



深圳市沃尔核材股份有限公司 2019年、2020年面向合格投资者公开发 行公司债券(第一期)2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人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：

谭璇



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

深圳市沃尔核材股份有限公司2019年、2020年面向合格投资者公开发行人公司债券(第一期) 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次/首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-04-08	2020-06-03 2020-05-14

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.SZ)及其2019年05月公开发行公司债券(以下简称“19沃尔01”)和2020年06月公开发行公司债券(以下简称“20沃尔01”)的2021年度跟踪评级结果为:“19沃尔01”和“20沃尔01”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:公司在国内热缩材料领域的龙头地位持续巩固,公司现金生成能力较强,经营活动现金流表现较好,第三方担保继续为债券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,同时考虑到短期偿债压力较大等风险因素。

债券概况

债券简称:19沃尔01、20沃尔01

债券剩余规模:均为3亿元

债券到期日期:2022-05-29;2023-06-22

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

增信方式:保证担保

担保主体:

19沃尔01:深圳市高新投集团有限公司;

20沃尔01:深圳市高新投融资担保有限公司

未来展望

- 公司在热缩行业领域竞争优势明显,预计公司业务持续性较好,经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑,中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标(单位:亿元)

项目	2020	2019	2018
总资产	68.91	64.41	64.27
归母所有者权益	32.73	28.69	25.83
总债务	20.88	22.62	20.54
营业收入	40.95	39.78	35.25
净利润	4.28	2.26	0.34
经营活动现金流净额	7.68	6.28	5.66
销售毛利率	39.32%	35.63%	32.20%
EBITDA 利润率	22.09%	17.62%	15.93%
总资产回报率	9.41%	6.36%	2.79%
资产负债率	48.52%	51.72%	56.39%
净债务/EBITDA	1.49	2.52	2.69
EBITDA 利息保障倍数	7.31	5.00	3.64
总债务/总资本	37.52%	43.03%	43.46%
FFO/净债务	37.69%	12.33%	11.72%
速动比率	1.17	0.97	0.71
现金短期债务比	0.74	0.40	0.36

资料来源:公司2018-2020年审计报告,中证鹏元整理

联系方式

项目负责人:何佳欢

hejh@cspengyuan.com

项目组成员:谢海琳

xieh1@cspengyuan.com

联系电话:0755-82872897

优势

- **公司在国内热缩材料领域的龙头地位持续巩固。**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；同时持有长园电子（集团）有限公司（以下简称“长园电子”）75%的股权，其在国内热缩材料领域同样具有较强的竞争力，与公司在产品和下游行业上形成一定互补，且近年经营情况较好，公司在热缩材料领域的龙头地位进一步得到巩固。
- **公司盈利能力持续提升。**近年公司 EBITDA 利润率和总资产回报率持续增长，2020 年末分别达到 22.09% 和 9.41%，盈利水平较高。
- **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，2020 年 FFO 为 5.09 亿元，同比增长 133.49%。此外，公司经营活动现金流表现亦较好，2020 年经营活动现金流净额为 7.68 亿元，同比增长 22.29%。
- **第三方提供的保证担保有效提升了“19 沃尔 01”和“20 沃尔 01”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）和深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投担保”）主体长期信用等级均为 AAA，二者分别为“19 沃尔 01”和“20 沃尔 01”提供的连带责任保证担保有效提升了“19 沃尔 01”和“20 沃尔 01”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（以下简称“依思普林”）等公司，但收益均不达预期。2020 年华磊迅拓净利润下降 29.53%，聚电网络 2020 年营业收入大幅缩水 88.95%。此外，公司已于 2020 年 11 月处置了依思普林股权。
- **公司存在无实际控制人风险。**截至 2020 年末，公司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。
- **面临较大的短期偿债压力。**截至 2020 年末公司有息债务为 20.88 亿元，其中短期有息债务占比为 54%，2021 年公司到期债务规模较大，2020 年末现金短期债务比仅为 0.74，公司短期偿债压力较大。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于“19沃尔01”和“20沃尔01”的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司分别于2019年05月29日和2020年06月22日发行3年期3亿元公司债券，募集资金原计划分别用于偿还银行贷款和偿还银行贷款、补充公司流动资金。根据公司年报显示，截至2020年末，“19沃尔01”和“20沃尔01”募集资金专项账户余额分别为0.00万元和5.83万元。

三、发行主体概况

截至2020年末，公司注册资本和实收资本减少至125,892.71万元，较2019年末减少5.60万元，主要系公司对2017年股权激励计划限制性股票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年末，周和平先生持股比例仍为15.06%，仍为公司第一大股东；邱丽敏女士持股比例下降至11.39%，减持3,867.78万股，仍为公司第二大股东。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。

2020年6月，公司新增董事两名，分别为夏春亮和李文友，其中夏春亮为职工董事。2021年2月，王占君因内部分工调整辞去副总经理、董事会秘书职务，但仍在公司任职，董事会秘书一职由邱微担任。

2020年，公司新增3家合并主体，减少1家合并主体，具体情况见表1。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳市华沃智联科技有限公司	62.90%	1,000.00	软件开发、销售	新设
常州常园电子材料有限责任公司	75.00%	1,000.00	材料生产、销售	新设
NOBLEFUNENMATERIALTECHNOLOGYPT.LTD	100.00%	-	-	新设
2、跟踪期内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	不再纳入的原因
莱西市沃尔风力发电有限公司	100%		风电	处置

