



深圳市沃尔核材股份有限公司2020年面向 合格投资者公开发行公司债券（第一 期）2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

深圳市沃尔核材股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
20 沃尔 01	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“20 沃尔 01”信用等级为 AAA。
- 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较为稳固，其他业务板块业绩增速较快，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“20 沃尔 01”本息偿还提供较好的保障；但中证鹏元也关注到公司存在无实际控制人风险，面临一定原材料价格波动风险和较大资金压力，以及短期偿债压力较大等风险因素。

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较小。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 06 月 07 日

联系方式

项目负责人： 谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员： 王皓立
 wanghl@cspengyuan.com

联系电话： 0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	78.79	77.60	68.91	64.41
归母所有者权益	38.72	37.96	32.73	28.69
总债务	--	24.73	20.88	22.62
营业收入	11.55	54.07	40.95	39.78
EBITDA 利息保障倍数	--	9.77	7.31	5.00
净利润	1.13	5.85	4.28	2.26
经营活动现金流净额	0.71	6.11	7.68	6.28
销售毛利率	30.82%	32.49%	39.32%	35.63%
EBITDA 利润率	--	19.51%	22.09%	17.62%
总资产回报率	--	10.48%	9.41%	6.36%
资产负债率	46.45%	46.69%	48.52%	51.72%
净债务/EBITDA	--	1.31	1.49	2.52
总债务/总资本	--	37.42%	37.52%	43.03%
FFO/净债务	--	47.53%	37.69%	12.33%
速动比率	1.19	1.16	1.17	0.97
现金短期债务比	--	0.68	0.74	0.40

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- 公司在国内热缩材料领域的龙头地位较为稳固，其他业务板块业绩增速较快。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；同时其子公司长园电子（集团）有限公司（以下简称“长园电子”）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，受公司热缩产品竞争力持续增强及下游需求有所回暖影响，公司热缩产品产销量有所增长，营收规模进一步增长，公司在热缩材料领域的龙头地位较为稳固。此外，公司电线产品结构调整效果显著，新能源产品下游行业景气度较高，各产品产销量均实现快速放量，且毛利率保持稳定。
- 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，公司实际经营活动现金生成能力仍较好，FFO持续增长。此外，公司经营活动现金流表现亦较好。
- 第三方提供的保证担保有效提升了“20 沃尔 01”的信用水平。经中证鹏元综合评定，深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投担保”）主体信用等级为 AAA，其为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。

关注

- 公司存在无实际控制人风险。截至 2022 年 3 月末，公司处于无控股股东及实际控制人的状态。公司股权较为分散，可能面临控制权变更的风险。
- 公司面临一定原材料价格波动风险。公司热缩产品主要原材料为原油附属产品，2021 年原油价格出现大幅上涨，导致公司盈利水平下降。若未来原油价格出现较大波动，或将对公司盈利能力产生一定影响。
- 公司面临较大资金压力。公司在建及拟建项目投资规模较大，且资金主要来源为自筹。
- 面临较大的短期偿债压力。截至 2021 年末，公司总债务规模仍较大，其中短期债务占比升至 72%，公司现金短期债务比偏低，短期偿债压力仍较大。

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
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	5
	经营效率	5		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	4		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA



历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-4-8	何佳欢、谢海琳	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2018-6-15	熊冲、宋根南	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA+	2014-7-17	贺亮明、王一峰	公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
20 沃尔 01	3.00	3.00	2021-4-8	2023-6-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年6月发行3年期3亿元公司债券，募集资金原计划用于偿还商业银行贷款、补充公司流动资金。根据公司2021年年报，截至2021年末，“20沃尔01”募集资金专项账户余额为0.03万元。

三、发行主体概况

截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本增加至125,989.86万元，较2020年末增加97.15万元，主要系公司以向股权激励对象定向发行股票的方式进行行权导致。

2021年，周和平先生和邱丽敏女士因家庭资产规划需要，分别以大宗交易的方式转让部分股票给上海通怡投资管理有限公司和广州市玄元投资管理有限公司旗下资产管理计划，并分别签署《一致行动人协议》。截至2022年3月末，周和平先生及其一致行动人持股比例为15.05%，仍为公司第一大股东；邱丽敏女士及其一致行动人持股比例11.87%，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。

2021年4月至今，公司高管无变动。2021年，公司新增2家合并主体，减少1家合并主体，具体情况见表1。

表1 2021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
惠州市长园特发科技有限公司	75%	1,000.00	材料生产、销售	新设
常州柯泰极新材料有限公司	100%	500.00	材料生产、销售	新设
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
天津市照园电子有限公司	100%	100.00	电子产品生产、销售	注销

资料来源：公司2021年年报、公开信息，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，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。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加

