

深圳市新纶科技股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券  
2019 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：

## 深圳市新纶科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【214】号 01

债券简称：  
16 新纶债

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：  
2.20 亿元

债券到期日期：  
2021 年 3 月 30 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，附第 3 年  
末公司上调票面利率选  
择权和投资者回售选择  
权

分析师

姓名：  
何佳欢 梁瓚

电话：  
0755-82871617

邮箱：  
hejh@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

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
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	正面
评级日期	2019 年 6 月 18 日	2018 年 4 月 19 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”）对深圳市新纶科技股份有限公司（以下简称“新纶科技”或“公司”，股票代码：002341.SZ）及其 2016 年 3 月 30 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级上调为 AA，评级展望调整为稳定。本次级别调整是基于软包动力电池市场份额提升预期下国内铝塑膜行业发展空间较大，公司铝塑膜日本工厂接近满产并稳定供货，国内工厂 3C 类铝塑膜出货量逐月提升，公司对苹果的订单量持续增长，并已导入 OPPO 核心供应链；宁国市千洪电子有限公司（以下简称“千洪电子”）并表后增强了公司资本实力，并为公司贡献较多业绩，第三方提供的保证担保有效地提升了本期债券的信用水平等积极因素。

### 正面：

- 受益于国家产业政策支持和市场需求增加，软包动力电池市场份额将不断提升。新能源车补贴新政中补贴额度与电池能量密度挂钩，软包动力电池具备能量密度优势，软包技术得到国际汽车巨头认可，国内外软包动力电池厂商均在国内扩建产能，软包动力电池市场份额将不断提升，2018 年软包动力电池市场份额达 13.4%，超过圆柱动力电池（12.5%）。考虑原材料国产化需求，国内铝塑膜行业迎来较大发展空间。
- 公司铝塑膜日本工厂接近满产并稳定供货，国内工厂 3C 产品出货量逐月提升。2018 年公司铝塑膜日本工厂单月最高出货量达 150 万平方米，公司已成为孚能科

技、捷威动力、微宏动力等多家软包动力电池的独家或主要铝塑膜供应商，全年铝塑膜产品销售收入 2.35 亿元，同比增长 14.51%。铝塑膜国内工厂 2018 年 9 月投产，主要供应 3C 客户，2019 年第一季度出货量约 60 万平方米，2019 年 4 月单月出货量超过 50 万平方米。

- **电子功能材料业务对苹果的订单量持续增长，并已导入 OPPO 供应链。**公司是经苹果认证的胶带类原材料供应商，公司消费电子用功能性薄膜材料（以下简称“电子功能材料”）2018 年、2019 年 1-3 月公司对苹果供货量和销售收入同比均实现翻倍增长。公司已导入 OPPO 核心供应链，2018 年、2019 年 1-3 月分别实现销售收入 1,508 万元、2,218 万元。
- **公司非公开发行股票收购千洪电子 100% 股权，千洪电子并表后为公司贡献较多业绩。**2018 年公司非公开发行股票收购千洪电子 100% 股权，收购完成后公司股本增加 14,317.14 万股；千洪电子是 OPPO、VIVO 的主要模切商，已与 OPPO、VIVO 等签订长期供货协议。受益于终端客户市场份额提升，千洪电子 2018 年实现营业收入 11.41 亿元，净利润 1.58 亿元，年复合增速分别为 24.59%<sup>1</sup>和 51.54%；2016-2018 年经营活动现金流净额分别为 0.67 亿元、1.08 亿元和 0.32 亿元。
- **保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。**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“深高新投”）主体长期信用评级为 AAA，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

## 关注：

- **公司存在过违规担保。**公司及子公司在 2017 年 5 月至 2018 年 6 月期间使用自身在银行的定期存款为外部企业银行贷款提供担保，该等担保未能按程序提交公司董事会、股东大会审议，也未及时对外披露，上述担保实际发生额 6.32 亿元，截至 2019 年 1 月 31 日该等担保责任已解除。中证鹏元将持续关注公司治理改善情况。
- **公司高管变动较大，公司原副总裁被证监会立案调查。**2019 年 3-4 月，公司原董事会秘书高翔、原总裁傅博辞去相关职务，由董事长侯毅代行公司总裁职责，张桥任公司董事会秘书，文成炜任公司副总裁。2019 年 6 月 12 日，公司原副总裁高翔因涉嫌内幕交易被证监会立案调查，2019 年 6 月 14 日，高翔辞去公司副总裁职务。

<sup>1</sup> 扣除贸易收入影响后，千洪电子 2016-2018 年营业收入复合增速为 24.59%。

- **实际控制人股权质押比例高，未来计划减持股份。**截至 2019 年 5 月 31 日，实际控制人侯毅先生持有公司 22.35% 股份，侯毅先生累计质押股份 220,270,144 股，占其个人持股的 85.54%。侯毅先生拟在 2019 年 3 月 6 日起六个月内减持不超过 6,000 万股公司股份（占公司股份总数的 5.21%）。
- **常州一期和千洪电子盈利较依赖大客户订单，铝塑膜国内工厂动力产品尚未大批量供货。**公司常州一期盈利仍主要来源于苹果订单，千洪电子业绩高度依赖 OPPO、VIVO 等终端客户，且公司并购千洪电子形成商誉 12.51 亿元，终端客户市场计划调整可能影响公司盈利，并引发商誉减值风险。公司铝塑膜国内工厂动力产品仍处于客户认证期，未能大批量出货。
- **公司铝塑膜国内工厂目前出货量还较少，承担的折旧成本较高，产能消化情况对盈利影响较大，且随着营运资金需求上升，公司资金压力可能加大。**公司铝塑膜项目、TAC 功能膜项目 2018 年第四季度陆续投产但出货量较少，需承担的折旧、人工成本较高，如后续不能如期完成认证并批量出货，公司盈利将面临较大压力。随着业务规模扩大带来营运资金需求增加，公司资金压力可能加大。
- **公司有息债务中短期债务占比较高，集中偿付压力较大。**截至 2019 年 3 月末公司有息债务 33.91 亿元，较 2017 年末增长 48.12%，其中短期有息债务 26.26 亿元，占比为 77.44%。2019 年 4-12 月公司需偿付有息债务 18.34 亿元，集中偿付压力较大。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	975,979.78	973,426.19	650,461.96	629,276.65
归属于母公司的所有者权益	515,993.41	514,913.21	333,357.31	324,495.80
有息债务	339,118.97	332,512.98	228,953.10	204,598.39
资产负债率	47.23%	47.20%	48.63%	47.34%
流动比率	1.19	1.23	1.56	1.93
速动比率	1.00	1.05	1.35	1.71
营业收入	63,334.40	321,370.33	206,442.45	165,844.95
营业利润	1,365.79	34,583.90	16,170.81	2,778.24
净利润	858.46	28,503.67	16,493.03	4,942.78
综合毛利率	21.13%	26.30%	27.38%	24.65%
总资产回报率	-	6.12%	4.75%	2.76%
EBITDA	-	65,429.63	40,824.35	19,798.54
EBITDA 利息保障倍数	-	4.34	3.37	2.03

经营活动现金流净额	2,799.98	26,959.23	-959.35	10,667.23
-----------	----------	-----------	---------	-----------

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理，因涉及数据更正，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，下同。

#### 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,052,718.02	1,346,952.97	789,850.84
所有者权益	1,177,908.41	1,119,617.32	655,949.44
在保责任余额（亿元）*	835.99	974.22	1,167.06
其中：融资担保在保责任余额（亿元）*	456.66	621.32	781.62
拨备覆盖率*	214.52%	197.66%	154.12%
准备金覆盖率*	0.97%	0.68%	0.48%
融资担保放大倍数*	3.96	5.55	11.92
当期担保代偿率*	0.12%	0.01%	0.26%
累计代偿回收率*	-	40.24%	28.44%

注：1、2017 年净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项；

2、业务数据经过深高新投重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异。

3、带\*标注指标为 2018 年 6 月数据。

资料来源：深高新投 2016-2018 年审计报告、深高新投提供，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年3月30日面向合格投资者公开发行5年期3亿元公司债券，募集资金原计划用于补充营运资金、偿还公司借款。2019年2月15日，公司上调本期债券票面利率至7.5%，投资者回售金额8,442.84万元（其中本金7,980万元），回售完成后本期债券余额22,020万元。截至2019年4月1日，本期债券募集资金余额为26,913.92元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，2018年3月27日，公司以总股本50,321.65万股为基数，进行资本公积金转增股本，向全体股东每10股转增10股，公司股本增加50,321.65万股。公司以发行股份及支付现金的方式购买唐千军、劳根洪等6名股东合计持有的千洪电子100%股权，增发股份11,151.12万股，上市首日为2018年5月8日；同时向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，增发股份3,166.02万股，上市首日为2018年6月27日，上述增发事项完成后公司股本增加14,317.14万股。

公司2017年度实施的公司第一期股票期权激励计划，第一个行权期为2018年3月29日-2019年3月28日，截至2018年末公司第一期股票期权激励计划已行权股数为242.54万股，公司总股本增至115,202.98万股。

2018年12月，侯毅先生与深圳市领泰基石投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“领泰基石”）签署《股份转让协议》，以协议转让方式将其持有的5,800万股公司股份（占公司总股本的5.04%）转让给领泰基石，转让价格11.29元/股，转让价款为65,482万元。因未能如期完成交割，2019年3月5日双方终止协议转让事项。因个人资金需要，侯毅先生拟在2019年3月6日起六个月内通过协议转让、大宗交易或集中竞价等合规方式减持公司股份，减持不超过6,000万股，占公司股份总数的比例为5.21%。

