

广州弘亚数控机械股份有限公司

2020 年公开发行

可转换公司债券信用评级报告



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

报告编号：中鹏信评
【2020】第 Z【894】号 02

分析师

姓名：

党雨曦 张伟亚

电话：

021-51035670

邮箱：

dangyx@cspengyuan.com

评级日期：

2020 年 09 月 11 日

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：

http://www.cspengyuan.co
m/

广州弘亚数控机械股份有限公司

2020 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过 6 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：5 年

债券偿还方式：按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

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”）对广州弘亚数控机械股份有限公司（以下简称“弘亚数控”或“公司”，股票代码 002833.SZ）本次拟公开发行总额不超过 6 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司系国内板式家具机械行业龙头企业，行业地位较高；产品具备一定的市场竞争力；营业收入增长较快，盈利能力较强；资产流动性较好，经营活动现金流表现良好，债务负担较低。同时中证鹏元也关注到短期内公司外部经营环境不确定性增加；面临一定的外销风险以及新增产能消化的风险等风险因素。

正面：

- 公司系国内板式家具机械行业龙头企业，行业地位较高。公司凭借客户、技术、品牌等方面的多年积累，经营规模不断扩大，2019 年全年实现销售收入 13.11 亿元，成为我国板式家具机械制造行业的龙头企业；公司主持起草了全国第一项板式家具机械行业生产线国家标准《板式家具板件加工生产线验收通则》，作为起草单位参与制修订直线封边机、数控裁板机、单面推台裁板锯和多排钻孔机等 4 项国家林业行业标准，体现出公司在行业内具有较高的地位。
- 公司产品具备一定的市场竞争力。公司封边机产品优势较为突出，自主研发的新型高速封边机等多款产品获得高新技术产品认证，在产品性能、可靠性以及市场口碑、定价等方面均高于其他国内竞争对手，并对进口产品形成一定的替代；此外，公司裁板锯、多排钻等产品技术性能均达到国内领先水平。

- **营业收入增长较快，盈利能力较强。**受益于下游家具行业设备购置需求的增长及公司产品种类不断丰富，公司营业收入实现较快增长，2017-2019 年营业收入分别为 8.20 亿元、11.94 亿元和 13.11 亿元，年均复合增长率达 26.41%；同期综合毛利率分别为 38.18%、37.56%和 36.12%，且近三年公司总资产回报率维持在 20%以上，盈利能力较强。
- **资产流动性较好，经营活动现金流表现良好，债务负担较低。**截至 2020 年 6 月末，公司货币资金、交易性金融资产合计 7.07 亿元，占总资产的 34.23%；2017-2019 年公司经营活动现金净流入 2.26 亿元、3.00 亿元和 3.52 亿元，持续大额净流入；截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率为 22.08%，处于较低水平。

关注：

- **短期内外部环境不确定性增加。**受“COVID-19”疫情冲击，2020 年 1-6 月，公司净利润同比下滑 12.18%。新冠肺炎疫情在国内局部地区仍有反复，海外疫情尚未得到有效控制，海外企业生产经营受到较大冲击，对海外订单需求亦形成抑制，公司外销比例在 30%左右，预计将对公司全年业绩产生一定不利影响。
- **面临一定的新增产能消化风险。**公司在建工程高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目，未来建成达产后，预计可形成年产 10,000 台（套）高端数控家具制造装备的产业规模，将在现有产能基础上增加 1 倍左右，产能扩张幅度较大，若下游市场景气度下滑导致的该类产品需求量下降或公司后期市场开发不及预期等因素，新增产能无法及时消化，且折旧成本上升也将侵蚀公司利润，未来需持续关注在建项目建设进度和新增产能消化情况。
- **面临一定的外销风险。**2017-2019 年公司外销收入分别为 2.02 亿元、3.71 亿元和 3.80 亿元，分别占营业收入的 24.68%、31.03%和 29.02%，外销收入占比较高，需关注海外经济政策、贸易环境、政治文化等因素的差异与变动对公司带来的法律风险、运营风险及汇率波动风险等外销风险。

主要财务指标：（单位：万元）

项目	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	206,587.74	198,041.82	149,020.05	113,414.92
归属于母公司所有者权益合计	153,174.77	143,224.15	115,751.96	93,683.73
有息负债	16,303.36	15,377.58	3,038.78	0.00
资产负债率	22.08%	26.31%	19.74%	15.92%
流动比率	2.85	2.36	4.58	5.30

速动比率	2.31	1.80	3.82	4.67
营业收入	72,964.83	131,101.02	119,448.78	82,046.04
营业利润	17,414.25	35,981.89	32,047.17	26,906.08
净利润	14,751.39	30,649.72	27,306.35	23,479.51
综合毛利率	31.85%	36.12%	37.56%	38.18%
总资产回报率	-	20.82%	24.65%	28.05%
EBITDA	-	38,330.59	34,237.74	28,661.72
EBITDA 利息保障倍数	-	199.47	989.89	-
经营活动现金流净额	14,580.84	35,213.94	30,005.22	22,593.30

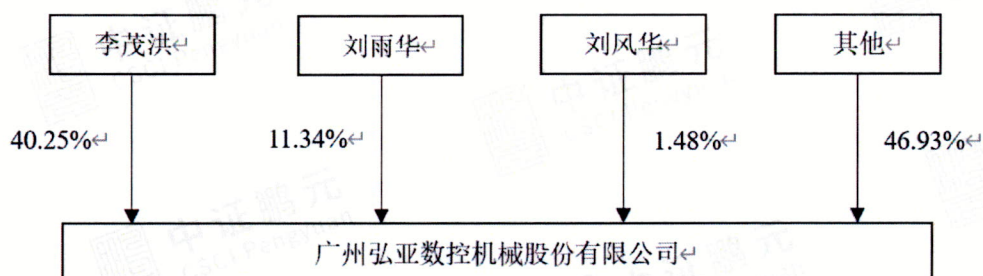
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为广州弘亚机械有限公司，成立于2006年11月，由李茂洪和欧阳涟共同出资，注册资本301.00万元，其中李茂洪持股60.00%，欧阳涟持股40.00%。后经多次股权转让及增资扩股，公司股改前注册资本增至3,823.53万元，其中李茂洪持有公司54.40%股权。公司于2012年7月整体改制为股份有限公司，并更为现名。后又经多次增资，截至公开发行股票前，公司注册资本增至10,000.00万元。公司于2016年12月首次公开发行人民币普通股（A股）3,336.00万股，募集资金净额为30,346.96万元，该次公开发行股票后公司股本增至13,336.00万元。公司股票简称“弘亚数控”，股票代码为002833.SZ。

截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本为21,644.72万元，控股股东为李茂洪，持有公司40.25%的股份。李茂洪、刘雨华、刘风华为公司的共同实际控制人，李茂洪与刘雨华为夫妻关系，刘风华与刘雨华为兄妹关系，三者为一致行动人，合计持有公司53.06%的股份。截至2020年6月末，控股股东李茂洪质押2,424.00万股，占总股本的11.20%。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司2020年半年度报告，中证鹏元整理

公司的主营业务为板式家具机械专用设备研发、设计、生产和销售，是国内板式家具机械行业代表企业。截至2020年6月末，公司纳入合并范围的子公司共10家，具体情况如下表所示。

