



# 深圳市沃尔核材股份有限公司2020年面向 合格投资者公开发行公司债券（第一 期）2023年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 深圳市沃尔核材股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)2023年跟踪评级报告

## 评级结果

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

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到深圳市沃尔核材股份有限公司（以下简称“沃尔核材”或“公司”，股票代码：002130.SZ）在国内热缩材料领域的龙头地位较为稳固，新能源业务板块业绩增速仍较快，此外，公司现金生成能力较强，现金流表现较好，第三方担保继续为“20 沃尔 01”（以下简称“本期债券”）本息偿还提供较好的保障；但中证鹏元也关注到公司仍处于无实际控制人状态，可能面临控制权变更和公司治理效率下降的风险，此外，公司主要原材料为原油附属品，易受地缘政治、全球经济形势影响，从而产生较大的价格波动，公司热缩产品的成本控制压力较大以及公司短期债务集中度仍较高，面临较大短期偿债压力等风险因素。

## 评级日期

2023年06月13日

## 联系方式

**项目负责人：**游云星  
youyx@cspengyuan.com

**项目组成员：**王皓立  
wanghl@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	83.20	83.28	77.60	68.91
归母所有者权益	44.98	43.59	37.96	32.73
总债务	--	22.27	24.91	20.88
营业收入	11.42	53.41	54.07	40.95
净利润	1.13	6.60	5.85	4.28
经营活动现金流净额	1.05	8.70	6.11	7.68
净债务/EBITDA	--	0.90	1.32	1.49
EBITDA 利息保障倍数	--	12.15	9.77	7.31
总债务/总资本	--	31.69%	37.58%	37.52%
FFO/净债务	--	75.12%	47.39%	37.98%
EBITDA 利润率	--	20.25%	19.51%	22.09%
总资产回报率	--	10.15%	10.48%	9.41%
速动比率	1.29	1.23	1.16	1.17
现金短期债务比	--	0.85	0.68	0.74
销售毛利率	31.09%	31.53%	32.49%	39.32%
资产负债率	40.51%	42.37%	46.69%	48.52%

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司在国内热缩材料领域的龙头地位较为稳固，新能源产品业绩保持较快增速。**公司在热缩材料领域具备一定技术和成本优势，热缩产品广泛用于各大领域，具备较好的品牌效应；同时其子公司长园电子（集团）有限公司（以下简称“长园电子”）在国内热缩材料领域同样具有较强的竞争力，与公司在产品和下游行业上形成一定互补，公司在热缩材料领域的龙头地位较为稳固。此外，公司新能源产品下游行业景气度较高，各产品产销量增速仍较快，在直流充电桩细分领域保有较高的市场份额。
- **公司现金生成能力较强，现金流表现较好。**公司实际经营活动现金生成能力仍较好，FFO、自由活动现金流及经营活动现金流表现均较好。
- **第三方提供的保证担保有效提升了“20 沃尔 01”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投担保”）主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保有效提升了“20 沃尔 01”的信用水平。

## 关注

- **公司存在无实际控制人风险。**截至 2023 年 3 月末，公司仍处于无控股股东及实际控制人的状态。公司股权较为分散，可能面临控制权变更和公司治理效率下降的风险。
- **公司面临一定原材料价格波动风险。**公司热缩产品主要原材料为原油附属产品，原油及其附属品价格易受地缘政治、全球经济形势影响，若未来原油价格出现较大波动，公司热缩产品将面临较大成本控制压力，可能对盈利能力产生一定影响。
- **公司债务集中偿付压力较大。**截至 2022 年末，公司债务规模有所下降，但短期债务规模仍较大，其中短期债务占比进一步升至 73.40%，债务期限结构仍有较大改善空间，同时现金短期债务比仍偏低，短期债务集中偿付压力仍较大。

## 未来展望

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

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0

**主体信用等级**
**AA**

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA/20 沃尔 01	2022-6-7	谢海琳、王皓立	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AAA/16 沃尔 01	2018-6-15	熊冲、宋根南	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA+/15 沃尔 债	2014-7-17	贺亮明、王一峰	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
20 沃尔 01	3.00	3.00	2022-6-7	2023-6-22

## 一、跟踪评级原因

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

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年6月发行3年期3亿元公司债券，募集资金原计划用于偿还商业银行贷款、补充公司流动资金。根据公司2022年年报，截至2022年末，“20沃尔01”募集资金专项账户余额为0.01万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、股本均未发生变更，截至2023年3月末，公司股本仍为12.60亿股；截至2023年3月末，周和平先生及其一致行动人持股比例为15.05%，仍为公司第一大股东；邱丽敏女士及其一致行动人持股比例11.87%，仍为公司第二大股东，详见附录二。公司前两大股东可控制的表决权相对接近且不存在一致行动或表决权委托的安排，前五大股东中的其他三名股东单独持股比例均低于5%，公司股份分布较为分散，不存在任一股东可以单一对公司股东大会决议及董事会人员的选任产生重大影响，公司已处于无控股股东及实际控制人的状态，公司前十大股东持有的公司股票均无质押情况。

公司主营业务仍为高分子核辐射改性新材料及系列电子、电力、电线产品的研发、制造和销售，风力发电的开发与运营、新能源汽车相关产品的研发销售。2022年公司新增纳入合并财务报表范围的子公司7家，具体情况见表1。

2022年7月，公司子公司上海神沃电子有限公司以7,338万元现金收购上海利高乐薄膜有限公司（以下简称“上海利高乐”）100%股权，并于当年8月完成工商变更，截至2022年3月31日，上海利高乐总资产为692.85万元，净资产为169.01万元，经评估，上海利高乐评估值为7,446.12万元，评估增值较多，评估增值部分主要为上海市松江区佘山镇一处土地使用权及上盖厂房。

**表1 2022年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
常州市国电聚龙电气技术有限公司	100%	1,000.00	新材料、电力设备	新设
惠州市沃尔科技发展有限公司	100%	100.00	新材料	新设
武汉市沃尔新材料有限公司	100%	5,000.00	新材料	新设
武汉市沃尔新能源有限公司	100%	5,000.00	新能源	新设
武汉市沃尔核材电力技术有限公司	100%	5,000.00	电力设备	新设
乐庭电线（武汉）有限公司	100%	5,000.00	电线电缆	新设
上海利高乐薄膜有限公司	100%	1,000.00	塑料制品	收购