大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

2021年热缩材料下游汽车、电力行业在近三年首次实现增长，但其原材料受原油价格上涨影响较大，预计2022年热缩产品原材料成本控制压力仍较大

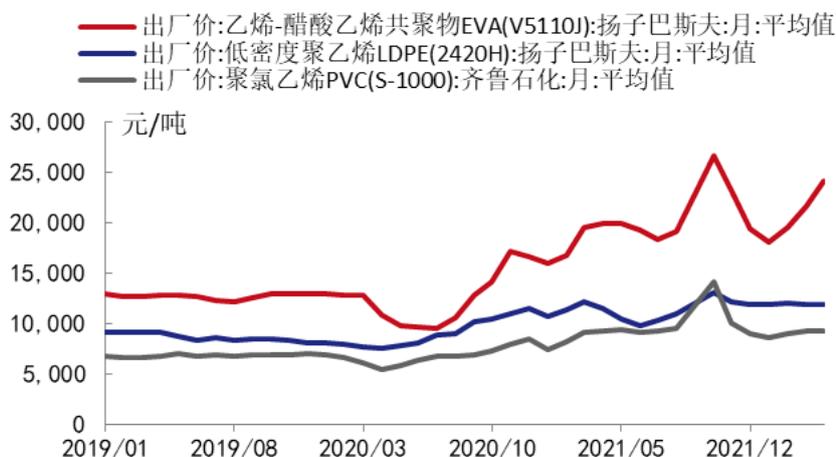
热缩材料凭借其电绝缘性、阻燃性、记忆性及防腐防潮的物理化学性能被广泛运用在电子、电力、汽车、通讯、新能源、轨道交通等行业，但受到国家经济结构调整、需求过剩以及投资放缓等因素影响，近年汽车、电力等行业发展增速有所复苏，对热缩材料需求有所上升。

中证鹏元认为汽车作为国民经济支柱产业，在各项刺激政策下，低迷的汽车行业有望得到提振。2021年上半年国内汽车产、销量分别为1,256.9万辆和1,289.1万辆，同比分别增长24.2%和25.6%。下半年缺芯、原材料价格上涨压力加剧，同比连续负增长，但各车企积极调整产品结构、保产促供，2021年全年汽车产销量分别为2,608.2万辆和2,627.5万辆，同比分别增长3.4%和3.8%，终结连续三年下跌的颓势。同时新能源汽车行业持续爆发，2021年及2022年一季度新能源汽车分别同比增长169.1%和138.6%，新能源汽车渗透率已由2020年1月的2.4%提升至2021年12月19%。2022年至今，汽车消费较为低迷，且上海、东北等重要汽车生产基地受到疫情影响较大，但政府已经出台多项政策，其中5月23日国务院常务会议提出，阶段性减免部分乘用车购置税600亿元，政策支持力度较大，下半年汽车行业需求有望复苏。

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。2021年，全年电网工程投资完成额为4,951亿元，同比上涨1.10%，实现近三年首次正增长，2022年1-4月同比增长4.7%。当前，“双碳”目标下，新能源发电量占比提升、用电负荷结构变化等因素将使得电网结构复杂性大幅提高，电网加速升级改造的需求显著提升。2022年1月13日，国家电网年度工作会议中指出，2022年电网计划投资将达5,012亿元，为国家电网年度电网投资计划首次突破5,000亿元，创历史新高，同比增长8.84%，中证鹏元预计2022年电网投资规模将保持增长，但增幅将比较有限，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。在供给方面，美国受寒潮及飓风天气扰动，页岩油上市企业受资本开支限制影响增产不及预期。金融属性伴随着全球央行量化宽松导致流动性泛滥，推升以原油为代表的一系列商品价格，原油商品属性与金融属性共振，造就了2021年油市的上涨行情。进入2022年，俄乌冲突的爆发后，欧美对俄罗斯的制裁持续升级，俄罗斯原油出口数量显著下降，原油价格进一步推升，而作为石油附属品的EVA、PE、PVC的出厂价亦随着石油价格的不断上涨而提升价格中枢。预计2022年全年原油价格将维持高位波动，热缩材料所需原材料成本将维持较高水平。

图 1 2021 年热缩材料的原材料出厂价出现较大程度的上涨



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。

2021年铜价单边上涨后维持高位震荡, 带动电线电缆行业成本中枢上移, 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

电线电缆行业作为国民经济中最大的配套行业之一, 在我国机械工业的细分行业中位居第二, 仅次于汽车整车制造和零部件及配件制造业, 是各产业的基础。中国电线电缆及相关企业数量快速增长, 截至2021年底, 中国电线电缆及相关企业数量达到69.24万家, 同比增长36.6%。但目前我国电线电缆行业仍以低端产品为主, 而且竞争尤为激烈。同时, 我国已成为全球最大的电线电缆生产和消费国, 近五年来行业销售收入整体呈增长态势, 2021年中国电线电缆产品产量约为5,480万千米, 同比增长4.5%。

预计铜价将维持高位, 带动电线电缆产品价格保持高位。电线电缆产品主要原材料为铜线、铜杆等。铜价方面, 进入2021年, 受全球经济复苏, 美国持续出台刺激经济政策后, 铜价出现单边上涨, 进入5月后, 市场出现明显过热, 美国通胀压力突显, 铜价呈高位震荡走势。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2022年铜价将维持弱势震荡格局, 电线电缆的生产成本很难下行。