表1 截至2020年6月末公司纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	业务性质
成都弘林机械有限公司	5,000.00	66.00%	工业制造
弘亚数控（香港）有限公司	15,000 万港元，2,000 万美元	100.00%	商业
广州王石软件技术有限公司	100.00	57.25%	软件和信息技术服务业
MUTI 2 S.R.L.	1.00 万欧元	100.00%	企业自有资金投资
MASTERWOOD S.P.A.	150.00 万欧元-	100.00%	工业制造

TEA S.P.A.	9.80 万欧元	80.00%	工业制造
A.T.I.S. S.R.L.	2.60 万欧元	80.00%	工业制造
MUTI 3 S.R.L.	1.00 万欧元	100.00%	企业自有资金投资
四川丹齿精工科技有限公司	20,000.00	72.00%	工业制造
广州玛斯特智能装备有限公司	10,000.00 万美元	100.00%	工业制造

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：广州弘亚数控机械股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过6.00亿元（含），具体发行规模提请公司股东大会授权董事会（或其授权人士）在上述额度范围内确定；

债券期限与利率：本期债券的期限为5年；本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会（或其授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

付息期限和方式：每年付息一次，对未转股部分到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自可转换公司债券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；

初始转股价格：本次发行的可转换公司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交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会（或其授权人士）在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%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审议表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。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，持有公司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审议上述方案的股东大会召开日前二十个交易日和前一交易日公司股票交易均价的较高者；同时，修正后的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。

债券赎回条款：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本次可转债。具体赎回价格提请公司股东大会授权董事会及其授权人士根据市场情况等与保荐人及主承销商协商确定。另外，在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130.00%（含130.00%）或者本期债券未转股余额不足3,000.00万元时，公司董事会及董事会授权人士有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次可转债；

债券回售条款：自本期债券最后两个计息年度起，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的70.00%时，本期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面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

若公司本期债券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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次以债券面值加上当期应计利息价格向公司回售其持有的全部或部分本期债券的权利；持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本次发行的可转换公司债券给予公司原A股股东优先配售权，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本次发行的可转换公司债券的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过60,000.00万元，扣除发行费用后，拟用于以下项目的投资：

表2 本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金规模	募集资金占项目总投资比例
------	------	-----------	--------------

高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目	69,026.00	35,000.00	50.71%
高精密家具机械零部件自动化生产建设项目	12,500.00	12,000.00	96.00%
补充流动资金	13,000.00	13,000.00	100.00%
合计	94,526.00	60,000.00	-

资料来源：公司提供

募投项目基本情况

1、高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目

根据公司提供资料，该项目实施主体为公司子公司广州玛斯特智能装备有限公司（以下简称“玛斯特”），项目地址为广州开发区内，建设期2年，总投资为69,026.00万元，包含工程建设、设备购置和安装以及铺底流动资金等投入。

根据公司提供资料，项目全部建成并达产后，预计可形成年产10,000台（套）高端数控家具制造装备的产业规模，其中封边机6,000台、加工中心1,000台。正常达产年度预计年均营业收入为162,800.00万元，净利润为24,649.55万元，项目预期效益良好，但未来若因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

截至2020年6月末，该项目已取得广州开发区行政审批局出具的《广东省企业投资项目备案证》（项目代码：2019-440112-35-03-029290），且完成了该项目环境影响登记备案（备案号：202044011200000628），本项目涉及新增土地，项目主体已和当地国土资源部门签署《土地使用权出让合同》，并取得相关不动产权证书。

2、高精密家具机械零部件自动化生产建设项目

根据公司提供资料，项目实施主体为公司本部，项目地址为广州开发区内，建设期1年，项目建成达产后，将实现年产高精度封边机机架和数控钻、裁板锯、加工中心以及输送设备等通用机架和外壳26,000件（套）及其他零部件产300,000件。项目总投资为12,500万元，其中土建投入5,100万元，设备投资6,900万元，铺底流动资金500万元。

该项目所生产的机械零部件全部配套用于终端产品的组装，不涉及对外销售，因此不单独产生效益。项目建成后，将有助于改变公司目前过度依赖外协加工的经营模式，完善公司产业链条，降低生产成本。

截至2020年6月末，该项目已取得广州开发区行政审批局出具的《广东省企业投资项目备案证》（项目代码：2019-440116-35-03-033239）和《关于高精密家具机械零部件自动化生产建设项目环境影响报告书的批复》（穗开审批环评[2020]89号），项目拟在公司现有经营场地内实施，不涉及新增土地。

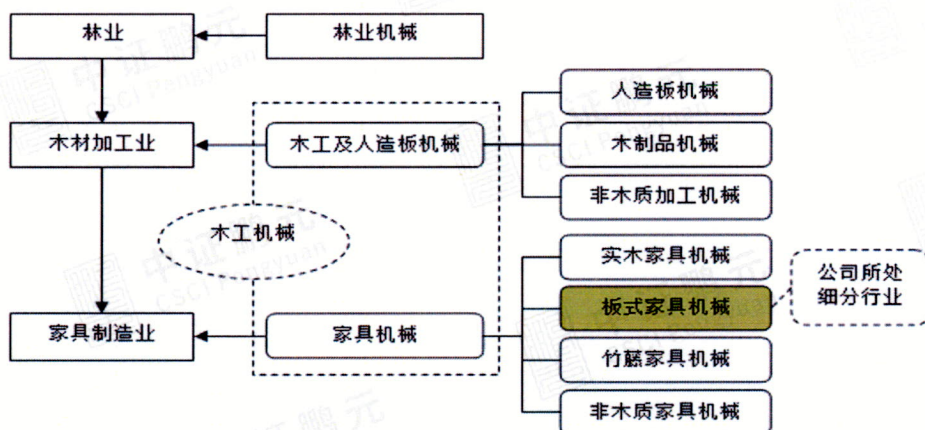
四、运营环境

家具行业产能扩张和设备升级趋势为板式家具机械行业需求端提供一定保障;但受疫情、贸易环境等影响,短期公司外部经营环境不确定性增加

公司所属行业为板式家具机械制造业,为木材加工机械制造业的细分子行业。板式家具机械制造业的上游包括标准零部件、电气件、机械加工件、金属型材生产等行业,下游主要为家具制造业,常见的板式家具主要有套房家具、衣柜、橱柜、办公家具等。板式家具机械作为制造板式家具的专用木工机械设备,其行业发展与人造板技术的发展、数控加工技术的应用以及终端家具消费市场需求等因素有密切的关系。

板式家具机械按其用途共分9类,具体包括裁板机械、封边机械、钻孔机械、联接机械、镂铣机械、表面处理机械、涂饰机械、组装机和其他机械,其中裁板机械、封边机械、钻孔机械分别用于开料、封边和钻孔等板式家具生产中最基本和关键的加工流程。上述机械已经实现自动化或者半自动化,大幅提高了家具产品的生产效率、工艺品质和自动化生产水平,常见的有数控裁板锯、自动封边机和自动多排钻等现代化数控板式家具机械设备。

