

2019 年江西金力永磁科技股份有限公司
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：



陈松

2019年江西金力永磁科技股份有限公司可转换公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【34】号 01

债券简称：金力转债

债券剩余规模：4.35 亿
元

债券到期日期：2025 年
11 月 01 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

	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 05 月 20 日	2019 年 03 月 20 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”）对江西金力永磁科技股份有限公司（以下简称“金力永磁”或“公司”）及其 2019 年 11 月 1 日发行的可转换公司债券（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客户资质较好，受益于细分市场业务快速增长，营收及利润保持增长，公司的技术实力和自动化生产水平进一步提升，公开发行可转债，进一步增强公司实力。同时中证鹏元也关注到，原材料价格波动对公司盈利产生一定影响，公司客户集中度较高，COVID-19 疫情对公司业绩存在潜在不利影响，应收账款对资金占用较大且短期偿债压力有所上升等风险因素。

正面：

- 公司产品应用于新能源及节能环保等新兴领域，客户资质较好。公司产品应用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调等新兴领域；目前公司下游各领域客户主要为行业知名龙头企业，并与其保持了稳定合作关系。
- 受益于细分市场业务快速增长，公司营收及利润保持增长。受益于国内风电行业需求增长以及公司海外风电业务的拓展，以及节能变频空调领域销售收入的快速增长，2019 年公司营业收入和净利润分别为 169,683.85 万元和 15,658.81 万元，分别同比增长 31.61%和 6.87%。
- 公司的技术实力和自动化生产水平进一步提升。公司研发项目涵盖材料工程、工

分析师

姓名：
邓艰 钟继鑫

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，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

艺优化、机器人及自动化应用、表面处理、可回收技术等领域，2019 年度新增专利 7 项，2019 年末累计已拥有 30 项专利。生产线自动化升级改造项目（IPO 募投项目）的陆续完工投产，公司自动化生产水平进一步提升。

- **公开发行可转债，进一步增强公司实力。**2019 年 11 月，公司成功公开发行可转债，募集资金 4.35 亿元，进一步增强公司实力，助力公司快速发展。目前，可转债募投项目“智能制造工厂升级改造项目”正稳步推进中。

关注：

- **原材料价格波动对公司盈利产生一定影响。**近年原材料成本占公司产品成本比重稳定在 77% 左右，其中稀土原材料占比较大。中重稀土供应存在一定的不确定性，加上公司产品售价调整滞后于稀土原材料价格波动，若稀土价格快速上涨，仍会对公司毛利率形成一定的不利影响。
- **公司客户集中度较高。**2019 年公司前五大客户销售额合计占当年销售总额的比重达到 70.52%，若主要客户需求发生变化，将对公司生产经营带来一定影响。
- **COVID-19 疫情对公司业绩存在潜在不利影响。**COVID-19 疫情防控存在反复，并且国外疫情尚未得到有效控制，有可能导致终端市场需求下滑，从而对公司的经营业绩造成不利影响。
- **公司应收账款规模较大，对资金形成较大占用。**2019 年末，公司应收账款账面价值 7.05 亿元，同比增长 90.54%，占总资产的 24.94%，对公司资金形成较大占用。
- **公司短期偿债压力有所上升。**截至 2019 年末，公司资产负债率为 52.93%，同比提高 6.44 个百分点，有息债务合计 8.91 亿元，同比增长 70.88%，其中短期有息债务占比 35.97%，短期偿债压力有所上升。

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	287,663.05	282,623.71	207,029.97	144,093.62
归属于母公司所有者权益合计	132,217.41	133,035.29	111,149.20	81,903.82
有息债务	103,478.31	89,144.22	52,168.00	28,070.00
资产负债率	54.03%	52.93%	46.49%	43.37%
流动比率	2.99	2.61	1.90	2.38
速动比率	2.25	1.88	1.21	1.60
营业收入	41,313.19	169,683.85	128,933.99	91,242.72

营业利润	4,245.44	17,856.92	16,009.79	15,499.69
净利润	3,591.04	15,658.81	14,652.41	13,903.43
综合毛利率	23.65%	21.58%	22.70%	28.87%
总资产回报率	-	8.85%	10.42%	13.22%
EBITDA	-	26,355.37	21,965.62	20,366.15
EBITDA 利息保障倍数	-	6.94	9.28	11.23
经营活动现金流净额	-13,318.50	4,283.84	5,809.30	10,023.37

