



2021年山西华翔集团股份有限公司公开发 行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年山西华翔集团股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 首次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA- | AA- |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 华翔转债 | AA- | AA- |

评级观点

- 中证鹏元维持山西华翔集团股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：603112.SH）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“华翔转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司具备一定的技术实力，压缩机零部件业务竞争力突出，收入及利润增长明显，现金生成能力较强，经营现金流表现尚可。同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度较高，应收款项对资金占用增加，面临一定的原材料价格波动和汇率波动风险。

未来展望

- 预计未来随着在建项目的陆续投产，公司竞争力将会进一步增强，营业收入和经营现金流有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年05月30日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2022.3 | 2021 | 2020 | 2019 |
|---------------|--------|----------|---------|---------|
| 总资产 | 48.65 | 48.23 | 26.30 | 22.59 |
| 归母所有者权益 | 23.09 | 22.00 | 17.76 | 11.66 |
| 总债务 | 14.33 | 14.14 | 1.64 | 4.17 |
| 营业收入 | 8.86 | 32.82 | 19.49 | 20.48 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 43.45 | 64.27 | 26.03 |
| 净利润 | 0.99 | 3.09 | 2.44 | 1.71 |
| 经营活动现金流净额 | 0.08 | 2.27 | 1.63 | 1.03 |
| 销售毛利率 | 18.66% | 19.55% | 22.20% | 22.33% |
| EBITDA 利润率 | - | 17.46% | 21.17% | 15.87% |
| 总资产回报率 | - | 9.81% | 11.62% | 9.31% |
| 资产负债率 | 48.72% | 50.50% | 32.23% | 48.17% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.16 | -0.91 | 0.27 |
| 总债务/总资本 | 36.48% | 37.20% | 8.41% | 26.24% |
| FFO/净债务 | - | -508.60% | -89.16% | 310.09% |
| 速动比率 | 2.24 | 2.24 | 2.22 | 1.17 |
| 现金短期债务比 | 3.52 | 4.43 | 4.09 | 0.92 |

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司具备一定的技术实力，压缩机零部件业务竞争力突出，收入及利润增长明显。**公司具备一定技术实力，且与格力电器、美的集团等全球领先的压缩机生产商建立了长期稳定的合作关系，压缩机零部件业务竞争力较强，2021年订单充足带动产能利用率显著提升，主要产品产销量均有所增加，公司营业收入同比增长 68.42%，净利润增长 26.64%。
- **公司现金生成能力较强，经营现金流表现尚可。**公司运营资本管理能力尚可，2021年公司 FFO 为 4.64 亿元，现金生成能力仍较强；同期公司经营活动净现金流为 2.27 亿元，呈净流入状态。

关注

- **公司面临一定的客户集中度风险，应收账款对资金占用上升。**近年公司压缩机零部件业务前五大客户收入集中度均在 80% 以上，工程机械零部件和汽车零部件客户集中度也较高。同时，近年公司应收款项对资金占用增多，面临一定回款风险。
- **公司毛利率有所下降，面临一定的原材料价格波动风险。**原材料成本在公司生产成本中占比较大，2021 年以来公司主要原材料采购均价均出现大幅上涨，且业务结构有所调整，新增的生铁类产品原材料占比很高，受此影响 2021 年公司销售毛利率同比下降 2.65 个百分点。
- **近年公司海外业务仍面临一定的汇率波动风险。**2021 年公司海外业务收入同比显著增长，占当年营业收入比重为 17.62%，公司外销产品结算主要以客户所在地货币结算，汇率的波动将会影响到公司汇兑损益。

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|-----------------|------------------------------------|
| 工商企业通用信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2021V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法 | cspy_ff_2019V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-----------|------|----------|---------------|------|
| 业务状况 | 行业风险 | 3 | 财务状况 | 杠杆状况 | 较小 |
| | 经营状况 | 中等 | | 净债务/EBITDA | 7 |
| | 经营规模 | 4 | | EBITDA 利息保障倍数 | 7 |
| | 产品、服务和技术 | 5 | | 总债务/总资本 | 7 |
| | 品牌形象和市场份额 | 4 | | FFO/净债务 | 7 |
| | 经营效率 | 4 | | 杠杆状况调整分 | -2 |
| | 业务多样性 | 2 | | 盈利状况 | 非常强 |
| | | | 盈利趋势与波动性 | 中等 | |
| | | | 盈利水平 | 5 | |
| 业务状况评估结果 | | 中等 | 财务状况评估结果 | | 很小 |
| 指示性信用评分 | | | | | aa- |
| 调整因素 | 无 | | 调整幅度 | | 0 |
| 独立信用状况 | | | | | aa- |
| 外部特殊支持调整 | | | | | 0 |

