跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]639 号

深圳市星源材质科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳市星源材质科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

深圳市星源材质科技股份有限公司公开发行的“星源转债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年 五月 十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

深圳市星源材质科技股份有限公司
可转换公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-　评级展望：稳定

上次评级结果：AA-　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
星源转债	4.8亿元	6年	AA	AA	2018/5/29

跟踪评级时间：2019年5月10日

主要财务数据：

项　目	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	23.74	35.69	40.38
所有者权益（亿元）	12.84	15.40	16.14
长期债务（亿元）	3.60	12.11	11.32
全部债务（亿元）	8.91	16.98	17.47
营业收入（亿元）	5.21	5.83	1.62
净利润（亿元）	0.88	2.03	0.74
EBITDA（亿元）	1.94	3.69	--
经营性净现金流（亿元）	0.40	2.40	0.24
营业利润率（%）	48.83	46.38	48.38
净资产收益率（%）	6.91	14.35	4.69
资产负债率（%）	45.89	56.83	60.03
全部债务资本化比率（%）	40.95	52.43	51.98
流动比率（倍）	1.68	1.69	1.37
EBITDA全部债务比（倍）	0.22	0.22	--
EBITDA利息倍数（倍）	7.97	7.07	--
EBITDA/待偿本金额合计（倍）	0.40	0.77	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、长期应付款已纳入长期债务及相关指标计算；5、2019年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，深圳市星源材质科技股份有限公司（以下简称“公司”或“星源材质”）作为全国锂离子电池隔膜行业领军企业，在技术水平、行业地位、市场认可度、产能规模等方面继续保持竞争优势。2018年，公司整体经营情况向好，产能规模大幅提高，收入稳步增长，经营活动现金流大幅净流入，盈利能力也得到大幅提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处行业竞争激烈、主营业务毛利率下降、债务规模快速增长、存货和应收账款对运营资金占用显著以及在建项目资金支出压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建湿法隔膜生产线以及超级涂覆工厂的投产，公司产能将进一步提高，产品类型更加丰富，收入规模及盈利水平有望获得提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA-”，评级展望维持“稳定”；同时维持“星源转债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2018年，我国动力电池出货量高速增长，新能源汽车行业政策转向扶优扶强，鼓励发展中高端产品，旺盛的需求对隔膜行业的良好发展形成有力保障。

2. 2018年，公司产能大幅提高，生产经营情况良好，收入稳步增长，主营业务毛利率保持在较高水平。

3. 2019年3月，公司获得证监会核准非公开发行股票的批复，拟非公开发行不超过3,840万股的A股股票用于超级涂覆工厂建设；若发行成功，公司资本实力和抗风险能力有望进一步提升。

关注

1. 锂离子电池隔膜产业的技术进步和产能扩张导致市场竞争日趋激烈，同时下游需求受新能源汽车行业政策影响较大，产品销售价格大幅下跌，公司主营业务毛利率有所下降。

2. 公司对国际供应商和销售客户依赖度较高，国际贸易环境和汇率波动等因素将对公司原材料供应和销售渠道带来一定不利影响。

3. 公司在建项目规模较大，存在较大的资金支出压力；未来若市场需求发生重大不利变化，新增产能存在不能及时消化的风险。

4. 公司债务规模增长较快，整体债务负担较重；应收账款和存货规模对运营资金占用显著。

分析师

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

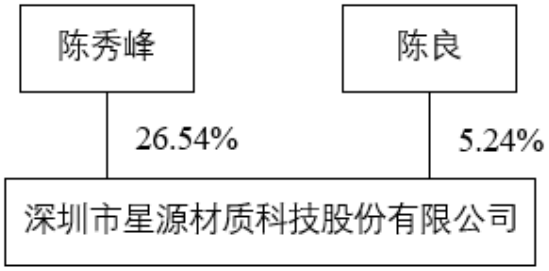
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳市星源材质科技股份有限公司（以下简称“星源材质”或“公司”）前身为成立于 2003 年 9 月的深圳市富易达电子科技有限公司（以下简称“富易达”）；2008 年 8 月 1 日整体变更为股份有限公司。2016 年 11 月，公司向社会公众首次公开发行人民币普通股（A 股）3,000.00 万股，于 2016 年 12 月 1 日在深圳证券交易所挂牌交易（股票代码：“300568.SZ”，股票简称：“星源材质”）。截至 2018 年底，公司注册资本 1.92 亿元，陈秀峰为公司第一大股东，持股比例为 26.54%（其中 55.33%的股权已质押）。陈秀峰和陈良（陈秀峰和陈良之间为兄弟关系）为公司实际控制人。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司经营范围较上年底无变化；组织架构上，新设先进制造系统中心，并整合原有的技术中心、营销中心、财务中心、人力行政中心、运营中心和品质中心；深圳基地、合肥基地和常州基地负责主要生产。合并范围内新纳入 3 家子公司，共 8 家子公司，母公司及主要子公司拥有在职员工 1,235 名。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 35.69 亿元，负债合计 20.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）15.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 15.27 亿元。2018 年，公司实现营业收入 5.83 亿元，净利润（含少数股东损益）2.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.27 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 40.38 亿元，负债合计 24.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 16.03 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.06 亿元。

公司注册地址：深圳市光明新区公明办事处田园路北；法定代表人：陈秀峰。

二、债券发行及募集资金使用情况

2018 年 3 月 7 日，公司发行“2018 年深圳市星源材质科技股份有限公司可转换公司债券”，并于 2018 年 4 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“星源转债”，债券代码“123009.SZ”，发行规模为人民币 4.80 亿元，票面利率为第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.30%、第五年 1.50%、第六年 1.80%，期限为 6 年，采用累进利率按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2018 年 9 月，“星源转债”按照 100.1479 元/张（含当期利息和税）的价格回售 60 张，回售金

额为 6,008.87 元。2018 年 9 月 13 日至 2024 年 3 月 7 日，“星源转债”进入转股期。截至 2019 年 3 月 29 日，星源转债剩余金额为 47,991.29 万元。

截至 2018 年底，“星源转债”募集资金已基本全部投入年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜项目，投资进度 100.00%；募集资金账户余额 30.47 万元，为募集资金利息。

