

# 鹏元资信评估有限公司

## 信用等级通知书

鹏信评【2016】第 Z【123】号

### 深圳市沃尔核材股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、经营竞争状况、财务实力以及本期债券的增信方式等方面对贵公司及其拟公开发行的总额不超过 3 亿元（含 3 亿元）公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA+。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司  
证券评级评审委员会  
二零一六年四月二十一日

深圳市沃尔核材股份有限公司

# 2016 年面向合格投资者公开发 行公司债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



评级总监: 

报告编号:

鹏信评【2016】第 Z【123】  
号 01

分析师

姓名:

钟继鑫 王一峰

电话:

0755-82872242

邮箱:

zhongjix@pyrating.cn

评级日期:

2016 年 04 月 25 日

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法, 该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

## 深圳市沃尔核材股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA+

发行主体长期信用等级: AA-

债券期限: 不超过 3 年

评级展望: 稳定

增信方式: 保证担保

发行规模: 不超过 3 亿元 (含 3 亿元), 采用分期发行方式。其中首期债券的基础发行  
规模为不超过 2 亿元 (含 2 亿元), 并附超额配售选择权

担保主体: 深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司

债券偿还方式: 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

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“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”) 本次拟公开发行总额不超过 3 亿元 (含 3 亿元) 公司债券  
(以下简称“本次债券”) 的评级结果为 AA+, 该级别反映了本次债券安全性很高, 违约  
风险很低。该等级的评定是考虑了公司在国内热缩材料行业具有较强的技术优势、产品结  
构进一步优化、市场地位较稳固、深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司为本次债券  
提供的保证担保能有效提升本次债券的信用水平。同时, 我们也关注到公司新增产能能否  
及时消化存在一定不确定性、费用水平较高挤压利润空间、资金压力较大而依赖外部融资、  
风电项目的相关收益存在不确定性等风险因素。

### 正面:

- 在国内热缩材料行业, 公司处于领先地位, 具有较强的技术优势。经过多年发展, 公司已成为国内热缩材料行业的领先企业之一, 积累了母料配方技术、加速器辐照等核心技术, 品牌知名度和产品性价比较高, 与美国瑞侃、长园集团股份有限公司 (以下简称“长园集团”) 形成三足鼎立态势, 具备较强的市场竞争力。
- 产品结构进一步优化。公司热缩业务包括电子产品、电力产品、线路保护产品。为加快进入下游的消费电子线缆领域, 公司于 2012 年末收购了五家电线电缆公司的资产; 公司产品结构得以进一步优化, 扩大了收入来源, 同时与热缩业务形

成了协同效应。

- 投资长园集团能稳固公司市场地位。以往公司与长园集团在中低端市场展开激烈竞争。随着公司持股长园集团、参与长园集团经营，双方同盟协作，产品市场价格保持稳定，公司的市场地位得到进一步稳固。
- 第三方担保可提升本次债券的信用水平。深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司作为综合实力较强的专业担保公司，其为本次债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，提高了本次债券的信用水平。

#### 关注：

- 新增产能能否及时消化存在一定不确定性。由于市场低迷，2015 年公司的热缩材料业务出现产销量齐跌，加上近年公司陆续有新厂房投入生产，使得产能利用率不高，新增的产能能否及时消化存在一定不确定性。
- 费用水平较高挤压利润空间。公司产品以直销为主，营销网络广阔，终端用户较为分散，使得销售费用较高；公司的管理费用随着员工工资、无形资产摊销增加而增加；财务费用在随着债务融资的大幅增长而增加。2015 年，公司期间费用总计 37,671.40 万元，期间费用率为 23.23%，较大规模的期间费用挤压了利润空间。
- 存在较大的资金压力。公司应收账款较大，加上往来款较多，导致经营活动现金流表现一般。而日常运营、投资风电场项目等需要大额资金，使得公司面临较大的资金压力。同时，流动比率、速动比率表现不佳，短期偿债压力较大。
- 风电项目的相关收益存在不确定性。公司投资建设两座风电场，总投资为 8.58 亿元，预计 2017 年上半年投产，考虑到这是公司初次涉足风电业务，未来业务运营及相关收益存在不确定性。

**主要财务指标:**

项目	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	367,287.89	265,858.58	187,809.61
归属母公司所有者权益合计(万元)	169,189.64	118,163.71	103,160.04
有息债务(万元)	148,374.13	102,251.30	49,280.98
资产负债率	53.55%	54.91%	44.13%
流动比率	0.93	0.70	1.07
速动比率	0.74	0.53	0.77
营业收入(万元)	162,142.21	162,918.71	133,247.04
投资收益(万元)	56,302.72	187.87	177.75
营业利润(万元)	64,399.37	15,018.60	9,522.38
扣除非经常性损益后净利润(万元)	8,509.85	12,893.40	7,621.27
综合毛利率	30.58%	29.00%	26.86%
期间费用率	23.23%	18.37%	18.36%
总资产回报率	23.54%	9.24%	7.63%
EBITDA(万元)	82,645.09	27,467.33	19,612.38
EBITDA利息保障倍数	9.71	5.55	5.06
经营活动现金流净额(万元)	5,073.81	2,633.69	11,552.36

资料来源: 公司 2014-2015 年审计报告, 鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身为深圳市沃尔热缩材料有限公司，成立于1998年6月19日。2004年9月8日，经广东省深圳市人民政府深府股[2004]31号《关于以发起方式改组设立深圳市沃尔核材股份有限公司的批复》文件批准，深圳市沃尔热缩材料有限公司以经审计的2004年6月30日净资产4,035万元折股4,035万股，整体改制为股份有限公司，改制后公司名称变更为现名。

2007年3月28日，中国证券监督管理委员会以证监发行字[2007]63号《关于核准深圳市沃尔核材股份有限公司首次公开发行股票的通知》，核准公司向社会公开发行人民币普通股1,400万股（每股面值1元）。此次公开发行增加公司股本1,400万元，注册资本变更为5,435万元。公司股票在深圳证券交易所中小企业板上市，股票代码为：002130。

后经多次资本公积金转增股本、配股、股权激励，截至2015年12月31日，公司累计总股本为56,938.80万元。公司前十名股东持股情况如表1所示，周和平持有公司32.01%的股份，为公司实际控制人。2016年1月18日，周和平减持所持部分公司股票。减持后，周和平持有公司股份变更为15,428.89万股，占公司总股本的比例变更为27.10%。

表 1 截至 2015 年 12 月 31 日公司前十名股东持股情况

序号	股东名称	股份数量(万股)	股权比例
1	周和平	18,228.89	32.01%
2	周文河	644.24	1.13%
3	彭雄心	246.00	0.43%
4	周红旗	134.95	0.24%
5	黄华清	108.62	0.19%
6	中国农业银行股份有限公司-申万菱信中 证环保产业指数分级证券投资基金	81.93	0.14%
7	王洪	73.30	0.13%
8	兴业银行股份有限公司-广发中证百度 百发策略 100 指数型证券投资基金	66.72	0.12%
9	庞勇	62.82	0.11%
10	王洁	61.26	0.11%
	合计	19,708.73	34.61%

资料来源：公司提供

公司从事辐射改性材料相关产品的研发、制造和销售业务。产品主要应用于电子、电力等线路保护领域。截至2015年末，纳入公司合并范围的一级子公司情况如表2所示。

表 2 截至2015年末纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司全称	注册地	注册资本	经营范围	持股 比例
深圳市沃尔新能源电气科技有限责 任公司	广东深圳	2,000 万元	电力、电气、电子、电器	100%

深圳市国电巨龙电气技术有限公司	广东深圳	30 万元	电子、电器、电力、电气	100%
深圳市沃尔特种线缆有限公司	广东深圳	1,000 万元	电线电缆	100%
深圳市沃力达贸易有限公司	广东深圳	500 万元	五金、化工 产品	100%
深圳沃尔核材科技服务有限公司	广东深圳	1,000 万元	高分子材料、信息技术	100%
天津沃尔法电力设备有限公司	天津	2,000 万元	电力、电子	100%
北京沃尔法电气有限公司	北京	1,000 万元	电力、电子	100%
常州市沃尔核材有限公司	江苏常州	5,000 万元	电力、电气、电子、电器	100%
长春沃尔核材风力发电有限公司	吉林九台	5,000 万元	风电场的开发、建设及经营	100%
香港沃尔贸易有限公司	香港	7,191.6 万港币	代理、投资	100%
上海蓝特新材料有限公司	上海	2,988 万元	功能高分子材料、线路防护 元器件及配件	100%
青岛沃尔新能源风力发电有限公司	山东青岛	5,000 万元	风电场的开发、建设及经营	100%

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2015年末，公司资产总额36.73亿元，归属母公司所有者权益合计16.92亿元，资产负债率为53.55%；2015年度，公司实现营业收入16.21亿元，利润总额6.69亿元，经营活动现金净流入0.51亿元。

## 二、本次债券概况

**债券名称：**深圳市沃尔核材股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券；

**发行总额：**本次债券的发行总规模为不超过3亿元（含3亿元），采用分期发行方式。其中首期债券的基础发行规模为不超过2亿元（含2亿元），并附超额配售选择权；

**债券期限和利率：**固定利率债券，不超过3年（含3年）；

**还本付息方式：**存续期内按年计息，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：**本次债券由深圳市中小企业信用融资担保集团（以下简称“中小企业担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。