公司主体信用等级

AA-

历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|--------|------|------------|---------|--|----------------------|
| AA-/稳定 | AA- | 2021-06-18 | 宋晨阳、胡长森 | 工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0) | 阅读全文 |

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|-----------|-----------|------------|------------|
| 华翔转债 | 8.00 | 8.00 | 2021-06-18 | 2027-12-22 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月22日发行6年期8.00亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后，52,500.00万元用于“机加工扩产升级及部件产业链延伸项目”，5,151.07万元用于“铸造产线智能化升级与研发能力提升项目”，21,000.00万元用于补充流动资金。截至2021年12月31日，“华翔转债”募集资金专项账户余额为78,690.00万元。

三、发行主体概况

2021年4月，公司向限制性股票激励对象定向发行股票使公司股本增加，截至2022年3月末，公司股本为43,715.07万元，其中控股股东山西临汾华翔实业有限公司（以下简称“华翔实业”）持股62.01%，王春翔及其子王渊、其女王晶分别持有华翔实业40%、30%、30%股权，为公司实际控制人。2022年3月末，公司控股股东华翔实业累计质押公司股份数量10,420万股，占其所持公司股份的38.43%。

表1 截至2022年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

| 序号 | 股东 | 直接持股数量 | 持股比例 |
|----|---------------------|-------------|--------|
| 1 | 山西临汾华翔实业有限公司 | 271,135,074 | 62.01% |
| 2 | 山西省交通开发投资集团有限公司 | 45,375,000 | 10.38% |
| 3 | 大成高新技术产业股票型证券投资基金 | 15,079,880 | 3.45% |
| 4 | 广州万宝长睿投资有限公司 | 12,970,000 | 2.97% |
| 5 | 诺安先锋混合型证券投资基金 | 10,089,514 | 2.31% |
| 6 | 孙文礼 | 4,006,428 | 0.92% |
| 7 | 深圳高升源投资企业（有限合伙） | 2,629,800 | 0.60% |
| 8 | 大成优势企业混合型证券投资基金 | 2,540,388 | 0.58% |
| 9 | 邓春臣 | 2,130,757 | 0.49% |
| 10 | 大成基金-蓝筹精选1号集合资产管理计划 | 1,901,900 | 0.44% |

资料来源：公司2022年第一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司纳入合并范围的一级子公司增加3家，减少1家，截至2021年末为11家，详见附录四。2021年4月公司控股子公司华翔集团翼城新材料科技园有限公司以现金方式收购晋源实业有限公司（以下简称“晋源实业”）100%股权，晋源实业成为公司二级子公司。

表2 公司合并范围变动情况

跟踪期新纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 业务性质 | 合并方式 |
|------------------------------------|------|------|------|
| 华翔集团翼城新材料科技园有限公司 | 51% | 制造业 | 设立 |
| 华翔(洪洞)智能科技有限公司 | 100% | 制造业 | 设立 |
| Huaxiang Holding (Thailand) Co.Ltd | 98% | 制造业 | 设立 |

跟踪期不再纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 原持股比例 | 业务性质 | 不再纳入合并原因 |
|----------------|---------|------|----------|
| 中山华翔精密机械制造有限公司 | 100.00% | 制造业 | 注销 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

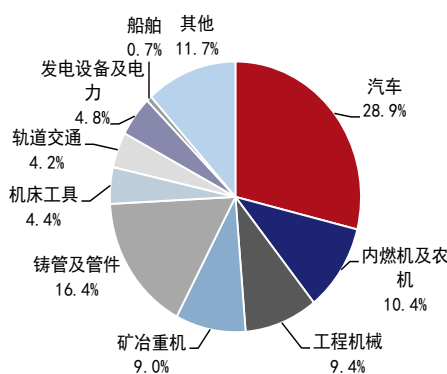
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

铸造产品下游应用广泛，预计制冷压缩机保持稳定，机械铸件出口显著恢复，铸造行业仍将保持稳定增长，但需关注汽车需求增速放缓对行业的影响，及出口面临的海运及汇率波动风险