资料来源：公司 2020 年年报

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

行业及区域经济环境

热缩材料市场需求短期受到下游汽车、电力行业发展增速放缓影响，但长期具备较好的发展前景；其产品利润易受原材料价格波动影响

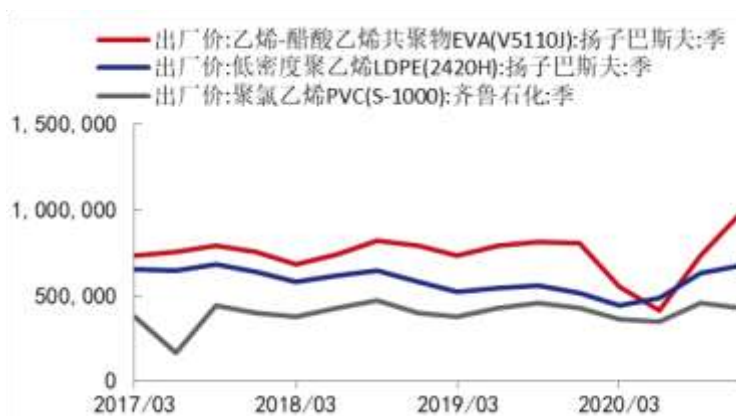
热缩材料凭借其电绝缘性、阻燃性、记忆性及防腐防潮的物理化学性能被广泛运用在电子、电力、汽车、通讯、新能源、轨道交通等行业，但受到国家经济结构调整、需求过剩以及投资放缓等因素影响，近年汽车、电力等行业发展增速有所放缓，对热缩材料需求减弱。

中证鹏元认为汽车行业已进入新的增长周期，2020年，我国汽车产销量分别为2,522.5万辆、2,531.1万辆，同比分别下降2.0%、1.9%，已连续三年下滑，但考虑到疫情的影响，整体水平略超预期，从2020年4月开始，我国汽车产销已连续9个月正增长，销量增速连续7个月保持在10%以上，其中新能源车的全年产销分别完成136.6万辆和136.7万辆，同比分别增长7.5%和10.9%。2021年2月汽车产销数据同比增速强势，新能源汽车已重回增长轨道，单月销量再度创下2月历史新高，随着小米、恒大纷纷加入造车行列，未来电动化、智能网联化、平台架构造车，将推动汽车产业科技新周期。

热缩材料在电力领域的增长需求集中在新能源发电领域。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。2020年，受疫情影响，全年电网工程投资完成额仅为4,699亿元，同比下滑3.23%。受疫情期间基数较低影响，2021年1-2月电网投资完成额227亿元，同比增长64.9%，中证鹏元预计2021年全年电网投资可能实现近三年首次正增长，但增幅将比较有限，未来增长方向主要在新能源发电领域。

预计热缩材料原材料价格将上涨。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。受疫情、美国制裁俄油、OPEC+谈判破裂引发价格战等因素影响，2020年上半年一度出现负油价，此后，OPEC+于4月13日达成了有史以来最大规模的减产协议，油价开始触底反弹，而中国受疫情影响较小，原油购买量较大，也对原油价格提供了有力支撑。EVA、PE、PVC的出厂价亦表现为先跌后涨，反弹力度较大。进入2021年，受海外疫苗推广较好影响，原油需求持续上行，预计将一定程度带动EVA、PE、PVC等石油附属产品的上涨。预计2021年全年原油平均价格将高于上年，热缩材料所需原材料成本将明显增长。

图 1 2020 年 4 月起热缩材料的原材料出厂价呈现超预期反弹



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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，《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。热缩材料可广泛用于核工业、航空航天等领域，具有广阔的应用前景，但由于近年电力、汽车等下游行业发展放缓，短期内增长空间有限。

2020年我国电线电缆行业景气度有所提升；预计2021年铜价将维持高位，电线电缆成本将上行，5G、特高压和新能源发电行业的快速发展有望为电线电缆行业带来一定发展机遇

国内电线电缆行业格局不改，但研发水平有所提升。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。根据中国产业信息网提供的数据显示，截至2020年末，我国电线电缆企业数为4,009家，同比增加1.44%，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，但近两年研发水平不断提升，电线电缆进口量连续两年下降。

预计铜价将维持高位，带动电线电缆产品成本抬升。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，铜价一度低至35,500元/吨左右，此后大宗商品价格持续上行，铜价大幅涨至65,000元/吨左右。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2021年铜价将维持高位，电线电缆的生产成本将明显抬升。

在铜价大幅上升的带动下，2020年电线电缆规模指数大幅上升，景气指数也随之上行，下半年电线电缆制造企业收入快速改善，在疫情的影响下全年实现同比增长。展望未来，5G和特高压等行业将作为国家重点战略来推进，而随着“碳达峰”、“碳中和”等国家级战略的提出，新能源发电（风、光、核）的占比将不断提升，电线电缆作为新能源发电行业的重要组成部分，也将得到一定发展机遇。

图 2 2020 年下半年电线电缆景气度持续提升



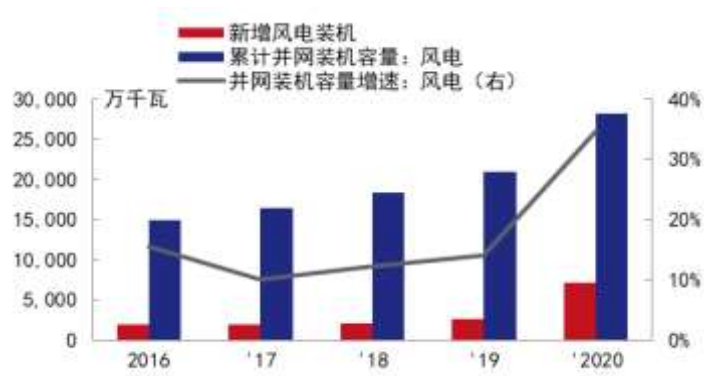
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年新增风电装机量创历史新高，风电行业发展迎来历史机遇

2020年，在国家政策的扶持下，全国风电电源基本建设投资完成额为2,618.0亿元，风电新增并网装机7167万千瓦，同比分别增长70.55%和178.65%，均创历史新高，风电累计并网装机容量为2.81亿千瓦，继续稳居全球首位。