### 三、本次债券募集资金用途

本次债券拟募集资金不超过3亿元（含3亿元），用于偿还商业银行贷款、调整债务结构和/或补充公司流动资金。

### 四、运营环境

#### 1、辐射化工、热缩材料

辐射化工产品应用范围较广，在国内起步时间尚短，具备较好的发展前景

辐射化工是利用电离辐射作用于物质产生的化学变化（化合、分解、交联、聚合、接枝、固化、降解等）来实现材料改性的一种新的加工方法，与常规加工技术（热加工、光加工、化学加工等）相比较，主要特点是无需添加引发剂或催化剂，能在常温甚至低温下进行反应，可合成或制造用常规方法难以获得的高性能特殊材料。辐射化工产品附加值高，应用面广，涉及通信、电子、电力、交通、石油化工、航空航天等诸多领域，近十几年来，随着世界范围产业结构的升级和环保意识的增强，辐射化工作为一种高效、节能、无污染、易控制的绿色化工产业受到世界的普遍重视，显示出旺盛的生命力。目前，辐射化工规模化的产业主要有电线电缆、热收缩制品、汽车轮胎、聚烯烃发泡材料、表面涂层固化、高分子 PTC 器件等领域。

我国的辐射化工研究始于 20 世纪 60 年代初，20 世纪 80 年代开始进入产业化初期，比美国晚约 20 年，比日本晚约 10 年<sup>1</sup>。经过近三十年的发展，辐射化工在辐射交联线缆、热缩材料方面已初具产业规模，在某些领域已形成具有自主知识产权、有特色的产品系列。其中热缩材料作为高分子材料与辐射加工技术交叉结合的一种记忆型材料，其应用范围十分广泛，按其用途可分为电子类、电力类、管道防腐类和通信类等，其中电子类产品主要应用于电子信息产业，同时也广泛应用于汽车电子设备、家用电器等行业；电力类产品主要应用于电力行业；管道防腐类产品和通信类产品则分别应用于石油、天然气输送管网和通信网络。

国务院 2010 年 9 月审议通过《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，七大产业中 5 个与辐射加工产业相关；2015 年 10 月，中共中央审议通过《中共中央十三五规划建议》，提及要促进的新能源、新材料等产业与辐射加工产业密切相关。国家对相关产业的政策支持为辐照加工产业的快速发展提供了难得的机遇和挑战。

<sup>1</sup> 资料来源于公司的首次公开发行股票招股说明书。

我国辐射化工热缩材料行业市场竞争激烈，品牌知名度高、技术实力强的优势企业具备先行优势

由于我国辐射化工行业发展初期在产业化、技术水平、产品质量等方面与国外先进水平相比存在明显的差距，在上世纪 90 年代中后期，国外厂家曾主导国内辐射化工产品市场，占有的市场份额高达 90% 以上。近年来，随着国内辐射功能材料技术和质量的不断提高，国内产品与国外产品的差距越来越小，国内厂家的市场份额得到快速提高，国外厂家占有的市场份额已从原先的 90% 以上降到目前的 50% 左右<sup>2</sup>。

辐射化工行业涉及产品配方和辐射交联技术两项核心技术，经过多年发展，位居行业前列的优势企业在技术、品牌、成本等方面具备明显优势，辐射化工生产所需的关键核心设备是电子加速器，具有较高的资金和技术门槛；同时，电子加速器在辐照加工产品过程中会产生射线，需要取得当地卫生部门的放射许可证书才能投入使用，具有一定的行业准入壁垒。因此，品牌知名度高、技术实力强的优势企业具备先行优势，有助于其保持竞争能力。

热缩材料作为辐射化工的重要分支领域，国内市场呈现了美国瑞侃、沃尔核材、长园集团三足鼎立态势，根据公开数据，沃尔核材、长园集团合计占据了中低端市场约 80% 的份额，美国瑞侃主要以中高端市场为主。

#### 主要原材料价格逐年下降，热缩材料行业上游采购压力下降

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，聚合物材料经过高能射线辐照后，分子结构由线性改为网状结构，产生“形状记忆”特性，同时产生耐高温、抗腐蚀等性能。原材料成本占生产成本的 60% 以上，对产品毛利有较大影响。

EVA、PE、PVC 为石油附属产品，价格随原油价格而波动。从 2014 年下半年开始，原油价格受新兴国家需求疲软、产油国大幅增加供给等影响，原油价格大幅下滑，EVA、PE、PVC 的出厂价亦出现下滑，降幅在 20% 左右。原材料价格的下降，缓解了热缩材料生产企业的采购成本，在销售端竞争激烈情况下，为企业争取了盈利空间。

<sup>2</sup> 资料来源于钢联资讯的《辐射化工热缩材料行业特点及竞争态势分析》。

图1 2011-2016年3月热缩材料的原材料出厂价情况



资料来源: Wind 资讯

## 2、电线电缆

电线电缆应用范围较广，但由于进入门槛相对较低，行业集中度较低，市场竞争激烈

电线电缆的使用范围非常广泛，从家装的用电布线，到电器、机电设施、通讯，再到轨道交通、电力电网建设改造和优化等等，缺少了电线电缆就无法运作。可以说，各式各样的电线电缆支撑起了一个国家、一个城市、一个家庭的正常生产运行和生活活动。

但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 Wind 资讯数据，截至 2015 年 10 月末，电线电缆规模以上企业就有 3,836 家，更小规模的企业更是数不胜数。目前国内电线电缆行业 90%以上的产能集中在低端产品上，平均投入研发经费不足销售额的 1%，技术创新能力比较弱。上述因素导致国内电线电缆行业竞争激烈，行业整体盈利能力较弱。近年，全行业规模以上企业总收入未有明显提升，2015 年 1-10 月，平均毛利率仅为 10.67%，且呈下降趋势。

图2 电线电缆行业的主营业务收入和毛利率情况



资料来源: Wind 资讯

电线电缆产品主要原材料为铜线、铜杆等。由于中国等主要铜消费国家经济低迷，铜等有色金属在近两年需求不振，铜价受此影响亦不断下滑，全国电解铜单价自 2014 年以来已下降约 30%。铜占电线电缆产品的比重较高，铜价格下降有利于生产企业节省成本，但销售端的价格下滑使得成本下降没有转化为企业利润。

图 3 2014-2016 年 3 月电解铜价格走势



资料来源: Wind 资讯

## 五、公司治理与管理

公司系在深圳证券交易所挂牌的上市公司，按照《公司法》等相关规定建立了完善的治理结构、实施有效的内部控制制度。

### 1、公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律法规和《公司章程》的要求，建立健全治理结构，形成了公司董事会决策、管理层执行、监事会监督的运作机制。

股东大会作为权力机构，行使决定公司经营方针等公司章程规定的职权。公司制定了股东大会议事规则规范召开和表决的程序。2013-2016 年 3 月，公司共召开了 20 次股东大会，会议的筹备、召开及决议按照《股东大会议事规则》的规定进行，并邀请见证律师进行现场见证并出具了法律意见书，相关的决议公告均按上市公司信息披露规则公开披露。

董事会由 7 名董事组成，其中 4 名为外部董事（包括 3 名独立董事）。董事会按公司章程规定行使职权，并制定了董事会议事规则落实股东大会决议，以提高决策的效率和科学性。2013-2016 年 3 月，公司共召开 42 次董事会，会议的筹备、召开及决议按照《董事会议事规则》的规定进行，相关的决议公告也按上市公司信息披露规则公开披露。董事会还下设战略与投资决策委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会，各委员会中均有独立董事担任委员，提高了董事会履职能力和专业化程度。

