

2019 年广东翔鹭钨业股份有限公司  
可转换公司债券  
2020 年跟踪信用评级报告



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

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

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【216】号 01

债券简称：翔鹭转债

增信方式：实际控制人  
保证担保及股票质押担  
保

债券剩余规模：3.02 亿  
元

债券到期日期：2025 年  
8 月 20 日

债券偿还方式：对未转  
股债券每年付息一次，  
到期归还本金和最后  
一年利息，附债券赎回  
及回售条款

分析师

姓名：  
陈刚 何卫平

电话：  
0755-82871701

邮箱：  
cheng@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
有色金属冶炼企业主体  
长期信用评级方法，该  
评级方法已披露于中  
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股  
份有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2019 年广东翔鹭钨业股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 19 日	2019 年 6 月 21 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东翔鹭钨业股份有限公司（以下简称“翔鹭钨业”或“公司”，股票代码为 002842.SZ）及其 2019 年 8 月 20 日公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司逐步形成覆盖从钨精矿到硬质合金刀具的产业链，有助于提升抵御风险能力，公司实际控制人为本期债券提供股票质押担保和保证担保，仍可一定程度上保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司盈利能力有所下滑，经营活动现金流表现欠佳，应收账款与存货占用较多营运资金，存货存在一定的跌价风险，需关注客户稳定性对公司业绩的影响，本期债券募投项目及 IPO 募投项目产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性，有息债务增长较快，短期偿债压力较大等风险因素。

### 正面：

- 公司逐步形成覆盖从钨精矿到硬质合金刀具的产业链，有助于提升抵御风险能力。2019 年，公司业务范围已经涵盖钨精矿采选、仲钨酸铵冶炼、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、硬质合金及其整体硬质合金刀具等全系列钨产品的生产，其中碳化钨粉、硬质合金和合金工具的年产能较上年进一步增加，产业链上下游环节的协同发展有助于增强公司的风险抵御能力。

- **公司实际控制人为本期债券提供股票质押和保证担保，仍可一定程度上保障本期债券的安全性。**公司实际控制人陈启丰以其合法拥有的公司 30,012,161 股股票作为质押资产对本期债券进行质押担保，已于 2019 年 9 月 19 日完成质押登记，另外陈启丰为本期债券提供全额、无条件、不可撤销的连带保证责任担保，上述质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

### 关注：

- **公司盈利能力有所下滑。**受钨品价格波动影响，2019 年公司营业收入同比下降 11.66%，综合毛利率较上年下降 2.28 个百分点。受 COVID-19 疫情影响，2020 年 1 季度公司营业收入同比下降 38.43%，综合毛利率较上年同期下降 2.88 个百分点，考虑到 2020 年钨品价格预计将呈现疲软态势，需关注钨品价格走势对盈利的影响。
- **公司经营活动现金流表现欠佳，应收账款与存货占用较多的营运资金，存货存在一定的跌价风险。**2019 年受公司原材料采购规模仍较大，同时对上游供应商的资金占用规模下降等因素影响，公司经营活动现金净流出 0.54 亿元。截至 2019 年末，公司应收账款和存货分别为 2.72 亿元和 4.38 亿元，应收账款与存货对公司运营资金形成一定占用，存货受钨品价格波动影响而面临一定的跌价风险。
- **公司主要客户发生变动，需关注客户稳定性对公司业绩的影响。**2019 年，公司前五大客户收入占营业收入的比重为 37.13%，其中对韩国 TAEGUTEC.LTD 的销售收入占营业收入的比重为 5.69%，较上年下降 10.63 个百分点，该客户在 2016-2018 年均公司第一大客户，需关注客户稳定性对公司业绩的影响。
- **本期债券募投项目及 IPO 募投项目产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性。**本期债券募投项目和 IPO 募投项目均集中于特种硬质合金和精密工具领域，项目合计总投资 6.87 亿元，待该些项目完工后将大幅增加相关产品产能，但考虑到硬质合金及精密工具尚处于拓展阶段，未来产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性。
- **公司有息债务增长较快，短期偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 119,275.58 万元，同比增长 31.45%，占公司负债总额的比重为 92.24%，其中一年内需偿还的有息债务规模为 86,873.55 万元，短期偿债压力较大。

**公司主要财务指标（单位：万元）**

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	232,681.80	227,325.49	200,235.40	151,915.85
归属于母公司所有者权益	97,244.37	96,450.64	85,123.45	77,263.36
有息债务	120,086.28	119,275.58	90,735.00	52,652.30
资产负债率	57.58%	56.88%	52.16%	43.23%
流动比率	1.36	1.39	1.24	1.54
速动比率	0.85	0.93	0.73	0.88
营业收入	26,133.64	147,978.54	167,515.52	97,582.42
营业利润	749.27	7,138.28	13,536.59	7,472.94
净利润	816.36	6,475.92	11,710.15	6,899.45
综合毛利率	11.98%	13.22%	15.50%	15.33%
总资产回报率	-	4.88%	9.03%	7.50%
EBITDA	-	14,754.44	19,595.30	10,133.72
EBITDA 利息保障倍数	-	3.75	7.90	13.18
经营活动现金流净额	-4,905.10	-5,437.51	23,343.13	-9,802.35