随着“碳达峰”、“碳中和”写入政府工作报告，清洁能源将作为未来国际重点发展行业，风电行业将迎来历史发展机遇。近日，国家能源局发布了《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》和《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》，提出2021年风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到11%左右，多地均在新能源规划中确定了风电发展目标。为达到与碳中和目标实现起步衔接的目的，在“十四五”期间，须保证年均风电新增装机5,000万千瓦以上。2025年后，中国风电年均新增装机容量应不低于6,000万千瓦，累计装机容量到2030年至少达到8亿千瓦，到2060年至少达到30亿千瓦。

图3 2020年新增装机容量创历史新高

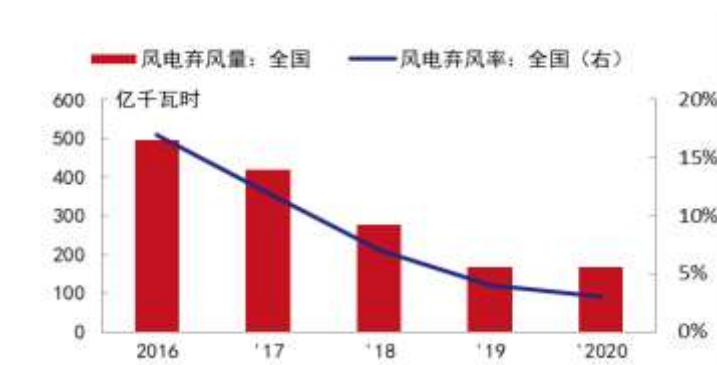


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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，今年我国弃风情况持续改善，2020年全国风电弃风率下降至3.0%，为近五年最低。尤其是新疆、甘肃、蒙西，弃风率同比显著下降，新疆弃风率10.3%、甘肃弃风率6.4%、蒙西弃风率7%，同比分别下降3.7、1.3、1.9个百分点。

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。

图 4 近年弃风率持续改善



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021年起，核准的陆上风电项目将全面实现平价上网，国家不再补贴，风电上网电价补贴已经正式退出，而2021年之前已并网项目还将按政策规定标杆电价执行。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2 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

五、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。2020年，公司实现营业收入40.95亿元，较上年小幅增长，各项业务规模保持稳定，其中电子、电力及电线收入占营业收入的比重分别为45.73%、19.66%、25.38%，是公司收入的主要来源。此外，公司风电及新能源产品销售收入较为稳定。

毛利率方面，受公司原材料采购策略执行较好、生产效率提升以及产品结构优化等因素的影响，公司各项业务毛利率均有提升。此外，公司作为热缩行业的龙头企业，产品一直保持了较强的市场议价能力。新能源业务方面，风电业务收入毛利率小幅下降但仍较高，新能源汽车产品业务受益于新能源汽车市场景气度大幅提升，产能利用率明显提升，新能源汽车产品毛利率明显上涨，从而带动整个新能源产品板块毛利率上涨3.37个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电子产品	187,252.02	45.43%	179,857.84	40.87%
电力产品	80,507.04	48.91%	77,175.38	46.07%
电线产品	103,918.10	20.74%	105,682.11	17.64%
新能源产品	27,882.20	40.76%	27,115.76	37.39%
其他	9,918.41	36.58%	7,977.23	49.07%
合计	409,477.77	39.32%	397,808.32	35.63%

注：风电收入纳入新能源产品进行核算。

资料来源：公司 2019-2020 年年报，中证鹏元整理

2020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，产销率保持较高水平

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。2020年公司在核电产品领域进一步突破，新增多个核工业领域的中标合同，签订合同金额超过5,000万元。

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、上海科特工业园和上海长园工业园进行生产，而电线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，2020年公司主要产品的产销率均在99%以上，除电线产品因产品结构调整产销率小幅下滑外，其他业务产销率均有所提高。

2020年公司热缩产品代表的电子、电力产品产销量均保持稳定增长，其中长园电子在2020年实现营业收入94,851.93万元，净利润10,392.29万元，净利润同比增长8.36%，使得公司在热缩材料领域的竞争优势地位进一步巩固。电线产品方面，公司延续了淘汰低毛利产品及弱资质下游客户的经营策略，使得2020年公司电线产品产销量均明显下滑。新能源产品方面，受新能源汽车行业景气度大幅提升影响，2020年新能源产品产销量分别同比增长12.00%和13.90%。

表4 近年公司产品产销量情况

按产品分类	2020 年			2019 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品（亿米）	43.46	46.20	106.30%	43.20	44.12	102.13%
电力产品（万套）	287.70	296.68	103.12%	283.53	284.55	100.36%
电线产品（亿米）	19.06	18.93	99.32%	21.90	22.08	100.82%
新能源产品（万只）	97.71	99.26	101.59%	87.24	87.15	99.90%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售价格方面，2020年电子、电力及新能源产品销售均价较上年变化均不大，而电线产品均价则下降至0.55元/米，主要系低价格产品收入占比提升较大所致。

表5 近年公司产品均价

项目	2020 年	2019 年
电子产品（元/米）	0.41	0.41
电力产品（元/套）	271.36	271.22
电线产品（元/米）	0.55	0.63
新能源产品（元/只）	173.25	175.66

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。2020年，公司前五大客户销售额合计占当年销售总额的比重为6.69%，较上年下降1.22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。

2020年公司主要产品产能均有所提升，但除新能源产品外的各项产品产能利用率均有所下滑

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2020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、上海科特工业园、上海长园工业园及惠州乐庭工业园。

受益于自动化设备占比及技术水平提升，2020年公司电子、电力及电线产品产能同比均有所增加，仅新能源产品产能小幅下降。尽管疫情过后公司下游需求超预期增长，但2020年一季度整体复工程度较低仍对全年产量存在一定拖累，受此影响，公司电子、电力及电线产品的产能利用率均有所下降，其中电子及电力产品分别下降8.13个和3.02个百分点，而电线产品则因为公司产品结构调整，产能利用率连续两年发生下滑。新能源产品方面，受行业景气度大幅提升影响，下游需求较好，2020年产能利用率上升