图 2 板式家具行业产业链

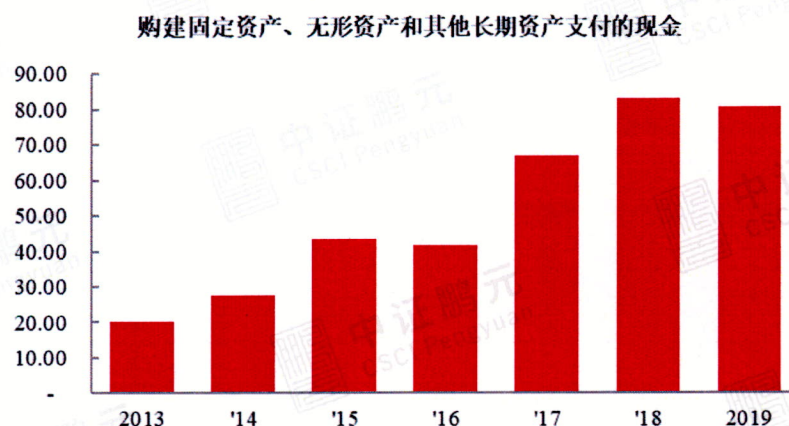


资料来源:公司招股说明书,中证鹏元整理

板式家具机械行业与下游家具行业的发展密切相关,板式家具机械的需求主要来自于家具行业新增产能和设备更新升级。近年来我国经济快速发展,城镇化率不断提升,作为国民经济支柱之一的房地产行业实现快速增长,为与之配套的家具行业提供了良好的发展条件,目前我国已发展成为了世界家具生产大国和世界家具出口大国,并出现了一批具有国际先进水平的家具明星企业和家具配套产业。受益于房地产市场不断扩大,家具行业产能持续扩充、设备更新升级,财务指标上表现为近年来家具行业资本性支出规模波动上升,选取20家具有代表性的家具上市公司为样本,2019年购建固定资产、无形资产

和其他长期资产支付的现金合计达80.54亿元，而2013年仅为20.28亿元。未来随着房地产行业平稳发展、家具行业自动化升级需求提升，预计板式家具机械行业需求端将稳步增长。

图3 近年家具行业资本性支出规模波动上升（单位：亿元）



注：选取证监会行业分类下家具制造业 20 家上市公司作为样本（扣除 ST），选取现金流量表中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金科目作为资本性支出衡量指标
资料来源：Wind，中证鹏元整理

受“COVID-19”疫情冲击，家具行业无法按时复工生产，销售端亦受阻，代表企业如索菲亚、欧派家居、顾家家居等经营均受到一定的冲击，2020年1季度上述企业营业收入分别下滑35.58%、35.09%和6.99%，作为上游的板式家具机械行业势必受到一定影响。虽然目前国内疫情已经得到有效控制，全国各地企业复工情况良好，对公司生产经营的影响已有所缓解，但国内局部地区疫情仍有反复，且随着新冠肺炎疫情在全球的蔓延，海外企业生产经营受到较大冲击，短期内对公司海外订单需求形成抑制。若海外疫情在短期内无法得到有效控制，将对公司全年经营业绩形成一定不利影响。整体来看，公司外部环境不确定性增加，短期业绩将存在一定不确定性。

板式家具机械行业中，低端产品市场竞争激烈，毛利较低，高端产品市场竞争格局较好，能够获取较大的利润空间；研发能力较强、品牌认可度高的头部企业将在产业结构升级、国产替代趋势下充分受益

从市场现状来看，我国的板式家具市场以传统成品板式家具为主，其生产过程中对于生产设备的机械化及自动化要求较低，导致我国板式家具机械制造业的进入门槛较低，从而使得我国板式家具机械制造企业经营规模普遍较小，行业集中度较低。在低端产品领域，厂商数量众多，竞争激烈，毛利率相对较低；而中高端产品市场，由于技术门槛相对较高，竞争格局相对稳定，目前主要由豪迈集团、伊玛谢林集团、意大利比亚斯和SCM集团等德国及意大利公司占据主导地位，其在自动化程度、质量稳定性和加工精度等方面具有较明

显优势，能够获得较大的利润空间。目前国内以公司、南兴股份为代表的企业，积极引进国外设备和技术，不断缩小与海外企业的技术差距，尤其是在中端产品市场，国内产品性能与指标已基本达到国际水平，且价格具有明显优势，对进口产品形成一定的替代。但在高端产品市场，与海外企业相比，国内企业在品牌、技术研发和创新能力、产品性能和品质等方面仍存在较大差距。

表 3 公司部分竞争对手情况

企业名称	国别	营业收入	主要产品
豪迈集团	德国	2019 年营业收入 12.79 亿欧元	几乎涵盖从开料到表面处理全流程中木工机械所需的所有设备
意大利比亚斯	意大利	2019 年营业收入 7.06 亿欧元	数控裁板锯、封边机、加工中心、数控钻孔中心等
伊玛谢林集团	德国	-	定制化柔性生产线、激光封边机、排钻及加工中心等
弘亚数控	中国	2019 年营业收入 13.11 亿元	自动封边机、数控钻、裁板锯、加工中心
南兴股份	中国	2019 年营业收入 15.20 亿元 (包括 IDC 收入 6.10 亿元)	自动封边机、数控钻、裁板锯、加工中心

资料来源：wind 资讯、公开资料，中证鹏元整理

从行业发展趋势来看，家具行业消费升级以及房地产行业中精装房的普及催生了定制化板式家具的需求，因此板式家具厂商正采用自动化、数控化程度越来越高的生产设备，以达到提高生产效率和产品质量的目的，从而带动板式家具机械往自动化、数控化及柔性化方向发展。产业升级过程中，低端、落后产能将逐步被淘汰，中高端板式家具机械产品的市场需求将进一步增长。目前发达国家的板式家具机械产品已将数控技术渗透到板式家具加工的各个工序，工业技术已经达到产品的全套数控化生产。随着国内板式家具机械制造相关的自动控制、传感器、伺服驱动、软件等领域技术水平提升，以数控化、自动化为特征的中高端板式家具机械设备将成为市场主流。

整体来看，板式家具机械产业结构将继续往中高端升级，低端市场逐步萎缩，竞争进一步加剧，缺乏自主研发和技术创新能力的中小企业将被淘汰，而技术研发能力较强、资金实力雄厚、品牌认可度高和产品结构持续升级的头部企业，有望在未来更加充分的竞争中受益，将促使行业集中度提升。

五、公司治理与管理

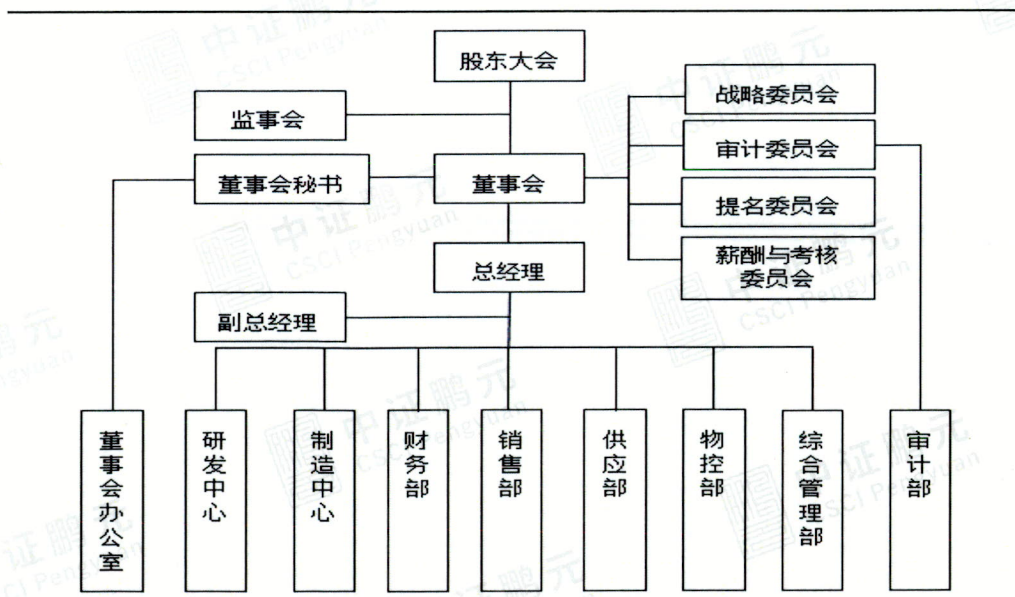
公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

