

上海璞泰来新能源科技股份有限公司

及其发行的 17 璞泰 01 与 18 璞泰来

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100034】

评级对象: 上海璞泰来新能源科技股份有限公司
及其发行的 17 璞泰 01 与 18 璞泰来

	17 璞泰 01	18 璞泰来
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA+/2019年4月26日	AA/稳定/AA+/2019年4月26日
前次跟踪:	AA/稳定/AA+/2018年6月1日	AA/稳定/AA+/2018年6月1日
首次评级:	AA/稳定/AA+/2017年5月10日	AA/稳定/AA+/2018年3月8日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	1.08	9.17	6.46
刚性债务	0.01	2.02	5.14
所有者权益	5.27	15.92	15.78
经营性现金净流入量	-0.22	-0.31	-0.02
合并口径数据及指标:			
总资产	19.47	43.39	66.60
总负债	9.49	17.86	35.39
刚性债务	0.79	5.11	15.39
所有者权益	9.97	25.53	31.21
营业收入	16.77	22.49	33.11
净利润	3.54	4.52	6.01
经营性现金净流入量	2.13	0.30	3.26
EBITDA	4.30	5.84	7.95
资产负债率[%]	48.77	41.16	53.14
权益资本与刚性债务比率[%]	1259.09	499.78	202.75
流动比率[%]	169.54	246.03	161.80
现金比率[%]	43.08	96.86	52.54
利息保障倍数[倍]	199.09	31.37	12.79
净资产收益率[%]	43.11	25.45	21.17
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	30.57	2.60	15.03
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.37	-26.71	-22.63
EBITDA/利息支出[倍]	207.14	33.48	14.05
EBITDA/刚性债务[倍]	7.89	1.98	0.78
中关村担保数据(合并口径)			
总资产	49.26	54.74	67.07
所有者权益	24.86	25.74	25.74
风险准备金充足率[%]	4.51	5.05	-

注:1、发行人根据璞泰来 2016-2018 年审计报告整理、计算。2、担保人数据根据中关村担保经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

分析师

单玉柱 shanyuzhu@shxsj.com
林贻婧 lyj@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海璞泰来新能源科技股份有限公司(简称璞泰来、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 璞泰 01 与 18 璞泰来的跟踪评级反映了 2018 年以来璞泰来在主业经营、资本实力、融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在客户集中度、委外加工、流动性及成本控制等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业地位较高。**璞泰来负极材料业务增幅较快,负极材料细分市场占有率达到 12.00%,排名业内前三,行业地位较高。
- **核心业务竞争力强化。**受益于规模效应及成本控制,璞泰来近年来负极材料业务收入规模增速较快,毛利保持在较高水平,公司核心业务竞争力进一步强化。
- **资本实力逐步增强。**得益于股东的增资、自身盈余积累及上市成功,璞泰来近年来资本实力显著增强。
- **融资渠道通畅。**璞泰来于 2017 年 11 月上市,且和银行等金融机构保持着较好的关系,公司融资渠道通畅。
- **担保增信。**中关村担保对本二期债券提供全额不可撤销连带责任保证担保,可为债券的到期偿付提供有效保障。

主要风险:

- **客户集中度较高。**璞泰来客户集中度相对较高,若主要客户自身业绩下滑或经营困难,会对公司经营业绩产生直接影响。
- **在建项目产能释放风险。**在目前新能源汽车行业补贴政策趋紧、动力电池行业产能过剩风险加大的背景下,璞泰来未来在建和拟建项目产能释放存在一定压力。

- **委外加工风险。**璞泰来负极材料生产中部分工序通过委外加工进行，且委外加工占比较高，存在一定的委外加工质量管控风险。
- **流动性压力。**璞泰来应收账款及存货规模较大，对公司资金形成占用，公司部分业务结算周期较长且采用银行承兑汇票结算，现金回笼进度较慢，面临一定的流动性压力。
- **偿债压力上升。**近年来，璞泰来总负债不断上升，偿债压力不断加大。随着公司业务规模扩大以及在建设项目投资加大，资金需求有所增加，刚性债务不断上升，且主要为短期刚性债务，偿债压力上升。
- **原材料价格波动风险。**璞泰来主导产品锂电池负极材料的原材料石墨和焦类价格近年来波动较大，对公司成本控制造成一定压力。

➤ 未来展望

通过对璞泰来及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性很强，并给予上述公司债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海璞泰来新能源科技股份有限公司 及其发行的 17 璞泰 01 与 18 璞泰来

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海璞泰来新能源科技股份有限公司公开发行 2017 年创新创业公司债券（第一期）和上海璞泰来新能源科技股份有限公司公开发行 2018 年创新创业公司债券（分别简称 17 璞泰 01 和 18 璞泰来）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据璞泰来提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对璞泰来的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2017 年 3 月获得中国证监会核准公司 3 亿元创新创业公司债券发行额度，有效期至 2019 年 3 月 20 日。公司 2017 年以来交易所债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2017 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
17 璞泰 01	2.00	3 年	5.30	2017 年 5 月	3 亿元/2017 年 3 月	利息支付情况正常，尚未开始偿还本金
18 璞泰来	1.00	3 年	5.50	2018 年 3 月		利息支付情况正常，尚未开始偿还本金

资料来源：wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、

产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，

金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

锂离子电池具有优异的电池性能、环保优势及价格优势，近年来，随着新能源汽车的快速发展，我国锂离子电池制造行业增速较快。

A. 行业概况

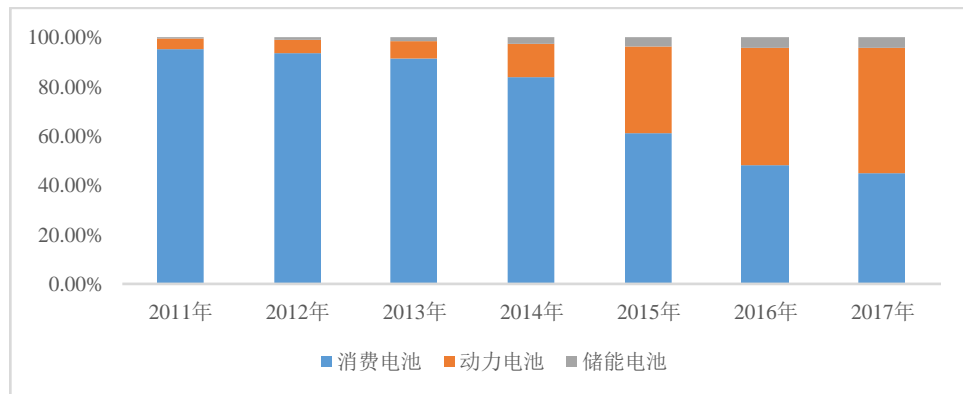
该公司生产的负极材料、涂布机、涂覆隔膜等为锂离子电池的重要原料或生产设备，公司与锂离子电池制造行业密切相关。

锂离子电池是指以嵌锂化合物为正负极材料的二次电池，锂离子电池在能量密度、循环寿命、充放电性能、使用电压等方面相对于传统铅酸电池和镍铬电池有着明显的优势，具有无记忆效应、污染较小和安全性高等特点。此外，锂离子电池相对于各类燃料电池、空气电池及超级电容电池有着明显成熟的技术优势。近年来随着工艺日趋成熟，锂离子电池价格逐步下降，性价比优势突出。锂离子电池的核心部件为电芯，主要由正极、负极、电解液和隔膜四大关键材料组成，其中负极材料和隔膜占成本比例分别约占 10% 和 25%。

锂离子电池主要应用于消费电子产品、新能源汽车和储能市场，近年来，受益于消费电子产品、新能源汽车的增长，锂离子电池市场的发展处于行业的快速增长期，锂离子电池产量快速增加，产业规模不断扩大。根据国家统计局数据显示，我国锂离子电池产量从 2008 年的 10.33 亿只增加至 2018 年的 139.87

亿只，复合增长率为 29.76%。近年来，我国锂离子电池主要为消费型锂离子电池，但随着新能源汽车的大幅增长，动力型锂离子电池占比上升较快，2017 年动力型锂离子电池出货占比较上年上升 2.54 个百分点至 50.28%。高工产研锂电研究所（GGII）调研数据显示，2018 年中国动力电池出货量为 65GWh，同比增长 46%，出货量继续保持高速增长态势，主要系下游新能源汽车产量同比增长 49% 带动所致。

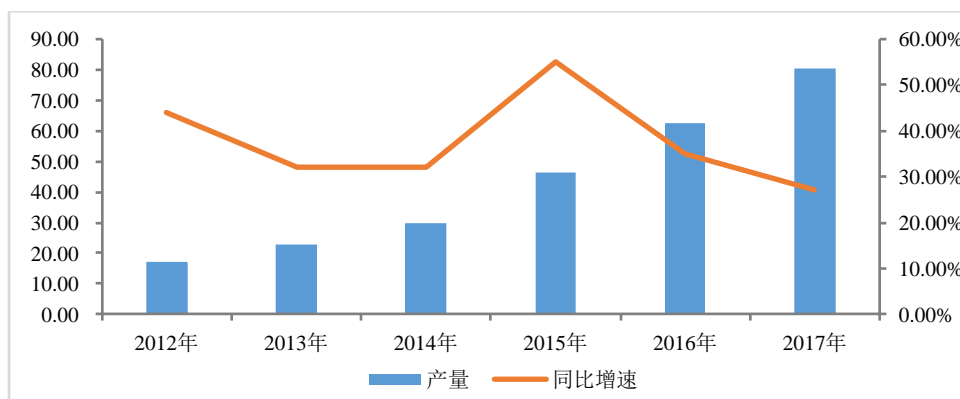
图表 2. 2011-2017 年我国锂离子电池出货结构情况



数据来源：新世纪评级根据公开资料整理

2011 年至 2017 年我国锂离子电池下游应用呈现消费型占比逐年下降、动力类占比逐年提升的格局。尤其是 2014 年新能源汽车推广以来，动力类电池占比逐年翻番。从出货结构来看，消费型电池占比从 2011 年 95.11% 下降至 2017 年的 45.28%，动力型电池占比从 2011 年的 4.41% 上升至 2017 年的 52.63%。容量方面，得益于新能源汽车产业快速发展，锂离子电池产量大幅上升。我国新能源汽车总体受政府政策扶持力度较大，经多年大力推广，我国新能源汽车产业发展取得积极进展，新能源汽车产量从 2011 年的 0.84 万辆上升到 2018 年的 129.60 万辆，销量从 2011 年的 0.82 万辆上升至 2018 年的 125.62 万辆，我国已成为全球新能源汽车保有量最大的国家，占全球市场保有量的 50% 以上。2018 年，我国新能源汽车产销量较上年同期分别增长 81.01% 和 61.67%。受此影响，我国锂电池电芯产量从 2012 年的 17.20 GWh 上升至 2017 年的 80.50 GWh，年复合增长率为 36.16%。