至84.99%。

表6 近年公司产品年产能、产量及产能利用率情况

按产品分类	2020 年			2019 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）	50.06	43.46	86.82%	45.50	43.20	94.95%
电力产品（万套）	304.60	287.70	94.45%	290.89	283.53	97.47%
电线产品（亿米）	25.38	19.06	75.10%	23.61	21.90	92.76%
新能源产品（万只）	114.96	97.71	84.99%	120.00	87.24	72.70%

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，除铜以外的大部分原材料价格有所下降，未来铜材成本控制压力较大

公司使用的原材料主要为EVA、铜等，其中EVA为热缩材料的主要原材料，铜主要为电线的原材料。在产品成本构成中，主要以原材料成本为主，2020年占比74.46%。

原材料成本对产品质量和利润影响巨大，公司为此实施集约化采购管理。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2020年下半年电解铜价格的大幅拉升，2020年公司铜采购成本同比小幅上涨了2.21%；而石油价格在2020年一季度则出现了较大规模的下行，甚至一度出现“负油价”，尽管此后价格不断上涨，但公司较好的采购策略使得EVA等石油附属品的全年采购均价小幅下降，同时其他原材料采购价格也有所下降。值得注意的是，2020年4月至今，铜材价格持续上涨，未来公司对主要原材料铜材的成本控制压力较大。

公司原材料供应商较为分散，2020年前五大供应商采购额占当期采购总额的比重为21.64%，较上年下降0.04个百分点。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。

公司风电项目顺利完成并网，新能源汽车产品经营情况持续改善，但外延式拓展未达预期

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2020年末，青岛沃尔资产总额为10.47亿元，所有者权益为9.51亿元；2020年度，实现收入1.11亿元，净利润0.61亿元。目前公司仅在青岛设有风电厂，其中青岛风电一期山东莱西东大寨风电场项目和山东莱西河头店风电场项目完成投产工作，全部风力发电机组已于2017年9月预验收合格，项目进入正式运营阶段。此外，青岛风电二期河崖风电场项目已于2020年9月底建设完工并顺利完成并网。公司风电项目共计装机容量为14.42万千瓦。2020年公司上网电量为2.18亿千瓦时，受自然天气影响，青岛风电一期山东莱西东大寨风电场和山东莱西河头店风电场上网电量同比有所下滑。需要注意的是，公司风电项目投入运营至2020年末，公司共合计应收国家电网山东省电力公司烟台供电公司电价补贴1.53亿元，收到补贴的时间存

不确定性。

此外，受国家发改委最新政策影响，风电将全面实现平价上网，继2019年对吉林长春、黑龙江海林和内蒙古凉城三个风电项目全额计提在建工程减值准备后，2020年再度将莱西市沃尔风力发电有限公司对外转让，交易对价1,000.00万元，实现处置长期股权投资产生的投资收益28.49万元。

表7 2020年青岛风电项目情况

项目名称	山东莱西东大寨风电场	山东莱西河头店风电场	山东莱西河崖风电场
风电装机容量（万千瓦）	4.80	4.80	4.82
上网电量（亿千瓦时）	0.96	0.86	0.36
风电平均上网电价（元/千瓦时）	0.61（含税）	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2020年末，沃尔新能源资产总额为2.07亿元，净资产为0.65亿元；受新能源汽车行业景气度大幅提升影响，公司新能源产品产销量、产能利用率均有所上升。同时，公司充电枪、充电连接线等产品仍保持较强的市场竞争力，尽管受疫情影响营收规模小幅下滑，但盈利能力则显著提升，2020年沃尔新能源实现营业收入1.72亿元，同比下滑12.27%，实现净利润736.09万元，同比大幅增长955.26%，连续两年实现盈利。考虑到国家在政策方面对新能源汽车支持力度仍较大，公司新能源汽车产品经营情况有望持续向好。

为拓展新能源产品领域，公司还参股电机控制器企业依思普林等公司，并于2018年3月以人民币800万元受让充电桩生产运营商聚电网络原股东所持聚电网络共计48.78%的股权，合计持有聚电网络58.78%股份，但经营情况均不及预期。2020年11月，公司完成对依思普林的转让，形式为依思普林实际控制人回购，交易对价为2,467.58万元，实现资产处置收益667.58万元，其中包含2019年收到的业绩不达预期的600万元现金补偿。而聚电网络方面，尽管行业景气度提升明显，但其业务拓展仍面临一定困难，2020年度营业收入为187.49万元，净利润为人民币-466.03万元，营业收入同比大幅下滑88.95%，值得注意的是，公司已于2019年对聚电网络3,892.64万元商誉进行全额计提。

除新能源业务外，公司在智能制造领域业务也进行了积极拓展，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。公司已于2019年收到全部补偿款。2020年华磊迅拓实现营业收入4,664.27万元，净利润503.785万元，营业收入小幅增长，但净利润同比下滑29.53%。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。此外，截至2020年末，华磊迅拓商誉为6,514.44万元，需关注未来经营情况不及预期带来的商誉减值风险。

公司在建项目面临一定资金压力，建成后公司电线业务有望实现突破

截至2020年末，公司主要在建项目为惠州市水口民营工业园项目，计划总投资不超过4.50亿元，截至2020年末已投资0.52亿元，包含土地购买价款0.41亿元，尚需投入资金不超过3.98亿元，项目目前仅处于前期建设阶段，预计建设期为2年，未来面临一定资金压力。该项目建成后将主要作为高速通信线、汽车智能工业线、自动化高柔性线缆、工业机器人线缆等高性能产品的研发、生产与销售基地，投入运营后，公司电线业务有望实现突破。

需要注意的是，该项目尚需完成环评审批手续，可能存在项目实施顺延、变更、中止或终止的风险。项目建成并投入运营后，可能受到市场竞争、管理水平、人力资源等诸多不确定因素影响，导致业绩不达预期。