资料来源：公司2022年年报、公开信息，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

### 行业环境

**2022 年热缩材料下游汽车、电力行业实现较好增长，但未来下游行业增速可能有所下降，此外，在地缘冲突持续、美联储加息、全球经济衰退预期加剧等因素的冲击下，原油价格先扬后抑，预计 2023 年热缩产品原材料成本将稳中有降**

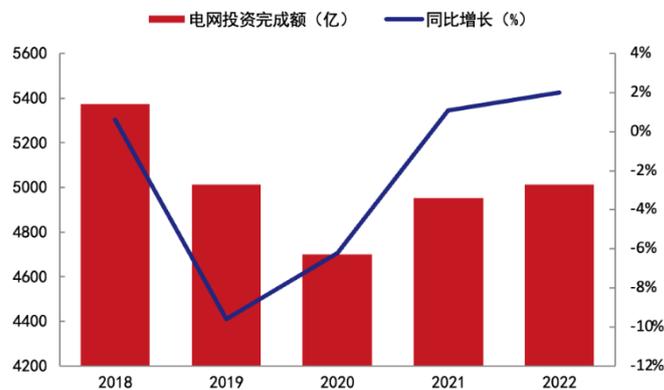
热缩材料凭借其电绝缘性、阻燃性、记忆性及防腐防潮的物理化学性能被广泛运用在电子、电力、汽车、通讯、新能源、轨道交通等行业，但受到国家经济结构调整、需求过剩以及投资放缓等因素影响，

近年汽车、电力等行业发展增速有所复苏，对热缩材料需求有所上升。

2022年中国汽车销售市场先抑后扬，尽管上半年汽车行业供应链一度面临较强的短期冲击，下半年仍在新能源汽车快速增长的带动下迅速恢复，全年累计销量2,686.4万辆，同比增长2.1%，延续了2021年以来的增长趋势。其中，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平。从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，2023年主机厂竞争日益加剧，特斯拉、以东风汽车为首的传统燃油车等主流车企纷纷降价，亦导致消费者产生观望情绪。综合上述因素，中证鹏元对后续汽车市场增速持谨慎乐观的态度，预计对热缩产品的需求有较好支撑。

热缩材料在电力领域的增长需求集中在新能源发电领域。电力类热缩材料主要为电缆附件，其占电网投资的1.3%左右，市场容量受当年电网投资总额决定。2022年我国电网基本建设投资完成额5,012亿元，同比增长2%。同时，2023年1月，国家电网董事长、党组书记辛保安表示，2023年将加大投资，其中电网投资将超过5,200亿元，预计同比增长4%，再创历史新高。此外，在“双碳”目标下，新能源发电量占比提升的需求仍较为显著，2022年并网风电、并网太阳能发电量分别同比增长16.3%和30.8%，2023年有望继续保持较好增速。在当前宏观经济环境下，电网投资作为较好的经济调节工具，中证鹏元预计2023年电网投资规模将保持增长，增长方向仍集中在新能源发电领域，对热缩材料的需求较有保障。

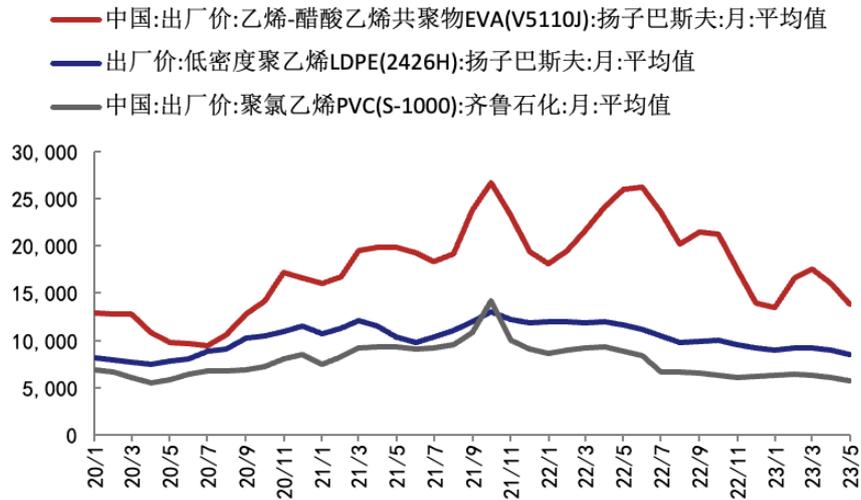
**图1 我国电网基本建设投资完成额**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。2022年上半年，俄乌冲突的爆发后，欧美对俄罗斯的制裁持续升级，俄罗斯原油出口数量显著下降，全球原油供应整体偏紧，原油价格持续推升，而进入下半年，基于对全球经济衰退风险的担忧和下游需求的真实下降，原油价格持续走低，而作为原油附属品的EVA、PE、PVC的出厂价亦随着原油价格的走弱而下降。展望2023年，供给端变化不大，而需求端仍无较大起色，预计2023年全年原油价格将呈弱势震荡格局，热缩材料所需原材料成本将稳中有降。

图 2 2022 年热缩材料的原材料出厂价呈高位回落走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

热缩材料作为新材料的重要组成部分，受到国家相关政策的支持力度较大，发展前景较好，《中国制造2025》和《<中国制造2025>重点领域技术路线图》明确提出以高性能结构材料、功能性结构材料等新材料为发展重点，并积极发展军民共用特种新材料，促进新材料产业军民融合发展。热缩材料可广泛用于核工业、航空航天等领域，具有广阔的应用前景。

**2022年铜价中枢有所下移，随后维持震荡走势，预计2023年铜价走势将较为弱势，电线电缆行业成本有望小幅下降，5G、特高压和新能源发电行业的快速发展仍有望为电线电缆行业带来一定发展机遇**

电线电缆行业作为国民经济中最大的配套行业之一，在我国机械工业的细分行业中位居第二，仅次于汽车整车制造和零部件及配件制造业，是各产业的基础。中国电线电缆及相关企业数量快速增长，截至2021年底，中国电线电缆及相关企业数量达到69.24万家，同比增长36.6%。但目前我国电线电缆行业仍以低端产品为主，而且竞争尤为激烈。同时，我国已成为全球最大的电线电缆生产和消费国，但受消费电子行业需求下降影响，我国电线电缆进、出口规模较上年均小幅下滑。

电线电缆产品主要原材料为铜线、铜杆等。铜价方面，2022年，受美联储开启激进加息、地缘冲突持续、欧洲能源危机愈演愈烈和欧美经济衰退风险加剧等一系列影响因素冲击，铜价在3月创造历史新高后于年中快速回落，但在下半年企稳回升。进入2023年，全球需求复苏仍不及预期，且美国债务到期问题仍是潜在利空，受此影响，铜价稳中有降，未来仍需关注下游需求复苏进度对铜价的支撑情况。中证鹏元预计2023年铜价将呈弱势震荡走势，电线电缆的生产成本有望小幅下降。