在铜价大幅上升的带动下, 2021年电线电缆价格指数大幅上升, 同时维持较好的行业景气度。中国电线电缆行业市场规模持续扩大, 2021年中国电线电缆产品销售收入增长至11,154亿元, 同比增长3.6%, 增幅小幅下降。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，也将得到一定发展机遇，同时，随着科学技术的不断发展，高端装备用电缆的需求量也将越来越高。

图 2 2021 年铜价在单边上涨后维持高位震荡格局（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。2021年，公司实现营业收入54.07亿元，较上年大幅增长32.04%，其中电子、电力产品增幅超过20%，主要系下游需求旺盛且公司热缩类产品竞争力不断提高，市场份额进一步提升所致，而电线产品在细分领域市场份额有所提升，使得该业务营业收入增幅超过50%；风电及新能源产品收入增幅最大，其中风电业务增长主要系河崖风电场自2020年9月实现并网后首次实现全年运营，上网电量大幅增加，而新能源产品受2021年新能源汽车行业景气度提升影响，收入亦实现大幅增长。

毛利率方面，受原材料价格大幅上涨影响，公司产品售价未进行全面调整，因此导致2021年销售毛利率下降较多，其中电线产品合同定价会根据铜价进行实时调整，因此毛利率下降幅度较小。同时，根据最新会计准则，部分情况下运输成本由销售费用重分类至营业成本，影响毛利率下降1.85%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年 1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
电子产品	-	-	22.67	35.59%	18.73	45.43%
电力产品	-	-	9.89	40.55%	8.05	48.91%

电线产品	-	-	15.69	19.07%	10.39	20.74%
新能源产品	-	-	4.68	42.13%	2.79	40.76%
其他	-	-	1.14	45.81%	0.99	36.58%
合计	11.55	30.82%	54.07	32.49%	40.95	39.32%

注：风电收入纳入新能源产品进行核算。

资料来源：公司 2020-2021 年年报、2022 年一季报，中证鹏元整理

受益于下游需求旺盛且核心产品市场竞争力不断提升，2021年公司主要产品产销量均有明显提升，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。2021年，随着公司核级电缆附件产品在核工业领域的销售持续推广，公司再度新增多个核工业领域的中标合同，签订合同金额超过6,000万元，同比增长超20%。

除热缩产品外，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子公司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2021年末，沃尔新能源营业收入和净利润分别为2.90亿元和0.24亿元，同比分别增长68.52%和219.88%。

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、上海长园工业园及东莞长园工业园进行生产，而电线产品主要集中在子公司惠州的乐庭电线工业（惠州）有限公司（以下简称“乐庭电线”）及江苏常州沃尔工业园生产；新能源汽车业务产品主要在深圳坪山沃尔工业园进行生产。值得注意的是，公司位于上海的两处生产基地在疫情期间实行封厂闭环管理，生产经营情况受到一定影响，需持续关注上海疫情防控情况。

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，除电子产品外，2021年公司其他产品的产销率均在100%以上。

受益于下游市场需求旺盛，2021年公司热缩产品代表的电子、电力产品产销量均实现大幅增长，其中长园电子在2021年实现营业收入10.80亿元，净利润0.67亿元，营业收入同比增长13.84%，净利润则出现一定下滑，主要受原材料价格上涨影响，整体来看，公司与长园电子下游客户所在行业存在较大不同，存在较好互补，公司在热缩材料领域的竞争优势地位仍较为巩固。电线产品方面，产品结构调整较为成功，在淘汰毛利率较低电线电缆产品后，目前主要产品高速通讯线、汽车工业线和工业机器人线市场份额持续提升，公司电线产品产销量大幅提升。新能源产品方面，受新能源汽车行业景气度持续旺盛影响，

2021年产销量均接近翻倍。

表3 近年公司产品产销量情况

按产品分类	2021年			2020年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品（亿米）	66.79	65.45	97.99%	43.46	46.20	106.30%
电力产品（万套）	470.73	476.24	101.17%	287.70	296.68	103.12%
电线产品（亿米）	24.91	25.28	101.49%	19.06	18.93	99.32%
新能源产品（万只）	193.35	193.42	100.04%	97.71	99.26	101.59%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于产品应用广泛，公司终端客户遍布多个行业和类型企业。2021年，公司前五大客户销售额合计占当年销售总额的比重为6.25%，较上年下降0.44个百分点，客户分布仍较为分散，使得公司不存在严重依赖个别客户的情形，有利于公司经营稳定性。

2021年公司所有产品线产能均有所提升，产能利用率明显改善

公司采取“以销定产，适当库存”模式进行生产。截至2021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、东莞长园工业园及惠州乐庭工业园。

受市场需求增长的影响，公司2021年订单增多，公司视情况进行了扩产，各项产品均通过新上生产线，设备升级改造等手段进行扩产，其中，新能源产品还购入最新生产设备，并配备工作人员，产能提升幅度最大，同时产能利用率均有所提升，仅电线产品产能利用率低于90%，但仍较上年提升12.15个百分点，产品结构调整成效显著。