表8 截至 2020 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	实际已投资	资金来源
惠州市水口民营工业园项目	不超过 4.50	0.52	自筹

资料来源：公司 2020 年年报及公告，中证鹏元整理

六、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2019-2020年度审计报告，财务报表均按新会计准则进行编制。2020年，公司纳入合并报表范围变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模较为稳定，应收账款规模较大且存在一定回款风险，但整体资产流动性一般

截至2020年末，公司资产总额为68.91亿元，同比增长6.98%，资产结构较为稳定，较上年变化不大。非流动资产占比为55.02%，较上年变化不大。

货币资金主要为银行存款，0.47亿元使用受限，其中包含0.38亿元银行承兑汇票保证金。2020年公司应收账款规模同比增长7.64%，前五大客户占比为14.60%，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，一年以内的应收账款余额为13.99亿元，占账龄组合应收账款净额的88.15%，账龄较短；截至2020年末，应收账款累计计提坏账1.15亿元，计提比例为7.26%，较上年有所下降，具有一定回款风险。此外，公司电子产品下游客户资质一般，回款风险相对较高。公司存货仍主要以原材料、产成品、自制半成品为主，截至2020年末，公司累计计提的存货跌价准备和合同履约成本减值准备余额为0.26亿元，较上年末增长391.08万元，后续仍需关注市场价格变动对存货价值的影响。

非流动资产方面，其他权益工具投资主要为公司持有的2,925.85万股长园科技集团股份有限公司¹（以下简称“长园集团”）股票，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，2020年增长主要来自于青岛风电二期项目完工并投入运营后转入。公司的无形资产主要为土地使用权和专利权，除正常摊销外，主要为专利及专有技术的增加。公司商誉主要系收购长园电子、华磊迅拓所形成，未来需持续关注公司商誉减值风险。

在受限资产方面，截至2020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5.61亿元，占期末资产总额的比重为8.15%，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，且存在一定的回款风险。同时，公司商誉规模较大，存在一定减值风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.39	9.27%	5.51	8.56%
应收账款	14.72	21.36%	13.67	21.22%
存货	4.79	6.95%	4.39	6.82%
流动资产合计	31.00	44.98%	27.63	42.90%
其他权益工具投资	2.25	3.27%	2.04	3.17%
固定资产	22.37	32.47%	20.03	31.09%
无形资产	2.37	3.44%	2.67	4.14%
商誉	7.60	11.03%	7.60	11.80%
非流动资产合计	37.91	55.02%	36.78	57.10%
资产总计	68.91	100.00%	64.41	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年年报，中证鹏元整理

盈利能力

2020年公司盈利能力明显提升，期间费用仍保持较高水平

尽管一季度受疫情影响较大，但受益于疫情后下游需求旺盛，公司2020年仍实现营业收入的增长，除电线业务外，各项业务收入均有小幅增长。毛利率方面，得益于公司在原材料价格低位采购量较大、产品结构调整及生产效率提高等影响，各项业务毛利率均有所提升，公司综合毛利率达到39.32%，较上年增长3.69个百分点。

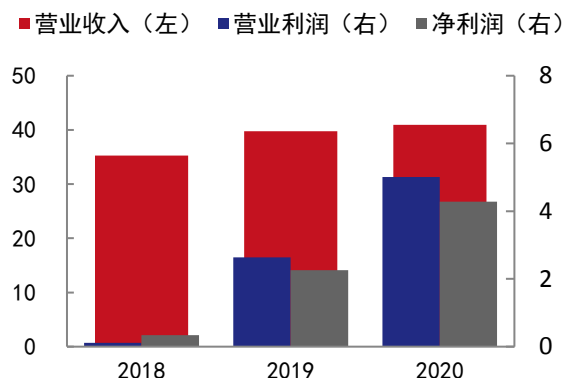
2020年，公司投资收益实现扭亏，信用减值损失及资产减值损失均大幅收窄。期间费用方面，随着

¹ 2020 年 11 月由长园集团股份有限公司更为现名。

公司研发力度的加大，研发成本仍在快速增长，而深圳市政府对企业社保缴纳的减免使得公司人员成本有所下降。整体来看，2020年公司期间费用率为26.86%，仍保持较高水平。

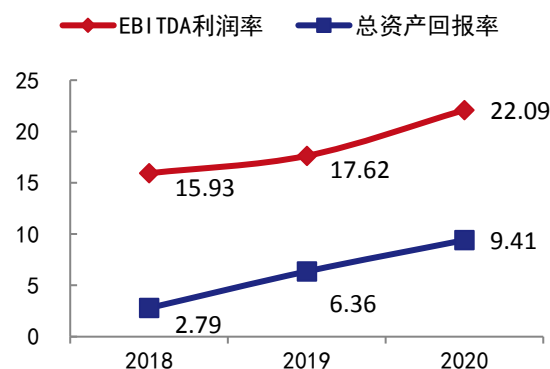
收购长园电子后，公司EBITDA利润率及总资产回报率均逐年上升，但随着主要原材料产品价格的持续走高，中证鹏元将持续关注公司盈利能力的持续性。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



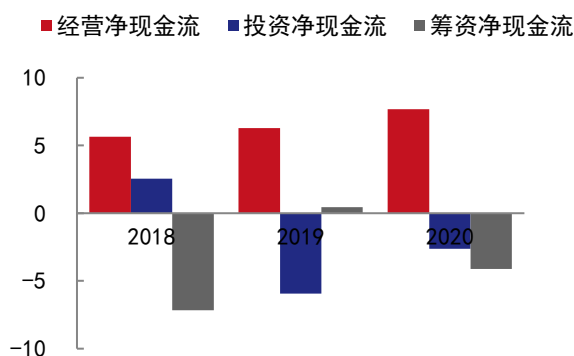
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