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

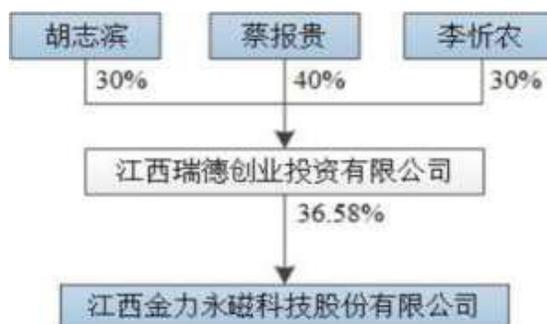
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年11月1日发行6年期4.35亿元可转换公司债券，募集资金用于智能制造工厂升级改造项目以及补充流动资金。截至2019年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.88亿元。

二、发行主体概况

2019年至2020年3月末，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人无变化，截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本仍为41,342.42万元，控股股东仍为江西瑞德创业投资有限公司，实际控制人仍为自然人蔡报贵、胡志滨、李忻农¹。

图1 截至2020年3月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2019年，公司主营业务仍为高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产和销售，纳入公司合并范围的子公司无变化。

三、运营环境

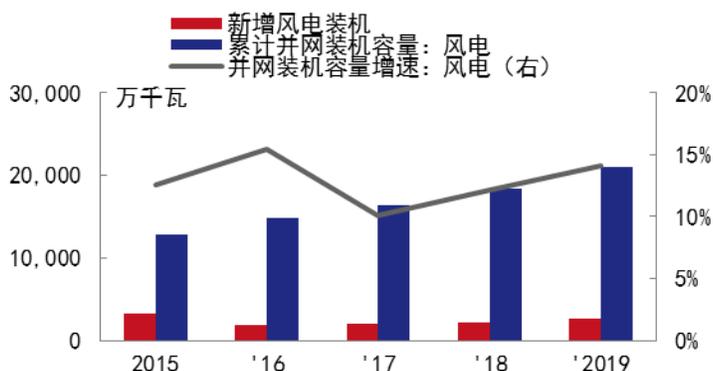
钕铁硼永磁材料应用于多个新兴领域，行业前景广阔，2020年需求有望保持一定增速。钕铁硼永磁材料是以金属间化合物Nd₂Fe₁₄B为基础的第三代稀土永磁材料，应用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调等新兴领域，行业前景广阔。

2019年风电新增装机增速保持较高水平。监测预警政策对风电投资限制边际改善，2019年国内风电新增装机规模历史第二，仅次于2015年抢装水平，年末风电装机容量2.10

¹ 2018年3月31日，蔡报贵、胡志滨、李忻农签署了《一致行动人协议》，约定三位股东在向公司董事会和董事会各项议案的表决权等事项上保持充分一致。

亿千瓦，提前1年完成国家能源局“十三五规划”目标。2019年5月国家发展改革委、国家能源局联合发布“配额制”政策，建立长效机制，分别按年度设定省级行政区域最低消纳责任权重，自2020年起进行监测评价和正式考核。新老政策衔接将倒逼存量项目加快并网，2019年5月国家能源局“2019年风电电价通知”规定2018年底之前核准的陆上风电项目，2020年底前仍未完成并网的不再补贴。经中证鹏元测算，截至2019年6月末我国25个省及地区未明确废止的风电在建、拟建项目合计约57.07GW，2020年将进行补贴抢装，风电投资保持高景气。

图1 2019年我国新增风电装机量保持较快增长，规模仅低于2015年水平



资料来源: wind, 中证鹏元整理

节能变频空调以低频启动、快速制冷制热、节能等特点获得消费者青睐以及政策支持，2019年产量及其占空调产量的比重延续上升趋势。2019年6月18日，国家发展改革委等七部委日前联合印发的《绿色高效制冷行动方案》提出，“到2022年我国家用空调等制冷产品的市场能效水平提升30%以上，绿色高效制冷产品市场占有率将提高20%”，“鼓励企业大幅提高变频、温（湿）度精准控制等绿色高端产品供给比例”，对变频空调带来长期政策支持。但是2019年末国内空调库存达到1,585.70万台的历史高位，同时COVID-19疫情向海外扩散对空调出口产生较大冲击，对2020年变频空调需求带来一定不确定性。

2019年新能源汽车补贴大幅削减，使得新能源汽车产量同比下滑0.6%；2020年1-2月受疫情影响，新能源汽车产量较上年同期下降62.80%。尽管充电设施和优质车型缺乏、补贴下滑仍对新能源汽车消费产生限制，但特斯拉Model 3本土化却能够刺激私人消费，促进中国新能源汽车全产业链的技术升级，将利好中国新能源汽车的长远发展。另外不少国家已经制定了明确的燃油车退出时间表，鼓励积极发展新能源汽车，全球各主流车企纷纷转向电动化，持续加码投资推动向电动化转型，覆盖的电动平台、车辆类型等将不断扩大，全球新能源汽车的市场需求有望增长。

