

深圳市沃尔核材股份有限公司
2019 年面向合格投资者公开发行
公司债券(第一期)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
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：



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【32】号 01

债券简称：19 沃尔 01

增信方式：保证担保

担保主体：
深圳市高新投集团有限
公司

债券剩余规模：3 亿元

债券到期日期：
2022 年 05 月 29 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：
邓艰 何卫平

电话：
0755-82870859

邮箱：
dengj@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
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

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 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 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	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	2020 年 6 月 3 日	2019 年 5 月 20 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 2019 年 05 月 29 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 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，公司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是国内热缩材料领域龙头企业之一，公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好，收购长园电子（集团）有限公司（以下简称“长园电子”）75%股权后，公司在热缩材料领域的竞争优势地位进一步巩固，深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）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外延式拓展未达预期，且存在无实际控制人风险，同时考虑到有息债务规模仍较大，短期偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 公司是国内热缩材料领域龙头企业之一。公司在热缩材料领域具备一定技术和成本优势，热缩产品广泛用于各大领域，具备较好的品牌效应，是热缩材料领域的龙头企业之一。
- 公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好。公司固定资产规模较大，折旧金额对净利润影响较大，但公司实际经营活动现金生成能力仍较好，2019 年 FFO

为 67,748.80 万元，同比增长 23.55%。此外，公司产品竞争力较强，公司经营活动现金流表现亦较好，2019 年经营活动现金流净额为 62,821.56 万元，较上年增长 11.05%。

- **公司在热缩材料领域的竞争优势地位进一步巩固。**公司目前持有长园电子 75% 股权，其在国内热缩材料领域具有较强的竞争力，同时也弥补了公司热缩产品在部分行业市场份额较低的不足，长园电子在 2019 年实现营业收入 97,597.77 万元，净利润 9,590.12 万元，经营情况较好，公司在热缩材料领域的竞争优势地位进一步巩固。
- **高新投集团提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，高新投集团主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

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，公司分别于 2016 年和 2018 年收购了深圳市华磊迅拓科技有限公司（以下简称“华磊迅拓”）和深圳市聚电网络科技有限公司（以下简称“聚电网络”）60%和 48.78% 股权（合计 58.78%，其中 2015 年收购 10%）、并参股了深圳市依思普林科技有限公司等公司，但收益均不达预期，其中华磊迅拓未实现业绩承诺，已于 2019 年对公司业绩补偿 708.12 万元，但 2019 年经营业绩同比有所下滑。而聚电网络 2019 年营业收入为 1,697.20 万元，净利润为-3,321.82 万元，公司计提商誉减值准备 1,382.08 万元。
- **公司存在无实际控制人风险。**截至 2020 年 3 月末，公司前实际控制人周和平先生因离婚股权划转导致持股下降为 15.06%，公司已处于无控股股东及实际控制人的状态。公司股权分散，可能面临控制权变更的风险。
- **公司短期偿债压力较大。**截至 2019 年末公司有息债务为 226,158.27 万元，其中短期有息债务占比 64.93%，偿还压力主要集中在 2020 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	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	641,725.07	644,106.24	642,736.09	623,026.19
归属于母公司所有者权益合计	289,421.17	286,864.05	258,334.86	274,856.91
有息债务	225,958.97	226,158.27	205,371.97	258,858.44
资产负债率	51.11%	51.72%	56.39%	55.29%
流动比率	1.18	1.15	0.87	0.87
速动比率	0.97	0.97	0.71	0.68
营业收入	68,636.71	397,808.32	352,502.42	257,967.65
投资收益	122.11	-1,842.15	-20,573.19	7,295.31
营业利润	5,097.52	26,338.70	1,086.78	18,084.30
净利润	4,455.91	22,554.06	3,402.43	16,718.10
扣除非经常性损益后净利润	3,673.99	19,708.61	10,771.90	11,178.32
综合毛利率	33.95%	35.63%	32.20%	29.27%
总资产回报率	-	6.24%	2.76%	5.24%
EBITDA	-	63,115.92	36,594.51	41,817.61
EBITDA 利息保障倍数	-	4.50	2.37	3.18
经营活动现金流净额	16,976.18	62,821.56	56,571.41	14,959.91

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

高新投集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,193,578.17	2,052,718.02	1,346,952.97
归属于母公司所有者权益合计	1,764,115.66	1,177,908.41	1,119,107.66
营业总收入	278,716.28	208,520.14	150,517.45
担保业务收入	120,638.94	82,385.32	72,814.95
资金管理业务收入	119,685.53	82,494.33	53,159.92
净资产收益率	6.92%	9.86%	12.24%

资料来源：高新投集团 2017-2019 年审计报告，高新投集团提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年5月29日发行3年期3亿元公司债券，募集资金用于偿还银行贷款。根据公司2019年年报披露，截至2019年末，本期债券募集资金余额为2.93万元。

二、发行主体概况

截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本减少至125,898.31万元，较2018年末减少286.60万元，主要系公司对2017年股权激励计划限制性股票业绩条件未达标及部分激励对象离职的股票办理了回购注销手续。

此外，截至2020年3月末，根据周和平先生与邱丽敏女士签署的《离婚财产分割补充协议》，周和平先生将其直接持有的公司股票157,186,627股过户至邱丽敏女士名下；将深圳市沃尔达利科技企业（有限合伙）持有的公司股票24,943,300股过户至邱丽敏女士名下。因此，周和平先生可实际支配的表决权下降为15.06%，仍为公司第一大股东；邱丽敏女士可实际支配的表决权增加至14.47%，为公司第二大股东。公司前两大股东可控制的表决权相对接近且不存在一致行动或表决权委托的安排，前五大股东中的其他三名股东单独持股比例均低于5%，公司股份分布变得较为分散，不存在任一股东可以单一对公司股东大会决议及董事会人员的选任产生重大影响，公司已处于无控股股东及实际控制人的状态，公司前十大股东持有的公司股票均无质押情况。