图表 3. 2012-2017 年我国锂电池电芯产量及增速 (GWh)



数据来源：中国化学与物理电源行业协会

目前，我国在动力锂离子电池关键技术、关键材料和产品的研究上取得重大进展，大容量动力锂离子电池产业发展处于国际领先水平，动力锂离子电池产业进入到产业化建设和推广应用的关键阶段。同时，锂离子电池近两年性能提高明显，同等价位的电动汽车和传统燃油汽车相比，大部分性能已较接近。

B. 政策环境

锂离子电池材料属于新能源材料，近年来我国出台多项新能源产业扶持政策，有利于促进行业的快速发展。但 2016 年以来我国新能源汽车补贴力度有所减弱，或将对锂离子电池材料需求产生一定影响。

锂离子电池负极材料、隔膜、软包电池包装膜作为重要的新能源材料，是应用于新能源汽车、新材料和信息产业的关键材料，在“十二五”期间，获得了国家宏观政策层面的大力支持。近年来国家对新能源汽车政策扶持力度大，带动锂离子电池行业的快速增长，但 2016 年以来，随着政府对新能源汽车补贴力度减弱，或将对锂离子电池材料需求产生一定影响。

图表 4. 近年来新能源汽车行业主要政策

发布时间	文件名称	发布部门	主要内容
2013.3	《产业结构调整指导目录（2013 年修订）》	国家发改委	将锂离子电池、储能用锂离子电池、锂离子电池自动化生产成套装备制造列入鼓励类。
2013.9	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	财政部等四部委	明确提出了新能源汽车的补助范围、对象以及标准。
2015.9	《关于减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税的通知》	财政部、国家税务总局	对 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日期间购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 的税率征收车辆购置税。
2015.11	《产业关键共性技术发展指南》（2015 年）	工信部	确定优先发展的产业关键共性技术包括“锂离子电池关键材料及设备技术”。
2016.11	汽车动力电池行业规范条件（2017 年）征求意见稿	工信部	对动力电池企业要求大幅提升，其中年产能要求尤为突出：锂离子动力电池单体企业年产能不低于 80 亿瓦时，金属氢化物镍动力电池单体企业年产能不低于 1 亿瓦时，超级电容器单体企业年产能不低于 1 千万瓦时；系统企业年产能不低于 80000 套或 40 亿瓦时。
2016.12	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	工信部、财政部、科技部、发改委	通知明确将调整完善推广应用补贴政策。包括：提高推荐车型目录门槛并动态调整。调整新能源汽车补贴标准，纯电动乘用车按续航里程不同分别补贴 2 万、3.6 万、4 万元，插电式混合动力乘用车补贴 2.4 万元。新能源客车补贴下调幅度最高，其补贴最高上限由 2016 年的 60 万元下调到 30 万元；除燃料电池汽车外，各车型 2019-2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%，同时改进补贴资金拨付方式
2017.9	乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	工信部、财政部、商务部、海关总署及质监总局	该政策可促进节能与新能源汽车协同发展。仅考虑满足新能源积分考核要求，截至 2020 年行业可累计生产新能源乘用车达 380 万辆；在政策要求下，传统能源与新能源汽车协同发展，可实现 2020 年 5.0L/100km 行业油耗目标；2018-2020 年政策实施期间，预计可累计减少 CO2 排放 6000 万吨。
2019.3	关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	财政部、工信部等四部委	根据新能源汽车规模效益、成本下降等因素以及补贴政策退坡退出的规定，降低新能源乘用车、新能源客车、新能源货车补贴标准，促进产业优胜劣汰，防止市场大起大落。

数据来源：公开信息

C. 竞争格局/态势

锂离子电池材料生产的技术壁垒和规模壁垒较高，且近年来行业增速较快，目前已初步形成寡头垄断格局。

负极材料属资金、技术密集型产业，生产负极材料的基本化学原理相似，但各大锂电池厂商通常会与合作的负极厂家构建特定技术路线，对于原材料的选择、各类材料比例的确定、辅助材料的应用及生产工艺的设置均需行业内多年的技术、经验积累。负极材料的生产工艺技术复杂，过程管控严格，研发难度较大、周期长，具有较高的技术壁垒。随着电子产品更新换代、新能源汽车等的进一步普及，下游锂离子电池厂商对负极材料的技术参数、性能指标、一致性等要求更高，对负极材料生产企业的技术创新能力和研发效率提出了更高的要求，进一步提高了技术门槛；锂离子电池设备制造也是技术密集型行业，具有高度复杂性、系统性，需设备制造企业充分掌握相关技术，并具备综合应用的能力；涂覆隔膜是近年锂离子电池发展的新兴产品，从基材选择和预处理、涂层材料和粘结剂的选择，到高精度涂布设备、陶瓷颗粒的选择、涂布工艺控制与电池系统匹配等都需要经过严格的验证和试验，技术壁垒较高。此外，负极材料、涂布设备、涂覆隔膜也都是规模效应突出的行业，行业内具有规模优势的企业成本控制能力较好，有一定议价能力，能保持较好利润水平。新进入的企业受技术水平、工艺积累、人才储备、资金实力和客户资源等因素的制约，难以在较短时间内形成规模优势。

目前锂离子电池负极材料生产企业主要在中国和日本，两国总量占全球负极材料产销量 97% 以上。高工产研锂电研究所（GGII）调研数据显示，2018 年中国锂电池负极材料市场规模 105 亿元，同比增长 27.9%；出货量 19.2 万吨，同比增长 31.2%。从行业集中度看，负极材料产能和产销量日益向少数几家核心企业集中，中日两国 8 家核心企业市场占有率达 96%。从全球前 8 大厂商的市场排名看，日本企业的市场排名有所下降，中国席位上升，前 6 位中占有 4 位，中国负极材料企业的市场占有率逐渐升高，2018 年中国负极材料产量占全球负极材料产量的 78%，为全球负极材料主要生产基地。我国负极材料的产业格局较为集中，且大部分是 2010 年之后新进入该行业。由于进入时间较晚，我国锂离子电池行业整体的科研基础、产品配套环境、人才储备以及技术的前瞻性储备等方面均与国外同行存在一定的差距，行业整体技术水平有待提高。公司国内竞争对手主要为深圳贝特瑞新能源材料股份有限公司（简称“贝特瑞”）和上海杉杉科技有限公司（简称“上海杉杉”），近年来公司子公司江西紫宸科技有限公司（简称“江西紫宸”）、贝特瑞和上海杉杉持续大幅扩产，凭借多年的技术积累及适应市场需求的创新产品，市场占有率合计达到 45%，其中江西紫宸人工石墨市场占有率达到 21.65%¹；负极材料细分市场占有 12.00%，排名业内前三，总体来看市场地位较高。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	产量（吨）	产量市场占有率	总资产	资产负债率	流动比率（倍）	净利润	经营性净现金流
贝特瑞	15.10	31.85	-	-	58.88	48.77	1.49	3.51	-1.27
上海杉杉	14.82	27.19	32275	-	9.39	52.24	-	0.77	-

¹ 鑫椏资讯：《2018 年锂电负极材料产业链剖析》，2019 年 2 月。

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	产量（吨）	产量市场占有率	总资产	资产负债率	流动比率（倍）	净利润	经营性净现金流
江西紫宸	14.68	39.22	26537	14.28	15.02	45.98	1.91	3.84	0.64
江西紫宸 (2018年)	19.81	33.90	33198	12.00	25.81	53.98	1.80	4.20	3.65

资料来源：新世纪评级整理（空白处暂无公开数据）

D. 风险关注

宏观经济周期波动及下游行业产能过剩的风险。该公司专业从事新能源锂离子电池关键材料及自动化设备的研发、设计、生产与销售，与下游锂离子电池的市场需求和固定资产投资密切相关。近年来，新能源汽车及其上游材料、设备制造行业在国家政策的大力支持下保持快速增长，但是如宏观经济出现滞涨甚至下滑，或者客户所在行业或其下游行业景气程度降低或产能严重过剩，则可能影响该等客户对公司产品的需求，导致公司产品销售价格或销售数量的下滑，公司业绩将可能受到不利影响。

市场竞争加剧的风险。该公司所处的锂电关键材料和设备行业属于市场化程度较高、竞争较为激烈的行业。近年来，随着国内锂电材料和设备行业的高速发展，市场出现了结构性、阶段性的产能过剩。市场竞争的加剧可能导致产品价格的大幅波动，进而影响公司的盈利水平。