**表 3 公司现任董事会成员构成**

姓名	公司职务	简历
周和平先生	董事长	1964年生,高级工程师。1985年—1988年任燕山石化工业公司技术员、工程师;1988—1991年于中国科学院长春应用化学所攻读高分子专业硕士;1991—1995年任深圳市长园新材料有限公司母料厂厂长;1995—1998年任保定合力达应用化学有限公司总经理。
王宏晖女士	副董事长、总经理	中国国籍,1971年生,硕士,中国注册会计师。历任海港城实业发展(深圳)有限公司财务经理、西南证券有限责任公司高级经理、深圳市海大装饰有限公司财务副总;2006年5月至2012年2月任本公司财务总监,2009年4月至今担任本公司董事,2010年9月至2012年2月任公司副总经理,2012年2月至今担任本公司总经理,2013年9月至今任公司副董事长。
向克双先生	董事、副总经理	中国国籍,1967年生,本科,经济师、政工师。历任职于湖北省菱湖农场、台湾明兴皮革公司大陆和兴运动器材厂、香港永乐集团、深圳怡东科技电子厂;2010年9月至今任公司副总经理,2013年9月至今任公司董事。
许岳明先生	董事	中国国籍,1973年生,本科,中国注册会计师、中国注册税务师、高级会计师。历任深圳市赛格三星股份有限公司财务部主办会计;深圳中华会计师事务所审计部高级经理;深圳信隆实业股份有限公司财务经理、证券事务代表;深圳市裕同印刷包装有限公司集团财务总监;宝德科技集团股份有限公司副总裁、财务总监兼董事会秘书。2015年6月至今任深圳中青宝互动网络股份有限公司副总经理、财务总监,2015年8月至今任深圳中青宝互动网络股份有限公司董事会秘书,2015年6月至今任宝德科技集团股份有限公司非执行董事,2012年3月至今任本公司董事。
曾凡跃先生	独立董事	中国国籍,1963年生,非执业注册会计师。先后任职于四川省大邑盐厂、蛇口中华会计师事务所、深圳市注册会计师协会及德勤华永会计师事务所,曾参与近十家大型企业股份制改组及上市审计工作。2007年11月至2015年12月任职招商局地产控股股份有限公司董事会秘书处及财务部副总经理,2016年1月起至今任招商局蛇口工业区控股股份有限公司财务部副总经理。2010年9月至今任本公司独立董事。
陈燕燕女士	独立董事	中国国籍,1963年生,研究生学历、经济师、高级政工师,中国物流学会特约研究员。2009年1月至今任中国人民大学深圳校友会副会长、2014年7月至今任深圳文科园林股份有限公司(股票代码002775)独立董事、2012年12月31日至今任中国燃气控股有限公司(香港联交所主板上市,股票代码00384)独立董事、2013年6月至今任深圳齐心集团股份有限公司(股票代码002301)独立董事、2010年9月至今任本公司独立董事。
黄世政先生	独立董事	中国国籍,1976年生,硕士,助理研究员(中级)。历任元毅车料(深圳)有限公司总经理室专员、昕超盟电机(深圳)有限公司ISO中心课长、北京科技大学管理学院MBA深圳教学中心主任,2010年6月至今任深圳市兰大管理科学研究院研究员,2015年10月担任深圳齐心集团董事。2014年9月至今任本公司独立董事。

资料来源:公司2015年年报

公司监事会由3名监事组成,对公司重大事项、关联交易、财务状况以及董事、总经理和其他高级管理人员履行责职的合法、合规性进行有效监督并发表独立意见。监事会制定了监事会议事规则,明确监事会的议事方式和表决程序,以确保监事会的工作效率和科学决策。2013-2016年3月,公司共召开了31次监事会,会议的筹备、召开及决议按照《监事会议事规则》的规定进行,相关的决议公告均按上市公司信息披露规则公开披露。

## 2、公司管理

为规范日常经营活动,公司总部设立较为健全的组织结构,包括财务中心、研发中心、采购中心、营销中心、事业部等12个部门。

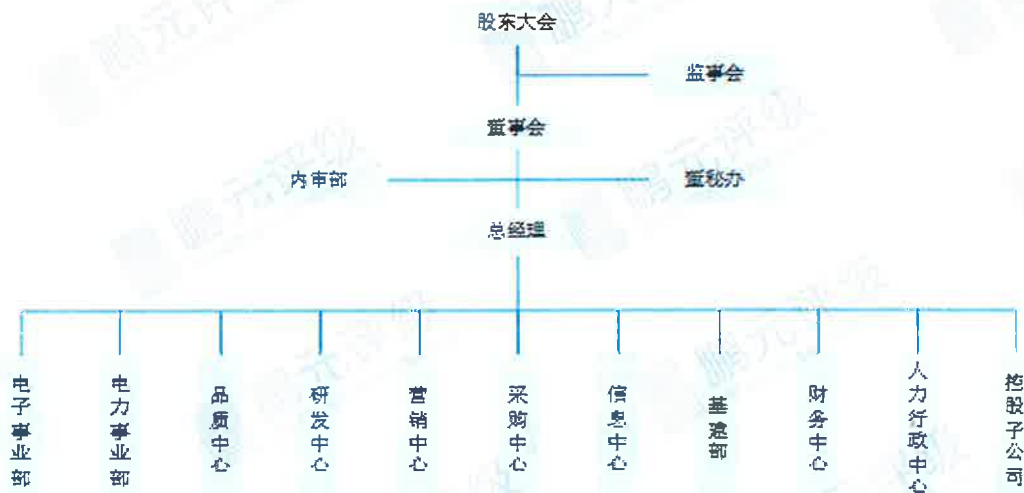
其中，研发中心根据市场需求及总经理/总监的要求开发新产品，并落实工艺，负责产品设计和开发全过程，制定产品的各种技术文件及使用说明书等；参与供应商选择，负责向供应商提供技术文件，编制或确认采购产品的技术标准、技术等级、验收规则；对采用的新原料、新工艺、新设备，负责组织评定；参与合同评审和重大不合格品的评审及参与工艺验证；负责和顾客确定产品的工程信息；产品认证的准备与维持等。

营销中心负责营销系统内各部门工作有序开展；对公司年度销售、回款目标负责；对公司的市场营销决策，推广总体规划与计划实施负责；对销售公司文件的制定，审核以及流程的不断完善负责等。

采购中心负责制定公司采购政策，采购计划与实施方案；主持采购中心日常管理工作，部门工作计划、总结分析，人员分工和部门间协调；供应商的开发与管理；采购活动的指导、统筹、管理和监控；各子公司采购业务正常开展的管控及监控等。

公司设立的组织结构权责明确，相互独立，完善的机构设置满足了公司的正常经营。

图 4 截至 2015 年末公司组织结构



资料来源：公司提供

高层人员保持稳定，近三年未有高级管理人员离职，未有证券市场处罚或处分记录。

表 4 公司现任高管构成

姓名	公司职务	简历
王宏晖女士	副董事长、总经理	见表 3
向克双先生	董事、副总经理	见表 3
王占君先生	董事会秘书、副总经理	中国国籍，1983 年生，本科，具有证券从业资格证和董事会秘书资格证。2006 年 7 月进入深圳市沃尔核材股份有限公司董秘办工作，2009 年 9 月担任公司证券事务代表，2011 年 4 月至今担任公司董事会秘书、副总经理。
马葵女士	财务总监	中国国籍，1969 年生，本科，会计师。历任深圳大中行石油气工程有限公司财务部主办会计、深圳市天音通信发展有限公司财务部会计主管；2008 年至 2010 年

任本公司财务部高级经理；2011年至2012年3月任财务中心副总监；2012年3月至今任公司财务总监。

资料来源：公司2015年年报

截至2015年末，公司共有员工4,032人，其中，从学历构成来看，大专及以上学历的员工占比24.95%；从专业结构来看，公司技术人员人数为282人，占比6.99%，技术线人员较多。

表5 截至2015年末公司员工构成情况（单位：人）

学历构成	人数	占比	专业构成	人数	占比
博士	2	0.05%	管理人员	250	6.20%
硕士研究生	73	1.81%	技术人员	282	6.99%
本科	466	11.56%	销售人员	538	13.34%
大专	465	11.53%	财务人员	64	1.59%
中专	1,508	37.40%	生产人员	2,415	59.90%
中专以下	1,518	37.65%	其他	483	11.98%
合计	4,032	100.00%	合计	4,032	100.00%

资料来源：公司提供

### 3、内部控制

公司按照《企业内部控制基本规范》、《企业内部控制应用指引》、《企业内部控制评价指引》的规定，制定了贯穿于公司生产经营各层面、各环节的内部控制体系，内部控制体系基本囊括了内部治理、信息与沟通、内部监督等要素，特别加强对财务报告、关联交易、对外担保、重大决策、控股子公司等重大方面的防范控制。公司的内部控制机制基本达到内部控制的目标要求。

## 六、经营与竞争

公司主要从事辐射改性材料相关产品的研发、制造和销售业务，主要产品分为电子产品、电力产品、线路保护产品以及电线电缆。电子类产品主要包括热缩套管、标识管、双壁管、铁氟龙套管、电子线缆等；电力类产品分为电力热缩、电力冷缩、电气设备，主要有热缩电缆附件、冷缩电缆附件、电力母排管等。以上两类产品广泛应用于电子、电力、电器、通讯等领域。线路保护产品主要为PTC热敏电阻，用于电池、计算机、电机、通讯等行业电路的过电流保护。此外，2012年12月末，公司收购乐庭电线工业（惠州）有限公司、惠州乐庭电子线缆有限公司、乐庭电线（重庆）有限公司、大连乐庭电线工业有限公

司、乐庭国际有限公司五家子公司（以下简称“惠州乐庭电线等五家子公司”）<sup>3</sup>，加快进入下游的消费电子线缆领域。

2013-2015年公司分别实现主营业务收入131,433.65万元、161,145.45万元、160,106.83万元，收入出现一定波动。2014年，由于竞争对手长园集团将热缩业务的重心转移至其他领域，公司主营业务收入实现增长22.61%；但受经济下行导致订单数量减少的影响，2015年主营业务收入略有下降。受益于两大板块电子产品、电线电缆产品的毛利率上升，平均毛利率稳步提高。