图2 2019年变频空调产量占比继续提高，增速略有提高



资料来源：wind，中证鹏元整理

图3 2019年新能源汽车产量下滑，终结了连续多年的高速增长态势



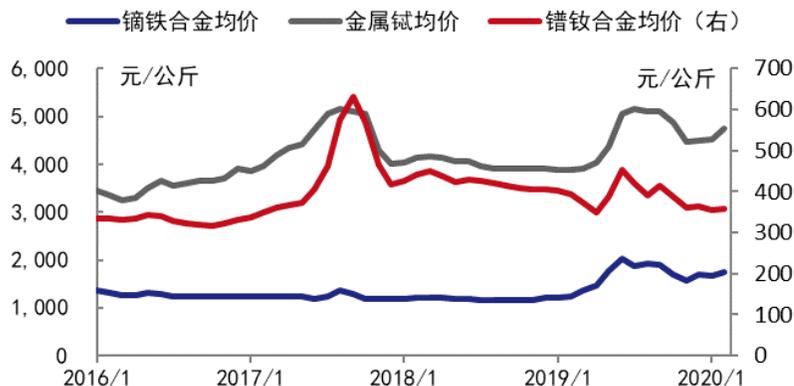
资料来源：wind，中证鹏元整理

稀土原料供应总体充足，但缅甸封关导致中重稀土供应存在一定不确定性，2020年国内稀土市场价格有望维持两级分化态势

钕铁硼永磁材料的主要原材料为钕、镨等稀土原料，其价格波动对钕铁硼永磁材料行业具有重要的影响。稀土是我国重要的不可再生战略资源，生产采取严格的总量控制措施，2019年中国稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为13.2万吨、12.7万吨，分别同比增长10.0%和10.4%。2020年上半年指标按照上年同期的50%下达，同比增长6,000吨，但缅甸封关导致混合碳酸稀土进口下降，国内部分矿山因环保原因难以复产，导致供给存在一定不确定性。

2020年国内稀土市场价格走势有望维持两极分化态势。2019年，中重稀土市场价格受缅甸关口多次关停的刺激，出现较大幅度上涨。尽管有稀土行业整治政策支撑，但海外轻稀土产量爬坡，市场货源较为充足，轻稀土价格冲高回落。2020年上半年，COVID-19疫情导致稀土企业开工不足，产量减少，下半年产业链逐步恢复，轻稀土价格有望回落，但缅甸供应若不能恢复，中重稀土仍将维持较为紧张的状态，价格有望上探上年高点。

图4 2019年以镨、铽为代表的中重稀土价格大幅上涨，而轻稀土价格冲高回落



资料来源：wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司是国内集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料于一体的领先上市企业，主要产品为钕铁硼磁钢，应用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件和节能变频空调等领域。受益于国内风电行业需求和海外风电销售的增长，以及节能变频空调领域销售的增长，2019年公司营业收入169,683.85万元，同比增长31.61%。2020年一季度公司营业收入继续保持增长，同比增速为15.12%。2019年公司综合毛利率为21.58%，同比小幅下降1.12个百分点，主要系公司风电领域产品销售收入大幅增长，以及节能变频空调、节能电梯等领域销售单价下降所致。公司2020年一季度毛利率为23.56%，相比2019年的毛利率水平已经有所回升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
钕铁硼磁钢	39,077.92	23.92%	163,011.66	21.63%	128,200.25	22.71%
其中：钕铁硼磁钢成品	38,601.93	24.03%	160,501.21	21.88%	119,301.91	24.09%
钕铁硼磁钢毛坯	475.99	15.12%	2,510.45	6.07%	8,898.34	4.19%
其他业务	2,235.27	18.95%	6,672.19	20.15%	733.73	21.26%
合计	41,313.19	23.65%	169,683.85	21.58%	128,933.99	22.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司收入和利润保持增长态势，但原材料价格波动及收入结构变化导致毛利率小幅下降；公司保持了与客户稳定的合作关系，客户集中度仍较高；COVID-19疫情对公

司业绩存在潜在不利影响

公司作为高新技术企业，在产品配方和生产工艺方面具有一定的核心技术能力，拥有全部产品自主知识产权和多项国内外发明、专利。2019年公司新增专利7项，技术实力进一步提升，截至2019年末，公司累计已拥有30项专利，包括在美国、欧盟及日本专利授权各一项。经过不断研发创新，公司目前形成并掌握了以配方体系、细晶技术、一次成型技术、生产工艺自动化技术、高耐腐蚀性新型涂层技术、晶界渗透技术等为主的核心技术体系。