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

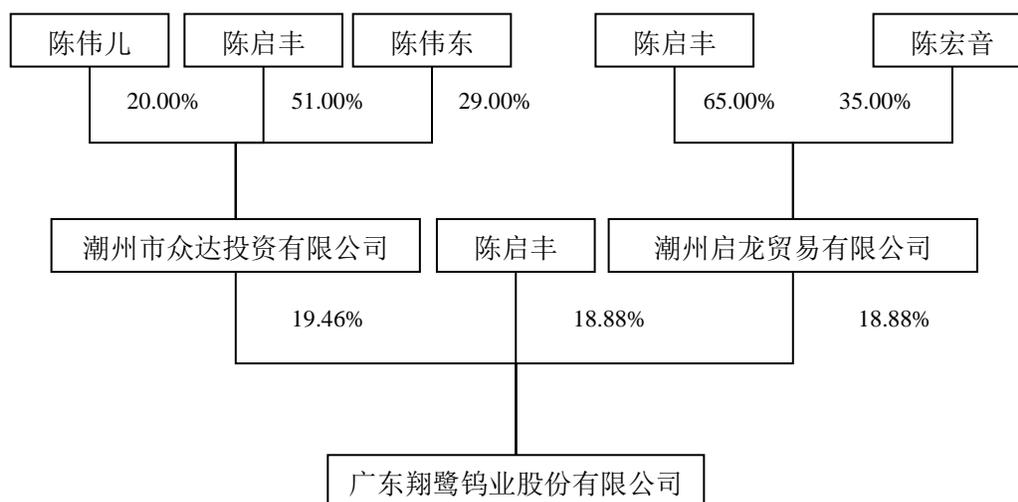
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年8月20日公开发行6年期3.02亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产800t特种超硬合金智能化生产项目和年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目。截至2019年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1,588.40万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化，2019年公司以资本公积向全体股东每10股转增6股，2019年末公司注册资本和实收资本增加至27,460.16万元。因本期债券部分转股和部分限制性股票回购注销，截至2020年5月30日，公司总股本减少至27,448.62万股。截至2020年5月30日，公司实际控制人为陈启丰，直接和间接持有公司41.08%的股份，其中：直接持有公司18.88%股份，与其子女陈伟东、陈伟儿合计持有潮州市众达投资有限公司（以下简称“众达投资”）100.00%股份，通过众达投资持有公司19.46%股份；陈启丰、陈宏音夫妇合计持有潮州启龙贸易有限公司（以下简称“启龙贸易”）100.00%股份，通过启龙贸易持有公司18.88%股份。截至2020年5月30日，公司控股股东及其一致行动人（众达投资、启龙贸易）持有的公司股票合计有36.75%已质押。

图 1 截至 2020 年 5 月 30 日公司股权结构图



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年公司经营范围未发生变化，仍主要从事钨制品的研发、设计、生产、销售及相应的专业服务。2019年公司纳入合并范围的子公司未发生变化，2019年末共7家纳入合并范围的子公司。

**表 1 截至 2019 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	持股比例		业务性质
		直接	间接	
广东翔鹭精密制造有限公司	10,000.00	80.00%	-	科学研究和技术服务业
东莞市翔鹭精密工具有限公司	3,000.00	-	80.00%	批发和零售业
常州市翔鹭工具有限公司	2,000.00	-	80.00%	制造业
江西翔鹭钨业有限公司	40,000.00	100.00%	-	制造业
大余隆鑫泰金属材料有限公司	500.00	-	100.00%	制造业
大余隆鑫泰矿业有限公司	6,300.24	-	100.00%	采矿业
大余县新城海德材料有限公司	1,000.00	-	100.00%	制造业

资料来源：公司提供

### 三、运营环境

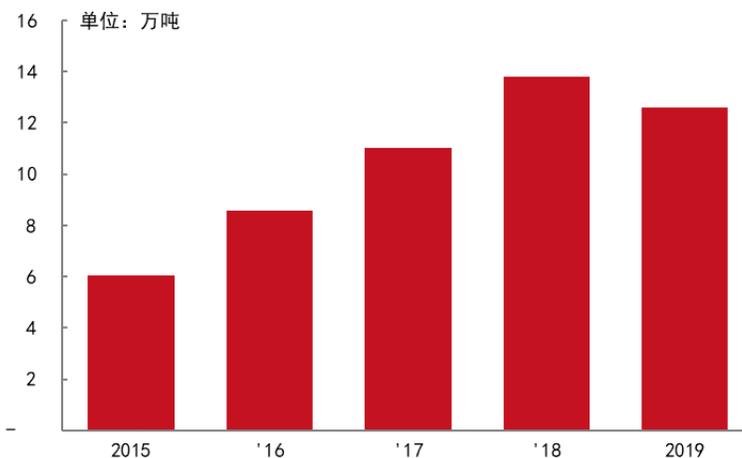
#### 受COVID-19疫情影响，2020年钨消费需求预计仍将呈现下滑

钨属于稀有金属，是国民经济和现代国防领域不可替代和不可再生的战略性金属资源，因钨具有高熔点、高比重、高硬度的物理特性，被广泛应用于航天、原子能、船舶、汽车工业、电气工业、电子工业等重要领域。

从钨制品消费结构看，钨主要用于硬质合金、钨钢、钨材和钨化工。从全球钨消费结构看，硬质合金平均占到了所有钨消费的50%以上；发达国家中约72%的钨用于硬质合金的消费，而我国相当一部分钨制品还处于基础应用领域，只有约49%的钨用于硬质合金的消费。钨硬质合金因其具有很高的硬度和耐磨性，广泛应用到各个制造行业，最终用途主要有切削工具、耐磨零件、高压（金刚石合成等）工具和采矿与筑路工程机械等。2019年，受制造业景气度下降、中美贸易摩擦和全球经济增速放缓的影响，钨主要下游领域除基建需求有所增长外，汽车、3C等领域的钨需求均有所下降，根据中国汽车工业协会数据显示，2019年国内汽车产量约2,572.1万辆，同比下降7.5%；据中国信通院数据显示，2019年国内手机市场总体出货量为3.89亿部，同比下降6.2%。受下游需求疲软影响，2019年，我国钨精矿（折三氧化钨65%）消耗量为12.58万吨，较2018年下降8.71%。