2019 年 3 月 7 日，“星源转债”已按募集条款约定完成 2018 年 3 月 7 日~2019 年 3 月 6 日期间的利息支付。

三、行业分析

公司收入主要来自隔膜产品，属锂离子电池隔膜行业。

锂离子电池产业链中，各类锂资源、钴资源和石墨等原材料厂商为上游企业，中游涵盖了正极材料、负极材料、电解液以及隔膜的生产企业，下游主要涉及电芯制造和 Pack 封装。锂离子电池产品最终应用于消费电子产品（手机、笔记本电脑等电子数码产品）、动力领域（电动工具、电动自行车和电动汽车等）和储能领域等。正极材料、隔膜、负极材料与电解液是锂电池四大关键材料。

行业整体发展来看，高工产研锂电研究所（GGII）调研数据显示，2018 年中国锂电池隔膜出货量 20.2 亿平米，同比增长 39.7%，在全球市场占比继续保持第一；其中，湿法隔膜出货量 13.1 亿平米，同比增长 66.4%。国产隔膜不断进行进口隔膜在中国市场的替代，降低了进口隔膜在国内市场的占比，另外国产隔膜还实现大批量出口，且出口量持续保持上升，反映了国产隔膜在技术上的进步。

从上游来看，隔膜主要原材料聚丙烯（PP）和聚乙烯（PE）价格较上年保持稳定，2018 年上半年略有上涨，下半年价格回落。产量方面，2018 年 1~11 月，聚丙烯（PP）产量 1,887.20 万吨，同比增长 7.38%；2018 年全年，聚乙烯（PE）产量 1,453.10 万吨，同比增长 3.90%。主要原材料供应量和供应价格较为稳定。

从下游来看，受新能源汽车产量大幅增长的带动，2018 年中国动力电池出货量为 65GWh，同比增长 46%。出货量保持高速增长，出货量及装机量比例差距缩小，随着新能源乘用车成为拉动动力电池需求的主要引擎及新能源汽车市场化程度提升，动力电池出货量及装机量将形成良性的比例关系。动力电池生产厂商数量逐渐减少，行业出现分化，电池价格持续走低倒逼上游原材料降成本压力大。

行业竞争来看，当前我国隔膜企业较多，产品质量参差不齐。中高端动力类锂离子电池对隔膜的技术参数和性能要求更高，由于存在较高的生产技术壁垒、较长的生产线建设周期，中高端产品的产能依旧不足，低端产能过剩已成既定事实。在国内企业竞相布局隔膜产业后，新增产能已开始逐步释放，市场竞争加剧。大部分不具备技术研发和人才储备的生产商逐渐被淘汰出局；中高端市场新产品研发提速，品控管理日趋严格，具有先进技术的高端隔膜生产商将在供应端占据越来越多的份额，替代进口隔膜进程也进一步加快。

从行业政策来看，2018 年 2 月，《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建[2018]18 号）进一步提高纯电动乘用车、非快充类纯电动客车、专用车动力电池系统能量密度门槛要求，鼓励高性能动力电池应用；根据成本变化等情况，调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。2018 年 2 月，《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》要求加强新能源汽车动力蓄电池回收利用管理，规范行业发展。鼓励汽车生产企业、电池生产企业、报废汽车回收拆解企业与综合利用企业等通过多种形式，合作共建、共用废旧动力蓄电池回收渠道。2018 年 4 月，《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》正式实

施，标志着新能源汽车行业将逐步由政府引导向市场竞争方向发展。2019 年 3 月，财政部发布《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》（财建[2019]138 号）（以下简称“通知”），规定从新补贴政策 2019 年 3 月 26 日起实施，2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日为过渡期。通知要求稳步提高新能源汽车动力电池系统能量密度门槛要求，适度提高新能源汽车整车能耗要求，提高纯电动乘用车续驶里程门槛要求，降低新能源乘用车、新能源客车、新能源货车补贴标准，进一步加强安全性和一致性监管，加快建立产品安全监控和“一致性”抽检常态机制。从 2019 年开始，对有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨一部分资金，满足里程要求后按程序申请清算；有运营里程要求的车辆从注册登记日起 2 年内运行不满足 2 万公里的不予补助，并在清算时扣回预拨资金。过渡期后，地方不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。新的补贴技术指标发布后，有利于新能源汽车产业向高质量发展，促进产业优胜劣汰。

行业关注来看，盈利方面，锂离子电池隔膜行业主要原材料属于石化产业链的中端，对原油价格走势敏感，未来影响国际油价的因素较多，原材料价格存在波动风险；同时，新能源汽车行业降成本压力已逐渐随新能源汽车整车企业向上游环节传导，导致锂离子电池材料产业大部分产品价格下跌，出现了较激烈的价格战现象，锂离子电池隔膜厂商的盈利空间将受到压缩。此外，锂电池行业景气度对产业政策依赖较大，随着新能源汽车产业的不断发展和技术的日益成熟，我国在保持政策总体稳定的前提下正逐步下调新能源汽车补贴标准，扶优扶强的导向日趋明显；若未来锂电池产业政策发生重大变化影响下游需求，将对行业整体业绩产生不利影响。

行业发展来看，2019 年中国电动车市场仍将保持高速增长，带动动力电池需求增速仍有望超过 40%的比例；但受补贴继续退坡影响，动力电池价格将继续走低，产业链的成本压力有增无减。随着市场上隔膜产能扩张和供给增加，未来隔膜市场的竞争将会加剧，隔膜产品的价格将逐步走低。龙头隔膜企业会继续扩大产能、提升内部综合管理、增加功能隔膜开发投入，以进一步降低成本并拉开与中小企业的差距。在企业间分化加剧情况下，中小企业面临的经营压力加大。目前国内动力电池中三元电池占比已经超过半数，大多使用湿法隔膜；随着补贴政策退坡，磷酸铁锂电池可能迎来新的发展机遇，其所使用的干法隔膜需求随之增加；同时，涂覆隔膜在热收缩率、拉伸强度、吸液率、孔隙率和透气速率方面具备良好性能，未来涂覆隔膜占比有望提高。