**表 1 截至 2019 年 3 月 31 日公司前十大股东明细（单位：万股）**

股东名称	股东性质	持股占比	持股数量	股份质押/冻结情况	
				股份状态	数量
侯毅	境内自然人	22.35%	25,750.79	质押	20,683.01
唐千军	境内自然人	5.39%	6,206.19	-	--
广西万赛投资管理中心（有限合伙）（以下简称“广西万赛”）	境内非国有法人	5.01%	5,767.84	冻结	5,767.84
深圳市新纶科技股份有限公司第一期员工持股计划	其他	4.38%	5,046.86	-	-

深圳市前海鼎泰宏源投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	2.50%	2,883.92	质押	2,883.92
全国社保基金一零四组合	其他	2.45%	2,818.58	-	-
劳根洪	境内自然人	2.43%	2,802.79	-	-
全国社保基金一零八组合	其他	1.68%	1,940.06	-	-
深圳市国能金海投资管理企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.50%	1,730.35	质押	1,730.35
深圳市华弘润泽投资发展有限公司	境内非国有法人	1.25%	1,441.96	质押	1,441.96
合计	-	<b>48.94%</b>	<b>56,389.35</b>	-	<b>32,507.09</b>

注：广西万赛由于相关债务纠纷导致所持股份被冻结。广西万赛所持股份为 2016 年度参与公司非公开发行获得的股票，上述股票目前仍处于强制锁定期，将于 2019 年 12 月底解禁，该公司不参与公司经营，与公司也无业务往来。

资料来源：公司 2019 年一季度报告，中证鹏元整理

截至2019年5月31日，公司注册资本115,221.46万元，控股股东和实际控制人为自然人侯毅先生，持股比例为22.35%，侯毅先生累计质押股份220,270,144股，占其个人持股的85.54%，占公司2019年5月31日股份总数的19.12%。

2018年公司合并范围内子公司减少2家，新增5家，具体如下表所示。截至2018年末公司合并范围共29家子公司，具体明细如附录五所示。

**表 2 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
宁国市千洪电子有限公司	50,000	100%	手机辅料、数码电子加工	非同一控制下企业合并
聚纶材料科技（深圳）有限公司	14,000	70%	科技推广与技术服务业	设立
新纶（常州）光电材料科技有限公司	1,000	100%	光电材料、薄膜材料等研发、技术转让	设立
新纶（常州）新能源材料技术有限公司	1,000	100%	新能源材料制品、平板显示用薄膜制品、锂电池用薄膜制品等研发和技术转让	设立
新纶科技（韩国）有限公司	2 亿韩元	95%	新产品研发	设立

**2018 年不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再并表原因
长江新纶新材料科技有限公司	10,000	100%	新型材料、高分子材料的开发与销售	出售 100% 股权
深圳市华正鼎科技有限公司	300	100%	电子产品、电脑软件的技术开发与销售	出售 100% 股权

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

### 三、运营环境

全球智能手机出货量呈下滑态势，品牌厂商市场集中度提高，上游零部件厂商竞争加剧，具有优质客户和份额提升的供应商更具优势，中美贸易摩擦升级或影响苹果供应链企业

目前全球智能手机处于存量市场，2018年以来智能手机出货量不断下滑，华为、OPPO、VIVO、小米等品牌厂商整体市场份额进一步提升，未来行业小厂商逐渐被挤出市场。根据IDC统计，2018年全球智能手机出货量为14.05亿部，同比下降4.14%，其中华为呈现逆势高增长态势，小米得益于海外市场扩张出货量同比增长32.25%，OPPO、VIVO出货量增速逐步趋缓，三星和苹果出货量同比下滑7.99%和3.24%，表现不及预期，其中苹果2019财年第一财季（即2018自然年第四季度）财报显示，苹果在2019财年第一财季营收843.1亿美元，同比下滑5%，净利润为199.65亿美元，同比下滑0.5%。2019年第一季度全球智能手机出货量3.1亿部，同比下滑6.6%，其中华为出货量5,910万部，同比增长50%，市场份额高达19%，苹果出货量3,640万部，同比下滑30.2%，市场份额降至11.7%。尽管全球智能手机出货量同比下滑，但中国智能手机零组件厂商通过实现产品的升级和创新，在现有产品线中不断获得更高的市场份额。

表3 全球智能手机出货量持续下降，厂商市场集中度进一步提升（单位：百万部）

公司	出货量			市场份额		
	2018年	2017年	同比变动	2018年	2017年	同比变动
三星	292.3	317.7	-7.99%	20.80%	21.70%	-0.90%
苹果	208.8	215.8	-3.24%	14.90%	14.70%	0.20%
华为	206	154.2	33.59%	14.70%	10.50%	4.20%
OPPO	113.1	111.7	1.25%	8.70%	7.60%	1.10%
小米	122.6	92.7	32.25%	8.10%	6.30%	1.80%
其他	462	573.4	-19.43%	32.90%	39.10%	-6.20%
合计	1,404.9	1,465.5	-4.14%	100.00%	100.00%	0.00%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

短期内智能手机市场增长难以实现，存量市场竞争加剧会挤压上游零部件厂商盈利，具有优质客户和份额提升的零部件厂商具有竞争优势。2019年智能机的销售驱动主要在于新兴市场国家渗透率的提升和成熟市场国家的存量替换，预期2019年全球手机出货量仍小幅下降。随着2019年下半年5G商用开启，智能手机有望迎来新增长，但5G布局时间需3年左右，短期内智能手机增长态势难以实现。如手机销量增速显著低于市场预期，将影响产业链公司业绩。

中美贸易摩擦升级，持续加征关税可能影响苹果供应链企业。目前美国加税措施对智

能手机、平板电脑等消费电子产业链影响不大<sup>2</sup>，但如果不久后对剩余3,250亿美元产品征税，预计将涵盖智能手机（中国对美出口额：441亿美元）等出口占比较高电子产品。如果中美双方开征第三轮关税，将推高智能手机等电子产品的制造成本和最终销售价格，最终转嫁于消费者，导致美国消费电子市场萎缩。对苹果等“中国生产，美国销售”占比较高的企业，以及来源于苹果收入占比较高的企业产生不利影响。

### 我国新能源车由市场导入期转变为产业成长期，市场竞争成为主要驱动力；补贴标准和政策调整引发车企商誉减值和资金紧张，或影响上游供应链企业回款

我国新能源车的发展逐步由补贴驱动转向市场驱动，新能源车渗透率将持续提升。我国通过“高额补贴+规定政府机关购买比例逐年提高+新能源车型免征车船税/车辆购置税+一线城市牌照优惠”等政策，刺激新能源车行业爆发式增长。2016-2018年，新能源汽车行业陆续出台多项政策，从产业规模发展目标、企业和产品准入管理、电池技术发展目标、补贴调整等多方面，引导新能源汽车行业进入良性发展通道。补贴调整政策使行业逐步摆脱对高额补贴的依赖，推动新能源车结构向中高端车型升级。2018年4月1日正式实行的双积分政策<sup>3</sup>标志着国家新能源汽车行业发展政策从“弱驱动”走向“强规定”的变化，通过赏罚机制有效推动行业加大新能源方面投入，倒逼车企降成本、提技术，进一步助推新能源汽车增长。2018年在我国汽车销量同比下滑2.76%，首次出现负增长，但新能源车销量125.62万辆，同比增长61.67%。新能源车单月渗透率从2015年1月的0.17%提升至2018年12月的6.42%。随着政策不断出台提高新能源车销量指引，新能源车渗透率有望加速提升，产品竞争力强的特斯拉、比亚迪等一线厂商受益。

**表4 新能源车补贴逐渐退坡，由增量补贴转向结构性补贴**

时间	文件名称	文件内容
2013.09	《继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	明确了新能源车的补助范围、对象以及2013年补贴标准，并考虑规模效应、技术进步等，2014/2015年补贴逐年退坡
2014.01	《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》	2014年1月1日起，补贴退坡幅度减半：2014和2015年度的补助标准从原来较2013年下降10%和20%调整为5%和10%
2015.04	《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	明确2016年补贴标准，以2016年为基准，2017-2018年下降20%，2019-2020年下降40%；补助范围技术要求更加严苛，补贴标准向更高续航里程、更高能量密度倾斜
2016.12	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	增加整车能耗要求，提高整车续驶里程门槛要求，同时对新能源汽车所采用的动力电池提出了明确的要求。补贴再退坡，要求地方财政补贴不得超过中央财政单车补贴额的50%；除燃料

<sup>2</sup>据新闻报道，美国在5月10日起对2,000亿美元中国对美出口货物关税由10%上升至25%，并将在短期内对剩余3,250亿美元产品加征关税。此次第二轮已确定从10%上升至25%的产品主要涵盖计算机及零部件、PCBA组件、电视摄像头等主要产品。

<sup>3</sup>主要内容是针对境内各乘用车生产企业和各进口乘用车供应企业的企业平均燃料消耗量(CAFC)及新能源乘用车生产(NEV积分)情况进行积分考核，对于新能源汽车负积分未抵偿的企业，将被暂停部分高油耗车型的生产，直至下一年度传统能源乘用车产量较核算年度减少的数量不低于未抵偿负积分数量。

电池汽车外，各类车型 2019 年至 2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%

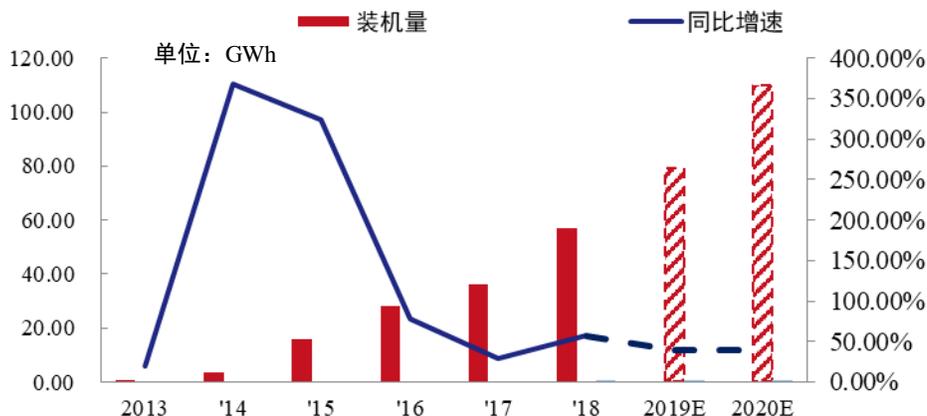
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

