

信用等级公告

联合[2018]2136号

广东华锋新能源科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广东华锋新能源科技股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

广东华锋新能源科技股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

广东华锋新能源科技股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 A+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一八年二月十八日

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>

广东华锋新能源科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：A+

公司主体信用等级：A+

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 4.80 亿元（含 4.80 亿元）

本次债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方式：土地、房产、机器设备等资产

抵押和股份质押相结合的方式提供担保

评级时间：2018 年 12 月 18 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	4.38	5.32	6.25	15.60
所有者权益（亿元）	2.26	3.52	3.73	12.08
长期债务（亿元）	0.10	0.04	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.95	0.50	1.22	1.66
营业收入（亿元）	3.00	3.72	4.39	3.70
净利润（亿元）	0.26	0.26	0.28	0.24
EBITDA（亿元）	0.53	0.53	0.59	--
经营性净现金流（亿元）	0.29	0.23	0.46	0.27
营业利润率（%）	19.03	17.02	16.99	21.25
净资产收益率（%）	12.01	9.08	7.80	2.98
资产负债率（%）	48.31	33.88	40.24	22.52
全部债务资本化比（%）	29.62	12.47	24.68	12.06
流动比率（倍）	1.41	2.07	1.44	1.29
EBITDA 全部债务比（倍）	0.56	1.05	0.48	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.73	9.40	12.69	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.11	0.11	0.12	--

注：1、本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2018 年 1-9 月份财务数据未经审计，相关指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广东华锋新能源科技股份有限公司（以下简称“公司”或“华锋股份”）的评级反映了公司作为国内生产制造低压电极箔的上市公司之一，在细分行业地位、技术水平和产品结构等方面具备的综合竞争优势。同时，联合评级也关注到公司主要原材料价格波动较大、采购集中度较高、大额应收账款规模对公司运营资金占用显著以及商誉规模很大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2018 年，公司通过非公开发行股份的方式收购北京理工华创电动车技术有限公司（以下简称“理工华创”），进入新能源汽车动力系统平台行业，公司综合实力有望得到进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券采用土地、房产、机器设备等资产抵押和股份质押相结合的方式提供担保。公司以自有的部分土地、房产、机器设备等资产作为本次可转换公司债券抵押担保的抵押物；同时，公司控股股东、实际控制人谭帼英和公司股东林程将其合法拥有的部分公司股票作为本次可转换公司债券质押担保的质押物。上述担保措施对本次可转换公司债券的信用水平有一定积极影响。

从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

综上，基于对公司主体长期信用及本次公司可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 公司自成立以来专注于低压电极箔的生产，经过多年发展，在细分行业的行业地位、产品结构等方面具备一定优势。

2. 公司注重技术研发，在工艺研发、生产线及辅助系统的研发、控制系统研发等方面具备一定优势。

3. 本次可转换公司债券采用土地、房产、机器设备等资产抵押和股份质押相结合的方式提供担保，对本次债券的信用水平提升有一定积极影响。

关注

1. 低压电极箔主要原材料受市场供求影响较大，如果未来主要原材料的价格出现较大波动，将对公司的经营将造成不利影响。

2. 近年来，公司前五大供应商采购金额占比较大，采购集中度较高。

3. 公司应收账款规模较大，对公司运营资金占用显著。

4. 公司收购理工华创后，产生较大规模商誉，若理工华创经营状况不及预期，公司商誉可能存在减值风险。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



罗峰

一、主体概况

广东华锋新能源科技股份有限公司（以下简称“公司”或“华锋股份”）前身为成立于1995年8月的肇庆华锋电子铝箔有限公司（以下简称“华锋有限”），2008年1月，华锋有限取得中华人民共和国商务部出具的批准号为“商外资资审字[2008]0042号”的《中华人民共和国外商投资企业批准证书》。2008年3月，华锋有限整体变更设立为股份有限公司并改为现名，注册资本6,000.00万元，股东分别为联星集团有限公司（UNITED STARS GROUP LIMITED）（以下简称“联星集团”）、广东省科技创业投资公司、肇庆市汇海技术咨询有限公司和肇庆市端州区城北经济建设开发公司，持股比例分别为60.05%、28.75%、6.00%和5.20%。

2010年12月，公司股东大会审议批准联星集团（谭帼英控制）将其所持公司3,423万股股份转让给自然人谭帼英，将其所持公司180万股股份转让给自然人陈丽君。同日，联星集团分别与谭帼英、陈丽君签订《股份转让合同》，谭帼英受让联星集团所持公司3,423万股股份，受让价款为人民币1元；陈丽君受让联星集团所持公司180万股股份，以截至2010年11月30日未经审计净资产为基础，受让价款确定为325.75万元。2011年3月，广东省对外贸易经济合作厅出具《关于外商投资股份制企业肇庆华锋电子铝箔股份有限公司股份转让的批复》（粤外经贸资字[2011]76号），批准前述股份转让事宜，公司变更为内资企业，第一大股东为谭帼英，持股比例57.05%。

2016年7月，公司在深圳证券交易所上市，股票简称：“华锋股份”，股票代码：“002806.SZ”。截至2018年9月底，公司注册资本1.76亿元，公司控股股东和实际控制人均为谭帼英女士，其中实际控制人质押的股权占其持有公司股权的12.96%。

表1 截至2018年9月底公司股权结构情况（单位：%）

序号	股东名称	持股比例
1	谭帼英	33.02
2	广东省科技创业投资有限公司	15.86
3	林程	8.55
4	北京理工资产经营有限公司	4.96
5	肇庆市汇海技术咨询有限公司	2.72
6	肇庆市端州区城北经济建设开发公司	2.71
7	北京基石仲盈创业投资中心（有限合伙）	1.56
8	周辉	1.09
9	孙逢春	0.96
10	陈丽君	0.62
11	其他股东	27.96
合计		100.00

资料来源：公司提供

公司的经营范围包括：从事电解电容器原材料腐蚀赋能铝箔及元器件专用材料、电子元器件产品、高效聚合氯化铝铁净水剂及高效脱色剂、污水处理剂产品的开发、生产、销售和进出口业务；新能源汽车的技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务；工程和技术研究与试验发展；电动汽车用整车控制器、电驱动与传动系统、功率转换集成控制器、动力电池系统、燃料电池系统及其附件产品研发（含样机制造、检测）；生产、销售电动汽车用整车控制器、电驱动与传动系统、功率转换集成控制器、动力电池系统、燃料电池系统等关键零部件及其附件产品；销售：汽车的研发设备、检测设备、生产设备，电子产品，电力储能系统产品，电动汽车基础设施，计算机、软件及辅助设备；货物或技术进出口（国家禁止或涉及行政审批的货物和技术进出口除外）；软件开发；

仪器仪表维修。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年 9 月底，公司设有投资发展部、人力资源部、采购中心、电力安监基建部、财务部等职能部门（见附件 1）；合并范围内子公司 13 家；拥有在职员工 817 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 62,493.36 万元，负债合计 25,150.08 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 37,343.27 万元，归属于母公司的所有者权益 37,253.29 万元。2017 年，公司实现营业收入 43,948.41 万元，净利润（含少数股东损益）2,829.59 万元，归属于母公司所有者的净利润 2,850.10 万元；经营活动产生的现金流量净额 4,611.81 万元，现金及现金等价物净增加额-123.72 万元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 155,962.61 万元，负债合计 35,118.52 万元，所有者权益（含少数股东权益）120,844.09 万元，其中归属于母公司所有者权益 120,348.58 万元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 36,996.79 万元，净利润（含少数股东损益）2,357.57 万元，其中归属于母公司所有者净利润 2,313.19 万元；经营活动产生的现金流量净额 2,680.18 万元，现金及现金等价物净增加额 1,281.47 万元。

公司注册地址：广东省肇庆市端州区端州工业城；法定代表人：谭帼英。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次发行证券的种类为可转换公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“本次债券”），该可转换公司债券及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所上市。本次债券发行规模不超过人民币 4.80 亿元（含 4.80 亿元），按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次债券转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指可转债持有人按持有的可转债票面总金额自可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次债券持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的可转换公司债券票面总金额；

i：可转换公司债券的当年票面利率。

（1）转股条件

本次债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价。具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

修正价格：在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；同时，修正后转股价格不得低于

最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

(2) 赎回条款

到期赎回

在本次债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。

有条件赎回

在转股期内，如果公司股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次发行的可转换公司债券持有人将被赎回的可转换公司债券票面总金额；

i ：指可转换公司债券当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附加回售条款

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在回售条件满足后，可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

(4) 担保措施

公司以自有的部分土地、房产、机器设备等资产作为本次债券抵押担保的抵押物；同时，公司控股股东、实际控制人谭帼英和公司股东林程将其合法拥有的部分公司股票作为本次可转换公司债券质押担保的质押物。其中资产抵押担保27,000.00万元、股份质押担保21,000.00万元，合计48,000.00万元。

资产抵押担保方面，根据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的“国融兴华评报字（2018）第620037号”《资产评估报告》，截至2018年9月30日，拟抵押资产所涉及的房屋建筑物、机器设备及土地使用权的评估值为27,745.78万元，其中不超过27,000.00万元（含27,000.00万元）拟为公司本次公开发行可转债提供资产抵押担保，担保范围包括但不限于主债权（可转换公司债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用。

股权质押方面，公司实际控制人谭帼英和股东林程按照9:1的比例为债务人发行本次可转换公司债券中不超过21,000.00万元（含21,000.00万元）的部分提供担保。按照130%的首次担保比例，

其中，谭帼英将持有的华锋股份市值为人民币 24,570.00 万元的限售股份为债务人发行本次可转换公司债券提供担保，林程将持有的华锋股份市值为人民币 2,730.00 万元的限售股份为债务人发行本次可转换公司债券提供担保。如果在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 110%，主承销商有权要求谭帼英在 30 个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于 130%；追加的资产限于人民币普通股（A 股），追加股份的数量为追加股份价值除以连续 30 个交易日内华锋股份收盘价的均价。

总体看，公司担保措施对提升本次债券信用水平有一定积极影响。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过 4.80 亿元（含 4.80 亿元），具体项目投资金额如下表所示：