总体看，新能源汽车产业的快速发展将带动锂电池隔膜的产能扩张和技术进步，国家通过补贴和税收等多种手段鼓励锂电池行业的创新发展。随着竞争日趋激烈，隔膜价格继续下降的可能性较大。

四、管理分析

跟踪期内，吴锋先生因个人原因辞去公司第四届董事会独立董事职务，由王文广先生接任，自 2018 年 10 月 30 日起任职。公司仍设 7 名董事，其中包括独立董事 3 名，董事长 1 名，副董事长 1 名。

跟踪期内，惠党辉先生因个人原因辞去公司监事及监事会主席职务。公司职工代表大会选举张英强先生为公司第四届监事会职工代表监事，自 2018 年 5 月 3 日起任职；第四届监事会第五次会议选举张英强先生为公司第四届监事会主席。公司仍设 5 名监事，其中包括职工监事 3 名，监事会主席 1 名。

跟踪期内，因工作调整，陈勇先生不再担任公司副总经理职务。公司高级管理层由 1 名总经理、

2 名副总经理（其中 1 名副总经理兼任董事会秘书）和 1 名财务总监构成。

跟踪期内，公司内部管理制度较上年无变化。

总体看，跟踪期内，公司主要董事会、监事会及管理层人员有一定变化，内部管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务及产品未发生重大变化，仍主要从事锂电池隔膜业务。

2018 年，公司实现营业收入 5.83 亿元，较上年小幅增长 11.92%；实现净利润 2.03 亿元，较上年大幅增长 129.96%，主要系常州基地收到政府补助及公司业务规模扩大所致；其中归属于母公司所有者的净利润 2.22 亿元。

表 1　2017~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
锂离子电池隔膜新能源新材料	5.14	98.60	51.85	5.70	97.62	48.39
其他	0.07	1.40	-31.77	0.14	2.38	42.45
合计	**5.21**	**100.00**	**50.68**	**5.83**	**100.00**	**48.25**

资料来源：公司提供

从收入构成来看，锂离子电池隔膜新能源新材料仍是公司核心业务，其占营业收入的比重仍维持在 97%以上。2018 年，公司锂离子电池隔膜业务收入 5.70 亿元，较上年增长 10.81%；其他业务收入主要来自于降等膜销售收入、加工费收入、租赁收入及材料销售收入等，占比较低。

从毛利率来看，2018 年，公司锂离子电池隔膜新能源新材料的毛利率较上年下降 3.46 个百分点至 48.39%，主要系公司产品销售价格下滑及合肥生产基地试生产所致；其他业务的毛利率为 42.45%，考虑到其他业务规模较小，其毛利率变动对公司综合毛利率影响较小。受上述因素影响，2018 年，公司综合毛利率 48.25%，较上年下降 2.43 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.62 亿元，较上年同期下降 5.74%，实现净利润 0.74 亿元，较上年同期下降 12.97%，主要系产品售价下降所致。

总体看，跟踪期内，公司电池隔膜业务规模进一步扩大，营业收入小幅增长；受市场竞争激烈的影响，电池隔膜毛利率有所下降，但仍维持较高水平。

2. 原材料采购

公司采购物料主要是用于锂离子电池隔膜生产的原材料和辅料，其中原材料为聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）及添加剂等基体材料，辅料为包装材料、生产辅料等通用原材料。公司采购的原材料中大部分为国外进口。采购结算方面较上年无变化，仍为承兑汇票或电汇形式，账期 60 天左右。

采购量方面，2018 年，受公司产量增长带动，主要原材料采购量较上年增长 38.94%；采购价格方面，PP、PE 作为石油化工产品，市场价格较为透明且受原油价格影响，2018 年随原油价格略有下降，均价下降 2.31%至 1.27 万元/吨。

表 2　公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元/吨、万元）

名称	项目	2017 年	2018 年
PE、PP	采购量	4,792.61	6,658.78
	采购均价	1.30	1.27
	采购总额	6,216.14	8,485.99

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2018 年，公司前五大供应商采购金额占公司总采购金额的比例为 60.62%，公司的供应商集中度略有下降，但对第一大供应商依赖度仍较高。公司第一大供应商是业内知名的聚丙烯和高密度聚乙烯产品的供应商，其产品质量高，且进口原材料单价较高，导致公司每年从该公司的采购金额较大。目前，公司也在积极拓展与其他聚烯烃供应商的关系，进一步增加供应商管理体系中的合格供应商数量，以减少对单一供应商的依赖程度。

表 3　2017~2018 年前五大供应商集中度情况（单位：万元、%）

年份	采购单位	购买材料	采购金额	占总采购额比重
2017 年	公司一	PP、PE	5,632.03	40.88
	公司二	浆料	1,639.35	11.90
	公司三	包材	705.76	5.12
	公司四	PP、PE、备件	479.55	3.48
	公司五	浆料	340.76	2.47
	合计	--	**8,797.44**	**63.85**
2018 年	公司一	PP、PE	8,910.29	40.34
	公司二	浆料	2,211.63	10.01
	公司三	白油	946.49	4.29
	公司四	包材	787.98	3.57
	公司五	配件	533.33	2.41
	合计	--	**13,389.73**	**60.62**

资料来源：公司提供

总体看，随着公司产量的增加，原材料采购数量进一步增加，采购价格受原油价格影响略微下降；公司采购集中度较高，对单一供应商依赖程度仍较高。

3. 产品生产

2018 年，公司产品成本构成较上年变化不大，仍以原材料为主，占比由 41.17%上升至 42.15%。

产能方面，随着生产基地的陆续投产，2018 年公司干法单层隔膜、涂覆隔膜和湿法隔膜产能继续大幅扩张，分别较上年增长 68.42%、111.11%和 171.43%，分别达到 16,000.00 万平方米/年、9,120.00 万平方米/年和 7,600.00 万平方米/年；干法双层隔膜产能较上年下降 38.46%，主要系公司调整产品结构所致。