原材料价格波动风险。该公司从外部采购的原材料主要包括：负极材料生产所需的焦类、初级石墨、沥青，涂覆隔膜生产所需的隔膜、陶瓷等，铝塑包装膜生产所需的尼龙、铝箔等。原材料中，焦类主要为石化产品，其价格受石油等基础原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动。若公司的原材料价格出现大幅波动，而公司不能有效地将原材料价格上涨的压力转移到下游或不能通过技术工艺创新抵消成本上涨的压力，又或在价格下降过程中未能做好存货管理，都将会对公司的经营业绩产生不利影响。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司负极材料产能大幅提升，负极材料业务收入快速增长且市场占有率较高。公司锂电设备和基膜及涂覆隔膜业务保持增长，对公司收入形成较好补充。受原材料价格波动影响，公司主业毛利率有所波动，但仍保持在较高水平。后续公司仍存在较大规模的在建及拟建项目，面临一定的资本支出压力。

跟踪期内，受益于国家对新能源汽车政策扶持及下游锂电池行业快速增长，该公司作为锂电池原材料及设备供应商，业务保持快速增长。公司主业仍为负极材料、自动化涂布机和涂覆隔膜业务，目前下游客户已基本覆盖主流锂电池生产企业。公司主业以规模/技术为业务的核心驱动因素，2017年11月公司成功上市，为主业规模化扩张进一步提供了资金支持。随着扩产能项目投产，2018

年来，公司核心产品产能提升，产销规模扩大，且公司在建和拟建项目规模较大，面临一定的资本支出压力。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动素
负极材料	全球/ATL、宁德时代、三星 SDI、LG 化学、比亚迪、珠海光宇、欣旺达等	横向规模化	规模/技术
锂电设备	国内/宁德时代	横向规模化	规模/技术
基膜及涂覆隔膜	国内/宁德时代	横向规模化	规模/技术

资料来源：璞泰来

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	16.77	22.49	33.11
其中：核心业务营业收入（亿元）	15.96	21.59	28.54
在营业收入中所占比重（%）	95.13	95.99	86.18
其中：（1）锂离子电池负极材料	10.52	14.68	19.81
在核心业务收入中所占比重（%）	65.92	68.00	69.44
（2）锂电设备	3.44	4.78	5.53
在核心业务收入中所占比重（%）	21.53	22.12	19.38
（3）基膜及涂覆隔膜	2.00	2.13	3.19
在核心业务收入中所占比重（%）	12.55	9.88	11.18
毛利率（%）	34.54	36.96	31.91
其中：锂离子电池负极材料（%）	36.38	39.22	33.90
锂电设备（%）	34.80	30.01	32.77
基膜及涂覆隔膜（%）	33.51	44.99	45.37

资料来源：璞泰来

近年来，得益于锂电池行业景气度较高，该公司营业收入增速较快，但受原材料价格波动影响，公司毛利率水平有所波动。2016-2018 年，公司营业收入分别为 16.77 亿元、22.49 亿元和 33.11 亿元，毛利率分别为 34.54%、36.96% 和 31.91%。公司核心业务主要为锂离子电池负极材料、锂电设备和基膜及涂覆隔膜，核心业务营业收入占营业收入比重分别为 95.13%、95.99% 和 86.18%，2018 年比重降低，主要系其他业务收入中包含了自 2017 年 12 月份纳入合并范围的山东兴丰新能源科技有限公司（简称“山东兴丰”）²的收入所致。核心业务中，锂离子电池负极材料在公司核心业务中收入占比较高，2016-2018 年分

² 山东兴丰于 2017 年 2 月 20 日成立，注册资本 0.10 亿元，主要从事锂电池负极材料石墨化加工业务。该公司于 2017 年 11 月 30 日召开第一届董事会第十九次会议审议通过了《关于增资并控股山东兴丰新能源科技有限公司的议案》，将山东兴丰的注册资本由 0.10 亿元增加到 2.00 亿元，其中公司以现金方式向山东兴丰增资 1.02 亿元注册资本；原股东李庆民以现金方式增资人民币 0.53 亿元注册资本；原股东刘光涛以现金方式增资 0.35 亿元注册资本。投资完成后公司取得山东兴丰 51.00% 的股权，成为山东兴丰的控股股东。2018 年 4 月，公司与各少数股东按持股比例合计增资 2.00 亿元（公司再次 1.02 亿元），截至 2018 年末，山东兴丰实收资本 4.00 亿元。

别为 65.92%、68.00% 和 69.44%，呈逐年上升趋势，毛利率分别为 36.38%、39.22% 和 33.90%，受原材料价格波动、上游石墨化加工因环保减产等因素影响，此部分业务毛利率有所波动，但得益于公司负极材料产品定位中高端、新建厂房内新增炭化设备自行炭化加工以及规模化扩张，负极材料业务毛利率水平仍较高；公司锂电设备（主要为自动化涂布机）和基膜及涂覆隔膜业务也随着锂电池行业扩张而增长，对收入形成较好补充，其中自动化涂布机对原材料钢材价格较为敏感，故锂电设备毛利率有所波动。

A. 负极材料

该公司负极材料产品分为 3C 电子类负极材料以及汽车电池和储能类负极材料，公司目前已开发有 15 个型号的人造石墨、天然石墨和人造复合石墨产品，具备高容量、高倍率、高压实密度、低膨胀、长循环等特性。子公司江西紫宸拥有一批具有丰富碳素材料专业理论知识和实践经验的技术人才，技术实力雄厚；公司拥有独特的原材料甄选技术、粉体材料各向同性化处理、表面改性及高温热处理等核心技术，产品差异化明显，其主流产品的首次放电容量达 360mAh/g 以上，配向性（I004/I110）小于 10，压实密度达 1.7g/cm³ 以上，循环寿命 1000 次容量保持在 80% 以上，具备高容量、高倍率、高压实密度、低膨胀、长循环等特性。

该公司负极材料生产基地位于江西省宜春市奉新工业园区，受下游锂电池行业增速较快影响，近年来公司积极进行生产基地扩建，负极材料年产能从 2015 年的 10000 吨增加到 2018 年的 30000 吨，产能增速快。2018 年公司负极材料产能利用率为 110.66%，产能利用率保持在高水平。得益于跟踪期内公司下游锂电池厂商负极材料订单充足，公司负极材料销售量快速增长，2018 年公司负极材料销量为 29286 吨，同比增长 24.34%，但增速较上年下降了 22.14 个百分点，增速下滑较大；产销率为 88.22%，水平尚可。

图表 8. 公司负极材料产品产销情况（单位：吨，万元/吨）

项目	2016 年	2017 年度	2018 年度
产能	13000.00	18000.00	30000.00
产量	18228.00	26537.00	33198.00
销量	16080.01	23554.00	29286.00
销售均价	6.54	6.23	6.77
产能利用率 ³	140.22%	147.43%	110.66%
产销率	88.22%	88.76%	88.22%

注：根据璞泰来提供资料绘制

销售均价方面，跟踪期内，受原材料价格波动以及市场竞争加剧影响，该公司负极材料平均单价有所波动，其中 2017 年负极材料销售均价下降主要系随着规模扩大、工艺技术和劳动生产率的提升，单位产品生产成本下降，公司为拓展市场采取了主动降价策略以及随着较消费类电池动力价格更低的动力

³ 产量超过产能部分系公司通过委外加工、加班等方式生产。

电池用负极材料比例的上升，销售均价有所下降。2018 年负极材料均价有所上升主要系随着原材料和委外加工成本上升，公司相应调整产品售价所致。公司负极材料采取直销为主、经销为辅的销售模式，销售区域主要集中于国内市场，下游客户主要为电池生产厂商，包括 ATL⁴、三星 SDI 株式会社（简称“三星”）、珠海光宇电池有限公司（简称“珠海光宇”）、天津力神电池股份有限公司（简称“天津力神”）以及 LG 化学⁵等，其中 2018 年销售给 ATL 的负极材料占比为 38.28%，客户集中度相对较高。公司负极材料销售结算一般以现金及银行承兑汇票为主，结算周期一般为 3 个月。

该公司负极材料产品一般根据订单组织生产，同时兼顾市场预测适度库存。负极材料生产工艺流程主要包括原材料采购、检验、入库、原料预处理（含原料粉碎）、包覆成形、石墨化、炭化、筛分、检验、除磁、成品包装入库等主要工艺环节，基于专业化和分工协作的考虑，公司将原料粉碎、石墨化工序外包。石墨化基地的建设固定资产投资较大、且石墨化电阻料废料的处置需要稳定的钢厂、铝厂客户资源，专业性较强。石墨化、原料粉碎工艺均是碳素行业传统成熟的工艺，可选择外协加工的厂商比较多，因此公司根据自身的发展阶段、资金安排和生产优势，对石墨化、原料粉碎环节采用外协加工，集中发展优势生产环节。目前公司负极材料的委外加工有稳定的合作方，并与之签订合同，明确约定质量、时间、交货期、价格等重要条款，根据加工回货计算加工费⁶，在委外加工生产过程中，公司派专门人员全程跟踪，进行严格质量检测，以确保质量达标。近年来受负极材料订单迅速增加影响，公司负极材料采购总额大幅增长，2018 年公司负极材料采购总额 17.42 亿元，同比增长 60.79%，主要系公司预计负极材料价格将上升提前采购备货所致。公司负极材料委外加工占采购额⁷比例较高，但受益于 2017 年 12 月公司收购山东兴丰及公司自身石墨化生产能力提升，公司委外加工费占负极材料采购额比例持续下降。

图表 9. 公司负极材料委外加工情况（单位：万元）

期间	2016 年	2017 年	2018 年
负极材料采购总额	72091.46	108314.32	174155.44
负极材料委外加工费	49823.18	57024.30	71015.92
委外加工费占负极材料采购额比例	69.11%	52.65%	40.78%

注：根据璞泰来提供资料绘制

该公司负极材料生产所需原材料主要包括初级石墨、焦类和沥青等，属于标准原材料，2018 年公司初级石墨、焦类和沥青采购占负极材料采购总额比分别为 13.79%、41.71% 和 3.73%。公司负极材料原材料一般由公司计划采购部根据历史订单取得情况，结合销售预测，设定采购计划，定期向合格供应商发出订单以补充库存。受天然石墨和石油焦类价格波动影响，2018 年公司初级石墨和焦类环比采购价格增幅分别为 22.93% 和 60.19%，增幅较大，公司面临一定