铸造件产品广泛应用于汽车、工程机械、压缩机、内燃机、矿冶、发电、轨道交通、船舶等各类制造行业。受主机行业需求放缓、汽车轻量化以及国际贸易摩擦等因素的综合影响，“十三五”期间我国铸造行业铸件产量增速有所放缓，2016-2020年平均增速为2.6%，总体上保持了平稳增长态势。

图 1 2020 年下游行业铸件需求比例

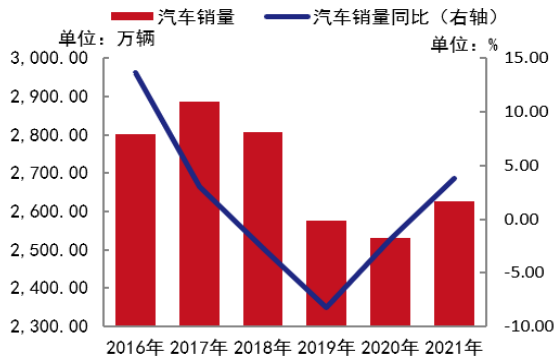


资料来源：中国铸造协会，中证鹏元整理

下游行业铸件需求中，汽车行业居于首位，远超其他行业。预计2022年汽车供需两端受疫情冲击，汽车消费需求谨慎乐观，新能源汽车高景气依旧，但增速会有所放缓，预计汽车铸件未来增速可能放缓。2021年，汽车行业虽受芯片等核心部件产能不足的制约，但仍迎来了新的上升周期，全年汽车产销仍保持稳中有增的发展态势。根据中国汽车工业协会统计，全国汽车产销分别为 2,608.2万辆和2,627.5万辆，同比增长3.4%和3.8%，结束了自2018年以来连续三年下降趋势；其中乘用车产销分别为2,140.8万辆和2,148.2万辆，同比分别增长 7.1%和6.5%；商用车受重型柴油车国六排放法规切换、“蓝牌轻卡”

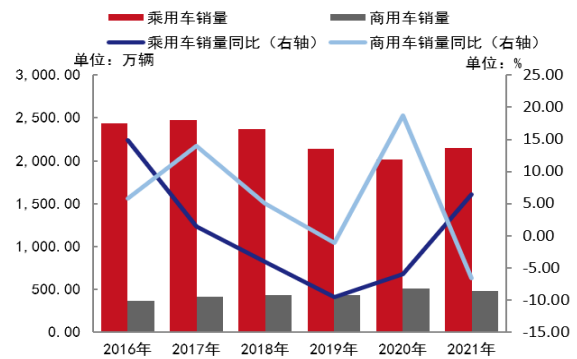
政策带来的消费观望、基建和房地产投资增速下行等因素影响，产销分别为 467.4万辆和479.33万辆，同比下降10.7%和6.6%。

图 2 2021 年我国汽车总体销量触底回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 2021 年商用车销量增速下行

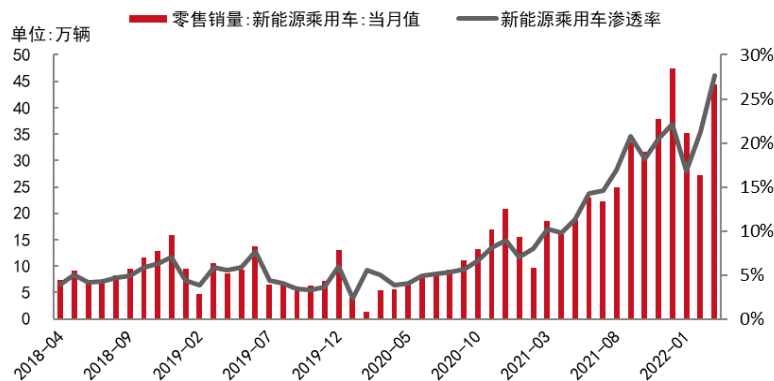


资料来源：Wind，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着新能源乘用车渗透率不断提高，汽车“新四化”进程加速，补贴退坡政策市场接受度已较高，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。根据此前财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委于 2021 年 12 月联合发布的《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2021〕466 号），将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，并明确 2022 年新能源汽车购置补贴将彻底退出。2022 年新能源汽车销量可期，新能源乘用车渗透率有望进一步提高，新能源汽车零部件需求将快速增长，但增速可能放缓。

中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术以及供应体系获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出。长期来看，政府发展新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场占有率扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