产量方面，受产能扩张和干法产品逐渐薄型化趋势的影响，2018 年干法单层隔膜、涂覆隔膜和湿法隔膜产量分别为 13,810.09 万平方米、7,073.97 万平方米和 7,536.69 万平方米，较上年分别增长 68.32%、129.40%和 179.51%；干法双层隔膜产量为 3,403.40 万平方米，较上年下降 20.21%。

产能利用率方面，2018 年公司各产品线继续保持较高的产能利用率，干法单层隔膜产能利用率保持稳定，干法双层隔膜、涂覆隔膜和湿法隔膜产能利用率分别较上年上升 19.46 个百分点、

6.19 个百分点和 2.87 个百分点。公司对新增产能利用较好。

表 4　公司电池隔膜生产情况（单位：万平方米/年、万平方米、%）

项目		2017 年	2018 年
干法隔膜-单层隔膜	产能	9,500.00	16,000.00
	产量	8,204.82	13,810.09
	产能利用率	86.37	86.31
干法隔膜-双层隔膜	产能	6,500.00	4,000.00
	产量	4,265.49	3,403.40
	产能利用率	65.62	85.08
涂覆隔膜	产能	4,320.00	9,120.00
	产量	3,083.72	7,073.97
	产能利用率	71.38	77.57
湿法隔膜	产能	2,800.00	7,600.00
	产量	2,696.37	7,536.69
	产能利用率	96.30	99.17

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2018 年，受下游需求影响，干法双层隔膜产能和产量均出现下降；随着生产基地的陆续投产，其余产品的产能和产量大幅提高。公司产能利用率保持在较高水平。

4. 产品销售

公司加大推进涂覆隔膜技术的研发与应用，带动了产品整体销量提升。2018 年，受干法产品薄型化影响，干法双层隔膜销量和干法多层隔膜销量较上年分别下降 17.41%和 44.58%，其他产品销量均持续增长。具体从销售产品种类看，干法单层隔膜销量为 13,784.90 万平方米，较上年增长 69.64%；涂覆隔膜销量为 5,932.04 万平方米，较上年增长 97.46%；湿法隔膜销量为 5,716.15 万平方米，较上年增长 108.03%。

从销售价格来看，受新能源汽车补贴退坡及锂离子电池行业降成本压力的影响，隔膜市场价格呈下降趋势，市场竞争日趋激烈。2018 年，干法单层隔膜均价由 3.02 元/平方米下降至 2.48 元/平方米，干法双层隔膜均价由 2.89 元/平方米下降至 1.85 元/平方米，干法多层隔膜销售均价由 11.87 元/平方米下降至 9.67 元/平米，涂覆隔膜均价由 5.48 元/平方米下降至 3.00 元/平方米，湿法隔膜均价由 5.37 元/平方米下降至 2.87 元/平方米。

从产销率情况来看，2018 年，公司干法隔膜产销率较为稳定，涂覆隔膜和湿法隔膜产销率较上年分别下降 13.56 个百分点和 26.06 个百分点，主要系公司在定制化生产之余生产部分计划库存所致。公司整体产销率仍处于较高水平。

表 5　公司各产品销售情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

项目		2017 年	2018 年
单层隔膜	产量	8,204.82	13,810.09
	销量	8,125.98	13,784.90
	产销率	99.04	99.82
	销售均价	3.02	2.48
双层隔膜	产量	4,265.49	3,401.01
	销量	4,178.62	3,451.06
	产销率	97.96	101.47

	销售均价	2.89	1.85
多层隔膜	产量	4.38	2.39
	销量	4.22	2.34
	产销率	96.35	97.85
	销售均价	11.87	9.67
涂覆隔膜	产量	3,083.72	7,073.97
	销量	3,004.12	5,932.04
	产销率	97.42	83.86
	销售均价	5.48	3.00
湿法隔膜	产量	2,696.37	7,536.69
	销量	2,747.73	5,716.15
	产销率	101.90	75.84
	销售均价	5.37	2.87

资料来源：公司提供
注：多层隔膜可由双层隔膜加工而成，销售时分开计算，产量合并统计。

从销售集中度来看，2018 年，公司对前五大客户的销售收入占公司总销售收入的 65.92%，较上年上升 1.59 个百分点，集中度较高。考虑到隔膜是锂离子电池产业链中的关键组件之一，下游客户在选择供应商时需要执行严格的评估和准入制度，公司较高的销售集中度符合行业特点。

表 6　2017~2018 年公司产品客户集中度情况（单位：万元、%）

年份	序号	前五大客户	销售金额	销售占比
2017 年	1	公司一	19,464.14	37.33
	2	公司二	6,167.98	11.83
	3	公司三	3,482.81	6.68
	4	公司四	2,398.36	4.60
	5	公司五	2,030.21	3.89
	合计		**33,543.50**	**64.33**
2018 年	1	公司一	25,439.63	43.60
	2	公司二	3,737.72	6.41
	3	公司三	3,656.09	6.27
	4	公司四	3,007.47	5.15
	5	公司五	2,621.02	4.49
	合计		**38,461.93**	**65.92**

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司销售规模持续扩大，以内销为主，但出口规模有所增长。2018 年，国内销售占比同比下降 7.10 个百分点至 55.71%，国外销售占比上升至 44.29%，如下表所示。

表 7　公司销售区域分布情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比
国内	32,742.61	62.81	32,509.03	55.71
国外	19,392.23	37.19	25,839.85	44.29
合计	**52,134.84**	**100.00**	**58,348.88**	**100.00**

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司仍采用直销模式；结算方面，国内客户的结算方式为银行转账、电汇、商业汇票等，具体结算方式根据客户规模、商业信誉、产品需求量等因素确定，平均账期为 90 天；国

外客户主要采用 T/T 电汇的结算方式，账期为 90 天。

总体看，受益于下游需求旺盛，公司锂电池隔膜产品销量整体呈持续增长趋势；产品售价受市场影响整体呈持续下降趋势，部分产品产销率下降但仍处于较高水平；公司定价和结算模式较为合理，但产品销售集中度较高。

5. 在建项目

截至 2018 年底，公司主要在建项目 5 个，计划总投资合计 56.23 亿元，已投资 19.66 亿元，尚需投资 36.57 亿元，公司存在较大的资金支出压力（见下表）。