在铜价高位震荡的走势下，2022年电线电缆价格指数较为平稳。中国电线电缆行业市场规模持续扩大，预计2022年中国电线电缆产品销售收入规模约为1.7万亿元，增幅小幅提升。展望未来，5G和特高

压等行业将作为国家重点战略来推进，而随着“碳达峰”、“碳中和”等国家级战略的提出，新能源发电（风、光、核）的占比将不断提升，电线电缆作为新能源发电行业的重要组成，也将得到一定发展机遇，同时，随着科学技术的不断发展，高端装备用电缆的需求量也将越来越高。

**图3 2022年铜价中枢下行后维持震荡走势（单位：元/吨）**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司深耕热缩材料行业多年，产品广泛用于电子、电力、通讯、汽车、航天航空及军工等多个领域，在技术和成本方面具备一定优势，同时还在电线、风电、新能源汽车等领域有成熟布局，受下游需求疲软影响，热缩产品产销量均有所下降，新能源汽车板块业务继续保持较快增速，整体来看，公司经营情况稳定，盈利水平仍较好

公司主营业务为高分子核辐射改性新材料及系列电子、电力、电线新产品的研发、制造和销售，风力发电的开发与运营、新能源汽车相关产品的研发销售。2022年，公司实现营业收入53.41亿元，较上年小幅下降，其中电子、电线产品降幅明显，主要系下游需求有所下降，电力产品较为稳定；此外，新能源板块中，公司风电业务主要受风速下降影响，加之风电项目实施现货交易结算政策，公司风电收入及利润同步下滑。新能源汽车行业则仍处于高速发展期，受此影响，公司新能源汽车板块收入继续保持快速增长。2023年1-3月，公司经营情况较为稳定，营业收入较上年同期小幅下降1.05%。

毛利率方面，受原材料价格小幅上涨影响，公司电子、电力产品毛利率小幅下滑，同时电线产品合同定价会根据铜价进行实时调整，因此毛利率波动较小，2022年小幅上升主要系产品结构持续调整。新能源产品受风电收入占比下降影响，出现明显下滑。整体来看，公司主要产品综合毛利率水平变化不大。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电子产品	21.48	40.22%	34.30%	22.67	41.93%	35.59%
电力产品	10.45	19.57%	38.97%	9.89	18.30%	40.55%
电线产品	13.62	25.50%	19.86%	15.69	29.01%	19.07%
新能源产品	6.64	12.43%	34.08%	4.68	8.65%	42.13%
其他	1.22	2.28%	35.64%	1.14	2.11%	45.81%
<b>合计</b>	<b>53.41</b>	<b>100%</b>	<b>31.53%</b>	<b>54.07</b>	<b>100%</b>	<b>32.49%</b>

注：风电收入纳入新能源产品进行核算。

资料来源：公司 2021-2022 年年报，中证鹏元整理

公司仍是热缩材料行业龙头企业之一，在技术和成本方面具备一定优势，受下游行业需求下滑影响，2022年公司电子和电线产品产销量均有一定下滑，新能源产品产销量则继续保持较快增长，主要产品产能利用率均有所下降；此外，公司原材料主要为铜材及原油附属产品，价格波动较大，但公司铜材对应的电线产品成本转移能力较强，原材料成本控制压力主要集中在EVA等原油附属产品

公司自成立以来一直精耕于国内热缩材料行业，通过不断加大研发投入，公司在技术和成本方面具备一定优势，热缩材料产品广泛应用于电子、电力、通讯、石化、汽车、轨道交通、军工及航天航空等领域，具备较好的品牌效应，仍是热缩材料领域的龙头企业之一。2022年公司继续在核电、国产大飞机、医疗器械等获得订单，订单金额相对较小，但公司技术实力和品牌资质较受认可。

除热缩产品外，公司还积极布局新能源汽车行业。公司结合自身在材料领域、电线领域、大电流过载领域优势进行产品延伸，大力发展与新能源汽车相关的产品，核心产品为新能源汽车充电枪，主要下游客户为充电桩企业，在直流充电枪细分领域保有较高的市场份额。公司新能源产品主要由子公司深圳市沃尔新能源电气科技股份有限公司（以下简称“沃尔新能源”）负责运营。2022年，沃尔新能源营业收入和净利润分别为5.29亿元和0.58亿元，同比分别增长82.45%和147.37%。

公司根据销售区域特点在沿海地区设立了数个生产基地，其中，电子、电力产品主要在深圳坪山沃尔工业园区一期至三期、江苏常州沃尔工业园一期、天津沃尔法一期、上海科特工业园、上海长园工业园及东莞长园工业园进行生产，而电线产品主要集中在惠州乐庭工业园及江苏常州沃尔工业园生产；新能源汽车业务产品主要在深圳坪山沃尔工业园进行生产。

公司根据以前年度生产经验以及市场情况等信息，初步研判下一年全年销售量，制订全年生产计划，然后采购、销售等部门制定相应配套的支持计划。在实际生产过程中，公司根据客户差异化的订单合理安排生产。

受下游消费电子市场需求下滑影响，2022年公司电子产品产销量均出现明显下滑，其中长园电子2022年实现营业收入9.65亿元，净利润0.66亿元，营业收入同比下滑10.64%，净利润变化不大。公司与

长园电子下游客户所在行业存在较大不同，形成较好互补。电力产品方面，2022年公司电力产品产销量有所下降，主要系产品结构调整所致，但下游需求相对稳定，电力板块收入有所增长。整体来看，公司在热缩材料领域的竞争优势地位仍较为稳固。电线产品方面，目前重点产品为高速通信线、汽车工业线和工业机器人线，另有近50%产品应用于消费电子行业，同样受需求下降及产品结构调整影响，电线产品产销量明显下降。新能源产品方面，新能源汽车行业景气度持续旺盛，新能源汽车产品产销量持续增长，但增速有所下滑。整体来看，2022年公司主要产品产销率均有所下降。

**表3 近年公司产品产销量情况**

按产品分类	2022年			2021年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
电子产品（亿米）	53.36	53.32	99.93%	66.79	65.45	97.99%
电力产品（万套）	478.73	453.03	94.63%	470.73	476.24	101.17%
电线产品（亿米）	20.54	20.33	98.98%	24.91	25.28	101.49%
新能源产品（万只）	232.07	230.31	99.24%	193.35	193.42	100.04%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于产品应用广泛，公司终端客户遍布多个行业和类型企业。2022年，公司前五大客户销售额合计占当年销售总额的比重为6.87%，较上年增长0.62个百分点，客户分布仍较为分散，公司不存在严重依赖个别客户的情形，有利于公司经营稳定性。

