

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 2020 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
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。

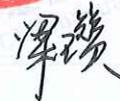
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【582】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 汪永乐

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
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大
厦 3 楼
电话：0755-82872897
网址：
www.cspengyuan.com

| | 本次跟踪评级结果 | 上次跟踪评级结果 ¹ |
|------------|-----------------|-----------------------|
| 债券信用等级 | AAA | AAA |
| 发行主体长期信用等级 | A+ | A+ |
| 评级展望 | 负面 | 负面 |
| 评级日期 | 2020 年 6 月 29 日 | 2020 年 4 月 21 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 2020 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维持为 A+，评级展望维持为负面。该评级结果是考虑到：公司产品得到消费电子和汽车电子主流客户的认可，并为苹果、LG 化学等多家客户供货，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；同时中证鹏元也关注到了公司部分有息债务到期未偿付，实控人侯毅先生股权质押比例高，公司实控人拟变更，公司及相关人员受到中国证监会行政处罚，公司董事会成员及高管变动较大，公司经营亏损且短期内仍面临较大的经营压力，偿债压力加大，存在未决诉讼等风险因素。

正面：

- 公司产品仍具有一定竞争力，已为多家知名客户供货。2017 年公司经苹果认证通过，成为其胶带类原材料供应商，2018 年公司导入 OPPO 核心供应链并为其供货，2019 年公司消费电子用功能性薄膜材料（以下简称“电子功能材料”）对苹果的销售收入为 30,943 万元，占电子功能材料收入的 65.83%。公司铝塑膜日本工厂已向孚能科技、天津捷威、微宏动力、卡耐新能源、中信盟固利等软包动力电池厂商稳定供货，2019 年公司铝塑膜国内工厂顺利通过 LG 化学的产品认证并于同年 7

¹ 2020 年 4 月 21 日，《中证鹏元关于下调深圳市新纶科技股份有限公司主体长期信用等级的公告》（中证鹏元公告【2020】54 号），中证鹏元将公司主体长期信用等级下调为 A+，展望调至负面，维持“16 新纶债”信用等级为 AAA。

月供货，意味着公司国内工厂生产的产品获得主流动力电池厂商的认可。2019 年公司累计销售铝塑膜 1,339 万平方米，同比增长 39.77%。

- **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：

- **公司存在有息债务到期未偿付，偿债压力较大。**截至 2019 年末公司存在已逾期未偿还短期借款 1.50 亿元，逾期融资租赁本金 0.59 亿元，合计 2.09 亿元。截至 2020 年 3 月末公司有息债务 32.37 亿元，其中 2020 年 4-12 月需偿付 24.55 亿元。截至 2019 年末公司受限资产占总资产的 24.61%，抵质押再融资空间不大，鉴于公司已出现有逾期债务，可能面临金融机构缩贷风险，债务周转存在一定难度，且货币资金余额下降较快，对短期债务的偿付能力有限，公司面临较大的偿债压力。
- **公司实际控制人股权质押比例高。**截至 2020 年 3 月末，公司实际控制人侯毅先生累计质押其所持有的公司股份为 257,499,944 股，占其个人所持股份总数的 99.99%。
- **公司实际控制人拟发生变更。**2020 年 5 月，公司控股股东、实际控制人侯毅先生与银川金融控股集团有限公司（以下简称“银川金控”）签署协议，侯毅将其所持有的公司股份共 257,507,852 股（占公司总股本的 22.35%）的表决权全部委托至银川金控行使。本次权益变动完成暨协议生效后，侯毅仍为公司第一大股东，但不再为公司实际控制人，银川金控将成为公司控股股东。
- **公司及相关人员受到证监会行政处罚。**公司因虚构贸易业务虚增收入及利润、未按规定披露关联交易、未按规定披露对外担保，违反证券法相关规定，2020 年 5 月 21 日，公司收到中国证监会下发的行政处罚决定书，公司及相关人员受到相应处罚。
- **公司董事会成员及高管变动较大。**2019 年 10 月，公司进行董事会换届选举，第五届董事会成员较第四届董事会成员变更 4 名，超过三分之一。2019 年 4 月以来，公司总裁傅博、副总裁高翔在内的 7 名高管辞职，公司及董事会聘任文成炜（已离职）、吴智华、李洪流、陈得胜为公司高管，选举廖垚为第五届董事会副董事长。
- **公司经营业绩亏损，短期内仍面临较大的经营压力。**2019 年公司营业收入 33.22

亿元，同比增长 5.41%，但铝塑膜项目、TAC 光学膜项目投产后折旧摊销成本增幅更大，公司综合毛利率下降 7.91 个百分点至 18.33%，受制于融资成本上升、TAC 光学膜新产品推广、5G 研发投入规模较大，公司期间费用率高达 18.84%，营业利润为亏损 1,010.70 万元。受市场需求等因素影响，公司产能规模扩大后短期内较难取得相应的收入，而固定成本、费用规模较大，公司仍然面临较大的经营压力。此外，公司并购千洪电子形成商誉 12.51 亿元，规模较大，需关注千洪电子经营业绩可能受消费电子整体景气度影响产生波动，从而引发商誉减值。

- **公司存在未决诉讼。**截至 2019 年 12 月 31 日，公司存在未决诉讼 2 笔，原告方分别为浙商银行深圳分行、兴业银行深圳分行，涉案金额分别为 9,024.06 万元、15,000.50 万元，均尚未开庭审理。

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2020 年 3 月 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 总资产 | 943,495.86 | 956,373.74 | 955,100.72 | 650,461.96 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 488,793.69 | 492,902.45 | 496,587.74 | 333,357.31 |
| 有息债务 | 323,714.21 | 324,696.40 | 332,512.97 | 228,953.10 |
| 资产负债率 | 48.37% | 48.78% | 48.10% | 48.63% |
| 流动比率 | 0.67 | 0.73 | 1.18 | 1.56 |
| 速动比率 | 0.56 | 0.56 | 1.00 | 1.35 |
| 营业收入 | 42,534.09 | 332,196.96 | 315,136.36 | 206,442.45 |
| 营业利润 | -4,085.08 | -1,010.70 | 33,511.60 | 5,928.70 |
| 净利润 | -4,077.56 | -109.27 | 27,320.94 | 7,155.06 |
| 综合毛利率 | 21.80% | 18.33% | 26.24% | 27.38% |
| 总资产回报率 | - | 1.76% | 6.05% | 4.75% |
| EBITDA | - | 37,537.95 | 64,357.33 | 40,824.35 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 2.01 | 4.27 | 3.37 |
| 经营活动现金流净额 | 3,008.37 | -73,369.28 | 26,959.23 | -959.35 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理，因涉及重大差错更正，2017 年、2018 年部分数据采用 2019 年审计报告中更正后的数据，下同。

深高新投主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|----------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,193,578.17 | 2,052,718.02 | 1,346,952.97 |
| 所有者权益合计 | 2,155,836.69 | 1,178,738.97 | 1,119,617.32 |
| 营业总收入 | 278,716.28 | 208,520.14 | 150,517.45 |
| 担保业务收入 | 120,638.94 | 82,385.32 | 72,814.95 |
| 资金管理业务收入 | 119,685.53 | 82,494.33 | 53,159.92 |
| 净资产收益率 | 6.92% | 9.86% | 12.24% |

| | | | |
|---------|------------|-----------|-----------|
| 融资担保余额 | 14,941,515 | 7,161,330 | 6,067,180 |
| 当期担保发生额 | 9,655,970 | 7,047,073 | 4,890,938 |

资料来源：深高新投2017-2019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12月31日，本期债券募集资金余额为2.62万元。

二、发行主体概况

截至2020年3月31日，公司注册资本仍为115,221.46万元，跟踪期内未发生变动，公司控股股东和实际控制人为侯毅先生，持股比例为22.35%，侯毅先生累计共质押其所持有的公司股份257,499,944股，占其个人所持股份总数的99.99%，占公司2020年3月31日股份总数的22.34%。

2020年5月，公司控股股东、实际控制人侯毅先生与银川金控签署了《合作协议》、《表决权委托协议》。银川金控以包括但不限于表决权委托及/或受让股份、参与定增、二级市场增持等方式取得公司控制权，银川金控向公司和侯毅先生提供财务支持。侯毅先生将其所持有的公司股份共257,507,852股（占公司总股本的22.35%）的表决权全部委托至银川金控行使。本次权益变动完成后，侯毅先生持有的公司股份数量不变，仍为257,507,852股，其持有的公司股份表决权比例由22.35%减少至0%。银川金控将通过表决权委托的形式取得新纶科技257,507,852股普通股对应的22.35%股份的表决权。《表决权委托协议》生效后，侯毅先生仍为公司第一大股东，但不再为公司实际控制人，银川金控将成为公司控股股东，银川市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“银川市国资委”）将成为公司的实际控制人。本次权益变动涉及的《合作协议》、《表决权委托协议》及相关事项尚需政府有权监督管理部门批准后生效。