表 8　截至 2018 年底公司在建项目情况（单位：万元、%）

工程名称	预计投资额	2018 年底已投资	工程进度	在建项目未来投资计划	
				2019 年	2020 年及以后
星源材质华南基地二期功能膜项目	25,804.32	1,254.13	4.86	11,037.91	13,512.28
干法线	2,035.00	1,969.86	96.80	65.14	--
年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜项目	199,601.05	136,981.44	68.63	55,000.00	7,619.61
锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目一期工程	38,466.80	37,997.51	98.78	469.29	--
年产 10 亿平方米锂离子电池涂覆隔膜项目（即“超级涂覆项目”）	296,407.27	18,407.68	6.21	100,000.00	177,999.59
合计	**562,314.44**	**196,610.61**	--	**166,572.34**	**199,131.48**

资料来源：公司提供

总体看，随着未来公司多条在建生产线的投产，公司产能规模将大幅提升，有利于增强公司竞争力，同时，公司也存在较大的资金支出压力。

6. 重大事项

2019 年 3 月 7 日，公司收到中国证监会核发的《关于核准深圳市星源材质科技股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2019]261 号），核准公司非公开发行不超过 3,840 万股新股。募集资金将用于在常州基地建设“超级涂覆工厂项目”，拟建设 50 条高性能锂离子电池涂覆隔膜生产线和 8 条新一代锂离子电池干法隔膜生产线；项目达产后将实现锂离子电池干法隔膜年产能 40,000 万平方米、高性能锂离子电池涂覆隔膜年加工能力 100,000 万平方米。公司将视市场情况和资金需求择机发行。

总体看，若公司成功非公开发行股票，其资本实力和抗风险能力将得到进一步增强，有力保障公司产能提升和产品结构升级。

7. 经营效率

2018 年，公司营业收入小幅增长，但公司下游客户付款周期延长，应收账款规模增长较快，应收账款周转率由上年的 2.51 次下降到 1.97 次；因合肥星源新能源材料有限公司（以下简称“合肥星源”）建成投产，公司存货大幅增加，存货周转率由上年的 5.16 次下降为 3.61 次；同时，受总资产规模快速增长的影响，公司总资产周转率由上年的 0.25 次下降为 0.20 次。

总体看，公司经营效率有所下降。

8. 经营关注

（1）终端市场政策变化

新能源汽车的推广政策中，中央财政补贴起到关键作用。随着补贴日益退坡，下游新能源汽车、锂电池制造等行业发展可能不达预期，若公司不能根据终端客户的波动作出相应调整，将会对业绩造成负面影响。

（2）市场竞争加剧挤占利润空间

随着新能源汽车行业降成本压力逐渐向上游传导，加上隔膜行业技术进步和产能释放，隔膜产品近年来市场价格持续下跌，市场竞争日趋激烈，出现了价格战现象。受产品价格下降影响，公司近三年毛利率持续下降，若未来隔膜产品进一步大幅下跌，将挤占公司利润空间。

（3）汇率波动影响公司利润

公司积极拓展海外业务，出口收入规模和占比均有所增加，以美元、欧元为主要结算币种，存在较大的风险敞口。公司通过开展外汇套期保值业务以规避外汇市场风险，但汇率大幅波动仍将对公司经营业绩产生较大影响。

（4）新增产能无法及时消化

公司近年来产能扩张速度较快，项目投资规模大，若出现投资项目组织管理不力、不能按计划推进等情况，将对项目投资收益造成不利影响。另外，项目建成投产后，公司产能将大幅提升，若市场需求发生重大不利变化，或公司市场开拓不及预期，公司产能将无法顺利消化，进而导致公司盈利能力下降，甚至引发公司业绩大幅下滑。

9. 未来发展

在未来发展方向方面，公司将充分利用多年来所累积的品牌优势、技术优势及市场优势，在巩固干法工艺应用于动力类和数码类锂离子电池隔膜领域领先地位的基础上，加大湿法工艺和涂覆工艺的应用研究和开发力度，同时向世界前沿水平的高分子功能膜领域拓展，成为全球领先的高分子功能膜研发和制造一流企业。公司主要发展规划和措施包括：

（1）提升公司业务承接能力：公司将通过在建项目进一步提升公司干法、湿法及涂覆隔膜的产能，在全球范围内形成总部+生产基地+海外研发机构的战略布局，使公司成为锂电池隔膜种类齐备、技术水平国际领先的专业化隔膜研发、生产企业。

（2）加强对隔膜关键技术的研究：依托在美国及日本设立的海外材料研究院的国际化平台，依靠深圳市锂电池隔膜工程中心、深圳高分子材料特种功能膜工程实验室、锂电池隔膜制备及检测技术国家地方联合工程研究中心等研发平台，进一步加强涉及原料、工艺、设备、应用等关键技术研究，在新型功能膜产业化方面构建竞争优势，为公司未来发展提供新的利润增长点。

（3）积极开拓海外市场：2018 年以后，随着公司合肥基地以及常州基地产能的逐步释放，依托美国、德国、日本等海外办事处，基于生产工艺提升、管控优化、产品品质、技术专利等方面的优势，进一步加大海外市场的开发力度，深化和加快与国外大型知名锂离子电池厂商的稳定业务合作关系和产品认证工作，进一步提升国际市场份额。

（4）进一步加强提供整体解决方案的服务水平：公司能够提供包含原材料配方筛选和快速配方调整、微孔制备技术、成套设备自主设计、快速满足客户产品定制需求、全程技术服务的“产品+服务”的整体解决方案，未来将依托全程技术服务体系，实现人才专业化、服务管理体系化，提升客户需求响应能力，保障隔膜的最终使用效果，加强提供整体解决方案的服务水平。

总体看，公司未来仍将以扩大锂电池隔膜业务为主，未来发展目标明确。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2019 年一季度财报未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），2018 年对“应收票据”、“应收账款”、“应收利息”、“应收股利”、“其他应收款”、“固定资产”、“固定资产清理”、“在建工程”、“工程物资”、“应付票据”、“应付账款”、“应付利息”、“应付股利”、“其他应付款”、“长期应付款”、“专项应付款”、“管理费用”、“研发费用”、“财务费用”等科目进行拆分及合并。会计政策变更对公司净利润无实质影响。