高估值并购带来商誉减值，新能源车企资金链紧张，或将影响上游零部件厂商回款。过去数年，政策扶持且有利可图，新能源汽车产业受到资本青睐，上市公司收购频繁，2016 年补贴政策和标准调整之后，新能源汽车产业链呈现资金紧张状态，多家上市公司的 2018 年年报显示，收购的新能源汽车业务盈利不佳或收购定价过高，产生了大量的商誉减值。大洋电机、露笑科技、方正电机、东方精工等多家产业链公司均计提了金额不等的商誉减值准备，上游零部件厂商回款或将受到影响。

### 受益于国家产业政策和市场需求，高能量密度的软包动力电池市场份额有望提升

动力电池装机量将持续增长，以高端产能扩建为主。动力电池成本占新能源车成本的 42%，在新能源车补贴退坡背景下，产业链下游的资金、成本压力逐渐向中上游传导。电池价格的快速下降使得电池企业盈利水平承压，低端产能将逐步出清，高端产能已在逐步规划。2018 年宁德时代、比亚迪、孚能科技、国轩高科、捷威动力公布的新建高端产能分别为 54GWh、64GWh、20GWh、10GWh 和 10GWh，其中孚能科技产能扩建获得超过 10 亿美元融资支持；海外电池企业 LG 化学将在南京新建产能 32GWh，预计到 2020 年国内动力电池扩建产能超过 170 GWh。根据《汽车产业中长期发展规划》，预计 2019-2020 年我国新能源汽车销量分别为 162 万辆、221 万辆，新能源车动力电池需求分别为 81.17GWh、113.60GWh。

图 1 预计我国动力电池装机需求量将持续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

在国家产业政策和市场需求的双重影响下，高能量密度的软包动力电池市场份额有望提升。新能源车补贴政策调整后，补贴额度与电池能量密度挂钩，软包动力电池在能量密度、安全性方面具备优势，软包技术得到国际汽车巨头认可，发展潜力大。软包动力锂电

池技术的第一梯队主要是日韩企业，LG化学作为软包动力电池龙头，已进入大众、戴姆勒、日产、通用、福特、现代、沃尔沃等国际车企的供应链；国内北汽、上汽等乘用车企业纷纷尝试使用软包电池，万向A123、孚能科技软包电池占据主流市场。国内三元软包技术进步明显，以孚能科技为例，单体能量密度达到220wh/kg，Pack后在140-160wh/kg之间。2018年3月，孚能科技成功进入戴姆勒供应商体系。

软包动力电池厂商积极扩产，软包动力渗透率提升的趋势明显。根据高工锂电数据，2018年10月、11月和12月国内动力电池中软包动力电池占比均超过14%，2018年软包动力电池占比已达到13.4%，超过圆柱动力电池（12.5%）。2019年第一季度国内软包电池装机电量约1.22GWh，同比增长207%。软包电池装机总电量排名前十的动力电池企业中，多氟多、卡耐新能源、捷威动力、桑顿新能源电池装机总电量同比增速分别为21,149%、51,446%、131,007%、63,742%。考虑下游主流软包动力电池厂商LG化学、孚能科技扩产规模大，新增产能投产后将极大地提升对上游铝塑膜的需求，预计2020年国内锂电池厂商对铝塑膜的需求约3亿平方米，2017年需求量仅为1.4亿平方米。考虑原材料国产化需求，国内铝塑膜行业将迎来较大发展空间。

**表 5 2019 年第一季度软包动力电池装机总电量 TOP10 企业**

电池企业	电池类型	配套车企	装机总电量 (Kwh)
孚能科技	三元	长城、北汽新能源、昌河	390,478
多氟多	三元	奇瑞汽车、兰州知豆	164,792
卡耐新能源	三元	上汽通用五菱、江铃、前途、汉腾	138,246
捷威动力	三元	奇瑞、合众新能源	128,092
桑顿新能源	三元	东南、瑞驰、猎豹、合加新能源、东风小康	100,411
万向 A123	三元	上海、奇瑞、广汽乘用车	54,569
国能电池	磷酸铁锂、三元	安凯、中联重科、奇瑞万达、东风、汉中等	39,246
河南锂动电源	三元	东风	38,742
宁德时代	其他	东风日产	34,200
中信盟固利	锰酸锂、其他	宇通客车、北汽福田、上汽大通等	32,444

资料来源：GGII

## 四、经营与竞争

2018年，公司完成了对千洪电子的并表，铝塑膜销售收入同比亦有增长，公司功能材料业务收入较上年增长89.85%，毛利率与上年持平；公司防静电/洁净室业务收入小幅增长，但受竞争激烈影响毛利率有所下降。2018年公司营业收入同比增长55.67%，综合毛利率同比下降1.08个百分点。2019年一季度公司营业收入同比增长24.53%，但电子功能材料

低端产品业务规模下降，铝塑膜项目、TAC功能膜项目2018年四季度投产后折旧、人工成本增加，导致公司综合毛利率仅21.13%，下滑幅度较大。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
功能材料业务	39,459.45	18.13%	218,539.28	26.54%	115,112.51	26.71%
防静电/洁净室业务	19,947.57	25.16%	82,022.86	23.20%	80,749.28	26.52%
精密模具业务	2,665.84	23.94%	10,564.96	33.78%	8,150.21	36.78%
其他业务	1,261.54	45.19%	10,243.23	38.17%	2,430.46	56.68%
<b>合计</b>	<b>63,334.40</b>	<b>21.13%</b>	<b>321,370.33</b>	<b>26.30%</b>	<b>206,442.45</b>	<b>27.38%</b>

注：其他业务包括千洪电子和新纶科技（常州）有限公司的原材料销售，公司天津、深圳、苏州等地厂房租赁业务等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

功能材料业务板块是公司目前经营业绩的主要来源和经营战略的主要方向。公司2013年启动功能材料领域的转型升级，2013年末建立常州功能材料产业基地，通过精密涂布技术生产各种膜材料，产品明细如下表所示。常州一期主要生产电子功能材料，引进日本和韩国生产线；2016年公司并购日本凸版T&T株式会社（以下简称“T&T”）软包锂电池用铝塑膜业务（生产主体为日本三重工厂，以下简称“日本工厂”），并采用T&T的生产技术在国内新建工厂生产铝塑膜（为常州二期项目）；常州三期TAC功能性光学薄膜材料项目与日本东山薄膜株式会社（以下简称“东山薄膜”）合作，公司在国内建厂，公司引入原东山薄膜核心团队为工厂的设计、建设、运营提供技术支持与技术服务。此外，2018年公司收购千洪电子100%股权并于当年4月并表，其主营业务是消费电子功能性器件的模切加工，是公司常州一期电子功能材料的下游客户之一。

**表7 公司常州功能材料产业基地功能材料产品明细**

项目名称	产品种类	用途	实施主体
常州一期	电子功能材料，主要产品包括功能性胶带（超薄导热胶带、高净化保护膜、光学胶带等）、人工合成石墨散热膜	消费电子	新纶科技（常州）有限公司（以下简称“常州新纶”）
常州二期	软包锂电池用铝塑膜（简称“铝塑膜”）	新能源汽车、消费电子	新纶复合材料科技（常州）有限公司（以下简称“新复材”）
常州三期	显示器用高端功能性光学薄膜，产品主要为偏光片用 TAC、COP 等功能性薄膜（简称“TAC 功能膜”）	显示器件	新恒东薄膜材料（常州）有限公司（以下简称“新恒东”）

注：常州一期人工合成石墨散热膜毛利较低，2019年起公司不再生产。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

目前公司功能材料主要在常州功能材料产业基地、日本工厂和千洪电子东莞生产基地进行生产，收入主要来源于千洪电子、常州新纶、新复材（日本工厂铝塑膜半成品运回新

复材加工出售）、新恒东。公司在功能材料领域投资、并购力度较大，2018 年功能材料收入占营业收入的比重由 2017 年的 55.76% 提升至 68.00%。

**表 8 公司功能材料业务按业务板块划分的收入及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年 1-3 月		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
功能材料业务	39,459.45	18.13%	218,539.28	26.54%	115,112.51	26.71%
其中:电子功能材料业务	12,398.44	20.76%	66,577.97	44.00%	78,846.29	28.56%
电子材料构件业务 (千洪电子)	17,497.73	20.28%	107,002.13	18.95%	-	-
铝塑膜业务	6,599.91	7.46%	36,269.53	17.97%	25,599.70	25.32%
TAC 功能膜业务	27.05	-744.38%	1,222.48	39.23%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

常州一期目前重点开发中高端产品和高端客户，公司导入苹果的料号数量、对其销售收入均持续增长，并已初步导入OPPO核心供应链，经营业绩有望持续增长，但仍可能受消费电子整体市场景气度影响

公司常州一期项目由常州新纶负责，主要生产功能性胶带、人工合成石墨散热膜，下游客户主要为智能手机、笔记本电脑厂商。常州新纶2018年新增1条高端线，目前拥有13条生产线（含7条低端生产线，6条高端生产线），功能性胶带年产能达到3,500万平方米。