表 2 本次债券募集资金使用用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金额
1	肇庆市高要区华锋电子铝箔有限公司低压腐蚀箔生产线项目	14,681.00	12,760.00
2	新能源汽车动力系统平台智能制造研发及产业化建设项目（一期）	33,170.00	30,160.00
3	新能源汽车智能控制系统仿真分析中心建设项目	5,080.00	5,080.00
合计		52,931.00	48,000.00

资料来源：公司提供

低压腐蚀生产线项目采用了公司经过多年研究开发出的变频腐蚀技术，其低压腐蚀箔产品叠加复合膜化成技术后，生产出的化成箔具有超高比容、高机械强度、强耐劣化性，可作为小型化高频低阻铝电解电容器的原材料。通过本次可转债发行以实施上述募投项目，有利于弥补公司低压变频高端腐蚀箔的产能缺口，实现进口替代并布局高端出口市场，增强公司在高端腐蚀、化成箔产品市场的竞争力。

公司于 2018 年 9 月收购北京理工华创电动车技术有限公司（以下简称“理工华创”）后，将业务范围拓展到新能源汽车动力系统平台领域，目前新能源汽车动力系统平台产品产能仅为 1 万台（套）左右，新能源汽车动力系统平台智能制造研发及产业化建设项目将有效弥补公司产能缺口，提升公司动力系统平台产品智能化制造水平，以有效满足公司动力系统平台产品需求快速增长的需要。

总体看，募投项目建成后，公司产能将进一步扩大，产品结构得到完善，有助于增强公司抵抗风险能力和可持续发展能力。

三、行业分析

公司主营业务收入主要来源于电极箔的生产和销售，属于铝箔行业。

1. 行业概况

电极箔包括腐蚀箔和化成箔，是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷，通常占到铝电解电容器生产成本的 30%-60%（随电容器大小不同而有差异）。由于电极箔基本上都用于生产铝电解电容器，因此其发展高度依赖于铝电解电容器行业的发展。电极箔的性能决定铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性、体积大小等关键技术指标，亦是铝电解电容器中技术含量和附加值最高的部分，高质量的电极箔是制造出高性能的铝电解电容器的决定性因素。对于电极

箔生产而言，腐蚀和化成技术是电极箔制造的核心技术。

根据电解电容器工作电压的高低，电极箔一般可分为低压电极箔、中高压电极箔和超高压电极箔；按其生产阶段的不同，可分为腐蚀箔和化成箔。

在电极箔行业周期性方面，由于电极箔应用领域广泛，且铝金属所具备的良好特性不易为其他金属所代替，市场需求较为稳定。

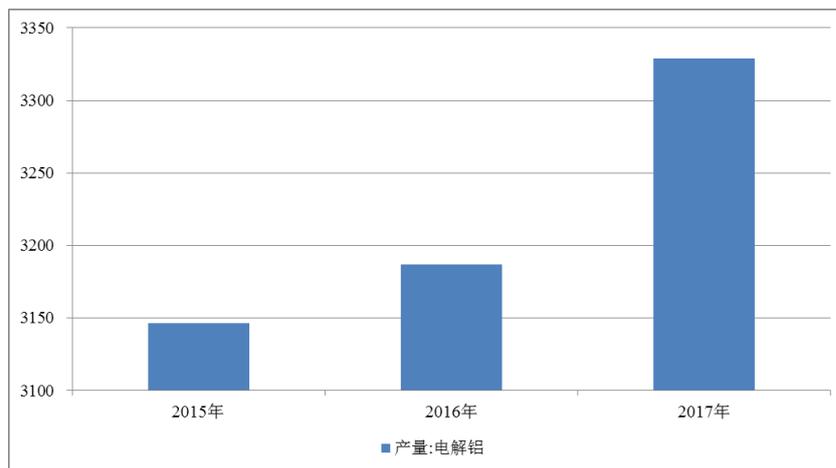
总体看，铝箔产品品类较多，应用范围广泛，市场需求较为稳定。

2. 上游原料

电极箔上游为电解铝行业，近年来电解铝行业整体呈产能过剩、价格波动较大、盈利能力不佳态势。

规模方面，中国是世界第一大电解铝生产国和消费国，近年来，我国原铝产量呈持续增长状态。2015年，我国电解铝产量为3,146万吨；2016年，我国电解铝累计产量为3,187万吨，同比增长1.46%，2017年，我国电解铝产量为3,329万吨，同比增长4.46%。

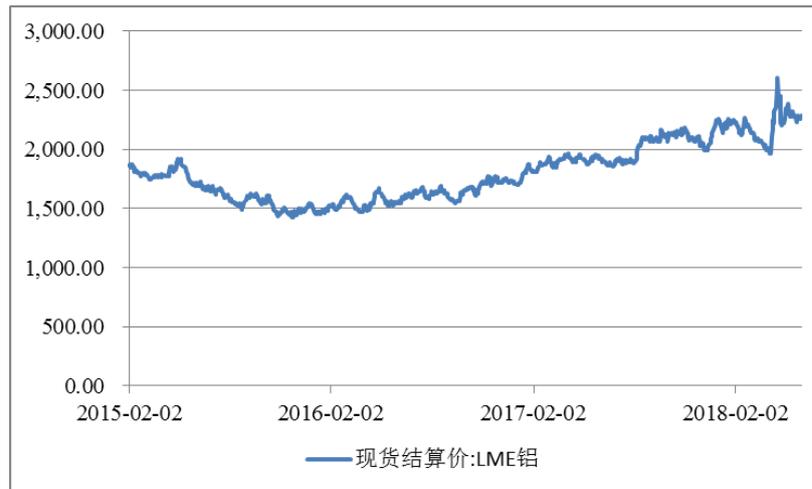
图 1 2015~2017 年我国电解铝产量情况（单位：万吨）



资料来源：国家统计局

价格方面，2013~2015年，铝价在行业亏损减产、下游需求回升及氧化铝、煤炭成本上涨与公路运输整顿等多重因素影响下呈现震荡上升态势。作为最大电解铝生产国的中国于2016年6月发布《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，力推有色金属行业供给侧改革，严控新增产能。进入2017年以来，中国的新疆、山东、内蒙古等省市陆续响应电解铝违规产能整顿行动，进一步推动电解铝价格波动上行。电解铝行业目前处于紧平衡状态，未来随着供给侧改革进一步推进，电解铝供需或将偏紧，继续推动电解铝价格上行。

图2 2015~2018年9月LME铝现货结算价(单位:美元/吨)



资料来源: Wind

总体看,近年来我国电解铝行业产量呈现持续增长状态,进入2016年,在供给侧改革、下游需求回升及生产成本变动影响下,铝价格开始震荡上涨,铝价格的波动对下游铝加工行业的经营带来不稳定影响,或对其利润空间产生一定的压力。

3. 下游需求

电极箔下游为铝电解电容器行业。铝电解电容器是电子整机的关键电子元件,具有体积小,容量大及成本低特性,其产量占全部电容器产量的45%。全球铝电解电容器需求量近年来以平均10%以上的速度稳步增长。由于全球主要铝电解电容器生产国家是日本,其主要铝电解电容器企业 Nichicon、Rubycon、Chemi-con等大多集中于受“3.11”日本地震波及的福海及周边地区,多处铝电解电容器工厂的电力和原材料供应短缺,近年来日本产业纷纷向中国转移,给中国电容器行业带来了更多机遇。

铝电解电容器主要应用于电视、手机、电脑、音响、汽车等电子数码产品中。2010年以来,受益于国内家电下乡,以旧换新政策以及城镇化的持续推进,中国家电市场的扩大和升级换代带动了国内铝电解电容器市场的持续繁荣。2010年中国铝电解电容器的产量达到810亿只,2011年达910亿只。但2012年以来,受欧债危机及全球新兴市场需求不景气,美国经济的不确定性,国内经济增长放缓等影响,铝电解电容器产业的发展受到一定的制约。从下游主要家电产品销售情况看,2012~2017年,我国家用空调、冰箱和洗衣机产量均呈小幅波动增长趋势,年均复合增长率分别为7.53%、0.01%和3.22%;销量增长幅度略低于产量增长幅度,除冰箱销量小幅波动减少外,家用空调、洗衣机和液晶电视销量均呈波动增长趋势,年均复合增长率分别为6.34%、2.85%和4.72%。总体看,主要家电产品近年来产销率均在96%以上,处于较高水平。

另一方面,国内新能源、新兴产业的崛起,为未来中国高技术、新品种的铝电解电容器提供了巨大的发展空间和良好的市场前景。随着国内铝电解电容器厂商技术的不断进步,其产品与国外产品的性能差距也正在逐步缩小,近年来铝电解电容器产业逐渐向中国内地集中,国内市场有向中高端市场发展的态势,可能会使得中国对高端产品的进口力度有所减弱,贸易逆差会逐渐缩小。

总体看,铝电解电容器具有较广阔的市场应用,未来中高端产品市场发展空间较大;铝电解电容器下游市场发展情况平稳。

4. 行业竞争

近年来，中国铝箔产业结构发生较大变化。山东、内蒙古、广西等省区凭借电解铝成本优势，成为新的重要铝箔生产基地。激烈的竞争导致铝箔企业并购重组增加，行业集中度不断提高。

电极箔生产对腐蚀和化成技术要求较高，目前国际市场高端铝电解电容器电极箔技术集中在日本、韩国，而普通品部分主要生产厂家已向中国大陆、中国台湾转移。一般用途的低、中、高压的国产电极箔已能满足国内需求，且性价比较高，产品主要销往国内或自用；但高比容、高档次的国产电极箔在技术上仍存在不足，无法满足需求。中国电极箔（含上游产品电子光箔）生产企业主要有广东东阳光科技控股股份有限公司、新疆众和股份有限公司、南通江海电容器股份有限公司、南通海星电子有限公司、南通南辉电子材料有限公司等企业。

总体看，铝箔行业集中度不断提升，骨干企业生产能力及市场份额加大。铝箔企业向一体化、集团化、多元化发展趋势明显。

5. 行业政策

国家发改委2007年第64号公告《铝行业准入条件》及国务院办公厅的《有色金属产业调整和振兴规划》是现行国内规范铝加工行业的主要监管政策。鉴于铝冶炼和压延加工行业较普遍的产能过剩状况，国家多次出台相关政策指导消化过剩产能。同时，铝业作为有色金属工业，具有多重污染，伴随节能减排、环保的压力加大，铝业环保政策也日益严格。此外，国家大力引导有色金属新能源材料等高端材料，加快传统铝行业的转型升级。