考虑到COVID-19疫情爆发并在全球蔓延，对交通运输、采掘、工业制造等钨终端消费行业产生冲击，预计2020年钨消费需求仍将呈现下滑。

图 2 2019 年我国钨精矿（折三氧化钨 65%）消耗量出现下滑



资料来源：中国铁合金在线网，中证鹏元整理

**2019年钨品价格整体呈现震荡态势，受COVID-19疫情影响，2020年钨品价格预计将呈现疲软态势，钨矿产量预计将有所下降**

对于钨行业，中下游各产品的售价主要按照同期钨精矿市场价格换算为金属量，再加上相应的加工费来制定，因此钨品价格走势较为一致。2019年，钨品价格整体呈现出震荡的态势，上半年钨品价格整体平稳，但自6月后出现大幅下跌，最低点钨精矿价格跌破矿山行业平均成本线。为了应对价格下跌，2019年5月，中国钨业协会联合十家主席团成员企业自发召开行业座谈会，参会企业钨精矿产量达到全国年产量的86%，决议当年钨精矿联合减产不低于10%。2019年6月，赣州17家冶炼厂联合倡议，一致同意从2019年6月份开始减产停产，停产时间不低于15天，产量减少不低于30%。虽然行业采取减产保价的策略，但受下游需求不振和泛亚金属2.83万吨APT库存拍卖影响，钨品价格仍然在低位徘徊。2019年9月17日，泛亚金属APT库存由洛阳栾川钼业集团销售有限公司拍下，最终成交价约合11.53万元/吨，接近市场价，APT库存拍卖对市场价格的压制解除。受此影响，钨品价格短期出现回升。但受需求不振影响，钨品价格在2019年10月以后再次走弱。2020年1-2月，因供应紧张，钨品价格有所走高，但随着3月以来COVID-19疫情在全球扩散，钨品价格再次大幅下行。考虑到COVID-19疫情对下游需求的影响，预计2020年钨品价格将呈现疲软态势。

从钨矿供应来看，2014-2018年中国钨矿产量占全球钨矿产量的比例持续保持在80%以上，而国内钨消费量占全球的30%，其余均用于出口，中国的供给直接影响着整个世界钨品供给情况。由于钨资源的不可替代性和不可再生性，为了保护钨资源，我国对钨实行生产总量控制管理，2019年11月，工业和信息化部、自然资源部联合发出通知，规定2019

年度全国钨精矿（三氧化钨含量65%）开采总量控制指标为10.50万吨，其中主采指标7.82万吨，综合利用指标2.69万吨，开采总量控制指标较2018年小幅增加0.50万吨。整体上看，近年我国钨精矿开采总量控制有所放松。受2018年钨价处于相对高位影响，钨矿企业开工率较高，2019年全年钨精矿（折三氧化钨65%）产量为14.64万吨，较2018年上升25.90%。考虑到2020年钨品价格预计将呈现疲软态势，钨矿企业生产意愿受阻，钨矿产量预计将有所下降。

图3 2019年钨品价格整体呈现震荡态势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

#### 四、经营与竞争

公司主要从事钨制品的开发、生产与销售，主要产品包括各种规格的氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨合金粉及钨硬质合金等。2019年公司实现营业收入147,978.54万元，同比下降11.66%，主要系受全球经济下行影响，钨需求不旺，加上泛亚金属APT库存影响，带动钨品价格下降所致。从收入结构来看，碳化钨粉仍然是公司收入的主要来源，2019年碳化钨粉收入为88,468.91万元，占营业收入的比重为59.78%。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为13.22%，较上年下降2.28个百分点，主要系公司产品主要以氧化钨、碳化钨粉等中间产品为主，当年原材料价格波动较大，但公司前期原材料备货规模较大，原料成本较高，导致各主要产品的毛利率较上年有所下降，同时毛利率相对较高的APT和硬质合金收入占比下降也导致公司综合毛利率下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
----	-------	-------

	金额	毛利率	金额	毛利率
APT	10,744.60	21.76%	17,004.62	19.80%
氧化钨	27,838.64	6.98%	24,492.46	9.37%
钨粉	7,517.89	3.33%	7,834.30	10.49%
碳化钨粉	88,468.91	11.19%	103,931.23	14.87%
合金粉	917.63	11.74%	726.67	19.40%
硬质合金	7,180.46	35.02%	10,199.36	30.78%
加工收入-粉末	7.64	13.16%	772.66	-3.25%
加工收入-合金工具	277.40	-17.67%	-	0.00%
其他副产品	1,666.18	65.38%	1,151.38	78.66%
合金工具	1,326.66	-4.88%	779.65	-21.78%
其他业务	2,032.53	75.55%	623.20	5.51%
<b>合计</b>	<b>147,978.54</b>	<b>13.22%</b>	<b>167,515.52</b>	<b>15.50%</b>

资料来源：公司提供

公司形成覆盖全系列钨产品的产业链，2019年公司钨品销售价格下降带动收入下降，前五大客户有所变动，需关注钨品价格走势和客户稳定性对业绩的影响

公司采用纵向一体化战略向产业链上下游发展，通过设立子公司、对外股权投资及募投项目投资等方式不断完善上下游产业链。2019年3月，公司以自有资金10,725万元收购王爱军持有的江西翔鹭钨业有限公司（以下简称“江西翔鹭”）26.81%股权，此次交易后江西翔鹭成为公司的全资子公司。2019年度，江西翔鹭净利润为3,569.96万元，达到当年业绩承诺目标。2019年末，公司业务范围已经涵盖钨精矿采选、仲钨酸铵冶炼、氧化钨、钨粉、碳化钨粉、硬质合金及其整体硬质合金刀具等全系列钨产品的生产，产业链上下游环节的协同发展有助于增强公司的风险抵御能力。

图4 公司产品结构在产业链中的位置



注：虚框内为公司主要生产的产品。

资料来源：公司提供

公司主要产品为APT、氧化钨、钨粉及碳化钨粉等，根据生产工艺流程，其中APT、氧化钨、钨粉主要用于下道工序的生产，部分用于销售，故三者的产销率相对较低。碳化

钨粉是公司主要对外销售的产品，少部分用于合金粉及硬质合金，是公司收入的主要来源，产销率相对处在较高水平，2019年产销率为89.42%。合金粉和硬质合金为公司钨制品产业链的终端产品，全部对外出售，因此产销率相对较高，2019年产销率分别为102.06%和85.93%。随着IPO募投项目特种硬质合金材料及高精密硬质合金工具智能制造项目部分投产，公司合金工具业务有所发展，但由于尚处于建设期，相关产能、销售渠道等均未完善，故产销量规模较小，产销率较低。