表4 近年公司产品年产能、产量及产能利用率情况

按产品分类	2021年			2020年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
电子产品（亿米）	69.98	66.79	95.44%	50.06	43.46	86.82%
电力产品（万套）	494.63	470.73	95.17%	304.60	287.70	94.45%
电线产品（亿米）	28.55	24.91	87.25%	25.38	19.06	75.10%
新能源产品（万只）	209.95	193.35	92.09%	114.96	97.71	84.99%

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，中证鹏元整理

2021年原材料价格均出现较大幅度的上涨，原材料成本控制压力主要集中在EVA等石油附属产品

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，2021年占比72.28%。

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，并由采购中心对采购价格进行跟踪监督、品质中心和沃尔研究院等对原材料品质进行把关。具体

分产品来看，2021年电解铜价格在单边上涨后呈高位震荡走势，2021年公司铜采购成本同比上涨了22.83%；石油价格也在2020年5月触底后一路震荡上行，使得2021年公司热缩产品主要原材料EVA采购均价同比上涨43.65%。值得注意的是，铜主要用于公司电线电缆产品生产，该产品定价会依据铜价进行调整，成本转移能力较强，但使用EVA为主要原材料的电子、电力产品价格调整影响因素较多，未来公司对EVA等原材料的成本控制压力较大。

公司原材料供应商较为分散，2021年前五大供应商采购额占当期采购总额的比重为25.89%，较上年上升4.25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。

公司风电场运营情况较为稳定，盈利能力较强，但需关注当地最新政策对未来风电板块业绩的影响

公司的风电项目主要由子公司青岛沃尔新能源风力发电有限公司（以下简称“青岛沃尔”）负责运营。截至2021年末，青岛沃尔资产总额为10.25亿元，所有者权益为8.17亿元；2021年度，实现收入1.78亿元，净利润1.10亿元，同比实现大幅增长60.76%和79.11%，主要系河崖风电场为2020年9月底并网后首次实现全年运行，同时2021年高风速持续时间较长，合计整体上网电量大幅提升。截至2021年末公司风电项目共计装机容量为14.42万千瓦。

从2021年12月起，根据鲁监能市场【2021】88号文件通知，河头店、东大寨、河崖项目启动现货市场交易，按现货交易规则规定参与日前现货市场出清及定价。原标杆上网电价从0.3949元/千瓦时根据实际现货交易结算价格，国补电价河头店及东大寨为0.2151元/千瓦时，河崖项目为0.2051元/千瓦时不变。2022年一季度，公司各风电场交易电价有小幅下降，上网电量变动较小。

需要注意的是，截至2021年末，公司应收国家电网山东省电力公司烟台供电公司电价补贴1.98亿元，剩余补贴到账时间存不确定性。同时，实行最新电价交易及结算规定后，公司风电业务收入及利润水平可能有所波动。

表5 2021年公司风电业务情况

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
期末风电装机容量（万千瓦）	4.8	4.8	4.82
上网电量（亿千瓦时）	0.9985	1.1244	1.2347
风电平均上网电价（元/千瓦时）	0.61（含税）	0.61（含税）	0.60（含税）

资料来源：公司提供

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

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2021年末已投资1.75亿元，包含土地购买价款0.41亿元，尚需投入资金不超过2.75亿元，目前整体厂房已经建设完毕，正在进行验收申请流程，验收完成后将投入生产，生产线主要涉及高速通信线、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。投入运营后，公司电线业务有望实现突破。

拟建项目方面，公司已与武汉市蔡甸区人民政府签署了《项目投资协议书》及《补充协议书》，开展沃尔核材华中区域新材料产业园项目建设投资，作为电线系列、电力系列、发泡材料系列等现有产品以及新增业务产品的研发、生产基地，项目预计总投资不超过30亿元，其中固定资产投资约15亿元，资金主要来源为自筹，目前已通过股东大会，正在积极推进中；此外，公司已于2022年5月21日同武汉市洪山区人民政府签署了《武汉市洪山区人民政府与深圳市沃尔核材股份有限公司合作框架协议》，建立新材料研发中心、智能制造研发中心及新材料生产基地，拟进行辐射改性新材料电子及电力产品、高速通信线、汽车工业线等产品的生产与研发，项目总投资不低于5亿元，目前仍属于前期阶段。整体来看，公司拟建项目尚需投入资金较大，且主要为自筹，面临一定资金压力。

需要注意的是，公司在建及拟建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6 截至 2021 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	1.75	自筹

资料来源：公司 2021 年年报，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2020年度审计报告、大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，财务报表均按新会计准则进行编制。2021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，资产流动性一般

公司货币资金主要为银行存款，截至2021年末，其中0.81亿元使用受限，其中包含0.69亿元银行承兑汇票保证金。随着业务规模的扩张，2021年末公司应收账款规模有所增长，前五大应收方占比为17.24%，客户结构相对分散。账龄方面，一年以内的应收账款余额占账龄组合应收账款净额的88.55%，账龄较短；截至2021年末，应收账款坏账准备余额1.21亿元，计提比例为6.48%，较上年末进一步下降。整体来看，公司电子产品下游客户资质一般，应收账款具有一定回款风险。公司存货仍主要以原材料、产成品、自制半成品为主，截至2021年末，公司存货跌价准备和合同履约成本减值准备余额为0.40亿元，较上年末增长超50%，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，截至2021年末其他权益工具投资主要为公司持有的2,756.07万股长园科技集团股