表1 截至2020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	2020年3月	2019年3月
注册资本	125,898.31 万元	126,184.91 万元
实收资本	125,898.31 万元	126,184.91 万元
控股股东	无	周和平
控股股东持股比例	-	27.48%
实际控制人	无	周和平

资料来源：公司2019-2020年一季报，中证鹏元整理

2019年，公司主营业务未发生变化，主要从事高分子核辐射改性新材料及系列电子、电力、电线新产品的研发、制造和销售，开发运营风力发电、新能源汽车相关产品的研发销售、智能制造等相关产业。2019年，公司新增6家合并主体，减少5家合并主体，具体情况见表2。

表2 2019 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
惠州市沃尔新科技有限公司	100%	100.00	工程服务、投资	新设
乐庭电线（越南）有限公司	100%	-	生产销售	新设
常州长园特发科技有限公司	75%	1,000.00	研发生产销售	新设
天津市照园电子有限公司	75%	100.00	研发生产销售	新设
天津市沃庭电子有限公司	100%	5,100.00	研发生产销售	新设
WOER INTERNATIONAL(SINGAPORE)PTE.LTD	100%	-	销售、投资	新设

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
武汉聚智汉能科技有限公司	58.78%	1,000.00	销售	注销
北京聚电新能源汽车有限公司	58.78%	500.00	销售	注销
山东聚电新能源科技有限公司	58.78%	5,088.00	销售	注销
武汉聚电车间新能源汽车服务有限公司	58.78%	500.00	销售	注销
深圳市长园辐照技术有限公司	75%	200.00	租赁业务	注销

资料来源：公司2019年年报，国家企业信用信息公示系统，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，但产品利润易受原材料价格波动影响

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。

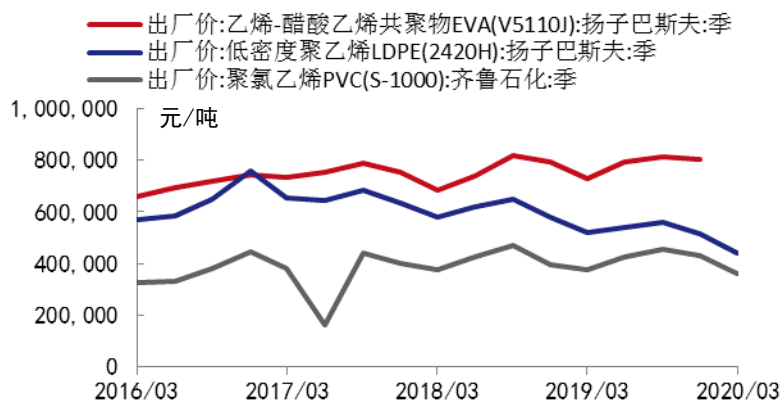
2019年，我国汽车产销量分别为2,572.1万辆、2,576.9万辆，同比分别下降7.5%、8.2%，已连续两年下滑，且下滑幅度大于上年。当前居民杠杆率持续走高以及财富效应消退是乘用车市场的基本面因素，COVID-19疫情（以下简称“疫情”）作为“黑天鹅事件”的加入，对汽车行业短期冲击显著，购置需求会部分迁移至后期。随着疫情基本控制，以及政府层面刺激汽车消费政策的陆续出台，预计2020年乘用车批发口径同比下滑7%。

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。2019年，电网投资进一步受到管控，全年电网工程投资完成额仅为4856亿元，

同比下滑9.62%，为近四年最低。2020年虽受到疫情影响，但电网投资作为逆周期调节手段，特高压项目和一大批电网重点基建项目将在2020年重点推进，电网投资有望回升或保持相对高位。

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。2019年受OPEC持续推行减产支撑油价的影响，全年原油价格保持高位震荡，EVA、PE、PVC的出厂价亦有所上行。进入2020年，受海外疫情影响，原油价格大幅下挫，带动了EVA、PE、PVC等石油附属产品的下跌。随着OPEC+第九次会议的决议发布，将在2020年5月1日起进行大规模的减产，预计原油价格将得到一定修复，但2020年全年平均价格将大幅低于上年，热缩材料所需原材料成本将明显降低。

图1 2019年下半年开始热缩材料的原材料出厂价不断走低



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。

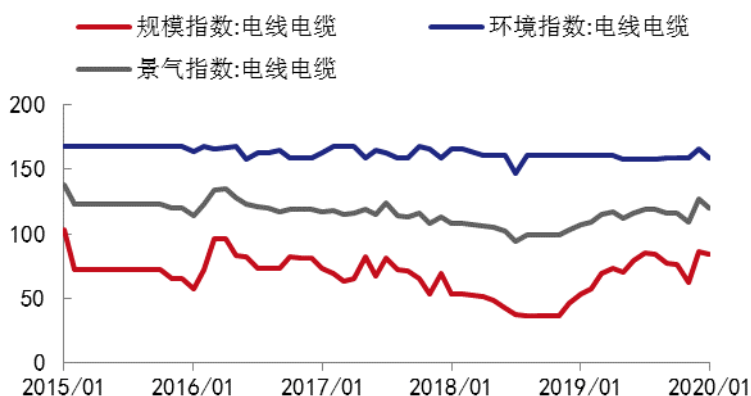
2019 年我国电线电缆行业集中度有所提升，但仍以低端产品为主；2020 年铜材均价下滑，电线电缆成本有望下行，5G 及特高压的快速发展有望为电线电缆行业带来一定发展机遇