表 3 近年来铝行业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2014.1	国家发改委	《关于改进规范投资项目核准行为加强协同监管的通知》	要求对于钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业，严禁建设新增产能项目。各地方、各部门不得以任何名义、任何方式核准、备案产能严重过剩行业新增产能项目，各相关部门不得为此类项目办理规划选址、土地（海域）供应、环评审批、节能评估审查等手续，金融机构不得提供贷款。
2014.4	工信部	--	公告了第一批 36 家（共计 40 个项目）符合《铝行业规范条件》企业名单，即“铝行业红名单”；并指出铝行业规范管理是发挥市场配置资源决定性作用的具体体现。
2015.5	环保部	--	公布了再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准
2015.5	国务院	《中国制造 2025》	实施工业产品质量提升行动计划，将电子元器件列为重点行业
2016.5	财政部、国家税务总局	《关于全面推进资源税改革的通知》	对铁矿、金矿、铜矿、铝土矿等 21 种资源品目实施矿产资源税从价计征改革，铝土矿（包括耐火级矾土、研磨级矾土等高铝粘土）的征收的税率幅度调整为 3%~9%。
2016.6	国务院	《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》	要保障电解铝产能利用率保持在 80% 以上；严控新增产能，对于电解铝新（改、扩）建项目，要产能等量或减量置换；发展精深加工，着力发展乘用车铝合金板、航空用铝合金板、船用铝合金板等关键基础材料。
2016.10	工信部	《有色金属工业发展规划（2016-2020 年）》	提出大力发展高端材料，要求“十三五”末我国航空铝材等深加工产品综合保障能力超过 70%，电解铝产能利用率达 80% 以上，大力发展锂离子电池用高强度高延展性低缺陷铝箔等高端材料。
2017.4	科技部	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	1、积极推进海洋工程与装备用钛合金、高强耐蚀铝合金和铜合金、防腐抗渗高强度混凝土、防腐涂料等的技术研发。2、积极推进新型轻质高强材料的新原理与新技术，重点研发先进铝合金、镁合金、钛合金等轻质高强材料的新型轻质材料/结构一体化、智能化、柔性化设计与制造技术的研发。3、积极推进先进铝基、钛基、铁基等金属基复合材料，氧化铝、氮化硅和氮化硼纤维及复合材料等的技术研发。
2017.8	国家发改委、工信部、国土资源部、环保部	《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》	对 2013 年 5 月之后新建设的违法违规项目以及未落实 1494 号文件处理意见的项目在建的立即停建，建成的立即停产。具体时间安排为：在 5 月 15 日前完成企业自查，6 月 30 日前完成地方核查，9 月 15 日前完成专项抽查，10 月 15 日前督察整改。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，国家产业政策有助于提高行业集中度，随着各层面政策的落实，预计未来铝行业将逐步趋向于健康发展，中小型企业生存压力较大，而实现产业链、规模化及以精深加工为主的企业将得到进一步发展。

6. 行业关注

(1) 产业结构不合理

目前，国内铝箔加工行业产业结构不合理，低端产品产能过剩，空调箔等低附加值产品的竞争日趋白热化，此类企业同质化严重；而部分高性能、高精度产品仍需进口，虽然外资不断将生产线转移至中国，但在此过程中，国内铝箔生产企业能否掌握核心技术，仍存在不确定性；行业整体难以获得生产和研发上的规模效益，不利于行业整体竞争力的提升。

(2) 生产成本控制风险

从配套资源来看，铝箔行业需要大量的电力、铝材以及电子元件、化学药品等原料。受氧化铝、煤炭成本上涨与公路运输整顿等因素影响，铝箔企业生产成本控制压力不断加大，对企业生产效率的提升提出了挑战。

7. 行业发展

与发达国家相比，国内铝电解电容器及其铝箔材料企业技术不断进步，同时具有成本比较优势，铝电解电容器及其铝箔材料产业向中国转移的趋势没有发生改变；随着节能环保理念的深入，以及工业变频、高效节能灯、电动汽车、新能源等节能环保新产品的开发，铝电解电容器应用领域将进一步拓宽；从中长期来看，随着消费类电子在广大家庭的普及，消费类铝电解电容器将保持稳定增长，铝电解电容器的发展亦将为电容器用电子铝箔带来广阔的市场空间。

随着电子产品向轻、薄、短、小的方向发展，对铝电解电容器小型化和高性能化的要求越来越迫切，从而需要大幅度提高电容器用铝箔的比容，这成为铝电解电容器实现小型化的关键技术之一。近年来，我国在化成铝箔的高比容、高强度方面的加工技术方面取得了重大突破，低、中、高压化成铝箔的比容分别提高了50%以上，为缩小体积、降低成本创造了条件，而化成铝箔强度的提高也为电容器扁平化、整机薄型化创造了条件。在未来，高比容、高强度是电容器用铝箔发展的技术趋势。

总体看，随着铝工业在结构调整、产能优化、技术更新等方面不断发展，具有自主创新技术和研发实力的企业将面临较好的发展机遇。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自成立以来一直专注于铝电解电容器用铝箔的研发、生产及销售，是国内起步最早、行业领先的低压化成铝箔专业生产厂家之一。截至2017年底，公司化成箔产能1,350万平方米，腐蚀箔产能980万平方米。

公司自1995年进入铝电解电容器用铝箔行业以来，一直坚持走高品质产品路线，公司生产的低压化成箔系列产品的性能和多项技术指标达到国内领先，部分产品品质及相关指标已经达到日本同类产品的水平。公司生产的“HFCC牌电解电容器用铝箔产品”被广东省质量技术监督局认定为广东省名牌产品；公司生产的“低压化成箔产品”被广东省科学技术厅认定为广东省高新技术产品；

公司 2008-2018 年连续十一年被中国电子元件行业协会评选为中国电子元件百强企业。在行业内拥有较高的品牌认可度。

公司产品结构丰富，已形成 7 大系列、100 多种型号的高中低不同档次的产品，产品基本涵盖了低压全系列及部分中高压系列产品，可以充分满足不同层次客户对产品功能和价格的需求。

公司地处广东省肇庆市，是广佛肇经济圈中的一员，属泛珠三角地区，该地区是我国经济发展最为迅速的地区之一。公司充分利用该地区的人才高地优势，吸引了大批优秀的营销、管理、技术人才。此外，我国的大型电容器生产厂商主要集中在长三角和珠三角地区，尤其是广东省集中了多家电容器和化成箔生产厂商，公司处于产业集群的核心地带，可以充分发挥产业集群优势和区域经济优势。

总体看，公司行业经验丰富，位于我国主要电容器及化成箔产地，拥有较好的外部发展环境，有一定竞争实力。

2. 技术水平

公司作为高新技术企业，拥有省级企业技术中心，取得了“电解电容器低压阳极箔的变频腐蚀方法”等五项发明专利及“化成铝箔修补用大功率脉冲电源”等十项实用新型专利。而根据行业特点，除了专利技术外，各电极箔生产企业之间的竞争核心还包括各种非专利技术，如电解液配方、工艺参数控制、生产设备研制、控制系统的研发等。目前公司通过自主研发掌握了多项非专利技术，这些非专利技术大部分在国内同行业中处于领先地位，为公司带来了较大的竞争优势。

截至 2018 年 9 月底，公司拥有有效专利权 67 项，其中发明专利 31 项、实用新型专利 33 项、外观设计专利 3 项，正在申请的专利权 31 项。

2015~2017 年，公司研发经费投入分别为 1,106.93 万元、1,869.07 万元和 1,761.58 万元，各占当年营业收入的 3.69%、5.03%和 4.01%。截至 2017 年底，公司技术人员合计 121 人，占总员工数量的 20.70%。

总体看，公司研发投入规模尚可，在研项目储备较好，有一定专利成果，有利于公司未来的持续发展。

3. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司共有董事 9 名、监事 3 名，高层管理人员 6 名（其中 3 名高管由董事兼任）。

公司董事长谭帼英女士，中国国籍，无境外永久居留权，1950 年出生，本科学历，高级工程师。曾任西藏自治区造纸厂技术员、助理工程师，华南理工大学化工二系辅导员、系团总支副书记、校团委副书记、数学系党总支副书记，肇庆市端州区政府挂职任区委常委，广东华侨信托投资公司副总经理、投资部总经理，广东华信英锋股份有限公司总经理，肇庆华富电子铝箔有限公司执行董事，深圳大通实业股份有限公司董事，华锋有限总经理、副董事长、董事长，端州区政协常委。现任公司董事长。

公司董事兼总经理罗一帜先生，中国国籍，无境外永久居留权，1967 年出生，本科学历。曾任肇庆市华日电子厂技术科助理工程师，肇庆市鸿庆电子有限公司生产部助理、工程师、业务经理、副总经理，华锋有限董事、副总经理，碧江环保董事。现任公司董事兼总经理。

截至 2018 年 9 月底，公司共有在岗职工 817 人，按岗位构成划分，管理人员 54 人（占比 6.61%），生产人员 426 人（占比 52.14%），研发人员 184 人（占比 22.52%），销售人员 36 人（占比 4.41%），

财务人员 21 人（占比 2.57%），行政人员 96 人（占比 11.75%）；按学历划分，硕士及以上学历 21 人（占比 2.57%），大学本科学历 148 人（占比 18.12%），大专学历 150 人（占比 18.36%），高中（中专）及以下学历 498 人（占比 60.95 %）。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富；员工队伍岗位构成、学历结构和年龄结构与公司业务实际要求相符，能够满足公司日常经营管理活动需要。

4. 税收优惠

华锋股份公司及子公司肇庆市高要区华锋电子铝箔有限公司（以下简称“高要华锋”）、广西梧州华锋电子铝箔有限公司（以下简称“广西华锋”）和理工华创为高新技术企业，享受所得税 15% 优惠税率；广西华锋享受西部大开发战略税收优惠，企业所得税按 15% 税率缴纳；理工华创销售的软件产品，按 17% 税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策。具体税收优惠情况如下表所示。