⁴ Amperex Technology Limited，新能源科技有限公司及其控股的宁德新能源科技有限公司、东莞新能源科技有限公司等子公司的统称。

⁵ LG 化学株式会社，隶属于韩国 LG 集团。

⁶ 公司负极材料委外加工的前端工艺在行业内竞争较为充分，公司与委外加工商的收费按市场定价。

⁷ 包含焦类、初级石墨、沥青等原料采购及委外加工费。

的成本上升压力。公司原材料供应商主要有青岛青北碳素制品有限公司和青岛住友商事有限公司，委外加工商主要有青岛青北碳素制品有限公司、石家庄尚太科技有限公司和江西紫微星科技有限公司等，上游原材料及委外加工商较为集中和稳定。公司采购结算方式主要为银行承兑汇票，结算周期一般为 1-3 个月。

B. 锂电设备

该公司锂电设备产品主要为涂布机，主要包括小型的微凹版涂布机（即隔膜涂布机）和大型的挤压式涂布机等。2018 年公司锂电设备业务收入为 5.53 亿元，同比增长 15.77%，同期毛利率为 32.77%，同比回升 2.76 个百分点。

该公司锂电设备生产基地位于深圳市坪山新区大工业区内，近年来由于锂电厂商规模扩张较快，对涂布机的需求增加，公司扩张产能以适应市场需求，涂布机年产能从 2015 年的 180 台上升至 2018 年的 400 台，2018 年公司锂电设备产能利用率为 38.50%，较上年大幅下滑 51.25 个百分点，主要系涂布机为定制化产品，生产精度和复杂度不同的产品产能差异较大，当年公司生产精度较高的挤压涂布机较多，其他类别产品的产量下滑所致。公司涂布机一般以销定产，同期公司锂电设备产销率为 129.22%，同比上升 62.92 个百分点，主要系公司前期承接的订单在 2018 年集中确认，致当期产销率较高。

图表 10. 公司锂电设备产品产销情况（单位：台，万元/台）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产能	300	400	400
产量	284	359	154
销量	171	238	199
销售均价	200.93	200.70	278
产能利用率	94.67%	89.75%	38.50%
产销率	60.21%	66.30%	129.22%

注：根据璞泰来提供资料绘制

该公司锂电设备销售主要通过直接对接和挖掘客户、参加行业展会、参与招投标等方式获取订单，客户分布相对较为分散。2018 年公司锂电设备销量为 199 台，较上年减少 39 台。销售均价方面，公司不同型号的锂电设备售价差异较大，受客户定制型号不同及原材料钢材价格波动影响，锂电设备销售均价波动较大。2018 年公司锂电设备产品结构发生变化，高精度的锂电设备产品（挤压式涂布机）销量占比提升，对应产品均价由 2017 年的 200.70 万元/台上升至 2018 年的 278 万元/台。公司锂电设备销售结算一般是客户先预付 30% 款项，待到货后再支付 30%，验收后支付余款 40%（部分客户在涂布机安装调试完成并验收后，有 1 年的质保期，以销售收入的 5-10% 作为质保金，质保期届满予以收回），一般待客户验收后确认销售收入，收款信用期一般为 3-6 个月。

该公司锂电设备一般根据订单生产，其生产模式具有一定的系统集成行业特征。公司一般在产品订单签订后，针对客户需求进行整体方案的选型与设计，

以自行开发的软件系统为核心，通用零部件在公开市场采购，非通用部件采取定制方式，采购和定制完成后进行硬件安装，将软件系统与硬件设备进行集成，组成完整的锂电设备。其采购的通用零部件一般结合销售预测进行采购，非标准件采购一般根据由计划部对市场部新取得的订单按物料清单进行拆解，并根据系统设计的配置单，针对其中非标准零部件直接向采购部下达采购计划。

C. 基膜及涂覆隔膜

涂覆隔膜是锂离子电池主要原材料之一，该公司目前生产涂覆隔膜产品包括陶瓷涂覆隔膜、PVDF 涂覆隔膜和陶瓷 PVDF 混合涂覆隔膜，且公司现为宁德时代新能源科技股份有限公司及其控股的青海时代新能源科技有限公司、宁德时代锂动力有限公司等子公司（统称“宁德时代”）主要的涂覆加工外包生产企业；基膜则是涂覆隔膜的上游原材料之一，公司基膜主要由 2018 年控股的溧阳月泉电能源有限公司（简称“溧阳月泉”）运营⁸，拟下游客户认证后均用于自身加工涂覆隔膜。2018 年公司基膜及涂覆隔膜业务收入为 3.19 亿元，同比增长 49.55%，增速较快，同期毛利率为 45.37%，与上年同期基本持平。

近年来，受益于下游锂电池厂商的需求增长，该公司不断对涂覆隔膜产能进行扩张，2018 年公司涂覆隔膜产能达 3.00 亿平米。2018 年公司涂覆隔膜产能利用率为 77.24%，同比上升 23.97 个百分点，2018 年公司产能利用率回升主要系承接来自大客户的订单增加所致，同期公司涂覆隔膜产销率为 90.28%，产销率水平总体较好。

图表 11. 公司涂覆隔膜产品产销情况（单位：万平米，元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产能	8418	18291	30000
产量	6421	9744	23173
销量	6296	9553	20920
销售均价	3.18	2.23	1.53
产能利用率	76.28%	53.27%	77.24%
产销率	98.05%	98.04%	90.28%

注：根据璞泰来提供资料绘制

该公司 2015 年获得宁德时代涂覆隔膜采购认证，近年来涂覆隔膜销量开始大幅增长。2018 年公司涂覆隔膜销售价格明显下调，主要系随着公司募投项目投产，隔膜涂覆加工的产能得以释放，在涂覆隔膜产品的销售中涂覆加工部分占比的大幅提升拉低平均单价所致。公司涂覆隔膜下游客户主要为宁德时代，其销售结算方式一般采用现金或银行承兑汇票，结算周期一般为 1-6 个月。采购方面，公司涂覆隔膜采购的原材料包括隔膜、陶瓷、胶水、PVDF 等，一般根据订单取得情况和对未来几个月的销售预测，定期向供应商发出订单以补充库存，对部分重要的供应商采用年度合作为主，临时补充采购为辅的采购模式。公司涂覆隔膜原材料采购的结算方式主要为银票和现金转账，结算周期一般为

⁸ 该公司原持有溧阳月泉 33.33% 的股权，2018 年收购剩下的 66.67% 的股权实现全资控股，收购对价 2.62 亿元。

1-3个月。

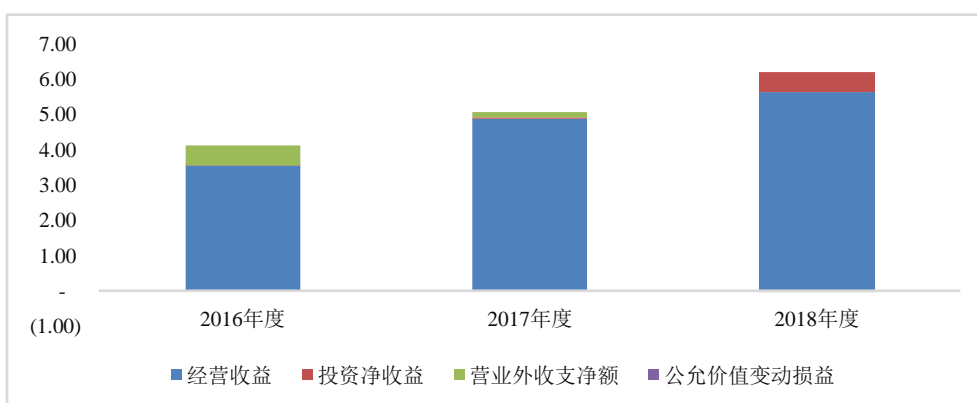
D. 其他

该公司其他业务主要为铝塑包装膜业务和石墨化加工业务。铝塑包装膜业务主要有铝塑包装膜贸易业务和自产铝塑包装膜业务。公司与日本铝塑包装膜厂商 T&TEner techno.co.Ltd（简称“T&T”）签署代理协议，由公司及子公司香港安胜科技有限公司（简称“香港安胜”）向 T&T 及其国内代理商采购铝塑包装膜，再转售给国内锂电池厂商。此外，公司利用自身技术和工艺也进行少量铝塑包装膜生产、销售。2016-2018 年公司铝塑包装膜业务收入分别为 0.75 亿元、0.36 亿元和 0.59 亿元，2017 年铝塑包装膜业务收入降幅较大主要系因业务调整，香港安胜 2017 年 4 月起不再从事铝塑包装膜贸易业务所致。同期公司铝塑包装膜毛利率分别为 11.23%、10.62% 和 19.87%，毛利率有所波动。2018 年铝塑包装膜收入主要系子公司东莞市卓越新材料科技有限公司（简称“东莞卓越”）自产的铝塑包装膜收入，毛利率有所提升。

石墨化加工业务方面，该公司石墨化加工业务主要由控股子公司山东兴丰负责，主要为江西紫宸提供石墨化加工业务。山东兴丰拥有 1 万吨负极材料加工产能。2017-2018 年，公司石墨化加工业务收入分别为 0.34 亿元⁹和 3.81 亿元，2018 年收入水平增幅较快，成为公司重要的收入来源之一；同期业务毛利率分别为 19.57% 和 11.18%。未来随着 2019 年公司内蒙古卓资园区负极材料石墨化加工基地、溧阳紫宸新材料科技有限公司（简称“溧阳紫宸”）募投项目负极材料生产基地建设完工投产，公司将进一步提升负极材料的石墨化加工配套能力，对关键工艺的委外加工比例将逐渐降低。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据璞泰来所提供数据绘制。注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利来源主要为经营收益。近年来，受益于下游行业政策支持、市场需求增长及产能提升，公司经营收益增速较快。2016-2018 年，公司营业毛利分别为 5.79 亿元、8.31 亿元和 10.57 亿元，均随业务规模扩张而增长，毛利