公司采取“以销定产，适当库存”模式进行生产。2022年公司电子、电力、电线产品产能变化不大，其中受消费电子市场需求下滑的影响，电子、电线产品产能利用率明显下滑。新能源产品下游需求较旺，公司视情况进行了扩产，通过新上生产线，设备升级改造和增配生产人员等手段进行扩产，产能进一步提升。

**表4 近年公司产品年产能、产量及产能利用率情况**

按产品分类	2022年			2021年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
电子产品（亿米）	66.37	53.36	80.40%	69.98	66.79	95.44%
电力产品（万套）	503.27	478.73	95.12%	494.63	470.73	95.17%
电线产品（亿米）	27.21	20.54	75.49%	28.55	24.91	87.25%
新能源产品（万只）	264.04	232.07	87.89%	209.95	193.35	92.09%

注：长园电子子公司包含以“吨”为单位的泡棉产品，其产能产量未列入表中。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品成本构成仍以原材料成本为主，2022年占比为70.61%，人工费用及制造费用分别占12.78%和14.46%。公司使用的原材料主要为EVA、铜等，其中EVA为热缩材料的主要原材料，铜主要为电线的原材料。

原材料成本对产品质量和利润影响巨大，公司为此实施集约化采购管理。公司实行集中采购、竞价

招标，并由采购中心对采购价格进行跟踪监督、品质中心和沃尔研究院等对原材料品质进行把关。2022年公司主要原材料电解铜、EVA价格波动均较大，受此影响，公司铜、EVA采购成本均有不同程度的提升。值得注意的是，铜主要用于公司电线产品生产，该产品定价会依据铜价进行调整，成本转移能力较强，但使用EVA为主要原材料的电子、电力产品价格调整影响因素较多，未来公司对EVA等原材料的成本控制压力较大。

公司原材料供应商较为分散，2022年前五大供应商采购额占当期采购总额的比重为25.54%，较上年变化不大。公司采购主要通过票据及赊账方式进行结算，账期一般为月结30天和60天。

**受全年风速下降及现货交易政策影响，2022年公司风电业务营收及净利润规模均有所下降，但盈利能力仍较强，对利润的贡献较为稳定，需持续关注当地最新政策对未来风电板块业绩的影响**

公司的风电项目主要由子公司青岛沃尔新能源风力发电有限公司（以下简称“青岛沃尔”）负责运营。截至2022年末，公司风电项目共计装机容量仍为14.42万千瓦。2022年度，公司风电板块实现收入1.47亿元，净利润0.81亿元，同比均有所下滑，主要受全年风速下降导致上网电量减少及现货交易政策影响。

上网电价方面，从2021年12月起，根据鲁监能市场【2021】88号文件通知，河头店、东大寨、河崖项目启动现货市场交易，按现货交易规则规定参与日前现货市场出清及定价。2022年，公司各风电场平均交易电价均有所下降，国补电价保持不变，河头店及东大寨仍为0.2151元/千瓦时，河崖项目仍为0.2051元/千瓦时不变。

需要注意的是，截至2022年末，公司尚有国家电网山东省电力公司烟台供电公司电价补贴1.17亿元未到账，剩余补贴到账时间存不确定性。同时，实行最新电价交易及结算规定后，公司风电业务收入及利润水平可能有所波动。

**表5 2022年公司风电业务情况**

项目名称	山东莱西东大寨风电场	山东莱西河头店风电场	山东莱西河崖风电场
期末风电装机容量（万千瓦）	4.8	4.8	4.82
上网电量（亿千瓦时）	0.95	0.81	1.07
风电平均上网电价（元/千瓦时）	0.5870（含税）	0.5862（含税）	0.5766（含税）

资料来源：公司提供

**公司在建项目总投资规模较大，但考虑到公司分期开发的计划，实际资金压力较为可控，同时，项目建成后产能有望实现较大提升，需关注产能消化和收益不达预期风险**

公司主要在建项目为惠州市水口民营工业园项目和华中区域新材料产业园项目，计划总投资不超过34.50亿元，截至2022年末已投资3.30亿元。其中惠州市水口民营工业园项目已投入运营，子公司惠州乐庭智联科技股份有限公司（曾用名：乐庭电线工业（惠州）有限公司）计划迁入并正式投产，主要涉及高速通信线、汽车智能工业线、自动化高柔性线缆、工业机器人线缆等高性能产品。

华中区域新材料产业园项目将作为电线系列、电力系列、发泡材料系列等现有产品以及新增业务产品的研发、生产基地，项目预计总投资不超过30亿元，资金主要来源为自筹，目前仍属于前期阶段，该项目总投资规模较大，建成后各产品线产能有望大幅提升。

整体来看，公司在建项目尚需投入资金较大，且主要为自筹，但考虑到公司将采用分期开发投产的模式，预计2023年实际投入将不超过2亿元，短期内资金压力可控。需要注意的是，公司在建项目建成并投入运营后，各产品产能有望实现大幅提升，可能受到市场竞争、管理水平、人力资源等诸多不确定因素影响，存在产能消化和收益不达预期的风险。

**表6 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	实际已投资	资金来源
惠州市水口民营工业园项目	不超过 4.50	2.65	自筹
华中区域新材料产业园项目	不超过 30	0.65	自筹

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

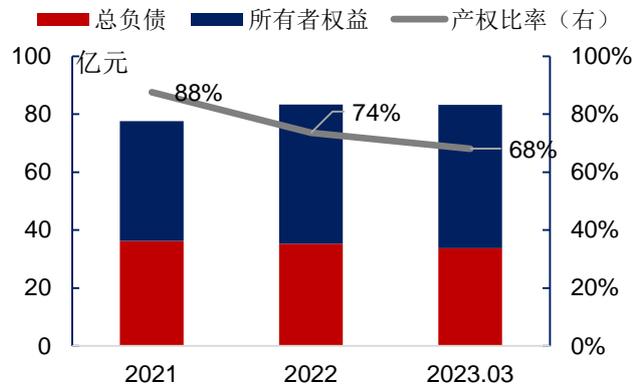
### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年度审计报告、大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围新增7家子公司，对财务报表可比性无影响。