表 1 截至 2020 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 | 25,749.99 |
| 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 | 3.38% | 3,894.66 | - | - |

| | | | | | |
|-----------------------|----------|---------------|------------------|----|------------------|
| 劳根洪 | 境内自然人 | 1.75% | 2,013.95 | - | - |
| 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 | 1.50% | 1,731.71 | 质押 | 1,730.92 |
| 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 | - | - |
| 深圳市崇海投资有限公司 | 境内非国有法人 | 1.00% | 1,153.57 | - | - |
| 深圳市华弘润泽投资发展有限公司 | 境内非国有法人 | 0.63% | 721.96 | 质押 | 172.00 |
| 贺光平 | 境内自然人 | 0.54% | 624.35 | 质押 | 624.35 |
| 合计 | - | 43.05% | 49,595.37 | | 34,045.10 |

注：广西万赛由于相关债务纠纷导致所持股份被冻结。因未履行付款义务，宁波市中级人民法院将广西万赛持有公司的 56,178,442 股份在阿里拍卖平台上进行公开拍卖。2020 年 5 月 26 日，阿里拍卖平台发布《网络竞价成功确认书》，广西万赛持有的上述股份被个人投资者王宙竞得，成交价为 248,528,770 元，本次股权拍卖成交后一个月内向买受人交付拍品。本次拍卖交割完成后，广西万赛持有的公司股数降为 1,500,000 股，持股比例降至 0.13%。本次拍卖事项不会导致公司实际控制人、控股股东变更，不会对公司生产经营产生影响。

资料来源：公司 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

2019年12月，公司与珠海鸿银投资基金管理有限公司（以下简称“鸿银投资”）共同投资设立深圳鸿银投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“合伙企业”）。合伙企业注册资本为 120,272.37 万元，其中公司作为有限合伙人以深圳市新纶超净科技有限公司（以下简称“新纶超净”）等公司的股权资产评估后作价出资 120,152.37 万元，占合伙企业总出资额的 99.9002%。公司已经在2019年12月30日完成上述事项。此次交易完成后，公司不能实质控制合伙企业，进而不能实质控制新纶超净等6家子公司²。2019年公司合并范围内子公司减少6家，新增5家，具体如下表所示。截至2019年末公司合并范围子公司明细如附录二所示。

表 2 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

| 2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况 | | | |
|---------------------------|------|------------------|--------|
| 子公司名称 | 持股比例 | 主营业务 | 合并方式 |
| 台湾拓丞股份有限公司 | 70% | 制造业 | 股权收购 |
| 千洪电子（香港）有限公司 | 100% | 服务业 | 投资设立 |
| 千洪电子印度私人有限公司 | 100% | 制造业 | 投资设立 |
| 深圳市新纶超净工程有限公司 | 100% | 实验室净化工程等 | 投资设立 |
| 深圳市新纶超净科技有限公司 | 100% | 净化产品、净化工程及超净清洗服务 | 投资设立 |
| 2019 年不再纳入公司合并范围的子公司情况 | | | |
| 子公司名称 | 持股比例 | 主营业务 | 不再并表原因 |
| 深圳市金麒麟环境科技有限公司（以下简称“金麒麟”） | 80% | 防静电/洁净室产品及服务 | 股权转让 |
| 成都洁净易超净技术有限公司（以 | 100% | 净化产品、净化工程及超净清洗服 | 股权转让 |

² 2019 年末上述 6 家子公司资产出表，但 2019 年的经营业务收入仍计入公司当年营业收入。

| | | | |
|----------------------------|------|------------------|------|
| 下简称“成都洁净易”) | | 务 | |
| 合肥洁易超净技术有限公司（以下简称“合肥洁净易”） | 100% | 超净清洗服务 | 股权转让 |
| 武汉洁净易超净技术有限公司（以下简称“武汉洁净易”） | 100% | 超净清洗服务 | 股权转让 |
| 南昌洁净易超净科技有限公司（以下简称“南昌洁净易”） | 100% | 超净清洗服务 | 股权转让 |
| 深圳市新纶超净科技有限公司 | 100% | 净化产品、净化工程及超净清洗服务 | 股权转让 |

注：新纶超净为公司于2019年11月19日注册成立，于2019年12月20日完成出表。
 资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

2020年1月，公司与成都德睿通科技有限公司（以下简称“成都德睿通”）签订《股权转让协议书》，将公司持有的成都新晨新材科技有限公司（以下简称“新晨新材”）70%的股权转让给成都德睿通，转让价格4,900万元。截至2020年2月19日工商变更已完成。

公司因虚构贸易业务虚增收入及利润、未按规定披露关联交易、未按规定披露对外担保被证监会行政处罚

2019年6月25日，公司涉嫌信息披露违法违规，证监会决定对公司立案调查。2020年5月21日，公司收到中国证监会下发的处罚字【2020】21号《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》。基于公司违法事实，证监会给予新纶科技、侯毅、傅博等公司时任高管相应处罚。公司违法事实如下：

1) 虚构贸易业务虚增收入及利润。2016年至2018年，新纶科技通过全资子公司新纶科技（常州）有限公司（以下简称“常州新纶”）与自然人张和春控制的多家公司虚构贸易业务方式，虚增收入、成本及利润，其中2016年虚增营业收入3.37亿元，占当年收入的20.29%，虚增采购成本2.49亿元，虚增利润0.76亿元，占当年利润总额的142.73%；2017年虚增营业收入3.38亿元，占当年收入的16.39%，虚增采购成本2.44亿元，虚增利润0.93亿元，占当年利润总额的50.67%；2018年虚增营业收入0.62亿元，占当年收入的1.94%，虚增采购成本0.44亿元，虚增利润0.11亿元，占当年利润总额的3.03%。新纶科技上述行为违反了2005年修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称2005年《证券法》）第六十三条、第六十六条的规定。构成2005年《证券法》第一百九十三条第一款所述的“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”行为。

2) 未按规定披露关联交易。广州宏辉电子科技有限公司（以下简称“宏辉电子”）查实为新纶科技关联方，2017年度，新纶科技与宏辉电子发生关联交易合计38,520万元，

占新纶科技最近一期经审计净资产的11.62%；2018年度，新纶科技与宏辉电子发生关联交易合计70,100万元，占新纶科技最近一期经审计净资产的20.98%。新纶科技未在《2017年年度报告》、《2018年年度报告》中披露与宏辉电子的关联关系及关联交易情况，其行为违反了2005年《证券法》第六十三条、第六十六条的规定。

3) 未按规定披露对外担保。2017年5月至2017年12月期间，新纶科技及其全资子公司深圳市金耀辉科技有限公司使用自身在银行的定期存款，为宏辉电子和深圳市前海贝斯曼科技有限公司（以下简称“贝斯曼”）两家公司的银行贷款提供存单质押担保，2017年度担保额度为40,000万元。新纶科技未在《2017年年度报告》中披露上述担保情况，其行为违反了2005年《证券法》第六十三条、第六十六条的规定。

公司董事会成员、高管变动较大

2019年10月，公司进行第五届董事会换届选举，公司选举侯毅、罗凌、廖垚、吴智华、王凤德、翁铁建为第五届董事会非独立董事，选举牛秋芳、程国强、曾学忠为独立董事。公司第五届董事会成员较第四届董事会成员变更4名，超过三分之一。

同时我们关注到，公司董事会成员及高管变动较大。2019年4月以来，公司总裁傅博、副总裁高翔、公司董事会秘书及总裁高级助理张桥、副总裁王友伦、董事兼副总裁王凤德、副总裁及董事会秘书文成炜、财务总监马素清相继辞去职务；公司及董事会先后聘任文成炜为公司副总裁、董事会秘书，选举廖垚为公司第五届董事会副董事长，增聘吴智华为联席总裁，聘任李洪流为公司副总裁、董事会秘书（现任），聘任陈得胜为财务总监（现任）。