⁹ 仅计入山东兴丰 12 月份的收入故水平较低。

率分别为 34.54%、36.96% 和 31.91%，2018 年毛利率有所下降主要系原材料成本有所上升所致。公司营业毛利主要来源于负极材料业务，2016-2018 年负极材料营业毛利占公司营业毛利的比重分别为 66.06%、69.27% 和 63.58%，呈一定波动。同期公司实现经营收益分别为 3.54 亿元、4.87 亿元和 5.61 亿元。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年
营业收入合计（亿元）	16.77	22.49	33.11
毛利（亿元）	5.79	8.31	10.57
期间费用率（%）	12.09	13.41	12.94
其中：财务费用率（%）	-0.07	0.83	1.44
全年利息支出总额（亿元）	0.02	0.17	0.57
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.02	-

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理。

近年来，该公司期间费用随业务规模扩张而增长。2016-2018 年，公司期间费用分别为 2.03 亿元、3.02 亿元和 4.29 亿元，主要为销售费用和管理费用，其中，销售费用分别为 0.77 亿元、0.99 亿元和 1.13 亿元，主要为运输费和职工薪酬，管理费用分别为 1.27 亿元、1.84 亿元和 2.67 亿元，主要为研发费用和职工薪酬。同期公司期间费用率分别为 12.09%、13.41% 和 12.94%，呈波动趋势，但总体而言，公司费用控制水平较好。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年
投资净收益	0.02	0.03	0.56
其中：理财产品	0.03	0.06	0.22
分步收购原持有长期股权投资按公允价值重新计量的利得	-	-	0.44
其他收益	-	0.25	0.53
营业外收入	0.57	0.17	0.01
其中：江西紫宸科技有限公司扶助企业发展资金	0.06	0.15	-
深圳市新嘉拓自动化技术有限公司增值税即征即退款项	0.18	-	-

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司投资净收益分别为 0.02 亿元、0.03 亿元和 0.56 亿元，主要为理财产品投资收益，同期分别为 0.03 亿元、0.06 亿元和 0.22 亿元；2018 年投资净收益水平较高，主要系当年公司收购溧阳月泉剩余 66.67% 股权，原持有的 33.33% 股权重估值后获利得 0.44 亿元。2016-2017 年营业外收入分别为 0.57 亿元和 0.17 亿元，主要为政府补贴；2018 年营业外收入 0.01 亿元，主要为罚没收入；2017-2018 年公司其他收益分别为 0.25 亿元和 0.53 亿元，主要为专项补贴和即征即退税款。2016-2018 年，公司实现净利润分别为 3.54 亿元、4.52 亿元和 6.01 亿元，利润规模持续增长；净资产收益率分别为 43.11%、25.45% 和 21.17%，净资产获利能力较强。总体而言，公司利润主要来源于主业毛利，对非经常性收益依赖度低，盈利水平较好。

(3) 运营规划/经营战略

该公司发展战略主要为：以目前在锂离子电池上游所拥有的材料、设备技术和产品市场优势为基础，坚持核心技术的持续投入和开发，保持产品技术上竞争优势；持续专注于锂离子电池关键材料及自动化设备领域，持续推进既定的募投项目和扩产项目，充分利用上市公司作为融资平台，适时地进行产业链延伸和整合，配合上下游产业链的共同成长，扩大公司在锂离子电池包括电动汽车在内的各个应用领域的市场。公司计划加快江西、福建、溧阳、内蒙等地的生产制造基地建设，引进自动化程度较高的生产和加工设备，提高生产效率，适当推进产业链延伸。未来三年，在现有产能规模的基础上，建设形成以消费电子为基础，面向新能源动力电池和储能电池的规模化材料和设备产业，逐步形成具有超过 10 万吨负极材料及其配套石墨化加工，15 亿平方米涂覆隔膜和 500 台涂布机等锂电设备的产品规模。

截至 2018 年末，该公司在建项目为年产 2 万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建建设项目、年产 2 万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建及研发中心建设项目、涂布设备生产基地及研发中心建设项目及内蒙古乌兰察布卓资县年产 5 万吨石墨化加工基地项目。截至 2018 年末，公司在建项目总投资 22.72 亿元，已投资 6.58 亿元，2019-2020 年计划投资分别为 12.63 亿元和 0.48 亿元，短期内面临一定的投资压力。

图表 15. 截至 2018 年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目建设内容	建成后形成的产能	占地面积（平方米）	计划总投资额	已投资额	计划投资额	
						2019 年	2020 年
年产 2 万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建建设项目	负极材料生产基地	2 万吨	-	5.03	1.60	0.20	0.20
年产 2 万吨高性能锂离子电池负极材料产能扩建及研发中心建设项目	负极材料生产基地及研发中心	2 万吨	133200	5.95	1.46	4.49	-
涂布设备生产基地及研发中心建设项目	涂布设备生产基地及研发中心	230 台	47800	2.00	0.39	1.33	0.28
内蒙古乌兰察布卓资县年产 5 万吨石墨化加工基地项目	石墨化加工基地	5 万吨	-	9.74	3.13	6.61	-
合计	-	-	-	22.72	6.58	12.63	0.48

注：根据璞泰来提供资料绘制

截至 2018 年末，该公司拟建项目为年产 3 万吨高性能锂离子电池负极材料（炭化等主要工序）项目和高安全性锂离子电池用功能涂层隔膜生产基地建设项目，拟建项目计划总投资 9.98 亿元。总体而言，公司未来在建和拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。在目前新能源汽车行业补贴政策趋紧、动力锂电池行业产能过剩风险加大的背景下，公司未来在建和拟建项目产能释放存在一定压力。

图表 16. 截至 2018 年末公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划建设时间	计划总投资	资金来源	未来计划投入	
					2019 年	2020 年
年产 3 万吨高性能锂离子电池负极材料（炭化等主要工序）项目	负极材料生产基地（炭化等主要工序）	2019-2021	4.58	募投资金及自有资金	1.89	1.34
高安全性锂离子电池用功能涂层隔膜生产基地建设项目	隔膜生产基地	2019-2021	5.40	募投项目及自有资金	2.70	2.70
合计	-	-	9.98	-	4.59	4.04

注：根据璞泰来提供资料绘制

管理

该公司根据自身经营管理以及业务发展需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，各项内控制度逐步完善，基本能够满足公司日常经营管理的需要。

跟踪期内，该公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化，股权结构略有调整，截至 2018 年末，公司股本 4.35 亿股，自然人梁丰直接持有公司股份 1.31 亿股，间接控制公司 1.09 亿股，合计占公司总股本的 55.12% 的股份，为公司实际控制人。公司自成立以来，实际控制人未发生过变更，截至 2018 年末，自然人梁丰累计质押其直接持有的公司股票 2246.20 万股，占公司总股本的 5.17%，间接控制的部分均未发生质押，股权结构详见附件一。

该公司关联交易规模较小，主要体现为关联购销和关联担保。2018 年，公司向关联方山东民丰铸造材料有限公司销售石墨化加工副产品为 1.78 亿元，购销价格参考市场价格确定。此外，公司存在一定的关联方担保，截至 2018 年末，梁丰、陈卫¹⁰为公司提供 1.15 亿元担保。

图表 17. 截至 2018 年末公司关联方应收应付余额表（单位：万元）

应收项余额		应付项余额	
-	-	其他应付款	0.04
合计	-	合计	0.04

注：根据璞泰来 2018 年审计报告整理

跟踪期内，该公司本部及其核心子公司涉及多笔诉讼，但涉案金额较小，未达到披露标准，且大部分是公司作为原告提起的诉讼。根据公司 2019 年 3 月 14 日的《企业信用报告》和 2018 年审计报告披露信息，公司无债务违约记录，信用状况良好。

¹⁰ 陈卫为公司总经理、董事。截至 2017 年末，陈卫为公司第四大股东，持股比例为 10.93%。

图表 18. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司			
			梁丰		江西紫宸	深圳新嘉拓	东莞卓高	宁德卓高
欠贷欠息	人民银行征信系统	2019.3.14	无	无	无	无	无	无
各类债券还本付息	Wind 资讯	2019.4.3	不涉及	正常	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼 ¹¹	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2019.4.3	无	无	无	无	无	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2019.4.3	不涉及	无	无	无	无	无
质量	国家工商总局企业信息公示系统	2019.4.3	不涉及	无	无	无	无	无
安全	国家工商总局企业信息公示系统	2019.4.3	不涉及	无	无	无	无	无

资料来源：根据璞泰来所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

近年来，随着在建项目投入和业务规模的扩张，该公司资金需求增加，债务规模呈较快上升趋势，得益于公司增资及自身经营积累，公司财务杠杆保持在较合理水平。由于公司部分业务通过银行承兑汇票结算，且存在较长的销售结算周期，公司现金回收能力较弱，公司经营性现金净流入波动较大。

1. 数据与调整

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司对该公司的 2016-2017 年财务报表、安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2018 年度财务报表进行了审计¹²，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》、企业会计制度及其补充规定。

该公司 2018 年度纳入合并范围的子公司共 19 家。与上年度相比，本公司本年度合并范围增加 4 家，分别为溧阳月泉、上海庐峰投资管理有限公司、内蒙古紫宸科技有限公司和上海月泉电能源科技有限公司，无注销和转让子公司。