份有限公司³（以下简称“长园集团”）股票，其中2021年已出售169.78万股，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，2021年增长主要来自于公司大量购置生产设备。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、深圳市华磊迅拓科技有限公司（以下简称“华磊迅拓”）所形成，其中长园电子和华磊迅拓2021年度经营情况较好，但利润水平均出现下滑，未来需持续关注公司商誉减值风险。

在受限资产方面，截至2021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5.75亿元，占期末资产总额的比重为7.41%，受限资产占比较小。此外，公司所持有的账面价值为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，符合公司所处行业生产经营特征；此外公司应收账款规模较大，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，资产流动性一般。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.79	9.89%	7.38	9.51%	6.39	9.27%
应收账款	17.58	22.31%	17.41	22.43%	14.72	21.36%
存货	6.77	8.60%	5.96	7.68%	4.79	6.95%
流动资产合计	39.79	50.50%	38.31	49.37%	31.00	44.98%
其他权益工具投资	1.64	2.08%	2.00	2.57%	2.25	3.27%
固定资产	21.91	27.81%	22.17	28.57%	22.37	32.47%
无形资产	1.92	2.44%	2.00	2.58%	2.37	3.44%
商誉	7.60	9.65%	7.60	9.79%	7.60	11.03%
非流动资产合计	39.00	49.50%	39.29	50.63%	37.91	55.02%
资产总计	78.79	100.00%	77.60	100.00%	68.91	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受原材料涨价等因素影响，2021年公司盈利能力有所下滑

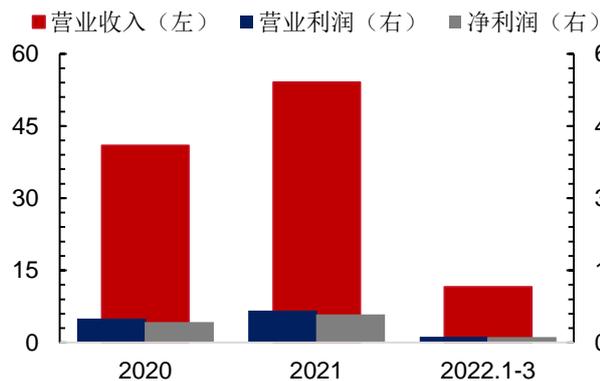
受下游需求旺盛及产品竞争力及市场份额持续提升影响，公司2021年营业收入大幅增长，各项业务收入均实现增长。毛利率方面，受原材料价格大幅上涨影响，公司电子和电力产品毛利率均有所下降，公司销售毛利率降至32.49%，较上年下降6.83个百分点，此外，根据最近会计准则，运输成本由销售费用重新分类至营业成本，使毛利率下降1.85%。受疫情影响，2022年一季度公司收入及利润同比存在小

³ 2020年11月由长园集团股份有限公司更为现名。

幅下滑，同时上海为公司重要生产基地之一，需持续关注上海地区疫情状况对公司经营情况的影响。

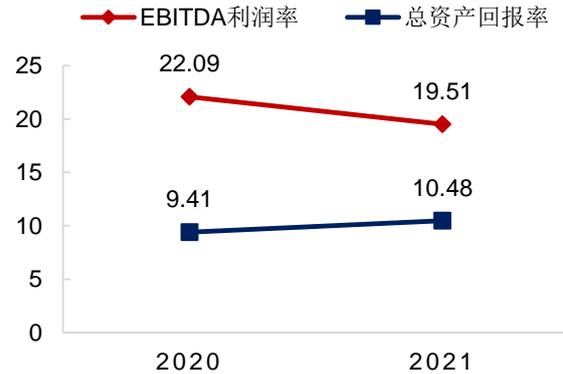
2021年，受原材料涨价影响，公司EBITDA利润率有所下降，但总资产回报率仍有所上涨，整体来看，公司的盈利水平仍较好。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



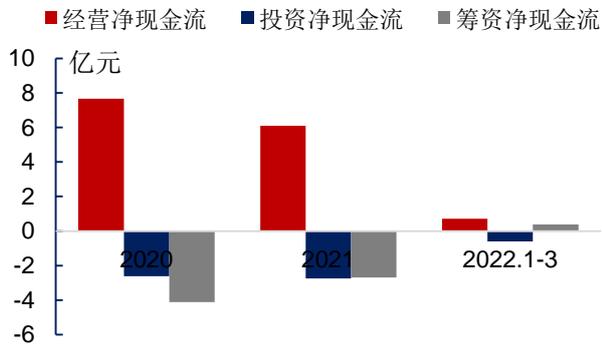
资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

