

2019 年上海璞泰来新能源科技股份有限公司
可转换公司债券 2020 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【2020】跟踪
第【54】号 02

债券简称：璞泰转债
债券剩余规模：8.70 亿
元

债券到期日期：2024 年
12 月 31 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期归还本金
和最后一年利息，附债
券赎回和回售条款

分析师

姓名：
顾春霞 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
guchx@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

2019 年上海璞泰来新能源科技股份有限公司 可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 05 月 25 日	2019 年 05 月 23 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对上海璞泰来新能源科技股份有限公司（以下简称“璞泰来”或“公司”，股票代码“603659.SH”）及其 2020 年 1 月 2 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，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：公司外部运营环境仍较好，产品具有较强的技术优势，公司优质客户较多，收入及利润规模持续增长；同时中证鹏元也关注到，公司负极材料业务委外加工存在一定质量管控风险，客户集中度较高，应收款项及存货规模较大且增长较快，对公司资金形成较大占用，主要产品负极材料毛利率有所下滑，存在较大新增产能消纳风险及较大资金压力，面临较大的短期偿债压力，新型冠状病毒疫情对公司业务有一定影响等风险因素。

正面：

- 公司外部运营环境仍较好。2019 年我国锂电池出货总量达 122.07GWh，同比增长 19.7%，下游需求持续增长，为公司发展提供了良好的环境。
- 公司产品种类较为齐全，产品具有较强的技术优势，此外，公司拥有的优质客户较多。公司产品包括负极材料、基膜及涂覆隔膜、锂电设备等，产品种类较为齐全，截至 2019 年末，公司专利数量超 329 项，产品具有较强的技术优势，此外，公司拥有的优质客户较多，主要客户包括 ATL、宁德时代、LG 化学株式会社、三星 SDI 株式会社、中航锂电、珠海冠宇、欣旺达¹等国内外知名锂电池制造商。

¹ 公司主要客户全称详见正文。

- **公司收入和利润规模持续增长。**2019 年公司业务规模持续扩张，公司实现营业收入 47.99 亿元，同比增长 44.93%，实现净利润 6.79 亿元，同比增长 13.05%。

关注：

- **公司负极材料业务委外加工占比仍较高，存在一定质量管控风险。**公司负极材料生产中部分工序通过委外加工进行，2019 年公司负极材料委外加工费占负极材料采购额的比例为 49.82%，委外加工占比较高，若委外加工产品质量存在瑕疵，则会对公司产品质量产生影响，存在一定质量管控风险。
- **公司客户集中度较高。**公司负极材料、锂电设备、基膜及涂覆隔膜等业务客户集中度均较高，若主要客户需求下滑或经营困难，将对公司经营业绩产生影响。
- **公司应收账款及存货规模较大且增长较快，对营运资金形成较大占用。**2019 年末，公司应收账款账面价值为 12.61 亿元，较 2018 年末增长 28.93%，公司存货账面价值为 22.65 亿元，较上年末增长 18.79%，公司应收账款及存货规模较大且增长较快，对营运资金形成较大占用。
- **公司主要产品负极材料毛利率有所下滑。**受毛利率较低的动力电池负极材料销售占比提高、下游客户压价及原材料价格上涨等因素的影响，公司主要产品负极材料毛利率有所下滑，2019 年公司负极材料毛利率为 26.87%，较 2018 年下降 7.03 个百分点。
- **公司在建、拟建项目投资规模较大，存在新增产能消纳风险及较大资金压力。**截至 2019 年末，公司在建项目（含负极材料、基膜及涂覆隔膜、锂电设备、石墨化加工）预计总投资合计 27.17 亿元，已投资 14.36 亿元，尚需投资 12.81 亿元，拟建项目预计总投资 33.00 亿元，公司在建、拟建项目投资规模较大，若未来下游需求不及预期，可能导致公司新增产能无法充分消纳，此外，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模有所攀升，面临较大的短期偿债压力。**截至 2020 年 3 月末公司资产负债率为 57.65%，较 2018 年末提高 4.51 个百分点，负债中有息债务规模为 27.35 亿元，较 2018 年末增长 135.05%，有息债务规模有所攀升，此外，短期有息债务占比较高，达 59.15%，公司面临较大的短期偿债压力。
- **新型冠状病毒疫情对公司业务有一定影响。**受新型冠状病毒疫情的影响，2020 年 1-3 月公司实现营业收入 8.19 亿元，同比下降 20.43%，实现净利润 0.95 亿元，同比下降 27.47%。此外，公司业务还涉及国外市场，2019 年公司境外业务收入占全年营业收入的

15.09%，需关注海外新型冠状病毒疫情对公司业务的影响。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	907,639.50	813,092.45	666,046.11	433,887.70
归属于母公司所有者权益合计	360,674.50	340,941.61	290,833.07	244,720.91
有息债务	273,504.41	180,302.06	116,359.31	35,795.65
资产负债率	57.65%	55.18%	53.14%	41.16%
流动比率	1.42	1.19	1.62	2.46
速动比率	0.88	0.65	0.96	1.63
营业收入	81,869.97	479,852.60	331,102.53	224,935.88
营业利润	10,724.75	76,466.28	66,987.13	51,580.44
净利润	9,470.92	67,909.57	60,071.58	45,176.25
综合毛利率	30.41%	29.49%	31.91%	36.96%
总资产回报率	-	11.90%	13.17%	17.40%
EBITDA	-	100,401.77	79,508.16	58,814.84
EBITDA 利息保障倍数	-	8.05	14.05	33.74
经营活动现金流净额	15,591.36	49,042.89	32,631.54	3,717.90

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

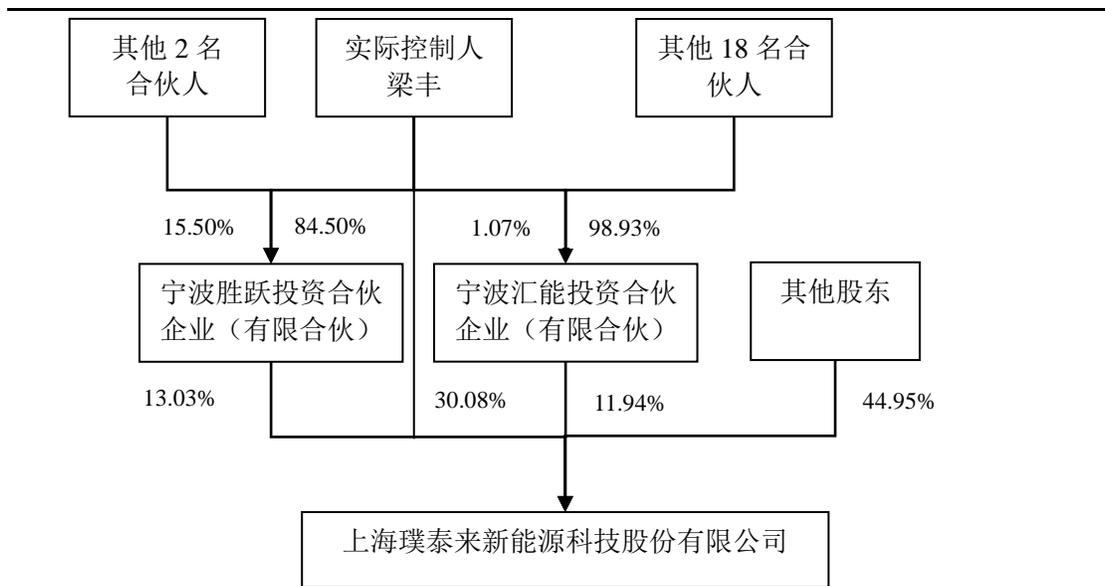
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年1月2日发行5年期8.70亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于高安全性锂离子电池用功能涂层隔膜生产基地建设项目、年产3万吨高性能锂离子电池负极材料（炭化等主要工序）项目和补充流动资金。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为5.12亿元。