**表 3 公司产品产销量情况**

产品	项目	2019年	2018年
APT	销售量（吨）	856.22	1,208.15
	生产量（吨）	5,518.94	7,542.46
	产销率	15.51%	16.02%
氧化钨	销售量（吨）	1,975.41	1,461.11
	生产量（吨）	7,775.41	7,201.57
	产销率	25.41%	20.29%
钨粉	销售量（吨）	412.00	350.44
	生产量（吨）	5,173.60	4,464.15
	产销率	7.96%	7.85%
碳化钨粉	销售量（吨）	4,591.81	4,531.25
	生产量（吨）	5,135.39	5,234.37
	产销率	89.42%	86.57%
合金粉	销售量（吨）	49.24	30.40
	生产量（吨）	48.24	31.40
	产销率	102.06%	96.82%
硬质合金	销售量（吨）	210.48	272.68
	生产量（吨）	244.94	301.00
	产销率	85.93%	90.59%
合金工具	销售量（支）	852,618	210,848
	生产量（支）	1,870,800	476,143
	产销率	45.58%	44.28%
其他副产品	销售量（吨）	245.80	622.85
	生产量（吨）	528.62	1,021.61
	产销率	46.50%	60.97%

注 1：表中所示销量为公司对外销售的销量。

注 2：表中未统计对外代加工业务的生产量和销售量。

资料来源：公司提供

公司产品定价主要采取成本加成模式，各产品的售价根据同期钨精矿市场价格换算出各系列产品金属量，再加上不同品级的加工费用及相应利润，同时分析市场主流报价及参

考报价网站（伦敦金属导报，亚洲金属网，中华商务网）制定出产品的“价格标准”，并综合考虑原材料价格预期、客户信用情况、指标要求、生产作业安排等因素作价格微调。公司产品的销售均价易受行业景气度影响，2019年公司各产品价格较上年均有所下降，导致当年营业收入出现下滑。考虑到受COVID-19疫情影响，预计2020年钨品价格走势将呈现疲软态势，公司营业收入将受到一定不利影响。

**表 4 公司产品销售均价情况（单位：万元/吨、万元/万支）**

产品	2019 年	2018 年
APT	12.55	14.07
氧化钨	14.09	16.76
钨粉	18.25	22.36
碳化钨粉	19.27	22.94
合金粉	18.64	23.90
硬质合金	34.12	37.40
合金工具	15.56	33.20

资料来源：公司提供

销售区域方面，日本、美国、欧洲、韩国等发达国家或地区是我国主要的钨制品出口区域，2019年公司来自境外的销售收入为29,183.65万元，占营业收入的比重为19.72%。公司是我国2020-2021年16家获得钨品直接出口资格的企业之一，境外销售收入仍将在公司收入中占有一定比例。但考虑到COVID-19疫情在全球蔓延，钨品需求减弱，预计2020年公司境外销售收入将受到一定不利影响。公司国内产品销售区域主要集中在华东、华中和华北等经济较发达地区，2019年来自这三个区域的销售收入占营业收入的比重为59.41%，公司销售仍呈现一定的区域性特征。

销售渠道方面，公司采取了直销为主，经销为辅的销售模式，无论是直销还是经销均属于买断式销售，即交易完成后产品的风险和收益也随之完全转移给客户。2019年，公司直销渠道的销售收入为143,528.79万元，占营业收入的比重为96.99%。在信用政策方面，直销和经销客户基本保持一致。公司根据客户的合作年限、规模、未来合作前景和结算方式进行分级，对不同级别的客户分别给予30天、45天、60天的信用期。在结算方式上，公司与内销经销商的结算模式主要通过银行汇款以及银行承兑汇票结算，与外销经销商主要通过信用证、电汇结算，其中境外业务以美元进行结算，易受汇率波动影响，存在一定的汇率风险。

客户方面，公司境外业务客户集中度较高，而国内业务客户相对分散。2019年公司前五大客户包括五矿钨业集团有限公司、肯纳金属（中国）有限公司、自贡钨合金材料有

限公司、美国SILVER EAGLE TECHNOLOGY LNC和韩国TAEGUTEC.LTD，前五大客户收入占营业收入的比重合计为37.13%。但值得注意的是，2019年公司对韩国TAEGUTEC.LTD的销售金额大幅下降，主要系该客户所采购的氧化钨产品大幅减少所致。2019年五矿钨业集团有限公司增加对公司氧化钨产品的采购，成为公司第一大客户，但考虑到氧化钨产品在市场上可选择的厂商较多，客户对公司没有较强的依赖性，需关注客户稳定性对公司业绩的影响。

**表 5 2018-2019 年前五大客户的销售情况（单位：万元）**

年度	客户名称	销售金额	占收入的比重
2019 年	五矿钨业集团有限公司	13,383.19	9.04%
	肯纳金属（中国）有限公司	12,701.94	8.58%
	自贡钨典合金材料有限公司	10,777.32	7.28%
	美国 SILVER EAGLE TECHNOLOGY LNC	9,651.71	6.52%
	韩国 TAEGUTEC.LTD	8,424.47	5.69%
	合计	<b>54,938.62</b>	<b>37.13%</b>
2018 年	韩国 TAEGUTEC.LTD	27,345.76	16.32%
	河南省大地合金股份有限公司	10,976.99	6.55%
	肯纳金属（中国）有限公司	10,175.12	6.07%
	IMC 国际金属切削（大连）有限公司	9,240.52	5.52%
	百利精密刀具（南昌）有限公司	5,761.51	3.44%
	合计	<b>63,499.90</b>	<b>37.91%</b>

资料来源：公司提供

### **2019年公司原材料采购均价下降，但全年波动较大，对公司盈利能力造成较大不利影响**

公司采购原材料主要包括钨精矿、APT及水、电和煤炭等能源产品。其中，水和煤炭主要在冶炼环节，电力主要集中在氢气制备环节，公司生产经营所消耗的能源金额比重较小，能源价格的波动对公司盈利能力不构成重大影响。江西翔鹭拥有铁苍寨矿区钨矿采矿权，面积5.96平方千米，自产钨精矿成本较外购更低，但受国家钨精矿（三氧化钨含量65%）开采总量控制指标限制，产量有限，公司生产所需的钨精矿主要通过外购获得。