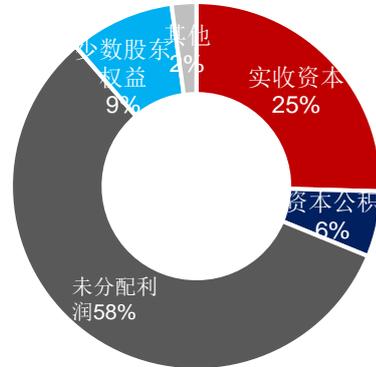
### 资本实力与资产质量

公司资本实力有所增强，财务杠杆稳中有降，应收账款、厂房设备等固定资产仍为公司主要资产构成，符合所处行业生产经营特征，此外，公司应收账款客户较为分散且部分资质一般，具有一定回款风险，同时，公司商誉规模较大，仍存在一定减值风险

随着公司经营业绩的不断积累，公司所有者权益有所增长，同时公司债务偿还力度较大，负债总额持续下降，公司产权比率持续下降，2023年3月末降至68%，所有者权益对负债的保障能力有所加强。

**图 4 公司资本结构**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 5 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性资产方面，公司货币资金规模小幅增长，截至2022年末，货币资金中0.65亿元使用受限，规模较小，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金等。截至2022年末，公司应收账款规模较为稳定，前五大应收方占比为13.84%，客户结构较为分散。账龄方面，一年以内的应收账款余额占应收账款余额的92.13%，账龄较短；截至2022年末，应收账款坏账准备余额1.22亿元，计提比例为6.40%，较上年末略有下降。整体来看，公司电子产品下游客户资质一般，应收账款具有一定回款风险。公司存货仍主要以原材料、产成品、自制半成品为主，受部分原材料价格上涨及备货量增加影响，2022年存货规模有所增长。截至2022年末，公司存货跌价准备或合同履约成本减值准备余额为0.45亿元，较上年末小幅增长，后续仍需关注原材料及库存商品市场价格变动对存货价值的影响。

固定资产主要以机器设备及厂房为主，2022年增长主要来自于惠州水口民营工业园项目转固、上海利高乐固定资产以及新增机器设备等所致，其中收购上海利高乐增加固定资产0.79亿元，主要为上海利高乐持有的工业厂房及其对应宗地。公司的无形资产主要为土地使用权和专利权，2022年新增系公司购置的惠州三和及武汉蔡甸的土地使用权。公司商誉主要系收购长园电子、深圳市华磊迅拓科技有限公司（以下简称“华磊迅拓”）所形成，长园电子和华磊迅拓2022年度经营情况较为稳定，未来需持续关注公司商誉减值风险。

在受限资产方面，截至2022年末，公司货币资金、固定资产和无形资产等资产中受限部分的账面价值合计为5.72亿元，占期末资产总额的比重为6.87%，受限资产占比较小。此外，公司所持有的账面价值为11.93亿元的长园电子股权已被用于质押，对公司融资空间存在一定占用。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.12	10.96%	8.65	10.38%	7.38	9.51%

应收账款	17.65	21.22%	17.83	21.40%	17.41	22.43%
存货	6.84	8.22%	7.01	8.42%	5.96	7.68%
<b>流动资产合计</b>	<b>41.41</b>	<b>49.77%</b>	<b>41.34</b>	<b>49.64%</b>	<b>38.31</b>	<b>49.37%</b>
固定资产	24.98	30.03%	25.23	30.30%	22.17	28.57%
无形资产	2.81	3.38%	2.83	3.40%	2.00	2.58%
商誉	7.60	9.13%	7.60	9.13%	7.60	9.79%
<b>非流动资产合计</b>	<b>41.80</b>	<b>50.23%</b>	<b>41.94</b>	<b>50.36%</b>	<b>39.29</b>	<b>50.63%</b>
<b>资产总计</b>	<b>83.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>83.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>77.60</b>	<b>100.00%</b>

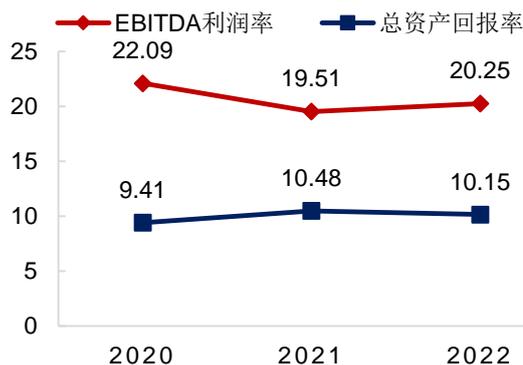
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

受各主要产品下游需求涨跌不一影响，2022年公司各板块收入出现一定分化，盈利能力仍保持较好水平，但仍需持续关注原油附属品等原材料价格波动对公司盈利能力的影响

2022年公司营业收入出现小幅下滑，各项业务收入涨跌不一，其中电子、电线产品受下游需求减少影响，收入小幅下滑，电力产品稳中有升，新能源产品收入则凭借新能源汽车的高景气度保持快速增长。毛利率方面，受原材料价格小幅上涨影响，除电线板块的各产品线毛利率均小幅下滑，但整体来看，公司盈利能力仍较好，EBITDA利润率和总资产回报率仍维持较好水平。考虑到短期内公司主要原材料不具备大幅上涨基本面，预计2023年公司盈利情况仍较为乐观，但仍需持续关注原油附属品等原材料价格波动对公司盈利能力的影响。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

2022年公司加大了债务偿还力度，负债规模有所下降，但短期债务集中度仍较高，短期债务偿还压力仍较大

2022年公司加大了债务偿还力度，债务规模有所下降，截至2022年末，公司总债务规模为22.27亿

元，同比下降10.61%，目前债务类型仍主要为银行借款以及即将到期的本期债券，2022年末短期债务占总债务比例为73.40%，较上年进一步上升，短期债务集中度较高，债务期限结构改善空间较大。

其他经营性负债方面，应付票据及应付账款主要为应付采购款、应付工程款及应付服务款，随着公司备货力度的加大及主要在建项目的有序推进，2022年末应付款项有所增长。

**表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.87	17.43%	5.94	16.82%	7.01	19.36%
应付账款	5.92	17.55%	6.97	19.74%	5.54	15.30%
应付票据	2.57	7.63%	2.86	8.10%	2.36	6.51%
一年内到期的非流动负债	5.72	16.98%	5.30	15.03%	5.58	15.40%
<b>流动负债合计</b>	<b>26.79</b>	<b>79.47%</b>	<b>27.91</b>	<b>79.10%</b>	<b>27.84</b>	<b>76.83%</b>
长期借款	5.13	15.23%	5.55	15.72%	3.89	10.74%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.99	8.24%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.92</b>	<b>20.53%</b>	<b>7.37</b>	<b>20.90%</b>	<b>8.39</b>	<b>23.17%</b>
<b>负债合计</b>	<b>33.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.23</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	--	--	22.27	63.10%	24.91	68.76%
其中：短期债务	--	--	16.35	46.32%	17.86	49.29%
长期债务	--	--	5.92	16.78%	7.05	19.47%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