目前公司重点开发中高端电子功能材料，逐渐减少低端产品产量，2018年公司新增的1条高端线投产后，功能性胶带产量同比增长16.67%至2,100万平方米。截至2019年3月末公司功能性胶带中高端产能接近满产，由于产能是按一次涂布统计，而中高端产品一般需要多次涂布，且部分低端产线闲置，功能性胶带产能利用水平较低，加之新增的高端产品线产能需爬坡，2019年第一季度产能利用率降至37.14%。公司按客户订单生产，功能性胶带产销率指标表现相对较好。

**表9 常州一期主要功能材料产能及产销量情况（单位：万平方米、万元）**

产品	项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
功能性胶带	产能	700	3,500	3,000
	产量	260	2,100	1,800
	产能利用率	37.14%	60.00%	60.00%
	销量	240	1,800	2,200
	销售额	10,121	61,009	70,846
	产销率	92.31%	85.71%	122.22%
人工合成石墨散热膜	产能	-	36	36
	产量	-	5	5
	销量	3	4	3
	销售额	280	400	300

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产品良率方面，公司已实现数十款新产品的批量稳定生产，截至2018年末公司功能性胶带综合良率达到94%，较上年末提高1个百分点。电子功能材料所需主要原材料为PET膜、PI膜、胶黏剂等，原材料采购成本约占营业成本的60%，其中70%以上为国内采购，高端基膜、胶粘剂仍需要进口。

客户导入方面，自2017年导入苹果供应链以来，公司写入苹果BOM清单的料号不断增加。2018年、2019年1-3月公司对苹果供应商供货量分别为798万平方米、55万平方米，同比分别增长149.38%和52.78%；对苹果供应商销售收入4.01亿元、0.35亿元，同比分别增长142.41%、106.95%。OV客户方面，公司积极配合OPPO新产品研发，已导入OPPO核心供应链，导入产品为防爆膜、保护膜、胶带等。2018年、2019年1-3月公司实现对OPPO销售收入1,508万元、2,218万元（仅指核心供应链产品），第三季度为手机传统旺季，作为OPPO新进供应商，公司第二、三季度业绩有望受益。目前公司仍在配合VIVO研发新产品，暂未有料号导入。此外，公司收购了台湾拓丞股份有限公司（以下简称“拓丞股份”）70%股权，拟借助拓丞股份在手机防爆膜的技术及成本优势导入华为供应链，但目前未有最新进展。

**表10 常州一期对苹果产品的订单量及销售收入**

客户名称	销售收入（万元）				订单量（万平米）			
	2019年 1-3月	2018年 1-3月	2018 年	2017 年	2019年 1-3月	2018年 1-3月	2018 年	2017 年
领胜集团	1,645	490	9,167	450	25	8	187	38
迈锐集团	730	473	7,907	1,773	11	7	191	26
宝德集团	369	154	7,366	6,365	5	3	170	126
苏州安洁	28	123	5,085	3,456	1	5	110	76
其他	741	459	10,560	4,492	13	13	140	54
<b>合计</b>	<b>3,514</b>	<b>1,698</b>	<b>40,085</b>	<b>16,536</b>	<b>55</b>	<b>36</b>	<b>798</b>	<b>320</b>

资料来源：公司提供

销售收入方面，2018年第四季度苹果订单量低于预期，加之公司逐渐淘汰低端产品、减少与回款能力不佳客户的合作，低端产品销量大幅下降，2018年公司电子功能材料业务板块实现收入6.66亿元，同比下降15.56%。公司电子功能材料产品的主要竞争对手均为国外知名企业，产品研发难度大、生产工艺复杂、毛利水平高，2018年公司集中供应苹果等高端客户，毛利率进一步提升至44.00%。2019年第一季度电子功能材料业务毛利率为20.76%，同比下滑10.24个百分点，主要原因为：1）一季度是行业传统淡季，出货量较小，需承担的固定成本高；2）2018年一季度公司承接的技术服务项目毛利率较高，但不具有

持续性，在此后未再产生收入；3）低端产品业务量下滑，但承担的固定成本仍然较高。

总体来看，公司目前重点开发中高端客户，在苹果供应链的销售份额进一步提升，且已进入OPPO核心供应链，经营业绩有望持续增长，但当前公司业绩高度依赖苹果，如苹果出货量呈下降趋势，或销量显著低于预期，将较大地影响公司收入和盈利。

**千洪电子并表后为公司贡献了较多收入和利润，与电子功能材料业务的协同效应初步显现，但其经营业绩对大客户较依赖**

电子材料构件业务主要由千洪电子负责实施，千洪电子2018年4月并表，主要生产消费电子产品功能性器件，分为内部功能性器件和外部功能性器件。内部功能性器件包括防护保洁类、粘贴固定类、缓冲类、屏蔽类、防尘类、绝缘类、散热类等，外部功能性器件包括防护引导类、标识类等。

千洪电子主要服务消费电子客户，客户对公司资质（如产品质量、研发实力、生产规模等）进行考察，认证通过后，公司再通过招投标方式获得正式订单。采购分为原材料、模具和生产设备的采购，其中公司采购的原材料包括泡棉、胶带、保护膜、导电布、铜箔等，上述原材料市场供应充足，采购价格随市场价格变动。结算方式上，千洪电子均为现汇结算，与OPPO、VIVO等终端客户为开票后60天收款，与供应商为收票后30-90天付款。对于部分非终端客户，由终端客户（甲方）、千洪电子（丙方）、直接客户（乙方）签订《付款担保三方协议》，如乙方未能按期支付货款，甲方有权扣押等额的乙方货款，并视情况轻重取消乙方订单份额或暂停乙方供货资格。

随着OPPO、VIVO手机销量的快速增长，千洪电子的电子材料构件年产能从2016年的46.65亿片增长至2018年的78.43亿片，年复合增长率29.66%，产量复合增速为4.85%；产能利用率较低且逐年下降，主要是因为消费电子类产品生产存在淡旺季，且产能利用率的统计口径是按每台机器工时数算，但部分产品生产流程限制设备不能同时开工，从而导致产能闲置，而公司产能扩张较快，导致产能闲置率不断上升。

**表11 千洪电子电子材料构件产能及产销量情况（单位：万片）**

年份	年产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2018年	784,250.00	400,475.00	495,633.00	51.06%	123.76%
2017年	707,500.00	379,940.03	475,444.18	53.70%	125.14%
2016年	466,500.00	364,289.00	458,764.66	78.09%	125.93%

注：旺季千洪电子自有产能不足，存在部分外协加工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

千洪电子下游客户包括OPPO、VIVO等一线手机厂商和深圳市东方亮彩精密技术有限公司（以下简称“东方亮彩”）、深圳市长盈精密技术股份有限公司等消费电子领域供应商，已与OPPO、VIVO签订长期供货协议，近年核心客户较稳定。2016-2018年千洪电子

前三大客户OPPO、VIVO、东方亮彩的销售收入合计3.44亿元、4.32亿元和6.72亿元，占其营业收入的80.74%、73.21%和58.87%，2018年前三大客户营收占比较上年下降14.34个百分点，系当年新增的复合材料、电子材料贸易业务占比较高所致。

**表12 千洪电子前五名客户销售额及占比（单位：万元）**

年份	序号	客户名称	销售金额	占比
2018年	1	东莞市欧珀精密电子有限公司（OPPO）	35,820.65	31.39%
	2	深圳市东方亮彩精密技术有限公司	21,104.02	18.49%
	3	维沃通信科技有限公司（VIVO）	10,249.82	8.98%
	4	广东劲胜智能集团股份有限公司	8,693.02	7.62%
	5	浙江兆奕科技有限公司	6,230.23	5.46%
<b>合计</b>			<b>82,097.74</b>	<b>71.94%</b>
2017年	1	东莞市欧珀精密电子有限公司（OPPO）	24,437.91	41.44%
	2	维沃通信科技有限公司（VIVO）	13,206.51	22.39%
	3	深圳市东方亮彩精密技术有限公司	5,528.91	9.38%
	4	深圳市长盈精密技术股份有限公司	3,484.41	5.91%
	5	东莞鸿绩塑胶模具有限公司	2,284.19	3.87%
<b>合计</b>			<b>48,941.93</b>	<b>82.99%</b>
2016年	1	东莞市欧珀精密电子有限公司（OPPO）	15,174.45	35.59%
	2	维沃通信科技有限公司（VIVO）	12,497.31	29.31%
	3	深圳市东方亮彩精密技术有限公司	6,751.01	15.84%
	4	东莞鸿绩塑胶模具有限公司	3,376.52	7.92%
	5	深圳市长盈精密技术股份有限公司	1,612.85	3.78%
<b>合计</b>			<b>39,412.14</b>	<b>92.44%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于核心客户市场份额不断提升，千洪电子2018年营业收入11.41亿元，净利润1.58亿元，年复合增速分别为24.59%（扣除贸易收入后）和51.54%，2016-2018年毛利率分别为27.53%、29.23%和18.95%，2018年毛利率同比下降10.28个百分点，主要源于当年千洪电子新增的复合材料、电子材料贸易收入4.79亿元，占比42.00%，毛利率仅为11.55%。2016-2018年千洪电子经营活动现金流净额分别为0.67亿元、1.08亿元和0.32亿元，回款情况较好。

综上，千洪电子并表后为公司贡献了较多收入和利润，且千洪电子的电子材料构件业务与公司的电子功能材料业务客户协同效应强，此次并购有利于公司消费电子产业链延伸，目前公司已成功导入OPPO供应链。但我们也注意到，千洪电子业绩高度依赖OPPO、VIVO等终端客户，且此次并购形成商誉12.51亿元<sup>4</sup>，如千洪电子受消费电子整体景气度影