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。铜价方面，进入 2020 年，受全球疫情影响，大宗商品价格大幅下挫，一度低至 35,500 元/吨左右，目前铜价有所修复，升至 42,000 元/吨左右，但仍远低于过去几年平均价格。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，预计 2020 年电线电缆的生产成本将明显下滑，公司成本控制压力将有所下降。

2019 年至今，行业整合初具成效，行业集中度有所提升，电线电缆规模指数明显上升。此外，在 5G、特高压等技术的高速发展下，电线电缆景气指数也有所上升，环境指数较为稳定。疫情影响减退后，5G 和特高压等行业将作为国家重点战略来推进，预计电线电缆行业将得到一定发展机遇。

图2 2019 年以来电线电缆行业的相关指数表现有所提升



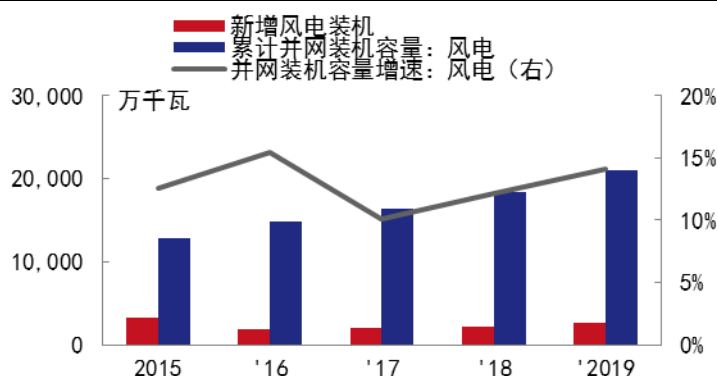
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019 年风电投资景气度回归，弃风率持续改善，补贴退坡进度较快，平价上网临近，后续风电企业运营压力较大

在国家政策的扶持下，2019年全国风电电源基本建设投资完成额为1,171.00亿元，国内风电新增装机规模为历史第二，仅次于2015年抢装水平，风电投资景气度有所回归。

2019 年，我国风电新增并网装机容量为 2,574 万千瓦，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 2.1 亿千瓦，继续稳居全球首位，提前 1 年完成国家能源局“十三五规划”规划目标。2019 年风电发电量 4,057 亿千瓦时，首次突破 4,000 亿千瓦时，同比增长 10.9%，占全社会用电量的 5.5%，同比提升 0.1 个百分点，全国各省份风电发电量均实现正增长。

图3 2019 年风电投资回暖

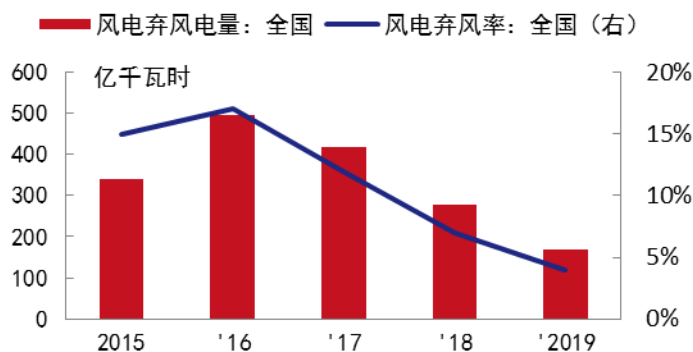


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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》，受益于政策助力风电消纳，2016 年开始我国弃风现象有明显改善，2019 年全国风电弃风率下降至 4.0%，为近五年最低。

山东是我国风电发展大省之一，且兼具陆上海上风电资源，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。2019 年，山东弃风率及弃风量分别为 0.1%、0.3 亿千瓦时，两项均为全国最低。

图4 2016年以来我国弃风率持续改善



资料来源：Wind，中证鹏元整理

上网电价方面，风电行业已经全面步入政策补贴退坡期。2019年5月21日，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，再次调低风电上网电价，并首次明确陆上风电平价上网的时间表。2019年一至四类风资源区新核准陆上风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元、0.52元，2020年指导价分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元、0.47元。自2021年1月1日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。标杆电价下调后将有相当一部分风电项目不再具有开发价值，风电项目开发重心将逐渐向华南、华东等负荷中心区域集中。

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	2018年	2019年	2020年	各类资源区所包括地区
I类地区	0.51	0.49	0.40	0.34	0.29	内蒙古除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区、乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市
II类地区	0.54	0.52	0.45	0.39	0.34	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	0.49	0.43	0.38	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	0.57	0.52	0.47	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

公司主营业务为高分子核辐射改性新材料及系列电子、电力、电线新产品的研发、制造和销售，风力发电的开发与运营、新能源汽车相关产品的研发销售、智能制造等相关产

业。2019年，公司实现营业收入397,808.32万元，同比增长12.85%，主要系2019年电子产品收入合并了长园电子全年收入，而2018年仅合并下半年，使得公司电子产品收入大幅同比增长35.07%，电子产品收入占比也继续扩大；其中，电子、电力、及电线电缆收入占营业收入的比重分别为45.21%、19.40%、26.57%，是公司收入的主要来源。此外，随着子公司锡林郭勒盟融丰风电有限公司（以下简称“融丰风电”）的出售，公司新能源产品收入也同比下滑18.27%，占比也有所下滑。

毛利率方面，2019年电子行业景气度有所提升，电子产品销售均价有所上涨，使得电子产品毛利率同比上涨1.76个百分点。此外，电力新产品较强的市场议价能力给电力产品带来了较好的盈利能力，毛利率同比提升3.75个百分点；2019年铜线等原材料采购成本有所下滑，公司电线电缆产品毛利率同比小幅上涨1.49个百分点。新能源业务方面，风电收入毛利率仍较高，但2019年风电收入占比有所下滑，导致新能源业务毛利率也小幅下滑1.36个百分点。受上述因素影响，2019年公司毛利率同比上涨了3.43个百分点，为35.63%。