对于原材料钨精矿和APT，公司根据供应商报价以及三大网站（亚洲金属网、中华商务网、伦敦金属导报）的报价情况确定采购价格。综合考虑正常采购流程及突发情况两方面因素，公司钨精矿通常保持1-2个月的安全库存。由于2019年二季度和三季度钨精矿价格和APT价格出现大幅下跌，公司在低价时增加备货，带动全年钨精矿和APT的采购均价较上年有所下降。但考虑到公司主要产品的成本加成定价模式，原材料价格下降带动产成品销售价格下降，而公司成本采用加权平均法确认，原材料库存使得成本下降幅度小于收

入下降幅度，导致毛利率下降。

**表 6 2018-2019 年公司主要原材料采购情况（单位：万元/吨、万元）**

品种	2019 年		2018 年	
	均价	金额	均价	金额
钨精矿	7.87	57,485.65	9.11	87,968.40
APT	11.85	49,464.87	14.61	49,852.72

资料来源：公司提供

公司钨精矿和APT均在国内进行采购。2019年公司前五大供应商包括五矿钨业集团有限公司、洛阳栾川钼业集团销售有限公司、赣州市南康区康飞矿业有限公司、赣州海创钨业有限公司和湖南衡山金泰矿业有限公司，采购的产品主要为钨精矿和APT，前五大供应商占公司2019年采购总额的比例合计42.76%。

**公司各主要产品产能利用率不高，IPO募投项目和本期债券募投项目能否实现预期收益存在一定不确定性**

公司生产模式以订单式生产为主。公司根据销售部门接受的订单安排生产计划，组织人员进行生产，同时结合销售预测、库存情况及生产周期进行中间产品的备货生产。采购部按照生产计划采购原辅材料，质管部负责公司原辅材料、半成品及产成品的质量检验与质量监控；产品生产完成后由国内事业部和国外事业部组织销售。

截至2019年末，公司主要生产基地包括潮州本部生产基地和江西翔鹭生产基地。2019年下半年，公司IPO募投项目“年产300吨特种硬质合金产业化项目”投产，同时完成老厂区硬质合金生产设备的搬迁调试，公司硬质合金年产能提升至600吨，同比增长100.00%。公司本部自动化粉末生产线的改造升级和江西翔鹭老厂区粉末生产线的搬迁，带动公司碳化钨粉的年产能提升至0.72万吨。整体来看，公司各主要产品的产能增长较快，能够满足公司后续生产所需。但随着产能提升，除氧化钨、钨粉和合金工具外公司主要产品的产能利用率有所下降，2019年公司APT、氧化钨、碳化钨粉、硬质合金、合金工具的产能利用率分别为59.99%、82.72%、71.32%、40.82%和62.36%，需关注公司后续产能消化情况。

**表 7 2018-2019 年公司产品产能、产量情况**

产品	项目	2019 年	2018 年
APT	年产能（吨）	9,200.00	9,200.00
	产量（吨）	5,518.94	7,542.46
	产能利用率	59.99%	81.98%
氧化钨	年产能（吨）	9,400.00	9,400.00
	产量（吨）	7,775.41	7,201.57

	产能利用率	82.72%	76.61%
钨粉	年产能（吨）	5,560.00	5,560.00
	产量（吨）	5,173.60	4,464.15
	产能利用率	93.05%	80.29%
碳化钨粉	年产能（吨）	7,200.00	5,200.00
	产量（吨）	5,135.39	5,234.37
	产能利用率	71.32%	100.66%
硬质合金	年产能（吨）	600.00	300.00
	产量（吨）	244.94	301.00
	产能利用率	40.82%	100.33%
合金工具	年产能（万支）	300.00	90.00
	产量（万支）	187.08	47.61
	产能利用率	62.36%	52.90%
其他副产品	年产能（吨）	1,022.00	1,022.00
	产量（吨）	528.62	1,021.61
	产能利用率	51.72%	99.96%

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目包括江西翔鹭基建工程、径南工业区基础工程、大余隆鑫泰矿业有限公司窿道工程等项目，预计总投资为8.11亿元，已投资约4.35亿元，后续尚需投资3.76亿元，后续建设资金基本需公司自筹。此外，本期债券募投项目预计总投资3.68亿元，其中拟使用募集资金3.02亿元，2019年末已投资689.69万元。总体来看，公司在建项目投资需求将带来一定的资金压力。

同时值得注意的是，IPO募投项目“特种硬质合金材料及高精密硬质合金工具智能制造项目”已经部分投产，但由于该项目尚处于建设期，在销售渠道、产品运营方面仍有待完善，2018年和2019年公司合金工具的毛利率均为负数，产销率分别为44.28%和45.58%。随着合计总投资6.87亿元的IPO募投项目和本期债券募投项目的投产，公司在硬质合金和合金工具的产能将大幅提升，未来这部分产能能否有效消化并实现预期收益存在一定不确定性。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用

新会计准则编制。

## 资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但应收账款与存货占用较多营运资金，存货存在一定的跌价风险，在建工程规模较大，需关注公司产能提升后能否顺利消化并实现预期收益

公司资产规模保持增长，2019年末公司资产规模为227,325.49万元，同比增长13.53%，2020年3月末公司资产规模增加至232,681.80万元，仍以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18,631.41	8.01%	24,844.33	10.93%	28,784.09	14.38%
应收账款	30,610.68	13.16%	27,234.57	11.98%	18,761.86	9.37%
应收款项融资	7,510.42	3.23%	12,598.43	5.54%	-	-
存货	52,019.27	22.36%	43,792.03	19.26%	48,987.04	24.46%
其他流动资产	10,937.03	4.70%	9,991.60	4.40%	8,296.04	4.14%
<b>流动资产合计</b>	<b>137,323.33</b>	<b>59.02%</b>	<b>132,425.54</b>	<b>58.25%</b>	<b>119,587.43</b>	<b>59.72%</b>
固定资产	48,345.96	20.78%	48,123.51	21.17%	36,637.38	18.30%
在建工程	25,097.06	10.79%	25,172.97	11.07%	18,498.04	9.24%
无形资产	10,250.99	4.41%	10,314.30	4.54%	10,789.55	5.39%
商誉	4,938.08	2.12%	4,938.08	2.17%	4,938.08	2.47%
<b>非流动资产合计</b>	<b>95,358.47</b>	<b>40.98%</b>	<b>94,899.94</b>	<b>41.75%</b>	<b>80,647.97</b>	<b>40.28%</b>
<b>资产总计</b>	<b>232,681.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>227,325.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>200,235.40</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司货币资金为24,844.33万元，主要为银行存款和其他货币资金，2019年末货币资金中有10,434.57万元因为公司银行承兑汇票设置质押担保而受限。