二、发行主体概况

2019年11月，公司对《2018年限制性股票激励计划》所预留授予的部分限制性股票进行登记，公司股本增加55.63万股，截至2020年3月末，公司股本为43,521.88万股。跟踪期内，公司名称及实际控制人均未发生变化，自然人梁丰仍为公司实际控制人，其直接持股比例为30.08%，此外，由梁丰控股的宁波胜跃投资合伙企业（有限合伙）持股比例为13.03%，由梁丰担任执行事务合伙人的宁波汇能投资合伙企业（有限合伙）持股比例为11.94%，梁丰直接持有及间接控制公司持股比例合计55.05%，其中梁丰已质押的股权为1,982.20万股，占总股本的4.55%，截至2020年3月末公司股权结构如下图所示：

图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权及控制关系图



资料来源：公司提供

2019年，公司合并范围新增1家子公司，系投资设立的溧阳极盾新材料科技有限公司（以下简称“溧阳极盾”），具体情况如表1所示，溧阳极盾主要从事纳米氧化铝研发、

生产及销售业务，目前业务规模较小。2019年6月，公司以14,525万元收购枣庄振兴炭材科技有限公司（以下简称“振兴炭材”）28.57%股权，同年9月，公司向振兴炭材增资8,400万元，增资后公司持有振兴炭材32.00%的股权，振兴炭材主要从事锂离子负极材料、超高功率电极材料用高品质煤系针状焦的生产及销售业务。截至2020年3月末，公司主营业务范围未发生变化，仍从事锂离子电池负极材料、涂覆隔膜、锂电设备、铝塑包装膜等关键材料及工艺设备研发、生产和销售业务。

表1 2019年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
溧阳极盾新材料科技有限公司	100%	1,000	纳米氧化铝研发、生产及销售等	投资设立

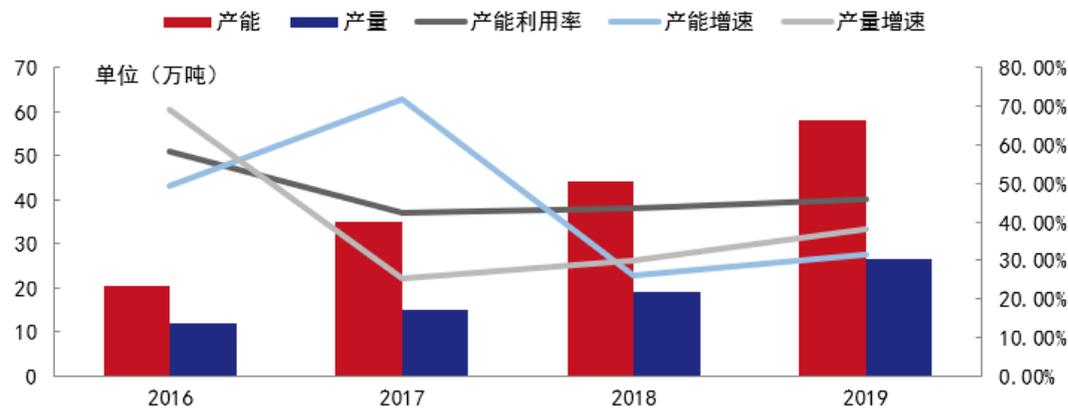
资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

2019年我国负极材料产能及产量继续保持快速增长，行业整体产能利用率仍较低，存在一定的竞争性产能过剩，行业市场集中度仍较高

2019年我国负极材料行业产能及产量继续保持快速增长，根据长江电信新能源数据库的统计数据，2019年我国负极材料行业产能及产量分别为57.98万吨和26.50万吨，同比增速分别为31.41%和38.02%，增速较上年均有所提高。产能利用率方面，2019年我国负极材料产能利用率仅45.71%，行业产能利用率仍处于较低水平，但行业内龙头企业产能利用率较高，主要系下游客户对负极材料的质量要求较高，行业排名靠前负极材料厂家更易获得下游客户的认可，根据鑫椏资讯的统计数据，行业龙头深圳贝特瑞新能源材料股份有限公司2018年产能利用率为81.67%，此外，江西紫宸科技有限公司（以下简称“江西紫宸”，系公司子公司）2019年产能利用率为93.47%，远高于行业平均产能利用率，行业仍存在一定的竞争性产能过剩。市场格局方面，根据鑫椏资讯的统计数据，2019年国内负极材料行业前三大生产商销量占比43%，前五大生产商销量占比达60%，行业市场集中度仍较高。

图2 2019年我国负极材料产能及产量继续保持快速增长，但行业整体产能利用率仍较低

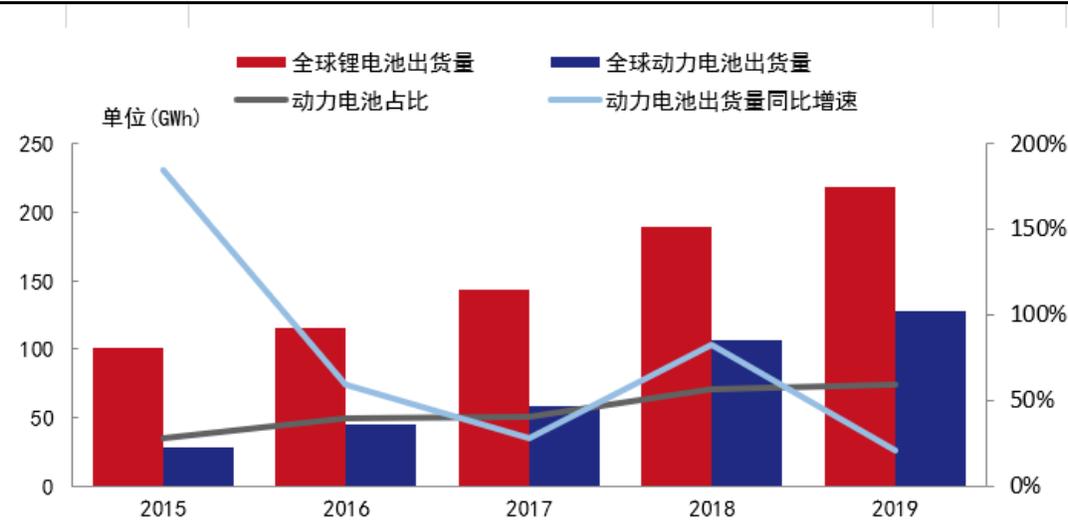


资料来源：长江电信新能源数据库，中证鹏元整理

受新能源汽车补贴下滑等因素影响，2019年我国动力电池出货量增速下滑明显，电动工具、电动自行车、储能设备等领域为锂电池需求提供了新的增长点，我国锂电池出货量总体仍保持较快的增长

锂离子电池大量应用于动力领域、消费电子产品和储能领域等。根据GGII的调研数据，2019年全球锂电池出货量为218GWh，同比增长15.3%，2019年全球锂电池出货量增长主要受海外动力电池市场、储能电池市场、小动力市场带动；全球动力电池出货量128GWh，同比增长19.6%，全球动力电池出货量增速较上年明显下滑，但动力电池仍为最大的锂电池消费端，占总出货量的比重达58.7%