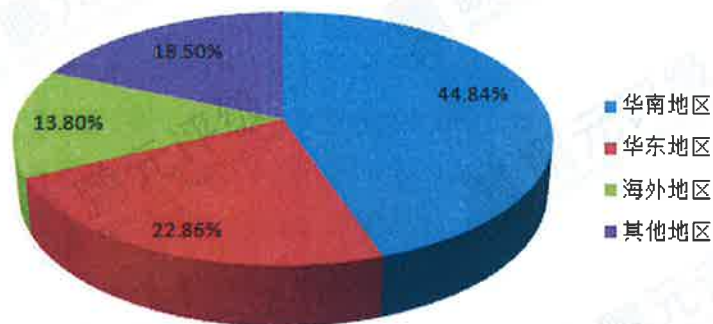
表6 近年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品	2015年		2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
电子产品	51,384.48	36.28%	53,619.82	31.66%	45,733.94	30.65%
电力产品	38,760.37	48.81%	40,099.54	48.60%	28,120.82	45.01%
线路保护产品	2,949.75	29.71%	2,830.50	37.37%	3,751.67	37.13%
电线电缆产品	67,012.23	14.07%	64,595.58	12.86%	53,827.21	11.76%
合计	160,106.83	29.90%	161,145.45	28.44%	131,433.65	26.17%

资料来源：公司提供

公司主营业务收入主要来源于国内，尤其是电子产品、电力产品，公司海外销售收入主要来源于电线电缆产品。而从国内来看，华南、华东区域是公司的主要业务区域。

图5 公司2015年度营业收入区域分布情况



资料来源：公司提供

公司是国内热缩材料行业的领先企业之一，技术实力较强，具备较强的市场竞争力；投资长园集团有利于公司提升竞争力，稳定产品盈利空间

公司专注于辐照应用技术开发和新型绝缘材料制造应用，经过多年发展，公司已形成成熟的产、供、销体系，通过母料配方、造粒、挤出、辐照、扩张、包装等工序形成产品。

母料制造和辐照是产品生产中的关键工艺流程。母料制造环节主要通过造粒机等设备

<sup>3</sup> 2012年12月31日，公司完成对惠州乐庭电线等五家子公司100%股权收购项目的交割，并于当日纳入公司的合并报表范围。由于纳入时间处于年尾，对公司当年合并营业收入没有影响。



完成辐射化工材料的制造，其在很大程度上决定了产品能否在环保、绝缘、阻燃、抗腐蚀等物理性能和电性能方面同时达到标准。热缩材料的母料占总成本的1/2以上，有效控制母料成本可以有效地增强企业竞争力。辐照环节主要利用加速器完成材料的辐射改性，而加速器作为辐照环节的核心设备，公司拥有16台具有国际领先水平的辐射改性电子直线加速器，是国内拥有最多加速器的厂家之一。

经过多年积累，公司已积累母料配方技术、加速器辐照等核心技术，并对生产流程建立了精细化质量控制体系。截至2015年末，公司获得了ISO9001和ISO14001国际认证、UL认证、CSA认证、KEMA认证、SGS环保检测认证、3C认证、CRCC认证、GJB9001B-2009武器装备质量体系认证。公司获授权专利257项，其中发明专利48项，实用新型专利207项，外观设计专利2项。依靠采购端的竞价机制、母料配方成本控制、规模优势，公司还有效地降低了生产成本，最终形成了质量高、价格实惠的高性价比产品。

公司先后获得了“广东省著名商标”、“中国最具竞争力中小企业500强”等荣誉称号。2014年4月，公司使用在商标注册用商品和服务国际分类第17类绝缘材料、电线绝缘物、电力网络绝缘体商品上的“WOER”注册商标被国家工商行政管理总局商标局评定为驰名商标，使得公司品牌知名度进一步提升。

凭借品牌知名度、产品性价比等优势，公司主导产品热缩套管产销量近年持续位于国内品牌前列，已经成为国内热缩材料行业的领先企业，在国内市场与美国瑞侃、长园集团形成了三足鼎立态势。

公司以往与长园集团对立为热缩行业的两大国内厂商，双方为争夺中低端市场展开市场份额争夺。为改变竞争局面，公司及一致行动人于2014年开始陆续购买长园集团股票。截至2015年末，公司及一致行动人共持有长园集团23.68%<sup>4</sup>的股权，并派驻了董事、独立董事、监事各一名，实现对长园集团的参与经营。

公司投资长园集团能够提升国内热缩企业对外资企业的竞争力，符合公司发展战略。在联盟协作下，产品市场价格保持稳定，尤其电子产品价格回归正常水平，公司市场地位进一步稳固。

通过股权收购进军电线电缆行业，公司产品结构进一步优化，扩大了收入来源，同时与热缩业务形成协同效应

电子线缆（即电子产品中的辐射交联电线）的研发、生产和销售是公司的重点发展业务，但是线缆行业竞争激烈，由于公司介入该市场时间较短，终端市场渠道和品牌效应的

<sup>4</sup>公司直接持有长园集团股权 3.88%，通过纳入合并报表范围的信托计划和资产管理计划持股 1.50%，其他一致行动人持有股权 18.30%。

形成需要长时间的投入和沉淀，为加快进入下游的消费电子线缆领域，公司于2012年末出资2.73亿元收购了惠州乐庭电线等五家子公司的股权。乐庭品牌主要客户为消费电子产品厂商，包括个人电脑及手提电脑、电视、手机及数码相机等。热缩套管常用于线缆接头，起到绝缘、防护等功能，通常与线缆产品的客户重叠。在收购目标公司后，公司还可以获取该类客户，逐步扩大热缩套管等配套产品的销售。

经过整合公司与乐庭电线的销售流程，将绩效管理、目标考核等激励手段融入乐庭电线，自2013年以来，惠州乐庭电线等五家子公司经营状况得到改善；公司的电线电缆业务收入规模也不断增加，占主营业务收入比例约40%。

受市场需求下降影响，2015年公司热缩产品的产销量下降，随着新厂房陆续投产，产能能否及时消化存在一定不确定性

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，热缩材料产品主要在深圳坪山沃尔工业园区一期二期、江苏常州沃尔工业园一期、天津沃尔法一期进行生产，乐庭品牌的电线电缆在惠州乐庭工业园生产。

公司生产上主要采用“以销定产”的模式。公司先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，公司各产品线的产销率均超过了95%，保持在合理水平。值得注意的是，由于宏观经济增速放缓，市场需求低迷，导致订单数量有所下滑，2015年公司的热缩产品出现产量销量齐跌，其中电子产品的产量、销量同比减少13.02%、11.87%；电力产品的产量、销量同比减少5.60%、9.34%。

表7 近年公司产品产销量情况

按产品分类	2015年			2014年			2013年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品(亿米)	14.16	14.03	99.08%	16.28	15.92	97.79%	14.9	14.37	96.44%
电力产品(万套)	178.81	172.47	96.45%	189.41	190.24	100.44%	159.9	159.12	99.51%
线路保护产品(亿只)	1.50	1.52	101.33%	1.87	1.83	97.86%	2.48	2.47	99.60%
电线电缆产品(亿米)	13.06	13.01	99.62%	12.00	12.11	100.92%	12.07	11.38	94.28%

资料来源：公司提供

公司保持持续的研发投入中高端产品，细分产品结构不断优化，同时近两年与长园集团的竞争趋缓，使得电子产品、电力产品价格有所提升。电线电缆产品由于市场准入门槛低及市场需求放缓，价格存在一定波动。

表8 近年公司产品的均价

项 目	2015年	2014年	2013年
电子产品（元/米）	0.37	0.34	0.32
电力产品（元/套）	224.74	210.78	176.73
线路保护产品（元/只）	0.19	0.15	0.15
电线电缆产品（元/米）	0.52	0.53	0.47

资料来源：公司提供

为扩大公司规模，江苏常州沃尔工业园一期、深圳坪山沃尔工业园区二期分别于2013年、2014年投产，相关产品的产能均有所增长。由于投产时间较短而产能未完全释放，电子产品和电力产品的产能利用率在2014年有所下降。由于市场需求低迷导致各类热缩产品产量与销量在2015年下滑，相关产品的产能利用率也进一步下降。

公司在建的深圳坪山沃尔工业园区三期预计将在2016年下半年投产，该厂房预计将增加电子产品产能1.80亿米、电力产品产能22.50万套，加上其他厂房产能尚未释放，公司近年新增的产能能否及时消化存在一定不确定性。

表9 近年公司产品年产能、产量情况

按产品分类	2015年			2014年			2013年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
电子产品(亿米/年、亿米)	20.40	14.16	69.41%	18.55	16.28	87.76%	15.40	14.90	96.75%
电力产品(万套/年、万套)	247.83	178.81	72.15%	225.30	189.41	84.07%	198.75	159.90	80.45%
线路保护产品(亿只/年、亿只)	3.63	1.50	41.32%	3.30	1.87	56.67%	3.00	2.48	82.67%
电线电缆产品(亿米/年、亿米)	20.00	13.06	65.30%	20.00	12.00	60.00%	20.00	12.07	60.35%

资料来源：公司提供

公司拥有广阔的营销网络，但终端用户较为分散，渠道维护成本相对较高

公司建立了专业的营销管理系统，营销中心下设销售管理部、客户服务部、产品管理部等职能团队，30家分支机构及4,500家经销商遍布全国各主要城市，为向客户提供更加优质的产品服务奠定基础。

根据产品特点和自身实际情况，公司产品以直销为主，经销为辅。国内大客户和国际市场开拓中，主要采取直销形式。2015年，公司的经销渠道实现收入占比29.87%，直销渠道收入占比70.13%。公司的销售结算主要采用电汇方式，部分采取银承票据。