三、运营环境

5G手机带动消费电子需求的长期趋势不变，但受疫情影响2020年智能手机出货量预计降幅将超过10%，供应链企业面临一定的经营压力

2019年全球智能手机市场延续下滑趋势，手机品牌竞争仍激烈。根据IDC统计数据，2019年全球智能手机出货13.71亿部，同比下滑2.3%，已经是连续第3年下滑。其中华为、小米、三星、OPPO出货量逆势增长，市场份额分别提升了2.9个、0.7个、0.7个、0.3个百分点，苹果出货量则同比下降8.5%，市场份额同比下降1.0个百分点。2020年第一季度，全球智能手机出货 2.76 亿部，同比下滑11.3%，其中市场份额前五为三星21.1%、华为17.8%、苹果 13.3%、小米 10.7%、vivo9.0%，OPPO 本季掉出前五名，让位于vivo。

表 3 2019 年全球智能手机市场品牌集中度持续提升

| 品牌 | 出货量（百万部） | 同比增速 | 市场份额 | 份额变动情况（百分点） |
|----|----------|------|-------|-------------|
| 三星 | 296 | 1.2% | 21.6% | 0.7 |

| | | | | |
|-----------|--------------|--------------|-------------|----------|
| 华为 | 241 | 16.8% | 17.5% | 2.9 |
| 苹果 | 191 | -8.5% | 13.9% | -1.0 |
| 小米 | 126 | 5.5% | 9.2% | 0.7 |
| OPPO | 114 | 0.9% | 8.3% | 0.3 |
| 其他 | 404 | -12.9% | 29.4% | -3.6 |
| 合计 | 1,371 | -2.3% | 100% | - |

资料来源：IDC

2020年初新冠疫情蔓延，我国智能手机市场下滑幅度更大。由于疫情导致的线下销售停摆、可预见收入下降抑制了居民的消费欲望、供应链开工不足导致部分机型供应不足等，2020年一季度我国智能手机出货量约6,660万台，同比下降20.3%，1月、2月、3月出货量同比跌幅分别达37%、55%、22%³。

国内的5G手机市场份额呈现结构性上升趋势。2020年1-4月，我国的5G手机渗透率分别为26.8%、37.5%、29.6%、39.26%。2020年各个手机厂商加快了5G手机的发布与布局进度，密集发布5G手机，价格档位也进一步下沉，到年底千元机也将搭载5G；同时运营商也加快了5G建网的节奏，并积极推动目前的4G套餐用户转化为5G套餐。在手机运营商及厂商加快布局、产业链成本优势、消费者观念改变等多重影响下，2020年下半年5G手机渗透有望持续提升。此外，智能穿戴领域在Apple Watch、Air Pods的创新带动下，新的产品市场被创造，受在线学习、在线办公驱动，全球可穿戴市场规模有望持续增长。根据Gartner预测，2020年全球消费者在可穿戴设备上的支出将达到520亿美元。

尽管5G推动下的消费电子终端增长趋势未改，但疫情仍对智能手机产业链造成冲击，智能手机市场不确定性加大，短期内供应链企业业绩承压。受疫情影响，手机厂商新机发布节奏被打乱，市场需求释放与线下供给均受阻，同时居民短期收入减少以及长期对于未来收入预期的不确定性增强，IDC预计2020年全球智能手机出货量将同比下降12%至12亿部。受此影响，各大手机厂商可能下修订单，短期内供应链企业经营将面临一定压力。

新能源汽车政策支持加码，欧美车企积极布局中国市场，汽车零部件国产化进程加快；国内厂商在动力电池方面具备一定竞争优势，但软包电池市场占有率仍较低

新能源汽车全球化受到疫情短暂冲击，但政策支持强劲。2019年全球新能源车销量为202.4万辆，同比增长9.9%，其中欧洲53.9万辆，同比增长48.8%。2020年第一季度，全球新能源车销量42.8万辆，同比下降9.3%，主要是中国疫情导致销量断崖式下降，而欧洲、美国销量为20.7万辆、8.4万辆，同比增长4.7%、8.9%。随着2019年11月欧洲低碳政策发布，及德国将补贴额度提高50%，欧洲逐渐成为全球电动车主要增量市场。2020

³ 数据来自信通院。

年4月23日，我国财政部等四部委正式下发《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（以下简称《通知》），将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%。新补贴政策稳字当头，综合考虑技术进步、规模效应等因素，平缓补贴退坡力度和节奏，可在一定程度上对冲疫情影响，促进汽车消费。国内外政策均强力支持了新能源汽车发展，在后疫情时代，预计全球新能源汽车市场有望得到改善。

各大车企布局中国市场步伐加快。继特斯拉在中国上海建设超级工厂后，戴姆勒、大众也加快了国内新能源汽车市场投资步伐。2020年5月25日，戴姆勒股份公司董事会主席表示拟投入10亿欧元建全球电池生产基地，遍布欧洲、北美洲和亚洲。2020年底梅赛德斯奔驰将提供5款纯电车型、20款插电式混合动力车型。2020年5月28日，国轩高科（002074.SZ）公告称大众拟60亿元认购公司非公开发行股票，交易后大众中国将持有公司26.47%股票，成为公司第一大股东。大众投资的60亿元将用于年产16GWh高比能动力锂电池产业化项目、国轩材料年产3万吨高镍三元正极材料项目。同时，大众汽车宣布将投资10亿欧元获得江淮汽车50%股份，同时增持电动汽车合资企业江淮大众股份至75%，获得合资公司管理权。根据协议，在大众中国投资成为直接持有合资公司75%股权的股东后，大众集团有意愿授予合资公司大众集团旗下的主流品牌及一系列新能源产品，合资公司将逐渐扩大规模并力争在2029年间达到年产35万-40万辆水平。

动力电池为电动汽车核心部件之一，国内厂商竞争优势明显。在电动化转型的规划布局方面，各车企在产能建设中下功夫，同时动力电池产业链有望迎来强劲增长，主机厂和电池供应商的绑定将会变得越来越紧密。电池作为单价最高、安全性最重要的零部件，占据了新能源汽车行业大部分的利润和现金流。车企努力培育供应商形成博弈格局，而电池也在向寡头垄断的方向发展，产业链利润重构、车厂与电池厂的博弈仍在继续。国内动力电池企业全球格局优势显著，2017-2019年连续3年占据了全球过半的市场份额；其中出货量排名前10厂商中，连续三年占有4席。以宁德时代为例，连续三年全球出货量排名第一；其中2019年市占率为27.87%，远高于第二名松下公司的24.10%。

软包电池有一定竞争力，但其行业规模效应仍未显现，市场份额增长不及预期。软包动力电池安全性能好、能量密度高，能延长续航里程，已成为企业投资和技术产业化发展的方向之一。2019年全球销量前10的乘用车中，有4款车型配套软包电池。目前全球软包市场主要有LG、SKI、AESC等日韩企业和孚能科技等国内企业，LG、孚能科技分别在全球和国内软包动力电池市场排名第一，软包电池装机量分别为12.3GWh、1.2GWh。但从动力电池市场份额看，以宁德时代为代表的方形电池路线仍是主流，2019年国内方

形动力电池装机量增长至 52.73GWh，占比 84.5%；软包和圆柱动力电池装机量均有所下降，分别为 5.5GWh 和 4.2GWh，占比分别为 8.8%和 6.7%。总体来看，软包路线具有一定竞争力，随着全球主流整车企业逐步选择软包动力电池作为新能源汽车动力电池系统重要技术路线之一，国内软包动力电池的市场占有率将会有所提升。

四、经营与竞争

公司常州生产基地铝塑膜项目、TAC光学膜项目于2018年四季度投产后，折旧摊销成本迅速上升，而产品销售单价逐步下降，2019年公司功能材料收入虽同比增长10.42%至23.44亿元，但毛利率同比下降7.86个百分点；公司防静电/洁净室业务竞争激烈，收入规模及盈利空间逐年收缩，2019年其毛利率较上年下降6.68个百分点。综合影响下，2019年公司实现营业收入33.22亿元，同比增长5.41%，但毛利率同比下降7.91个百分点至18.33%。