图3 2019年全球动力电池出货量保持增长，但增速有所下滑

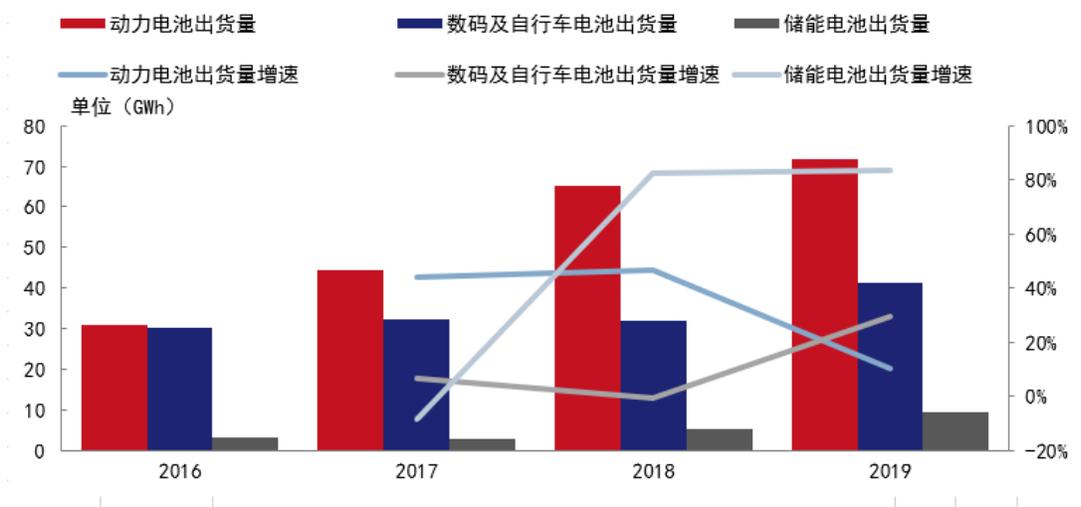


资料来源：GGII，中证鹏元整理

国内市场方面，2019年我国锂电池出货总量达122.07GWh，同比增长19.7%，从结构

来看，2019年我国动力电池出货量71.67GWh，占出货总量的58.71%，但增速较上年有明显下滑，仅较上年增长10.2%；数码及自行车锂电池出货量为41.16GWh，较上年增长29.15%；储能锂电池出货量为9.54 GWh，同比增长83.46%。

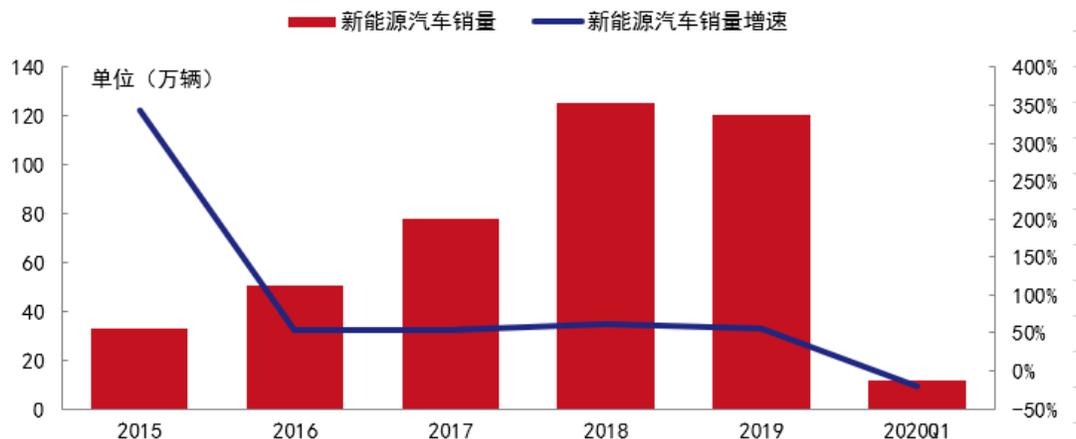
图 4 2019 年我国锂电池出货量保持增长，动力电池出货量增速明显下滑



资料来源：GGII，中证鹏元整理

动力电池主要应用于新能源汽车领域，受新能源汽车补贴下滑、宏观经济增速中枢下滑、居民购杠杆率上升等因素的影响下，2019年我国新能源汽车销量同比下降4.0%，为120.60万辆，受新能源汽车销量下滑的影响，2019年我国动力电池出货量增速较上年明显下滑。2020年一季度，在新冠肺炎疫情的冲击，我国新能源汽车销量仅11.40万辆，较上年同期下降20.28%，对新能源汽车市场造成较大冲击。为促进新能源汽车行业平稳健康发展，2020年4月23日，财政部等四部委发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将补贴政策实施期限延长至2022年底，2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%，而公共交通等领域符合要求的车辆2020年补贴标准不退坡，2021-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%，同时保持电池能量密度、能耗、续航里程等技术指标总体稳定，给予企业稳定的预期。此外，还设置了30万补贴限价门槛，进一步让利于消费者，间接性的刺激了终端消费，有利于稳定新能源汽车产销规模。

图5 2019年我国新能源汽车销量有所下滑，受新冠疫情影响，2020年一季度新能源汽车销量大幅下滑



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

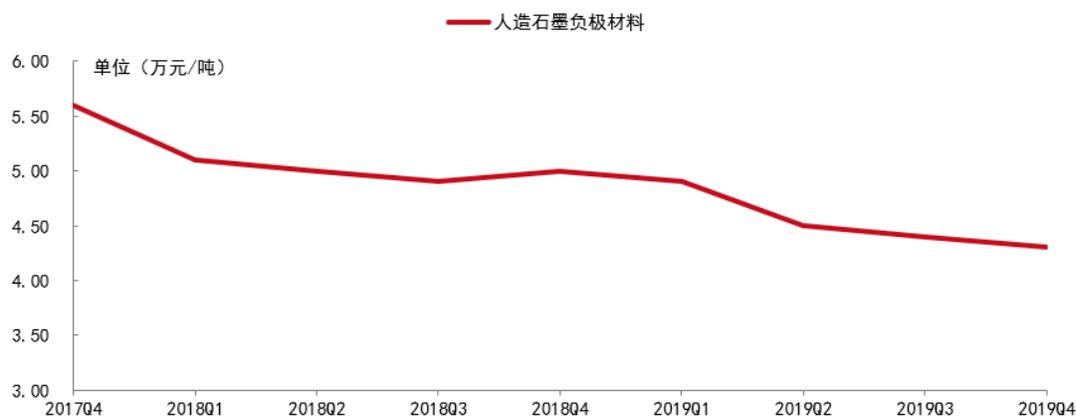
数码及自行车锂电池市场方面，手机、笔记本电脑、平板电脑、电动工具、电动自行车等是数码及自行车锂电池装机的主要产品，其中手机、笔记本电脑、平板电脑等数码产品需求已接近饱和，2019年全球手机、平板电脑及PC出货量分别为13.71亿台、1.44亿台和2.67亿台，同比增速分别为-1.71%、-1.44%和3.17%。电动工具领域方面，当前电动工具正朝着无绳化、小型化、轻量化的方向发展，由于锂电池具有小体积、轻便等特征，正被更加广泛的使用在电动工具领域。根据GGII的统计数据，2019年锂电工具产量为0.60亿台，同比增长17.6%，占电动工具总产量的比重为23%，较2015年提升了10个百分点，电动工具对锂电池的需求有所增长。电动自行车领域方面，我国电动自行车用锂电池出货量快速增长，根据GGII的统计数据，2019年我国自行车用锂电池出货量为6.06GWh，同比增长79.6%。此外，随着AI技术、传感器技术的逐步成熟，以及5G万物互联时代的加速到来，智能可穿戴设备有望成为数码锂电池需求的新增长点。

储能电池市场方面，储能电池的应用领域主要包括：集中式可再生能源并网、电网侧、用户侧、5G电信类储能机房等。2019年储能锂电池出货量快速增长，同比增速为83.46%，未来随着可再生能源接入比例的提高，预计对储能电池的需求将继续提升。