现金流

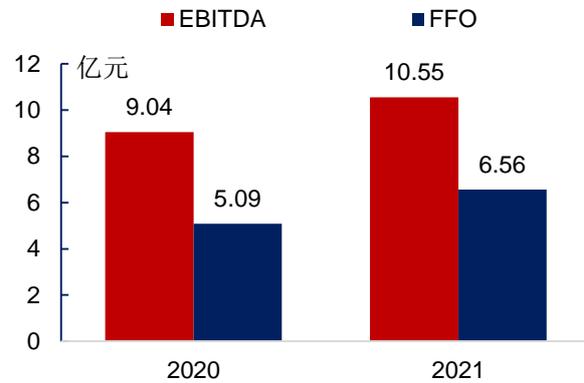
公司经营性活动现金流表现持续向好，公司未来面临较大筹资压力

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，2021年FFO达6.56亿元，同比增长28.88%，经营活动现金净流入规模有所减少，但表现仍较好。

投资活动现金流方面，未来公司投资活动现金流将主要为惠州市水口民营工业园项目建设的投入，经营活动现金流对投资活动支出整体覆盖情况较好。2021年公司筹资活动现金净额仍为负，但净流出规模有所减少。整体来看，在建项目惠州市水口民营工业园项目截至2021年末尚需投入资金不超过2.75亿元，且拟建项目投资规模较大，未来面临较大筹资压力。

图 5 公司现金流结构（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

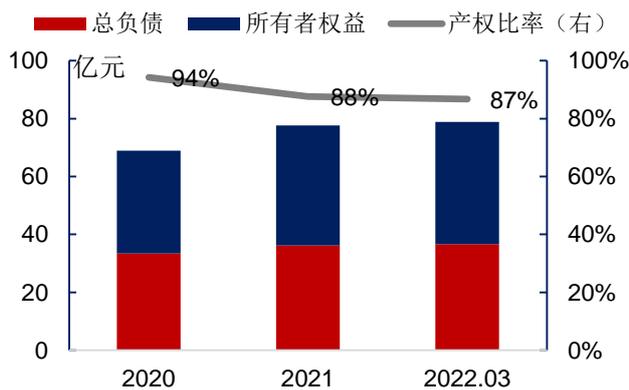
图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

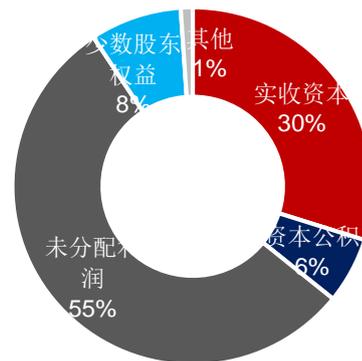
资本结构与偿债能力

公司总债务规模有所上升，短期刚性偿债压力仍较大

2022年3月末公司所有者权益主要由12.60亿元实收资本、23.15亿元未分配利润等构成，受益于2021年公司盈利规模的增长，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，公司对外融资规模仅有小幅提升，综合影响下，公司产权比例进一步下降至2022年3月末的87%，所有者权益对负债的保障程度有所加强。

图 7 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司流动负债占比小幅提升，主要系一年内到期的非流动负债规模增长较大。短期借款仍为占比最大的负债科目，以信用借款（51.34%）和质押借款（42.95%）为主，但随着信用借款的减少，短期借款规模及占比持续下降。截至2021年末，公司应付票据规模有所增长，主要系公司在原材料购买及结算中加大了对银行承兑汇票的使用。应付账款仍为应付原材料货款及工程款，但随着票据使用的增

加，规模有所减少。一年内到期的非流动负债主要为即将到期的长期借款及2022年5月到期的“19沃尔01”。

非流动负债方面，公司长期借款规模变动不大，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2020年6月发行的“20沃尔01”，规模为3亿元，期限为3年。

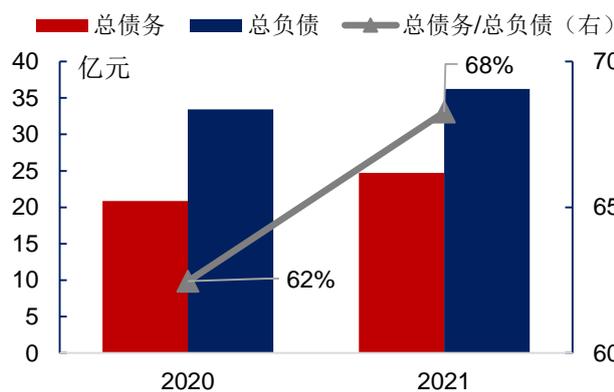
表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.79	18.56%	7.01	19.36%	9.50	28.40%
应付票据	2.03	5.55%	2.36	6.51%	1.17	3.51%
应付账款	5.63	15.39%	5.54	15.30%	5.90	17.65%
一年内到期的非流动负债	5.61	15.33%	5.58	15.40%	1.69	5.05%
流动负债合计	27.76	75.85%	27.84	76.83%	22.41	67.03%
长期借款	4.39	11.99%	3.89	10.74%	3.74	11.18%
应付债券	2.99	8.16%	2.99	8.24%	5.96	17.83%
非流动负债合计	8.84	24.15%	8.39	23.17%	11.02	32.97%
负债合计	36.60	100.00%	36.23	100.00%	33.43	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