2018 年，公司合并范围内新增子公司 3 家，分别为江苏星源新材料科技有限公司（以下简称“江苏星源”）、星源-飞马新材料（欧洲）有限责任公司和深圳市星源建设发展有限公司；截至 2018 年底，公司合并范围子公司 8 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 35.69 亿元，负债合计 20.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）15.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 15.27 亿元。2018 年，公司实现营业收入 5.83 亿元，净利润（含少数股东损益）2.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.27 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 40.38 亿元，负债合计 24.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）16.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 16.03 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.06 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 35.69 亿元，较年初增长 50.35%，主要系非流动资产大幅增长所致。其中，流动资产占比 30.24%，较年初占比下降 15.95 个百分点；非流动资产占比 69.76%，以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 10.79 亿元，较年初变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占比 38.86%）、应收票据及应收账款（占比 37.13%）、存货（占比 10.07%）和其他流动资产（占比 12.10%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 4.19 亿元，较年初下降 32.51%，主要系公司本年投入资金建设子公司常州星源新能源材料有限公司（以下简称“常州星源”）和江苏星源生产基地所致。公司受限货币资金 1.34 亿元（占比 31.87%），受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 4.01 亿元，较年初增长 12.36%，主要系应收账款增加所致。其中，应收票据 0.65 亿元，较年初大幅下降 57.85%，主要系票据贴现增加所致，公司应收票据主要是银行承兑汇票，计提坏账准备 39.14 万元。截至 2018 年底，公司应收账款 3.36 亿元，较年初大幅增长 65.49%，主要系随销售规模增加，年底未收回货款大幅增加所致；从账龄来看，1 年以内占比 92.27%，1~2 年占比 6.72%，其余为 2 年以上，公司应收账款账龄较短；公司计提坏账准备 0.31 亿元，计提比例 8.36%，考虑到应收账款账龄较短，坏账准备计提较为充分。

截至 2018 年底，公司存货 1.09 亿元，较年初大幅增长 94.91%，主要系子公司合肥星源投产后准备原材料及半成品增加所致。公司存货仍以原材料（占比 33.27%）、自制半成品（占比 31.12%）及产成品（占比 36.03%）为主，计提减值准备 275.96 万元。目前锂电池材料行业竞争激烈，主要锂电池材料价格持续下降，公司存货面临着一定跌价风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 1.31 亿元，较年初大幅增长 163.59%，主要系子公司江苏星源和常州星源生产基地购置设备及建设厂房产生的待抵扣进项税款增加所致。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计24.90亿元，较年初大幅增长94.90%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（合计）（占比31.90%）、在建工程（合计）（占比38.16%）、无形资产（占比7.88%）和其他非流动资产（占比20.56%）构成。

截至2018年底，公司固定资产账面价值7.94亿元，较年初下降7.70%，主要系计提折旧所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比32.24%）和机器设备（占比62.61%）构成。截至2018年底，公司固定资产累计计提折旧3.30亿元，未计提资产减值准备。公司固定资产成新率为74.30%，成新率尚可。

截至2018年底，公司在建工程9.50亿元，较年初大幅增加9.19亿元，主要系年产36,000万平方米锂离子电池湿法隔膜项目和年产10亿平方米锂离子电池涂覆隔膜项目（即“超级涂覆工厂项目”）开工建设所致。

截至2018年底，公司无形资产1.96亿元，较年初增长77.81%，主要系新增土地使用权所致。公司的无形资产主要为土地使用权（占比98.01%）。截止2018年底，公司无形资产累计摊销0.13亿元，未计提资产减值准备。

截至2018年底，公司其他非流动资产5.12亿元，较年初大幅增长99.81%，主要系因建设子公司常州星源和江苏星源生产基地的预付设备款增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 40.38 亿元，较年初增长 13.14%。其中，公司流动资产 11.91 亿元，较年初增长 10.37%，主要系应收票据及应收账款增加所致；公司非流动资产 28.47 亿元，较年初增长 14.34%.主要系在建工程（合计）增加所致。截至 2019 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 29.50%和 70.50%，资产结构较年初变化不大。

截至 2018 年底，公司受限资产总额 4.03 亿元，占资产总额的 11.30%，受限比例不高。具体受限情况如下表所示：

表 9　截至 2018 年底公司资产受限情况（单位：万元，%）

项目	期末账面价值	占总资产比例	受限原因
货币资金	13,363.55	3.74	贷款、信用证保证金
固定资产	18,431.80	5.16	抵押借款
无形资产	8,526.16	2.39	抵押借款
合计	**40,321.51**	**11.30**	**--**

资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增加，货币资金充足；应收票据及应收账款占比较高，对公司资金形成一定占用；在建工程投入较大。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 20.28 亿元，较年初大幅增长 86.22%，主要系非流动负债增长所致。其中流动负债占比 31.52%，较年初下降 28.27 个百分点，非流动负债占比为 68.48%，公司负债结构变为以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 6.39 亿元，较年初变化不大，主要由短期借款（占比 65.42%）和应付票据及应付账款（占比 16.34%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 4.18 亿元，较年初下降 7.03%，由保证借款（占比 32.81%）和信用借款（占比 67.19%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 1.04 亿元，较年初大幅增加 57.31%，主要系常州星源和江苏星源生产基地的应付设备款增加所致。其中，新增应付票据 0.15 亿元，全部为银行承兑汇票；应付账款 0.90 亿元，较年初增长 35.14%，账龄全部在 1 年以内。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 13.89 亿元，较年初大幅增加 9.51 亿元，主要系长期借款大幅增加和新发行可转换公司债券所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 43.93%）、应付债券（占比 27.08%）、长期应付款（合计）（占比 16.17%）和递延收益（占比 11.58%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 6.10 亿元，较年初大幅增加 4.91 亿元，主要为抵押借款（占比 86.89%），主要系基地建设项目贷款增加所致。从偿还期限来看，公司长期借款未来 1~2 年到期 3.72 亿元，未来 2~3 年到期 0.59 亿元，集中偿付压力一般。