2019年负极材料价格有所下降，需关注行业内企业的成本控制能力

受新能源汽车补贴退坡的影响，公司下游客户面临进一步降低成本的压力，对负极材料等锂电材料的采购成本控制愈发严格，2019年以来我国负极材料销售单价有所下降，根据GGII的统计数据，2019年第四季度人造石墨负极材料均价为4.3万元/吨，较上年同期下降12.24%，销售单价的下降对负极材料生产企业的成本控制也提出了更高的要求。

图6 2019年以来我国人造石墨负极材料销售单价有所下降



资料来源：高工产业研究院、公司提供，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事锂离子电池负极材料、锂电设备、涂覆隔膜、铝塑包装膜等关键材料及工艺设备研发、生产和销售。2019年公司实现主营业务收入47.90亿元，同比增长44.82%。受新型冠状病毒疫情影响，2020年1-3月公司实现主营业务收入8.17亿元，较上年同期有所下降。从收入结构来看，2019年公司实现负极材料业务收入30.53亿元，同比增长54.06%，实现基膜及涂覆隔膜业务收入6.95亿元，同比增长117.76%，公司负极材料、基膜及涂覆隔膜收入大幅增长主要系各业务新建产线的投产及下游客户需求增长所致，此外，2019年公司锂电设备业务收入较上年也有所增长，为6.90亿元。由于公司子公司山东兴丰新能源科技有限公司²（以下简称“山东兴丰”）对公司负极材料石墨化加工量的提高及石墨化加工环节副产品的业务模式改为来料加工模式，2019年公司对外石墨化加工业务收入同比下降32.19%，为2.58亿元。此外，2019年公司还实现铝塑包装膜及纳米氧化铝业务收入合计0.84亿元，为公司收入提供了有益补充。

毛利率方面，受毛利率较低的动力电池负极材料销售占比提高、下游客户压价及原材料价格上涨等因素的影响，公司负极材料毛利率有所下滑，2019年公司负极材料毛利率为26.87%，较2018年下降7.03个百分点；基膜及涂覆隔膜业务毛利率仍处于较高水平；锂电设备毛利率较上年有所下滑，主要系该业务市场竞争加剧及原材料成本上涨所致；石墨化加工业务毛利率较上年有所提高，主要系副产品的业务模式改为来料加工模式，该模式下仅收取委托加工费。综合影响下，2019年公司主营业务毛利率为29.43%，较上年下降2.46个百分点。

² 除山东兴丰外，其子公司内蒙古兴丰新能源科技有限公司也从事石墨化加工业务，公司石墨化加工业务运营主体统一表述为山东兴丰

表 2 2018-2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
负极材料	305,265.26	26.87%	198,144.58	33.90%
基膜及涂覆隔膜	69,476.16	47.07%	31,905.46	45.37%
锂电设备	69,010.93	27.35%	55,300.28	32.77%
石墨化加工	25,816.18	19.19%	38,070.83	11.18%
铝塑包装膜	7,660.34	22.66%	5,925.32	19.87%
纳米氧化铝	719.72	51.18%	379.5	49.21%
其他	1,033.11	29.58%	1,007.16	6.26%
合计	478,981.69	29.43%	330,733.13	31.89%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品种类较为齐全，产品具有较强的技术优势，优质客户较多，同时公司负极材料委外加工存在一定质量管控风险，在建、拟建项目规模较大，需要关注未来下游需求不及预期导致公司产能无法充分消纳的风险以及项目持续投入所带来的资金压力

公司从事锂离子电池上游材料及锂离子电池专业设备的研发、生产和销售，产品包括负极材料、基膜及涂覆隔膜、锂电设备等，公司产品种类较为齐全。公司负极材料产品分为3C电子类、汽车电池和储能类，公司拥有独特的原材料甄选技术、粉体材料各向同性化处理、表面改性及高温热处理等核心技术，能够生产出具有国际领先水平的高端负极材料，具备高容量、高倍率、高压实密度、低膨胀、长循环等特性。涂覆隔膜产品包括陶瓷涂覆隔膜、PVDF涂覆隔膜和陶瓷PVDF混合涂覆隔膜，基膜的生产由溧阳月泉电能源有限公司（以下简称“溧阳月泉”）负责，其生产的基膜再用于生产涂覆隔膜，目前溧阳月泉生产的基膜产品通过客户认证，但规模仍较小。锂电设备主要为涂布机，主要产品有挤压式涂布机、微凹板隔膜陶瓷涂布机和立板式涂布机。截至2019年末，公司专利数量超329项，产品具有较强的技术优势，此外，公司拥有的优质客户较多，主要客户包括ATL、宁德时代、LG化学株式会社、三星SDI株式会社、中航锂电、珠海冠宇、欣旺达等³国内外知名锂电池制造商。

生产方面，公司负极材料及涂覆隔膜主要根据订单生产，同时兼顾市场预测适度库存，

³ ATL 为新能源科技有限公司（香港注册）及其控股的东莞新能源科技有限公司、宁德新能源科技有限公司等子公司的统称；宁德时代为宁德时代新能源科技股份有限公司及其控股的青海时代新能源科技有限公司等子公司的统称；三星 SDI 株式会社为三星 SDI 株式会社及其控股的 SAMSUNG SDI (HONG KONG) LIMITED、天津三星视界有限公司、三星（天津）电池有限公司等子公司的统称，隶属于韩国三星集团；LG 化学株式会社为 LG 化学株式会社及其控股的乐金化学（南京）信息电子材料有限公司，隶属于韩国 LG 集团；中航锂电为中航锂电科技有限公司及其控股的子公司中航锂电（洛阳）有限公司的统称；珠海冠宇为珠海冠宇电池有限公司及其控股的重庆冠宇电池有限公司等子公司的统称；欣旺达为欣旺达电子股份有限公司及其控股的欣旺达惠州新能源有限公司、惠州锂威新能源科技有限公司、东莞锂威能源科技有限公司的统称。

锂电设备因产品差异较大且单价较高，一般采用以销定产的模式。公司负极材料的生产主要包括原材料预处理（包括原材料粉碎）、混料、造粒、石墨化、炭化、筛分、除磁等流程，其中原料粉碎、石墨化及炭化工序部分为委外加工的方式，2019年公司负极材料委外加工费占负极材料采购额的比例为49.82%，较上年有所提高，主要系公司动力电池负极材料销售占比提高使得炭化工序委外加工增加所致，公司委外加工占比较高，若委外加工产品质量存在瑕疵，则会对公司产品质量产生影响，存在一定质量管控风险。

表3 2018-2019年公司负极材料委外加工情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
负极材料采购总额	203,410.06	174,155.44
负极材料委外加工费	101,333.53	71,015.92
委外加工费占负极材料采购额比例	49.82%	40.78%

资料来源：公司提供

各产品的产能方面，2019年公司负极材料年产能达5万吨，同比增长66.67%，主要系公司位于江西奉新的产能扩建项目的投产；涂覆隔膜产能达6.5亿平方米，同比增长116.67%，主要系公司位于宁德的产能释放；锂电设备的产能稳定，仍为年产400台。产量方面，随着公司产能的扩张及下游锂电池厂商的需求增长，公司负极材料、涂覆隔膜及锂电设备的产量均有所增长，2019年负极材料产量为4.67万吨，同比增长40.77%，涂覆隔膜产量为6.50亿平方米，同比增长180.30%，锂电设备产量为225台，同比增长46.10%。产能利用率方面，2019年公司负极材料产能利用率为93.47%，较上年有所下滑但仍维持在高水平；涂覆隔膜产能利用率为99.93%，较上年有所提高；锂电设备产能利用率为56.25%，较上年有所提高但仍处于较低水平，锂电设备业务存在较大的产能消纳风险。