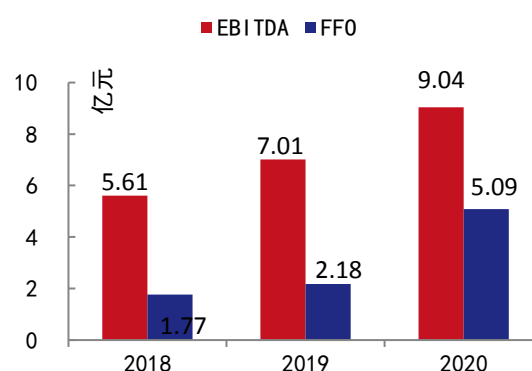
公司经营性活动现金流表现持续向好，公司仍面临一定筹资压力

受益于自身业务规模盈利水平的提高，公司经营活动现金生成能力进一步增强，2020 年 FFO 达 5.09 亿元，同比大幅增长 133.49%，经营活动现金净流入规模亦持续向好。

投资活动现金流方面，随着长园集团股权的出让及长园电子股权收购完成，未来公司投资活动现金流将主要为项目建设的投入。2020 年青岛风电二期项目投入较多，但已于 2020 年 9 月完工并投入运营，经营活动现金流对投资活动支出整体覆盖情况较好。2020 年筹资活动现金净额由正转负，主要系公司对外融资力度大幅下降。融资方式除银行借款外，还包含 2020 年 6 月公司发行的“20 沃尔 01”。公司目前短期负债压力仍较大，此外在建项目惠州市水口民营工业园项目未来尚需投入资金不超过 3.98 亿元，未来仍面临一定筹资压力。

图 7 公司现金流结构（单位：亿元）


资料来源：公司 2018-2020 年年报，中证鹏元整理

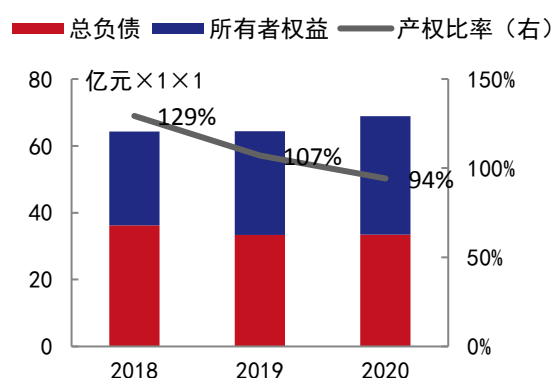
图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年年报，中证鹏元整理

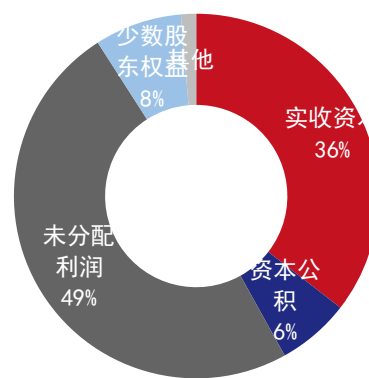
资本结构与偿债能力

公司总债务规模有所下降，但短期刚性偿债压力较大

公司所有者权益主要由 12.58 亿元实收资本，17.38 亿元未分配利润等构成，受益于 2020 年公司盈利能力的提升，公司所有者权益中的未分配利润大幅增长，带动公司所有者权益同比增长 14.08%。同时，受公司对外融资力度下降的影响，总负债规模变动较小，使得产权比例下降 13 个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所加强。

图 9 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年年报，中证鹏元整理

图 10 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

2020 年公司债务结构变化不大，流动负债占比小幅提升。短期借款仍为占比最大的负债科目，主要以信用借款（69.40%）和质押借款（23.75%）为主，2020 年规模同比下降 29.05%，主要系信用借款减少。截至 2020 年末，公司应付账款规模有所增长，主要系应付工程款增加及原材料采购量加大。一年内到期的非流动负债主要为即将到期的长期借款及应付债券利息。

非流动负债方面，公司长期借款规模有所下降，主要为以长园电子股权为质押物的质押借款及小部

分信用借款。应付债券为公司于2019年5月发行的“19沃尔01”及2020年6月发行的“20沃尔01”，规模均为3亿元，期限均为三年。

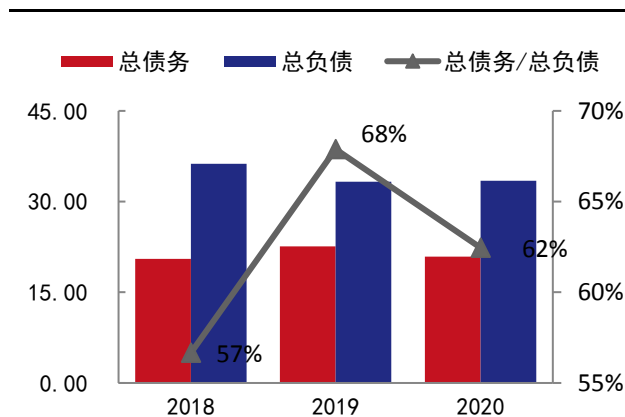
表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.50	28.40%	13.38	40.18%
应付账款	5.90	17.65%	4.41	13.24%
一年内到期的非流动负债	1.69	5.05%	1.30	3.90%
流动负债合计	22.41	67.03%	23.97	71.97%
长期借款	3.74	11.18%	4.86	14.59%
应付债券	5.96	17.83%	3.07	9.22%
非流动负债合计	11.02	32.97%	9.34	28.03%
负债合计	33.43	100.00%	33.31	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年年报，中证鹏元整理