截至 2018 年底，公司应付可转换公司债券 3.76 亿元，全部为 2018 年发行的“星源转债”。

截至 2018 年底，公司长期应付款 2.25 亿元，较年初下降 1.81%，主要系公司偿还 0.17 亿元湿法隔膜生产项目借款所致。公司长期应付款主要偿付期限在 5 年以上，为合肥星源项目的国开发展基金款及利息。

截至 2018 年底，公司递延收益 1.61 亿元，较年初大幅增长 107.38%，全部为政府补助。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 16.98 亿元，较年初增长 90.60%；其中短期债务占比下降 31.87 个百分点至 28.67%，长期债务占比上升至 71.33%，公司债务结构变为以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.83%、52.43%和 44.01%，较年初分别上升 10.95 个百分点、11.48 个百分点和 22.10 个百分点，整体债务负担大幅加重，但仍属可控。

截至2019年3月底，公司负债合计24.24亿元，较年初增长19.50%，主要系短期借款和长期借款增加所致。公司流动负债占比较年初上升4.40个百分点至35.92%，非流动负债占比下降至64.08%，仍以非流动负债为主。

截至2019年3月底，全部债务合计17.47亿元，较年初变化不大；其中短期债务占比35.23%，长期债务占比64.77%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为60.03%、51.98%和41.22%，较年初分别上升3.20个百分点、下降0.45个百分点和下降2.80个百分点，整体债务负担变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模持续增长，公司整体债务负担大幅加重，但仍属可控。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 15.40 亿元，较年初增长 19.93%，主要系未分配利润增加和发行可转换公司债券计入其他权益工具所致。归属于母公司的所有者权益为 15.27 亿元，其中股本占比 12.57%，其他权益工具占比 6.33%，资本公积占比 48.04%，未分配利润占比 27.93%，盈余

公积占比 5.08%。资本公积占比较大，公司所有者权益结构较为稳定。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益共计 16.14 亿元，较年初增长 4.76%，主要系未分配利润增加所致，权益结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，其中资本公积占比较大，公司所有者权益结构较为稳定。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 5.83 亿元，较上年增长 11.92%；公司营业成本 3.02 亿元，较上年增长 17.43%；公司实现净利润 2.03 亿元，较上年大幅增长 129.96%，其中归属于母公司所有者净利润 2.22 亿元。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额 1.66 亿元，较上年增长 9.73%，主要系管理费用增加所致。其中销售费用占比 17.33%，管理费用占比 52.78%，研发费用占比 22.95%，财务费用占比 6.94%，财务费用占比下降，管理费用和研发费用占比上升。2018 年公司费用收入比 28.53%，较上年变化不大。

2018 年，公司资产减值损失 0.11 亿元，较上年增长 161.95%，主要系计提应收账款坏账损失和存货跌价准备增加所致。2018 年，公司其他收益 0.29 亿元，较上年增长 93.84%，全部为政府补助。营业外收入 1.25 亿元，较上年大幅增加 1.23 亿元，主要系常州星源收到政府补助大幅增加所致。公司其他收益和营业外收入占利润总额的比重为分别为 11.49%和 50.29%，公司利润对营业外收入和其他收益的依赖程度较大。

从盈利指标来看，受市场竞争加剧的影响，2018 年公司营业利润率 46.38%，较上年下降 2.45 个百分点；2018 年，受益于净利润大幅增长，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.58%、9.37%和 14.35%，较上年分别提升 3.06 个百分点、3.26 个百分点和 7.44 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.74 亿元，较上年同分别下降 5.74%和 12.97%，主要系产品售价下降所致。

总体看，跟踪期内，随着公司新增产能的逐步释放，公司收入和利润快速增长，利润对政府补助依赖程度较大，整体盈利能力有所提升。

5. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入7.74亿元，较上年增长69.92%，主要系销售商品、接受劳务和收到政府补助的现金增加所致；公司经营活动现金流出5.34亿元，较上年增长28.55%，主要系购买原材料等支出增长所致；受上述因素影响，公司经营活动现金流净流入2.40亿元，较上年大幅增加2.00亿元。2018年，公司现金收入比为90.97%，较上年提升7.39个百分点，收入实现质量有所提高。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入335.27万元，较上年增加330.09万元；公司投资活动现金流出12.67亿元，较上年大幅增长137.29%，主要系公司建设生产基地、购建固定资产支出增加所致；受上述因素影响，2018年，公司投资活动现金净流出12.63亿元，净流出规模进一步扩大。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入14.81亿元，较上年增长42.88%，主要系公司发行可转换公司债券募集资金到账所致；公司筹资活动现金流出7.96亿元，较上年增长19.82%，主要系支付信用证、保函和贷款保证金所致；受上述因素影响，公司筹资活动现金净流入6.85亿元，较上年增长83.99%。

2019年1~3月，公司经营活动现金流净额为0.24亿元；投资活动产生的现金流量净额为-3.71亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为3.55亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量实现大额净流入，收入实现质量较上年有所提高；公司投资活动现金需求较大，存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率较为稳定，分别为 1.69 倍和 1.52 倍；受货币资金下降的影响，公司现金短期债务比由上年底的 1.46 倍下降至 0.99 倍，现金类资产对短期债务的保障程度下降，但仍属较高水平。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 3.69 亿元，较上年增长 90.24%，主要系利润总额增加所致；其中折旧、计入财务费用的利息支出和利润总额占 EBITDA 的比例分别为 23.65%、8.02%和 67.45%。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.22 倍，较上年无变化，EBITDA 对全部债务保障能力一般；EBITDA 利息倍数由上年的 7.97 倍小幅下降至 7.07 倍，EBITDA 对利息的保障程度较高，公司长期偿债能力较强。