股东大会作为公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。2017-2019年公司按时召开股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。公司董事会由股东大会选举或更换，任期三年，对股东大会负责。董事会由9名董事组成，设董事长1名，独立董事3名。董事会主要负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。监事会由2名监事组成，其中设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事会成员通过列席董事会和股东大会，对公司经营活动、财务状况、重大决策、股东大会召开程序以及董事、高级管理人员履行职责情况等方面实施监督。公司设总经理1名，副总经理若干，财务负责人和董事会秘书各1名，均由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期3年，连聘可以连任。

自公司成立以来，实际控制人未发生变更，高层领导团队较为稳定，主要管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验。

公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了制造中心、研发中心、财务部、销售部、供应部、物控部等相关部门，保障了公司产品开发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序合规开展。信息披露方面，公司自上市以来能够通过中国证券监督管理委员会指定的网站以及选定的媒体及时披露定期报告、募集资金使用情况等信息。但我们也注意到，随着公司资产规模、经营规模不断扩大，经营决策、组织管理和内部控制难度也将相应增加，对管理层的管理水平将会形成一定的考验。

图4 截至2020年3月末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司拥有员工1,198人，其中生产人员765人，技术人员218人。从教育程度看，本科及以上学历人员为178人，专科及以下学历的员工1,020人，人员配备基本能够满足公司生产经营需求。

表 4 截至 2019 年末公司员工的岗位分布情况及教育程度情况

岗位分布	人数	占职工总数的比例
生产人员	765	63.86%
技术人员	218	18.20%
销售人员	62	5.18%
财务人员	31	2.59%
行政人员	122	10.18%
合计	1,198	100.00%
教育程度	人数	占职工总数的比例
本科及以上	178	14.86%
大专	298	24.87%
中专/高中	454	37.90%
高中以下	268	22.37%
合计	1,198	100.00%

资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司的主营业务为板式家具机械专用设备研发、设计、生产和销售，主要应用于板式家具行业以及其他涉及人造板加工或使用的领域等。按产品划分，公司的主要产品为封边机、加工中心、裁板锯以及数控钻等，其中封边机为公司传统优势产品，具有较强的产品竞争力，后期逐步拓展至加工中心、数控钻等产品，产品系列不断丰富，并带动营业收入实现较快增长，2017-2019年公司分别实现营业收入8.20亿元、11.94亿元和13.11亿元，复合增长率为26.41%。2020年1-6月，公司营业收入同比增长11.04%，疫情影响下依然实现较好的增速水平，体现出公司较强的抗风险能力。

毛利率方面，封边机为公司传统优势产品，毛利率维持在较高水平；加工中心毛利率波动较大，主要系2019年原有毛利较低的标准化工中心产品收入占比提升，使得整体毛利率下滑，而2020年1-6月毛利率继续下滑，主要系春节假期和海外疫情冲击下，产能利用率下降带来生产成本上升，同时产品价格进行了一定幅度的下调；而裁板锯毛利率不断提升，主要系产品升级带来单位价格的提升；数控钻毛利率则相对稳定。近三年公司综合毛利率分别为38.18%、37.56%和36.12%，持续下降，主要系公司产品结构变化所致，其

中毛利率较低的加工中心产品收入占比不断提升。2020年1-6月，受疫情影响，公司生产成本升高，综合毛利率水平下降至31.85%。

表 5 按产品划分公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
封边机	29,784.42	46.80%	54,512.28	49.55%	51,155.52	49.73%	42,922.72	49.36%
加工中心	12,854.13	15.51%	25,485.46	19.02%	23,169.77	24.39%	4,623.66	16.11%
裁板锯	9,275.27	30.95%	19,632.15	30.53%	20,805.83	28.40%	17,824.19	27.33%
数控钻	13,772.33	23.22%	25,412.30	25.52%	18,120.24	26.26%	11,648.78	24.11%
其他	7,278.68	16.97%	6,058.83	49.80%	6,197.42	50.04%	5,026.69	34.15%
合计	72,964.83	31.85%	131,101.02	36.12%	119,448.78	37.56%	82,046.04	38.18%

资料来源：公司2017-2019年及2020年半年度报告，中证鹏元整理

公司系国内板式家具机械行业龙头企业，经营规模靠前，技术与研发实力领先

凭借客户、技术、品牌的多年积累，公司经营规模不断扩大，2019年公司全年实现销售收入13.11亿元，成为国内最大的板式家具机械制造企业。截至2019年末，公司已经具备5,000台封边机、800台加工中心、2,000台裁板锯和1,500台数控钻年产能规模，产销规模均位于行业前列。

公司技术与研发能力领先。公司较为重视技术研发，2017-2019年平均研发投入0.42亿元，占营业收入的3.8%左右；同时通过收购方式引进先进技术，2018年公司先后收购广州王石软件技术有限公司和意大利 MASTERWOOD S.P.A.的股权，将提升公司开发家具机械应用软件的能力以及补充公司的数控加工中心及自动化联结领域的技术短板，较大规模的研发投入以及先进技术的引进将持续提升公司的技术水平；截至2020年8月末，公司合计拥有78项专利，其中发明专利12项；公司的企业技术中心被认定为广东省省级企业技术中心、广州市市级企业技术中心；公司主持起草了全国第一项板式家具机械行业生产线国家标准《板式家具板件加工生产线验收通则》，此外受全国人造板机械标准化技术委员会委托作为起草单位参与制修订直线封边机、数控裁板机、单面推台裁板锯和多排钻孔机等4项国家林业行业标准；公司自主研发的新型高速封边机等多款产品获得高新技术产品认证，在封边机产品领域，公司竞争优势较为突出，产品性能、可靠性以及市场口碑、定价均高于其他国内竞争对手；同时公司裁板锯、多排钻等产品技术性能均达到国内领先水平。但与欧洲先进企业相比，公司的经营规模仍然较小，在品牌、技术研发和创新能力、产品性能和品质等方面仍存在一定差距。

表 6 公司研发投入情况（单位：万元）

指标	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年	2017 年
----	--------------	--------	--------	--------

研发投入金额（万元）	2,669.61	4,959.63	4,598.53	3,163.10
研发投入占营业收入比例	3.66%	3.78%	3.85%	3.86%

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

相对健全的经销网络为公司后续扩大销售规模、提升市场份额提供了一定的保障；但公司面临一定的外销风险，同时需关注公司与重要经销商合作关系变化对未来市场销售产生的不利影响

销售方面，公司主要采取经销方式，通过经销商取得的收入占主营收入的90%左右，均为买断式销售。公司通过专业展会宣传、网络营销等方式与国内外经销商建立联系，从区域资源、商业信誉、售后服务能力等多个方面综合考虑选择经销商，确定合作意向后，公司授权经销商在指定区域销售公司产品。公司主要采取“一级经销、独家代理”的经销模式，在该等模式下，公司与经销商的合作关系较为稳定。公司在华东、西南、华南等国内主要市场和欧洲、东南亚等海外市场均建立了经销商网络，产品终端用户包括索菲亚、卡诺亚衣柜、百得胜整体衣柜、皮阿诺、金牌橱柜等知名家具企业。信用政策方面，公司主要采用先款后货的结算方式，只有对个别重点客户给予一定的赊销额度和信用期限，因而近年公司应收账款规模相对较小。