新冠疫情爆发以来，口罩需求猛涨，公司的苏州新纶、天津新纶、深圳光明口罩生产基地拥有口罩生产相关资质，疫情期间主要生产的一次性防护口罩和医用外科口罩供不应求，2020年一季度公司防护用品（主要为口罩）实现销售收入5,051.26万元，毛利率高达72.00%，但进入2020年二季度以来，国内口罩产能增长较快，供应量增加，口罩的单价逐步恢复至正常水平，公司防护用品的毛利率亦将下降。但由于其他主要业务板块受疫情影响停工停产，公司营业收入仅为4.25亿元，同比下降32.84%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年1-3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|-----------|------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 功能材料业务 | 24,833.27 | 13.42% | 234,427.04 | 18.61% | 212,305.31 | 26.47% |
| 防静电/洁净室业务 | 9,791.67 | 16.91% | 79,620.68 | 16.52% | 82,022.86 | 23.20% |
| 护理用品 | 5,051.26 | 72.00% | - | - | - | - |
| 精密模具业务 | 1,341.49 | 11.26% | 10,935.14 | 23.06% | 10,564.96 | 33.78% |
| 其他业务 | 1,516.40 | 32.95% | 7,214.11 | 22.13% | 10,243.23 | 38.17% |
| 合计 | 42,534.09 | 21.80% | 332,196.96 | 18.33% | 315,136.36 | 26.24% |

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，2019年其他业务收入下降主要源于原材料销售量减少。2018-2019年公司护理用品收入分别为2,368.22万元、1,989.36万元，毛利率分别为33.86%、33.48%，未单独核算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

功能材料业务板块仍是公司经营业绩的主要来源和经营战略的主要方向

功能材料业务板块仍是公司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年公司收购宁国市千洪电子有限公司（以下简称“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（下文称“电子构件业务”），是公司常州一期电子功能材料的下游客户之一。千洪电子是OPPO、VIVO的主要模切商之一，千洪电子的并表可为公司导入OPPO、VIVO的供应链打通渠道。

表 5 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） | 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。2019年功能材料收入占营业收入的比重高达 70.57%。

表 6 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 | 2020年1-3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|-----------|----------|------------|----------|------------|--------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 功能材料业务 | 24,833.27 | 13.42% | 234,427.04 | 18.61% | 212,305.31 | 26.47% |
| 其中：电子功能材料业务 | 5,823.95 | 45.81% | 47,003.46 | 37.76% | 67,811.17 | 42.75% |
| 电子材料构件业务（千洪电子） | 10,838.36 | 12.20% | 142,694.70 | 18.24% | 107,002.13 | 18.95% |
| 铝塑膜业务 | 8,050.12 | -5.01% | 44,368.18 | 3.66% | 36,269.53 | 17.97% |
| TAC 功能膜业务 | 120.85 | -211.00% | 383.29 | -868.09% | 1,222.48 | 39.23% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

常州一期经营业绩主要依赖苹果，受消费电子市场景气度影响，公司产能利用率逐年下滑，公司对苹果的出货量同比下降，对OPPO、VIVO的导入进度不及预期

公司常州一期项目由常州新纶负责，主要生产功能性胶带，下游客户为智能手机等消

费电子厂商。常州新纶目前拥有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3,500万平方米。公司已实现数十款新产品的批量稳定生产，截至2019年末公司功能性胶带产品综合良率为92%。

表7 常州一期功能性胶带产能及产销量情况（单位：万平方米、万元）

| 项目 | 2020年1-3月 | 2019年 | 2018年 |
|-------|-----------|--------|---------|
| 产能 | 700 | 3,500 | 3,500 |
| 产量 | 200 | 1,400 | 2,000 |
| 产能利用率 | 28.57% | 40.00% | 57.14% |
| 销量 | 170 | 1,350 | 2,000 |
| 销售额 | 5,799 | 46,278 | 65,219 |
| 产销率 | 85.00% | 96.43% | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前主要生产中高端产品，逐渐减少低端产品产量。由于产品产能按一次涂布统计，而中高端产品一般需要多次涂布，且部分低端产线闲置，导致公司功能性胶带产能利用率一直处于较低水平。2019年，由于苹果等主要客户订单量下降，公司功能性胶带产量仅1,400万平方米，同比下降30.00%，产能利用率由上年的57.14%下降至40.00%。

主要客户方面，自2017年导入苹果供应链以来，公司写入苹果产品BOM清单的料号数量持续增加。但由于消费电子市场景气度不佳，苹果智能手机出货量及全球市场份额占比均下降，2019年公司对苹果供应商的供货量为658万平方米，实现销售收入3.09亿元，同比分别下降17.54%、22.81%。2020年一季度，公司对苹果出货量88万平方米，同比大幅增长，但考虑到全球疫情控制尚不明朗，5G手机爆发期尚未到来，智能手机出货量仍可能下降，苹果的后续订单量仍有待观察。2018年公司已成功导入OPPO核心供应链，导入产品为防爆膜、保护膜、胶带等。但受制于市场需求，2019年公司对OPPO销售收入1,250万元（仅指核心供应链产品），同比下降17.11%。目前公司仍在配合VIVO研发新产品，暂未实现对VIVO的销售收入。

表8 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（万平方米） | | | |
|------|-----------|-----------|--------|--------|-----------|-----------|-------|-------|
| | 2020年1-3月 | 2019年1-3月 | 2019年 | 2018年 | 2020年1-3月 | 2019年1-3月 | 2019年 | 2018年 |
| 客户1 | 1,596 | 1,645 | 9,768 | 9,167 | 24 | 25 | 205 | 187 |
| 客户2 | 1,005 | 730 | 5,206 | 7,907 | 15 | 11 | 128 | 191 |
| 客户3 | 558 | 369 | 4,991 | 7,366 | 12 | 5 | 125 | 170 |
| 客户4 | 139 | 28 | 674 | 5,085 | 2 | 1 | 20 | 110 |
| 其他 | 1,948 | 741 | 10,304 | 10,560 | 35 | 13 | 180 | 140 |
| 合计 | 5,246 | 3,514 | 30,943 | 40,085 | 88 | 55 | 658 | 798 |

资料来源：公司提供

2018年四季度以来，苹果的订单量持续低于预期，2019年公司电子功能材料实现销售收入4.70亿元，同比下降30.68%，产能闲置情况下，公司电子功能材料毛利率同比下降4.99个百分点至37.76%。如苹果出货量持续下降或销量仍不及预期，将较大地影响公司收入和盈利，且受制于市场需求，公司对OPPO、VIVO的销售/导入进度不及预期。

电子构件业务并表后贡献了较多收入和利润，但其经营依赖单一大客户，易受到消费电子市场波动影响，而收购千洪电子形成的商誉规模较大，如业绩不达预期可能面临商誉减值风险

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。上述功能性器件所需原材料包括泡棉、胶带、保护膜、导电布、铜箔等，原材料市场供应充足，采购价格随市场价格变动。

2018年下半年，千洪电子还新增了电子材料和复合材料的代理业务，此类业务和电子材料构件的下游客户相同。但2020年一季度以来，考虑市场因素及盈利空间，代理业务的供应商逐渐减少与千洪电子的合作，业务规模下降较快，未来该业务不具有持续性。

得益于与终端客户的稳定合作，2019年千洪电子营业收入13.01亿元，同比增长14.01%，综合毛利率为18.70%，基本与上年持平，当年经营活动现金净流入5,815.85万元，业务获现能力较好。分产品来看，电子材料构件实现收入7.21亿元，占比为55.43%，电子材料和复合材料代理收入合计5.80亿元，由于产品种类、型号存在差异，毛利率波动较大。

表9 千洪电子2019年及2020年一季度产品收入明细（单位：万片）

| 项目 | 2020年1-3月 | | 2019年 | |
|-------------|------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 电子材料构件 | 9,326.07 | 15.57% | 72,122.12 | 17.22% |
| 电子材料（代理） | 738.00 | -6.91% | 29,715.35 | 9.60% |
| 复合材料（代理） | 70.71 | 6.58% | 28,267.62 | 20.15% |
| 营业收入 | 10,134.78 | 13.88% | 130,105.09 | 18.70% |

资料来源：公司提供

千洪电子积极配合OPPO、VIVO的生产需求，其产能布局与后者保持一致。随着OPPO、VIVO在印度建设工厂开拓东南亚市场，千洪电子设立了印度工厂，目前的生产准备工作已完成，原计划2020年一季度完成试产，但受疫情影响暂未能开工。2019年千洪电子的电子材料构件年产能为83.57亿片，产量为42.48亿片，分别同比增长6.56%和6.07%。

表10 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 |
|-------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 2019年 | 835,722 | 424,795 | 497,176 | 50.83% | 117.04% |
| 2018年 | 784,250 | 400,475 | 495,633 | 51.06% | 123.76% |

注：1、旺季千洪电子自有产能不足，存在部分外协加工。

2、产能利用率较低，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。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