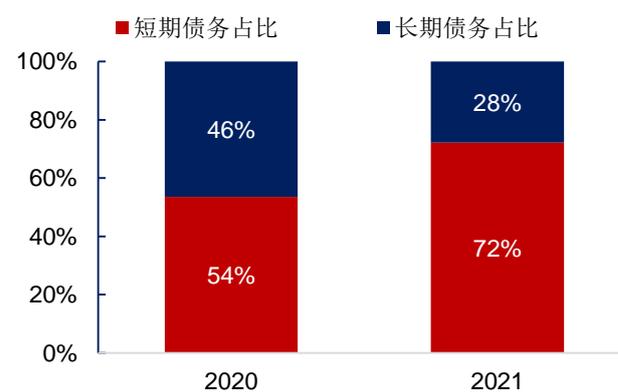
2021年公司总债务规模有所上升，总债务对总负债占比升至68%，短期债务占比升至72%，短期债务集中度上升。到期债务方面，2022-2024年，公司到期债务本息分别为12.80亿元、5.25亿元和2.17亿元，短期刚性偿债压力较大。

图9 公司债务占负债比重（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图10 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率波动较小，2021年末仅略有下降。同时，尽管公司债务规模有所提升，但较好的盈利能力使得公司EBITDA保持良好增长，净债务/EBITDA下降至1.31，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9.77和47.53%，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。

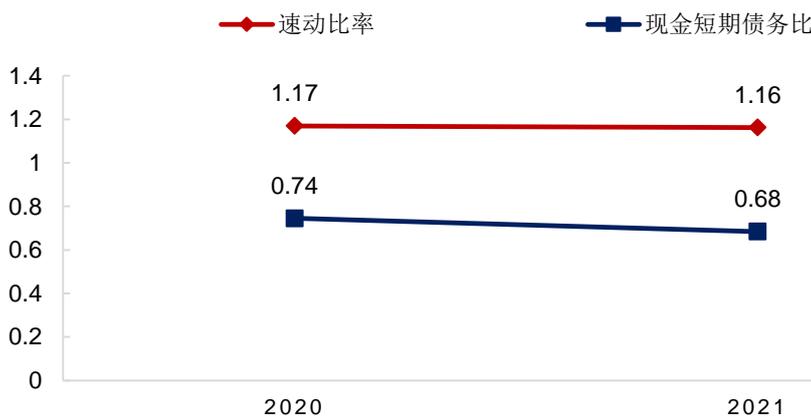
表9 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	46.45%	46.69%	48.52%
净债务/EBITDA	--	1.31	1.49
EBITDA 利息保障倍数	--	9.77	7.31
总债务/总资本	--	37.42%	37.52%
FFO/净债务	--	47.53%	37.69%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末短期偿债指标表现有所下滑，现金短期债务比降至0.68，短期偿债能力有所下降，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2021年末，公司共获得银行等金融机构综合授信额度32.72亿元，尚有23.22亿元额度未使用，必要时可为公司提供一定流动性支持。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月7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；公司公开市场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2021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7.98%。公司就“19沃尔

01”与深圳市高新投集团有限公司（以下简称“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，随着“19沃尔01”的到期偿付，该笔担保也已经到期。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10 截至2021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	是否有反担保	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

八、债券偿还保障分析

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“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。

高新投担保由高新投集团于2011年4月投资设立，初始注册资本6.00亿元。后经多次增资及股权变更。截至2021年9月末，高新投担保的实收资本为70亿元，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（以下简称“深圳市国资委”）。

表11 截至2021年9月末高新投担保股权结构（亿元）

股东名称	投资金额	持股占比
深圳市高新投集团有限公司	32.43	46.34%
深圳市罗湖引导基金投资有限公司	18.95	27.07%
深圳市财政金融服务中心	18.62	26.60%
合计	70.00	100.00%

资料来源：高新投担保提供，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。2019年，高新投集团开始组织架构调整，将债券融资担保和其他金融产品担保等业务调整至高新投担保经营，使得2020年担保业务收入大幅增长。2019年至2020年，高新投担保实现担保收入分别为1.42亿元和3.02亿元。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。2020年以来，高新投担保委托贷款业务规模明显提升，实现较大资金管理业务收入。

表12 近年高新投担保收入构成情况（单位：亿元）

项 目	2021年1-9月	2020年	2019年
担保业务收入	3.71	3.02	1.42
其中：间接融资担保业务收入	1.11	1.27	1.42
直接融资担保业务收入	1.30	1.76	0.00
保函担保收入	1.30	0.00	0.00
资金业务收入	0.85	3.18	0.80
其中：委托贷款业务收入	0.85	1.87	0.47
理财产品收入	0.00	1.31	0.33
咨询服务业务	0.00	0.00	0.34
其他业务	0.03	0.05	0.07
营业收入合计	4.59	6.25	2.62

注：根据新会计准则，自2021年开始，公司理财产品收入计入投资收益科目。

资料来源：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。截至2021年9月末，高新投担保资产总额为85.45亿元，所有者权益合计为76.60亿元；2020年度，高新投担保实现营业收入6.25亿元，净利润为3.56亿元。