表4 2018-2019年公司各类产品产能及产量情况

产品类型	项目	2019年	2018年
负极材料	产能（吨）	50,000	30,000
	产量（吨）	46,734	33,198
	产能利用率	93.47%	110.66%
涂覆隔膜	产能（万平方米）	65,000	30,000
	产量（万平方米）	64,955	23,173
	产能利用率	99.93%	77.24%
锂电设备	产能（台）	400	400
	产量（台）	225	154
	产能利用率	56.25%	38.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前仍处于产能的快速扩建阶段，各业务在建、拟建项目较多，在建项目方面，

江西奉新和江苏溧阳年产2万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建及研发中心建设项目部分工序已建成并试生产，2020年将释放产能；截至2019年末，公司在建项目预计总投资合计17.93亿元，已投资7.70亿元，尚需投入资金10.23亿元。拟建项目方面，公司拟建项目均为2020年拟非公开发行A股股票的募投项目，拟建项目预计总投资合计27.02亿元，其中拟通过非公开发行A股股票募集资金23.11亿元。未来随着在建、拟建项目的投产及下游需求增长，公司业务规模有望提升，但同时需要关注的是，公司锂电设备业务产能利用率较低，该业务在建项目投产后产能无法充分消纳的风险较大，此外负极材料、涂覆隔膜业务在建、拟建项目规模大，若未来下游需求不及预期，可能导致公司新增产能无法充分消纳，此外，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。

表 5 截至 2019 年末公司负极材料、基膜及涂覆隔膜、锂电设备业务在建及拟建项目情况（单位：亿元）

业务类型	项目类型	项目名称	项目总投资	已投资
负极材料	在建	江西奉新和江苏溧阳年产2万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建及研发中心建设项目	5.95	5.93
		年产3万吨高性能锂离子电池负极材料（炭化等主要工序）项目	4.58	0.00
	拟建	年产5万吨高性能锂离子电池负极材料建设项目	12.81	-
	小计		23.34	5.93
基膜及涂覆隔膜	在建	高安全性锂离子电池用功能涂层隔膜生产基地建设项目	5.40	0.70
		年产锂离子电池隔膜 24,900 万平方米项目	7.82	-
	拟建	锂离子隔膜高速线研发项目	2.79	-
		年产高安全性动力电池用新型涂覆隔膜 50,000 万平方米项目	3.60	-
	小计		19.61	0.70
锂电设备	在建	涂布设备生产基地及研发中心建设项目	2.00	1.07
	小计		2.00	1.07
合计			44.95	7.70

注：1、年产3万吨高性能锂离子电池负极材料（炭化等主要工序）项目为本期债券募投项目，截至2019年末已投资2.64万元；高安全性锂离子电池用功能涂层隔膜生产基地建设项目为本期债券募投项目；2、上表中四个拟建项目均为公司拟非公开发行A股股票的募投项目，根据公司披露的2020年非公开发行A股股票预案，拟募集23.11亿元用于以上四个拟建项目。

资料来源：公司提供

2019年公司各业务收入均有所增长，但负极材料及锂电设备业务毛利率有所下滑，各业务客户集中度均较高，若主要客户自身需求下滑或经营困难，会对公司经营业绩产生影响

各产品的销售方面，在下游客户需求增长的带动下，2019年公司各产品销量及销售金额均有所增长，各业务运营情况较好；产销率方面，2019年负极材料产销率为97.91%，较上年小幅提高，涂覆隔膜及锂电设备产销率分别为87.97%和126.67%，较上年小幅下降。

各产品销售均价及销售毛利率方面，2019年公司负极材料销售均价为6.67万元/吨，较上年小幅下降，业务毛利率为26.87%，较上年有所下滑，主要系毛利率较低的动力电池负极材料销售占比提高、下游客户压价及原材料价格上涨所致；涂覆隔膜销售均价为1.22元/平方米，同比下降20.26%，主要系基膜价格下降、下游客户对产品的压价及市场竞争加剧等因素所致，业务毛利率为47.07%，较上年小幅提高；锂电设备销售均价为242.14万元/台，较上年有所下滑，主要系销售的产品规格差异所致，业务毛利率为27.35%，较上年有所下滑，主要系产品市场竞争加剧及原材料成本上涨所致。

表6 2018-2019年公司各类产品产销情况

产品类型	项目	2019年	2018年
负极材料	产量（吨）	46,734	33,198
	销量（吨）	45,757	29,286
	产销率	97.91%	88.22%
	销售金额（万元）	305,265.26	198,144.58
	销售均价（万元/吨）	6.67	6.77
	销售毛利率	26.87%	33.90%
涂覆隔膜	产量（万平方米）	64,955	23,173
	销量（万平方米）	57,143	20,920
	产销率	87.97%	90.28%
	销售金额（万元）	69,476.16	31,905.46
	销售均价（元/平方米）	1.22	1.53
	销售毛利率	47.07%	45.37%
锂电设备	产量（台）	225	154
	销量（台）	285	199
	产销率	126.67%	129.22%
	销售金额（万元）	69,010.93	55,300.28
	销售均价（万元/台）	242.14	277.89
	销售毛利率	27.35%	32.77%

资料来源：公司提供

公司采取直销为主、经销为辅的销售模式，下游客户主要为锂电池制造商，各业务客户集中度方面，2019年公司负极材料前五大客户销售合计占该业务收入的比重为79.17%，第一大客户销售占比达31.44%；基膜及涂覆隔膜前五大客户销售合计占该业务收入的比重为94.60%，较上年提高12.11个百分点，第一大客户销售占比达45.00%；锂电设备业务前五大客户销售合计占该业务收入的比重为64.94%；公司各业务客户集中度均较高，若主要客户自身需求下滑或经营困难，会对公司经营业绩产生影响。

表7 2018-2019年公司各业务前五大客户销售情况（单位：万元）

业务类型	客户名称	2019年		2018年	
		销售额	占比	销售额	占比
负极材料	第一名	95,966.83	31.44%	75,840.56	38.28%
	第二名	67,056.81	21.97%	30,720.42	15.50%
	第三名	36,914.90	12.09%	21,494.87	10.85%
	第四名	23,509.50	7.70%	16,173.92	8.16%
	第五名	18,236.72	5.97%	8,431.86	4.26%
	合计	241,684.76	79.17%	152,661.62	77.05%
涂覆隔膜	第一名	31,266.64	45.00%	11,266.14	35.31%
	第二名	15,960.64	22.97%	5,853.25	18.35%
	第三名	11,820.24	17.01%	4,536.91	14.22%
	第四名	4,269.43	6.15%	2,348.15	7.36%
	第五名	2,409.97	3.47%	2,313.31	7.25%
	合计	65,726.92	94.60%	26,317.76	82.49%
锂电设备	第一名	19,183.66	27.80%	18,823.10	34.04%
	第二名	15,728.12	22.79%	6,162.14	11.14%
	第三名	5,062.44	7.34%	4,705.33	8.51%
	第四名	2,729.66	3.96%	2,807.85	5.08%
	第五名	2,102.56	3.05%	2,181.85	3.95%
	合计	44,806.44	64.94%	34,680.26	62.71%

资料来源：公司提供

采购方面，公司采购的原材料主要包括负极材料生产所需的焦类、初级石墨、沥青，涂覆隔膜生产所需的隔膜、陶瓷等，2019年公司前五大供应商采购金额占比为25.34%，较上年下降12.54个百分点，公司采购集中度有所下降。

石墨化加工为公司收入及利润提供了有益补充，随着在建、拟建石墨化项目建成投产，有利于提高对公司内部负极材料石墨化加工量及对外石墨化加工业务收入，但同时也将进一步加大公司的资金压力

石墨化加工是负极材料生产的重要工序，山东兴丰除了对内提供石墨化加工外，还为其他负极材料生产企业提供石墨化加工服务。随着内蒙古石墨化加工基地项目部分产能的投产，2019年山东兴丰石墨化加工产能提高至为6万吨，随着石墨化加工行业产能的快速增长，石墨化加工工序价格有所下降。2019年公司对外石墨化加工业务收入同比下降32.19%，为2.58亿元，主要系山东兴丰对公司负极材料石墨化加工量的提高及石墨化加工环节副产品的业务模式改为来料加工模式所致，业务毛利率为19.19%，较上年提高8.01个百分点，总体来看，石墨化加工业务为公司收入及利润提供了有益补充。