表4 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电子产品	179,857.84	40.87%	133,163.48	39.11%
电力产品	77,175.38	46.07%	59,588.79	42.32%
电线电缆产品	105,682.11	17.64%	119,195.98	16.15%
新能源产品	27,115.76	37.39%	33,177.78	38.75%
其他	7,977.23	49.07%	7,376.39	55.62%
合计	397,808.32	35.63%	352,502.42	32.20%

注：风电收入纳入新能源产品进行核算。

资料来源：公司2019年年报及公司提供，中证鹏元整理

2019年公司电子、电力等热缩材料产品品牌仍保持较强市场竞争力，公司主要产品产销量均有提升，产销量保持较高水平

公司自成立以来一直精耕于国内热缩材料行业，通过不断加大研发投入，公司在技术和成本方面具备一定优势，热缩材料产品广泛应用于电子、电力、通讯、石化、汽车、轨道交通、军工及航天航空等领域，具备较好的品牌效应，仍是热缩材料领域的龙头企业之一。

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，2019年公司主要产品的产销率均在99%以上，其中电子产品产销率为102.13%，较2018年提升11.82个百分点，主要系2019年电子产品行业景气度提升较多。

合并长园电子后，公司热缩产品市场占有率进一步增强，2019年公司热缩产品代表的电子、电力产品产销量同比分别大幅增长，在销量快速增长的带动下，2019年公司电子、电力产品收入同比分别增长35.07%、29.51%，其中长园电子在2019年实现营业收入97,597.77万元，净利润9,590.12万元，使得公司在热缩材料领域的竞争优势地位进一步巩固。电线电缆产品方面，公司开始对低毛利产品进行淘汰，2019年电线电缆产品产销量增长不大。新能源产品方面，受新能源汽车行业景气度明显下滑影响，2019年新能源产品产销量分别同比下滑11.52%和8.46%。

表5 2018-2019 年公司产品产销量情况

按产品分类	2019 年			2018 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品（亿米）	43.20	44.12	102.13%	37.67	34.02	90.31%
电力产品（万套）	283.53	284.55	100.36%	253.09	252.03	99.58%
电线电缆产品（亿米）	21.90	22.08	100.82%	21.61	21.86	101.16%
新能源产品（万只）	87.24	87.15	99.90%	98.60	95.20	96.55%

资料来源：公司提供

销售价格方面，2019年电子、电力产品销售均价分别为0.41元/米、271.22元/套，较上年分别增长了7.89%、14.71%，电子产品主要受下游需求端景气度回升影响，而电力产品则受益于新产品的销售和高单价产品占比的提升；2019年铜价虽小幅下降，但电线电缆均价仍为0.63元/米。随着公司直流充电桩产品在市场上占有率和竞争力的提升，新能源产品的结构也有一定调整，使得2019年公司新能源产品均价为175.66元/只，在行业景气度下滑的情况下逆势上涨。

表6 2018-2019 年公司产品的均价

项目	2019 年	2018 年
电子产品（元/米）	0.41	0.38
电力产品（元/套）	271.22	236.43
线路保护产品（元/只）	0.22	0.18
电线电缆产品（元/米）	0.63	0.63
新能源产品（元/只）	175.66	152.11

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。2019年，公司前五大客户销

售额合计占当年销售总额的比重为7.91%，较上年上涨1.08个百分点，客户分布仍较为分散，也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。

2019年电子及电力产品产能均有所提升，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，适当库存”模式进行生产。截至2019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至三期、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厂房设备新增，2019年公司电子、电力产品产能同比均有所增加。各类热缩产品需求增加，进而使得电子、电力产品的产量和产能利用率均有较大幅度的提升，2019年电子、电力产品的产能利用率分别为94.95%、97.47%，分别较上年提高1.52和5.84个百分点。而电线电缆产品则因为公司产品结构调整，导致产能利用率有所下滑。新能源产品方面，受行业景气度明显下行影响，公司2019年产能利用率仅为72.70%，较2018年下降9.47个百分点。

表 7 2018-2019 年公司产品年产能、产量及产能利用率情况

按产品分类	2019 年			2018 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）	45.50	43.20	94.95%	40.32	37.67	93.43%
电力产品（万套）	290.89	283.53	97.47%	276.20	253.09	91.63%
电线电缆产品（亿米）	23.61	21.90	92.76%	23.00	21.61	93.96%
新能源产品（万只）	120.00	87.24	72.70%	120.00	98.60	82.17%

注：长园电子子公司包含以“吨”为单位的泡棉产品，其产能产量未列入表中。

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，2019年占比74.39%。

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，并由采购配送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，随着电解铜价格中心的下移，2019年公司铜采购成本同比下降了2.55%，至4.97万元/吨；由于石油价格维持高位震荡，粒状十溴二苯乙烷等石油附属品价格也有小幅上涨。

表 8 2018-2019 年主要原材料采购情况（单位：万元、万元/吨）

原材料名称	2019 年			2018 年		
	采购额	占比	均价	采购额	占比	均价
铜	56,417.65	27.20%	4.97	73,348.92	40.22%	5.10
EVA	14,784.36	7.13%	1.28	13,899.83	7.62%	1.24
粒状十溴二苯乙烷	4,509.50	2.17%	5.15	3,499.45	1.92%	5.09
硅橡胶.A/B 胶	2,381.71	1.15%	3.75	1,025.33	0.56%	3.70
氢氧化镁	3,179.57	1.53%	0.41	3,305.58	1.81%	0.4
聚乙烯弹性体 7256	1,320.69	0.64%	1.34	1,184.21	0.65%	1.34
L-1 磷	498.44	0.24%	2.51	2,673.37	1.47%	2.83