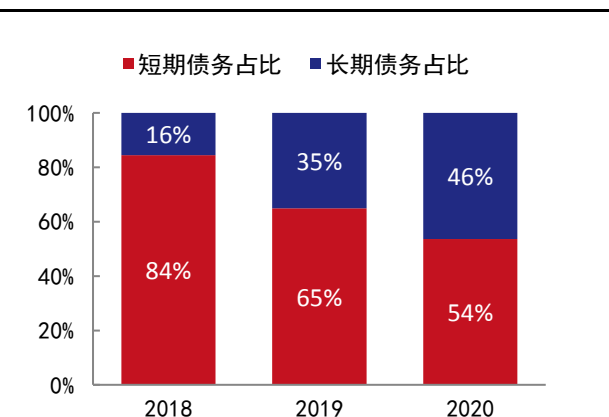
2020年公司总债务规模有所下降，总债务对总负债占比降至62%，短期债务占比连续三年下滑，2020年为54%，但规模仍较大。到期债务方面，2021年-2023年公司到期债务的本金分别为10.83亿元、5.00亿元和4.75亿元，短期刚性偿债压力较大。

图 11 公司债务占负债比重（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年年报，中证鹏元整理

图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年年报，中证鹏元整理

随着公司业务规模的扩大及债务规模的下降，公司资产负债率有所下降。较好的盈利能力使得公司 EBITDA 大幅增长，净债务/EBITDA 和总债务/总资本分别下降至 1.49 和 37.52%，杠杆水平有所下降且整体杠杆较低，EBITDA 利息保障倍数和 FFO/净债务分别上涨至 7.31 和 37.69%，公司盈利水平和生产经营活动现金流对债务的覆盖程度较高，长期偿债压力较小。

表11 公司杠杆状况指标

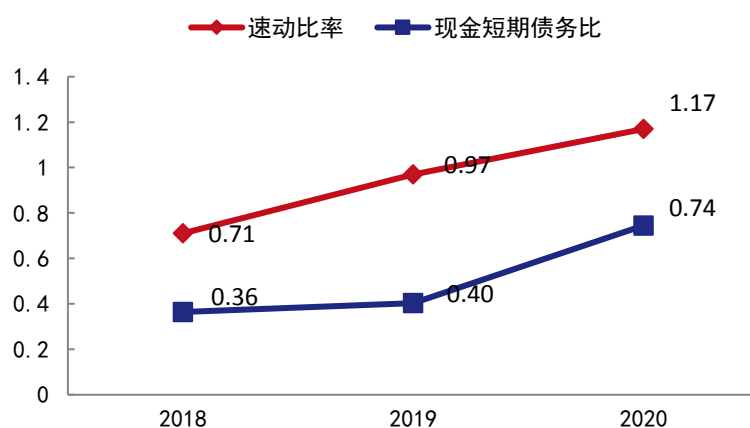
指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	48.52%	51.72%

净债务/EBITDA	1.49	2.52
EBITDA 利息保障倍数	7.31	5.00
总债务/总资本	37.52%	43.03%
FFO/净债务	37.69%	12.33%

资料来源：公司 2019-2020 年年报，中证鹏元整理

2020年公司速动比率及现金短期债务比有所提升，但现金短期债务比仍较低，仅为0.74，短期偿债能力仍较差，公司仍面临较大的短期债务压力。银行授信可为公司提供一定的流动性支持，公司与多家银行机构保持了良好的业务合作关系，截至2020年末，公司共获得银行综合授信额度30.14亿元，尚有16.78亿元额度未使用，必要时可为公司提供一定流动性支持。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年年报，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年3月3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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保合计33,000.00万元，占当期净资产的比重为9.30%。公司就“19沃尔01”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，用于向高新投集团提供反担保。同时，公司就“20沃尔01”与高新投担保签订《保证金质押协议》，将3,000万元保证金质押给高新投担保，用于向高新投担保提供反担保。

表12 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担	担保类型
深圳市高新投集团有限公司	30,000.00	2022.5.28	是	反担保
深圳市高新投融资担保有限公司	3,000.00	2023.6.21	是	保证金质押
合计	33,000.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

重大诉讼方面，根据公司与长园集团、罗宝投资有限公司签订的《股权转让协议》中第7.2条约定，公司对于长园集团子公司东莞市康业投资有限公司（以下简称“东莞康业”）名下土地和厂房享有优先购买权。根据长园集团于2020年8月28日披露的《关于出售全资子公司东莞康业100%股权的公告》，长园集团将其持有的东莞康业100%股权出售给广东泰荣实业投资有限公司（以下简称“泰荣实业”）。

公司于2020年9月7日向广东省深圳市中级人民法院提起了民事诉讼，请求判令长园集团与泰荣实业签订的《股权转让协议》无效；判令公司对长园集团与泰荣实业签订的《股权转让协议》所涉东莞康业100%股权享有优先购买权；判令长园集团以其与泰荣实业签订的《股权转让协议》中的同等条件将东莞康业100%的股权转让给公司；本案案件受理费、保全费以及所有诉讼费用由长园集团、泰荣实业承担。公司于2020年9月16日收到了广东省深圳市中级人民法院下发的编号为（2020）粤03民初4527号的《民事裁定书》及《查封通知书》，保全结果如下：冻结长园集团股份有限公司持有的东莞市康业投资有限公司100%股权。冻结期限为三年，自2020年9月14日至2023年9月13日止。

八、债券偿还保障分析

高新投集团提供的连带责任保证担保有效提升了“19沃尔01”的信用水平

“19沃尔01”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“19沃尔01”的本金、利息及实现债权的费用，担保期限为“19沃尔01”的存续期及其到期之日起两年。如“19沃尔01”资金用途变更未经高新投集团同意的，高新投集团不承担担保责任。

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公司30.55%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表14所示：

表13 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。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，市场信用风险仍较大，面临较大代偿压力。

表14 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
所有者权益合计	2,155,836.69	1,178,738.97	1,119,617.32
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	11.14%	12.4%	12.24%
融资担保余额	14,941,515	7,161,330	6,067,180
当期担保发生额	16,610,742	7,047,073	4,890,938
融资担保放大倍数	6.93	6.07	5.42

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，高新投集团实力较雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，高新投集团主体长期信用等级为AAA，其提供的连带责任保证担保能有效提升“19沃尔01”的信用水平。