千洪电子下游客户仍主要为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”）等消费电子领域供应商。2019年千洪电子对主要客户OPPO、东方亮彩实现销售收入6.44亿元，合计占比49.51%。

综上，千洪电子并表后为公司贡献了较多收入和利润，但我们也注意到，千洪电子经营业绩对OPPO、VIVO等终端客户较为依赖，当前消费电子市场不确定性较大，终端手机厂商的出货量仍可能持续下降，从而对千洪电子等模切厂商的经营业绩产生不利影响。且我们注意到，公司并购千洪电子形成商誉12.51亿元⁴，规模较大，需关注千洪电子经营业绩可能受消费电子整体景气度影响而产生波动，从而引发商誉减值风险。

公司国内工厂投产后固定成本、费用迅速上升，产品毛利率下降，铝塑膜业务表现亏损，预计短期内较难改善；常州三期销售规模仍较小，暂未形成大批量订单

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，常州国内工厂的两期产能规划均为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2020年末投产（原计划2019年二季度试产）⁵。目前日本工厂月最高出货量可达150万平方米，国内工厂第一条生产线2019年平均出货量、单月最高出货量分别为45万平方米、78万平方米，产品良率为90%以上。此外，公司计划于2020年下半年将日本工厂搬迁至国内，整个搬迁过程原计划需要3-4个月，受疫情影响存在一定不确定性。

表11 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 | 2020年1-3月 | 2019年 | 2018年 |
|-----------|-------|-----------|--------|--------|
| 软包锂电池用铝塑膜 | 产能 | 4,200 | 4,200 | 1,650 |
| | 产量 | 233 | 1,699 | 963 |
| | 产能利用率 | 22.19% | 40.45% | 58.36% |
| | 销量 | 193 | 1,339 | 958 |
| | 销售额 | 3,898 | 28,387 | 23,534 |
| 高性能铝材 | 产量 | 102 | 517 | 360 |
| | 销量 | 84 | 439 | 360 |

⁴ 2017年、2018年、2019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、1.87亿元，已累计实现业绩承诺。

⁵ 铝塑膜项目二期产线原定投产时间为2019年9月30日，由于新能源汽车市场变化较大，终端客户产能释放不及预期，为避免产能过剩，控制资金风险，公司决定将投产时间延至2020年12月31日。

| | | | |
|-----|-------|--------|-------|
| 销售额 | 2,020 | 10,538 | 8,685 |
|-----|-------|--------|-------|

注：表中产能为实际产能，小于规划产能。2020年1-3月产能利用率计算公式中的产能按年产能的1/4计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司已成为包括LG化学、孚能科技、天津捷威、微宏动力、卡耐新能源、中信盟固利、多氟多等软包动力电池厂商在内的独家或主要铝塑膜供应商。2019年公司国内工厂铝塑膜产品通过LG化学的产品认证，2019年10月国内工厂与LG化学正式签署了协议并开始供货。目前公司国内工厂产品已通过LG化学、超威、国轩高科等动力客户的认证。

2019年全年公司累计销售铝塑膜1,339万平方米，同比增长39.77%。其中2019年公司销售的铝塑膜产品中，动力和3C销量分别占比为50%、50%，销售收入分别占比为55%、45%。由于国内工厂的铝塑膜产品2019年下半年起陆续通过动力客户的产品认证，2019年国内工厂供货量仍较小，当年公司销售的铝塑膜产品约80%来自日本工厂。2019年铝塑膜前五大客户均为国内知名电池厂商，销售额合计1.68亿元，占当年销售额的59.12%。

此外，公司采用代工的方式销售高性能铝材，2019年共计销售517万平方米高性能铝材，销售额为10,538万元，销量及销售额分别较上年增长21.94%和21.34%。

表 12 2019 年公司铝塑膜业务前五大客户销售收入

| 客户名称 | 销售收入（万元） |
|---------------------|---------------|
| 客户 1 | 5,405 |
| 客户 2 | 5,381 |
| 客户 3 | 2,214 |
| 客户 4 | 1,996 |
| 客户 5 | 1,786 |
| 2019年前五名客户合计 | 16,782 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，由于方形电池仍是新能源汽车动力电池主流技术路线，软包技术路线占比仍较低，且2019年全国软包动力电池装机量有所下降；国内工厂投产后折旧和管理成本都在上升，国内工厂虽然已为LG化学、国轩高科等动力客户和3C客户供货，但产能的爬升和客户订单量的增加都需要一个长期的过程，在此影响下2019年新复材由盈转亏，净利润为-2,493.19万元。考虑到当前软包动力电池市场面临的不确定性较大，日本工厂搬迁也会影响公司的实际产能，但生产固定成本和费用较高，短期内铝塑膜业务仍面临较大的经营压力。

常州三期TAC功能膜项目主要用于显示面板领域，其中TAC功能膜项目一期共2条生产线，已于2018年11月投产，年产能1,000万平方米。目前常州三期仍在配合客户进行产品研发和试产，2019年TAC功能膜实现销售收入383.29万元，主要来自于车载防爆膜、IM

硬化膜、CPI柔性显示材料、COP偏光膜等产品。

公司超净清洗和部分净化产品业务已出表，未来不再产生经营收入；净化工程业务竞争激烈，对运营资金的占用较多且收款周期长

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。其中净化产品主要是净化类服装、工鞋、擦拭品；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。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，但其收入及毛利率均逐年下降。

表 13 公司防静电/洁净室业务营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年1-3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 防静电/洁净室业务 | 9,791.67 | 16.91% | 79,620.68 | 16.52% | 82,022.86 | 23.20% |
| 其中：净化产品销售 | 3,677.46 | 14.45% | 33,985.69 | 19.57% | 42,465.51 | 21.46% |
| 净化工程 | 5,977.64 | 18.70% | 41,448.41 | 13.48% | 36,290.58 | 25.49% |
| 超净清洗 | 136.57 | 4.67% | 4,186.58 | 21.80% | 3,266.77 | 20.47% |

资料来源：公司提供

为突出公司主业，集中精力发展功能材料业务，公司决定将超净清洗和部分净化产品业务剥离。2019年12月，公司以其持有的新纶超净、成都洁净易、合肥洁净易、武汉洁净易、南昌洁净易100%股权、金麒麟80%股权、东莞首道超净技术有限公司50%股权出资，共同投资设立深圳鸿银投资合伙企业（有限合伙）。上述资产评估作价12.02亿元，公司作为有限合伙人，占合伙企业总出资额的99.9002%。公司已经在2019年12月30日完成上述事项，新纶超净等6家子公司（明细见表2）出表，相应的超净清洗业务、除医疗之外的净化产品销售业务出表，医疗类净化产品纳入防护用品业务板块核算，主要是口罩产品销售。

合伙企业的投资回报方面，根据双方签订的合伙协议，公司作为有限合伙人获得固定回报，第一年为1%，第二年为2%，自第三年起至合伙企业解散清算固定回报为3%；对于合伙企业每年取得的现金收入，有限合伙人获得固定收益，不足部分由普通合伙人鸿银投资补足，上述分配后剩余的部分，有限合伙人按照70%获得分配，普通合伙人按照30%获得分配。

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。净化工程行业整体毛利率水平偏低，竞争日趋激烈，公司为了占有市场份额，主动承接毛利率较低项目，2019年取得净化工程收入4.14亿元，同比增长14.21%，但毛利率迅速下降至

13.48%，主要原因为：以前年度，公司实验室工程业务利润主要来源于独家代理德国威瑟曼家具的销售，但随着客户需求由单一购买实验家具转化为实验室家具及安装工程整体发包、实验室类工程项目发包，公司承接的实验室项目逐步转为整体承包，毛利率较高的家具销售比重逐步降低，承包工程中60%以上为暖通、气路、装饰装修等毛利率较低的工程项目。

表 14 公司净化工程业务分类型收入及毛利率明细（单位：万元）

| 产品/服务种类 | 2019 年 | | 2018 年 | |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 原净化工程 | 26,713.83 | 8.49% | 21,032.27 | 23.31% |
| 实验室工程 | 14,734.58 | 22.52% | 15,258.30 | 28.49% |
| 合计 | 41,448.41 | 13.48% | 36,290.58 | 25.49% |

资料来源：公司提供

截至2019年末公司净化工程业务在手订单61个，合同金额3.51亿元，其中原净化工程、实验室工程在手订单分别为9个、52个，在手合同金额分别为1.54亿元、1.97亿元，净化工程业绩仍有一定保障，但中证鹏元注意到，公司净化工程业务面临激烈竞争，盈利空间逐渐减缩，且垫款规模大、回款期长，对公司营运资金形成较大占用。