图 4 2021 年新能源乘用车销量和渗透率均实现大幅增长



注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

制冷压缩机是铸件重要的应用领域。制冷压缩机是空调、冰箱的核心零部件，2021年我国白色家电市场整体运行平稳，海外订单增长明显，但由于受到下半年房地产调控政策和海运运力的不利影响，全年呈现先强后弱的走势。根据国家统计局数据，2021年我国房间空气调节器、家用电冰箱的产量分别为21,835.7万台和8,992.1万台，分别增长3.8%和-0.3%；每百户空调、电冰箱（柜）拥有量分别为131.2台和103.9台，分别增长11.4%和2.0%。受益于白色家电市场的稳定，制冷设备用压缩机产销量整体上也保持平稳。白色家电行业具有地产后周期属性，中长期来看，地产行业“房住不炒”与“三稳”基调的调控政策不变，但短期内也会有政策纾困的利好，预计楼市或将步入平稳期，从而间接对国内白色家电消费造成一定的影响。

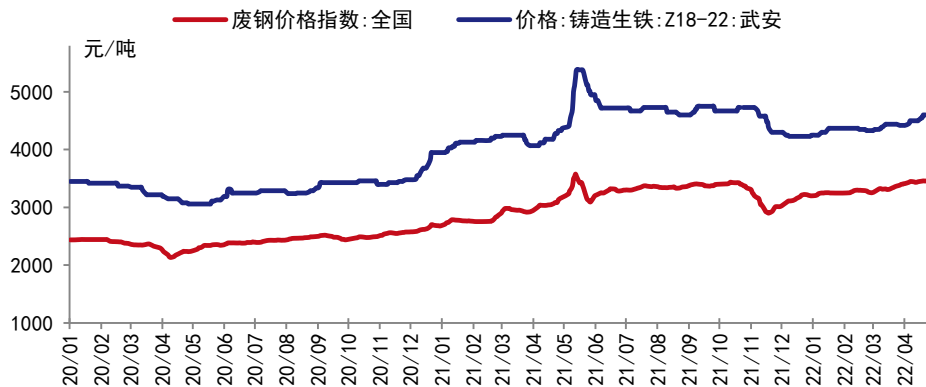
工程机械方面，受国内基础设施建设等因素的拉动，工程机械行业近年来保持较快发展。根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2021年，纳入统计的25家主机制造企业共计销售各类挖掘机械产品342,784台，同比增长4.63%；其中国内274,357台，同比下降6.32%；出口68,427台，同比增长97%，工程机械行业在出口带动下保持了稳定增长。受益于国家“一带一路”战略布局和有效的疫情防控政策，尽管海运运力紧张，工程机械行业外贸销量仍实现了逆势上涨。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会统计数据显示，2021年叉车销量首次突破百万台大关，全年实现销量109.9万台，同比增长37.4%。

工程机械行业的发展与宏观经济走势和固定资产投资波动密切相关。2021年以来，国内基建投资增速低于预期，本轮行业设备置换高峰期也接近尾声，预计2022年工程机械行业景气度将有所回落，未来国内市场增量需求减少或将使得国内行业增速放缓。但另一方面，2021年以来海外主要市场区域疫情有所缓解，工程机械行业出口数据明显好于国内，预计2022年出口有望成为行业发展的重要驱动力。但目前各海外国家、地区均存在疫情二次复发的不确定性风险，铸造产品单重较大，面临海运风险及其他不可抗力因素的发生导致货品损失的风险，若未来国际形势发生较大变化，造成汇率大幅波动，也可能对出口企业的业绩造成不利影响，上述因素可能仍会使铸造行业的出口面临不确定性。

2021年以来原材料价格波动上涨对铸造行业造成一定的冲击

铸造行业上游主要为以黑色金属产业链相关大宗商品为主，主要包括废钢、生铁、铁矿石、焦炭等，呈现波动性强的特征。2021年国际大宗商品价格大幅上涨，黑色金属产业链中的废钢和生铁原材料价格也呈现波动上涨，其中2021年5月两种原材料价格均触及近年的高位，随后开始回落，但从全年均价来看，2021年废钢均价为3,157.55元/吨，同比增长22.14%；铸造生铁均价¹为4,494.20元/吨，同比增长34.35%。截至2022年4月30日，废钢及铸造生铁价格分别为3,430.40元/吨及4,600.00元/吨。2021年以来生铁和废钢价格的上涨，对铸造生产企业生产成本和产品价格造成了一定的不利影响。