表 4 公司税收优惠情况

公司名称	税收优惠	有效期
华锋股份	高新技术企业	2017.11.9~2020.11.9
高要华锋	高新技术企业	2016.11.30~2019.11.30
广西华锋	高新技术企业	2017.11.30~2020.11.30
	西部大开发	2020 年到期
理工华创	高新技术企业	2015.7~2018.7 享受高新技术企业；到期后，2018 年 9 月，理工华创已通过高新技术企业复审
	软件产品销售增值税政策	--

资料来源：公司提供

总体看，公司享有一定的税收优惠政策，外部发展环境良好。

五、管理分析

1. 治理结构

公司依据《公司法》的要求规范运作，逐步建立健全公司法人治理结构，在业务、资产、人员、机构、财务等方面与现有股东相对独立，具有相对独立、完整的资产和业务体系，具备面向市场独立经营的能力。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等；对公司增加或者减少注册资本、发行债券、购买或出售重大资产、股权激励等重大经营事项做出决议。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名。董事会成员由股东大会选举产生，董事会成员应具备履行职务所必需的知识、技能和素质。董事会设董事长 1 名，可以设副董事长 1 至 2 人，董事长和副董事长由全体董事过半数选举产生或罢免。董事每届任期三年，可连选连任。

公司设监事会，由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名。其中，股东代表 2 名、职工代表 1 名，每届任期三年，可以连选连任。监事中的股东代表由股东提出候选人名单，经股东大会出席会议的

股东所持表决权的半数以上同意选举产生，更换时亦同；职工担任的监事由公司职工民主选举产生或更换。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟定公司年度财务预算方案、利润分配及弥补亏损方案等。

总体看，公司治理结构完善，董事会、监事会能够独立运作，整体治理运行情况较好。

2. 管理体制

截至 2018 年 9 月底，公司设有投资发展部、人力资源部、采购中心、电力安监基建部、财务部等职能部门，并建立了相应的管理制度。

内部审计方面，公司按照《内部审计制度》，对公司内部控制制度的制订、执行和涉及经济活动的行为予以检查、监督，独立客观地对公司财务计划、财务收支、财务预算、财务决算、资产质量、经营绩效、内部控制、基建工程的决算以及其他有关的经济活动进行审计监督。

对外投资管理方面，公司根据有关法律法规以及公司章程，结合公司实际情况制定并实施了相应的《对外投资管理制度》，明确规定了投资管理的机构、职能、审批权限、投资决策程序、专项评估和信息披露流程，对投资项目的提出、审核、实施、日常监管等方面制定了工作守则。

关联交易方面，公司制定了《关联交易决策制度》，定义了关联方和关联交易，对关联交易的审批权限做出明确规定。对关联交易的程序，要求审议关联交易事项时，关联董事应当回避表决；与关联人发生的经营性资金往来，不得占用公司资金。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，明确了担保对象、对外担保权限、担保管理部门及审批程序、对外担保的管理办法和担保的信息披露程序。公司规定对外提供担保必须经董事会审议。控股子公司不得擅自对外提供担保。对需要提供的对外担保，必须经过申请人提供资料，财务审计部审查及董事会审批流程。

采购管理方面，公司制定了《外部提供过程、产品和服务控制程序》，并设置了相应的作业流程，确保外部采购过程、产品、服务程序系统化。

生产管理方面，公司制度了《生产过程控制程序》，对生产部门权责、作业程序等方面做了明确的规定，以确保对影响产品质量的各个过程的因素进行控制，保证产品的质量满足顾客的要求。

销售管理方面，公司制定了《合同评审控制程序》，确保公司在接受合同之前，对客户的所有要求都已明确，并且有能力满足客户要求并有计划地安排产品生产。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要产品为各系列电极箔。2015~2017 年，公司营业收入分别为 29,965.09 万元、37,172.02 万元和 43,948.41 万元，年均复合增长 21.11%；净利润分别为 2,564.14 万元、2,626.54 万元和 2,829.59 万元，年均复合增长 5.05%。

公司电极箔和净水剂为公司收入的主要来源。分业务板块来看，2015~2017 年，公司电极箔业务收入合计分别为 28,027.44 万元、34,280.65 万元和 40,024.05 万元，年均复合增长 19.50%，占公司

收入比重分别为 93.53%、92.22% 和 91.07%。2015~2017 年，公司净水剂块收入分别为 1,937.65 万元、2,891.37 万元和 3,924.36 万元，年均复合增长 42.31%，主要系环保的力度加强导致公司净水剂需求增加所致，占公司收入比重分别为 6.47%、7.78% 和 8.93%。

表 5 2015~2017 年公司收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电极箔	28,027.44	93.53	19.40	34,280.65	92.22	18.00	40,024.05	91.07	18.19
净水剂	1,937.65	6.47	21.16	2,891.37	7.78	16.24	3,924.36	8.93	13.38
合计	29,965.09	100.00	19.51	37,172.02	100.00	17.86	43,948.41	100.00	17.76

资料来源：公司年报

从毛利率来看，近三年，公司电极箔板块毛利率变动不大，分别为 19.40%、18.00% 和 18.19%；净水剂板块毛利率持续下降，分别为 21.16%、16.24% 和 13.38%，主要系原材料价格上涨所致；从综合毛利率来看，2015~2017 年综合毛利率分别为 19.51%、17.86% 和 17.76%，呈小幅下降趋势。

2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 36,996.79 万元，较上年同期增长 18.83%，主要系电极箔收入增长所致；实现净利润 2,357.57 万元，较上年同期增长 30.71%；公司 2018 年三季度业务情况较好。

总体看，公司主要收入来自于电极箔和净水剂，业务规模有所扩张；综合毛利率水平逐年略有下降。

2. 采购

公司由采购部统一负责原料、辅料的采购供应。采购部根据计划调度中心的月采购计划，结合库存量和材料价格波动趋势，保证生产所需并留有一定的库存，编制采购计划，明确采购数量、质量和期限。

公司采购产品分为生产物料采购、非生产物料和机械设备的采购。各采购产品的采购流程如下：
①生产物料（如盐酸、光箔）由计划调度中心调度员以《关键物料关键原材料采购业务呈批表》方式提出申购，经计划调度中心主管审核，再经副总经理核准，最后由总经理批准，采购员根据经批准的《关键物料关键原材料采购业务呈报表》、《合格供应商资料》等信息选择满足物料需求的供方，并编制完整、准确的《采购申请单》（必要时，附上样板或图纸等资料）交采购中心主管审核、批准。采购中心直接根据经审批的《采购申请单》按协议条件向供货商下订单；②样板物料、工具、量具及辅助用料等非生产物料由使用部门以《采购申请单》方式提出申购，经部门经理审批，采购员根据经过审批的《采购申请单》负责采购，非生产物料采取实时市场价格确定采购价格；③机械设备的采购由设备需求部门按要求填写《资源配置表》或《业务呈报表》，经部门主管、分管主管及分管生产的副总经理审核无误后，交总经理批准，最后由采购中心进行采购。采购中心按经审批的《资源配置表》或《业务呈报表》的质量要求实时询价，选择品优价廉的机械设备供应商。

公司品保客服部对所有供应商提供的原材料均须按《进料检验作业流程》、《检验和试验标准》验证的要求进行进货检验或试验以确保品质符合公司生产要求。原材料入库后，采购中心对供应商开具的发票签收后送财务部审核并入账。检验不合格的原材料根据《进料不合格品处理作业程序》由品质部通知采购中心办理退货。

为了确保采购质量，公司建立了完善的供应商管理制度。公司对原材料供应商的选择有着较为谨慎的程序，长期供应商都需要经过初选、试样、初评、批量供货、末评等五个流程。公司在 ISO-9001

的程序控制下建立《合格供应商名录》，对供应商的基本情况、资信、质保能力、价格、供货期等进行跟踪考察并记录，并于每一年度进行合格供应商的评价和筛选。合格供应商的评价和筛选通常由技术中心、品质环保控制部共同参与，主要根据原材料质量、供货的及时性、价格、下游客户的反馈等予以评分，同时结合公司对供应商的现场审核等方式鼓励供应商加强对其制造过程的监控。

公司采购的原材料主要包括低压光箔、高压光箔、盐酸和己二酸铵。从采购量来看，由于公司近年来业务规模逐年扩大，除高压光箔外，其他各原材料的采购量均持续增长；从采购价格来看，高压光箔受到上游原材料光箔的涨价影响，采购价格有所上升，2017年采购均价为36.80元/公斤，较上年增长7.98%；低压光箔则受益于较大的采购规模，拥有较强的议价能力，使得采购价格逐年小幅下降。受到近年来产能过剩影响，盐酸价格持续下降，年均复合下降6.41%；己二酸铵受环保收紧的影响，2017年价格较上年大幅上涨33.15%。预计未来环保政策将持续高压，公司关键原料的采购价格仍将有一定的上涨，公司成本控制将面临一定的压力。

表6 2015~2017年公司原材料采购情况（单位：吨、元/公斤）

名称	项目	2015年	2016年	2017年
低压光箔	采购量	2,176.94	2,496.77	2,827.93
	采购均价	30.08	30.32	29.94
高压光箔	采购量	359.30	638.87	629.83
	采购均价	35.52	36.23	35.28
盐酸	采购量	27,895.10	32,273.69	42,766.30
	采购均价	331.75	327.92	306.53
己二酸铵	采购量	411.74	433.00	465.54
	采购均价	9.37	8.87	11.45

资料来源：公司提供

在结算方面，公司与供应商主要采用汇票方式结算，信用周期在60~90天。

在供应商集中度方面，2015~2017年，前五名供应商采购额分别为11,534.85万元、14,118.06万元和14,364.84，均系非关联方采购，占年度采购额的比重分别为70.73%、62.37%和57.33%，公司采购集中度逐年下降，但依然较高。

总体看，公司有较完善的采购制度，能保障原料采购的及时性和原材料的质量；公司部分原材料价格受环保政策趋严的影响，价格有所上涨，未来成本控制有一定的压力；采购集中度很高，对主要供应商存在一定依赖。

3. 生产

公司实施“以市场为导向、以销定产”的生产模式，公司根据订单情况由计划调度中心制定月生产作业计划和周生产作业计划，进行生产调度、管理和控制，及时处理订单在执行过程中的相关问题，以达到对成本控制、产品质量和计划完成率等方面的考核要求，确保生产计划能够顺利完成。