公司的下游客户主要分布在风电、变频空调和新能源汽车三大领域。2019年，受益于国内风电行业需求增长以及海外风电业务的拓展，公司在风电领域收入达到8.55亿元，同比大幅增长121.40%；节能变频空调领域实现销售收入4.22亿元，同比增长13.68%。从境内外销售结构来看，公司主要收入仍来自于境内市场，但随着公司境外市场的开拓，2019年公司国外销售占比进一步提升2.83个百分点至16.58%。COVID-19疫情爆发以后，全国各省、市相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，采取多种手段防控疫情，公司及上下游等合作方都受到一定影响，但赣州地区受疫情影响相对较小，公司于2月12日复工，并且在手订单充足，生产及销售相关影响较小，2020年1-3月公司收入保持增长，毛利率有所提高。COVID-19疫情防控存在反复，并且国外疫情尚未得到有效控制，有可能导致终端市场需求下滑从而对公司的经营业绩造成负面影响。

2019年公司业务模式不变，产品仍主要以定制化为主，直接对接下游客户。2019年公司主要产品产销量分别同比增长38.12%和36.39%，产销率保持在94.72%的较高水平。公司大部分钕铁硼磁钢毛坯用于生产钕铁硼磁钢成品，只有少部分用于外销，2019年公司成品产能较为饱和，毛坯销量下降。公司产品售价基本根据成本加成定价，2019年原材料价格波动及产品配方优化等因素影响，钕铁硼磁钢成品价格从上年的291.20元/千克下降至261.70元/千克，降幅达到10.13%。

2019年，公司综合毛利率为21.58%，同比小幅下降1.12个百分点。其中国内客户毛利率为20.94%，同比保持稳定，但国外客户毛利率同比下降5.96个百分点至24.77%，主要是海外销售收入结构发生变化，毛利率较低的风电产品销售占比上升较快所致。

表2 公司钕铁硼磁钢产销情况（单位：吨）

按产品分类	2019年			2018年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
钕铁硼磁钢	6,631.94	6,281.84	94.72%	4,801.47	4,605.81	95.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要客户包括新疆金风科技股份有限公司（以下简称“金风科技”，股票代码：002202.SZ）²、美的集团股份有限公司、比亚迪股份有限公司等风力发电、空调和新能源汽车等领域的龙头企业。公司在2015-2019年连续五年获得金风科技质量信用5A级供应商的称号，2015-2019年对博世集团供货的不合格率连续五年保持0PPM³，荣获UAES-2019年度“最佳合作奖”、2019美的集团机电事业部“技术创新奖”及“年度优秀供应商”称号等，与客户保持了稳定的合作关系。2020年4月15日公司与金风科技重新签订了《磁钢采购框架合同》，约定金风科技2020年自公司采购的磁钢产品合同总价（不含税）为90,539.52万元，为公司订单带来一定的保障。但公司2019年前五大客户销售额合计占当年销售总额的比重达到70.52%，较上年小幅提升，仍存在客户集中风险。

2019年12月2日至2020年3月2日，公司第二大股东金风投资控股有限公司（金风科技的全资子公司，以下简称“金风投控”）共计减持公司6,404,243股股票，减持后，金风投控共持有公司53,595,757股股票，占总股本的12.96%。中证鹏元将持续关注该等减持事项的进展及其对双方合作关系的影响。

公司与上游供应商关系稳定，原材料供应较有保障，2019年镨钕均价下降，带动公司采购成本下降，但仍需关注原料价格波动对公司盈利的影响

近年原材料成本占公司产品成本比重稳定在77%左右，其中稀土原材料占比较大，公司根据在手订单和稀土价格走势，提前采购和储备稀土原材料及辅助金属材料，一般情况下预留3个月左右的需求量。

公司生产所需的原料主要为稀土金属，并结合加工费和价格采购部分稀土氧化物委托加工后用于生产。从采购品种来看，2019年公司综合考虑价格等因素减少了稀土氧化物的采购而增加稀土金属的采购。价格方面，2019年镨铁、钕等金属价格均大幅上涨，但使用量最大的金属镨钕均价下降10.05%，带动公司原料均价下降，这也是产品销售均价下降的主要原因之一。公司产品价格一般会定期根据稀土价格的变动进行调整，但存在一定滞后性，若稀土价格出现波动，仍会对公司毛利率形成一定的影响。

我国稀土资源主要集中于中国南方稀土集团、五矿稀土集团有限公司等六大稀土集团。2019年公司前五大供应商采购金额占采购总额的比重为63.43%，同比下降8.67个百分点，仍处于较高水平。主要供应商中，赣州稀土集团有限公司持有公司6.53%的股份、四川江铜稀土有限责任公司与公司合资设立了四川江铜稀土磁材有限公司，合作关系较为稳