¹ 选用武安 Z18-22 号不含税价格，以下同。

图 5 近年废钢和生铁价格走势


资料来源: wind, 中证鹏元整理

铸造行业绿色化、智能化、规模化发展将进一步淘汰中小企业，行业集中度将持续上升

据《铸造行业“十四五”发展规划》，相比“十三五”规划初期，我国铸造企业平均规模有了较大提高，年铸件产量万吨以上的企业超过千家，其中年铸件产量5万吨以上的企业200家，产业集中度明显提高。同时国家生态环境部2020年12月25日发布了《铸造工业大气污染物排放标准》，规定了铸造工业大气污染物排放控制要求、监测和监督管理要求。2021年12月工信部对外公布《“十四五”工业绿色发展规划》，其中明确到2025年，工业产业结构、生产方式绿色低碳转型取得显著成效，绿色低碳技术装备广泛应用，能源资源利用效率大幅提高，绿色制造水平全面提升，为2030年工业领域碳达峰奠定坚实基础。此外《中国制造2025》通知中指出通过创新驱动、智能转型、强化基础、绿色发展几个方面加快从制造大国转向制造强国。这些规范条件和标准的出台，有利于加速落后产能的退出，提高了行业准入门槛。未来国内少数具备核心技术及自主创新能力的企业，凭借产品技术、成本和本土化优势，市场占有率有望逐步提升。

五、经营与竞争

公司主要从事各类定制化金属零部件的研发、生产和销售，产品主要聚焦于白色家电、工程机械和汽车制造等。2021年公司各类产品销售收入均同比上升，且晋源实业纳入合并使公司新增一定规模的生铁类收入，带动公司整体营业收入达到32.59亿元，增长68.18%。从毛利率来看，公司压缩机零部件业务毛利率有所上升，工程机械零部件和泵阀及其他类产品毛利率则有所下降，且此外当年新增的生铁及再生资源业务毛利率为负数，显著拉低了公司整体的毛利率水平。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | |
|----|-------|-----|-------|-----|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| | | | | |

| | | | | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 压缩机零部件 | 14.31 | 27.29% | 10.63 | 22.67% |
| 工程机械零部件 | 6.36 | 16.48% | 3.94 | 18.49% |
| 汽车零部件 | 5.11 | 25.00% | 3.95 | 24.13% |
| 泵阀及其他 | 0.97 | 11.19% | 0.85 | 21.01% |
| 生铁及可再生资源 | 5.84 | -0.36% | 0.00 | - |
| 合计 | 32.59 | 19.39% | 19.38 | 22.04% |

注：公司生铁及可再生资源业务主要由晋源实业开展，此外其他子公司也开展了少量生铁及可再生资源类业务。

资料来源：公司提供

2021年4月公司控股子公司华翔集团翼城新材料科技园有限公司以现金方式收购晋源实业100%股权，晋源实业成为公司二级子公司，公司新增生铁及可再生资源销售收入。晋源实业主要生产各种不同成分的球墨铸造用生铁和高纯生铁，产品主要销售给江浙地区及山西省内的机械及铸造企业，主要客户有东方电气集团东方汽轮机有限公司、江苏天奇重工股份有限公司、芜湖伯特利材料科技有限公司、江苏一汽铸造股份有限公司、山西华恩机械制造有限公司等企业。2021年晋源实业实现收入5.61亿元。但由于原材料铁矿粉价格上涨过快，2021年晋源实业净利润亏损3,153.52万元，对公司整体盈利造成了一定的不利影响。

公司具备一定的技术实力及产业链协同经验，压缩机零部件业务竞争力较强

公司掌握现有铸造工艺方法的全部生产技术，并在模具“3D打印”方面已取得重要突破，能够按照现有客户需求研发各类定制化产品，系山西省“工程技术研究中心（金属材料精密智能成型工程技术研究中心）”、“山西省企业技术中心”和“中国V法铸造工程技术研究中心”，并获得国家“高新技术企业”认定。公司拥有一批具备多年行业经验的技术“工匠”，并通过与华中科技大学、太原理工大学等产学研合作，内外部相结合持续提高技术研发能力。截至2021年末，已取得6项发明专利和57项实用新型的专利授权。