公司销售中心销售人员接到客户订单后，对订单所列产品规格、价格、交期等进行确认。客户订单若需进行技术要求、价格、交期等评审，销售中心销售人员填写《合同评审单》，分别提交技术中心、财务部、制造中心进行相应的评审，评审通过后返回销售中心，销售中心下达合同计划书。根据合同计划书，销售中心对照库存产品，有库存的根据相关的要求进行改制；不足或没有库存产品的，下达生产计划书至制造中心。

制造中心负责根据产品类型将生产任务分解到相应的生产部或联系外协厂家。制造中心下设的动力资源、安全生产监督部，负责生产产品所需材料配套、材料领取和分切；生产部具体负责对不同产品品种按照工艺安排生产并入库。

从生产成本来看，公司生产成本主要由直接材料、燃料动力、外协加工、制造费用所构成，其中直接材料占比最高，近三年占比分别为51.88%、49.41%和52.99%，变动不大。公司近几年成本结构变动不大，保持稳定。

表7 2015~2017年公司生产成本情况（单位：万元、%）

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	12,752.55	51.88	14,492.74	49.41	17,820.82	52.99
燃料动力	4,854.65	19.75	5,665.60	19.32	6,397.17	19.02
直接人工	1,459.55	5.94	1,469.27	5.01	1,832.86	5.45
制造费用	2,591.05	10.54	3,079.51	10.50	3,849.65	11.45
外协加工	2,924.30	11.90	4,621.54	15.76	3,729.85	11.09
合计	24,582.10	100.00	29,328.67	100.00	33,630.36	100.00

资料来源：公司提供

从产能来看，公司低压化成箔的产能近三年变动不大，分别为1,350万平米/年、1,250万平米/年和1,350万平米/年，其中2016年受产线更新影响，产能略有下降；低压腐蚀箔作为低压化成箔的原料之一，随着近年来化成箔销售规模的逐年扩大，低压腐蚀箔产能逐年扩张，分别为800万平米/年、850万平米/年和980万平米/年。从产量来看，随着下游需求的扩张，低压化成箔近三年产量逐年增长，分别为735万千米/年、803万千米/年和957万千米/年，年均复合增长14.11%；低压腐蚀箔作为化成箔的原料，产量亦逐年扩张，分别为790万千米/年、803万千米/年和953万千米/年，年均复合增长9.83%。综上所述，近三年化成箔的产能利用率逐年增长，分别为54.44%、64.24%和70.89%；化成箔的产能利用率波动下降，分别为98.75%、94.47%和97.24%，但整体产能利用水平较高。

表8 2015~2017年公司产能利用情况（单位：万平方米、%）

产品	项目	2015年	2016年	2017年
低压化成箔	产能	1,350	1,250	1,350
	产量	735	803	957
	产能利用率	54.44	64.24	70.89
低压腐蚀箔	产能	800	850	980
	产量	790	803	953
	产能利用率	98.75	94.47	97.24

资料来源：公司提供

总体看，公司生产模式为以销定产，生产成本以直接材料为主，成本结构较为稳定；近年来整体市场需求逐年增长，产量逐年递增，产能利用率总体呈增长趋势。

4. 销售

公司全部产品均采用以自有品牌向下游客户直接销售的模式。直销模式减少了销售的中间环节，降低了公司销售费用，并且直销模式有利于公司与客户直接沟通、互动，有助于公司及时了解客户

需求，调整销售策略，降低回款风险，并更好地进行售后服务。经过多年努力，公司已与国内外主要客户群建立了长期、稳定的合作关系。

从铝箔的销量来看，受下游需求增长的影响，销量逐年增长，近三年分别为 819.70 万平米、971.63 万平米和 1,201.18 万平米，年均复合增长 21.05%；从铝箔的销售均价来看，近三年铝箔销售价格变动不大，分别为 34.19 元/平米、35.28 元/平米和 33.32 元/平米。

表 9 2015~2017 年公司产品销售情况（单位：万平米、元/平方米、%）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年
铝箔	销量	819.70	971.63	1,201.18
	销售均价	34.19	35.28	33.32

资料来源：公司提供

公司通常给予下游客户 60~90 天账期，但是在实际结算中，公司与客户一般在每月 25 日左右进行对账，双方对账确认后由公司向客户开具增值税发票，客户在收到上述发票之后开始计算信用期。根据上述结算流程，公司与客户之间收款的信用期实际上一般为 60 天至 120 天，支付方式多为电汇或银行承兑汇票。

从销售集中度来看，2015~2017 年，公司前五名客户销售额分别为 11,166.37 万元、13,487.12 万元和 10,652.61 万元，占营业收入的比重分别为 37.26%、36.28% 和 24.24%，客户集中度逐年降低。

总体看，公司采取直销的销售模式，有利于减少销售费用；受下游需求扩张影响，公司销量持续增长，产销率很高；公司前五大客户占销售比重尚可。

5. 在建项目

公司目前主要的在建项目为肇庆市高要区华锋电子铝箔有限公司低压腐蚀生产线项目占地面积约 5,600 平方米，建筑面积约 8,000 平方米，主要通过电子铝箔低压腐蚀生产设备建设 5 条低压腐蚀生产线，年产量 700 万平方米；生产采用多级电化学变频腐蚀技术。

高要华锋低压腐蚀生产线项目计划项目总投资 14681.00 万元，已投资 128.8 万元，尚需投入 14,552.2 万元。其中肇庆市高要区华锋电子铝箔有限公司低压腐蚀生产线项目为本次发行可转债的募投项目，募投资金中的 12,760 万元将用于该项目，减小了公司资金支出压力。整体看，资金支出压力较小。

表 10 截至 2018 年 9 月底公司重大在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2018 年 9 月底已投资额	未来投资计划			预计完工时间	工程进度
			2018 年 9~12 月	2019 年	2020 年		
高要华锋低压腐蚀生产线项目	14,681.00	128.80	257.60	8,694.60	5,600.00	2020 年 2 月	在建

资料来源：公司提供

总体看，未来项目投产后，将进一步扩大公司的生产规模，公司资金支出压力较小。

6. 重大事项

2018 年 8 月 17 日，公司收到中国证监会《关于核准肇庆华锋电子铝箔股份有限公司向林程等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2018]1309 号），公司向林程等 30 名交易对方非公开发行股份购买其合计持有的北京理工华创电动车技术有限公司（以下简称“理工华创”）100%的股权。根

据资产评估报告，以 2017 年 7 月 31 日为评估基准日，理工华创 100% 股权评估值为 82,736 万元，公司以发行股份方式支付全部交易对价，发行价为 21.13 元/股，发行股份数量为 3,915.57 万股，确认商誉 67,714.82 万元。

总体看，公司通过收购理工华创进入新能源汽车领域，未来公司的收入将进一步多元化，盈利能力有望进一步提高，同时新能源汽车领域的资本投入也将对公司造成一定的资金压力。

7. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转率分别为 2.82 次、2.75 次和 2.96 次，变动不大；随着公司下游需求的增长，公司存货周转率逐年上升，分别为 3.84 次、4.68 次和 5.97 次；总资产周转率基本稳定，分别为 0.71 次、0.77 次和 0.76 次。

与同行业上市公司比较来看（详见下表），公司存货周转率处于行业中等水平，总资产周转率处于行业较高水平，应收账款周转率处于行业较低水平。

表 11 截至 2017 年底同行业上市公司经营效率指标比较（单位：%）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
002160.SZ	常铝股份	4.80	3.79	0.66
600888.SH	新疆众和	13.70	5.50	0.61
600673.SH	东阳光科	7.10	5.79	0.60
603876.SH	鼎盛新材	8.42	5.58	1.14
002806.SZ	华锋股份	3.01	5.97	0.76

资料来源：Wind、联合评级整理。

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式均与 Wind 保持一致。

总体看，公司整体经营效率处于行业一般水平。

8. 经营关注

（1）主要原材料供应商相对集中的风险

公司生产所需原材料为电子光箔、盐酸、己二酸铵以及其他化工原料。公司最近三年向前五大原材料供应商采购的金额占原材料采购总额的比例均超过 50%，采购集中度较高。如果未来公司主要原材料供应商的经营环境、生产状况等发生重大变化，将对公司的生产经营活动造成一定影响。

（2）主要原材料价格波动风险

原材料是公司生产成本中所占比重最大的部分，若未来原材料价格出现较大波动，公司的经营业绩将受到一定程度的影响。

（3）下游行业周期性波动

电极箔属于电子专用材料，处于电子工业的前端。消费类电子是电子工业下游产业链的重要构成，传统的消费类电子产品由于较易受全球及国内的宏观经济周期、居民收入水平、消费者消费偏好等因素的影响，呈现一定的周期性。

（4）应收账款对资金占用较大

公司对下游客户的账期较长，应收账款规模较大，对营运资金造成较大占用，未来若业务规模扩大，对营运资金的需求将逐渐增长。

9. 未来发展

公司拟在实施降本增效的同时进一步加大创新力度，达到并且超过国际电极箔水平，提升产品品质，优化产品结构，在替代日本进口等方面下功夫，保持产品性能、质量与国际领先水平一致。同时加强新客户的开发，不断巩固电极箔业务的市场领先地位，并在已有电极箔产品系列的基础上研发适用于超级电容器的产品，向下游领域延伸。同时，借助收购理工华创100%股权的契机，充分利用上市公司资本市场平台及理工华创在新能源汽车动力系统领域的领先地位，继续做大做强新能源汽车动力系统平台业务，增强核心竞争力和可持续经营能力。未来，公司将以用户需求为导向，深度聚焦电极箔与新能源汽车动力系统行业，全力提升供应商体系和销售体系建设，构建完善的质量保障体系，加强品牌建设和人才梯队建设，实现企业发展。

总体看，公司未来规划以主业为主，在做强主业的同时发展新能源汽车业务。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度合并财务报表均由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意见的审计报告；公司提供的 2018 年 1~9 月财务数据未经审计。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。