表 8 2018-2019 年公司石墨化加工产销情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目	2019年	2018年
产能	60,000	10,000
产量	29,395	9,522
产能利用率	48.99%	95.2%
销量	25,781	9,399
产销率	87.71%	98.7%
销售金额	25,816.18	38,070.83
销售均价	1.42	1.59
销售毛利率	19.19%	11.18%

注：上表中2018年的销量乘以销售均价计算的销售额小于销售金额系销售金额包括石墨化焦的副产品销售收入，副产品销售收入占比较大；2019年产能利用率较低系2019年新增的产能集中在下半年投产；上表中2019年的销量乘以销售均价计算的销售额大于销售金额主要系上表中的产量含山东兴丰对公司负极材料石墨化加工量。

资料来源：公司提供

公司石墨化加工业务产能仍在进一步扩建，在建项目为内蒙古乌兰察布卓资县年产5万吨石墨化加工基地项目，预计总投资为9.24亿元，截至2019年末，该项目已投资6.66亿元，尚需投资2.58亿元，拟建项目包括年产5万吨锂离子电池负极材料石墨化项目，该项目系2020年拟非公开发行A股股票的募投项目，预计总投资5.98亿元，拟通过非公开发行A股股票募集资金4.28亿元，随着在建、拟建石墨化项目建成投产，有利于提高对公司负极材料石墨化加工量及对外石墨化加工业务收入，但同时随着在建、拟建项目的资金投入，将进一步加大公司的资金压力。

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安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。因2019年审计报告对会计科目进行了调整，为保持数据一致性，2018年财务数据采用2019年审计报告中的期初数。2019年公司合并范围新增1家子公司，具体情况见表1。

资产结构与质量

2019年公司资产规模有所增长，资产仍以流动资产为主，其中应收账款及存货金额较大且增长较快，对公司营运资金形成较大占用

随着公司融资规模的增加及经营盈余利润的积累，公司资产规模有所增长，2019年末，

公司资产总额为81.31亿元，较上年末增长22.08%，2020年3月末，公司资产总额为90.76亿元，较2019年末增长11.62%，主要系本期债券成功发行所致。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2019年末流动资产占比为61.12%，较上年末下降9.71个百分点，主要系公司固定资产、在建工程等非流动资产规模快速增加所致。

流动资产方面，2019年末公司货币资金账面余额为8.62亿元，较上年末下降35.37%，主要系新建产线陆续投入所致，货币资金主要为银行存款4.46亿元和其他货币资金4.15亿元（结构性存款1.52亿元、美元存款1,500万美元（人民币1.05亿元）、银行承兑汇票保证金1.24亿元、信用证保证金0.21亿元及保函保证金0.13亿元），其中使用受限的货币资金账面余额为1.58亿元，主要为银行承兑汇票、信用证及保函保证金。2020年3月末，公司货币资金账面余额为19.00亿元，较2019年末增长了10.38亿元，主要为本期债券发行及业务回款所增加的现金。2019年末公司交易性金融资产账面价值为3.03亿元，包括应收票据2.82亿元和理财产品0.21亿元，应收票据主要为银行承兑汇票，其中已质押的应收票据账面价值为0.65亿元。近年随着公司业务规模的扩大，公司应收账款也有所增长，2019年末，公司应收账款账面价值为12.61亿元，较2018年末增长28.93%，占资产总额的比重为15.50%，其中应收前五大对象的账款占应收账款总额的30.79%，账龄方面，账龄在1年以内及1-2年的应收账款占账面总额的比例分别为86.88%和8.38%。截至2019年末，公司应收账款计提坏账准备0.92亿元，坏账准备计提比例为6.77%，公司应收账款余额较大且增长较快，对公司营运资金形成较大占用，此外，公司部分应收账款账龄较长，需关注其回收风险。

公司预付款项主要为预付供应商的材料货款，2019年末公司预付款项账面价值为0.81亿元，较上年末下降45.59%，主要系公司石墨化加工业务副产品的业务模式改为来料加工模式，使得预付材料采购款项减少。存货主要为原材料、在产品、库存商品、发出商品和委托加工物资等，随着公司业务规模不断扩大，存货规模增长较快，截至2019年末，公司存货账面价值为22.65亿元，较上年末增长18.79%，对公司营运资金形成较大占用，存货中原材料、在产品、库存商品、发出商品及委托加工物资账面价值分别为2.18亿元、8.71亿元、2.42亿元、5.65亿元和3.90亿元，截至2019年末，公司计提存货跌价准备0.28亿元，存货跌价准备计提比例为1.24%。其他流动资产主要为待转税项和待摊费用，2019年末公司其他流动资产账面价值为1.86亿元，较2018年末增长39.29%，主要系待转税项增加所致。

表 9 2018-2019 年及 2020 年 3 月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	190,038.70	20.94%	86,229.79	10.61%	133,427.28	20.03%
交易性金融资产	31,528.55	3.47%	30,254.67	3.72%	20,563.66	3.09%
应收账款	107,391.05	11.83%	126,066.85	15.50%	97,780.46	14.68%
预付款项	8,880.72	0.98%	8,101.80	1.00%	14,890.56	2.24%
存货	220,980.89	24.35%	226,512.50	27.86%	190,678.53	28.63%
其他流动资产	19,811.65	2.18%	18,602.36	2.29%	13,355.04	2.01%
流动资产合计	580,029.69	63.91%	496,989.25	61.12%	471,775.67	70.83%
长期股权投资	23,199.85	2.56%	23,241.67	2.86%	100.00	0.02%
固定资产	143,903.35	15.85%	147,640.48	18.16%	68,033.74	10.21%
在建工程	105,785.85	11.66%	90,531.95	11.13%	79,593.37	11.95%
无形资产	21,918.61	2.41%	22,280.04	2.74%	21,999.96	3.30%
商誉	8,690.05	0.96%	8,690.05	1.07%	8,690.05	1.30%
其他非流动资产	12,871.44	1.42%	13,577.35	1.67%	8,814.93	1.32%
非流动资产合计	327,609.81	36.09%	316,103.20	38.88%	194,270.44	29.17%
资产总计	907,639.50	100.00%	813,092.45	100.00%	666,046.11	100.00%

注：为保持数据口径的一致，应收票据包含在交易性金融资产中。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

非流动资产方面，2019年末公司长期股权投资账面价值为2.32亿元，主要系公司2019年收购的振兴炭材32.00%的股权。公司固定资产包括房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备等，随着公司新建厂房及购入相应机器设备由在建工程转入固定资产，公司固定资产规模快速增长，2019年末公司固定资产账面价值为14.76亿元，较上年末增长117.01%，其中通过融资租赁租入的固定资产账面价值为1.22亿元，尚未办妥产权证书的固定资产账面价值为1.13亿元。固定资产抵押方面，2019年末公司使用受限的固定资产账面价值为1.70亿元，占固定资产的比重为11.51%。2019年末公司在建工程为9.05亿元，较上年末增长13.74%，主要系公司新建厂房、仓库及购买未安装机器设备持续投入所致，2020年3月末，公司在建工程账面价值为10.58亿元，较2019年末增长16.85%。公司无形资产主要为土地使用权和专利权，2019年末公司无形资产账面价值为2.23亿元，其中土地使用权1.95亿元、专利权0.24亿元。2019年末公司商誉账面价值为0.87亿元，系公司收购溧阳月泉所形成；其他非流动资产账面价值为1.36亿元，系预付的设备款。截至2019年末，公司受限资产账面价值合计4.26亿元，占同期末资产总额的5.24%。