公司模具业务逐步聚焦大客户，各类模具产销量逐年下降；公司积极向模具的下游产业链延伸，开发出牙膏泵等注塑产品

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”）⁶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。2017年以来公司积极开拓海外市场，公司生产的多腔高精度注塑模具远销欧洲、美国、南美洲、东南亚等地。江天精密通过聚焦全球大客户的商业模式，积极调整客户结构，2019年与Thermofisher和Unilever建立了合作关系，同时与BD、Fresenius Kabi、柯惠医疗等企业保持长期合作关系。2019年公司模具业务海外市场销售收入0.40亿元，占模具业务收入的35.88%。除模具业务外，江天精密还积极开发新的产品，向产业链下游延伸。2019年公司新开发的牙膏泵注塑产品，产能为600万只，当年销售583万只，产销表现良好。

为推动产品优化升级，2018年以来江天精密逐步淘汰小金额低附加值订单，2019年日化类、食品类、医药类模具的产销量均有所下降，但受益于单个模具单价同比上升，2019年江天精密实现销售收入1.09亿元，同比略增长3.50%，受公司让利新客户及产量下降后

⁶ 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。

单位固定成本上升影响，模具业务毛利率同比下降10.72个百分点至23.06%。

表 15 2018-2019 年江天精密主要产品产量、销量（单位：套）

| 产品类别 | 2019 年 | | 2018 年 | |
|---------|--------|--------|--------|----|
| | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 |
| 日化类模具 | 52 | 46 | 72 | 68 |
| 食品类模具 | 63 | 59 | 79 | 75 |
| 医药类模具 | 45 | 41 | 52 | 46 |
| 医药耗材类模具 | 34 | 27 | 34 | 27 |
| 牙膏泵注塑产品 | 600 万只 | 583 万只 | - | - |

资料来源：公司提供

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）审计并出具带强调事项段的无保留意见的2019年审计报告和未经审计的2020年一季报。因对2018年度损益及现金流量、2019年初资产负债的重大会计差错进行了更正，2018年数据采用2019年期初数，报告均采用现行会计准则编制。

强调事项段为：“新纶科技于2020年4月9日收到中国证券监督管理委员会下发的处罚字【2020】10号《行政处罚事先告知书》，新纶科技涉嫌违法将受到行政处罚。新纶科技于2020年4月29日发布公告，对涉及2016年度损益及现金流量、2017年度损益及现金流量、2018年度损益及现金流量及2019年初资产负债的重大会计差错进行了更正。”

2019年公司合并范围内子公司增加5家、减少6家，截至2019年末纳入公司合并范围的子公司明细如附录二所示。

资产结构与质量

2019 年公司部分净化产品业务、超净清洗业务出表，转变为公司以股权投资的形式继续持有；公司应收账款及存货存在较大的资金占用，受限资产占比较高

跟踪期内公司总资产规模变动不大，但流动资产规模及占比逐年下降，主要原因是公司以持有的新纶超净等子公司的股权出资成立合伙企业，导致相关资产出表，而其他权益工具投资增加。截至 2020 年 3 月末公司非流动资产占比超过 70%，主要是公司非流动资产以公司对合伙企业的股权投资、常州一期、二期、三期项目建设成本和商誉为主，合计占总资产的 50.42%。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 35,465.67 | 3.76% | 45,114.83 | 4.72% | 160,992.47 | 16.86% |
| 应收账款 | 98,894.80 | 10.48% | 121,872.65 | 12.74% | 133,572.17 | 13.99% |
| 预付款项 | 35,652.83 | 3.78% | 21,029.10 | 2.20% | 17,103.60 | 1.79% |
| 存货 | 46,042.68 | 4.88% | 66,151.94 | 6.92% | 65,268.66 | 6.83% |
| 流动资产合计 | 273,424.83 | 28.98% | 292,769.25 | 30.61% | 420,508.91 | 44.03% |
| 其他权益工具投资 | 122,202.37 | 12.95% | 122,202.37 | 12.78% | 0.00 | 0.00% |
| 投资性房地产 | 36,099.46 | 3.83% | 34,694.74 | 3.63% | 25,581.27 | 2.68% |
| 固定资产（合计） | 185,054.85 | 19.61% | 187,693.85 | 19.63% | 185,935.06 | 19.47% |
| 在建工程（合计） | 56,262.77 | 5.96% | 54,544.35 | 5.70% | 53,554.05 | 5.61% |
| 无形资产 | 52,626.14 | 5.58% | 53,203.25 | 5.56% | 50,865.76 | 5.33% |
| 商誉 | 172,227.59 | 18.25% | 172,227.59 | 18.01% | 174,077.61 | 18.23% |
| 非流动资产合计 | 670,071.03 | 71.02% | 663,604.49 | 69.39% | 534,591.82 | 55.97% |
| 资产总计 | 943,495.86 | 100.00% | 956,373.74 | 100.00% | 955,100.72 | 100.00% |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司货币资金为 4.51 亿元，同比大幅下降主要是项目建设、日常经营及偿还债务所致，其中受限资金 1.45 亿元，主要是定期存单质押担保、保证金。截至 2019 年末公司应收账款账面价值 12.19 亿元，分业务类型看，公司电子功能材料业务、铝塑膜业务、净化工程业务、千洪电子形成的应收账款账面价值分别为 2.80 亿元、2.23 亿元、1.59 亿元、3.78 亿元，占全部应收账款账面价值的 23.01%、18.33%、13.08%、31.02%，合计占比 85.43%。截至 2020 年 3 月末，公司应收账款账面价值 9.89 亿元，较 2019 年末下降 18.85%，但规模仍较大，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 2019 年末前五名预付对象 0.83 亿元，占预付账款的 39.48%。存货主要为净化工程业务形成的已完工未结算资产、常州生产基地的原材料、成品及半成品等，跟踪期内变动不大。但 2019 年末公司存货中已完工未结算资产规模为 2.43 亿元，同比大幅增长 31.10%，主要是净化工程业务形成，对公司营运资金占用度持续加大。

2019 年公司将部分净化产品业务及超净清洗业务整体剥离，将新纶超净等子公司股权作价出资 12.02 亿元，与鸿银投资共同投资成立合伙企业，持股比例为 99.9002%，公司将认购的合伙企业的股权确认为“其他权益工具投资”。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等，主要分布在常州生产基地、苏州新纶、天津新纶和深圳本部，跟踪期内变动不大。2019年公司铝塑膜项目二期厂房及设备安装、PBO纤维项目分别投入1.21亿元、1.00亿元，同时由于铝塑膜项目一期完工转固部分账面价值为2.00亿元，公司在建工程账面价值总体变动不大。但中证鹏元注意到，公司的铝塑膜二期延期投产，项目进展面临一定的不确定性。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，规模较稳定。2019年末公司商誉为17.22亿元，主要为公司并购千洪电子、新纶材料日本株式会社、上海瀚广形成的12.51亿元、3.26亿元、1.01亿元商誉。

截至2019年末，公司受限资产包括货币资金1.45亿元、存货2.30亿元、投资性房地产3.31亿元、固定资产11.78亿元、在建工程3.16亿元、无形资产1.53亿元，账面价值合计23.53亿元，占公司总资产的24.61%。

资产运营效率

公司净营业周期缩短，但应收账款及存货周转速度仍较慢

2019年公司应付供应商款项增幅较大，带动公司净营业周期由2018年122.83天缩短至2019年的113.46天。受制于子公司千洪电子的电子构件业务、净化工程业务、电子功能材料业务和铝塑膜业务形成的应收账款规模较大，以及净化工程业务形成的已完工未结算资产规模不断增长，2019年公司应收账款及存货周转天数分别为138.41天和87.19天，分别较上年增加11.70天和3.55天，周转效率仍较低。

表 17 公司资产运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|----------|----------|--------|
| 应收账款周转天数 | 138.41 | 126.71 |
| 存货周转天数 | 87.19 | 83.64 |
| 应付账款周转天数 | 112.14 | 87.51 |
| 净营业周期 | 113.46 | 122.83 |
| 流动资产周转天数 | 387.10 | 413.79 |
| 固定资产周转天数 | 202.25 | 187.50 |
| 总资产周转天数 | 1,028.57 | 900.00 |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入虽小幅增长，但铝塑膜项目、TAC光学膜项目投产后折旧等成