尽管公司营业收入小幅下降，但公司收现情况有所改善且对供应商减少了现金支付，使得2022年公司经营活动净现金流大幅增长，考虑到近年公司持续推动新项目的投资建设，每年均有一定资本开支需求，中证鹏元认为自由现金流/净债务能更好地体现杠杆比率波动性。受经营活动现金流增加影响，2022年公司自由现金流规模明显上升，同时受净债务规模下降影响，自由现金流对净债务的覆盖程度显著加强，且净债务/EBITDA、总债务/总资本和EBITDA利息保障倍数等指标表现均较好，公司杠杆水平有所下降，整体来看，公司杠杆水平较为合理。

**表9 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）**

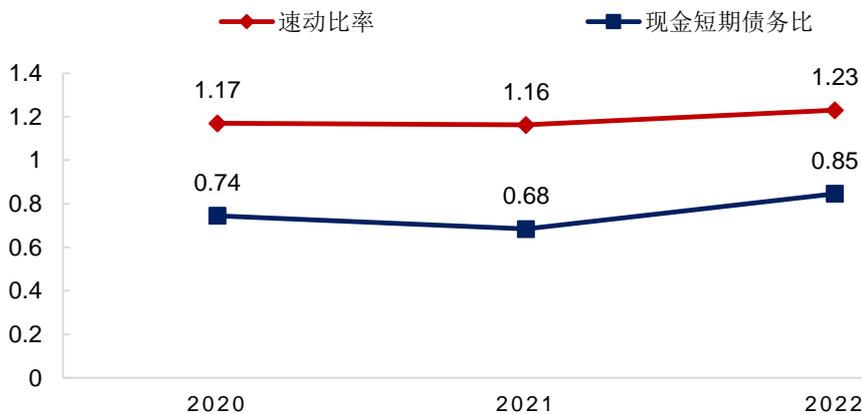
指标名称	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	8.70	6.11
FFO（亿元）	7.29	6.62
资产负债率	42.37%	46.69%
净债务/EBITDA	0.90	1.32
EBITDA 利息保障倍数	12.15	9.77
总债务/总资本	31.69%	37.58%
FFO/净债务	75.12%	47.39%
经营活动净现金流/净债务	89.64%	43.69%

自由现金流/净债务	51.53%	20.92%
-----------	--------	--------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年公司销售回款力度较好，现金类资产规模有所上升，但考虑到本期债务即将到期，公司短期债务集中度仍较高，期末现金短期债务比和速动比率有所改善，但短期债务压力仍较大。截至2022年末，公司银行授信总额和未使用额度分别为31.95亿元和23.22亿元，剩余可使用授信额度较大，尽管公司部分优质资产已经用于抵押，综合来看，公司仍具有一定融资弹性。

**图 7 公司流动性比率情况**



资料来源：2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司在产品质量上存在一定问题，但对公司持续经营和信用水平的影响较小

#### 环境因素

公司及下属子公司均不属于环境保护部门公布的重点排污单位，公司的生产及运营严格遵守国家有关法律、法规，并按照有关环保法规及相应标准对废气、废渣进行有效综合治理。根据公司提供的 ESG 说明文件及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

#### 社会因素

社会方面，根据公开资料查询，公司供国家电网陕西分公司的电缆终端产品在抽检发现 II 级质量问题，在国家电网陕西分公司暂停中标资格 6 个月，除以上产品质量问题外，根据公司提供的 ESG 说明文件及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不

存在因发生安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

### 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。目前公司有董事会成员9名，其中独立董事3名；监事会成员3名，管理体制较为完善。

公司董事及管理团队成员较为稳定，2022年11月，公司董事会、监事会完成换届选举，公司原副董事长、总经理王宏晖女士、独立董事杨在峰女士、刘广灵先生因任期届满不再担任公司董事；公司原监事会主席方雷湘先生因任期届满不再担任公司监事。选举易华蓉为公司副董事长，并聘任易华蓉为总经理，选举曾凡跃、代冰洁为公司独立董事，选举王俊为监事会主席，选举耿莲为监事。根据行业特点和经营管理需要，公司设有品质中心、采购中心、沃尔研究院等职能单位。

但需注意的是，截至2023年3月末，公司仍处于无控股股东及实际控制人的状态。公司股权较为分散，可能面临控制权变更和公司治理效率下降的风险。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月4日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网信息查询，截至2023年6月9日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

### （三）或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保合计3,000.00万元，规模较小。公司就“20沃尔01”与高新投担保签订《保证金质押协议》，将3,000万元保证金质押给高新投担保，用于向高新投担保提供反担保。

**表10 截至2022年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保	担保类型
深圳市高新投融资担保有限公司	3,000.00	2023.6.21	是	保证金质押
<b>合计</b>	<b>3,000.00</b>	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、债券偿还保障分析

高新投担保提供的连带责任保证担保有效提升了“20沃尔01”的信用水平

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

高新投担保由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）于2011年4月投资设立，初始注册资本6.00亿元。2018年5月，高新投集团向高新投担保现金增资6.00亿元；2019年9月，高新投集团和罗湖引导基金投资有限公司向高新投担保合计增资38.00亿元，其中28.08亿元计入实收资本。2019年10月，高新投担保将9.91亿元的资本公积转增为实收资本，转增完成后实收资本增加至50.00亿元。2019年12月，深圳市财政金融服务中心对高新投担保增资20.00亿元，其中18.12亿元计入实收资本。截至2022年末，高新投担保实收资本为70.00亿元，其中高新投集团持股比例为46.34%。

**表1 截至2022年末高新投担保股权结构（万元）**

股东名称	投资金额	持股占比
深圳市高新投集团有限公司	324,349.36	46.34%
深圳市罗湖引导基金投资有限公司	189,479.97	27.08%
深圳市投资控股有限公司	186,170.66	26.60%
<b>合计</b>	<b>700,000.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：高新投担保2022年审计报告，中证鹏元整理

高新投担保是高新投集团下属从事担保业务的专业子公司，主要业务包括担保业务和资金业务两大类，其中担保业务包括融资性担保和非融资性担保业务，资金业务包括委托贷款、投资理财等业务。