公司与产业链上下游企业合作进行工艺提升、技术改进和产品开发，充分发挥产业链协同效应。上游产业链方面，公司与DISA技术咨询公司、NorwayElkem公司、埃肯碳素等设备及原材料供应商深入合作，下游产业链方面，公司与格力电器、美的集团、恩布拉科、丰田集团、大陆集团等行业龙头企业在各产业领域进行技术合作，通过建立项目制研发团队，准确进行产品开发、模具研发和项目规划，降低新产品研发风险，提升产品与终端应用领域的契合度。公司压缩机零部件业务竞争力较强，与格力电器、美的集团等全球领先的压缩机生产商建立了长期稳定的合作关系。目前，公司在格力电器的供货份额在30%左右，在美的集团供货份额在10%左右，供货份额稳定。

公司各类产品产能保持稳定，机加工能力有所上升，订单充足带动产能利用率显著提升

产能方面，近年公司各类产品产能基本保持稳定，截至2021年末，公司精密类产品年产能22.38万吨，重工类产品年产能8.08万吨；对精密类产品的机加工能力为25,165.95万件，其中机加工能力的提升系公司IPO募投项目陆续投产，机加工产能稳步释放所致；此外，由于晋源实业纳入合并，公司新增生

铁类年产能25.13万吨。产量方面，2021年受益于订单增加，公司精密类、重工类产品产量同比分别增加22.70%和49.17%，产能利用率同比分别上升16.69和29.27个百分点；生铁类产量为15.44万吨，产能利用率为61.44%。

表4 公司各业务产能情况

| 名称 | 项目 | 2021年 | 2020年 |
|------|---------|-----------|-----------|
| 精密类 | 年产能（万吨） | 22.38 | 22.19 |
| | 产量（万吨） | 20.92 | 17.05 |
| | 产能利用率 | 93.50% | 76.81% |
| 重工类 | 年产能（万吨） | 8.08 | 8.08 |
| | 产量（万吨） | 7.16 | 4.80 |
| | 产能利用率 | 88.65% | 59.38% |
| 机加工类 | 年产能（万件） | 25,165.95 | 21,431.32 |
| | 产量（万件） | 20,893.12 | 16,802.10 |
| | 产能利用率 | 83.02% | 78.40% |
| 生铁类 | 年产能（万吨） | 25.13 | - |
| | 产量（万吨） | 15.44 | 0.00 |
| | 产能利用率 | 61.44% | - |

资料来源：公司提供

公司近年来根据市场需求及自身产能负荷情况，对部分订单及非核心工序环节进行外协处理，公司外协业务包含外协采购模式及外协加工模式。外协采购模式包括外购成品及半成品，对于外购半成品，公司自外协厂采购后经过后续加工生产对外销售；对于外购成品，公司采购该产品后直接对外销售。外协加工模式系供应商根据公司提供的原材料和技术要求进行铸件加工，公司向供应商支付加工费。2021年公司压缩机及工程机械零部件的市场需求显著增加，故外协产量及外协加工费均有所增加，但整体来看外协加工费在生产成本中占比仍较小。

表5 公司外协业务产量和加工费情况

| 名称 | 项目 | 2021年 | 2020年 |
|-------|-------------|-----------------|---------------|
| 外协产量 | 精密类（万吨） | 1.07 | 0.66 |
| | 重工类（万吨） | 2.19 | 1.13 |
| | 机加工（万件） | 364.71 | 290.91 |
| 外协加工费 | 压缩机零部件（万元） | 926.10 | 292.34 |
| | 工程机械零部件（万元） | 1,770.88 | 584.63 |
| | 合计 | 2,696.98 | 876.98 |

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在建项目投资规模均较小。本期债券募投项目中的机加工扩产升级及部件产业链延伸项目计划总投资5.64亿元，截至2021年末尚未开始建设。随着公司在建项目及本期债券募投项目的陆续建成投产，预计未来产能将进一步提升。

表6 截至 2021 年末公司在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 已投资 |
|--------------|------------------|------------------|
| GH 线铁水智能项目 | 335.00 | 178.86 |
| 迪砂 AI 智能检测系统 | 368.00 | 292.86 |
| 待安装设备 | 6,285.40 | 6,009.70 |
| 装修改造工程 | 8,831.68 | 7,973.06 |
| 合计 | 15,820.08 | 14,454.48 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司聚焦于行业内高端优质客户，2021年主要产品量价齐升，销售完成较好，但仍面临一定的应收账款回款风险和客户集中度风险