截至2019年末，公司应收账款为27,234.57万元，同比增长45.16%，主要系当年第四季度销售收入增加所致，其中账龄在一年内的应收账款余额占比为96.28%，账龄较短；从集中度来看，公司应收账款期末余额前五名合计占比为40.89%。截至2019年末，公司应收款项融资为12,598.43万元，均系银行承兑汇票。

截至2019年末，公司存货账面价值为43,792.03万元，同比下降10.61%，其中产成品为13,675.69万元，已计提存货跌价准备140.55万元，考虑到公司存货中半成品和产成品规模较大，需关注APT及钨精矿等原材料和最终产品价格波动带来的跌价风险。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税额和理财产品，2019年末公司其他流动资产为9,991.60

万元。

截至2019年末，公司固定资产为48,123.51万元，同比增长31.35%，主要系当年江西翔鹭的基建工程、径南工业区基础工程、大余隆鑫泰矿业有限公司隧道工程等在建工程部分转入固定资产所致，其中241.16万元为公司银行借款设置抵押担保而受限。截至2019年末，公司在建工程为25,172.97万元，同比增长36.08%，主要系江西翔鹭的基建工程等在建项目新增投入所致。公司无形资产主要是土地使用权和采矿权，2019年末无形资产为10,314.30万元，其中2,960.14万元为公司银行借款及银行承兑汇票设置抵押担保而受限。公司商誉主要系收购江西翔鹭形成的商誉，2020年3月末公司商誉为4,938.08万元，未计提减值准备。

整体而言，公司资产规模保持增长，但应收账款与存货占用较多的营运资金，存货面临一定的跌价风险，固定资产和在建工程规模较大，随着募投项目的完工，未来公司产能将大幅提升，需关注公司产能提升后能否顺利消化并实现预期收益。

## 资产运营效率

### 2019年公司营运资产和整体资产周转效率均有所下降

公司应收款项主要来自钨类产品的销售货款，根据客户资质不同给予不同期限的账期，结算方式主要采取票据、汇款及信用证等。受营业收入下降及应收账款回款速度放缓影响，2019年公司应收账款周转天数较上年上升24.23天，为55.95天。2019年公司存货周转天数为130.05天，存货周转效率有所下降，主要系当年营业收入下降所致。公司应付账款主要系应付钨精矿和APT等原材料采购款，2019年公司应付账款周转天数为17.67天，对上游供应商的资金占用能力较弱。受上述因素影响，2019年公司净营业周期为168.33天，较上年上升33.82天，营运资产周转效率较上年有所下降。

随着公司在建项目投入增加，流动资产占比下降，固定资产占比上升，再加上2019年公司营业收入有所下降，导致当年流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数均较上年有所上升，整体资产周转效率有所下降。

**表 9 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	55.95	31.72
存货周转天数	130.05	115.47
应付账款周转天数	17.67	12.68
净营业周期	168.33	134.51
流动资产周转天数	306.55	233.84

固定资产周转天数	103.10	58.06
总资产周转天数	520.08	378.40

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019年公司营业收入出现下滑，盈利能力有所下降，需关注钨品价格走势对公司收入和盈利能力的影响**

公司营业收入主要来源于碳化钨粉、氧化钨、APT等钨制品的销售。2019年公司实现营业收入同比下降11.66%，主要系受2019年第二季度和第三季度钨产品价格大幅下跌影响，公司钨系列产品销售价格下降。2020年1-3月公司实现营业收入26,133.64万元，同比下降38.43%，主要系受COVID-19疫情影响，公司复工时间推迟所致。考虑到疫情对下游需求的影响，预计2020年钨品价格将呈现疲软态势，需关注后续钨品价格走势对公司收入的影响。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为13.22%，较上年下降2.28个百分点，主要系当年原材料价格短期大幅波动所致。2020年1-3月公司综合毛利率为11.98%，较上年同期下降2.88个百分点，主要系受COVID-19疫情导致复工延迟，收入下降但仍需支付固定成本所致，再加上2020年3月以来钨品价格短期大幅下行，也对公司营业成本产生影响，需关注后续钨品价格波动对公司毛利率的影响。

期间费用方面，2019年公司期间费用率为9.46%，较上年增加2.44个百分点，主要系当年搬厂损失等导致管理费用增加，以及因融资活动带来的财务费用增加所致。2019年公司利润总额为7,049.43万元，同比下降47.47%，主要系当年钨品价格波动所致。综合来看，公司产品以氧化钨、钨粉、碳化钨粉等粗加工产品为主，毛利水平不高，利润空间易受原材料钨精矿价格挤压。

**表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	26,133.64	147,978.54	167,515.52
营业利润	749.27	7,138.28	13,536.59
利润总额	904.22	7,049.43	13,420.25
净利润	816.36	6,475.92	11,710.15
综合毛利率	11.98%	13.22%	15.50%
期间费用率	14.27%	9.46%	7.02%
营业利润率	2.87%	4.82%	8.08%
总资产回报率	-	4.88%	9.03%

净资产收益率	-	6.68%	12.87%
营业收入增长率	-38.43%	-11.66%	71.67%
净利润增长率	-67.63%	-44.70%	69.73%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