2017-2019年公司境内外前五大客户均为经销商，其中境内销售前五大客户合计占营业收入的比重分别为18.37%、17.25%以及14.90%，境外销售前五大客户合计占营业收入的比重分别为14.33%、7.10%以及8.05%，客户较为分散。前五大客户合作关系较为稳定，合作期限基本都在5年以上甚至超过10年。需要注意的是，公司采取的是区域独家代理的模式，若因市场、经营状况变化等原因致使重要经销商与公司合作关系恶化或终止合作，则公司存在丧失部分终端客户乃至区域市场的潜在风险，同时公司下游客户经销商多数为规模较小的民营企业，若自身的经营状况恶化，亦使得公司面临一定的回收风险。

除了与华东区、华南区等国内主要市场的经销商建立了较为紧密的合作关系，近年来公司亦不断拓宽海外市场，2018年公司对意大利Masterwood S.p.A.公司的并购，将销售网络延伸覆盖至比利时、法国、奥地利、芬兰、德国等欧洲国家，目前销售区域已覆盖至澳洲、欧洲、美洲及东南亚50多个国家和地区，2017-2019年公司外销收入分别为2.02亿元、3.71亿元和3.80亿元，占营业收入比例由2017年的24.68%提升至2019年的29.02%。

表 7 公司营业收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
内销	54,472.74	74.66%	93,058.50	70.98%	82,388.79	68.97%	61,798.59	75.32%
外销	18,492.10	25.34%	38,042.52	29.02%	37,059.99	31.03%	20,247.45	24.68%
合计	72,964.83	100.00%	131,101.02	100.00%	119,448.78	100.00%	82,046.04	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

相对健全的销售网络及丰富的客户资源，有效提高了公司产品影响力和认可度，为公司后续扩大销售规模、提升市场份额提供了一定的保障。但需关注海外经济政策、贸易环境、政治文化等因素的差异与变动对公司带来的法律风险、运营风险及汇率波动风险等外销风险。

公司产能利用率很高，未来产能扩张幅度较大，将有效缓解目前产能紧张的局面，但需关注新增产能消化情况

生产方面，公司的生产环节主要是对板式家具机械设备总成、整机的组装和调试，产品所需的零部件品种和数量较多，主要通过外购或者外协加工的方式进行生产。公司的产品分为常规通用机型及非常规订制机型两类，对于常规通用机型，一般市场需求量大、适合批量生产，公司通常备有一定的库存，以对订单及时响应；对非常规订制机型，则在收到订单后，按照订单要求安排生产。因此，公司主要采用“订单生产与计划生产相结合并保持合理库存”的生产模式。一般情况下，常规机型从下达生产订单到产成品入库的生产周期为7-15天。

公司的生产流程主要是对功能总成及整机进行装配，因此，影响公司主要产品产能的主要因素是可使用的生产场地、公司生产人员数量以及装配加工设备。近年公司的生产场地和主要设备都得到了充分利用，产能利用率维持在很高的水平，各类产品产能利用率基本均在100%以上。公司产能由生产场地的机械设备、人员数量、单位标准生产工时以及正常排班工时计算得出，且主要产品生产工艺流程基本一致，因此公司可根据对市场预测及客户的需求情况合理调整各主要产品的产能。从具体产能来看，近年封边机产能较为稳定，加工中心和数控钻产能有所提升，而裁板锯产能则有所下降。整体来看，公司受限于生产场地和生产人员数量，产能扩充受到一定限制，若本期债券募投项目高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目建设完成，将有效缓解目前产能紧张的局面。

表 8 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：套/台）

产品明细	项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
封边机	产能	1,200	5,000	5,000	5,000
	产量	1,201	6,048	5,853	5,797
	产能利用率	100.08%	120.96%	117.06%	115.94%
	销量	1,240	6,199	5,994	5,649
	产销率	103.25%	102.50%	102.41%	97.45%
加工中心	产能	200	800	800	250
	产量	221	1,054	898	288

	产能利用率	110.50%	131.75%	112.25%	115.20%
	销量	224	1,060	805	294
	产销率	101.36%	100.57%	89.64%	102.08%
裁板锯	产能	400	2,000	3,000	3,000
	产量	473	2,361	2,880	3,176
	产能利用率	118.25%	118.05%	96.00%	105.87%
	销量	511	2,445	2,937	3,163
	产销率	108.03%	103.56%	101.98%	99.59%
数控钻	产能	400	1,500	1,300	1,200
	产量	382	1,691	1,499	1,411
	产能利用率	95.50%	112.73%	115.31%	117.58%
	销量	371	1,700	1,483	1,408
	产销率	97.12%	100.53%	98.93%	99.79%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司主要在建项目为本期债券募投项目高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目和高精密家具机械零部件自动化生产建设项目，其中高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目将引进子公司Masterwood S.p.A.的五轴智能加工中心、柔性生产线等产品，建成达产后，预计可形成年产10,000台（套）高端数控家具制造装备的产业规模，其中封边机6,000台、加工中心1,000台，将在现有产能基础上增加1倍左右，公司产能将大幅提升，但若下游市场景气度下滑导致的该类产品需求量下降或公司后期市场开发不及预期等因素，新增产能无法及时消化，从而增加公司生产成本，导致经营状况转弱，未来需持续关注在建项目建设情况和新增产能消化情况。

2019年公司相继收购中车集团四川丹齿零部件有限公司（以下简称“丹齿精工”）和广州亚冠精密制造有限公司（以下简称“亚冠精密”），其中丹齿精工是公司近年来采购量快速增长的供应商，该收购的完成有助于公司向产业链上游延伸，有效提升公司对核心零部件的自主研发和制造能力。而亚冠精密位于广州市开发区内，距离公司总部较近，收购该公司将获取优质的土地资源，在该场地内实施的高精密家具机械零部件自动化生产建设项目全部配套用于终端产品的组装，该项目建成后将有助于改变公司目前过度依赖外协加工的经营模式，完善公司产业链条，降低生产成本。

表9 截至2020年3月末，公司在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	预计完工时间	影响（产能、收益）
高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目	69,026.00	3,606.48	2021 年末	达产后形成年产 10000 台（套）高端数控家具制造装备的产业规模；正常达产年度预计年均营业收入

高精密家具机械零部件 自动化生产建设项目	12,500.00	1,711.00	2020 年末	为 16.28 亿元，净利润为 2.46 亿元。 年产高精度封边机机架和数控钻、 裁板锯、加工中心以及输送设备等 通用机架和外壳 26,000 件（套） 及其他零部件 300,000 件；全部 配套用于终端产品的组装，不涉及 对外销售，可完善公司产业链条， 降低生产成本。
-------------------------	-----------	----------	---------	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游供应商关系稳定，但直接材料占营业成本比重较高，其价格波动仍会对公司产品盈利带来一定影响

采购方面，公司采用集中采购的方式，原材料采购以成品零部件为主，采购方式有外购、外协两种方式。对于像变频器、可编程控制器等直接于产品组装所需的标准零部件，公司向供应商或从市场直接采购，都是市场供给量较大的零部件，供应较为充足，受供应不足的影响较小；而对于产品组装所需的各种配件、机架等非标准零部件，公司主要通过外协加工的方式进行采购。公司负责非标准零部件的技术研发和图纸设计并提供开模，而将加工环节委托与公司签订框架合同的外协供应商完成。公司对上游供应商支付账期一般为 30 天左右，采用电汇方式结算。