<sup>4</sup> 2017年、2018年千洪电子经审计的扣除非经常性损益后的净利润分别为1.19亿元、1.56亿元，均已实

响业绩不达预期，将可能引发商誉减值风险。

**公司铝塑膜日本工厂接近满产并为动力客户稳定供货，国内工厂动力产品仍处于客户认证期，未能大批量出货，短期内铝塑膜业务盈利面临压力；常州三期仍处于试生产阶段，暂未量产贡献业绩**

铝塑膜下游客户为汽车电子和消费电子锂电池厂商（即动力客户和3C客户），产能方面，公司并购的日本工厂规划产能200万平方米/月，国内规划的两期产能均为300万平方米/月，其中第一条生产线已于2018年9月末投产，第二条生产线延迟至2019年末投产（原计划2019年二季度试产）。2017年日本工厂铝塑膜月平均出货量仅为77万平方米，2018年日本工厂月最高出货量达150万平方米；国内工厂第一条生产线2019年第一季度出货量约60万平方米，2019年4月单月出货量超过50万平方米。

**表13 公司铝塑膜产能及产销量情况（单位：万平方米、万元）**

产品	项目	2019年1-3月	2018年	2017年
软包锂电池用铝塑膜	产能	450	1,650	1,200
	产量	260	963	927
	产能利用率	57.78%	58.36%	77.25%
	销量	286	958	803
	销售额	6,211	23,534	20,552
高性能铝材	产量	72	360	350
	销量	72	360	350
	销售额	1,801	8,685	8,100

注：2018年铝塑膜产能利用率为58.36%，同比下降18.89个百分点，系日本工厂和国内工厂新增产能爬坡所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供货方面，因汽车电子所需铝塑膜产品认证周期较长、产品品质要求高，目前仍由日本工厂供应；国内工厂产品已通过宁波维科认证，ATL等3C客户的品质认证已完成，公司正积极推动其他客户认证。

2018年公司销售的铝塑膜产品大部分来自日本工厂，公司目前已成为包括孚能科技、捷威动力、微宏动力、卡耐新能源、中信盟固利、桑顿新能源、多氟多等软包动力电池的独家或主要铝塑膜供应商，全年累计销售铝塑膜958万平方米，同比增长19.30%，实现铝塑膜产品销售收入2.35亿元，同比增长14.51%。

动力客户方面，2018年公司与孚能科技就铝塑膜采购签订合作协议，2019年全年孚能科技需求量为400万平方米，公司保供量800万平方米。3C客户方面，公司国内工厂已为宁波维科、赛骄阳、雷寓达、湖南立方等3C客户供货，2019年第一季度国内工厂铝塑膜出货

现业绩承诺。

量60万平方米，而2019年4月单月国内工厂铝塑膜销量已达51.08万平方米，实现销售收入1,288万元，产品销售均价25.2元/平方米。未来孚能科技、捷威动力等客户新建产能释放，公司国内工厂如能顺利通过客户认证，铝塑膜销售收入有望快速增长。

2018年铝塑膜前五大客户均为国内知名电池厂商，销售额合计1.19亿元，占当年销售额的50.71%，销售均价23.22元/平方米。

此外，公司采用代工的方式销售高性能铝材，2018年共计销售360万平方米高性能铝材，销售额8,685万元<sup>5</sup>，销量及销售额分别较上年增长2.86%和7.22%。

**表 14 2018 年公司铝塑膜业务前五大客户明细**

客户名称	销售收入（万元）	产品类型
孚能科技	4,329	动力类
卡耐新能源	2,350	动力类
ATL	2,053	3C 类
捷威动力	1,782	动力类
微宏动力	1,421	动力类
<b>前五名客户合计</b>	<b>11,935</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，公司铝塑膜日本工厂已为动力客户稳定供货，而国内工厂处于投产初期，目前已通过宁波维科的全面认证和ATL等3C客户的品质认证，动力客户仍在认证过程中，产品性能、良率高低都会影响客户认证结果和后续供货的稳定性，从而影响公司的市场份额和盈利。

国内工厂投产后折旧和管理成本都在上升，但动力客户和3C客户认证时间长，大规模量产还需要时间，因此2018年新复材实现净利润1,250.73万元，同比下降30.50%，短期内铝塑膜盈利仍面临压力。国内工厂动力客户若实现批量出货后有望提升该业务盈利。

常州三期TAC功能膜项目主要用于显示面板领域，其中TAC功能膜项目一期计划总投资55,958.65万元，截至2018年末已投资52,426.64万元，2条生产线于2018年11月投产，年产能1,000万平方米。2018年TAC功能膜实现销售收入1,222.48万元，主要是委托常州新纶生产的小批量汽车防爆膜实现的收入，常州三期目前仍处于试生产阶段，暂未形成大规模订单。

**公司防静电/洁净室业务面临激烈竞争，且净化工程施工占款较多，公司暂不考虑扩大业务规模**

公司防静电/洁净室业务包括净化产品销售、净化工程和超净清洗业务。2018年公司

<sup>5</sup> 2018年高性能铝材销售收入0.87亿元，其中0.55亿元计入常州一期，0.32亿元计入常州二期。

净化产品销售小幅增长，公司实现防静电/洁净室业务收入8.20亿元，与上年基本持平，但受市场竞争激烈、原材料成本上升等因素影响，该业务毛利率较上年下降3.32个百分点。由于净化产品销售及超净清洗业务竞争激烈，公司主动压缩业务规模并集中服务于大客户，净化工程施工对运营资金的占用较多且收款周期长，目前公司暂不考虑扩大防静电/洁净室业务规模。

**表 15 公司防静电/洁净室业务构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
防静电/洁净室业务	19,947.57	25.16%	82,022.86	23.20%	80,749.28	26.52%
其中：净化产品销售	11,357.69	23.89%	42,465.51	21.46%	38,194.41	22.70%
净化工程	7,454.34	26.87%	36,290.58	25.49%	38,615.26	30.71%
超净清洗	1,135.54	26.75%	3,266.77	20.47%	3,939.61	22.46%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司净化产品仍集中服务华为、歌尔股份、业成科技、爱普生、三星等大客户。2018年公司服装、工鞋、擦拭品产能均未变动，销量同比均下降，但净化产品销售收入同比增长11.18%，主要是由于净化产品的主要原材料面料（条/网格）、PVC和PU原料均以原油为基础生产，受石油价格上升影响，面料（条/网格）、PVC等原材料平均采购价格较上年上涨6.61%、3.48%和3.35%，加之汇率变动和对部分大客户让利，2018年净化产品毛利率下降1.24个百分点至21.46%。

**表 16 2018年公司主要净化产品产能、产销量情况**

产品名称	单位	年产能	销量	
			2018年	变动率
服装	万套	500	268	-0.74%
工鞋	万双	100	65	-21.69%
擦拭品	万包	100	43	-2.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

净化工程业务主要为净化厂房工程、超净实验室工程等项目的实施，即原净化工程业务和实验室工程业务，分别由公司净化工程事业部和全资子公司上海瀚广实业有限公司（以下简称“上海瀚广”）负责，客户群体已覆盖日化、电子、医药、食品等领域，主要客户包括陕煤集团、立白、中国医药集团、周黑鸭、石药集团、业成科技等。由于净化工程业务垫款规模大且回款期长，公司逐步减少回款不及时客户的业务合作，加之部分客户推迟项目的实施，2018年上海瀚广实验室工程收入同比下降15.98%，净化工程收入仅为3.63亿元，同比下降6.02%。截至2018年末公司净化工程业务在手订单34个，合同金额1.6亿元，其中原净化工程、实验室工程在手订单分别为15个、19个，在手合同金额分别为1.14

亿元、0.46亿元，净化工程业绩仍有一定保障，但同时我们注意到，净化工程业务垫款规模大，回款期长，对公司营运资金形成较大占用。

**表 17 公司净化工程收入及毛利率明细（单位：万元）**

产品/服务种类	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
原净化工程	21,032.27	23.31%	20,456.00	36.97%
实验室工程	15,258.30	28.49%	18,159.26	34.93%
<b>合计</b>	<b>36,290.58</b>	<b>25.49%</b>	<b>38,615.26</b>	<b>30.71%</b>

资料来源：公司提供

超净清洗业务主要包括为净化产品和净化工程客户提供配套服务，及为大客户提供专门的超净清洗服务。公司超净清洗中心主要采取靠近大客户的战略，目前在全国拥有深圳新纶、苏州新纶、合肥洁易等多家超净清洗中心，主要服务于华为、业成科技、欧菲光、华星光电等大客户，由于同类企业竞争激烈，2018年公司超净清洗业务营业收入0.33亿元，同比下降17.08%。

#### 公司模具业务不断拓展海外市场，收入保持稳定增长

公司全资子公司江天精密制造科技（苏州）有限公司（以下简称“江天精密”）<sup>6</sup>负责医药、医疗、食品、日化行业包装注塑和吹塑模具的生产销售，可生产最高可达96腔的多腔模具、旋转立方模具等较高技术壁垒产品。2017年以来公司积极开拓海外市场已取得一定成效，2018年公司拓展的海外客户主要有Rieke、SILAFRICA、VISY等，模具业务海外市场销售收入占比37%。

2018年，公司继续专注于制造高腔、高精度医疗、食品、日化等注塑模具及产品，提升市场地位。由于模具属定制类产品且结构复杂，公司逐步淘汰小金额低附加值订单，单套模具价格提高，日化、医药和医药耗材类模具产销量虽有所下降，江天精密仍实现模具销售收入1.06亿元，较上年增长29.63%，公司在开拓新客户时给予一定的让利，其毛利率同比下降3.00个百分点至33.78%。