本上升，期间费用占比较高，公司经营整体表现为亏损且短期内难有明显改善

2019年公司营业收入33.22亿元，同比小幅增长5.41%，但由于铝塑膜项目、TAC光学膜项目投产后折旧摊销成本增幅更大，公司综合毛利率下降7.91个百分点至18.33%。期间费用方面，2019年公司融资成本大幅上升且公司采用了成本相对较高的供应链融资，财务费用同比增长59.08%，TAC光学膜项目处于试生产和销售推广期，销售费用同比大幅上升29.66%，而5G相关的研发投入仍较大，公司期间费用率高达18.84%，综合影响下公司营业利润为亏损1,010.70万元。受疫情影响，2020年一季度公司营业收入为4.25亿元，同比下降32.84%，营业利润为亏损4,085.08万元。电子功能材料业务、铝塑膜业务是公司经营业绩的主要来源，由于当前全球智能手机市场面临的不确定性较大，软包动力电池市场份额仍较低，公司产能规模扩大后短期内较难转化为经营业绩，而单位固定成本及费用均较大，公司收入及盈利仍将面临不利影响。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2020年1-3月 | 2019年 | 2018年 |
|---------|-----------|------------|------------|
| 营业收入 | 42,534.09 | 332,196.96 | 315,136.36 |
| 营业利润 | -4,085.08 | -1,010.70 | 33,511.60 |
| 利润总额 | -4,139.66 | -708.92 | 34,331.74 |
| 净利润 | -4,077.56 | -109.27 | 27,320.94 |
| 综合毛利率 | 21.80% | 18.33% | 26.24% |
| 期间费用率 | 30.90% | 18.84% | 16.03% |
| 营业利润率 | -9.60% | -0.30% | 10.63% |
| 总资产回报率 | - | 1.76% | 6.05% |
| 净资产收益率 | - | -0.02% | 6.58% |
| 营业收入增长率 | - | 5.41% | 52.65% |
| 净利润增长率 | - | -100.40% | 281.84% |

资料来源：公司2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年一季度报，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动表现为大额现金净流出，但营运资金需求仍较大，公司面临较大的流动性压力

2019年公司主营业务现金获取能力仍较好，收现比为0.91，但公司铝塑膜项目及TAC光学膜项目投产后生产规模扩大，营运资金需求大幅增长，公司经营活动表现为净流出7.34亿元。

2019年公司投资活动支出主要是铝塑膜项目二期厂房及设备安装、PBO纤维项目持续

建设支出。新晨新材出表后，PBO纤维项目后续不再由公司负责建设；TAC光学膜项目二期剩余的3条产线因产品升级等原因公司已决定不再投入；铝塑膜项目二期已延期投产，正式投产时间受市场环境变化、产品设计方案调整及产品升级进展影响，存在一定的不确定性，短期内公司投资活动暂无较大规模的资金需求。

公司筹资方式主要有债权、股权、银行借款、融资租赁、信托借款、供应链金融等，2019年公司融资成本上升且再融资受到一定限制，公司筹资活动净流入仅0.15亿元。受制于市场需求，公司短期内预计较难取得与现有产能相应的收入及现金流，而营运资金、人工成本、管理费用等资金需求较大，公司仍然面临较大的资金压力。

表 19 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|------------------|-------------|-------------|
| 收现比 | 0.91 | 0.82 |
| 净利润 | -109.27 | 27,320.94 |
| 营运资本变化 | -112,351.20 | -33,348.64 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -4,239.73 | -22,970.10 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | 27,920.70 | -69,918.04 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | -136,032.18 | 59,539.50 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -73,369.28 | 26,959.23 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -21,960.34 | -113,139.85 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1,472.05 | 85,346.47 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -94,084.65 | -1,810.53 |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司存在有息债务到期未偿付，偿债压力较大

过去几年公司业务扩张较快，并购、新建产能及项目投运后的资金需求均较大，公司负债规模已增至较高水平，2019年末公司产权比率为95.25%，所有者权益对负债的覆盖程度较低。2020年3月末公司负债总额中流动负债占比为88.86%。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 |
|-------|------------|------------|------------|
| 负债总额 | 456,358.12 | 466,546.07 | 459,422.80 |
| 所有者权益 | 487,137.74 | 489,827.67 | 495,677.93 |
| 产权比率 | 93.68% | 95.25% | 92.69% |

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司应付账款主要是应付原材料采购款和工程款，跟踪期内有一定波动。2019年末公

司其他应付款（合计）主要包括应付利息0.32亿元、应付往来款0.74亿元，分别同比增长50.62%、180.19%，其中应付利息增长主要是融资租赁款的利息费用增加。

公司有息债务主要包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款（不含专项应付款）。短期借款全部为信用借款，长期借款为抵押和质押借款，应付债券为本期债券。2019年末公司应付票据较上年减少3.85亿元，主要是商业承兑汇票规模下降。截至2019年末，公司长期应付款（不含专项应付款，含一年内到期的融资租赁款）主要为应付兴业金融租赁有限责任公司（以下简称“兴业金租”）3.47亿元、民生金融租赁股份有限公司1.16亿元。

公司有息债务中短期债务占比不断上升，截至2019年末短期债务28.45亿元，占比为87.63%。同时我们关注到，2019年末公司有息债务中已逾期未偿还的短期借款期末余额为1.50亿元，分别为北京银行深圳高新园支行0.39亿元、汇丰银行0.35亿元、浙商银行深圳南山支行0.76亿元，另有逾期融资租赁本金0.59亿元，合计2.09亿元。2020年4月，公司收到兴业金租的《债权转让通知书》，兴业金租与中国东方资产管理股份有限公司天津市分公司（以下简称“东方资产”）签署了《资产转让协议》，兴业金租将所持有的公司债权及其从权利（以下简称“标的资产”）转让给东方资产，标的资产本金余额为3.39亿元。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年3月 | | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 228,970.50 | 50.17% | 226,003.66 | 48.44% | 188,255.08 | 40.98% |
| 应付票据 | 4,436.95 | 0.97% | 4,075.58 | 0.87% | 42,624.62 | 9.28% |
| 应付账款 | 74,598.93 | 16.35% | 92,105.95 | 19.74% | 76,925.49 | 16.74% |
| 其他应付款(合计) | 9,180.36 | 2.01% | 10,550.29 | 2.26% | 4,734.97 | 1.03% |
| 一年内到期的非流动负债 | 57,615.37 | 12.63% | 48,550.13 | 10.41% | 24,284.33 | 5.29% |
| 其他流动负债 | 5,900.00 | 1.29% | 5,900.00 | 1.26% | 0.00 | 0.00% |
| 流动负债合计 | 405,526.75 | 88.86% | 401,869.87 | 86.14% | 356,447.79 | 77.59% |
| 长期借款 | 590.00 | 0.13% | 12,890.00 | 2.76% | 8,650.00 | 1.88% |
| 应付债券 | 21,923.11 | 4.80% | 21,901.43 | 4.69% | 29,721.25 | 6.47% |
| 长期应付款(合计) | 10,589.28 | 2.32% | 11,686.59 | 2.50% | 45,288.69 | 9.86% |
| 非流动负债合计 | 50,831.38 | 11.14% | 64,676.20 | 13.86% | 102,975.01 | 22.41% |
| 负债合计 | 456,358.12 | 100.00% | 466,546.07 | 100.00% | 459,422.80 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 323,714.21 | 72.32% | 324,696.40 | 69.60% | 332,512.97 | 72.38% |

资料来源：公司2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年一季报，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2019年末公司资产负债率为48.78%，负债水平一般。由于经营亏损，公司EBITDA对利息的保障能力大幅下降。2020年4-12月、2021年、2022年公司需偿付的

有息债务分别为24.55亿元、6.95亿元、0.44亿元，而公司受限资产占比较高，抵质押再融资空间受限，鉴于公司已出现有逾期债务，可能面临金融机构缩贷风险，债务周转具有一定难度，且货币资金余额下降较快，对短期债务的偿付能力有限，公司面临较大的偿债压力。

表 22 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 |
|---------------|---------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 48.37% | 48.78% | 48.10% |
| 流动比率 | 0.67 | 0.73 | 1.18 |
| 速动比率 | 0.56 | 0.56 | 1.00 |
| EBITDA（万元） | - | 37,537.95 | 64,357.33 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 2.01 | 4.27 |
| 有息债务/EBITDA | - | 8.65 | 5.17 |
| 债务总额/EBITDA | - | 12.43 | 7.14 |
| 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、2019 年审计报告及未经审计的 2020 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。