从合并范围上看，2016 年，公司注销 1 家合并范围内子公司；2017 年，公司合并范围内增加 2 家新设子公司，公司近三年合并范围的变动较小，财务数据的可比性较强。2018 年，公司完成对理工华创的收购并将其纳入合并范围，合并总资产和净资产大幅增长，且主营业务范围发生变化，2018 年 9 月底财务数据较以往年度可比性较弱。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 62,493.36 万元，负债合计 25,150.08 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 37,343.27 万元，归属于母公司的所有者权益 37,253.29 万元。2017 年，公司实现营业收入 43,948.41 万元，净利润（含少数股东损益）2,829.59 万元，归属于母公司所有者的净利润 2,850.10 万元；经营活动产生的现金流量净额 4,611.81 万元，现金及现金等价物净增加额-123.72 万元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 155,962.61 万元，负债合计 35,118.52 万元，所有者权益（含少数股东权益）120,844.09 万元，其中归属于母公司所有者权益 120,348.58 万元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 36,996.79 万元，净利润（含少数股东损益）2,357.57 万元，其中归属于母公司所有者净利润 2,313.19 万元；经营活动产生的现金流量净额 2,680.18 万元，现金及现金等价物净增加额 1,281.47 万元。

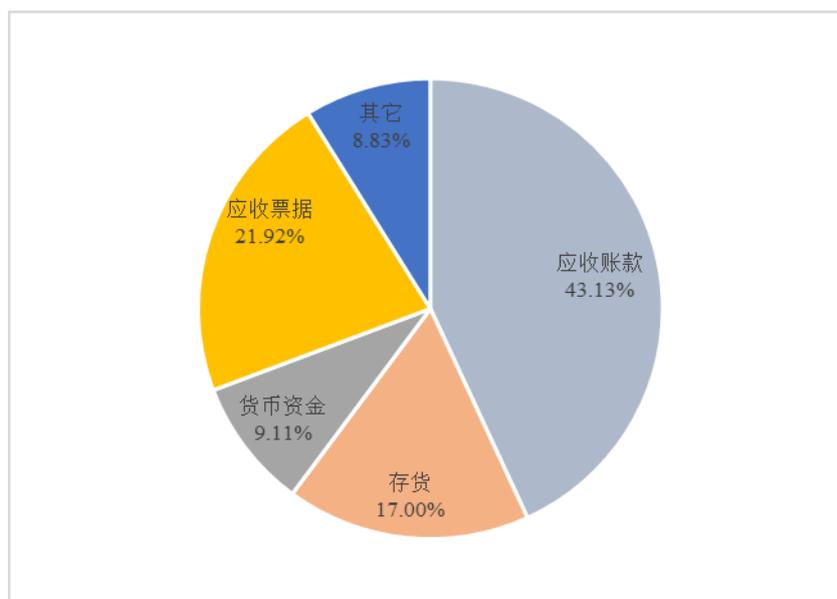
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 19.45%，主要系非流动资产增长所致。截至 2017 年底，公司资产合计 62,493.36 万元，较年初增长 17.37%，其中流动资产 32,193.31 万元（占 51.51%），非流动资产 30,300.04 万元（占 48.49%），资产结构较为均衡。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产呈波动增长态势，年均复合增长16.81%，主要系货币资金、应收票据和应收账款增加所致。截至2017年底，公司流动资产合计32,193.31万元，较年初增长6.68%；公司流动资产主要由货币资金（占9.11%）、应收票据（占21.92%）、应收账款（占43.13%）和存货（占17.00%）构成，应收账款对营运资金的占用严重。具体情况如下图所示。

图3 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长42.97%。截至2016年底，公司货币资金3,182.18万元，较年初增长121.72%，主要系公司公开发行股票募集资金所致。截至2017年底，公司货币资金2,933.50万元，较年初减少7.82%，主要系公司购建固定资产支出所致；公司货币资金主要为银行存款（占97.37%），其余为库存现金和其他货币资金；其中受限使用资金为66.32万元，全部为信用证保证金，占期末货币资金的比例为2.26%，占比很小。

2015~2017年，公司应收票据呈逐年增长态势，年均复合增长41.56%，主要系公司票据结算比例提高所致。截至2017年底，公司应收票据7,057.46万元，较年初增长62.87%，全部为银行承兑汇票，不存在质押的情况。

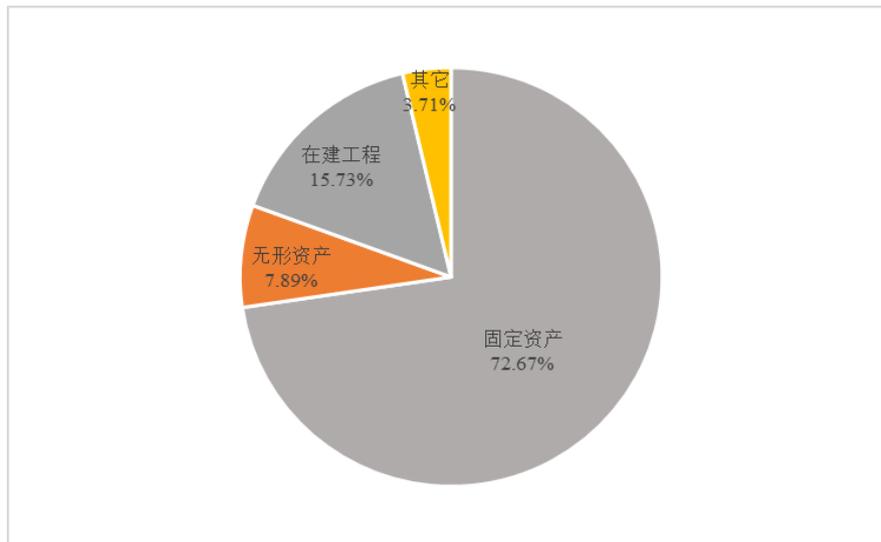
2015~2017年，公司应收账款呈波动增长态势，年均复合增长10.97%。截至2016年底，公司应收账款账面价值15,324.91万元，较年初增长35.92%，主要系第四季度销售额同比大幅提高以及销售回款速度有所下降所致。截至2017年底，公司应收账款账面价值13,885.23万元，较年初减少9.39%，主要系公司提高销售端票据结算比例所致。公司应收账款全部按账龄法计提坏账准备，其中账龄在一年以内的占96.69%，账龄较短，累计计提坏账准备225.68万元，计提比例1.60%。截至2017年底，公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款余额的37.17%，公司应收账款客户集中度较高。

2015~2017年，公司存货呈波动减少态势，年均复合下降7.62%。截至2016年底，公司存货账面价值6,640.33万元，较年初增长3.53%，主要系公司经营规模增大所致。截至2017年底，公司存货账面价值5,473.57万元，较年初下降17.57%，主要系公司加强生产、采购流程管理，提高产品流转速度所致。公司存货主要由原材料（占26.33%）、在产品（占32.77%）和库存商品（占35.92%）构成，未计提跌价准备，有一定的跌价风险。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长22.47%，主要系固定资产和在建工程增加所致。截至2017年底，公司非流动资产合计30,300.04万元，较年初增长31.36%；非流动资产主要由固定资产（占72.67%）、在建工程（占15.73%）和无形资产（占7.89%）构成，具体情况如下图所示。

图4 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长20.18%，主要系公司购置设备，以及生产线技改项目和新办公楼完工由在建工程转入所致。截至2017年底，公司固定资产账面价值为22,018.64万元，较年初增长21.79%，主要由房屋及建筑物（占39.49%）和机器设备（占58.25%）构成；累计折旧15,553.50万元，固定资产成新率为58.60%，成新率较低。从受限情况来看，公司受限的固定资产账面价值合计为3,252.17万元，受限比例为14.77%，主要用于银行借款抵押。

2015~2017年，公司在建工程呈波动增长态势，年均复合增长58.81%。截至2016年底，公司在建工程账面价值为1,148.49万元，较年初减少39.24%，主要系高要华锋部分厂房及设备工程完工转入固定资产所致。截至2017年底，公司在建工程账面价值为4,767.59万元，较年初增长315.12%，主要系公司利用募集资金继续投入高要华锋厂房及设备工程所致。

2015~2017年，公司无形资产呈逐年减少态势，年均复合减少2.12%，主要系逐年摊销所致。截至2017年底，公司无形资产账面价值为2,390.33万元，较年初减少2.32%。公司无形资产主要为土地使用权（占99.66%），其中71.99%用于借款抵押，比例较高。

截至2017年底，公司资产负债中受限资产合计5,039.24万元，占资产总额的8.06%，受限比例较低。

表11 截至2017年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
其他货币资金	66.32	信用证保证金
固定资产	3,252.17	抵押用于借款
无形资产	1,720.76	抵押用于借款
合计	5,039.24	--

资料来源：公司提供

截至2018年9月底,公司资产总额155,962.61万元,较年初增长149.57%,其中流动资产41,266.98万元,占比下降至26.46%,非流动资产114,695.63万元,占比上升至73.54%。公司资产总额较年初大幅增长且资产结构较年初变化较大,主要系公司非公开发行股票购买理工华创全部股权所致。截至2018年9月底,公司流动资产主要由货币资金(占10.27%)、应收票据(占16.18%)、应收账款(占41.13%)和存货(占26.74%)构成;非流动资产主要由固定资产(占25.50%)、无形资产(占11.54%)和商誉(占59.04%)构成。截至2018年9月底,公司存货账面价值11,035.68万元,较年初增长101.62%,主要系公司原有业务板块增加铝箔库存,以及理工华创纳入合并范围所致;固定资产账面价值29,246.29万元,较年初增长32.83%,主要系在建工程转固和合并范围内增加理工华创固定资产所致;无形资产账面价值13,238.55万元,较年初增长453.84%,主要系理工华创无形资产评估增值计入合并报表所致;商誉67,714.82万元,主要为非同一控制下企业合并产生的商誉。

总体看,近三年公司资产规模持续增长,2018年进行重大资产重组后资产结构变化较大,流动资产中的应收账款和存货以及非流动资产中的商誉和固定资产占比较高,整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2015~2017年,公司负债规模呈波动增长态势,年均复合增长9.03%,主要系流动负债增加所致。截至2017年底,公司负债合计25,150.08万元,较年初增长39.40%,其中流动负债22,367.53万元(占88.94%),非流动负债2,782.55万元(占11.06%),负债结构以流动负债为主。