² 公司对金风科技采用指定销售模式。即金风科技与公司签订了多份框架合同（以下简称“框架合同”），由公司向金风科技及其附属企业供应磁钢产品，同时，根据金风科技与中国中车股份有限公司下属企业及南京汽轮机长风新能源股份有限公司的风力发电机的采购合同，金风科技将相应的磁钢采购总数量的部分转让给中国中车股份有限公司下属企业及南京汽轮机长风新能源股份有限公司采购。

³ 0PPM即0/1,000,000，意味着交货给客户的产品100万个中有0个不良品。

定，公司原材料短缺风险较小。

IPO募投项目陆续完工，公司产能和生产自动化水平进一步提升，本期债券募投项目完工投产后将提升公司产能并优化产品布局，中证鹏元将持续关注未来新增产能释放的情况

公司实行以销定产、定制化的生产管理模式，可根据客户整体产品方案，对钕铁硼磁钢进行具体的开发设计，并进行差异化生产。公司目前已基本具备全产品生产能力，具体涵盖产品研究与开发、模具开发与制造、坯料生产、成品加工等各环节，并对各工艺流程进行全面控制和管理。2019年，随着新建年产1,300吨高性能磁钢项目（IPO募投项目）、生产线自动化升级改造项目（IPO募投项目）的陆续完工投产，公司高性能钕铁硼磁钢毛坯产能和产量分别上升至10,000吨和9,166.74吨，生产自动化水平进一步提升。其中生产线自动化升级改造项目主要用于购置机器人、测量仪等设备和软件，可实现自动数据采集、生产报表自动生成、员工生产活动自动跟踪、生产异常情况报警等功能。

截至2020年3月末，公司在建项目主要是本期债券募投项目，计划总投资30,900.00万元，已投资5,057.67万元，项目主要通过引进高端设备，优化工艺，提高生产效率等方式新增毛坯烧结产能1,500吨/年，有助于提升公司产能和优化产品布局，但存在市场环境发生重大不利变化等造成项目收益达不到预期的风险。

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制，2019年合并范围无变化。

资产结构与质量

2019年公司资产保持增长，但应收账款对公司资金形成较大占用

受债务融资以及利润留存影响，2019年公司总资产继续保持较快增长。截至2020年3月末，公司总资产28.77亿元，较2018年末增长38.95%。2020年3月末公司流动资产占比80.38%，是资产的主要构成。

表3 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	68,852.98	23.94%	77,882.97	27.56%	46,281.34	22.35%
应收票据	8,583.27	2.98%	8,366.61	2.96%	15,350.35	7.41%
应收账款	83,195.28	28.92%	70,477.32	24.94%	36,988.61	17.87%
存货	57,868.88	20.12%	63,731.15	22.55%	59,814.60	28.89%
流动资产合计	231,225.57	80.38%	227,625.57	80.54%	162,993.46	78.73%
固定资产	37,848.55	13.16%	38,493.57	13.62%	32,849.42	15.87%
其他非流动资产	6,491.04	2.26%	5,611.93	1.99%	4,447.70	2.15%
非流动资产合计	56,437.48	19.62%	54,998.14	19.46%	44,036.51	21.27%
资产总计	287,663.05	100.00%	282,623.71	100.00%	207,029.97	100.00%

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

截至2019年末，公司货币资金余额77,882.97万元，同比增长68.28%，主要系发行本期债券取得募集资金所致，其中13,452.49万元为保证金及其它冻结资金，1,089.23万元存放在境外且汇回受限，二者合计占货币资金总额的18.67%。2019年末，公司应收票据账面价值8,366.61万元，同比下降45.50%，主要系部分应收票据重分类为应收款项融资所致。应收票据中，商业票据账面价值1,561.69万元，已计提坏账准备16.83万元，占商业票据账面余额的1.08%。截至2019年末，公司应收账款账面价值70,477.32万元，同比增长90.54%，主要系2019年第四季度销售规模大幅增长且风电客户结算周期较长所致。2019年末公司应收账款坏账准备余额1,301.43万元，其中2019年按账龄计提坏账准备796.09万元，账龄1年以内的应收账款占比为98.28%。公司前五大应收对象的合计欠款占比52.66%，集中度较高，对公司资金形成较大占用，若下游行业景气度下降或客户经营不善，将带来应收账款回收风险。随着业务规模的扩张，公司采购原材料及库存商品等均有所提升，2019年末公司存货规模为63,731.15万元，同比增长6.55%。截至2019年末，公司计提的存货跌价准备为300.89万元，主要来自于库存商品和在产品。

