55 亿元、9.56 亿元和 12.07 亿元，连续增长。从构成看，2019 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 8.84%）、利润总额（占 90.46%）构成。公司 EBITDA 利息倍数分别为 146.95 倍、126.95 倍和 154.70 倍，波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度高。2017—2019 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 359.56 倍、47.38 倍和 1.32 倍，连续下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1033018500957800T），截至 2020 年 4 月 27 日，公司无已结清及未结清的关注类和不良/违约类信贷。

截至 2019 年底，公司已取得银行授信额度共计 29 亿元人民币，未使用额度 20.43 亿元。同时，公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道，公司整体融资能力很强。

## 7. 母公司财务分析

**2019 年，随着产能规模的扩张，母公司资产规模有所增长；随着可转债的成功发行，母公司债务负担有所加重。母公司所有者权益仍以未分配利润为主，权益稳定性一般。**

截至 2019 年末，母公司资产总额 61.39 亿元，较年初增长 13.24%。其中，流动资产 44.77 亿元（占比 72.93%），非流动资产 16.62 亿元（占比 27.07%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 37.79%）、应收账款（占 29.19%）、存货（占 14.74%）和交易性金融资产（占 11.45%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 44.36%，均为对子公司的投资）、固定资产（占 40.15%）、在建工程（占 5.89%）和无形资产（占 7.02%）构成。

截至 2019 年末，母公司负债总额 16.94 亿元，较年初增长 112.26%。其中，流动负债 7.94 亿元（占比 46.86%），非流动负债 9.00 亿元（占比 53.14%）。从构成看，流动负债主要由应付账款（占 66.21%）、其他应付款（占 22.09%），非流动负债主要由应付债券（占 98.81%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 27.60%，较 2018 年提高 12.88 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 54.62 亿元，较年初增长 17.14%。其中，实收资本占 9.57%、资本公积占 25.47%、未分配利润占 56.28%，所有者权益稳定性一般。

2019 年，母公司营业收入为 50.33 亿元，净利润为 6.34 亿元。经营活动净现金流为 4.22 亿元，投资活动净现金流为 0.43 亿元，筹资活动净现金流为 8.61 亿元。

## 七、公司债券偿还能力分析

公司现金类资产规模、盈利及现金流对“福特转债”的覆盖程度高，对该债券的偿付的保障作用强，同时考虑到公司行业地位和研发能力等方面所具备的优势，联合评级认为，公司对“福特转债”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 26.94 亿元，为“福特转债”发行额度（11.00 亿元）的 2.45 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度高；截至 2019 年末，公司净资产为 65.29 亿元，为“福特转债”发行额度（11.00 亿元）的 5.94 倍，公司净资产对“福特转债”按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 12.07 亿元，为“福特转债”发行额度（11.00 亿元）的 1.10 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 51.66 亿元，为本期债券发行额度（11.00 亿元）的 4.70 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度高。