高新投担保提供的连带责任保证担保有效提升了“20沃尔01”的信用水平

“20沃尔01”由高新投担保提供连带责任保证担保，担保范围包括不超过3亿元（含3亿元）的“20沃尔01”的本金、利息及实现债权的合理费用，担保期限为“20沃尔01”的存续期及其到期之日起两年。如“20沃尔01”资金用途变更未经高新投担保同意的，高新投担保不承担担保函项下的任何担保责任。

高新投担保由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）于2011年4月1日投资设立，初始注册资本6.00亿元。后经多次增资及股权变更。截至2020年10月末，公司注册资本和实收资本增加至70.00亿元和68.12亿元，其中控股股东高新投集团持有高新投担保46.34%的股权，高新投担保实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会。

表15 截至2020年10月末高新投担保股权结构（单位：万元）

公司名称	出资额	出资比例
深圳市高新投集团有限公司	324,349.36	46.34%
深圳市罗湖引导基金投资有限公司	189,479.97	27.07%
深圳市财政金融服务中心	186,170.66	26.60%
合计	700,000.00	100.00%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

作为高新投集团融资担保业务的专业化运营平台，高新投担保成立后主要从事间接融资担保业务，包括流动资金贷款担保、固定资产贷款担保、综合授信额度担保、小微企业集合信贷担保等。2018年至2019年及2020年1-9月，高新投担保实现担保收入分别为1.14亿元、1.42亿元和2.29亿元。其他收入主要是追偿收入及租赁收入等。随着深圳市人民政府“四个千亿”计划的实施，高新投担保的融资担保业务发展空间较大，委托贷款业务规模明显提升，收入规模和盈利能力提高。

表16 高新投担保营业收入及毛利率构成（单位：万元、%）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	22,907.94	48.50	14,182.60	54.13	11,388.28	68.77
利息收入	0.00	0.00	3,308.27	12.63	259.09	1.56
咨询顾问收入	0.00	0.00	3,376.70	12.89	2,250.00	13.59
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	292.77	1.77
委贷利息收入	13,369.87	28.31	4,662.85	17.8	0.00	0.00
其他收入	10,952.95	23.19	672.48	2.57	2,370.88	14.32
营业总收入	47,230.76	100.00	26,202.90	100.00	16,561.02	100.00

注：2017-2018年数据为高新投担保提供，统计口径与财务报表口径有差异。

资料来源：高新投担保2019年审计报告、高新投担保提供，中证鹏元整理

受益于股东持续注资，高新投担保资本实力进一步增强，融资担保放大倍数等指标进一步优化。截至2020年9月末，高新投担保资产总额为82.83亿元，所有者权益合计为75.67亿元；2019年度，高新投担

保实现营业收入2.62亿元，利润总额1.54亿元。2020年1-9月，高新投担保实现营业收入4.72亿元，利润总额3.83亿元。

表17 高新投担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年
总资产	828,254.08	779,548.07	179,466.90
所有者权益合计	756,656.28	727,674.46	136,771.12
营业收入	47,230.76	26,202.90	16,009.17
已赚担保费	22,907.94	14,182.60	11,388.28
利润总额	38,306.57	15,408.82	6,099.99
净利润	28,981.82	10,903.35	3,784.22
净资产收益率	-	2.52%	3.61%
融资担保在保余额	4,973,532	532,925	397,979
融资担保责任余额	4,941,532	532,925	397,979
其中：直接融资担保责任余额	4,241,041	0.00	0.00
间接融资担保责任余额	700,491	532,925	397,979
当期担保发生额	4,849,441	836,961	505,433
准备金覆盖率	0.87%	7.73%	8.77%
融资担保放大倍数	6.53	0.73	2.91
当期担保代偿率	0.50%	1.12%	0.79%

注：（1）“-”表示该数据尚未取得；

（2）上表当期担保代偿率计算已调整当期解除担保责任额的口径。

资料来源：高新投担保 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表、高新投担保提供，中证鹏元整理

综合来看，高新投担保股东实力强，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，高新投担保主体长期信用等级为AAA，其提供的连带责任保证担保能有效提升“20沃尔01”的信用水平。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19沃尔01”、“20沃尔01”信用等级为AAA。

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：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	6.39	5.51	5.05
应收账款	14.72	13.67	13.56
流动资产合计	31.00	27.63	27.30
固定资产	22.37	20.03	20.65
商誉	7.60	7.60	7.74
非流动资产合计	37.91	36.78	36.97
资产总计	68.91	64.41	64.27
短期借款	9.50	13.38	13.46
应付账款	5.90	4.41	4.17
一年内到期的非流动负债	1.69	1.30	3.89
流动负债合计	22.41	23.97	31.45
长期借款	3.74	4.86	3.19
应付债券	5.96	3.07	0.00
非流动负债合计	11.02	9.34	4.79
负债合计	33.43	33.31	36.24
总债务	20.88	22.62	20.54
归属于母公司的所有者权益	32.73	28.69	25.83
营业收入	40.95	39.78	35.25
净利润	4.28	2.26	0.34
经营活动产生的现金流量净额	7.68	6.28	5.66
投资活动产生的现金流量净额	-2.62	-5.93	2.55
筹资活动产生的现金流量净额	-4.13	0.45	-7.17
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	39.32%	35.63%	32.20%
EBITDA 利润率	22.09%	17.62%	15.93%
总资产回报率	9.41%	6.36%	2.79%
资产负债率	48.52%	51.72%	56.39%
净债务/EBITDA	1.49	2.52	2.69
EBITDA 利息保障倍数	7.31	5.00	3.64
总债务/总资本	37.52%	43.03%	43.46%
FFO/净债务	37.69%	12.33%	11.72%
速动比率	1.17	0.97	0.71
现金短期债务比	0.74	0.40	0.36

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，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
短期债务	短期借款+1年内到期的非流动负债
长期债务	长期借款+应付债券
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
销售毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

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。