固定资产是公司资产的重要组成部分，主要包括房屋建筑物、机器设备等，2019年末为38,493.57万元，同比增长17.18%，主要系部分在建项目完工转固及子公司赣州劲力磁材加工有限公司购置厂房所致。公司其他非流动资产为预付IPO及本期债券募投项目购置款，用于购置熔炼炉、烧结炉等设备，2019年末为5,611.93万元，同比增长26.18%。

截至2019年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计27,394.44万元，占公司总资产的9.69%。其中货币资金受限13,452.49万元，固定资产受限10,972.88万元，无形资产中的土地使用权受限2,969.07万元。

总体来看，受债务融资的增长以及利润留存影响，2019年公司资产规模保持增长，但应收账款对公司资金形成较大占用。

资产运营效率

2019年公司净营业周期有所缩短，资产运营效率仍有待提升

2019年公司应收账款周转天数和存货周转天数保持稳定，但应付账款周转天数有所提高，主要系公司票据支付货款的比例提高所致。综合上述因素，2019年公司净营业周期有所缩短。受公司业务规模的快速增长以及本期债券募集资金影响，公司2019年流动资产周转天数和总资产周转天数均有所上升。

表4 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	139.16	138.28
存货周转天数	167.11	171.99
应付账款周转天数	107.83	95.11
净营业周期	198.44	215.16
流动资产周转天数	414.37	378.79
固定资产周转天数	75.68	78.74
总资产周转天数	519.42	490.19

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司收入来源稳定，收入规模大幅增长，扣非净利润同比增长较快，但政府补贴下降导致净利润增长相对缓慢

公司主要收入来源于钕铁硼磁钢业务，近年其收入占营业收入比重均在90%以上。2019年公司营业收入同比增长31.61%，主要系风电及变频空调业务扩张所致。公司的主要客户合作关系稳定，并积极拓展境外业务，未来公司主营业务收入有一定支撑，但需关注政策变动导致下游需求变化带来的风险。

2019年，公司综合毛利率下降1.12个百分点至21.58%，主要系毛利率较低的风电领域产品销售收入大幅增长，以及节能变频空调、节能电梯等领域销售单价下降所致。2018年度公司收到上市奖励2,100.00万元、稀土钨深加工及应用产品奖励1,787.67万元，2019年度未收到类似奖励，因此2019年其他收益同比大幅下降75.74%。因此，2019年公司营业利润同比增长11.54%，低于营业收入增速，营业利润率、总资产回报率和净资产收益率均

有所下降，但归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长38.79%，高于收入增速。

2020年一季度，公司风力发电领域订单稳定，节能变频空调、新能源汽车及汽车零部件等领域销售收入较上年同期大幅增长，同时公司于2020年2月12日复工，并且在2月底恢复至最佳产能，2020年1-3月公司营业收入和净利润分别同比增长15.12%和36.97%。

表5 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	41,313.19	169,683.85	128,933.99
其他收益	64.15	983.22	4,636.84
营业利润	4,245.44	17,856.92	16,009.79
利润总额	4,081.06	17,871.09	15,918.32
净利润	3,591.04	15,658.81	14,652.41
扣除非经常性损益的净利润	3,591.46	14,683.84	10,579.59
综合毛利率	23.65%	21.58%	22.70%
期间费用率	12.23%	10.68%	12.72%
营业利润率	10.28%	10.52%	12.42%
总资产回报率	-	8.85%	10.42%
净资产收益率	-	12.84%	15.23%
营业收入增长率	15.12%	31.61%	41.31%
净利润增长率	36.97%	6.87%	5.39%
扣除非经常性损益的净利润增长率	59.63%	38.79%	9.10%

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

现金流

2019年公司经营现金流净额有所下降，资本支出的资金主要源于权益融资和债务融资

公司的主要客户及供应商为行业龙头企业，对其议价能力相对较弱，且公司业务规模发展较快，需要大量备货以满足业务扩张需求，存货及经营性应收项目对资金形成较大占用，同时票据结算规模增加，2019年经营活动现金净流入4,283.84万元，同比下降26.26%，相比净利润规模，公司经营活动现金流表现一般。

公司投资活动现金流主要是购买和赎回理财产品、购置机器设备以及项目建设产生的现金投入，2019年投资活动现金净流出12,076.91万元。2019年公司资本支出规模仍较大，但经营现金流进一步弱化，公司主要通过权益融资、债务融资方式筹集相关资金，融资渠道包括IPO、发行本期债券，2019年筹资活动现金净流入32,410.70万元，较上年有所增长。

表6 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	15,658.81	14,652.41
FFO	26,818.42	21,558.96
营运资本变化	-22,534.58	-15,749.66
其中：存货减少（减：增加）	-3,997.72	-24,333.71
经营性应收项目的减少（减：增加）	-31,084.45	-8,489.74
经营性应付项目的增加（减：减少）	12,547.59	17,073.79
经营活动产生的现金流量净额	4,283.84	5,809.30
投资活动产生的现金流量净额	-12,076.91	-10,853.50
筹资活动产生的现金流量净额	32,410.70	23,791.78
现金及现金等价物净增加额	24,761.89	19,137.05