## 八、综合评价

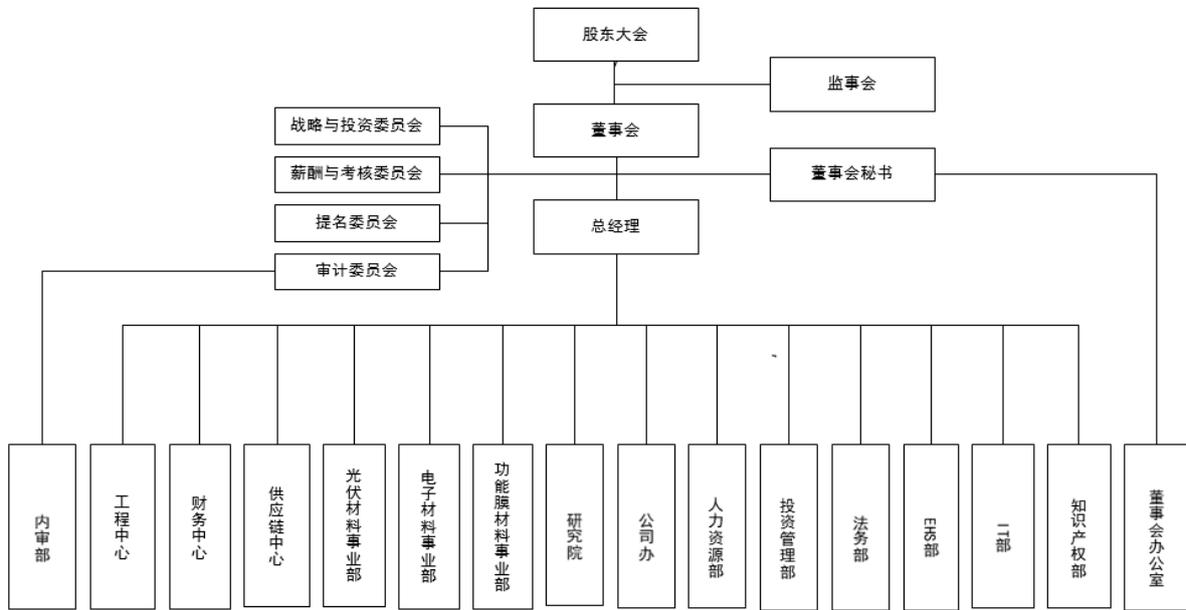
公司作为光伏封装材料生产的龙头上市公司，在技术水平、生产规模、产品质量、品牌认可度和市场占有率等方面仍保持明显的综合竞争优势。跟踪期内，公司主要产品产能进一步扩张，并保持较高的产能利用率及产销率水平，带动公司整体经营业绩明显提升。同时，联合评级也关注到新冠肺炎疫情的爆发所引起的行业波动、光伏发电“平价上网”带来的成本压力、因原油价格波动使得原材料价格波动较大以及公司应收账款和存货对资金的占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建和拟建生产线的完工，白色 EVA 胶膜、POE 封装胶膜和感光干膜等产品的产能释放，公司收入规模将进一步增长，整体竞争力有望进一步提升。

“福特转债”的条款设置有利于债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“福特转债”的债项信用等级为 AA。

### 附件 1 截至 2019 年底杭州福斯特应用材料股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 杭州福斯特应用材料股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	57.03	64.56	83.05	84.10
所有者权益 (亿元)	50.29	55.56	65.29	66.51
短期债务 (亿元)	0.02	0.20	0.23	0.07
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	8.90	9.01
全部债务 (亿元)	0.02	0.20	9.12	9.08
营业收入 (亿元)	45.85	48.10	63.78	15.09
净利润 (亿元)	5.85	7.50	9.55	1.54
EBITDA (亿元)	7.55	9.56	12.07	--
经营性净现金流 (亿元)	2.43	1.70	4.35	-1.37
应收账款周转次数 (次)	4.10	3.94	4.08	0.92
存货周转次数 (次)	7.58	6.14	6.00	1.15
总资产周转次数 (次)	0.82	0.79	0.86	--
现金收入比率 (%)	92.01	82.45	77.57	77.66
总资本收益率 (%)	11.94	14.28	14.73	--
总资产报酬率 (%)	12.15	14.20	14.85	--
净资产收益率 (%)	11.86	14.17	15.81	--
营业利润率 (%)	20.33	19.26	20.02	21.47
费用收入比 (%)	7.08	7.18	6.48	--
资产负债率 (%)	11.83	13.94	21.38	20.91
全部债务资本化比率 (%)	0.04	0.36	12.26	12.01
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	11.99	11.93
EBITDA 利息倍数 (倍)	146.95	126.95	154.70	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	359.56	47.38	1.32	--
流动比率 (倍)	6.85	5.66	7.83	8.08
速动比率 (倍)	6.12	4.78	6.77	6.73
现金短期债务比 (倍)	871.93	100.30	119.27	--
经营现金流动负债比率 (%)	36.81	19.16	50.48	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.69	0.87	1.10	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径, 数据单位除特别说明外均为人民币; 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 2020 年一季度财务报表未经审计

### 附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均复合增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

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）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。