高新投担保客户主要集中于深圳市，截至2022年末担保余额为620.99亿元，其中直接融资担保业务规模大幅减少，主要系差额补足义务类业务规模下降所致。同时高新投担保自2021年起承接高新投集团新增工程保函业务，2022年末工程保函担保余额为416.85亿元。

**表2 近年高新投担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	620.99	731.17	625.85
其中：直接融资担保余额	110.04	385.68	546.89
间接融资担保余额	94.10	115.65	78.96
工程保函担保余额	416.85	229.84	0.00

资料来源：高新投担保提供

高新投担保直接融资担保业务分为债券担保和差额补足义务类担保，客户来源主要为高新投担保主动营销及合作机构推荐，其中债券担保的发行主体主要为民营上市公司。受监管政策影响，2021年以来高新投担保不再开展差额补足义务类产品的担保业务，随着存量差额补足义务类产品逐步到期解保，高新投担保直接融资担保余额由2020年末546.89亿元下降79.88%至2022年末的110.04亿元。

**表3 高新投担保直接融资担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	52.70	374.47	553.06

其中：债券担保	52.70	94.17	49.05
差额补足义务类担保	0.00	280.30	504.00
当期解除担保额	325.34	535.67	6.17
期末担保余额	110.04	385.68	546.89
其中：债券担保	110.04	124.68	42.88
差额补足义务类担保	0.00	261.00	504.00

资料来源：高新投担保提供

高新投担保间接融资担保业务主要包括流动资金贷款担保、固定资产贷款担保、综合授信额度担保、小微企业集合信贷担保等产品，以流动性资金贷款为主，客户群体主要为民营中小微企业。2020-2021年随着高新投担保资本实力的增强以及深圳市政府政策的大力支持，高新投担保间接融资担保业务发展迅速。2022年以来，高新投集团安排新增政策性间接融资担保业务统一由深圳市高新投小微融资担保有限公司承做，使得高新投担保间接融资担保业务当期担保发生额同比减少27.54%至95.17亿元，截至2022年末高新投担保间接融资担保余额为94.10亿元，同比减少18.63%。随着存量政策性担保业务逐步到期，高新投担保间接融资担保业务余额将进一步下降。

高新投担保与深圳市内主要银行的合作关系较好，截至2022年末，高新投担保与中国银行、招商银行、浦发银行、北京银行等大型银行签订合作协议，累计获得银行间接融资担保业务授信额度358.50亿元，其中尚未使用额度296.73亿元，此外，高新投担保与部分银行建立了风险分担机制，其中银行分担比例一般为20%-30%。每一笔贷款担保业务约定代偿期为贷款逾期6个月内，高新投担保对合作银行的担保范围包括贷款本金、利息以及逾期利息三项内容，不对罚息等其他费用进行代偿，在一定程度上降低了高新投担保的代偿风险。

**表4 高新投担保间接融资担保业务发展情况（单位：亿元、笔）**

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	95.17	131.35	86.05
当期发生笔数	1,511	1,593	1,407
当期解除担保额	116.72	94.66	60.38
期末担保余额	94.10	115.65	78.96

资料来源：高新投担保提供

工程保函担保业务原来主要由高新投集团旗下子公司高新投保证担保公司负责运营。随着监管部门进一步明确从事保证担保业务需持有融资性担保业务牌照的要求，2021年起高新投保证担保公司与高新投担保合作开展保证担保业务，展业过程中客户获取、现场尽调、风险审查、保后管理及风险代偿等业务环节均由高新投保证担保公司负责，高新投担保仅出具担保函承接相关业务并收取担保服务费。根据相关约定，高新投担保将以保证担保余额的千分之三为标准收取牌照使用费；当出现风险项目时，由高新投保证担保公司将代偿款转至高新投担保账户，再由高新投担保进行代偿，高新投担保不承担实质代偿风险。截至2022年末，高新投担保工程保函担保余额为416.85亿元，同比增加81.37%。

高新投担保当期担保代偿率持续处于低水平，2022年当期担保代偿率为0.02%；截至2022年末，高新投担保计提的各项准备金合计3.72亿元，拨备覆盖率为156.27%，准备金计提较为充分。

高新投担保委托贷款投放的对象主要包括上市公司个人股东、融资担保业务的中小微企业客户、保证担保业务的施工企业客户等，贷款方式主要包括信用贷款、房产抵押贷款和股票质押贷款等，贷款期限通常为6-12个月。2021年以来高新投担保委托贷款发放力度有所下降，截至2022年末，委托贷款余额为22.82亿元，同比增加9.79%，其中附担保物贷款规模为21.63亿元。

2022年高新投担保积极调整大类资产配置策略，理财产品投资比重大幅增加，而债权类投资规模有所下降，截至2022年末高新投担保投资资产主要为以理财产品投资为主的交易性金融资产、债权投资（含一年内到期部分）和长期股权投资，账面价值合计51.12亿元。2022年高新投担保实现投资收益1.95亿元，同比下降6.63%。

得益于业务发展，近年高新投担保营业收入稳步增加，2022年实现营业收入7.93亿元，2020-2022年复合增长率为25.23%。分业务来看，2022年直接融资担保业务规模大幅减少使得融资担保业务收入大幅下降，但保函担保收入增加带动担保业务收入稳步增长，2022年高新投担保资金业务收入同比大幅增加，主要系当年委托贷款业务收入增加所致。

**表5 近年高新投担保营业收入构成及投资收益情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
担保业务收入	7.38	6.36	3.03
其中：融资担保业务收入	1.73	3.36	3.03
保函担保收入	5.65	3.00	0.00
资金业务收入	2.32	1.50	3.18
其中：委托贷款业务收入	2.32	1.50	1.87
理财产品收入	0.00	0.00	1.31
咨询服务业务	0.00	0.00	0.00
其他业务	0.10	0.07	0.05
<b>营业收入合计</b>	<b>9.80</b>	<b>7.93</b>	<b>6.25</b>
投资收益	1.95	2.09	0.30

注：根据新会计准则，自2021年开始，高新投担保理财产品收入计入投资收益科目

资料来源：高新投担保2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

截至2022年末，高新投担保总资产为95.36亿元，同比增加7.94%，其中交易性金融资产、债权投资（含一年内到期部分）和长期股权投资账面价值分别为26.07亿元、22.08亿元和2.97亿元，合计占总资产的53.60%；委托贷款账面价值为22.53亿元，占总资产的23.62%；货币资金账面价值为12.21亿元，占总资产的12.80%。截至2022年末高新投担保总负债为10.24亿元，同比减少3.19%。高新投担保负债主要为担保赔偿准备金、存入担保保证金以及卖出回购金融资产款，截至2022年末账面价值分别为2.74亿元、2.62亿元和2.52亿元。