### 2019年公司经营活动现金流表现欠佳，资本支出规模仍较大，面临一定的资金压力

由于应收账款回款速度放缓，2019年公司收现比为0.81，收现能力较上年有所下降。受利润规模下降影响，2019年公司FFO为14,261.63万元，同比下降20.79%，经营现金生成能力下降。由于公司原材料采购规模仍较大，同时对上游供应商的资金占用规模下降，2019年公司经营活动现金流转变为净流出5,437.51万元，经营活动现金流表现欠佳。

2019年公司投资活动现金流入主要是赎回的理财产品和取得投资收益收到的现金等；投资活动现金流出主要为项目建设投入，由于当年在建项目投入较大，投资活动现金净流出27,547.38万元。为弥补经营活动和投资活动现金的不足，公司筹资规模也不断扩大，2019年公司银行借款规模较大，带动当年筹资活动现金净流入31,333.27万元。

近年来，随着业务规模持续扩大，公司不断新建、改扩建厂区以及新增机器设备以扩充产能，再加上以IPO募投项目和本期债券募投项目等项目建设和运营需要，存在一定的资金压力。

**表 11 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.81	0.85
净利润	6,475.92	11,710.15
非付现费用	4,534.61	4,138.71
非经营损益	3,251.10	2,156.45
FFO	14,261.63	18,005.31
营运资本变化	-20,860.22	5,408.03
其中：存货减少（减：增加）	5,054.46	-7,139.80
经营性应收项目的减少（减：增加）	-13,160.63	-10,175.29
经营性应付项目的增加（减：减少）	-12,754.05	22,723.13
其他	1,161.08	-70.21
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-5,437.51</b>	<b>23,343.13</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-27,547.38</b>	<b>-29,862.14</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>31,333.27</b>	<b>2,712.62</b>
现金及现金等价物净增加额	-1,651.63	-3,806.39

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 2019年公司有息债务规模增加，短期偿债压力较大，债务结构有待改善

受益于公司经营盈余积累，2019年末公司所有者权益为98,019.94万元，同比增长2.33%。另一方面，由于公司融资规模增加，2019年末负债总额为129,305.54万元，同比增长23.80%。受此影响，公司2019年末产权比率为131.92%，所有者权益对负债的保障能力下降。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	133,977.37	129,305.54	104,448.43
所有者权益	98,704.42	98,019.94	95,786.97
产权比率	135.74%	131.92%	109.04%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司短期借款为49,236.50万元，主要系向中国银行股份有限公司、广发银行股份有限公司和中国民生银行股份有限公司等单位借入的款项，利率区间为4.35%-5.57%。公司应付票据均为原材料采购形成的银行承兑汇票，2019年末为35,657.05万元，均为银行承兑汇票。公司应付账款主要为原材料采购款，由于较多采用应付票据支付，使得公司应付账款规模较小，2019年末应付账款为5,897.19万元。

截至2020年3月末，公司长期借款为8,780.00万元，主要系向兴业银行股份有限公司和中国工商银行股份有限公司借款的款项，利率均为5.225%。截至2019年末，公司应付债券为23,202.03万元，系本期债券。因本期债券为复合金融工具，本期债券有6,510.30万元属于权益工具成分，计入其他权益工具。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	49,236.50	36.75%	47,536.50	36.76%	37,781.00	36.17%
应付票据	35,187.75	26.26%	35,657.05	27.58%	45,394.00	43.46%
应付账款	10,071.61	7.52%	5,897.19	4.56%	6,708.28	6.42%
<b>流动负债合计</b>	<b>100,643.16</b>	<b>75.12%</b>	<b>95,460.13</b>	<b>73.83%</b>	<b>96,800.74</b>	<b>92.68%</b>
长期借款	8,780.00	6.55%	9,200.00	7.11%	5,880.00	5.63%
应付债券	23,202.03	17.32%	23,202.03	17.94%	0.00	0.00%

非流动负债合计	33,334.21	24.88%	33,845.42	26.17%	7,647.69	7.32%
负债合计	133,977.37	100.00%	129,305.54	100.00%	104,448.43	100.00%
其中：有息债务	120,086.28	89.63%	119,275.58	92.24%	90,735.00	86.87%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务为119,275.58万元，同比增长31.45%，占公司负债总额的比重为92.24%，有息债务规模增长较快。其中，一年内需偿还的有息债务规模为86,873.55万元，再加上公司资本支出主要以固定资产、在建工程等长期资产为主，回收期较长，存在资金期限错配的问题，短期偿债压力较大。

随着公司负债规模的增加，2019年末公司资产负债率为56.88%，较上年末上升4.72个百分点，2020年3月末公司资产负债率进一步上升至57.58%。2019年末，公司流动比率和速动比率分别为1.39和0.93，较上年末有所上升。受公司利润总额下降影响，2019年公司EBITDA为14,754.44万元，同比下降24.70%，再加上有息债务规模增加带来的利息支出增加，导致2019年公司EBITDA利息保障倍数较上年下降，息税前折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度下降。

**表 14 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	57.58%	56.88%	52.16%
流动比率	1.36	1.39	1.24
速动比率	0.85	0.93	0.73
EBITDA（万元）	-	14,754.44	19,595.30
EBITDA 利息保障倍数	-	3.75	7.90
有息债务/EBITDA	-	8.08	4.63
债务总额/EBITDA	-	8.76	5.33
经营性净现金流/流动负债	-0.05	-0.06	0.24
经营性净现金流/负债总额	-0.04	-0.04	0.22

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

公司实际控制人为本期债券提供股票质押担保和保证担保，仍可一定程度上保障本期债券的安全性

根据公司实际控制人陈启丰与本期债券保荐机构签署的《广东翔鹭钨业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》（以下简称“质押合同”），出质人陈启丰以其持有的部分公司普通股股份出质给质权人（即本期债券全体持有人），为本期债券

提供质押担保。质押担保的主债权为公司本次发行的总额3.02亿元的可转债金额（以下简称“主债权”）。质押担保的范围包括主债权的本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用（包括但不限于诉讼费或仲裁费、律师费、评估费、拍卖费等）。出质人为主债权提供担保的期限：自股份质押合同下的登记之日起至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。2019年9月19日，上述股权质押已经在中国证券登记结算有限责任公司完成质押登记，质押股数为30,012,161股。