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，2019年前五大供应商采购额占当期采购总额的比重为21.60%，较上年下降3.39%。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。

风电业务结构进一步优化，新能源汽车产品经营情况有所改善，首次实现扭亏

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2019年末，青岛沃尔资产总额为90,752.92万元，所有者权益为88,924.47万元；2019年度，实现收入10,710.81万元，净利润7,381.27万元，受出售融丰风电影响，收入同比下降24.24%，但净利润仅减少6.43%，该笔交易完成后，公司资产负债结构得到一定优化且风电业务盈利能力仍较强。

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2019年末，上网电量为2.03亿千瓦时，上网电价为0.61元/千瓦时（含税）。公司青岛风电项目二期山东莱西河崖风电场项目目前正在建设中，预计部分机组将于今年并网。此外，受国家发改委最新政策影响，风电将全面实现平均上网，预计公司在吉林长春、黑龙江海林和内蒙古凉城三个风电项目继续建设可能性较小，2019年已对上述三个项目前期投入的2,888.24万元全额计提在建工程减值准备。

表9 2019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）	1.10	0.93
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2019年末，沃尔新能源资产总额为19,923.91万元，净资产为5,816.86万元；受新能源汽车补贴退坡等影响，2019年新能源汽车行业景气度明显下行，公司新能源产品销量均有所下滑。但随着公司充电桩产品市场竞争力的快速提升，公司也对产品结构进行了一定调整，2019年产品单价、营收规模及盈利水平均有所提升。2019年沃尔新能源实现营业收入19,601.02万元，净利润69.75万元，首次实现扭亏。考虑到国家补贴逐步减少，但目前新能源汽车行业景气度的大幅下滑可能会倒逼刺激政策的出台，未来新能源汽车行业不确定性较高。

为拓展新能源产品领域，公司还参股电机控制器企业深圳市依思普林科技有限公司等公司，并控股了充电桩生产运营商聚电网络，通过整合吸收参股、控股公司在技术、客户资源、人员等方面的优势，进而利用企业现有的营销网络，覆盖电池、充电桩和控制器等下游客户企业以获取销售渠道，节约市场开拓成本，但目前行业环境并不理想，其中聚电网络2019年度营业收入为1,697.20万元，净利润为人民币-3,321.82万元，当年公司再次计提商誉减值准备1,382.08万元，累计计提减值3,892.64万元。

外延式并购效果不及预期，并购标的仍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。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，未完成业绩承诺，按股权转让协议约定，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。截至2019年末，补偿款已全部收到。2019年华磊迅拓实现营业收入4,418.35万元，净利润714.80万元，经营业绩同比有所下滑。考虑到行业竞争对手较多且行业壁垒较低，未来华磊迅拓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2018年度审计报告、中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年度审计报告及未经审计的2020年一季报，财务报表均按新会计准则进行编制。2019年，公司纳入合并报表范围变化情况见表2。

资产结构与质量

公司总资产规模较为稳定，但整体资产流动性一般

截至2019年末，公司资产总额为644,106.24万元，同比仅增长0.21%，资产结构也较为稳定，非流动资产占比为57.10%，较上年变化不大。

截至2019年末，货币资金规模为50,538.01万元，同比增长9.10%，主要为银行存款，使用受限规模为4,485.93万元，其中其他货币资金受限4,366.57万元，主要为银行承兑汇票保证金等。截至2019年末，公司应收账款规模为136,706.69万元，较上年变化不大，应收账款前五大客户占比为12.89%，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，2019年末一年以内的应收账款余额为136,388.80万元，占账龄组合应收账款净额的91.75%，账龄较短；2019年末应收账款累计计提坏账11,948.53万元，计提比例为8.04%，较2018年提高了0.99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，2019年公司存货周转情况较好，存货规模同比下降11.27%。存货跌价准备方面，截至2019年末，公司累计计提的存货跌价准备余额为2,216.29万元，较上年末增长222.54万元，后续仍需关注市场价格对存货跌价准备的影响。

非流动资产方面，其他权益工具投资主要为公司持有的2,925.85万股长园电子股票，受2020年一季度长园集团股票价格下跌影响，账面价值有所减少，后续需关注股票市场价格变动对该部分资产价值的影响。固定资产主要以机器设备及厂房为主，截至2019年末，固定资产规模为200,278.62万元，较2018年末变化不大，用于抵押的固定资产账面价值为43,149.31万元。截至2019年末，公司在建工程规模为16,745.46万元，同比增长64.62%，主要系风电二期工程（河崖项目）增加投入所致，值得注意的是，由于风电平价上网政策的公布，公司在吉林长春、黑龙江海林、内蒙古凉城三个风电项目预计不会继续建设，因此对上述项目前期投入全额计提在建工程减值准备，共计2,888.24万元。公司的无形资产主要为土地使用权和专利权，2019年末规模为26,670.17万元，除正常摊销外，2019年新增惠州水口土地使用权一宗，为工业用地，账面价值4,494.73万元。公司商誉主要系收购长园电子、华磊迅拓及聚电网络所形成，截至2019年末，公司商誉规模为75,997.22万元，同比下滑1.79%，主要系计提聚电网络1,382.08商誉减值所致，未来需持续关注公司商誉减值风

险。

在受限资产方面，截至2019年末，公司货币资金、固定资产和无形资产等资产中受限部分的账面价值合计为55,277.87万元，占期末资产总额的比重为8.58%，受限资产占比较小。此外，公司所持有的价值119,250.00万元的长园电子股权被质押用于取得银行借款。