由于应用广泛，公司终端客户遍布多个行业和各类型企业。近年前五名客户销售额占营业收入比例约10%，客户类型分散，不存在严重依赖个别客户的情形，有利于公司经营

的稳定性。

表 10 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户	销售额	占营业收入比例
2015 年	第一名	7,087.56	4.37%
	第二名	3,506.18	2.16%
	第三名	3,208.95	1.98%
	第四名	2,675.79	1.65%
	第五名	1,905.85	1.18%
	合计	18,384.33	11.34%
2014 年	第一名	5,103.17	3.13%
	第二名	3,307.72	2.03%
	第三名	3,041.55	1.87%
	第四名	2,859.51	1.75%
	第五名	2,387.77	1.47%
	合计	16,699.71	10.25%
2013 年	第一名	3,073.08	2.31%
	第二名	2,935.57	2.20%
	第三名	2,264.68	1.70%
	第四名	1,905.15	1.43%
	第五名	1,865.95	1.40%
	合计	12,044.43	9.04%

资料来源：公司提供

但我们也关注到，由于公司客户分散，以直销为主，导致公司渠道维护成本相对较高，近年公司销售费用规模相对较高且持续增加，2013-2015年，公司的销售费用分别为1.26亿元、1.35亿元、1.60亿元。

公司建立了严格的采购管理体系，对主要原材料进行了期货套期保值，保证产品成本的相对稳定

公司使用的原材料主要为EVA(占采购总额比例为13%)、铜(占采购总额比例为73%)，EVA为热缩产品的原材料；铜用于制造电线电缆的铜芯，其他材料还包括硅橡胶、十溴二苯乙等。公司产品成本中原材料成本占比最大，尤其并购乐庭电线电缆业务后，由于需要大量铜线生产电缆，使得原材料成本从2013年开始大幅上升，由2012年的59.34%比例上升至75%左右。

表 11 近年产品成本构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	86,543.76	76.88%	88,814.96	76.79%	73,066.04	74.98%
人工	13,495.53	11.99%	13,742.76	11.88%	11,805.97	12.11%
制造费用	12,525.07	11.13%	13,107.34	11.33%	12,581.11	12.91%

合计	112,564.36	100.00%	115,665.06	100.00%	97,453.12	100.00%
----	------------	---------	------------	---------	-----------	---------

资料来源：公司提供

原材料成本对产品质量和利润影响巨大，公司为此实施严格的采购管理。公司实行集中采购、竞价招标，并由监察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。多年的经营，公司已经与主要供应商建立了较为稳固的合作关系，与大型供应商形成了战略合作伙伴关系，因此原材料供应基本有保障，不存在因原材料供应问题给公司正常生产经营带来重大不利影响的情形。2013-2015年，公司对前五名供应商的采购额分别占比31.64%、39.91%、33.24%，不存在对单一供应商的重大依赖。

公司采购结算约三分之一采用票据方式。近年，EVA、铜的市场价格波动较大，公司每年初对EVA、铜市场行情和公司需求进行判断，在期货交易所进行原油和铜期货套期保值交易，保证了产品成本的相对稳定，降低原材料价格波动对公司正常经营的影响。

投资风电项目将延伸公司产业链，形成新的利润增长点，目前尚未投入运营，相关收益存在较大不确定性

公司从2009年开始着手进入风力发电行业，风电业务的发展完善了公司现有产业链，通过向下游延伸，形成新的利润增长点。

子公司青岛沃尔新能源风力发电有限公司正在建设山东莱西河头店风电场和山东莱西东大寨风电场，两项目总投资8.58亿元，建设期12个月，预计2017年上半年投产，截至2016年3月末，两项目已投资共计2.29亿元。为解决资金，公司于2015年下半年筹划非公开发行股票募集资金8.20亿元<sup>5</sup>。2016年3月3日，非公开发行事项已经证监会发行审核委员会审核通过。

根据项目可行性研究报告，两项目预测税后内部收益率达到8%以上，具有较强的盈利能力，将为公司带来稳定的现金流入，提升公司可持续发展和抗风险能力。同时风电场的建设和运营，公司将积累在风电领域的行业经验，培养面向新能源领域的电力产品研发、销售及管理团队，提升现有电力产品线的深度和广度，增强公司电力产品的竞争优势。

但现阶段我国风电行业存在一些问题，包括风电技术开发能力；整个行业仍依赖政府补贴或优惠政策进行发展；弃风限电形势严峻等。除了要面对行业的普遍问题外，公司首次发展风电业务，还需面对施工管理、项目运营管理等多项考验，这些都将影响项目的投资回报，造成相关收益未来存在较大不确定性。

<sup>5</sup> 本次拟非公开发行规模为 82,000 万元，拟发行股份数量为 55,517,941 股，按发行数量上限计算，发行后实际控制人周和平占公司总股本 24.69%以上，而其他股东持股比例仍较小，公司不存在实际控制人变更的风险。

## 七、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2014-2015年度审计报告，财务报表按新会计准则进行编制。纳入合并报表范围的子公司情况见表2。

以下2013年财务数据采用2014年财务报表期初数。

### 资产结构与质量

公司总资产规模保持增长，整体质量尚可，但持有的长园集团股票存在波动风险

近年公司总资产保持增长态势，截至2015年末，总资产规模为367,287.89万元，2013-2015年的资产规模年复合增长率为39.84%。2015年，由于发行债券募集资金到位、长园集团股权的公允价值上升，总资产相比期初大幅增长38.15%。从资产结构看，公司资产以非流动资产为主，2015年末非流动资产占总资产的比例为67.45%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。截至2015年末，由于发行债券的资金到账、取得长期借款和销售回款较多，公司货币资金同比大幅增长114.61%，其中使用权受限制的资金为8,511.39万元。应收票据主要为银行承兑汇票，近年余额稳定增长，公司一般将收到的票据进行贴现或转让，无质押票据。从2014年开始，由于公司销售规模扩大及增加促销活动延长账期，公司应收账款呈增长趋势。截至2015年末，公司共计提坏账准备3,924.31万元，1年以内账龄的应收账款占比92.43%，前五名欠款客户余额占比14.79%。公司执行严格的存货管理制度，近年存货总值保持稳定，主要为原材料、产成品、自制半成品，并对存货计提了跌价准备，2015年末的存货跌价准备余额为991.90万元。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。可供出售金融资产和长期股权投资主要为公司对长园集团的股权投资，其中，公司通过信托计划和资产管理计划持有的长园集团股票计入可供出售金融资产；直接持有的股票计入按权益法核算的长期股权投资。2015年上半年长园集团的股价大幅上升及8月公司对长园集团增资，使得公司持有的股票公允价值大幅上升。2015年5月，公司按照最新的长期股权投资会计准则，依据2015年5月7日长园集团收盘价计量直接投资的公允价值从“可供出售金融资产”转入“长期股权投资”，将公允价值变动带来的收益从“其他综合收益”

转入“投资收益”，导致2015年末的可供出售金融资产余额有所下降，长期股权投资大幅上升。持有的2个信托计划和1个资产管理计划从2015年4季度开始，公司享有100%的收益权和实际控制权，公司将这些可供出售金融资产继续转入长期股权投资，可供出售金融资产价值继续大幅下降，同时，受长园集团股票公允价值变动的影响亦大幅减少。

固定资产主要为坪山、江苏、天津的生产基地以及电子加速器，截至2015年末，已抵押账面价值为33,700.98万元，占固定资产比例为39.10%。2015年，公司将坪山沃尔工业园三期转入固定资产，使得固定资产增长15.72%。目前，公司主要在建工程为风电场，预计将在2017年投入使用。公司的无形资产主要为土地使用权和专利权，公司保持着研发力度，专利权价值不断增加，截至2015年末，已抵押的无形资产账面价值为5,300.92万元。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,750.51	7.01%	11,998.87	4.51%	15,638.95	8.33%
应收票据	8,548.06	2.33%	7,373.93	2.77%	6,200.81	3.30%
应收账款	52,498.65	14.29%	48,443.38	18.22%	32,902.57	17.52%
存货	25,138.35	6.84%	23,944.81	9.01%	23,473.01	12.50%
流动资产合计	119,547.80	32.55%	97,875.25	36.81%	84,853.19	45.18%
可供出售金融资产	11,053.38	3.01%	54,232.73	20.40%	-	0.00%
长期股权投资	113,913.59	31.01%	4,183.32	1.57%	4,048.43	2.16%
固定资产	86,189.12	23.47%	74,479.80	28.01%	70,928.72	37.77%
在建工程	10,127.58	2.76%	15,142.14	5.70%	11,484.63	6.12%
无形资产	17,092.78	4.65%	14,624.24	5.50%	13,537.57	7.21%
非流动资产合计	247,740.10	67.45%	167,983.33	63.19%	102,956.42	54.82%
资产总计	367,287.89	100.00%	265,858.58	100.00%	187,809.61	100.00%

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

总体而言，公司资产规模持续增长，资产质量尚可。但需要注意的是，虽然持有的大部分长园集团股票计入长期股权投资，账面价值不受股票公允价值影响，倘若公司需处置长园集团股权，仍要通过二级市场交易，实际上面临着股票价格变化的影响。