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年公司负债水平延续上升态势，有息债务规模保持较快增长，短期偿债压力有所上升

公司通过发行本期债券和银行贷款融资，2020年3月末负债总额比2018年末增长61.48%。净资产方面，公司将可转债权益部分计入净资产，并且受益于利润留存，同期净资产增长19.37%，2020年3月末净资产较年初有所下降，主要系计提应付股利所致。综合上述两方面的影响，2020年3月末公司产权比率上升至117.54%。

表7 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	155,428.11	149,586.07	96,249.30
所有者权益	132,234.94	133,037.64	110,780.67
产权比率	117.54%	112.44%	86.88%

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

公司短期借款全部为信用借款，2019年末为29,955.17万元，利率在4.35%~5.70%之间。2019年公司业务规模扩大，并且采购原材料使用票据结算的比例增加，应付票据同比增长173.72%，但应付账款仅增长2.36%。公司应付票据均为银行承兑汇票，1年以内的应付账款占比99.73%。2019年末，公司预收款项余额为2,843.11万元，其中账龄超过3年的预收款项2,191.89万元，主要系公司预收广西银河风力发电有限公司的货款，仍处于诉讼阶段；账龄在2-3年的预收账款余额为459.43万元，主要系合同尚未履行完毕。2020年3月末，公司根据新收入准则将预收款项重分类为合同负债，预收款项余额为0。2020年3月末，公司

其他应付款余额为6,312.69万元，主要系计提应付股利所致。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，2019年末账面余额为2,106.38万元。

2019年末，公司长期借款24,880.00万元，利率区间4.75%~6.95%。公司2019年11月发行本期债券，公司将账面价值扣除权益部分纳入应付债券核算，2019年末余额为32,202.67万元。递延收益主要是与资产相关的政府补助，2019年末余额为3,557.66万元。

表8 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	26,963.16	17.35%	29,955.17	20.03%	36,100.00	37.51%
应付票据	14,649.55	9.43%	23,401.91	15.64%	8,549.52	8.88%
应付账款	19,448.63	12.51%	24,162.08	16.15%	23,603.96	24.52%
预收款项	0.00	0.00%	2,843.11	1.90%	3,821.92	3.97%
其他应付款	6,312.69	4.06%	1,154.98	0.77%	1,816.30	1.89%
一年内到期的非流动负债	3,580.27	2.30%	2,106.38	1.41%	9,144.00	9.50%
流动负债合计	77,215.28	49.68%	87,238.14	58.32%	85,617.91	88.95%
长期借款	40,175.76	25.85%	24,880.00	16.63%	6,924.00	7.19%
应付债券	32,759.12	21.08%	32,202.67	21.53%	0.00	0.00%
递延收益	3,525.80	2.27%	3,557.66	2.38%	3,707.39	3.85%
非流动负债合计	78,212.83	50.32%	62,347.93	41.68%	10,631.39	11.05%
负债总额	155,428.11	100.00%	149,586.07	100.00%	96,249.30	100.00%
其中：有息债务	103,478.31	66.58%	89,144.22	59.59%	52,168.00	54.20%

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

2019年末，公司有息债务合计8.91亿元，同比增长70.88%，其中短期有息债务占比35.97%，带来一定的短期偿债压力。截至2019年末，公司共计获得银行授信额度11.38亿元，未使用银行授信额度为4.23亿元，仍有一定的融资弹性。

截至2019年末，公司资产负债率为52.93%，同比提高6.44个百分点。2019年公司流动负债占比下降，流动比率和速动比率有所上升。受利息支出增长影响，EBITDA对利息支出和有息债务的保障程度有所下降，但仍处于较高水平。

表9 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	54.03%	52.93%	46.49%
流动比率	2.99	2.61	1.90
速动比率	2.25	1.88	1.21

EBITDA (万元)	-	26,355.37	21,965.62
EBITDA 利息保障倍数	-	6.94	9.28
有息债务/EBITDA	-	3.38	2.37
债务总额/EBITDA	-	5.68	4.38
经营性净现金流/流动负债	-	0.05	0.07
经营性净现金流/负债总额	-	0.03	0.06

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

六、其他事项分析

(一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年4月10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。