总体而言，近年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，对公司资金占用较多，且存在一定的坏账风险。同时，公司商誉规模较大，存在一定减值风险。

表 10 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	64,371.05	10.03%	55,134.84	8.56%	50,538.01	7.86%
应收账款	129,100.42	20.12%	136,706.69	21.22%	135,598.63	21.10%
存货	49,434.41	7.70%	43,921.01	6.82%	49,501.41	7.70%
流动资产合计	276,569.83	43.10%	276,307.48	42.90%	273,012.76	42.48%
其他权益工具投资	18,179.11	2.83%	20,415.28	3.17%	-	-
固定资产	197,454.28	30.77%	200,278.62	31.09%	206,529.94	32.13%
在建工程	20,066.38	3.13%	16,745.46	2.60%	10,172.41	1.58%
无形资产	25,449.96	3.97%	26,670.17	4.14%	26,929.79	4.19%
商誉	75,997.22	11.84%	75,997.22	11.80%	77,379.30	12.04%
非流动资产合计	365,155.24	56.90%	367,798.76	57.10%	369,723.33	57.52%
资产总计	641,725.07	100.00%	644,106.24	100.00%	642,736.09	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，中证鹏元整理

资产运营效率

公司营运能力尚可，资产运营效率有所提升

相较于合并长园电子带来的营收增长，长园电子应收账款规模较大且账期较长对公司应收账款周转效率影响更大，2019年应收账款周转天数有所增加。同时，长园电子对上游供应商付款周期较短，也带动公司应付账款周转天数的缩短。而在存货周转方面，公司主要根据订单安排生产，且原材料采购周期较短，长园电子存货周转亦较快，因此公司存货周转天数有所缩短。综合上述因素，受新增合并主体影响，2019年公司净营业周期有所拉长，但影响较为有限，整体营运效率尚可。

资产周转率方面，2019年公司流动及固定资产周转天数仅小幅增长；相较于资产规模的小幅增长，2019年营收端规模的提升则更为显著，公司资产的整体运营效率有一定提升。

表 11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	123.21	114.82
存货周转天数	65.67	70.01
应付账款周转天数	60.30	65.90
净营业周期	128.58	118.93
流动资产周转天数	248.56	242.43
固定资产周转天数	184.07	182.49
总资产周转天数	582.27	646.34

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入稳定增长，但期间费用仍较高

由于2019年开始公司开始合并长园电子全年利润表以及电力产品的收入的增长，2019年公司实现营业收入397,808.32万元，同比增长12.85%，增长较为稳定。受疫情影响，电网招标受到一定影响，此外，公司电线电缆业务淘汰低毛利产品的调整进一步深化，因此2020年一季度公司营业收入同比下滑16.75%，疫情对公司营收情况的影响还有待进一步观察，但产品结构调整对公司盈利水平的影响正在显现，2020年一季度净利润同比增长39.09%，毛利率较上年同期也增长1.97个百分点。

毛利率方面，受下游景气度好转及部分产品线产品结构调整等影响，2019年综合毛利率升至35.63%，较上年提升3.43个百分点。

投资收益方面，2019年的亏损则主要来自于权益法核算下长期股权投资确认的损失。资产减值损失除商誉减值带来的损失外还包括2,888.24万元的在建工程减值。

随着公司对外融资规模增加、销售推广力度增强及研发力度的加大，2019年公司期间费用仍在提升，期间费用率达到了26.95%，随着公司渠道维护支出扩大和研发成本上升，预计期间费用在未来仍将维持在较高水平。

表 12 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	68,636.71	397,808.32	352,502.42
投资收益	122.11	-1,842.15	-20,573.19
资产减值损失	0.00	-5,108.09	-5,012.53
营业利润	5,097.52	26,338.70	1,086.78
利润总额	5,118.45	26,082.77	2,044.89
净利润	4,455.91	22,554.06	3,402.43
扣除非经常性损益后净利润	3,673.99	19,708.61	10,771.90

综合毛利率	33.95%	35.63%	32.20%
期间费用率	27.45%	26.95%	25.02%
营业利润率	7.43%	6.62%	0.31%
总资产回报率	-	6.24%	2.76%
营业收入增长率	-16.75%	12.85%	36.65%
净利润增长率	39.09%	562.88%	-79.65%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司经营性活动现金流表现较好，但短期债务偿付压力较大，公司仍存在一定的筹资压力

受益于公司自身业务规模的扩大及盈利水平的提高，公司经营活动现金生成能力进一步增强，2019年FFO为67,748.80万元，同比增长23.55%；同时，2019年经营活动现金流净流入规模也增长至62,821.56万元，同比增长11.05%。

投资活动现金流方面，除正常在建工程投入外，2019年投资支付的现金流还包括支付长园电子股权收购款的尾款，投资收回的现金远低于2018年收到转让长园集团及融丰风电股权产生的现金，受该因素影响，投资活动现金流净额也由正转负。为满足公司资金需求，公司通过银行借款和发行债券等手段进行融资，除银行借款外，2019年公司还发行公司债券“19沃尔01”，融资力度有所增大，2019年筹资活动净流入4,515.73万元，净额由负转正。公司目前短期负债压力仍较大，未来面临一定筹资压力。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
净利润	22,554.06	3,402.43
非付现费用	29,925.40	24,120.52
非经营损益	15,269.34	27,313.15
FFO	67,748.80	54,836.10
营运资本变化	-4,927.24	1,735.31
其中：存货减少（减：增加）	-5,357.87	-6,487.20
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,811.56	-12,165.90
经营性应付项目的增加（减：减少）	2,242.19	20,388.41
经营活动产生的现金流量净额	62,821.56	56,571.41
投资活动产生的现金流量净额	-59,314.77	25,456.50
筹资活动产生的现金流量净额	4,515.73	-71,730.44
现金及现金等价物净增加额	7,951.64	10,466.89