流动负债

2015~2017年,公司流动负债呈波动增长态势,年均复合增长15.78%,主要系短期借款和应付账款增加所致。截至2017年底,公司流动负债合计22,367.53万元,较年初增长53.39%;流动负债主要由短期借款(占53.11%)和应付账款(占39.30%)构成。

2015~2017年,公司短期借款呈波动增长态势,年均复合增长29.17%。截至2016年底,公司短期借款3,970万元,较年初减少44.24%,主要系公司募集资金到账后偿还部分借款所致。截至2017年底,公司短期借款11,880万元,较年初增长199.24%,主要系公司增加固定资产投资所致。按担保方式分类,公司短期借款由信用借款(占8.42%)、保证借款(占60.61%)和抵押借款(占30.98%)构成。

2015~2017年,公司应付账款呈逐年增长态势,年均复合增长20.90%,主要系公司经营规模扩大,采购规模相应增加所致。截至2017年底,公司应付账款8,789.86万元,较年初增长1.56%,其中账龄一年以内的占98.91%。

非流动负债

2015~2017年,公司非流动负债呈逐年减少态势,年均复合减少21.10%,主要系长期借款减少所致。截至2017年底,公司非流动负债合计2,782.55万元,较年初减少19.58%;非流动负债全部为递延收益。

2015~2017年,公司递延收益呈逐年减少态势,年均复合减少9.81%。截至2017年底,公司递延收益账面价值为2,782.55万元,其中拆迁补偿款占96.83%,其余为企业技术中心专项资金。

从债务结构看,2015~2017年,公司全部债务呈波动增长态势,年均复合增长13.33%。截至2016年底,公司全部债务5,016.28万元,较年初减少47.35%,主要系公司募集资金到账后偿还部分借款所致;截至2017年底,公司全部债务12,238.26万元(全部为短期债务),较年初增长143.97%,主要系公司固定资产投资加大,资金需求增加所致。2015~2017年,公司资产负债率分别为48.31%、33.88%和40.24%,全部债务资本化比率分别为29.62%、12.47%和24.68%,呈波动下降态势;2015

年底和 2016 年底长期债务资本化比率分别为 4.43% 和 1.01%。公司整体债务负担较轻。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 35,118.52 万元，较年初增长 39.64%，主要系公司合并理工华创，以及母公司增加短期借款和对股东的借款所致。其中，流动负债和非流动负债占比分别为 91.40% 和 8.60%。公司全部债务总额 16,580.00 万元，仍全部为短期债务，较年初增长 35.48%。因增发股份收购资产，公司资产总额和所有者权益大幅上升，资产负债率和全部债务资本化比率分别下降至 22.52% 和 12.06%，较年初分别下降了 17.73 个百分点和 12.62 个百分点。

总体看，近年来公司负债规模有所增长，但整体债务负担较轻。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 28.43%，主要系公司进行股权融资，以及经营积累所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 37,343.27 万元，较年初增长 6.08%，其中归属于母公司的所有者权益占 99.76%。归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 36.51%）、资本公积（占 7.14%）、盈余公积（占 5.22%）和未分配利润（占 55.14%）构成；未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 120,844.09 万元，较年初增长 223.60%，其中归属于母公司所有者权益为 120,348.58 万元（占 99.59%），少数股东权益 495.51 元（占 0.41%）。归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润占比分别为 14.65%、67.89% 和 16.84%。相较于年初，公司所有者权益大幅上升、权益结构变化较大，主要系非公开发行股票所致。由于非公开发行股票用于收购理工华创股权，所产生商誉存在减值风险，公司所有者权益的稳定性可能受到一定影响。

总体看，通过股权融资，近年来公司所有者权益逐年快速上升，但权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入分别为 29,965.09 万元、37,172.02 万元和 43,948.41 万元，年均复合增长 21.11%，主要系公司通过生产线改造提高生产效率，以及 2017 年新设的宝兴县华锋储能材料有限公司投产所致。2015~2017 年，公司营业成本分别为 24,118.66 万元、30,531.44 万元和 36,142.39 万元，年均复合增长 22.41%，增幅略高于营业收入。2015~2017 年，公司营业利润分别为 2,588.89 万元、2,487.17 万元和 2,981.25 万元，净利润分别为 2,564.14 万元、2,626.54 万元和 2,829.59 万元，复合增长率分别为 7.31% 和 5.05%，利润增幅明显低于营业收入。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司费用总额呈逐年增长态势，期间费用总额年均复合增长 29.10%。具体看，2015~2017 年，公司销售费用分别为 593.47 万元、845.10 万元和 1,484.20 万元，年均复合增长 58.14%，主要系销售人员薪酬增加、运输单价大幅上涨以及公司产品中重量较大的净水剂销售大幅增加所致。2015~2017 年，公司管理费用分别为 1,830.69 万元、2,412.78 万元和 3,015.14 万元，年均复合增长 28.34%，主要系技改项目、新办公楼转为固定资产后折旧、摊销增加，以及管理人员薪酬提高，研发投入加大所致。2015~2017 年，公司财务费用分别为 558.71 万元、541.96 万元和 472.39 万元，年均复合下降 8.05%，主要系公司通过股权融资获取资金，借款平均余额下降所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 9.95%、10.22% 和 11.31%，呈逐年增长态势，期间费用对公司利润形成了一定侵蚀。

2017 年，公司取得其他收益 456.86 万元，主要为与日常经营有关的各项政府补助，占利润总额的 14.54%，利润对政府补助依赖程度较小。

2015~2017 年，公司分别实现利润总额 3,013.28 万元、2,881.47 万元和 3,142.90 万元，呈波动小

幅增长趋势；利润总额的构成中，营业外收入分别为 443.32 万元、507.92 万元和 212.75 万元，分别占利润总额的 14.71%、17.63%和 6.77%，利润总额对营业外收入的依赖程度不高。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 19.03%、17.02%和 16.99%，呈逐年下降态势，主要系市场竞争影响产品定价所致；总资本收益率分别为 10.37%、8.80%和 7.33%，总资产报酬率分别为 8.60%、7.09%和 6.23%，净资产收益率分别为 12.01%、9.08%和 7.80%，均呈逐年下降态势，主要系公司通过股权融资快速扩大总资本、总资产和净资产规模，而有关利润指标的增幅相对落后所致。从同行业比较情况看，公司总资产报酬率和销售毛利率均处于行业中上水平，净资产收益率处于行业一般水平。具体情况如下表所示。

表 12 同行业上市公司 2017 年盈利能力情况 (单位: %)

证券代码	企业名称	总资产报酬率	净资产收益率 (加权)	销售毛利率
002160.SZ	常铝股份	4.04	5.27	18.26
600888.SH	新疆众和	3.60	3.65	12.08
600673.SH	东阳光科	7.12	13.18	20.64
603876.SH	鼎盛新材	5.85	12.24	9.74
002806.SZ	华锋股份	6.20	7.88	17.76

资料来源: Wind

注: Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2018 年 1~9 月, 公司实现营业收入 36,996.79 万元, 较上年同期增长 18.83%; 实现净利润 2,357.57 万元, 较上年同期增长 30.71%, 主要系公司电极箔产能有所提高, 产销量增长所致。

总体看, 近三年, 公司销售收入快速增长, 而成本费用上涨幅度较大, 利润增幅相对较小, 公司盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看, 2015~2017 年, 公司经营活动现金流入量分别为 32,277.07 万元、21,493.23 万元和 27,885.82 万元, 呈波动下降态势, 年均复合下降 7.05%; 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金分别为 31,960.74 万元、21,224.84 万元和 27,504.01 万元, 年均复合下降 7.23%, 主要系客户更多采用票据结算方式以及应收账款回款速度下降所致。2015~2017 年, 公司经营活动现金流出量分别为 29,337.37 万元、19,240.44 万元和 23,274.02 万元, 呈波动减少态势, 年均复合下降 10.93%, 主要系公司采购活动中增加使用票据结算方式所致。综上影响, 2015~2017 年, 公司经营活动现金流入净额分别为 2,939.70 万元、2,252.80 万元和 4,611.81 万元, 呈波动增长趋势。2015~2017 年, 公司现金收入比率分别为 106.66%、57.10%和 62.58%, 公司收入实现质量较差。

从投资活动看, 2015~2017 年, 公司投资活动现金流入分别为 6.83 万元、5.64 万元和 175.91 万元, 全部为处置固定资产所收到的现金。2015~2017 年, 公司投资活动现金流出分别为 1,540.78 万元、4,546.92 万元和 11,098.24 万元, 主要用于对厂房、设备、技改工程的投资。受上述因素影响, 2015~2017 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1,533.95 万元、-4,541.29 万元和-10,922.33 万元, 持续呈净流出状态, 且流出规模持续扩大。

从筹资活动看, 2015~2017 年, 公司筹资活动产生的现金流入分别为 9,553.15 万元、18,851.22 万元和 13,420.14 万元, 其中, 2015 年~2017 年, 公司取得借款收到的现金分别占流入总量的 95.47%、44.40%和 95.98%; 2016 年, 吸收投资收到的现金占流入总量的 52.71%。2015~2017 年, 公司筹资活动现金流出分别为 10,796.68 万元、14,770.47 万元和 7,223.76 万元, 主要用于偿还债务本金、利

息和发放现金股利。受上述因素影响，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1,243.53 万元、4,080.75 万元和 6,196.38 万元。

2015~2017 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 1,405.75 万元、-2,288.49 万元和-6,310.52 万元，近两年经营活动现金净流入不能满足投资活动的需要。

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2,680.18 万元，呈现净流入状态；投资活动产生的现金流量净额为-3,055.58 万元，主要用于固定资产投资；筹资活动产生的现金流量净额为 1,657.05 万元。

总体看，公司收入实现质量较差，经营活动净现金流尚不能满足股权收购等投资活动的需求，有一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.41 倍、2.07 倍和 1.44 倍，速动比率分别为 1.03 倍、1.61 倍和 1.19 倍，流动资产对流动负债的保护程度尚可；现金短期债务比分别为 0.58 倍、1.61 倍和 0.82 倍，现金类资产对短期债务的保障能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 5,327.73 万元、5,264.10 万元和 5,852.22 万元，呈逐年增长态势，主要系经营规模扩大、毛利润提高所致。公司 2017 年 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，二者分别占 53.70%和 33.18%，利润总额占比尚可。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.56 倍、1.05 倍和 0.48 倍，EBITDA 利息倍数分别为 8.73 倍、9.40 倍和 12.69 倍，公司正常经营所获利润对债务本金和利息的保障程度较高。