近年主营业务成本结构整体保持稳定，其中原材料成本占比较大，占主营业务成本的 85% 以上，因此原材料价格波动是影响公司产品毛利率的重要因素。公司主要原材料包括钢材及机架类、电机类、电器类、切削类、铝材类、加工件、传动件、气动件及其他材料等九大类，其中钢材及机架类、铝材类、加工件等采购价格随着钢、铁、铝等原材料市场价格波动而变动；而切削类、电机类、电器类、传动件、气动件等采购价格受国产或进口、品牌、型号等因素影响较大，价格之间可能存在一定差异。虽然公司通过加快原材料周转，与供应商共同承担部分成本等方式较少价格波动带来的影响，但若上游原材料出现快速波动的情形，仍会对公司毛利率形成一定的影响。

表 10 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	71,613.13	86.15%	64,070.99	86.46%	44,995.28	90.72%
人工	7,608.83	9.15%	6,140.81	8.29%	2,769.39	5.58%
制造费用	3,908.58	4.70%	3,890.96	5.25%	1,830.73	3.69%
合计	83,130.54	100.00%	74,102.76	100.00%	49,595.40	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年年度报告，中证鹏元整理

近年上游前五大供应商较为稳定，2017-2019 年公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重分别为 25.41%、24.15% 和 23.11%，集中度较低，供应商较为分散。

七、财务分析

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公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年半年度报告，报告均采用新会计准则编制。

近三年合并报表范围变化情况：2017年公司合并范围子公司新增1家，为弘亚数控（香港）有限公司，系设立，减少1家，为佛山市顺德区豪弘精密机械有限公司，系股权转让；2018年公司合并范围子公司新增6家，分别为广州王石软件技术有限公司、MUTI 2 S.R.L.、MASTERWOOD S.P.A.及其下属子公司TECNOS G.A. -S.R.L.、TEA S.P.A.以及孙公司A.T.I.S. S.R.L.，均为收购；2019年公司合并范围子公司新增3家，分别为玛斯特、MUTI 3 S.R.L.和丹齿精工，前者系公司新设立，后两者系公司收购；减少2家，分别为前期收购的亚冠精密和TECNOS G.A. -S.R.L.，均为吸收合并注销；2020年1-6月，公司合并范围未发生变化。截至2020年6月末，公司合并报表范围见表1。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，账面资金充裕，整体资产质量及流动性较好

近年来随着公司主营业务规模持续扩张，2017-2019年公司总资产年均复合增长率达32.14%，截至2020年6月末，总资产规模进一步增长至20.66亿元。

受益于公司近年经营现金的积累，货币资金规模增长较快，截至2020年6月末，货币资金账面金额为1.32亿元，占资产总额的6.37%，主要为银行存款，其中受限资金0.05亿元，受限比例较小。交易性金融资产为公司购买的银行理财产品，多为保本型银行理财产品，风险很小，2020年6月末账面价值为5.76亿元，占资产总额的27.86%。截至2020年6月末，公司货币资金、交易性金融资产合计7.07亿元，占总资产的34.23%，规模及占比较大，账面流动性充裕。

表 11 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13,162.49	6.37%	15,654.85	7.90%	10,982.09	7.37%	2,618.21	2.31%
交易性金融资产	57,550.00	27.86%	51,400.00	25.95%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
存货	20,563.03	9.95%	24,660.33	12.45%	17,994.49	12.08%	10,944.81	9.65%
其他流动资产	4,372.77	2.12%	1,812.59	0.92%	72,795.49	48.85%	74,460.07	65.65%
流动资产合计	107,801.29	52.18%	104,009.68	52.52%	108,214.29	72.62%	91,407.19	80.60%

固定资产	39,415.58	19.08%	41,625.61	21.02%	14,034.14	9.42%	12,939.28	11.41%
在建工程	9,795.50	4.74%	2,262.49	1.14%	2,171.80	1.46%	528.53	0.47%
无形资产	12,073.14	5.84%	12,453.46	6.29%	7,301.42	4.90%	3,550.18	3.13%
商誉	7,080.72	3.43%	7,448.55	3.76%	8,363.30	5.61%	0.00	0.00%
非流动资产合计	98,786.46	47.82%	94,032.14	47.48%	40,805.76	27.38%	22,007.73	19.40%
资产总计	206,587.74	100.00%	198,041.82	100.00%	149,020.05	100.00%	113,414.92	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

随着公司销售规模的逐步扩大，相应的备货需求增加以及外延并购的因素，存货账面价值不断增长，2017-2019年复合增长率达50.11%，2020年6月末下降至2.06亿元，其中跌价准备和减值准备为0.19亿元。公司存货主要由原材料、半成品、在产品、库存商品和发出商品等构成，其中2020年6月末库存商品为0.47亿元，占存货账面价值的22.98%，规模不大，未形成明显积压。

其他流动资产主要为待抵扣进项税额和保本保收益型银行理财产品，2019年末账面价值大幅减少至0.18亿元，主要系会计准则变更将银行理财转入交易性金融资产科目。

固定资产主要为房屋建筑物与机器设备，其中2019年固定资产规模大幅增长，主要系当年度收购亚冠精密及丹齿精工实现并表所致。截至2020年6月末，固定资产账面价值3.94亿元，其中累计折旧额为2.51亿元，占账面原值的百分比为38.42%，暂时闲置的固定资产账面价值为0.02亿元，规模较小。

近年来公司在建工程规模不大，但上升趋势明显，截至2020年6月末，在建工程账面价值上升至0.98亿元。主要系2020年1-6月高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目和高精密家具机械零部件自动化生产建设项目进入主要建设期，上述项目预算投资总额2.49亿元，随着项目不断推进，在建工程规模将继续增长。

无形资产主要为土地使用权和专利权，近年来持续增长，其中2018年末增长主要源于非同一控制下收购Masterwood S.p.A.及其下属公司所引起的专利权、商标资产增加，而2019年末增长主要系玛斯特智能当年度取得国有土地使用权所致。公司商誉主要来源于对Masterwood S.p.A.、广州王石软件技术有限公司以及四川丹齿的收购产生，2018年及2019年末公司对商誉进行了减值测试，分别计提减值准备0.23亿元、0.21亿元，截至2020年6月末，商誉账面价值为0.71亿元，占同期净资产的4.40%，占比不大，但仍面临一定的商誉减值风险。

总体来看，近年来公司总资产规模增长较快，账面资金充裕，应收账款周转较快，资产流动性较好，但应收对象多为规模较小的民营企业，使公司面临一定的回收风险。

资产运营效率

公司整体资产运营效率较高

公司主要采用先款后货的结算方式，只有对个别重点客户给予一定的赊销额度和信用期限，因此应收账款周转效率较高，2017-2019年公司应收账款周转天数分别为11.74天、10.12天和13.01天。由于备货需求增加以及外延并购的因素，近年来存货规模增速高于营业成本支出增速，使得存货周转天数不断上升，由2017年的61.55天上升至2019年的91.67天，整体存货周转效率依然较高。随着公司业务规模不断扩大以及产能扩充，相应的采购规模增加，应付账款周转天数持续上升，截至2019年末，公司应付账款周转天数为48.78天。上述因素综合影响下，公司净营业周期逐年增加，但整体经营效率依然较高，考虑到公司账面尚有一定规模的预收账款，实际运营效率强于账面。