深高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于1994年12月投资成立，初始注册资本1亿元。深高新投于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年12月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，截至2019年末，深高新投注册资本和实收资本均为121.11亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持有公司30.55%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表23所示。

表 23 截至 2019 年末深高新投股东情况（单位：万元）

| 公司名称 | 出资额 | 出资比例 |
|-------------|------------|--------|
| 深圳市投资控股有限公司 | 370,027.25 | 30.55% |

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

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

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

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

表 24 2017-2019 年深高新投主要财务指标情况（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|----------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,193,578.17 | 2,052,718.02 | 1,346,952.97 |
| 所有者权益合计 | 2,155,836.69 | 1,178,738.97 | 1,119,617.32 |
| 营业总收入 | 278,716.28 | 208,520.14 | 150,517.45 |
| 担保业务收入 | 120,638.94 | 82,385.32 | 72,814.95 |
| 资金管理业务收入 | 119,685.53 | 82,494.33 | 53,159.92 |
| 净资产收益率 | 6.92% | 9.86% | 12.24% |
| 融资担保余额 | 14,941,515 | 7,161,330 | 6,067,180 |
| 当期担保发生额 | 9,655,970 | 7,047,073 | 4,890,938 |

资料来源：深高新投2017-2019年审计报告、深高新投提供，中证鹏元整理

综合来看，深高新投实力较雄厚，业务发展情况较好，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的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月22日），公司存在未结清逾期利息415.52万元、未结清不良类借款26,784.91万元（中长期借款10,800.00万元、短期借款15,984.91万元）、未结清关注类借款77,858.42万元（中长期借款28,289.81万元、短期借款49,568.61万元）。

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月19日），千洪电子不存在未结清不良类信贷记录，千洪电子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2笔未决诉讼

截至2019年12月31日，公司存在未决诉讼2笔，1）原告方浙商银行深圳分行，被告方新纶科技、新恒东、新晨新材、常州新纶，涉案金额9,024.06万元；2）原告方兴业银行深圳分行，被申请人天津新纶科技有限公司、苏州新纶超净技术有限公司、侯毅，涉案金额15,000.50万元。以上2笔诉讼均尚未开庭审理，公司暂未计提预计负债。

八、评级结论

公司产品技术水平先进，在消费电子、汽车电子领域得到了苹果、OPPO、LG化学、孚能科技等主流客户的认可，2019年公司电子功能材料对苹果的销售收入为30,943万元，占电子功能材料收入的65.83%。2019年公司铝塑膜国内工厂顺利通过LG化学的产品认证并于同年7月供货。2019年公司累计销售铝塑膜1,339万平方米，实现销售收入2.84亿元，同比分别增长39.77%和20.62%。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，截至2019年末，公司存在已逾期未偿还有息债务2.09亿元，由于公司抵质押再融资空间不大，而公司已出现有逾期债务，可能面临金融机构缩贷风险，

债务周转存在一定难度，且货币资金余额下降较快，对短期债务的偿付能力有限，公司面临较大的偿债压力。截至2020年3月末公司实际控制人侯毅先生累计质押的股份占其个人所持公司股份总数的99.99%，质押比例很高。根据侯毅与银川金控签署的协议，侯毅将其所持有的公司股份共257,507,852股（占公司总股本的22.35%）的表决权全部委托至银川金控行使。协议生效后，侯毅将不再为公司实际控制人，银川金控将成为公司控股股东，银川市国资委将成为公司实际控制人。公司因虚构贸易业务虚增收入及利润、未按规定披露关联交易、未按规定披露对外担保，违反证券法相关规定，2020年5月21日公司收到中国证监会下发的行政处罚决定书。2019年10月公司进行董事会换届选举，第五届董事会成员较第四届董事会成员变更4名，2019年4月以来，公司总裁傅博、副总裁高翔在内的7名高管辞职，公司及董事会先后聘任文成炜、吴智华、李洪流、陈得胜担任公司高管，选举廖垚为第五届董事会副董事长。2019年公司经营业绩亏损，受市场需求等因素影响，公司产能规模扩大后，短期内较难取得相应的收入及现金流，而固定成本、费用规模较大，公司仍然面临较大的经营压力。公司存在未决诉讼2笔，涉案金额分别为9,024.06万元、15,000.50万元。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为A+，评级展望维持为负面。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|------------|------------|-------------|------------|
| 货币资金 | 35,465.67 | 45,114.83 | 160,992.47 | 140,730.47 |
| 应收账款 | 98,894.80 | 121,872.65 | 133,572.17 | 88,260.89 |
| 其他权益工具投资 | 122,202.37 | 122,202.37 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产（合计） | 185,054.85 | 187,693.85 | 185,935.06 | 142,577.89 |
| 商誉 | 172,227.59 | 172,227.59 | 174,077.61 | 48,937.84 |
| 资产总计 | 943,495.86 | 956,373.74 | 955,100.72 | 650,461.96 |
| 短期借款 | 228,970.50 | 226,003.66 | 188,255.08 | 122,613.98 |
| 应付账款 | 74,598.93 | 92,105.95 | 76,925.49 | 36,076.34 |
| 一年内到期的非流动负债 | 57,615.37 | 48,550.13 | 24,284.33 | 17,133.13 |
| 长期借款 | 590.00 | 12,890.00 | 8,650.00 | 16,300.00 |
| 应付债券 | 21,923.11 | 21,901.43 | 29,721.25 | 29,607.77 |
| 负债合计 | 456,358.12 | 466,546.07 | 459,422.80 | 316,313.80 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 488,793.69 | 492,902.45 | 496,587.74 | 333,357.31 |
| 所有者权益合计 | 487,137.74 | 489,827.67 | 495,677.93 | 334,148.16 |
| 营业收入 | 42,534.09 | 332,196.96 | 315,136.36 | 206,442.45 |
| 营业利润 | -4,085.08 | -1,010.70 | 33,511.60 | 5,928.70 |
| 净利润 | -4,077.56 | -109.27 | 27,320.94 | 7,155.06 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 3,008.37 | -73,369.28 | 26,959.23 | -959.35 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -11,652.54 | -21,960.34 | -113,139.85 | -52,852.06 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1,046.89 | 1,472.05 | 85,346.47 | 14,122.50 |
| 财务指标 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
| 应收账款周转天数 | - | 138.41 | 126.71 | 175.57 |
| 存货周转天数 | - | 87.19 | 83.64 | 115.92 |
| 应付账款周转天数 | - | 112.14 | 87.51 | 118.83 |
| 净营业周期 | - | 113.46 | 122.83 | 170.03 |
| 流动资产周转天数 | - | 386.49 | 413.79 | 573.23 |
| 固定资产周转天数 | - | 202.45 | 187.50 | 231.26 |
| 总资产周转天数 | - | 1,035.73 | 900.00 | 1,115.82 |
| 综合毛利率 | 21.80% | 18.33% | 26.24% | 27.38% |
| 期间费用率 | 30.90% | 18.84% | 16.03% | 20.35% |
| 营业利润率 | -9.60% | -0.30% | 10.63% | 3.96% |
| 总资产回报率 | - | 1.76% | 6.05% | 4.75% |
| 净资产收益率 | - | -0.02% | 6.58% | - |
| 营业收入增长率 | -32.84% | 5.41% | 52.65% | 4.08% |
| 净利润增长率 | 3631.71% | -100.40% | 281.84% | 350.00% |
| 资产负债率 | 48.37% | 48.78% | 48.10% | 48.63% |

| | | | | |
|---------------|------|-----------|-----------|-----------|
| 流动比率 | 0.67 | 0.73 | 1.18 | 1.56 |
| 速动比率 | 0.56 | 0.56 | 1.00 | 1.35 |
| EBITDA (万元) | - | 37,537.95 | 64,357.33 | 40,824.35 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 2.01 | 4.27 | 3.37 |
| 有息债务/EBITDA | - | 8.65 | 5.08 | 5.61 |
| 债务总额/EBITDA | - | 12.43 | 7.14 | 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 2017 年、2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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 |
| 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 |
| 成都新晨新材科技有限公司 | 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 |
| 台湾拓丞股份有限公司 | 制造业 | | 70.00% | 股权购买 |
| 千洪电子（香港）有限公司 | 服务业 | | 100.00% | 设立 |
| 千洪电子（印度）私人有限公司 | 制造业 | | 100.00% | 设立 |

资料来源：公司 2019 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 | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{其它流动负债} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款} (\text{不含专项应付款})$ |
| 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。 |