表13 近年高新投担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2021年9月	2020年	2019年
资产总额	85.45	85.13	77.95
所有者权益合计	76.60	76.29	72.77
营业收入	4.59	6.25	2.62
担保业务收入	3.71	3.02	1.42
净利润	3.44	3.56	1.09
期末担保余额	646.98	625.85	53.29
直接融资担保余额	441.67	546.89	0.00
间接融资担保余额	107.28	78.96	53.29
保函担保余额	98.04	0.00	0.00
融资担保责任余额	646.98	625.85	53.29
融资担保放大倍数	8.45	8.20	0.73
当期担保代偿率	0.05%	1.07%	1.12%
累计代偿回收率	65.97%	54.69%	60.74%
拨备覆盖率	219.29%	196.06%	217.73%
准备金覆盖率	0.82%	0.80%	7.73%

注：表中融资担保责任余额为公司提供数据，2021年9月数据中包含了保函担保业务。

资料来源：高新投担保2019-2020年审计报告及未经审计的2021年三季度财务报表、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”的安全性。

九、抗风险能力分析

公司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，风力发电的开发与运营、新能源汽车相关产品的研发销售等业务。公司是热缩材料领域的龙头企业之一，其子公司长园电子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，受公司热缩产品竞争力持续增强及下游需求有所回暖影响，公司热缩产品营收规模进一步增长，公司在热缩材料领域的龙头地位仍较为稳固。此外，公司其他业务板块业绩也实现快速增长，带动2021年公司整体营收规模实现大幅提升，经营活动现金生成能力亦较强。公司热缩产品主要原材料为原油附属产品，2021年原材料出现较大幅度的上涨，公司盈利水平受到一定影响。此外，公司处于无控股股东及实际控制人的状态，可能面临控制权变更的风险。在建及拟建项目尚需投入较多自有资金，面临较大资金压力。

偿债能力方面，公司杠杆水平尚可，但债务主要集中在短期，面临较大短期偿债压力，长期偿债压力尚可。整体来看，公司抗风险能力尚可。

十、结论

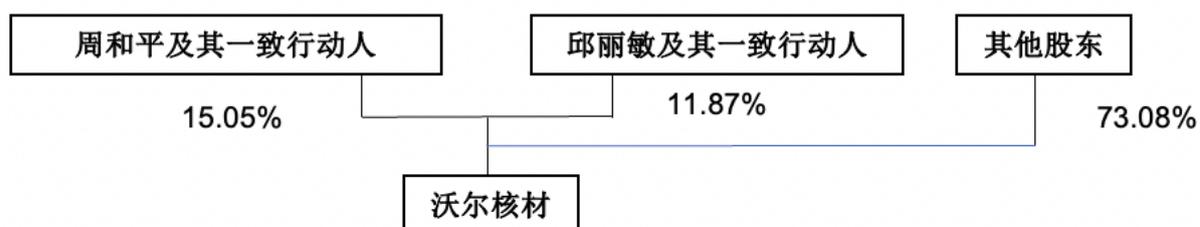
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20沃尔01”信用等级为AAA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.79	7.38	6.39	5.51
应收票据及应收账款	21.75	21.63	16.74	14.19
应收账款	17.58	17.41	14.72	13.67
流动资产合计	39.79	38.31	31.00	27.63
固定资产	21.91	22.17	22.37	20.03
非流动资产合计	39.00	39.29	37.91	36.78
资产总计	78.79	77.60	68.91	64.41
短期借款	6.79	7.01	9.50	13.38
应付账款	5.63	5.54	5.90	4.41
一年内到期的非流动负债	5.61	5.58	1.69	1.30
流动负债合计	27.76	27.84	22.41	23.97
长期借款	4.39	3.89	3.74	4.86
应付债券	2.99	2.99	5.96	3.07
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	8.84	8.39	11.02	9.34
负债合计	36.60	36.23	33.43	33.31
总债务	-	24.73	20.88	22.62
归属于母公司的所有者权益	38.72	37.96	32.73	28.69
营业收入	11.55	54.07	40.95	39.78
净利润	1.13	5.85	4.28	2.26
经营活动产生的现金流量净额	0.71	6.11	7.68	6.28
投资活动产生的现金流量净额	-0.60	-2.75	-2.62	-5.93
筹资活动产生的现金流量净额	0.37	-2.69	-4.13	0.45
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	30.82%	32.49%	39.32%	35.63%
EBITDA 利润率	--	19.51%	22.09%	17.62%
总资产回报率	--	10.48%	9.41%	6.36%
产权比率	86.75%	87.58%	94.24%	107.12%
资产负债率	46.45%	46.69%	48.52%	51.72%
净债务/EBITDA	--	1.31	1.49	2.52
EBITDA 利息保障倍数	--	9.77	7.31	5.00
总债务/总资本	--	37.42%	37.52%	43.03%
FFO/净债务	--	47.53%	37.69%	12.33%
速动比率	1.19	1.16	1.17	0.97
现金短期债务比	--	0.68	0.74	0.40

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 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+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+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
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。

附录四 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。