由于近年来公司营业收入实现较快增长，流动资产周转天数不断下降；2019年并购标的的实现并表，使得固定资产及总资产增加较多，从而使得当年度固定资产周转天数和总资产周转天数均有所上升，整体呈现一定的波动。

横向对比来看，2019年公司应收账款、固定资产、总资产周转效率好于南兴股份，但存货、流动资产周转效率则弱于南兴股份。

表 12 近年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年	2017 年	南兴股份 2019 年
应收账款周转天数	13.01	10.12	11.74	55.96
存货周转天数	91.67	69.84	61.55	69.11
应付账款周转天数	48.78	32.23	26.73	56.01
净营业周期	55.90	47.73	46.56	69.06
流动资产周转天数	291.38	300.81	318.56	206.07
固定资产周转天数	76.42	40.65	74.87	121.71
总资产周转天数	476.51	395.47	430.74	511.86

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告、wind 资讯，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入实现较快增长，整体盈利能力较强，但毛利率持续下滑；需要关注“COVID-19”疫情对海外业务的影响

公司营业收入主要来源于板式家具机械专用设备研发、设计、生产和销售，近年来公司营业收入实现较快增长，2017-2019年营业收入年均复合增长率达26.41%。2020年1-6月，公司营业收入同比增长11.04%，疫情影响下依然实现较好增速水平，体现出公司较强的抗风险能力；但考虑到“COVID-19”疫情对公司尤其是海外子公司的影响，未来短期内营

业收入增速仍存在一定的不确定性。

盈利能力方面，2017-2019年公司毛利率水平持续下滑，主要系毛利率较低的加工中心产品收入占比有所提升，公司封边机、数控钻等产品毛利则较为稳定；受疫情影响，公司产能利用率下降带来生产成本上升，使得2020年上半年综合毛利率下降至31.85%。近年来公司期间费用整体随业务规模呈现扩张趋势，其中2018年期间费用增幅较大，主要系公司并表Masterwood S.p.A.及其下属公司，使得人员薪酬、运输费用等期间费用支出增幅较大，相应的期间费用率不断提升，2017-2019年分别为7.26%、11.56%和11.66%。在营业收入较快增长的推动下，公司2017-2019年分别实现利润总额复合增速为14.23%，盈利规模不断增长。由于所有者权益、总资产增长较快，近年净资产收益率和总资产收益率均呈现持续下降的态势，但盈利能力依然较强，2019年分别为23.09%和20.82%。

横向对比来看，公司毛利率水平明显高于南兴股份，主要系公司产品尤其是封边机在加工精度、速度等多项技术指标上具备较高水平，使得同类产品售价较高所致。

表 13 近年公司及竞争对手主要盈利指标

综合毛利率	2019 年	2018 年	2017 年
南兴股份	27.47%	29.85%	28.67%
弘亚数控	36.12%	37.56%	38.18%

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

表 14 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	72,964.83	131,101.02	119,448.78	82,046.04
营业利润	17,414.25	35,981.89	32,047.17	26,906.08
利润总额	17,415.43	35,939.19	32,307.15	27,540.70
净利润	14,751.39	30,649.72	27,306.35	23,479.51
综合毛利率	31.85%	36.12%	37.56%	38.18%
期间费用率	10.58%	11.66%	11.56%	7.26%
营业利润率	23.87%	27.45%	26.83%	32.79%
总资产回报率	-	20.82%	24.65%	28.05%
净资产收益率	-	23.09%	25.41%	27.98%
营业收入增长率	11.04%	9.76%	45.59%	53.60%
净利润增长率	-12.18%	12.24%	16.30%	50.37%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，整体资金压力较小

公司基本采用“先款后货”的结算方式，因此近年现金回款情况较好。由于近年公司营业收入增长较快以及现金回款情况较好，使得公司整体经营活动现金流表现较好。近三年存货和经营性应收项目不断增加，对公司营运资本形成一定占用，但规模不大，而经营性应付项目亦不断增加，使得公司整体营运资本变化不大。

投资活动方面，公司投资活动的现金流主要系理财产品购赎、长期资产投建及处置、外延收购支出所构成。其中，外延收购支出主要系支付的Masterwood S.p.A.、丹齿精工、亚冠精密收购款项，计入“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”科目，上述影响下，2017-2019年投资活动现金净流出较多。受银行借款及利息股利的分配影响，公司筹资活动现金流存在一定波动，但整体规模不大。总体来看，近年公司经营活动现金表现较好，同时公司账面资金充裕，上市后融资能力增强。本期债券募投项目（扣除补充流动资金）计划总投资规模为8.15亿元，公司未来将保持较大规模的投资支出，若本期债券成功发行，公司资金压力不大。

表 15 近年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
净利润	30,649.72	27,306.35	23,479.51
营运资本变化	4,078.62	-1,803.61	-1,463.19
其中：存货减少（减：增加）	-1,318.78	-7,901.74	-4,546.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,718.93	-2,966.22	-642.29
经营性应付项目的增加（减：减少）	7,116.33	9,064.35	3,725.99
经营活动产生的现金流量净额	35,213.94	30,005.22	22,593.30
投资活动产生的现金流量净额	-38,042.47	-16,183.76	-62,415.91
筹资活动产生的现金流量净额	6,713.43	-9,147.05	2,028.55
现金及现金等价物净增加额	4,189.21	4,563.88	-37,947.29
收现比	1.11	1.11	1.14

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司净资产规模一般，但资本实力在不断增强，债务负担较低

得益于公司持续经营的积累，2017-2019年公司所有者权益规模不断增长，年均复合增长率达到23.71%，2020年6月末进一步增长至16.10亿元；同期，公司负债总额有所上升，由2017年末的1.81亿元增长至2019年末的5.21亿元，但整体负债规模依然较小。由于负债总额增速较快，公司整体产权比率有所上升，2020年6月末为28.34%，净资产对负债保障程度较好。

表 16 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	45,623.67	52,109.72	29,419.02	18,056.00
所有者权益	160,964.08	145,932.10	119,601.04	95,358.92
产权比率	28.34%	35.71%	24.60%	18.93%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，2017-2019 年流动负债占负债总额的比重均在 80% 以上，近年负债结构较为稳定。

2019 年公司新增短期借款用于日常运营，截至 2020 年 6 月末余额为 1.33 亿元，其中信用借款 1.00 亿元。2020 年 6 月末应付账款账面余额为 1.11 亿元，集中于 1 年以内，公司具备一定的占款能力。公司主要采取先款后货的结算方式，2017-2019 年预收款项随着营收规模的增长而不断增长，2020 年 6 月末转入合同负债科目，为 0.45 亿元。其他应付款主要为押金保证金、往来款等产生，2020 年 6 月末为 0.17 亿元。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，规模不大，2020 年 6 月末为 0.12 亿元。截至 2020 年 6 月末，长期借款余额为 0.17 亿元，均为信用借款。总体来看，公司负债规模不大，实际债务负担较低。