截至2018年底，公司无对外担保事项。

截至2018年底，公司无重大未决诉讼事项。

截至2018年底，公司获得23.29亿元银行授信额度，未使用额度10.39亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行征信报告（机构信用代码 G1044030501794420Q），截至2019年3月29日，公司已结清和未结清贷款均无不良信贷记录。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 4.90 亿元，约为“星源转债”本金合计（4.80 亿元）的 1.02 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产为 16.14 亿元，约为债券本金（4.80 亿元）的 3.36 倍，公司的现金类资产和净资产能够对“星源转债”的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.69 亿元，约为“星源转债”本金合计（4.80 亿元）的 0.77 倍，公司 EBITDA 对“星源转债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入7.74亿元，约为“星源转债”本金合计（4.80亿元）的1.61倍，公司经营活动现金流入量对“星源转债”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司行业地位、技术水平、在建项目前景方面所具备的优势，公司对“星源转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

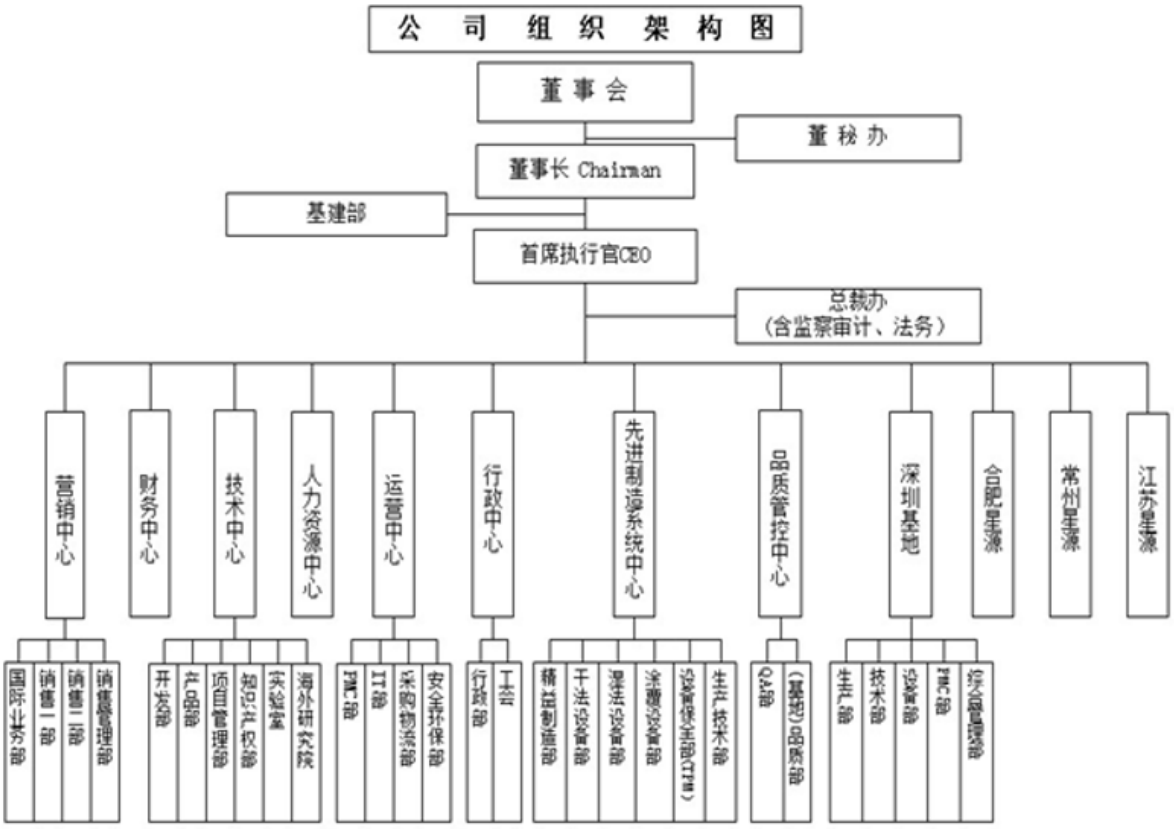
跟踪期内，公司作为全国锂离子电池隔膜行业领军企业，在技术水平、行业地位、市场认可度、产能规模等方面继续保持竞争优势。2018年，公司整体经营情况向好，产能规模大幅提高，收入稳步增长，经营活动现金流大幅净流入，盈利能力也得到大幅提升。同时，联合评级也关注到公司所

处行业竞争激烈、主营业务毛利率下降、债务规模快速增长、存货和应收账款对运营资金占用显著以及在建项目资金支出压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建湿法隔膜生产线以及超级涂覆工厂的投产，公司产能将进一步提高，产品类型更加丰富，收入规模及盈利水平有望获得提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA-”，评级展望维持“稳定”；同时维持“星源转债”的债项信用等级为“AA”

附件 1　深圳市星源材质科技股份有限公司组织结构图



附件 2　深圳市星源材质科技股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	23.74	35.69	40.38
所有者权益（亿元）	12.84	15.40	16.14
短期债务（亿元）	5.30	4.87	6.15
长期债务（亿元）	3.60	12.11	11.32
全部债务（亿元）	8.91	16.98	17.47
营业收入（亿元）	5.21	5.83	1.62
净利润（亿元）	0.88	2.03	0.74
EBITDA（亿元）	1.94	3.69	--
经营性净现金流（亿元）	0.40	2.40	0.24
应收账款周转次数（次）	2.51	1.97	--
存货周转次数（次）	5.16	3.61	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.20	0.04
现金收入比率（%）	83.58	90.97	77.28
总资本收益率（%）	5.52	8.58	--
总资产报酬率（%）	6.12	9.37	--
净资产收益率（%）	6.91	14.35	4.69
营业利润率（%）	48.83	46.38	48.38
费用收入比（%）	29.10	28.53	22.78
资产负债率（%）	45.89	56.83	60.03
全部债务资本化比率（%）	40.95	52.43	51.98
长期债务资本化比率（%）	21.91	44.01	41.22
EBITDA 利息倍数（倍）	7.97	7.07	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.22	--
流动比率（倍）	1.68	1.69	1.37
速动比率（倍）	1.60	1.52	1.23
现金短期债务比（倍）	1.46	0.99	0.80
经营现金流动负债比率（%）	6.13	37.49	2.74
EBITDA//待偿本金合计（倍）	0.40	0.77	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、长期应付款已计入长期债务；5、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3　计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入/[(期初总资产+期底总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期底所有者权益+期底全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业总收入-营业总成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业总收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级