(二) 或有事项分析

截至2019年12月31日，公司尚有以下涉案金额较大的未决诉讼：

2012年，公司与广西银河风力发电有限公司（以下简称“广西银河”）签订销售合同，约定向广西银河销售钕铁硼磁钢25,920.00万元，并于2012年4、5月累计预收货款2,592.00万元。2013年4月，公司与广西银河签订了补充协议，预定变更销售价格，合同金额调整至20,088.00万元。2016年6月、2017年6月公司分别与广西银河签订了补充协议，约定将提货时间延长至2018年6月30日。2018年7月1日，广西银河就上述合同向广西北海市海州区人民法院提起诉讼，法院一审判决解除公司与广西银河签订的《销售合同》，并由公司返还广西银河预付款项21,918,870元及利息，承担部分受理费、诉讼保全费等。公司已经对上述判决提起上诉。该纠纷导致公司2,000万元银行存款被司法冻结。

七、评级结论

公司是高性能钕铁硼永磁材料生产商，产品广泛应用于风电、节能变频家电、新能源汽车及汽车零部件、节能电梯、机器人及智能制造等新能源和节能环保等新兴领域，并与下游各领域的知名龙头企业保持了稳定合作关系，受益于国内风电行业需求增长以及公司海外风电业务的拓展，以及节能变频空调领域销售收入的快速增长，公司2019年的业绩保

持增长态势。2019年公司的技术实力和自动化生产水平进一步提高，公开发行可转债后进一步增强了公司实力。

同时，中证鹏元也关注到了上游原材料价格波动较大，可能会对公司盈利产生一定影响。公司客户集中度高，若主要客户需求发生变化，将对生产经营带来一定影响。COVID-19疫情有可能导致终端市场需求下滑，对经营业绩产生负面压力。公司应收账款大幅增长并且规模较大，对资金形成较大占用。此外，公司负债水平上升，有息债务增长较快，短期偿债压力有所上升。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，本期债券的信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

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	68,852.98	77,882.97	46,281.34	24,888.72
应收账款	83,195.28	70,477.32	36,988.61	35,227.68
存货	57,868.88	63,731.15	59,814.60	35,420.91
固定资产	37,848.55	38,493.57	32,849.42	23,555.26
资产总计	287,663.05	282,623.71	207,029.97	144,093.62
短期借款	26,963.16	29,955.17	36,100.00	11,100.00
应付票据	14,649.55	23,401.91	8,549.52	8,079.18
应付账款	19,448.63	24,162.08	23,603.96	12,429.79
长期借款	40,175.76	24,880.00	6,924.00	12,970.00
应付债券	32,759.12	32,202.67	0.00	0.00
负债合计	155,428.11	149,586.07	96,249.30	62,491.37
有息债务	103,478.31	89,144.22	52,168.00	28,070.00
所有者权益合计	132,234.94	133,037.64	110,780.67	81,602.25
营业收入	41,313.19	169,683.85	128,933.99	91,242.72
营业利润	4,245.44	17,856.92	16,009.79	15,499.69
净利润	3,591.04	15,658.81	14,652.41	13,903.43
经营活动产生的现金流量净额	-13,318.50	4,283.84	5,809.30	10,023.37
投资活动产生的现金流量净额	-6,492.34	-12,076.91	-10,853.50	-9,407.33
筹资活动产生的现金流量净额	13,157.28	32,410.70	23,791.78	4,609.34
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	139.16	138.28	139.16
存货周转天数	-	167.11	171.99	167.11
应付账款周转天数	-	107.83	95.11	107.83
净营业周期	-	198.44	215.16	198.44
流动资产周转天数	-	414.37	378.79	414.37
固定资产周转天数	-	75.68	78.74	75.68
总资产周转天数	-	519.42	490.19	519.42
综合毛利率	23.65%	21.58%	22.70%	28.87%
期间费用率	12.23%	10.68%	12.72%	15.65%
营业利润率	10.28%	10.52%	12.42%	16.99%
总资产回报率	-	8.85%	10.42%	11.85%
净资产收益率	-	12.84%	15.23%	18.26%
营业收入增长率	15.12%	31.61%	41.31%	13.16%
净利润增长率	36.97%	6.87%	5.39%	102.03%

资产负债率	54.03%	52.93%	46.49%	43.37%
流动比率	2.99	2.61	1.90	2.38
速动比率	2.25	1.88	1.21	1.60
EBITDA (万元)	-	26,355.37	21,965.62	20,366.15
EBITDA 利息保障倍数	-	6.94	9.28	11.23
有息债务/EBITDA	-	3.38	2.37	1.38
债务总额/EBITDA	-	5.68	4.38	3.07
经营性净现金流/流动负债	-	0.05	0.07	0.22
经营性净现金流/负债总额	-	0.03	0.06	0.16

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告以及未经审计的 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收款项融资} + \text{期末应收款项融资}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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 + 1年内到期的非流动负债 + 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。