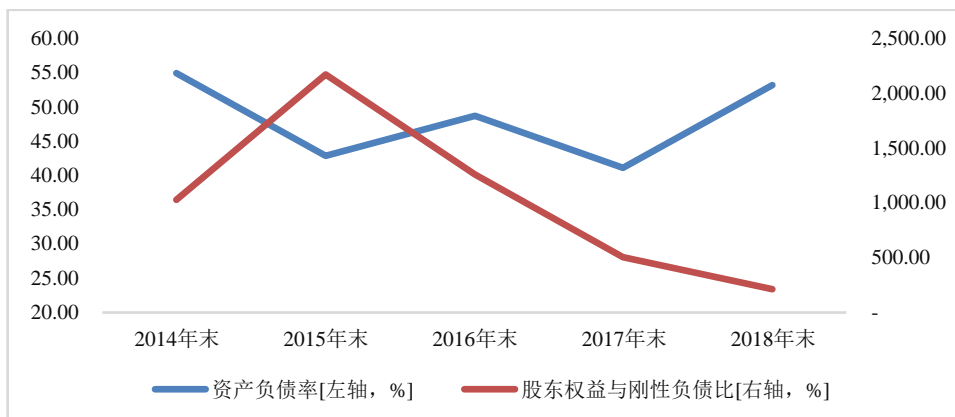
¹¹ 仅考虑被执行、资产被冻结等严重情况。

¹² 该公司总部与原会计师事务所中汇会计师事务所项目审计团队分别位于上海和深圳两地，涉及财务及审计相关沟通工作存不便，经双方友好协商，决定自 2018 年度起不再续聘。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



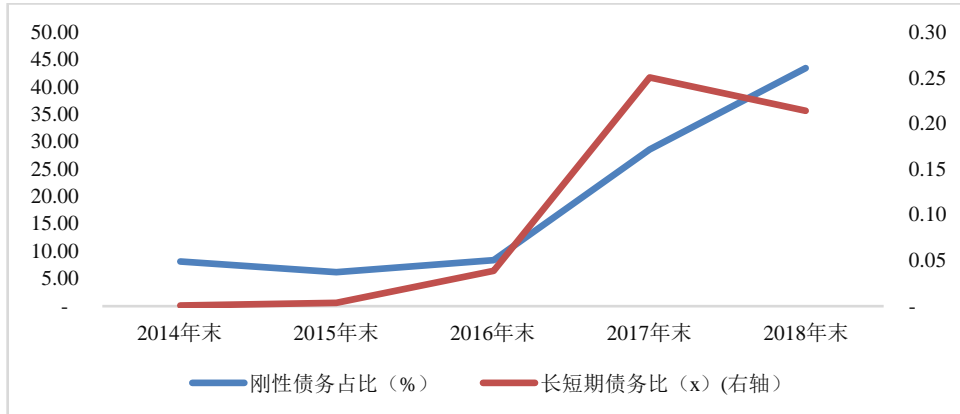
资料来源：根据璞泰来所提供数据绘制

近年来，随着在建项目投入和业务规模的扩张，该公司资金需求增加，债务规模呈较快上升趋势，得益于公司增资及自身经营积累，公司财务杠杆保持在较合理水平。2016-2018 年末，公司负债总额分别为 9.49 亿元、17.86 亿元和 35.39 亿元，资产负债率分别为 48.77%、41.16%和 53.14%。2017 年末资产负债率下降主要系 2017 年 11 月公司于上交所上市，净资产大幅增加所致；受在建项目投入规模较大及业务扩张影响，2018 年财务杠杆水平有所上升。同期末，公司股东权益与刚性负债比分别为 1259.09%、499.78%和 202.75%，水平下滑较快，但仍能较好覆盖，总体来看跟踪期内公司债务压力上升，但处于较合理水平。

近年来，受益于未分配利润的积累、股东增资及资本公积的增长，该公司所有者权益呈较快增长趋势。2016-2018 年末，公司所有者权益分别为 9.97 亿元、25.53 亿元和 31.21 亿元，主要由实收资本、资本公积金以及未分配利润构成。同期末公司实收资本分别为 3.69 亿元、4.33 亿元和 4.35 亿元，其中 2017 年末实收资本较上年末增加 0.64 亿元系公司首次公开发行募资新增股本；同期末，公司资本公积分别为 1.21 亿元、10.56 亿元和 11.01 亿元，2017 年末资本公积较上年末增加 9.35 亿元系公司首次公开发行募资所致，少数股东权益较上年末增加 1.06 亿元主要系公司增资并控股山东兴丰后，山东兴丰原股东成为少数股东。总体来看公司权益稳定性尚可。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务 (亿元)	0.23	0.30	0.79	5.11	15.39
应付账款 (亿元)	1.43	3.19	5.79	7.13	9.10
预收账款 (亿元)	0.64	0.78	2.06	3.63	7.03
其他应付款 (不含应付利息和应付股利) (亿元)	0.34	0.07	0.00	0.84	2.41
刚性债务占比 (%)	8.05	6.16	8.34	28.61	43.50
应付账款占比 (%)	50.64	66.22	61.02	39.94	25.71
预收账款占比 (%)	22.44	16.21	21.73	20.31	19.85
其他应付款占比 (不含应付利息和应付股利) (%)	12.15	1.38	0.02	4.68	6.82

资料来源：根据璞泰来所提供数据绘制

从债务期限结构来看，该公司负债绝大部分为流动负债，2016-2018 年末，公司长短期债务比分别为 3.89%、25.06% 和 21.38%，债务结构逐年优化。从债务构成来看，公司负债主要集中于应付账款、预收账款、其他应付款（不含应付利息和应付股利）和刚性债务。2018 年末公司应付账款 9.10 亿元，期限以一年期以内为主（9.06 亿元），主要为满足市场需求备货的原材料采购款，同比增长 27.57%；预收账款 7.03 亿元，以一年期为主（6.46 亿元），主要为业务订单相应的预收账款，较上年末增长 93.77%，主要系公司为保证供应链平稳运行以价格让步来获得战略客户和战略合作伙伴的流动性支持；其他应付款（不含应付利息和应付股利）2.41 亿元，较上年末增长 188.41%，主要为增加应付工程项目款 1.63 亿元和限制性股票回购义务 0.45 亿元；刚性债务 15.39 亿元，较上年末增长 201.35%，受在建项目投入规模较大影响，公司刚性债务规模增幅较大。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	0.23	0.30	0.51	1.67	9.57

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
其中：短期借款	0.20	0.16	0.21	0.10	4.17
应付票据	0.03	0.14	0.30	1.48	3.65
一年内到期的非流动负债	-	--	-	0.03	1.62
其他短期刚性债务	-	-	-	0.07	0.12
中长期刚性债务合计	-	-	0.28	3.44	5.83
其中：长期借款	-	-	0.28	1.50	2.80
应付债券	-	-	0.00	1.93	2.27
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	0.76
综合融资成本（年化，%）	-	-	-	5.27	不含担保费 5.18%
					包含担保费 5.52%

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理，2014-2016 年综合融资成本企业暂未统计。

2016-2018 年末，该公司刚性债务余额分别为 0.79 亿元、5.11 亿元和 15.39 亿元，其中 2017 年末及 2018 年末刚性债务大幅增加主要系公司业务规模扩大以及在建项目投资，资金需求增加所致。2016-2018 年末，公司中长期刚性负债占比分别为 35.40%、67.25% 和 37.86%。从刚性债务结构来看，公司刚性债务主要为短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券等。截至 2018 年末，公司短期借款为 4.17 亿元，主要为保证借款 2.67 亿元和信用借款 1.50 亿元，借款利率区间为 4.10%-7.00%；应付票据为 3.65 亿元，全部为银行承兑汇票，主要用于支付相应货款；一年内到期的非流动负债 1.62 亿元，包括一年内到期的长期借款 0.93 亿元、一年内到期的应付债券 0.67 亿元和一年内到期的融资租赁款 0.03 亿元；长期借款为 2.80 亿元，担保方式为抵押、质押或保证，年利率区间为 3.00%-6.00%；应付债券为 2.27 亿元，主要系公司分别于 2017 年和 2018 年发行了 2 亿元和 1 亿元创新创业公司债券所致。2018 年末公司年化综合融资成本控制在 5.50% 左右，综合融资成本水平尚可。

图表 22. 公司 2018 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (单位：万元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3%~4% (不含 4%)	5900.00	2822.60	2822.58	-	-
4%~5% (不含 5%)	5491.25	6836.20	791.14	-	-
5%~6% (不含 6%)	36282.94	24168.68	16526.68	-	-
6%~7% (不含 7%)	10000.00	-	-	4000.00	1000.00
合计	57674.19	33827.48	20140.40	4000.00	1000.00

资料来源：璞泰来（未计入应付票据和应付利息）

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期 (天)	231.30	265.43	256.65	335.98	346.62
营业收入现金率 (%)	58.96	48.39	62.27	57.61	75.09
业务现金收支净额 (亿元)	-0.22	0.12	2.73	1.02	3.77
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.06	-0.58	-0.60	-0.71	-0.51
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-0.28	-0.46	2.13	0.30	3.26
EBITDA (亿元)	0.70	1.71	4.30	5.84	7.95
EBITDA/刚性债务 (倍)	2.78	6.52	7.89	1.99	0.78
EBITDA/全部利息支出 (倍)	65.33	91.32	207.14	33.48	14.05

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016-2018 年，该公司营业周期分别为 256.65 天、335.98 天和 346.62 天，呈增长趋势，公司营收大幅增长的同时，部分客户回款有所延迟，同时设备业务产品验收周期有所延长，导致发出商品增加，存货周转速度略有减缓。由于公司负极材料、锂电设备、涂覆隔膜等产品部分通过银行承兑汇票结算，且存在较长的销售结算周期，公司现金回收能力较弱，2016-2018 年，公司营业收入现金率分别为 62.27%、57.61% 和 75.09%。同期，公司业务现金收支净额分别为 2.73 亿元、1.02 亿元和 3.77 亿元，经营环节产生的现金流量净额分别为 2.13 亿元、0.30 亿元和 3.26 亿元，呈波动趋势。其中 2017 年公司经营性现金流量较低主要系购买商品支付的现金增加，且当年公司涂覆隔膜业务的回款方式由以往的现金回款为主变为以应收票据回款为主，一定程度上也影响了货款的回笼¹³。