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

公司有息债务规模上升，短期刚性偿债压力仍较大

随着2019年公司完成收购长园电子股权尾款的支付，公司负债总额也下降至333,124.13万元，同比下降8.09%，公司所有者权益随着当期利润留存增长，2019年公司盈利情况良好，所有者权益也增长至310,982.10万元，同比增长10.95%。受上述因素影响，2019年公司负债与所有者权益比率大幅下滑，公司净资产对负债的保障程度有所加强。

表 14 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	328,011.96	333,124.13	362,439.33
所有者权益	313,713.11	310,982.10	280,296.76
负债与所有者权益比率	104.56%	107.12%	129.31%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，随着公司债券的发行，2019年末非流动负债占比提升至28.03%，较去年提高14.81个百分点，但仍以流动负债为主。流动负债方面，公司短期借款规模较大，主要以信用借款和质押借款为主，2019年末规模为133,845.27万元，较上年变化不大，其中信用借款、质押借款分别占71.34%和26.54%，质押物为公司厂房资产。截至2019年末，公司应付账款规模为44,114.39万元，主要为原材料采购款项。2019年公司其他应付款规模同比大幅下降75.61%，主要系应付收购长园电子股权剩余款项39,600.00万元已经全部支付，目前主要为应付股利、往来款和预提费用。随着“16沃尔01”的到期兑付，公司一年内到期的非流动负债仅剩13,000.00万元，同比减少66.59%，全部为即将到期的长期借款。

非流动负债方面，公司长期借款规模同比增长52.38%，但整体规模仍较小，截至2019年末，公司长期借款为48,610.44万元，全部为质押借款，质押物为长园电子股权。应付债券方面，2019年公司应付债券全部为公司于2019年5月发行的“19沃尔01”，期限为三年。

表 15 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	133,347.00	40.65%	133,845.27	40.18%	134,563.63	37.13%
应付账款	41,429.03	12.63%	44,114.39	13.24%	41,663.94	11.50%
其他应付款	16,312.28	4.97%	13,991.75	4.20%	57,355.54	15.82%
一年内到期的非流动负债	13,000.00	3.96%	13,000.00	3.90%	38,908.33	10.74%
流动负债合计	234,482.67	71.49%	239,740.28	71.97%	314,525.29	86.78%
长期借款	48,488.75	14.78%	48,610.44	14.59%	31,900.00	8.80%
应付债券	31,123.23	9.49%	30,702.56	9.22%	0.00	0.00%

非流动负债合计	93,529.29	28.51%	93,383.85	28.03%	47,914.04	13.22%
负债合计	328,011.96	100.00%	333,124.13	100.00%	362,439.33	100.00%
其中：有息债务	225,958.98	68.89%	226,158.27	67.89%	205,371.97	56.66%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 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、长期借款和应付债券构成，近年公司有息债务规模有所波动，2019年末为226,158.27万元，较2018年末增长10.12%，其中短期有息债务占比64.93%，较上年有所下降。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2020年偿还，短期刚性偿债压力较大。

表 16 截至 2019 年底公司有息债务本息偿还计划（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本息和	154,905.39	19,282.04	48,415.99	18,281.61

资料来源：公司提供

随着长园电子股权剩余款项的付清，2019年公司负债规模下降明显，资产负债率也降低至51.72%，公司流动比率和速动比率也有所提升，2019年末分别为1.15、0.97，短期偿债能力有所提升。2019年公司盈利水平良好，EBITDA同比大幅增长72.47%，公司盈利对债务本息保障能力明显提升，公司长期偿债能力尚可。

表 17 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	51.11%	51.72%	56.39%
流动比率	1.18	1.15	0.87
速动比率	0.97	0.97	0.71
EBITDA（万元）	-	63,115.92	36,594.51
EBITDA 利息保障倍数	-	4.50	2.37
有息债务/EBITDA	-	3.58	5.61
债务总额/EBITDA	-	5.28	9.90
经营性净现金流/流动负债	0.07	0.26	0.18
经营性净现金流/负债总额	0.05	0.19	0.16

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

高新投集团发展良好，其为本期债券提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由高新投集团提供连带责任保证担保，担保范围包括不超过 3 亿元的本期债券的本金、利息及实现债权的费用，担保期限为本期债券的存续期及本期债券到期之日起两年。

高新投集团原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于 1994 年 12 月投资成立，初始注册资本 1 亿元。高新投集团于 2004 年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年 12 月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，截至 2019 年末，高新投集团注册资本和实收资本均为 121.11 亿元，控股股东深圳投控持有高新投集团 30.55% 股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如下表所示。

表 18 截至 2019 年末高新投集团股东情况（单位：万元）

公司名称	出资额	出资比例
深圳市投资控股有限公司	370,027.25	30.55%
深圳市平稳发展投资有限公司	325,946.59	26.91%
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	177,043.79	14.62%
深圳市财政金融服务中心	132,236.81	10.92%
深圳市远致投资有限公司	97,728.03	8.07%
恒大集团有限公司	84,189.37	6.95%
深圳市海能达投资有限公司	21,047.34	1.74%
深圳市中小企业服务署	2,937.91	0.24%
合计	1,211,157.08	100.00%