截至2015年末，公司持有的长园集团股票市值为116,160.81万元。考虑到我国股票市场行情不确定性较大，若长园集团股价下跌，公司处置股票时可能面临投资损失风险。

表13 截至2015年末公司投资长园集团股票情况

股东名称	买入价格区间 (元/股)	持股数量 (股)	市值 (万元)
深圳市沃尔核材股份有限公司	9.43~11.81	42,336,804	79,720.20
外贸信托·万博稳健2期证券投资集合资金信托计划	9.44~12.83	2,995,215	5,639.99

外贸信托·万博稳健 7 期证券投资集合资金信托计划	12.35~13.71	5,116,022	9,633.47
外贸信托·万博稳健 9 期证券投资集合资金信托计划	12.36~13.71	5,155,332	9,707.49
新华基金-工行-万博稳健 10 期资产管理计划	11.68~14.52	6,085,853	11,459.66
合计		61,689,226	116,160.81

注：市值根据2015年12月31日收盘价18.83元计算。

资料来源：公司提供

### 资产运营效率

公司资产的运营效率较低，存在一定的资金运营压力

公司的经销渠道一般是月结，账期1-3个月，而直销客户大部分为大客户，其议价能力较强，账期较长，2013-2014年，应收账款平均账期保持在89天左右，但2015年公司收入下降情况下应收款项仍增加，导致应收账款周转天数增长22.19天。公司对存货执行严格的管理制度，近年在业务规模扩大情况下库存得到控制，存货周转效率保持稳定。公司与供应商保持稳定的合作方式和赊账政策，使得应付账款周转效率也保持稳定。综合上述因素，公司净营业周期近三年有所拉长，公司的资金运营压力有所加大，尤其2015年受销售端占用更多营运资金的影响，当年运营压力进一步加大。

而公司资产以非流动资产为主，尤其对长园集团的投资规模较大，而这些投资为长期投资，不带来直接的收入，造成总资产周转效率较低。

表 14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项 目	2015 年	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	112.06	89.87	89.22
存货周转天数	78.49	73.79	82.42
应付账款周转天数	63.59	62.83	65.46
净营业周期	126.96	100.83	106.18
流动资产周转天数	241.37	201.89	242.59
固定资产周转天数	178.36	160.65	158.63
总资产周转天数	702.88	501.23	499.98

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

公司收入持续增长，产品毛利率尚可，但期间费用率较高并挤压利润空间，投资收益在2015年大幅增加但不具有可持续性

公司营业收入增速放缓，2014年公司营业收入同比增长22.27%，2015年同比下降0.48%。分产品来看，公司传统的热缩业务在2015年销量下滑导致收入下滑；收购的电线电缆业务



持续发展并成为公司最大的收入来源。受益于电子产品和电力产品价格上升、电线电缆资源的持续整合，公司的综合毛利率持续上升。

2013-2014年，公司投资收益来自联营企业上海世龙科技有限公司、深圳中广核沃尔辐照技术有限公司的股权投资。2015年，公司对长园集团的大部分直接投资已达到权益法核算的长期股权投资核算条件，以公允价值从“可供出售金融资产”转入“长期股权投资”，将公允价值变动带来的收益从“其他综合收益”转“投资收益”。因此当期的投资收益变动主要来自会计政策变动，不具有持续性。转入权益法下的长期股权投资核算后，考虑到长期以来长园集团净资产呈上升趋势，预计该投资将为公司带来长期股权投资收益（可辨认净资产的变动带来投资收益变动）。

近年，公司取得较多的营业外收入，其主要来自政府补助，包括每年的递延补助摊销额及计入当期的政府补助。公司的研发和扩产得到政府的支持。截至2015年末，公司递延收益余额为7,546.64万元，未来的营业外收入仍将保持一定规模。

值得注意的是，公司产品毛利率尚可，但销售渠道成本较高、管理支出较大和财务费用大幅增长挤压了利润空间。2015年，公司期间费用总计37,671.40万元，期间费用率为23.23%，同比增加4.86个百分点，是造成当年公司扣除非经常性损益后净利润下滑的主要原因。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
营业收入	162,142.21	162,918.71	133,247.04
投资收益	56,302.72	187.87	177.75
营业利润	64,399.37	15,018.60	9,522.38
营业外收入	2,749.40	1,630.67	1,213.08
利润总额	66,919.02	16,372.55	10,370.22
净利润	56,700.79	13,613.31	8,285.19
扣除非经常性损益后净利润	8,509.85	12,893.40	7,621.27
综合毛利率	30.58%	29.00%	26.86%
期间费用率	23.23%	18.37%	18.36%
营业利润率	39.72%	9.22%	7.15%
总资产回报率	23.54%	9.24%	7.63%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

经营活动净流入额较少，项目建设和对外股权投资需持续投入大量资金，公司存在较大的资金压力

公司保持了较强的经营活动现金生成能力，2013-2015年FFO分别为17,509.43万元、25,820.04万元、25,827.72万元。但2015年随着期间费用增长，现金生成能力未有提高。

经营活动方面，经营活动现金流净额保持净流入，但出现一定波动性。2013-2015年经营活动现金流净额分别为11,552.36万元、2,633.69万元、5,073.81万元。波动原因是近年销售的收现能力一般，2013-2015年公司的收现比为1.00、0.83、0.92，同时支付的各项费用、投标保证金、业务借款及其他单位往来款项等其他与经营活动有关的现金流出逐年增大。

投资活动方面，近年公司投资建设了深圳坪山沃尔工业园区三期、江苏常州沃尔工业园一期、风电场等项目，购建固定资产的投资支出较大。短期内风电场项目仍需继续投入，相关支出将保持较大规模。2014-2015年，公司还持续对长园集团进行股权投资，加大了当年投资活动现金流缺口。

公司筹资活动现金流主要是银行借款、短期融资券和债券的融资及相应的偿还。除2013年的现金流净流出外，2014-2015年因银行借款和债券融资增加，筹资活动出现较大额的净流入。

总体而言，公司经营活动现金流净流入额较少，且投资活动支出压力较大，未来公司对融资仍有一定依赖性。

表 16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	56,700.79	13,613.31	8,285.19
非付现费用	10,481.62	8,048.30	6,729.74
非经营损益	-41,354.69	4,158.43	2,494.50
FFO	25,827.72	25,820.04	17,509.43
营运资本变化	-20,753.90	-23,186.36	-5,957.07
其中：存货减少（减：增加）	-1,193.54	-471.80	-3,007.46
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6,092.12	-21,648.65	1,041.19
经营性应付项目的增加（减：减少）	-13,468.24	-1,065.91	-3,990.80
经营活动产生的现金流量净额	5,073.81	2,633.69	11,552.36
投资活动产生的现金流量净额	-28,521.62	-59,943.98	-11,775.40
筹资活动产生的现金流量净额	32,200.01	52,665.44	-10,040.05

现金及现金等价物净增加额	8,836.05	-4,650.95	-10,324.92
--------------	----------	-----------	------------

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司负债总额持续增长，短期偿债压力较大

近年，公司的负债总额增长较快，尤其2014年负债相比期初大幅上升76.14%，负债结构以流动负债为主。负债与所有者权益比率存在波动。2014年在负债增长情况下，负债与所有者权益比率也大幅增加42.80个百分点。2015年，公司对长园集团的股权投资公允价值变动造成其他综合收益和未分配利润大幅增长，使得所有者权益相比期初大幅增长42.33%，负债与所有者权益比率相应下降6.51个百分点。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年	2013 年
负债总额	196,672.98	145,983.05	82,877.40
所有者权益	170,614.92	119,875.53	104,932.22
负债与所有者权益比率	115.27%	121.78%	78.98%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司的流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期非流动负债构成。近年公司的银行借款主要是流动性贷款，借款规模较大，截至2015年末，短期借款余额占负债比例为48.14%。应付账款规模保持稳定，是公司与供应商约定的商业信用账期，显示公司对上游具有一定的议价能力。一年内到期非流动负债均为公司向中国银行股份有限公司巴黎分行的银行借款，随着该笔借款于2015年12月17日到期，公司已无一年内到期非流动负债。

非流动负债主要有长期借款、应付债券、递延收益。2013-2014年公司并无长期借款，但在2015年新增了长期借款，包括新增一笔8,000万元的三年期融资租赁款。应付债券为公司在2015年二季度发行总额为3.50亿元的3年期债券。递延收益为与资产相关的政府补助，公司开展了较多的技术工程，得到政府较大的支持。

公司的75.44%债务为有息债务，近年有息债务规模和占比均持续增长，2015年通过长期借款和债券融资，公司的债务期限结构得到延长，但同时，利息费用和偿债压力加大。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	94,685.45	48.14%	79,712.04	54.60%	26,844.39	32.39%
应付账款	19,840.47	10.09%	19,926.72	13.65%	20,447.86	24.67%
一年内到期非流动负	-	0.00%	22,539.26	15.44%	22,436.59	27.07%