**表 18 2018 年江天精密主要产品产量、销量（单位：套）**

产品类别	2018 年		2017 年	
	产量	销量	产量	销量
日化类模具	72	68	95	81
食品类模具	79	75	59	43

<sup>6</sup> 2017年3月，公司完成对江天精密剩余49%股权的收购，原股东翁铁建先生及配偶任丽英女士在股权转让1601.77万元协议中承诺业绩如下：江天精密2017年度、2018年度、2019年度净利润分别不低于1,600万元、2,200万元、2,800万元。2017年、2018年江天精密净利润为1,601.88万元、2,235.83万元，均已实现业绩承诺。

医药类模具	52	46	53	49
医药耗材类模具	34	27	56	50
<b>合计</b>	<b>237</b>	<b>216</b>	<b>263</b>	<b>223</b>

资料来源：公司提供

江天精密仍实行直销的销售模式，近年来主要客户包括石家庄四药有限公司、山东威高集团医用高分子制品股份有限公司等，2018年前五大客户收入占比54.03%，集中度较高，如主要客户经营状况发生不利变化，可能影响公司模具业务的稳定性。

**公司常州二期、常州三期项目和成都PBO纤维项目后续仍需一定的资金投入，公司未来仍面临市场风险和技术升级风险**

公司目前在建项目包括铝塑膜项目二期、TAC功能膜二期项目和成都PBO纤维项目，分别由新复材、新恒东和子公司成都新晨新材科技有限公司（以下简称“新晨新材”）实施。其中成都PBO纤维项目基本建设完成，待关键设备安装后可进行量产；铝塑膜项目二期目前处于设备安装及净化工程阶段，尚需投资1.50亿元；TAC功能膜二期项目总投资3.13亿元，截至2018年末尚未开工。上述在建项目投产后有望为公司贡献较多收入，但由于上述项目产品技术壁垒较高，后续如市场需求变化、市场开拓不足或产品创新升级能力不足，公司仍将面临一定的经营风险。

**表19 截至2018年末公司在建、拟建项目明细（单位：亿元）**

项目名称	生产线	预算总投资	已投资	尚需投资	预计投产时间
铝塑膜项目二期	1条	3.40	1.90	1.50	2019年11月
TAC功能膜二期项目	3条	3.13	0.00	3.13	2019年12月
成都PBO纤维项目	-	2.60	2.25	0.45	2019年三季度末
<b>合计</b>		<b>9.13</b>	<b>4.15</b>	<b>5.08</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具出具带强调事项段的无保留意见的2018年审计报告和未经审计的2019年一季报。因对2017年合并现金流量表中经营活动产生的现金流项下科目进行差错更正，2017年数据采用2018年期初数，报告均采用现行会计准则编制。

强调事项段为：“公司及全资子公司深圳市金耀辉科技有限公司、天津新纶科技有限公司在2017年5月至2018年6月期间，使用自身在银行的定期存款，曾经为广州宏辉电子科技有限公司（以下简称“宏辉电子”）、深圳市前海贝斯曼科技有限公司（以下简称“贝斯

曼”)、深圳市亿芯智控科技有限公司(以下简称“亿芯智控”)的银行贷款分别提供了累计发生额为3.38亿元、1.47亿元和1.47亿元担保,截至2018年12月31日,担保余额共1.90亿元。本段内容不影响已发表的审计意见。”

2018年公司合并范围内子公司增加5家、减少2家,截至2018年末纳入公司合并范围的子公司共29家,明细如附录二所示。

## 资产结构与质量

随着新材料业务规模扩张及千洪电子并表,公司总资产同比大幅增长,但应收账款及商誉占比较高,部分应收账款回款风险较大

自公司向新材料领域转型以来,公司在该领域的投资力度不断加大,为完善功能材料产业链,公司于2018年4月收购千洪电子并表,截至2019年3月末公司总资产规模达97.60亿元,较2017年末增长50.04%。截至2019年3月末公司非流动资产占比为56.25%,非流动资产以常州一期、二期、三期项目建设成本和商誉为主,固定资产和商誉合计占总资产的37.09%。

表20 公司主要资产构成情况(单位:万元)

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	148,071.06	15.17%	160,992.47	16.54%	140,730.47	21.64%
应收票据及应收账款	156,959.55	16.08%	166,147.98	17.07%	113,079.27	17.38%
其中:应收票据	5,198.29	0.53%	12,169.35	1.25%	3,425.94	0.53%
应收账款	151,761.26	15.55%	153,978.62	15.82%	109,653.32	16.86%
预付款项	23,558.62	2.41%	17,603.60	1.81%	14,011.14	2.15%
存货	67,373.79	6.90%	65,268.66	6.71%	42,727.77	6.57%
<b>流动资产合计</b>	<b>427,011.19</b>	<b>43.75%</b>	<b>438,555.04</b>	<b>45.05%</b>	<b>319,337.91</b>	<b>49.09%</b>
投资性房地产	24,194.55	2.48%	25,581.27	2.63%	15,617.95	2.40%
固定资产	186,775.96	19.14%	185,935.06	19.10%	142,577.89	21.92%
在建工程	60,186.31	6.17%	53,554.05	5.50%	30,152.60	4.64%
无形资产	50,026.00	5.13%	50,865.76	5.23%	47,406.11	7.29%
商誉	175,246.53	17.96%	174,077.61	17.88%	48,937.84	7.52%
其他非流动资产	22,333.11	2.29%	15,578.29	1.60%	23,886.50	3.67%
<b>非流动资产合计</b>	<b>548,968.60</b>	<b>56.25%</b>	<b>534,871.14</b>	<b>54.95%</b>	<b>331,124.05</b>	<b>50.91%</b>
<b>资产总计</b>	<b>975,979.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>973,426.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>650,461.96</b>	<b>100.00%</b>

资料来源:公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季度报,中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、存货等。公司货币资金波动，主要是融资资金到位、在建项目持续投入导致的增减变动。截至2018年末公司货币资金为16.10亿元，其中受限资金3.63亿元，主要是定期存单质押担保、保证金等。随着业务规模扩大，公司应收账款保持较快增长，截至2018年末公司应收账款账面价值15.40亿元，同比增长40.42%，账龄在1年以上款项占比为23.72%；分业务类型看，截至2018年末公司电子功能材料业务、千洪电子、净化工程业务、铝塑膜业务应收账款分别占比33.27%、21.83%、13.02%、10.81%，合计占比78.93%，且我们注意到电子功能材料业务前三大应收对象吉安市维克哈德电子材料有限公司、东莞市智凝光学科技有限公司、东莞市麦克斯韦电子材料有限公司应收账款合计1.90亿元，占电子功能材料业务板块应收账款的37.10%，占公司应收账款的12.34%，上述款项账龄均超过1年，公司已计提坏账准备1,578.13万元，截至2019年4月末仅回款558.92万元，剩余款项可能回收风险较大。截至2019年3月末，公司应收账款账面价值15.18亿元，已计提坏账准备1.32亿元，公司应收账款规模较大，已占用公司较多资金，如客户资信状况、经营状况发生不利变化，导致款项不能及时回收，将对公司经营产生较大不利影响。

公司预付款项规模逐年小幅上升，主要是未结算完毕的材料、设备款等增加，截至2018年末前五名预付对象0.73亿元，占预付账款的41.20%。存货主要包括库存商品、原材料、发出商品和净化工程业务形成的已完工未结算资产，截至2018年末存货同比增幅达52.75%，主要是常州一期、二期原材料备货增加和净化工程业务工程结算进度放缓，完工未结算资产增加所致。净化工程业务垫资较多，以及新材料业务扩张带来存货规模上升，对公司营运资金形成一定占用。

非流动资产主要为固定资产、商誉、在建工程等。投资性房地产主要是公司对外出租的厂房，随着天津新纶科技有限公司及苏州新纶超净技术有限公司厂房陆续出租，公司投资性房地产规模逐年增长。固定资产主要是公司名下的房屋建筑物和生产线，2018年末固定资产同比增长30.41%，主要系公司收购千洪电子以及常州二期陆续完工转固所致。2018年以来，公司在建工程账面价值持续上升，主要系公司常州二期、三期及PBO项目在建投入。无形资产主要为公司拥有的土地使用权、铝塑膜产品非专利技术等，规模较为稳定。2018年末公司商誉为17.41亿元，同比增长255.71%，主要为公司并购千洪电子形成的12.51亿元商誉。其他非流动资产主要是公司预付的工程及设备款，存在一定波动。

截至2018年末，公司受限资产15.03亿元，占公司总资产的15.44%。

## 资产运营效率

公司应收款项和存货周转天数均下降，净营业周期缩短，但应收款项周转速度仍较慢。随着公司主业向新材料转型，功能材料业务占营业收入的比重由2017年的55.76%提高到2018年的68.00%，而功能材料与客户和供应商的结算周期短于净化工程业务，2018年公司应收款项和存货周转天数均下降。收入结构的持续调整使得公司净营业周期由2017年170.03天缩短至2018年的117.60天，但应收款项周转天数仍超过150天，对公司资金形成较大占用。

**表 21 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018 年	2017 年
应收账款周转天数（含应收票据）	156.40	191.85
存货周转天数	82.07	97.01
应付账款周转天数（含应付票据）	120.87	118.83
净营业周期	117.60	170.03
流动资产周转天数	424.50	573.23
固定资产周转天数	184.00	231.26
总资产周转天数	909.54	1,115.82