该公司 2016-2018 年 EBITDA 分别为 4.30 亿元、5.84 亿元和 7.95 亿元，主要为利润总额。同期，公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 207.14 倍、33.48 倍和 14.05 倍，EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 7.89 倍、1.99 倍和 0.78 倍，由于 2017 年以来公司刚性债务大幅增长，当期 EBITDA 对刚性债务和利息支出保障能力持续下降，但总体来看覆盖程度较好。

¹³ 为缓解现金流压力，该公司持续以其应收票据背书或贴现，2016-2018 年末公司已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的应收票据分别为 4.04 亿元、7.08 亿元和 9.92 亿元。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
回收投资与投资支付净流入额	0.23	-1.04	0.04	-1.20	-1.44
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.52	-0.23	-1.72	-2.87	-7.92
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.02	0.01	0.00	0.11	0.07
投资环节产生的现金流量净额	-0.13	-1.26	-1.68	-3.96	-9.29

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理

该公司投资活动现金流出主要为购建土地、厂房、设备等资本性支出以及短期闲置资金购买的银行理财产品，投资活动现金流入主要为银行理财产品本息的收回。受资本性支出规模较大影响，近年来公司投资性现金流呈净流出状态，2016-2018年，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-1.68亿元、-3.96亿元和-9.29亿元。其中2017-2018年，公司投资性现金净流出大幅增加主要系各子公司支付基建、厂房、生产设备、公司购买土地款、公司利用闲置资金购买银行保本理财产品大幅增加及增持山东兴丰股权所致；2018年公司取得子公司及其他营业单位支付的现金净额2.39亿元，主要系公司收购溧阳月泉所致。总体而言，随着公司在建和拟建项目的持续投入，公司面临一定的投资压力，预计短期内公司投资性现金流仍将保持净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
权益类净融资额	0.33	3.55	0.01	11.30	0.12
债务类净融资额	0.13	-0.06	0.31	0.61	6.32
其中：现金利息支出	0.01	0.02	0.02	0.15	0.57
其他与筹资活动有关的现金流量净额	0.02	0.05	-0.19	0.17	0.26
筹资环节产生的现金流量净额	0.48	3.54	0.14	12.09	6.70

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理

该公司为上交所上市公司，融资渠道较为通畅，可通过直接融资（发行股票、债券）和间接融资（银行借款）等多种方式筹资。随着公司业务规模扩大和投资支出增加，近年来公司融资规模也进一步扩大。2016-2018年，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为0.14亿元、12.09亿元和6.70亿元。其中2017年发生权益类净融资额11.30亿元，主要系上市融资所致。2018年公司筹资性现金流量净额为6.70亿元，主要为债务类融资。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	4.02	9.93	15.49	35.13	47.18
	77.92	88.16	79.58	80.97	70.83
其中：现金类资产（亿元）	0.29	2.44	3.94	13.83	15.32
应收账款（亿元）	1.63	3.25	4.80	7.64	9.78
存货（亿元）	1.72	3.80	6.37	11.89	19.07
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.14	1.33	3.98	8.26	19.43
	22.08	11.84	20.42	19.03	29.17
其中：固定资产（亿元）	0.51	0.94	1.83	5.19	6.80
在建工程（不含工程物资）（亿元）	0.38	0.14	0.88	1.01	7.84
无形资产（亿元）	0.11	0.10	0.54	0.54	2.20
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	0.03	0.88	2.91	3.86
受限资产账面余额/总资产（%）	-	0.26	4.50	6.71	5.80

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理

近年来，随着业务规模的扩张，该公司资产总额持续快速上升，2016-2018 年末分别为 19.47 亿元、43.39 亿元和 66.60 亿元，公司非流动资产占比较低，主要原因系子公司江西紫宸将固定资产投资较大的石墨化生产环节委外加工，深圳新嘉拓所有结构件均通过外购通用件和定制件完成，固定资产投资较少；子公司东莞卓高主要从事基膜涂覆加工，本身不从事基膜的生产，固定资产投资相对较少；主要子公司深圳新嘉拓和东莞卓高的生产经营用场所均是租赁方式取得。2016-2018 年末公司流动资产占资产总额的比重分别为 79.58%、80.97% 和 70.83%。公司流动资产以货币资金、存货和应收账款为主。2018 年末公司货币资金为 13.34 亿元，同比增长 9.44%，其中，受限货币资金为 1.68 亿元，货币资金流动性较好；同期末公司存货为 19.07 亿元，同比增长 60.32%，公司存货规模持续增长主要系下游 3C 数码消费、新能源汽车快速增长，负极材料、涂布机、涂覆隔膜等产品订单增长所致；同期末应收账款为 9.78 亿元，同比增长 28.06%，账龄主要在一年以内，主要系公司业务增长，应收账款相应增加所致。

该公司非流动资产主要为固定资产、在建工程 and 无形资产。2018 年末公司固定资产 6.80 亿元，同比增长 31.13%，主要系增加的机器设备；同期末在建工程（不含工程物资）7.84 亿元，同比增长 675.98%，主要系投入的机器设备、内蒙古兴丰车间、溧阳紫宸厂房等在建项目；无形资产 2.20 亿元，同比增长 305.94%，主要系增加的子公司溧阳紫宸、溧阳嘉拓智能设备有限公司、内蒙古兴丰新能源科技有限公司获得的土地使用权。

截至 2018 年末，该公司受限资产账面金额为 3.86 亿元，受限资产占总资产的比例为 5.80%，主要为受限货币资金、固定资产及无形资产。受限资产占比维持在较低水平。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	141.90	206.43	169.54	246.03	161.80
现金比率 (%)	10.30	50.80	43.08	96.86	52.54

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理

2016-2018 年末该公司流动比率分别为 169.54%、246.03% 和 161.80%。总体有所波动，其中 2018 年末因客户为保障产品的及时供应，提前支付货款致预收款项大幅增加，流动比率略有下滑。同期末，公司现金比率分别为 43.08%、96.86% 和 52.54%，公司资产流动性较好。

6. 表外事项

根据“企业信用信息公示系统”信息，该公司作为被告涉及诉讼，但涉诉金额较小，未达到上市公司披露标准，且主要是以公司作为原告提起的诉讼。

根据该公司 2018 年审计报告披露内容，公司存在担保事项，均为对全资及控股子公司的担保，公司不存在对全资及控股子公司以外的担保对象提供担保的情形，亦不存在逾期担保的情形。截至 2018 年末，公司作为被担保人接受梁丰、陈卫为公司提供 1.15 亿元人民币担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要通过下属子公司进行各项业务运作，本部主要负责管理，因此公司本部资产规模较小。2016-2018 年末，本部资产总额分别为 5.37 亿元、18.17 亿元和 21.51 亿元，主要为货币资金、其他应收款和长期股权投资。同期末，货币资金分别为 1.08 亿元、9.17 亿元和 6.46 亿元；其他应收款分别为 0.07 亿元、2.02 亿元和 1.60 亿元，主要为本部向各子公司日常经营借款增加；长期股权投资分别为 3.79 亿元、5.87 亿元和 13.09 亿元。2017 年末，长期股权投资较上年末增加 2.08 亿元主要系对宁德卓高、宁德嘉拓智能设备有限公司和江西嘉拓智能设备有限公司追加投资 0.20 亿元、0.15 亿元和 0.15 亿元以及对溧阳月泉追加投资 0.50 亿元；2018 年末增加 7.22 亿元主要系对溧阳紫宸（增加 2.00 亿元）、溧阳月泉（增加 3.20 亿元）、山东兴丰（增加 1.02 亿元）等追加投资所致。

2016-2018 年该公司本部分别实现营业收入 0.16 亿元、0.46 亿元和 0.32 亿元。2016-2018 年末，本部负债总额分别为 0.10 亿元、2.25 亿元和 5.73 亿元，资产负债率分别为 1.83%、12.39% 和 26.64%，其中刚性债务分别为 0.01 亿元、2.02 亿元和 5.14 亿元，主要为长期借款和应付债券。总体来看，本部刚性债务规模增幅明显，但仍在可控范围内。

外部支持因素

1、股东支持

该公司控股股东为自然人梁丰、陈卫。截至 2018 年末，公司股东梁丰、陈卫为公司提供担保余额合计 1.15 亿元人民币。

2、金融机构支持

截至 2019 年 3 月末，该公司获得国内授信 22.19 亿元，已使用授信额度为 10.16 亿元，尚未使用授信额度为 12.03 亿元。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/ 余额	利率区间 (%)	附加条件/增信 措施
全部（亿元）	22.19	18.59	10.16	4.15-7.00	担保、抵质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	1.60	1.00	0.27	5.22	担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	7.21	5.38	-	-	-

资料来源：根据璞泰来所提供数据整理

附带特定条款的债项跟踪分析

17 璞泰 01 与 18 璞泰来：外部担保

为保障本期债券的偿付能力，确保债券持有人的合法权益不受损害，该公司聘请北京中关村科技融资担保有限公司（简称“中关村担保”）提供 3 亿元双创债担保，期限 3 年，分期偿还，若公司未按时偿付本期债券本息，中关村担保将主动承担担保责任，以确保本期债券当期应付本息能够完全偿付。