截至 2018 年 9 月底，公司获得银行授信总额合计 2.29 亿元，其中未使用额度 1.00 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道较为通畅。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年 9 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（中征码：4428090000049146），截至 2018 年 11 月 4 日，公司无已结清和未结清的关注及不良类贷款；有 4 笔欠息记录，已于 2009 年 7 月结清。

总体看，公司整体偿债能力较强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年 9 月底，公司债务总额为 16,580 万元，本次拟发行可转换公司债券规模为 48,000 万元，总发债额度相对于公司全部债务规模的 2.90 倍，本次债券发行额度对公司整体债务有较大影响。

以 2018 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 48,000 万元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 40.75%、34.83%和 28.43%，分别上升了 18.23 个百分点、22.76 个百分点和 28.43 个百分点，债务负担大幅加重，但考虑到本次可转换公司债券转股可能性较大，实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2017 年度相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 5,852.22 万元，为本次债券发行额度（48,000 万元）的 0.12 倍，公司 EBITDA 对本次债券的保护程度较低。公司 2017 年经营活动现金流入量为 23,274.02 万元，是本次债券发行额度（48,000 万元）的 0.48 倍，经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度一般。公司 2017 年的经营活动现金净流量为 4,611.81 万元，为本次债券总发行额度（48,000 万元）的 0.10 倍，经营活动现金流量净额对本次公司债券覆盖程度低。

从本次债券的发行条款来看，公司设置了转股价格修正条款，在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；同时制定了有条件赎回条款，在本次债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；公司还制定了回售条款，在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。上述条款有利于鼓励债券投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，实际需要偿还的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债率将进一步降低。

综合以上分析，并考虑到公司的细分行业地位、技术水平等因素，联合评级认为，本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险较低。

九、债权保护条款

1. 担保条款

公司及其子公司以自有的部分土地、房产、机器设备等资产，为本次债券不超过 27,000.00 万元的部分提供抵押担保，担保的范围包括但不限于主债权（可转换公司债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用。

公司控股股东、实际控制人谭帼英和股东林程以各自合法拥有的部分公司股票，按照 9: 1 的比例，为本次债券不超过 21,000.00 万元的部分提供质押担保，担保的范围包括但不限于主债权（可转换公司债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用。

本次债券的抵押人（公司及其子公司）与抵押权人（中信建投证券股份有限公司，以下简称“中信建投”）已签署《广东华锋新能源科技股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之抵押合同》，抵押人以合法拥有的资产向全体债券持有人设定抵押担保；出质人（公司股东谭帼英和林程）与质权人（中信建投）已签署《广东华锋新能源科技股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之股份质押合同》，质权人以合法拥有的公司股票向全体债券持有人设定质押担保。中信建投为全体债券持有人在上述抵押/质押合同下担保权益的代理人。

2. 抵、质押物分析

公司及其子公司以自有的部分土地、房产、机器设备等资产作为抵押物，为本次债券不超过 27,000.00 万元的部分提供资产抵押担保，根据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的截至 2018

年 9 月 30 日的《资产评估报告》，拟抵押资产的评估值为 27,745.78 万元，为所担保债券本金的 1.03 倍。

公司控股股东、实际控制人谭帼英和股东林程以各自合法拥有的部分公司股票，按照 9: 1 的比例，为本次债券不超过 21,000.00 万元的部分提供质押担保，所设定初始担保比例为 130%，其中，谭帼英将持有的公司市值为人民币 24,570.00 万元的股份为本次债券发行提供担保，林程将持有的公司市值为人民币 2,730.00 万元的股份为本次债券发行提供担保。在办理初始股票质押手续时，质押股份为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的公司市值为 27,300.00 万元的股份，即：谭帼英初始质押股份数=24,570.00 万元÷办理质押登记的前一交易日华锋股份收盘价，林程初始质押股份数=2,730.00 万元÷办理质押登记的前一交易日华锋股份收盘价。在可转债有效存续期间，如在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 110%，质权人有权要求谭帼英在 30 个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与债券未偿还本金的比率高于 130%；追加的资产限于人民币普通股（A 股），追加股份的数量为追加股份价值除以连续 30 个交易日内公司收盘价的均价。在可转债有效存续期间，如在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的 150%，谭帼英、林程有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的 130%。

如公司无法偿还本次债券的本金、利息及其他相关债务，在资产抵押及股份质押的担保范围内，优先执行抵押资产偿还相关债务；行使抵押权后尚有债务未偿还的，再执行质押股权以偿还剩余未偿还债务。

总体看，上述担保措施对提升本次债券信用水平有一定积极影响。

十、综合评价

公司作为国内生产制造低压电极箔的上市公司之一，在细分行业地位、技术水平和产品结构等方面具备的综合竞争优势。同时，联合评级也关注到公司主要原材料价格波动较大、采购集中度较高、大额应收账款规模对公司运营资金占用显著以及商誉规模很大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

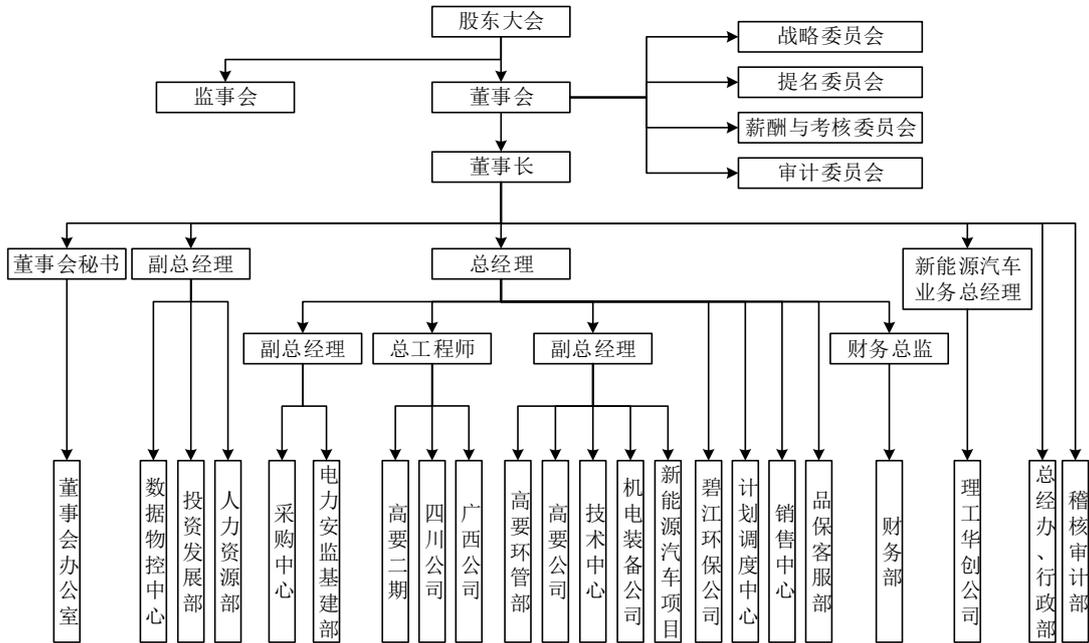
2018 年，公司通过非公开发行股份的方式收购理工华创，进入新能源汽车动力系统平台行业，公司综合实力有望得到进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券采用土地、房产、机器设备等资产抵押和股份质押相结合的方式提供担保。公司以自有的部分土地、房产、机器设备等资产作为本次可转换公司债券抵押担保的抵押物；同时，公司控股股东、实际控制人谭帼英和公司股东林程将其合法拥有的部分公司股票作为本次可转换公司债券质押担保的质押物。上述担保措施对本次可转换公司债券的信用水平有一定积极影响。

从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

综上，基于对公司主体长期信用及本次公司可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 广东华锋新能源科技股份有限公司 组织结构图



附件 2 广东华锋新能源科技股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	4.38	5.32	6.25	15.60
所有者权益 (亿元)	2.26	3.52	3.73	12.08
短期债务 (亿元)	0.85	0.47	1.22	1.66
长期债务 (亿元)	0.10	0.04	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.95	0.50	1.22	1.66
营业收入 (亿元)	3.00	3.72	4.39	3.70
净利润 (亿元)	0.26	0.26	0.28	0.24
EBITDA (亿元)	0.53	0.53	0.59	--
经营性净现金流 (亿元)	0.29	0.23	0.46	0.27
应收账款周转次数 (次)	2.82	2.75	2.96	--
存货周转次数 (次)	3.84	4.68	5.97	--
总资产周转次数 (次)	0.71	0.77	0.76	0.34
现金收入比率 (%)	106.66	57.10	62.58	68.59
总资本收益率 (%)	10.37	8.80	7.33	--
总资产报酬率 (%)	8.60	7.09	6.23	--
净资产收益率 (%)	12.01	9.08	7.80	2.98
营业利润率 (%)	19.03	17.02	16.99	21.25
费用收入比 (%)	9.95	10.22	11.31	14.75
资产负债率 (%)	48.31	33.88	40.24	22.52
全部债务资本化比率 (%)	29.62	12.47	24.68	12.06
长期债务资本化比率 (%)	4.43	1.01	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.73	9.40	12.69	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.56	1.05	0.48	--
流动比率 (倍)	1.41	2.07	1.44	1.29
速动比率 (倍)	1.03	1.61	1.19	0.94
现金短期债务比 (倍)	0.58	1.61	0.82	0.66
经营现金流流动负债比率 (%)	17.62	15.45	20.62	8.35
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.11	0.11	0.12	--

注：1、本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2018 年 1-9 月份财务数据未经审计，相关指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币。

附件 3 有关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	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/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+期末所有者权益+期末全部债务)/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+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×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。

联合信用评级有限公司关于 广东华锋新能源科技股份有限公司 可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年广东华锋新能源科技股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广东华锋新能源科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广东华锋新能源科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广东华锋新能源科技股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现广东华锋新能源科技股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广东华锋新能源科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广东华锋新能源科技股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广东华锋新能源科技股份有限公司、监管部门等。