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报，中证鹏元整理

## 盈利能力

千洪电子并表后公司营业收入大幅增长，铝塑膜项目和TAC功能膜项目虽投产但未大批量供货，折旧、人工成本较高，短期内公司盈利承压

受益于千洪电子并表，2018 年公司实现营业收入 32.14 亿元，同比增长 55.67%，但防静电/洁净室业务和精密模具业务毛利率下降，公司综合毛利率同比下降 1.08 个百分点。功能材料业务是公司经营业绩的主要来源，2018 年及 2019 年一季度公司常州一期苹果订单量和导入料号同比均大幅增长，并已导入 OPPO 核心供应链，千洪电子并表后为公司贡献较多收益，公司铝塑膜日本工厂已基本满产并稳定供货，但国内工厂由于动力客户认证周期较长，尚未大批量出货，TAC 功能膜项目处于产品研发期，亦未量产贡献业绩。盈利能力方面，铝塑膜项目和 TAC 功能膜项目 2018 年第四季度投产后折旧、人工成本上升，同时公司融资规模扩大、融资成本上升带来财务费用大幅增长，2019 年第一季度公司净利润仅 858.46 万元，同比下降 82.83%。随着业务规模扩大，公司营运资金需求将迅速上升，财务成本可能上升，短期内公司盈利承压。

**表 22 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
营业收入	63,334.40	321,370.33	206,442.45

营业利润	1,365.79	34,583.90	16,170.81
利润总额	1,259.45	35,404.04	18,412.81
净利润	858.46	28,503.67	16,493.03
综合毛利率	21.13%	26.30%	27.38%
期间费用率	22.49%	15.72%	20.35%
总资产回报率	-	6.12%	4.75%
净资产收益率	-	6.72%	4.96%
营业收入增长率	24.53%	55.67%	24.48%
净利润增长率	-82.83%	72.82%	233.68%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司主营业务回款能力有所下降，未来营运资金需求将增加，资金压力可能加大

公司净化工程业务回款期一般为4-12月，2018年以来由于客户推迟结算导致实际回款期更长；公司消费电子客户账期为60-120天，而消费电子旺季集中在第三季度，导致常州一期和千洪电子回款存在滞后，2018年公司回款能力有所下降。2018年公司FFO同比大幅增长122.85%，但随着电子功能材料、铝塑膜业务规模扩大及千洪电子并表，营运资金需求也大幅增长，当年公司经营活动现金净流入2.70亿元。

2018年公司投资活动支出主要是常州二期、常州三期及PBO纤维项目持续建设及并购千洪电子支出。近年公司主要通过债权融资、股权融资、银行借款、融资租赁、信托借款等多种方式筹资，2018年公司通过非公开发行股票募集配套资金4.07亿元，短期借款和融资租赁规模也有增加，当年筹资活动净流入8.53亿元。公司铝塑膜项目和TAC功能膜项目投产时间较短，随着后续大批量生产，公司营运资金需求将迅速上升，且上述项目剩余生产线也计划在2019年投产，所需的人工成本、管理费用等将进一步增加，公司面临的资金压力可能加大。

表 23 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
收现比	1.04	0.82	0.96
净利润	858.46	28,503.67	16,493.03
FFO	-	60,307.86	27,061.50
营运资本变化	-	-33,348.64	-28,020.86
其中：存货减少（减：增加）	-	-22,970.10	-5,206.53
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-69,918.04	-6,806.21
经营性应付项目的增加（减：减）	-	59,539.50	-16,008.12

少)			
经营活动产生的现金流量净额	2,799.98	26,959.23	-959.35
投资活动产生的现金流量净额	-8,545.00	-113,139.85	-52,852.06
筹资活动产生的现金流量净额	13,373.67	85,346.47	14,122.50
现金及现金等价物净增加额	7,535.51	-1,810.53	-39,733.98

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 2018年以来公司有息债务增长较快，短期债务压力较大

随着公司业务规模扩大，为满足营运资金及项目建设资金需求，公司负债规模增长较快，2018年末公司所有者权益同比增长53.82%，主要源于当年发行股份购买千洪电子100%股权，综合影响下公司产权比率降至2019年3月末的89.52%。公司负债仍以流动负债为主，截至2019年3月末公司流动负债占比77.93%。

**表24 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	460,996.76	459,422.80	316,313.80
所有者权益	514,983.02	514,003.39	334,148.16
产权比率	89.52%	89.38%	94.66%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报，中证鹏元整理

公司应付账款和应付票据主要是应付原材料采购款和工程款。截至2018年末公司应付账款及应付票据同比大幅增长2.03倍，主要系公司采购规模进一步增长以及千洪电子并表所致。预收款项主要是公司净化工程类服务向客户预收的工程款。专项应付款主要是尚未达到确认政府补助条件的政府补助款，截至2018年末专项应付款0.63亿元，主要是常州新纶产业园政府补助款。

公司债务压力主要来源于短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款，短期借款全部为信用借款，长期借款为抵押和保证借款，应付债券为本期债券，长期应付款为应付兴业金融租赁有限责任公司、民生金融租赁股份有限公司的融资租赁款。截至2019年3月末公司有息债务33.91亿元，较2017年末增长48.12%，其中短期有息债务26.26亿元，占比为77.44%，占比较高。

**表25 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	206,645.88	44.83%	188,255.08	40.98%	122,613.98	38.76%
应付票据及应付账款	100,600.46	21.82%	119,550.11	26.02%	39,495.54	12.49%

其中：应付票据	29,942.59	6.50%	42,624.62	9.28%	3,419.20	1.08%
应付账款	70,657.87	15.33%	76,925.49	16.74%	36,076.34	11.41%
预收款项	9,410.55	2.04%	5,626.80	1.22%	8,398.07	2.65%
一年内到期的非流动负债	26,025.66	5.65%	24,284.33	5.29%	17,133.13	5.42%
<b>流动负债合计</b>	<b>359,240.08</b>	<b>77.93%</b>	<b>356,447.79</b>	<b>77.59%</b>	<b>205,046.06</b>	<b>64.82%</b>
长期借款	22,940.00	4.98%	8,650.00	1.88%	16,300.00	5.15%
应付债券	21,836.53	4.74%	29,721.25	6.47%	29,607.77	9.36%
长期应付款	31,728.31	6.88%	38,977.70	8.48%	39,879.02	12.61%
专项应付款	6,310.99	1.37%	6,310.99	1.37%	6,310.99	2.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>101,756.68</b>	<b>22.07%</b>	<b>102,975.01</b>	<b>22.41%</b>	<b>111,267.74</b>	<b>35.18%</b>
<b>负债合计</b>	<b>460,996.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>459,422.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>316,313.80</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	339,118.97	73.56%	332,512.98	72.38%	228,953.10	72.38%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

从公司长短期偿债能力指标来看，2018年末公司资产负债率为47.23%，负债水平一般，EBITDA对利息的保障能力虽上升，但短期有息债务增加使得流动比率、速动比率均较上年下降，经营净现金流对长短期负债的保障能力均较弱。从有息债务偿还期限看，2019年4-12月、2020年、2021年公司需偿付的有息债务分别为18.34亿元、6.81亿元、5.21亿元，集中偿付压力较大。

**表 26 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	47.23%	47.20%	48.63%
流动比率	1.19	1.23	1.56
速动比率	1.00	1.05	1.35
EBITDA（万元）	-	65,429.63	40,824.35
EBITDA 利息保障倍数	-	4.34	3.37
有息债务/EBITDA	-	5.08	5.61
债务总额/EBITDA	-	7.02	7.75
经营性净现金流/流动负债	0.01	0.08	-
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.06	-

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

深高新投提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平

深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深高新投”）已出具了担保函，承诺为本期债券本息偿付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、

以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起两年。

深圳高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，由深圳市政府于1994年12月发起设立，初始注册资本1亿元。根据《深圳市投资控股有限公司关于同意高新投公司增资立项的批复》（深投控【2017】185号），2017年11月24日，深圳高新投股东与深圳高新投签订《深圳市高新投集团有限公司增资协议》，深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司、深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）以人民币40亿元认购深圳高新投新增注册资本242,524.17万元，其中242,524.17万元计入注册资本，剩余157,475.83万元计入资本公积，该增资事项于2018年3月9日完成工商信息变更。2018年12月，经全体股东同意，上述计入资本公积的157,475.83万元增资款项转增注册资本，截至2018年末，深圳高新投注册资本和实收资本均为88.52亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持有公司41.80%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表27所示

**表 27 截至 2018 年末深圳高新投股东情况（单位：万元）**

公司名称	出资额	出资比例	企业类别
深圳市投资控股有限公司	370,027.25	41.80%	国资有限责任公司
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	177,043.79	20.00%	民营有限责任公司
深圳市财政金融服务中心	132,236.81	14.94%	事业单位法人
深圳市远致投资有限公司	97,728.026	11.04%	国资有限责任公司
恒大集团有限公司	84,189.37	9.51%	民营有限责任公司
深圳市海能达投资有限公司	21,047.34	2.38%	民营有限责任公司
深圳市中小企业服务署	2,937.91	0.33%	事业单位法人
<b>合计</b>	<b>885,210.50</b>	<b>100.00%</b>	-

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

公司经营以融资担保和保证担保业务（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、保证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，公司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。

截至2018年末，深圳高新投资产总额为205.27亿元，归属于母公司所有者权益为117.79亿元；2018年，深圳高新投实现营业总收入20.85亿元，利润总额15.21亿元。深圳高新投主要财务指标如表28所示。

**表 28 深高新投主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
----	--------	--------	--------

总资产	2,052,718.02	1,346,952.97	789,850.84
归属于母公司所有者权益合计	1,177,908.41	1,119,107.66	655,949.44
现金类资产	245,812.02	315,598.91	117,361.44
营业收入	208,520.14	150,517.45	110,064.01
投资收益	5,793.09	8,676.67	17,187.44
利润总额	152,101.10	110,942.95	95,238.51
净资产收益率	9.86%	12.24%	10.94%
在保责任余额（亿元）*	835.99	974.22	1,167.06
其中：融资担保在保责任余额（亿元）*	456.66	621.32	781.62
拨备覆盖率*	214.52%	197.66%	154.12%
准备金覆盖率*	0.97%	0.68%	0.48%
融资担保放大倍数*	3.96	5.55	11.92
当期担保代偿率*	0.12%	0.01%	0.26%
累计代偿回收率*	-	40.24%	28.44%