截至2022年末，高新投担保所有者权益合计85.12亿元，其中实收资本为70.00亿元，资本实力强。

得益于业务发展，近年高新投担保营业收入稳步增加，2022年实现营业收入7.93亿元，2020-2022年复合增长率为25.23%；净利润规模快速增长，2022年实现净利润7.34亿元，2020-2022年复合增长率为43.68%；2022年高新投担保净资产收益率为9.02%，较2020年增加4.25个百分点，盈利水平大幅提升。

**表6 高新投担保主要财务指标情况（单位：亿元）**

项目	2022	2021	2020
资产总额	95.36	88.35	85.13
货币资金	12.21	12.57	7.39
应收代偿款净额	2.38	2.51	2.54
所有者权益合计	85.12	77.77	76.29
营业收入	9.80	7.93	6.25
担保业务收入	7.38	6.35	3.02
净利润	7.34	4.60	3.56
净资产收益率	9.02%	5.97%	4.77%
当期担保代偿率	0.02%	0.06%	1.07%
累计代偿回收率	72.14%	65.66%	54.69%
拨备覆盖率	156.27%	237.20%	196.06%

资料来源：高新投担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，高新投担保控股股东为高新投集团，实际控制人为深圳市国资委，股东背景实力强，可在业务和资金等方面为高新投担保提供较强支撑。

综上，高新投担保控股股东综合实力强，在资金及业务等方面给予高新投担保较大支持；担保业务代偿率处于较低水平；担保业务拨备覆盖率较高，整体资产流动性较好。但中证鹏元也关注到，高新投担保受差额补足义务类产品担保业务到期解保的影响，直接融资担保规模大幅下降；逾期委托贷款规模及占比较高，减值计提比例小，存在一定减值风险；部分投资资产存在一定的损失风险。经中证鹏元综合评定，高新投担保主体信用等级为AAA。本期债券由高新投担保提供连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 九、结论

公司主要从事高分子核辐射改性新材料及系列电子、电力、电线新产品的研发、制造和销售，风力发电的开发与运营、新能源汽车相关产品的研发销售等业务。公司是热缩材料领域的龙头企业之一，其子公司长园电子在国内热缩材料领域同样具有较强的竞争力，与公司在产品和下游行业上形成一定互补，公司在热缩材料领域的龙头地位仍较为稳固。同时，受新能源汽车行业景气度延续影响，公司新能源产品业绩保持高速增长。此外，公司经营活动现金生成能力仍较强且第三方提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

但中证鹏元也关注到，公司热缩产品主要原材料为原油附属产品，价格易受地缘政治、全球经济形势影响，若未来价格发生较大波动，可能对公司盈利能力产生一定影响。同时，公司处于无控股股东及实际控制人的状态，可能面临控制权变更和内部治理的风险。最后，公司短期债务集中度仍较高，面临较大短期偿债压力等风险因素。

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

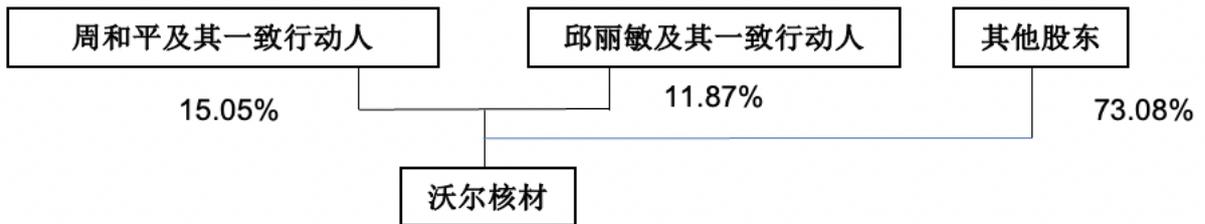
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	9.12	8.65	7.38	6.39
应收账款	17.65	17.83	17.41	14.72
应收票据及应收账款	21.84	21.64	21.63	16.74
流动资产合计	41.41	41.34	38.31	31.00
固定资产	24.98	25.23	22.17	22.37
非流动资产合计	41.80	41.94	39.29	37.91
资产总计	83.20	83.28	77.60	68.91
短期借款	5.87	5.94	7.01	9.50
应付账款	5.92	6.97	5.54	5.90
应付票据及应付账款	8.49	9.82	7.90	7.07
一年内到期的非流动负债	5.72	5.30	5.58	1.69
流动负债合计	26.79	27.91	27.84	22.41
长期借款	5.13	5.55	3.89	3.74
非流动负债合计	6.92	7.37	8.39	11.02
负债合计	33.71	35.29	36.23	33.43
总债务	--	22.27	24.91	20.88
所有者权益	49.50	47.99	41.37	35.48
营业收入	11.42	53.41	54.07	40.95
营业利润	1.26	7.24	6.62	5.01
净利润	1.13	6.60	5.85	4.28
经营活动产生的现金流量净额	1.05	8.70	6.11	7.68
投资活动产生的现金流量净额	-0.54	-4.12	-2.75	-2.62
筹资活动产生的现金流量净额	0.20	-3.28	-2.69	-4.13
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	10.82	10.55	9.04
FFO(亿元)	--	7.29	6.62	5.13
净债务(亿元)	--	9.70	13.98	13.50
销售毛利率	31.09%	31.53%	32.49%	39.32%
EBITDA 利润率	--	20.25%	19.51%	22.09%
总资产回报率	--	10.15%	10.48%	9.41%
资产负债率	40.51%	42.37%	46.69%	48.52%
净债务/EBITDA	--	0.90	1.32	1.49
EBITDA 利息保障倍数	--	12.15	9.77	7.31
总债务/总资本	--	31.69%	37.58%	37.52%
FFO/净债务	--	75.12%	47.39%	37.98%
速动比率	1.29	1.23	1.16	1.17

现金短期债务比	--	0.85	0.68	0.74
---------	----	------	------	------

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 2022 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：万元，%）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
常州市沃尔核材有限公司	5,000.00	100	新材料
长园电子（集团）有限公司	12,000.00	75	新材料
香港沃尔贸易有限公司	-	100	贸易
深圳市沃尔新能源电气科技股份有限公司	7,337.82	76.61	新能源汽车产品
上海科特新材料股份有限公司	9,452.00	78.76	新材料
青岛沃尔新源风力发电有限公司	44,000.00	100	风电开发建设经营

资料来源：公司 2022 年度报告，公开信息，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。