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

高新投集团形成了以融资担保和非融资担保业务为主、创业投资业务为辅、资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构，并通过设立专业子公司实现融资担保、非融资担保和创业投资等业务的专业化经营。作为深圳市委、市政府为解决中小科技企业融资难问题而设立的金融担保机构，高新投集团主要为深圳市内科技企业提供服务，包括融资担保、短期资金支持等。

深圳市经济发达，金融产业保持良好发展，近年出台了一系列扶持小微融资举措，区域融资需求和政策环境为担保行业营造了较好发展环境。受益于股东持续注资，高新投集团资本实力进一步增强，融资担保放大倍数上升。同时中证鹏元也关注到随着高新投集团委托贷款业务规模增长，委托贷款逾期规模也大幅提升，截至2019年末，委托贷款已产生诉讼的项目规模为188,550万元，需要持续关注其可能发生的资产损失。另外，受疫情影响，宏观经济增速明显下滑，银行资产质量承压，不良率或将提升、债券违约事件较多，担保机构面临较大代偿压力。高新投集团在保债券规模大幅增加，所担保债券发行主体中有个别主体信用级别被调低，另外高新投集团的金融产品担保增速很快，在国内经济增速放缓的大背景下债券到期面临较大兑付压力，市场信用风险仍较大，面临较大代偿压力。

表 19 高新投集团主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,193,578.17	2,052,718.02	1,346,952.97
归属于母公司所有者权益合计	1,764,115.66	1,177,908.41	1,119,107.66
营业总收入	278,716.28	208,520.14	150,517.45
担保业务收入	120,638.94	82,385.32	72,814.95
资金管理业务收入	119,685.53	82,494.33	53,159.92
净资产收益率	6.92%	9.86%	12.24%

资料来源：高新投集团2017-2019年审计报告、高新投集团提供，中证鹏元整理

综合来看，高新投集团实力雄厚，业务发展情况良好，经中证鹏元综合评定，高新投集团主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保能有效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2017年1月1日至报告查询日（2020年4月1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。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保合计30,000.00万元，占公司2019年末净资产的比重为9.65%。公司就本期债券与高新投集团签订的《保证反担保合同》，公司将子公司常州沃尔核材有限公司位于南二环东路1699号上的工业用地及土地上的建筑物进行抵押，用于向深圳高新投提供反担保。

表 20 截至 2019 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
深圳市高新投集团有限公司	30,000.00	2019.05.29-2022.05.28	反担保

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龙头企业之一，公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现较好；收购长园电子75%股权后，公司在热缩材料领域的竞争优势地位进一步巩固；

同时高新投集团实力雄厚，业务发展情况良好，其为本期债券提供的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，公司外延式拓展未达预期，并购企业经营情况仍不理想，且存在无实际控制人风险，同时考虑到有息债务规模仍较大，短期偿债压力较大。

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）	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	64,371.05	55,134.84	50,538.01	36,956.08
应收账款	129,100.42	136,706.69	135,598.63	89,253.61
存货	49,434.41	43,921.01	49,501.41	43,451.68
固定资产	197,454.28	200,278.62	206,529.94	150,852.03
在建工程	20,066.38	16,745.46	10,172.41	46,253.77
总资产	641,725.07	644,106.24	642,736.09	623,026.19
短期借款	133,347.00	133,845.27	134,563.63	116,027.66
应付账款	41,429.03	44,114.39	41,663.94	45,835.09
一年内到期的非流动负债	13,000.00	13,000.00	38,908.33	45,037.67
长期借款	48,488.75	48,610.44	31,900.00	54,000.00
应付债券	31,123.23	48,610.44	0.00	29,743.33
长期应付款	0.00	0.00	0.00	14,049.77
总负债	328,011.96	333,124.13	362,439.33	344,442.44
有息债务	225,958.97	226,158.27	205,371.97	258,858.44
所有者权益	313,713.11	310,982.10	280,296.76	278,583.75
营业收入	68,636.71	397,808.32	352,502.42	257,967.65
营业利润	5,097.52	26,338.70	1,086.78	18,084.30
净利润	4,455.91	22,554.06	3,402.43	16,718.10
经营活动产生的现金流量净额	16,976.18	62,821.56	56,571.41	14,959.91
投资活动产生的现金流量净额	-3,188.41	-59,314.77	25,456.50	-78,256.85
筹资活动产生的现金流量净额	-4,668.74	4,515.73	-71,730.44	46,674.52
财务指标	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	-	123.21	114.82	108.07
存货周转天数	-	65.67	70.01	78.47
应付账款周转天数	-	60.30	65.90	78.61
净营业周期	-	128.59	118.93	107.93
流动资产周转天数	-	248.56	242.43	269.94
固定资产周转天数	-	184.07	182.49	165.51
总资产周转天数	-	582.27	646.34	808.75
综合毛利率	33.95%	35.63%	32.20%	29.27%
期间费用率	27.45%	26.95%	25.02%	24.12%
营业利润率	7.43%	6.62%	0.31%	7.01%
总资产回报率	-	6.24%	2.76%	5.24%
净资产收益率	-	7.63%	1.22%	6.15%

营业收入增长率	-16.75%	12.85%	36.65%	38.44%
净利润增长率	39.09%	562.88%	-79.65%	57.65%
资产负债率	51.11%	51.72%	56.39%	55.29%
流动比率	1.18	1.15	0.87	0.87
速动比率	0.97	0.97	0.71	0.68
EBITDA（万元）	-	63,115.92	36,594.51	41,817.61
EBITDA 利息保障倍数	-	4.50	2.37	3.18
有息债务/EBITDA	-	3.58	5.61	6.19
债务总额/EBITDA	-	5.28	9.90	8.24
经营性净现金流/流动负债	-	0.26	0.18	0.06
经营性净现金流/负债总额	-	0.19	0.16	0.04

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。