北京中关村科技融资担保有限公司成立于 1999 年，前身为北京中关村科技担保有限公司，2012 年 12 月更名为现名。截至 2018 年末，中关村担保注册资本 17.03 亿元，净资产 25.74 亿元，是北京中关村科技创业金融服务集团有限公司、中关村发展集团股份有限公司、北京市国有资产经营有限责任公司、北京首都创业集团有限公司、北京电子城有限责任公司、北京中海投资管理公司、中国经济技术投资担保有限公司、北京兴昌高科技发展有限公司、北京经济技术投资开发总公司、北京市西城区生产力促进中心及北京丰台科技园建设发展有限公司等十一家单位共同出资组建的具有独立担保资格的专业担保公司。中关村担保自成立以来，以良好的信用能力、风险控制水平和经营业绩赢得金融机构的信任。目前中关村担保与众多家银行开展信贷担保业务和投行业务合作，协议或合作银行包括北京银行以及国家开发银行、进出口银行、工商银行、中国银行、建设银行、农业银行、交通银行、招商银

行、民生银行、华夏银行、光大银行、浦发银行、广发银行、深发银行、杭州银行、天津银行、上海银行、南京银行、大连银行等银行，并与中信证券、中信建投、招商证券等证券公司，中信信托、北京信托等信托公司建立了长期、稳定的合作关系。

中关村担保是一家具有国有资本的信用担保机构，是中关村国家自主创新示范区内专项融资担保优惠政策的执行机构，同时也是工业和信息化部选定的全国担保机构创新孵化培训基地之一。经营范围包括：融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保及其他融资性担保业务。监管部门批准的其他业务：债券担保，诉讼保全担保，投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金投资。

截至 2018 年末，中关村担保资产总计 67.07 亿元，负债合计 41.33 亿元，所有者权益合计 25.74 亿元。2018 年度，中关村担保实现营业总收入 7.40 亿元，实现净利润 1.58 亿元。

中关村担保自 2000 年正式开展业务，十七年来以累计 15 亿元财政投入，为 26000 余个科技型中小微企业担保项目提供超过 1600 亿元的担保服务。2017 年，中关村担保的担保业务略有增长，在宏观经济下行的背景下，中关村担保积极优化小微客户结构，代偿额和代偿率有所下降。随着担保业务的持续发展，中关村担保也面临业务规模增长带来的资本消耗，近两年资本充足率不断下降，对担保业务的进一步扩张产生制约，中关村担保存在一定的后续资本补充压力。此外，中关村担保采用“债券+回购”的投资方式以加强资产的运营效率，负债水平有所上升，但仍处于合理范围之内。中关村担保闲置资金主要用于发放委托贷款及债券等金融产品的投资，提升了资产的利用效率和收益能力，但同时也增加了一定的流动性风险。

综合来看，中关村担保资本实力较强，能得到政府支持力度大，与金融机构合作良好，且控股股东能够为其提供较好的流动性支持，目前其主体信用等级为 AA+【新世纪企评 [2018]020151】，公司业务总体保持较快发展。中关村担保对本次债券提供的担保能较大幅度提高本期债券的偿债安全性。

跟踪评级结论

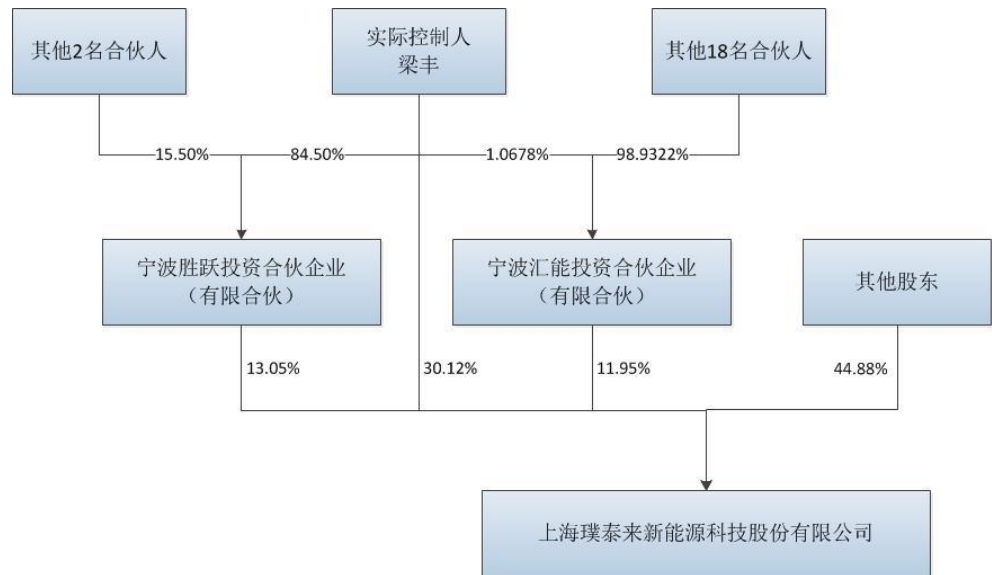
跟踪期内，该公司负极材料产能大幅提升，负极材料业务收入快速增长且市场占有率较高。公司锂电设备和基膜及涂覆隔膜业务保持增长，对公司收入形成较好补充。受原材料价格波动影响，公司主业毛利率有所波动，但仍保持在较高水平。后续公司仍存在较大规模的在建及拟建项目，面临一定的资本支出压力。

近年来，随着在建项目投入和业务规模的扩张，该公司资金需求增加，债务规模呈较快上升趋势，得益于公司增资及自身经营积累，公司财务杠杆保

持在较合理水平。由于公司部分业务通过银行承兑汇票结算，且存在较长的销售结算周期，公司现金回收能力较弱，公司经营性现金净流入波动较大。

附录一：

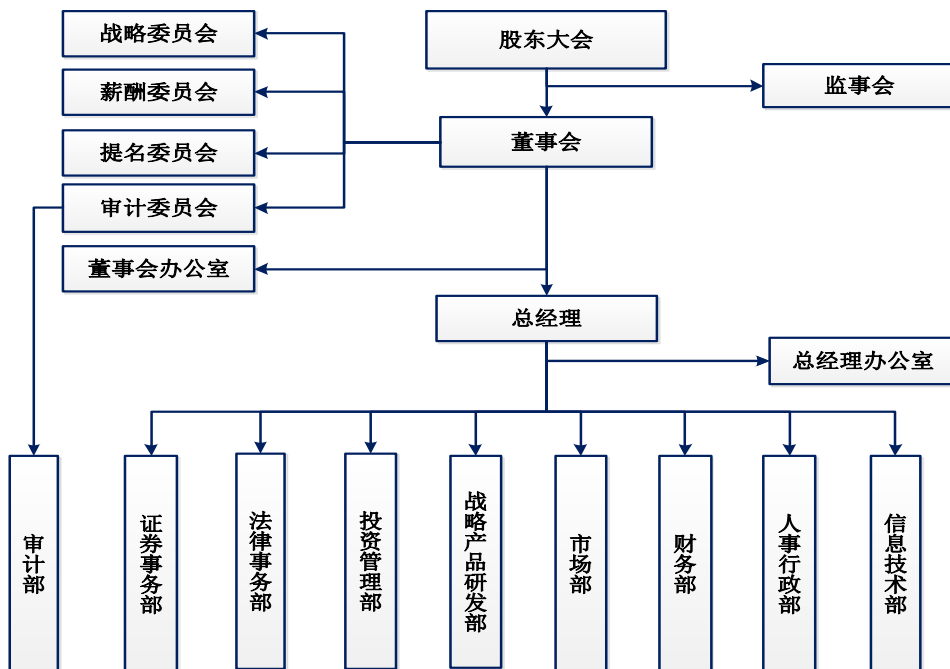
公司与实际控制人关系图



注：根据璞泰来提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据璞泰来提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
上海璞泰来新能源科技股份有限公司	璞泰来	母公司	本部	铝塑包装 膜贸易等	5.14	1.58	0.32	1.20	-0.02	1.45	
江西紫宸科技有限公司	江西紫宸	核心子公司	100	负极材料	4.15	11.88	19.82	4.20	3.65	5.20	
深圳市新嘉拓自动化技术有限公司	新嘉拓	核心子公司	100	锂电设备	0.91	2.76	5.66	0.98	-0.57	1.18	
东莞卓高电子科技有限公司	东莞卓高	核心子公司	100	涂覆隔膜	1.10	1.45	1.85	0.56	0.12	0.70	
宁德卓高新材料科技有限公司	宁德卓高	核心子公司	100	涂覆隔膜	1.32	0.99	1.60	0.18	0.30	0.51	
山东兴丰新能源科技有限公司	山东兴丰	核心子公司	51	负极材料 加工	2.76	4.30	4.56	0.22	-0.46	0.50	

注：根据璞泰来 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	19.47	43.39	66.60
货币资金 [亿元]	2.73	12.19	13.34
刚性债务[亿元]	0.79	5.11	15.39
所有者权益 [亿元]	9.97	25.53	31.21
营业收入[亿元]	16.77	22.49	33.11
净利润 [亿元]	3.54	4.52	6.01
EBITDA[亿元]	4.30	5.84	7.95
经营性现金净流入量[亿元]	2.13	0.30	3.26
投资性现金净流入量[亿元]	-1.68	-3.96	-9.29
资产负债率[%]	48.77	41.16	53.14
权益资本与刚性债务比率[%]	1259.09	499.78	202.75
流动比率[%]	169.54	246.03	161.80
现金比率[%]	43.08	96.86	52.54
利息保障倍数[倍]	199.09	31.37	12.79
担保比率[%]	-	-	-
营业周期[天]	256.65	335.98	346.62
毛利率[%]	34.54	36.96	31.91
营业利润率[%]	21.20	22.93	20.23
总资产报酬率[%]	26.88	17.40	13.17
净资产收益率[%]	43.11	25.45	21.17
净资产收益率*[%]	43.11	26.18	22.19
营业收入现金率[%]	62.27	57.61	75.09
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	30.57	2.60	15.03
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.37	-26.71	-22.63
EBITDA/利息支出[倍]	207.14	33.48	14.05
EBITDA/刚性债务[倍]	7.89	1.98	0.78

注：表中数据依据璞泰来经审计的 2016~2018 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。