总体来看，2019年公司资产规模有所增长，且仍以流动资产为主，但应收账款及存货金额较大且增长较快，对公司营运资金形成较大占用。

资产运营效率

受益于公司营业收入的快速增长，2019年公司应收票据及应收账款周转效率和存货周转效率均有所提升，净营业周期有所缩短，整体运营效率有一定提高

受益于公司营业收入的快速增长，2019年公司应收票据及应收账款周转天数、存货周转天数均有所缩短，分别为102.24天和221.93天，较上年分别缩短了13.27天和25.28天。应付票据及应付账款周转效率方面，2019年公司应付票据及应付账款周转天数为147.80天，较上年缩短了22.72天。综合影响下，公司净营业周期较上年缩短了15.83天，资金运营效率有一定提高。随着公司新建厂房及购入相应机器设备由在建工程转入固定资产，公司固定资产规模快速增长，受此影响，公司固定资产周转天数有所增长。同时，公司营业收入的快速增长使得流动资产周转天数和总资产周转天数均有所缩短，公司资产运营效率有一定提高。

表 10 2018-2019 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收票据及应收账款周转天数	102.24	115.51
存货周转天数	221.93	247.21
应付票据及应付账款周转天数	147.80	170.52
净营业周期	176.37	192.20
流动资产周转天数	363.40	447.45
固定资产周转天数	80.90	65.19
总资产周转天数	554.85	597.97

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入及利润规模均有所提升，但主要产品负极材料业务毛利率持续下滑，未来公司盈利增速存在进一步下滑的可能

得益于锂离子电池行业的快速发展及公司业务的扩张，公司营业收入快速增长，2019年公司实现营业收入47.99亿元，同比增长44.93%。受新型冠状病毒疫情的影响，2020年1-3月，公司实现营业收入较上年同期下降20.43%，为8.19亿元，此外，公司业务还涉及国外市场，2019年公司境外业务收入占全年营业收入的15.09%，需关注海外新型冠状病毒疫情对公司业务的影响。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为29.49%，较上年下滑2.42个百分点，主要是受到毛利率较低的动力电池负极材料销售占比提高的影响，公司主要产品负极材料毛利率下滑所致。期间费用方面，2019年公司期间费用率为13.57%，较上年小幅提高，2020年1-3月，公司期间费用率为18.26%，主要系公司营业收入下降所致。受到公司综合毛利率下滑及期间费用率提高的影响，2019年公司净利润增长率仅为13.05%，较上年增速有所

下滑，且较营业收入增速更低，受新型冠状病毒疫情影响，2020年1-3月，公司净利润较上年同期下降27.47%。总体来看，2019年公司营业收入及利润规模均有所提升，但主要产品负极材料业务毛利率持续下滑，未来公司盈利增速存在进一步下滑的可能。

表 11 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入	81,869.97	479,852.60	331,102.53
营业利润	10,724.75	76,466.28	66,987.13
利润总额	10,805.78	76,880.65	66,753.86
净利润	9,470.92	67,909.57	60,071.58
综合毛利率	30.41%	29.49%	31.91%
期间费用率	18.26%	13.57%	12.94%
营业利润率	13.10%	15.94%	20.23%
总资产回报率	-	11.90%	13.17%
净资产收益率	-	20.07%	21.17%
营业收入增长率	-20.43%	44.93%	47.20%
净利润增长率	-27.47%	13.05%	32.97%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金净流入规模较上年有所增长，但相比当期净利润水平仍较低，公司经营活动现金流表现一般，此外，公司投资活动现金净流出规模较大，随着在建、拟建项目的不断投入，公司面临较大的资金压力

2019年公司收现比为0.64，较上年有所下滑，主要系公司部分原材料采购及产品销售通过票据结算以及锂电设备销售业务回款较差所致。随着公司业务规模扩大，存货和经营性应收应付款项总体有所增加，综合影响下，公司营运资本支出规模有所增加。2019年公司经营活动现金流净额为4.90亿元，经营活动现金净流入规模较上年有所增长，但相比当期净利润水平仍较低，公司经营活动现金流表现一般。

投资活动方面，为缓解产能不足，公司不断加快产能投资建设，2019年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金10.52亿元，此外，公司投资支付的现金为5.10亿元，主要系收购振兴炭材股权并增资等支付现金，总体来看，2019年公司投资活动现金净流出15.47亿元，投资活动现金净流出规模较大。

筹资活动方面，为满足公司投资活动的现金需求，公司主要通过银行借款、发行债券等方式融资，2019年公司筹资活动现金流入19.23亿元，此外，2020年1月，公司还通过发

行本期债券融资8.70亿元，筹资活动现金流出主要是公司偿还借款本息及分配股利所支付的现金，总体来看，2019年公司筹资活动现金净流入3.36亿元，筹资活动现金流持续呈净流入状态。需要注意的是，截至2019年末，公司在建项目预计总投资合计27.17亿元，已投资14.36亿元，拟建项目预计总投资33.00亿元，随着在建、拟建项目的投入，公司面临较大的资金压力。

表 12 2018-2019 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.64	0.75
净利润	67,909.57	60,071.58
营运资本变化	-48,398.75	-35,977.66
其中：存货减少（减：增加）	-37,101.14	-71,532.91
经营性应收项目的减少（减：增加）	-253,981.14	-188,087.12
经营性应付项目的增加（减：减少）	242,683.53	223,642.37
经营活动产生的现金流量净额	49,042.89	32,631.54
投资活动产生的现金流量净额	-154,692.60	-92,894.54
筹资活动产生的现金流量净额	33,629.13	67,008.92
现金及现金等价物净增加额	-71,910.09	6,971.65

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2019年公司负债规模快速增长，且短期债务占比较高，公司面临较大的短期偿债压力

随着公司融资规模的增加，2019年末公司负债总额增至44.86亿元，同比增长26.76%，2020年1月，随着本期债券的发行，公司负债总额进一步增长，2020年3月末，公司负债总额为52.33亿元，较2019年末增长16.64%。所有者权益方面，随着公司经营盈余利润的不断积累，公司所有者权益规模也有所增长，2019年末公司所有者权益为36.45亿元，同比增长16.77%。产权比率方面，2020年3月末公司产权比率为136.13%，较2018年末有所提高，公司所有者权益对负债总额的保障程度有所下滑。

表 13 2018-2019 年及 2020 年 3 月末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	523,264.44	448,632.68	353,926.20
所有者权益	384,375.06	364,459.77	312,119.91
产权比率	136.13%	123.10%	113.39%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以流动负债为主，2019年公司流动负债占比分别为

93.05%。

流动负债方面，2019年末公司短期借款规模为12.28亿元，同比增长194.02%，主要系公司因经营需要增加短期借款所致，其中信用借款5.41亿元、保证借款4.86亿元、抵押借款2.00亿元。随着公司产销规模的扩大，公司应付票据及应付账款规模均有所增长，2019年末，公司应付票据账面余额为4.79亿元，同比增长31.21%，公司应付账款账面余额为10.25亿元，同比增长12.62%，账龄方面，2019年末公司应付账款账龄在1年以内的应付账款占比为98.96%。公司预收账款主要预收的商品销售款，2019年末公司预收款项账面余额为7.17亿元，较上年小幅增长。2019年末公司其他应付款账面余额为2.56亿元，主要为应付的工程项目款1.77亿元、限制性股票回购义务款项0.49亿元、押金保证金0.11亿元；一年内到期的非流动负债账面余额为3.21亿元，其中一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款分别为0.97亿元、1.74亿元和0.50亿元。