**债**

流动负债合计	128,156.43	65.16%	139,177.47	95.34%	79,252.34	95.63%
长期借款	19,006.40	9.66%	-	0.00%	-	0.00%
应付债券	34,682.28	17.63%	-	0.00%	-	0.00%
递延收益	7,546.64	3.84%	6,347.11	4.35%	3,625.05	4.37%
非流动负债合计	68,516.54	34.84%	6,805.58	4.66%	3,625.05	4.37%
负债合计	196,672.98	100.00%	145,983.05	100.00%	82,877.40	100.00%
其中：有息债务	148,374.13	75.44%	102,251.30	70.04%	49,280.98	59.46%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

近年公司资产负债率有所波动，截至2015年末为53.55%，公司若能在2016年完成8.20亿元定增，届时资产负债率可能下降。公司资产以非流动资产为主、负债以流动负债为主，造成流动比率、速动比率表现不佳，短期偿债压力较大。

公司的EBITDA持续增长，尤其2015年对长园集团的投资收益使得EBITDA大幅增长，同时EBITDA利息保障倍数、有息债务/EBITDA等指标均有较大幅度优化。但考虑到投资收益的增加为会计政策变更所致，不具有可持续性，同时，有息债务规模大幅增加、公司的扣除非经常性损益后净利润下滑，实际上，公司对有息债务的本息保障能力下滑。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年	2013 年
资产负债率	53.55%	54.91%	44.13%
流动比率	0.93	0.70	1.07
速动比率	0.74	0.53	0.77
EBITDA (万元)	82,645.09	27,467.33	19,612.38
EBITDA 利息保障倍数	9.71	5.55	5.06
有息债务/EBITDA	1.80	3.72	2.51

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 八、本次债券偿还保障分析

### (一) 本次债券偿债资金来源及其风险分析

本次债券拟发行规模为不超过3亿元（含3亿元），采用分期发行方式。其中首期债券的基础发行规模为不超过2亿元（含2亿元），并附超额配售选择权。到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券的本息偿付资金主要来源于公司日常经营活动的现金流。2013-2015年，公司

三年平均营业收入为15.28亿元，业务规模较大，近三年平均的扣除非经常性损益后净利润为0.97亿元，能对本次债券的利息提供较好支撑。随着公司持股长园集团、参与长园集团经营，市场竞争将有所缓解，公司市场地位将进一步稳固。公司总投资8.58亿元的风电业务预计2017年上半年投产，公司业务线进一步丰富，利润增长点将增加。因此，未来公司经营持续性有一定保证。必要时，公司也可出售长园集团股份以安排本期债券的偿债资金。截至2015年末，公司固定资产和无形资产账面价值合计10.33亿元，未抵押资产的账面价值约6.43亿元，公司也可通过资产处置筹集偿债资金。

但值得注意的是，截至2015年末，公司投资长园集团的股票市值为116,160.81万元，考虑到我国股票市场行情不确定性较大，公司处置相关股票可能面临一定的投资损失风险。公司的期间费用持续增长，影响公司的利润水平。公司热缩业务受市场状况不佳影响，产量与销量下降，新增产能能否及时消化存在一定不确定性。风电业务为公司新业务，业务可持续性和稳定性尚不明确。

## （二）本次债券保障措施分析

本次债券由中小企业担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能为本次债券的偿还提供较好的保障

本次债券由中小企业担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本次债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，担保期限为本次债券的存续期及债券到期日后两年。

中小企业担保前身是深圳市中小企业信用担保中心，成立于1999年12月，是深圳市政府成立的专业担保机构，致力于为中小企业提供融资服务。截至2015年末，中小企业担保注册资本和实收资本为18.00亿元，股东分别为深圳市投资控股有限公司（持股65%）、中国东方资产管理公司（持股35%），实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（其全资控股深圳市投资控股有限公司）。

中小企业担保经过多年发展，已成为以深圳市内中小企业、政策性重点扶持产业为主要服务对象，业务品种包括贷款担保、委托贷款、保函业务、投资业务、政府专项资金担保、债券担保的中大型担保机构。

截至2015年9月30日，中小企业担保总资产为50.13亿元，所有者权益合计为25.38亿元，资产负债率为49.36%，在保余额为171.09亿元，净资产放大倍数为6.74；2014年，公司实现营业总收入5.24亿元，利润总额3.88亿元，经营活动现金净流入4.69亿元。

**表 20 近年中小企业担保主要财务指标**

项目	2015年9月	2014年	2013年	2012年
总资产(万元)	501,250.76	419,025.03	321,088.41	275,211.67
所有者权益合计(万元)	253,811.82	242,646.40	177,733.53	162,069.58
资产负债率	49.36%	42.09%	44.65%	41.11%
流动比率	5.94	5.41	4.83	5.39
营业总收入(万元)	41,324.15	52,421.62	45,543.94	43,106.12
担保费收入(万元)	10,697.16	16,893.17	16,618.15	14,211.04
利润总额(万元)	31,314.14	38,841.99	35,340.16	31,852.39
净资产收益率	10.29%	13.51%	15.67%	15.30%
经营净现金流(万元)	2,051.09	46,855.60	-6,200.48	50,797.64
当期担保发生额(万元)	1,857,426.00	2,231,525.00	2,105,580.00	2,045,445.00
期末在保责任余额(万元)	1,710,946.00	1,554,002.00	1,186,199.40	884,439.00
担保风险准备金(万元)	38,169.48	34,787.13	28,241.04	25,032.14
准备金覆盖率	2.23%	2.24%	2.38%	2.83%
准备金充足率	169.96%	145.03%	140.01%	156.94%
净资产放大倍数	6.74	6.40	6.67	5.46
当期担保代偿率	0.41%	0.23%	0.22%	0.07%
担保风险准备金(万元)	38,169.48	34,787.13	28,241.04	25,032.14

资料来源：中小企业担保 2012 和 2014 年审计报告以及最近一期财务报表（2013 年财务数据为 2014 年财务报表期初数），鹏元整理

中小企业担保背景优势明显，近年资产规模和业务规模持续扩张，整体实力较强。2015 年 12 月 17 日，经鹏元综合评定，中小企业担保主体长期信用等级为 AA+，其为本次债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本次债券的偿还提供较好的保障。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
<b>流动资产：</b>			
货币资金	25,750.51	11,998.87	15,638.95
交易性金融资产	0.24		
应收票据	8,548.06	7,373.93	6,200.81
应收账款	52,498.65	48,443.38	32,902.57
预付款项	2,928.90	2,664.52	4,145.46
应收利息	0.49	-	-
其他应收款	4,010.47	3,412.14	2,420.69
存货	25,138.35	23,944.81	23,473.01
其他流动资产	672.13	37.59	71.70
<b>流动资产合计</b>	<b>119,547.80</b>	<b>97,875.25</b>	<b>84,853.19</b>
<b>非流动资产：</b>			
可供出售金融资产	11,053.38	54,232.73	-
长期股权投资	113,913.59	4,183.32	4,048.43
固定资产	86,189.12	74,479.80	70,928.72
在建工程	10,127.58	15,142.14	11,484.63
无形资产	17,092.78	14,624.24	13,537.57
开发支出	865.22	512.32	-
商誉	-	906.11	906.11
长期待摊费用	833.46	836.60	530.26
递延所得税资产	1,544.72	1,432.41	895.87
其他非流动资产	6,120.27	1,633.66	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>247,740.10</b>	<b>167,983.33</b>	<b>102,956.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>367,287.89</b>	<b>265,858.58</b>	<b>187,809.61</b>
<b>流动负债：</b>			
短期借款	94,685.45	79,712.04	26,844.39
应付票据	771.79	-	985.00
应付账款	19,840.47	19,926.72	20,447.86
预收款项	1,748.68	1,299.61	1,480.67
应付职工薪酬	1,230.13	1,390.33	1,196.07
应交税费	5,132.04	3,970.68	1,569.79
应付利息	2,588.90	641.98	13.26
其他应付款	2,158.98	2,528.50	1,778.71
一年内到期的非流动负债	-	22,539.26	22,436.59

其他流动负债		7,168.34	2,500.00
<b>流动负债合计</b>	<b>128,156.43</b>	<b>139,177.47</b>	<b>79,252.34</b>
<b>非流动负债:</b>			
长期借款	19,006.40	-	-
应付债券	34,682.28	-	-
递延收益	7,546.64	6,347.11	3,625.05
递延所得税负债	7,281.22	458.47	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>68,516.54</b>	<b>6,805.58</b>	<b>3,625.05</b>
<b>负债合计</b>	<b>196,672.98</b>	<b>145,983.05</b>	<b>82,877.40</b>
<b>所有者权益（或股东权益）:</b>			
股本	56,938.80	56,943.09	57,067.69
资本公积	2,826.04	2,595.18	2,766.05
其他综合收益	-619.17	2,721.64	-
盈余公积	9,765.43	6,103.97	4,965.83
未分配利润	100,278.55	49,799.84	38,972.50
外币报表折算差额	-	-	-612.03
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>169,189.64</b>	<b>118,163.71</b>	<b>103,160.04</b>
少数股东权益	1,425.27	1,711.82	1,772.18
<b>所有者权益合计</b>	<b>170,614.92</b>	<b>119,875.53</b>	<b>104,932.22</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>367,287.89</b>	<b>265,858.58</b>	<b>187,809.61</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告



## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
<b>一、营业总收入</b>	<b>162,142.21</b>	<b>162,918.71</b>	<b>133,247.04</b>
其中：营业收入	162,142.21	162,918.71	133,247.04
<b>二、营业总成本</b>	<b>154,045.55</b>	<b>148,087.98</b>	<b>123,902.41</b>
其中：营业成本	112,564.36	115,665.06	97,453.12
营业税金及附加	1,457.20	957.95	743.72
销售费用	15,954.10	13,509.18	12,642.87
管理费用	13,247.51	11,596.44	9,366.79
财务费用	8,469.79	4,827.23	2,456.47
资产减值损失	2,352.60	1,532.12	1,239.43
加：投资收益	56,302.72	187.87	177.75
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2,048.03	190.15	-
<b>三、营业利润</b>	<b>64,399.37</b>	<b>15,018.60</b>	<b>9,522.38</b>
加：营业外收入	2,749.40	1,630.67	1,213.08
减：营业外支出	229.75	276.72	365.24
<b>四、利润总额</b>	<b>66,919.02</b>	<b>16,372.55</b>	<b>10,370.22</b>
减：所得税费用	10,218.24	2,759.24	2,085.03
<b>五、净利润</b>	<b>56,700.79</b>	<b>13,613.31</b>	<b>8,285.19</b>
归属于母公司所有者的净利润	56,987.33	13,666.53	8,309.13
少数股东损益	-286.54	-53.21	-23.94

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2015年	2014年	2013年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	149,717.08	135,839.48	133,905.49
收到的税费返还	465.80	432.48	108.39
收到其他与经营活动有关的现金	9,470.22	6,660.27	4,187.90
经营活动现金流入小计	159,653.10	142,932.24	138,201.78
购买商品、接受劳务支付的现金	85,626.59	83,106.89	74,052.18
支付给职工以及为职工支付的现金	32,926.14	26,915.37	25,282.49
支付的各项税费	13,819.42	11,221.80	9,767.43
支付其他与经营活动有关的现金	22,207.14	19,054.49	17,547.32
经营活动现金流出小计	154,579.29	140,298.55	126,649.42
经营活动产生的现金流量净额	5,073.81	2,633.69	11,552.36
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
收回投资收到的现金	5,665.38	3.06	-
取得投资收益收到的现金	5,508.29	55.26	87.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12.32	17.11	1,330.48
收到其他与投资活动有关的现金	505.57	-	-
投资活动现金流入小计	11,691.55	75.44	1,417.76
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,813.27	9,340.63	11,993.16
投资支付的现金	25,399.91	50,678.80	1,200.00
投资活动现金流出小计	40,213.17	60,019.42	13,193.16
投资活动产生的现金流量净额	-28,521.62	-59,943.98	-11,775.40
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>			
吸收投资收到的现金	-	-	244.00
取得借款收到的现金	164,516.83	146,949.28	44,035.22
收到其他与筹资活动有关的现金	4,283.24	3,029.57	1,520.50
发行债券收到的现金	35,000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	203,800.07	149,978.84	45,799.72
偿还债务支付的现金	153,256.28	87,038.97	48,933.96
回购限制性股票	16.07	483.72	-
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,617.99	5,464.39	4,886.64
支付其他与筹资活动有关的现金	9,709.72	4,326.33	1,428.25
筹资活动现金流出小计	171,600.06	97,313.40	55,839.77

筹资活动产生的现金流量净额	32,200.01	52,665.44	-10,040.05
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	83.85	-6.10	-61.82
五、现金及现金等价物净增加额	8,836.05	-4,650.95	-10,324.92
加：期初现金及现金等价物余额	8,403.06	13,054.02	23,378.94
六、期末现金及现金等价物余额	17,239.11	8,403.06	13,054.02

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料 (单位: 万元)

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	56,700.79	13,613.31	8,285.19
加: 资产减值准备	2,352.60	1,532.12	1,239.43
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,108.38	4,056.22	4,034.46
无形资产摊销	1,993.88	1,481.29	873.41
长期待摊费用摊销	1,026.76	978.67	582.44
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	92.63	19.21	151.81
财务费用	8,144.95	4,863.63	2,456.47
投资损失	-56,302.72	-187.87	-177.75
递延所得税资产减少	-112.30	-536.54	63.97
递延所得税负债增加	6,822.75	-	-
存货的减少	-1,193.54	-471.80	-3,007.46
经营性应收项目的减少	-6,092.12	-21,648.65	1,041.19
经营性应付项目的增加	-13,468.24	-1,065.91	-3,990.80
经营活动产生的现金流量净额	5,073.81	2,633.69	11,552.36

资料来源: 公司2014-2015年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
应收账款周转天数	112.06	89.87	89.22
存货周转天数	78.49	73.79	82.42
应付账款周转天数	63.59	62.83	65.46
净营业周期	126.96	100.83	106.18
流动资产周转天数	241.37	201.89	242.59
固定资产周转天数	178.36	160.65	158.63
总资产周转天数	702.88	501.23	499.98
综合毛利率	30.58%	29.00%	26.86%
期间费用率	23.23%	18.37%	18.36%
营业利润率	39.72%	9.22%	7.15%
总资产回报率	23.54%	9.24%	7.63%
负债与所有者权益比率	115.27%	121.78%	78.98%
资产负债率	53.55%	54.91%	44.13%
流动比率	0.93	0.70	1.07
速动比率	0.74	0.53	0.77
EBITDA (万元)	82,645.09	27,467.33	19,612.38
EBITDA 利息保障倍数	9.71	5.55	5.06
有息债务/EBITDA	1.80	3.72	2.51

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}] * 180$
	应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款})] / \text{营业收入} * 180$
	存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货})] / \text{营业成本} * 180$
	应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额})] / \text{营业成本} * 180$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转天数	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额})] / \text{营业收入} * 180$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} * 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} * 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) * 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) * 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} * 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} * 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} * 100\%$
现金流	扣除非经常性损益后净利润	$\text{净利润} - \text{非经常性损益}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} * 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的非流动负债} + \text{交易性金融负债}$
有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$	

## 附录六 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认



为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



# 营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 鹏元资信评估有限公司  
 主体类型 有限责任公司  
 住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼  
 法定代表人 刘思源  
 成立日期 1993年03月17日



### 重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定，经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址：<http://www.szcredit.com.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告，商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

沃尔核材



登记机关

2016年03月29日



# 中华人民共和国 组织机构代码证

(副本)

代 码 1 9 2 2 1 7 0 2 - 7



机构名称: 鹏元资信评估有限公司

机构类型: 企业法人 (法定代表人: 刘思源)

地 址: 广东省深圳市福田区深南大道7

0 0 8 号阳光高尔夫大厦 3 楼

有 效 期: 自 2015 年 07 月 03 日  
至 2019 年 07 月 02 日

颁 发 单 位: 深圳市市场监督管理局

登 记 号: 组代管 440304-482757-1



中华人民共和国

国家质量监督检验检疫总局印章

证书有效期内每年 07 月份年检

恕不另行通知。

年 检 记 录

年	月	日	年	月	日
沃尔核材					

NO.2015 3520549

## 说 明

1. 中华人民共和国组织机构代码是组织机构代码在中华人民共和国境内唯一的、始终不变的法定代码标识,《中华人民共和国组织机构代码证》是组织机构代码法定代码标识的凭证,分正本和副本。
2. 《中华人民共和国组织机构代码证》不得出租、出借、冒用、转让、伪造、变造、非法买卖。
3. 《中华人民共和国组织机构代码证》登记项目发生变更时,应向发证机关申请变更登记。
4. 各组织机构应当按有关规定,接受发证机关的年度检验。
5. 组织机构依法注销、撤销时,应向原发证机关办理注销登记,并交回全部代码证。

# 税务登记证

(副本)

深 税 登 字 440300192217027

国 税 纳 税 编 码: 78933607

地 税 纳 税 编 码: 02003969

纳 税 人 名 称: 鹏元资信评估有限公司

法 定 代 表 人 ( 负 责 人 ): 刘思源

地 址: 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

登 记 注 册 类 型: 其他有限责任公司

经 营 范 围: 负责金融机构、工商企业资信等级及有价证券信  
用等级评定。财务、投资、证券咨询、证券市场咨  
信评级。

批 准 设 立 机 关

扣 缴 义 务



国家税务局监制

第1本  
流水号01507799

总机构情况 (由分支机构填写)	
名 称	
纳税人识别号	
地 址	
经营范围	
分支机构设置 (由总机构填写)	
名 称	
地 址	
名 称	
地 址	
名 称	沃尔核材
地 址	
名 称	
地 址	



# 中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：鹏元资信评估有限公司  
 业务许可种类：证券市场资信评级  
 法定代表人：刘思源  
 注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼  
 编号：ZPJ002

沃尔核材



中国证券监督管理委员会(公章)

2008年2月26日

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



钟继鑫，证件号码:441427199010140150，于2015年09月20日参加金融市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201509853089848985



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



钟继鑫，证件号码:441427199010140150，于2015年10月25日参加证券市场基本法律法规考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201510853181491085



# 中国证券业执业证书



姓名: 王一峰

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 鹏元资信评估有限公司

编号: R0030212080001

证书取得日期 2012-08-21

证书有效截止日期 2016-12-31

执业注册记录



2014年11月03日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。