注：1、2017年净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项；

2、业务数据经过深高新投重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异。

3、带\*标注指标为2018年6月数据。

资料来源：深高新投 2016-2018 年审计报告、深高新投提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，深高新投主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。

## 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2016年1月1日至报告查询日（2019年3月5日），上海瀚广不存在未结清不良类信贷记录，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；从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月27日），公司本部、千洪电子不存在未结清不良类信贷记录，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；从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月29日），常州新纶不存在未结清不良类信贷记录，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

公司存在违规担保，内部治理仍需完善；公司高管变动较大，原副总裁被证监会立案调查

公司存在违规担保，内部治理需完善。公司及全资子公司深圳市金耀辉科技有限公司、天津新纶科技有限公司在2017年5月至2018年6月期间，使用自身定期存款，为宏辉电子、贝斯曼、亿芯智控的银行贷款分别提供了累计发生额为3.38亿元、1.47亿元和1.47亿元担保，上述担保实际发生额6.32亿元。公司财务总监马素清以及时任公司董事会秘书高翔在向公司时任总裁傅博进行汇报后，违规使用公司公章签署了对外担保的文件且未提出上述担保事项需履行公司内部审议程序的建议，导致上述担保未能按程序提交公司董事会、股东大会审议，也未及时对外披露。截至2019年1月31日，三家企业相关贷款已全额归还，公司银行存单已解除质押状态，公司相关担保责任已经解除，上述担保未给公司造成损失。虽然上述担保责任已解除，但中证鹏元将持续关注公司内部治理改善情况。

公司高管存在较大变动。2019年3月，公司原董事会秘书、副总裁高翔先生辞去公司董事会秘书职务，仍担任副总裁职务，公司聘任张桥先生为董事会秘书、总裁高级助理。2019年4月公司董事、原总裁傅博先生申请辞去总裁职务，由公司董事长侯毅先生暂时代理总裁职责。2019年4月公司聘任文成炜先生为公司副总裁，文成炜先生先后获得法学士学位和法律硕士学位，曾就职蓝星清洗股份有限公司、北京市万商天勤律师事务所，2019年4月加入公司。2019年6月12日，公司原副总裁高翔先生收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》（编号：稽总调查字191403号），高翔因涉嫌内幕交易，被证监会立案调查。2019年6月14日，高翔先生辞去公司副总裁职务，其辞职后将不再担任公司任何高级管理人员职务。

## 八、评级结论

受益于国家产业政策支持和市场需求增加，软包动力电池市场份额将不断提升。软包动力电池具备能量密度优势，软包技术得到国际汽车巨头认可，国内外软包动力电池厂商均在国内扩建产能。公司铝塑膜日本工厂接近满产并稳定供货，国内工厂出货量逐步提升，常州一期产品技术水平先进，对苹果的订单量持续增长，并已导入OPPO供应链，千洪电子并表后为公司贡献了较多业绩。深高新投为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

但中证鹏元也注意到，公司存在过违规担保，2019年以来高管变动较大，原副总裁被证监会立案调查，公司实际控制人股权质押比例高，未来计划减持股份；常州一期和千洪电子盈利较依赖大客户订单，公司铝塑膜项目、TAC功能膜项目投产后尚未能大批量出货，而折旧、人工等成本进一步增加，营运资金需求迅速上升，短期内公司盈利承压，资金压力也可能加大；公司有息债务中短期债务占比较高，集中偿付压力较大。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，上调公司主体长期信用等级为AA，评级展望调整为稳定。

## 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）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	148,071.06	160,992.47	140,730.47	173,031.93
应收票据及应收账款	156,959.55	166,147.98	113,079.27	106,951.35
固定资产	186,775.96	185,935.06	142,577.89	122,659.93
商誉	175,246.53	174,077.61	48,937.84	48,971.82
总资产	975,979.78	973,426.19	650,461.96	629,276.65
短期借款	206,645.88	188,255.08	122,613.98	78,380.00
应付票据及应付账款	100,600.46	119,550.11	39,495.54	59,472.15
一年内到期的非流动负债	26,025.66	24,284.33	17,133.13	14,107.15
长期借款	22,940.00	8,650.00	16,300.00	21,300.00
应付债券	21,836.53	29,721.25	29,607.77	30,806.50
长期应付款	31,728.31	38,977.70	39,879.02	48,198.75
总负债	460,996.76	459,422.80	316,313.80	297,925.52
有息债务	339,118.97	332,512.98	228,953.10	204,598.39
所有者权益合计	514,983.02	514,003.39	334,148.16	331,351.14
营业收入	63,334.40	321,370.33	206,442.45	165,844.95
营业利润	1,365.79	34,583.90	16,170.81	2,778.24
净利润	858.46	28,503.67	16,493.03	4,942.78
经营活动产生的现金流量净额	2,799.98	26,959.23	-959.35	10,667.23
投资活动产生的现金流量净额	-8,545.00	-113,139.85	-52,852.06	-78,258.71
筹资活动产生的现金流量净额	13,373.67	85,346.47	14,122.50	215,644.77
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数（含应收票据）	-	156.40	191.85	202.66
存货周转天数	-	82.07	97.01	89.80
应付账款周转天数（含应付票据）	-	120.87	118.83	132.23
净营业周期（天）	-	117.60	170.03	160.22
流动资产周转天数	-	424.50	573.23	529.28
固定资产周转天数	-	184.00	231.26	235.29
总资产周转天数	-	909.54	1,115.82	1,077.55
综合毛利率	21.13%	26.30%	27.38%	24.65%
期间费用率	22.49%	15.72%	20.35%	23.01%
资产负债率	47.23%	47.20%	48.63%	47.34%
流动比率	1.19	1.23	1.56	1.93
速动比率	1.00	1.05	1.35	1.71
EBITDA（万元）	-	65,429.63	40,824.35	19,798.54
EBITDA 利息保障倍数	-	4.34	3.37	2.03
负债与所有者权益比	89.52%	89.38%	94.66%	89.91%

收现比	1.04	0.82	0.96	0.95
总资产回报率	-	6.12%	4.75%	2.76%
有息债务/EBITDA	-	5.08	5.61	10.33
债务总额/EBITDA	-	7.02	7.75	15.05
经营性净现金流/流动负债	0.01	0.08	-	0.06
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.06	-	0.04

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2018年12月31日纳入公司合并范围的子公司

子公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
苏州新纶超净技术有限公司	净化产品、净化工程及超净清洗服务	100.00%	-	设立
成都洁净易超净技术有限公司	净化产品、净化工程及超净清洗服务	100.00%	-	设立
合肥洁易超净技术有限公司	超净清洗服务	100.00%	-	设立
武汉洁净易超净技术有限公司	超净清洗服务	100.00%	-	设立
新纶科技（香港）有限公司	净化产品贸易、净化工程	100.00%	-	设立
新纶科技（日本）有限公司	锂离子电池铝塑复合膜外包装材料的生产、制造以及销售	-	71.40%	设立
新纶科技美国公司	各种胶带、光学膜、铝塑膜及相关产品的销售、技术	-	100.00%	设立
新纶科技（韩国）有限公司	新产品研发	95%	-	设立
天津新纶科技有限公司	净化产品、净化工程及超净清洗服务	100.00%	-	设立
新纶科技（常州）有限公司	新型材料及其衍生产品的研发、生产与销售	100.00%	-	设立
深圳市新纶先进材料科学研究院有限公司	新型材料、高分子材料的开发与销售	70.00%	-	设立
上海瀚广实业有限公司	实验室一体化解决方案	100.00%	-	非同一控制下企业合并
深圳市金麒麟环境科技有限公司	防静电/洁净室产品及服务	80.00%	-	非同一控制下企业合并
深圳鹏阔精密工业有限公司	新材料产品的膜切加工	51.00%	-	非同一控制下企业合并
厦门鹏阔精密工业有限公司	新材料产品的膜切加工	-	70.20%	设立
深圳市金耀辉科技有限公司	新材料产品的膜切加工	100.00%	-	非同一控制下企业合并
新纶复合材料科技（常州）有限公司	锂离子电池铝塑复合膜外包装材料的生产、制造以及销售	100.00%	-	设立
新恒东薄膜材料（常州）有限公司	偏光片用 TAC、COP 等光学膜研发、生产和销售	100.00%	-	设立
南昌洁净易超净科技有限公司	超净清洗服务	100.00%	-	设立
成都新晨新材料科技有限公司	PBO 纤维产品的研发、生产和销售	70.00%	21.00%	设立
新纶材料日本株式会社	锂离子电池铝塑复合膜外包装材料的生产、制造以及销售	100.00%	-	非同一控制下企业合并
新纳新材料（常州）有限公司	高性能膜材料、碳材料、锂电池软包薄膜产品的研发、销售	-	100.00%	设立
宁国市千洪电子有限公司	手机辅料、数码电子加工	100.00%	-	非同一控制下企业合并
聚纶材料科技（深圳）有限公司	科技推广与技术服务业	70.00%	-	设立

苏州依格斯电子有限公司	新材料产品的膜切加工	-	51.00%	非同一控制下企业合并
苏州依格斯电子材料有限公司	新材料产品的加工	-	51.00%	非同一控制下企业合并
江天精密制造科技(苏州)有限公司	精密模具	-	100.00%	非同一控制下企业合并
新纶(常州)光电材料科技有限公司	光电材料、薄膜材料等研发、技术转让	100.00%	-	设立
新纶(常州)新能源材料技术有限公司	新能源材料制品、平板显示用薄膜制品、锂电池用薄膜制品等研发和技术转让	100.00%	-	设立

资料来源：公司 2018 年年度报告，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
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	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

## 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。