非流动负债方面，2019年末公司长期借款账面余额为1.49亿元，较上年末有所下降，其中质押借款0.79亿元、保证借款0.70亿元；应付债券账面余额为0.66亿元，系公司发行的2017年创新创业公司债券（第一期）（17璞泰01/PR璞泰01）和2018年创新创业公司债券（18璞泰来），账面余额分别为1.41亿元和0.98亿元（其中17璞泰01和18璞泰来分别有1.41亿元和0.33亿元计入一年内到期的非流动负债），17璞泰01和18璞泰来期限均为3年，票面利率分别为5.30%和5.50%，2020年3月末，公司应付债券账面余额为7.72亿元，较2019年末大幅增长，主要系本期债券成功发行所致；长期应付款系公司借入的融资租赁款，2019年末账面余额为0.41亿元，2020年3月末，公司长期应付款账面余额增至2.54亿元。

表 14 2018-2019 年及 2020 年 3 月末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	128,319.32	24.52%	122,753.04	27.36%	41,749.52	11.80%
应付票据	49,847.58	9.53%	47,888.47	10.67%	36,497.28	10.31%
应付账款	81,714.15	15.62%	102,472.80	22.84%	90,985.98	25.71%
预收款项	79,212.56	15.14%	71,658.47	15.97%	70,267.44	19.85%
其他应付款	21,610.58	4.13%	25,637.70	5.71%	25,299.25	7.15%
一年内到期的非流动负债	33,456.15	6.39%	32,075.38	7.15%	16,235.70	4.59%
流动负债合计	408,993.41	78.16%	417,451.91	93.05%	291,574.18	82.38%
长期借款	9,144.00	1.75%	14,860.00	3.31%	28,007.19	7.91%
应付债券	77,181.98	14.75%	6,563.20	1.46%	22,650.69	6.40%

长期应付款	25,402.96	4.85%	4,050.44	0.90%	7,716.21	2.18%
非流动负债合计	114,271.04	21.84%	31,180.77	6.95%	62,352.02	17.62%
负债合计	523,264.44	100.00%	448,632.68	100.00%	353,926.20	100.00%
有息债务	273,504.41	52.27%	180,302.06	40.19%	116,359.31	32.88%

注：2020年一季度财务报表的合同负债均为预收款项。

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务规模为27.35亿元，较2018年末增长135.05%，占同期负债总额的55.27%。从有息债务的结构来看，公司短期、长期有息债务规模分别为16.18亿元和11.17亿元，占有息债务的比重分别为59.15%和40.85%，公司有息债务规模较大，且以短期债务为主，公司面临较大的短期偿债压力。

随着公司融资规模的增加，2020年3月末公司资产负债率上升至57.65%，较2018年末提高4.51个百分点。短期偿债指标方面，2019年末公司流动比率和速动比率分别为1.19和0.65，较上年均有所下滑，随着本期债券的成功发行，2020年3月末，公司货币资金规模大幅增长，在此带动下，2020年3月末，公司流动比率和速动比率分别提高至1.42和0.88，总体来看，公司流动资产对流动负债的保障程度仍较弱。2019年公司实现EBITDA10.04亿元，同比增长26.28%，但随着公司融资规模的增加，公司利息支出规模大幅增长，EBITDA利息保障倍数有所下降，公司盈利对利息支出的保障程度有所下滑。

表 15 2018-2019 年及 2020 年 3 月公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	57.65%	55.18%	53.14%
流动比率	1.42	1.19	1.62
速动比率	0.88	0.65	0.96
EBITDA（万元）	-	100,401.77	79,508.16
EBITDA 利息保障倍数	-	8.05	14.05
有息债务/EBITDA	-	1.80	1.46
债务总额/EBITDA	-	4.47	4.45
经营性净现金流/流动负债	0.04	0.12	0.11
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.11	0.09

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

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2020年4月21日，公司本部不存在

未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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。

七、评级结论

2019 年我国锂电池出货总量持续增长，为公司发展提供了良好的环境；公司产品种类较为齐全，产品具有较强的技术优势，此外，公司拥有的优质客户较多，主要客户包括 ATL、宁德时代、LG 化学株式会社、三星 SDI 株式会社、中航锂电、珠海冠宇、欣旺达等国内外知名锂电池制造商；2019 年公司业务规模持续扩张，收入和利润规模持续增长。同时我们也注意到公司负极材料业务委外加工占比较高，存在一定质量管控风险；公司客户集中度较高，应收账款及存货金额较大且增长较快，对营运资金形成较大占用，主要产品负极材料毛利率有所下滑；在建、拟建项目投资规模较大，存在较大新增产能消纳风险及较大资金压力；有息债务规模有所攀升，面临较大的短期偿债压力，新型冠状病毒疫情对公司业务有一定影响。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，维持本期债券信用等级为 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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	190,038.70	86,229.79	133,427.28	121,912.97
应收账款	107,391.05	126,066.85	97,780.46	76,354.75
存货	220,980.89	226,512.50	190,678.53	118,938.45
固定资产	143,903.35	147,640.48	68,033.74	51,881.52
在建工程	105,785.85	90,531.95	79,593.37	10,217.98
总资产	907,639.50	813,092.45	666,046.11	433,887.70
短期借款	128,319.32	122,753.04	41,749.52	995.00
应付票据	49,847.58	47,888.47	36,497.28	14,764.97
应付账款	81,714.15	102,472.80	90,985.98	71,324.51
预收款项	79,212.56	71,658.47	70,267.44	36,262.45
一年内到期的非流动负债	33,456.15	32,075.38	16,235.70	266.6
长期借款	9,144.00	14,860.00	28,007.19	15,045.19
应付债券	77,181.98	6,563.20	22,650.69	19,311.13
长期应付款	25,402.96	4,050.44	7,716.21	177.73
总负债	523,264.44	448,632.68	353,926.20	178,570.27
有息债务	273,504.41	180,302.06	116,359.31	35,795.65
所有者权益合计	384,375.06	364,459.77	312,119.91	255,317.43
营业收入	81,869.97	479,852.60	331,102.53	224,935.88
营业利润	10,724.75	76,466.28	66,987.13	51,580.44
净利润	9,470.92	67,909.57	60,071.58	45,176.25
经营活动产生的现金流量净额	15,591.36	49,042.89	32,631.54	3,717.90
投资活动产生的现金流量净额	-16,360.30	-154,692.60	-92,894.54	-40,240.55
筹资活动产生的现金流量净额	129,985.75	33,629.13	67,008.92	120,897.94
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	-	102.24	115.51	123.45
存货周转天数	-	221.93	247.21	231.86
应付票据及应付账款周转天数	-	147.80	170.52	186.58
净营业周期	-	176.37	192.20	168.72
流动资产周转天数	-	363.40	447.45	405.10
固定资产周转天数	-	80.90	65.19	56.12
总资产周转天数	-	554.85	597.97	503.00
综合毛利率	30.41%	29.49%	31.91%	36.96%
期间费用率	18.26%	13.57%	12.94%	13.41%
营业利润率	13.10%	15.94%	20.23%	22.93%

总资产回报率	-	11.90%	13.17%	17.40%
净资产收益率	-	20.07%	21.17%	25.45%
营业收入增长率	-20.43%	44.93%	47.20%	34.10%
净利润增长率	-27.47%	13.05%	32.97%	27.73%
资产负债率	57.65%	55.18%	53.14%	41.16%
流动比率	1.42	1.19	1.62	2.46
速动比率	0.88	0.65	0.96	1.63
EBITDA（万元）	-	100,401.77	79,508.16	58,814.84
EBITDA 利息保障倍数	-	8.05	14.05	33.74
有息债务/EBITDA	-	1.80	1.46	0.61
债务总额/EBITDA	-	4.47	4.45	3.04
经营性净现金流/流动负债	0.04	0.12	0.11	0.03
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.11	0.09	0.02

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，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
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
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	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 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年内到期的长期有息债务 + 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。