质押财产价值发生变化后的安排如下：

1、在质押合同签订后及主债权有效存续期间，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130%，质权人有权要求出质人在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尚未偿还本息总额的比例高于150%，追加的资产限于翔鹭钨业人民币普通股，追加股份的单位价值为连续30个交易日内翔鹭钨业股票收盘价的均价。在出现上述须追加质押物情形时，出质人应追加提供相应数额的翔鹭钨业人民币普通股作为质押标的，以使质押财产的价值符合上述规定。

2、在质押合同签订后及主债权有效存续期间，若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人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（以办理解除质押登记日前1个交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的150%。

截至2020年5月31日，公司近30个交易日股票收盘价最低为8.81元/股，最高为10.32元/股，对应质押股票市场价值分别为26,440.71万元和30,972.55万元，对本期债券未偿还本息的覆盖率分别为81.10%和95.00%，已触发质押合同的补充质押条款。截至2020年5月30日，出质人陈启丰直接持有公司股票51,836,400股，已质押30,012,161股，剩余可质押股票数量为21,824,239股，若质权人要求出质人追加担保物，能够利用剩余可质押股票进行补充质押。但若公司股价出现持续下降的情况，仍需关注后续补充质押的压力。

根据公司实际控制人陈启丰签署的担保函，陈启丰对本期债券提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证；担保范围为本期债券的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用；担保期间为公司按照约定支付本期债券的利息及兑付本期债券的本金之日起两年，如本期债券利息及本金的支付义务为分期履行，则对每期债务而言，保证期间均为自每期债务履行期限届满之日起至最后一期债务履行期限届满之日起两年。

整体来看，公司实际控制人为本期债券提供股票质押和保证担保，仍可一定程度上保障本期债券的安全性。

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月5日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、评级结论

2019年，公司逐步形成覆盖从钨精矿到硬质合金刀具的产业链，有助于提升抵御风险能力。此外，公司实际控制人为本期债券提供股票质押担保和保证担保，仍可一定程度上保障本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到，公司盈利能力有所下滑，考虑到受COVID-19疫情影响，2020年钨品价格预计将呈现疲软态势，需关注钨品价格走势对公司盈利的影响；公司经营活动现金流表现欠佳，应收账款与存货占用较多的营运资金，存货存在一定的跌价风险；公司主要客户发生变动，需关注客户稳定性对公司业绩的影响；本期债券募投项目及IPO募投项目均集中于特种硬质合金和精密工具领域，未来产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性；公司有息债务增长较快，短期偿债压力较大。

基于上述因素，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA-，维持评级展望为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	18,631.41	24,844.33	28,784.09	27,735.11
应收账款	30,610.68	27,234.57	18,761.86	10,758.97
应收款项融资	7,510.42	12,598.43	-	-
存货	52,019.27	43,792.03	48,987.04	41,819.46
其他流动资产	10,937.03	9,991.60	8,296.04	6,016.15
固定资产	48,345.96	48,123.51	36,637.38	17,397.79
在建工程	25,097.06	25,172.97	18,498.04	8,230.28
无形资产	10,250.99	10,314.30	10,789.55	8,002.12
商誉	4,938.08	4,938.08	4,938.08	4,938.08
总资产	232,681.80	227,325.49	200,235.40	151,915.85
短期借款	49,236.50	47,536.50	37,781.00	28,220.00
应付票据	35,187.75	35,657.05	45,394.00	24,432.30
应付账款	10,071.61	5,897.19	6,708.28	3,265.26
长期借款	8,780.00	9,200.00	5,880.00	0.00
应付债券	23,202.03	23,202.03	0.00	0.00
总负债	133,977.37	129,305.54	104,448.43	65,670.91
有息债务	120,086.28	119,275.58	90,735.00	52,652.30
所有者权益合计	98,704.42	98,019.94	95,786.97	86,244.94
营业收入	26,133.64	147,978.54	167,515.52	97,582.42
营业利润	749.27	7,138.28	13,536.59	7,472.94
净利润	816.36	6,475.92	11,710.15	6,899.45
经营活动产生的现金流量净额	-4,905.10	-5,437.51	23,343.13	-9,802.35
投资活动产生的现金流量净额	-1,712.60	-27,547.38	-29,862.14	-28,945.72
筹资活动产生的现金流量净额	2,521.79	31,333.27	2,712.62	42,219.71
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	55.95	31.72	37.23
存货周转天数	-	130.05	115.47	132.92
应付账款周转天数	-	17.67	12.68	13.70
净营业周期（天）	-	168.33	134.51	156.45
流动资产周转天数	-	306.55	233.84	285.40
固定资产周转天数	-	103.10	58.06	50.32
总资产周转天数	-	520.08	378.40	416.00

综合毛利率	11.98%	13.22%	15.50%	15.33%
期间费用率	14.27%	9.46%	7.02%	7.92%
营业利润率	2.87%	4.82%	8.08%	7.66%
总资产回报率	-	4.88%	9.03%	7.50%
净资产收益率	-	6.68%	12.87%	10.39%
营业收入增长率	-38.43%	-11.66%	71.67%	36.53%
净利润增长率	-67.63%	-44.70%	69.73%	20.81%
资产负债率	57.58%	56.88%	52.16%	43.23%
流动比率	1.36	1.39	1.24	1.54
速动比率	0.85	0.93	0.73	0.88
EBITDA（万元）	-	14,754.44	19,595.30	10,133.72
EBITDA 利息保障倍数	-	3.75	7.90	13.18
有息债务/EBITDA	-	8.08	4.63	5.20
债务总额/EBITDA	-	8.76	5.33	6.48
经营性净现金流/流动负债	-0.05	-0.06	0.24	-0.15
经营性净现金流/负债总额	-0.04	-0.04	0.22	-0.15

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ( (本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2 ) * 100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / ( 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出 )
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

### 三、展望符号及定义

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