表 17 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,319.78	29.19%	12,317.34	23.64%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	11,093.65	24.32%	13,843.82	26.57%	8,852.68	30.09%	4,502.27	24.94%
预收款项	0.00	0.00%	8,706.27	16.71%	5,935.04	20.17%	4,876.50	27.01%
其他应付款	1,706.34	3.74%	3,275.78	6.29%	4,178.15	14.20%	5,653.63	31.31%
一年内到期的非流动负债	1,237.58	2.71%	1,334.59	2.56%	1,039.00	3.53%	0.00	0.00%
流动负债合计	37,781.27	82.81%	43,984.24	84.41%	23,616.06	80.27%	17,231.83	95.44%
长期借款	1,746.01	3.83%	1,725.65	3.31%	1,999.79	6.80%	0.00	0.00%
非流动负债合计	7,842.39	17.19%	8,125.48	15.59%	5,802.95	19.73%	824.16	4.56%
负债合计	45,623.67	100.00%	52,109.72	100.00%	29,419.02	100.00%	18,056.00	100.00%
其中：有息债务	16,303.37	35.73%	15,377.58	29.51%	3,038.79	10.33%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

有息债务方面，公司近年来有息负债规模有所增长，但规模仍较小，截至 2020 年 6 月末，有息负债为 1.63 亿元，由于公司账面资金充裕，融资能力较强，公司偿付压力较小。

从偿债指标来看，2020 年 6 月末，公司资产负债率为 22.08%，负债水平较低，扣除预收账款负债水平更低。近年公司流动比率和速动比率不断下降，主要系经营规模扩大以及短期借款增加使得流动负债规模增长较快，考虑到公司资产流动性较好，短期偿付压力较小。由于近年来利润总额持续增加，使得 EBITDA 规模不断增长，2019 年末 EBITDA 利息

保障倍数为199.47，盈利对债务利息偿付的保障能力较好。

表 18 近年公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	22.08%	26.31%	19.74%	15.92%
流动比率	2.85	2.36	4.58	5.30
速动比率	2.31	1.80	3.82	4.67
EBITDA（万元）	-	38,330.59	34,237.74	28,661.72
EBITDA利息保障倍数	-	199.47	989.89	-
有息负债/EBITDA	-	0.40	0.09	-
债务总额/EBITDA	-	1.36	0.86	0.63
经营性净现金流/流动负债	0.39	0.80	1.27	1.31
经营性净现金流/负债总额	0.32	0.68	1.02	1.25

注：2017 年 EBITDA 利息保障倍数和有息负债/EBITDA 为“-”，表示当年度公司有息负债和财务利息支出为 0，上述指标无穷大。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的项目可行性研究报告，本期募投项目中高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目具有良好的经济效益，正常达产年度预计年均营业收入为162,800.00万元。但需要关注的是，未来若因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

公司募投项目以外的经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的重要保障。随着 2017-2019 年公司营业收入规模不断增加，销售商品、提供劳务收到的现金分别为9.33亿元、13.26亿元和14.52亿元，经营活动现金分别净流入2.26亿元、3.00亿元和3.52亿元。公司与经销商合作关系稳定且销售渠道不断完善，为公司后续扩大销售规模、提升市场份额提供了一定的保障。但同时中证鹏元也关注到，若公司与重要经销商合作关系恶化对未来市场销售产生的不利影响；新冠肺炎疫情对海外订单需求形成抑制，从而会对公司经营业绩造成一定不利影响，进而影响公司现金流。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

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3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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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6月30日	2019年	2018年	2017年
货币资金	13,162.49	15,654.85	10,982.09	2,618.21
交易性金融资产	57,550.00	51,400.00	0.00	0.00
存货	20,563.03	24,660.33	17,994.49	10,944.81
流动资产合计	107,801.29	104,009.68	108,214.29	91,407.19
固定资产	39,415.58	41,625.61	14,034.14	12,939.28
无形资产	12,073.14	12,453.46	7,301.42	3,550.18
非流动资产合计	98,786.46	94,032.14	40,805.76	22,007.73
资产总计	206,587.74	198,041.82	149,020.05	113,414.92
短期借款	13,319.78	12,317.34	0.00	0.00
应付账款	11,093.65	13,843.82	8,852.68	4,502.27
一年内到期的非流动性负债	1,237.58	1,334.59	1,039.00	0.00
流动负债合计	37,781.27	43,984.24	23,616.06	17,231.83
长期借款	1,746.01	1,725.65	1,999.79	0.00
非流动负债合计	7,842.39	8,125.48	5,802.95	824.16
负债合计	45,623.67	52,109.72	29,419.02	18,056.00
有息债务	16,303.37	15,377.58	3,038.79	0.00
所有者权益合计	160,964.08	145,932.10	119,601.04	95,358.92
营业收入	72,964.83	131,101.02	119,448.78	82,046.04
营业利润	17,414.25	35,981.89	32,047.17	26,906.08
利润总额	17,415.43	35,939.19	32,307.15	27,540.70
经营活动产生的现金流量净额	14,580.84	35,213.94	30,005.22	22,593.30
投资活动产生的现金流量净额	-15,321.76	-38,042.47	-16,183.76	-62,415.91
筹资活动产生的现金流量净额	-1,892.13	6,713.43	-9,147.05	2,028.55
财务指标	2020年6月30日	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	13.01	10.12	11.74
存货周转天数	-	91.67	69.84	61.55
应付账款周转天数	-	48.78	32.23	26.73
净营业周期	-	55.90	47.73	46.56
流动资产周转天数	-	291.38	300.81	318.56
固定资产周转天数	-	76.42	40.65	74.87
总资产周转天数	-	476.51	395.47	430.74
综合毛利率	31.85%	36.12%	37.56%	38.18%
期间费用率	10.58%	11.66%	11.56%	7.26%
营业利润率	23.87%	27.45%	26.83%	32.79%

总资产回报率	-	20.82%	24.65%	28.05%
净资产收益率	-	23.09%	25.41%	27.98%
营业收入增长率	11.04%	9.76%	45.59%	53.60%
净利润增长率	-12.18%	12.24%	16.30%	50.37%
资产负债率	22.08%	26.31%	19.74%	15.92%
流动比率	2.85	2.36	4.58	5.30
速动比率	2.31	1.80	3.82	4.67
EBITDA（万元）	-	38,330.59	34,237.74	28,661.72
EBITDA 利息保障倍数	-	199.47	989.89	-
有息债务/EBITDA	-	0.40	0.09	-
债务总额/EBITDA	-	1.36	0.86	0.63
经营性净现金流/流动负债	0.39	0.80	1.27	1.31
经营性净现金流/负债总额	0.32	0.68	1.02	1.25

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度报告，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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{手续费} + \text{资本化利息支出})$
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 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目增加
现金类资产	货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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。

跟踪评级安排

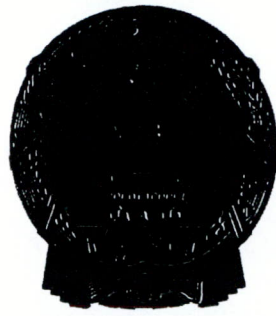
根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
类型 其他股份有限公司（非上市）
住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人 张剑文
成立日期 1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告，商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

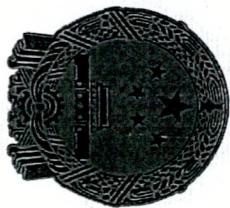


此复印件仅供
71113121 使用
再复印无效

登记机关

2018 年 11 月 05 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供
广州弘亚
再复印无效

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓 名: 张伟亚

性 别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编 号: R0030216080002

证书取得日期 2016-08-20

2019 年 01 月 16 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓 名: 党雨曦

性 别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编 号: R0030218080007

证书取得日期 2018-08-08

2019 年 01 月 16 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。