公司销售模式以直销为主。公司建立了全球化营销网络，在国内外设立多个分支机构或办事处。对于境外销售，物流人员根据不同贸易条款选择FOB（船上交货，指定目的港口）、CIF（成本加保险费、运费，指定目的港口）或DAP（运输终端交货，指定目的地）等方式。公司产品定价方式分为首次定价和价格联动方式。首次定价方式采用成本加成的定价策略，综合考虑原材料价格、制造成本、人工成本、订单数量、汇率等因素，在此基础上结合产品在不同市场的竞争情况确定合理的利润水平，并通过与客户协商确定最终销售价格。价格联动定价方式是指当主要原材料价格和汇率（如为外销）变动超过一定幅度时，双方约定在一定周期内在首次报价基础上根据该周期内的平均原材料价格和平均汇率对产品价格进行相应调整。

销售方面，公司主要产品2021年均量价齐升。具体来看，压缩机零部件方面，公司除了在原有客户的份额中实现了不同程度增长外，还通过新开发客户获得了更多的订单，在产能扩张和市场开发的共同作用下，压缩机零部件业务提升明显，销量上升24.87%，销售收入上升34.62%；毛利率方面，由于公司采取了降低制造费用等措施控制成本，该产品毛利率仍保持增长；汽车零部件方面，得益于公司近年开发的新产品开始批量供货，同时扩大了原有客户的市场份额，销量上升24.89%，销售收入上升29.37%。工程机械零部件方面，公司产品结构仍以叉车、高车配重为主，主要客户为全球工程机械排名前50的主机厂，主要订单出口海外，依托优质且稳定的客户资源优势，全年销量增长明显，销售收入大幅增长61.42%；由于海运费上升对成本形成一定压力，该产品毛利率有所下降。泵阀管销售整体较为平稳。2021年公司通过收购晋源实业实现对上游的布局，实现生铁及可再生资源销售收入5.84亿元，废钢、生铁是公司铸造业务的主要原材料，公司此举可一定程度上确保原材料供应，有助于降低成本。

表7 公司各业务销售价格情况

| 名称 | 项目 | 2021 年 | 2020 年 |
|--------|------------|--------|--------|
| 压缩机零部件 | 销售收入（亿元） | 14.31 | 10.63 |
| | 销量（万吨） | 14.11 | 11.30 |
| | 销售均价（万元/吨） | 1.01 | 0.94 |
| 汽车零部件 | 销售收入（亿元） | 5.11 | 3.95 |

| | | | |
|----------|-------------|-------|------|
| | 销量 (万吨) | 5.87 | 4.70 |
| | 销售均价 (万元/吨) | 0.87 | 0.84 |
| | 销售收入 (亿元) | 6.36 | 3.94 |
| 工程机械零部件 | 销量 (万吨) | 9.08 | 6.36 |
| | 销售均价 (万元/吨) | 0.70 | 0.62 |
| | 销售收入 (亿元) | 5.84 | 0.00 |
| 生铁及可再生资源 | 销量 (万吨) | 14.95 | 0.00 |
| | 销售均价 (万元/吨) | 0.39 | - |
| | 销售收入 (亿元) | 0.97 | 0.85 |
| 泵阀管及其他 | 销量 (万吨) | 1.04 | 0.82 |
| | 销售均价 (万元/吨) | 0.94 | 1.04 |

资料来源：公司提供

公司主要定位于为细分业务领域龙头企业服务。压缩机零部件销售对象主要以国内企业为主，包括美的、格力等优质企业。工程机械零部件主要为出口业务，以销往欧洲和美国等国家和地区为主，客户包括丰田集团、特雷克斯、曼尼通、卡哥特科等全球知名工程机械企业。汽车零部件销售对象为汽车中间商，客户包括上海汽车制动系统有限公司、大陆集团等，由于汽车零部件行业竞争激烈，公司行业话语权不如汽车中间商。泵阀管零部件主要销往美国，由下属控股子公司WH国际铸造有限公司负责美国地区的销售。受行业话语权不强等因素影响，近年公司应收账款呈现逐年递升态势，需要关注回款风险。

从客户集中度来看，公司客户存在集中度较高的风险。压缩机零部件业务前五大客户2021年收入集中度83%，工程机械零部件和汽车零部件前五大客户收入集中度低于压缩机零部件，但也超过了60%。

表8 公司主要业务前五大客户销售及占比情况

| 项目名称 | 时间 | 前五大客户 | 销售额 (万元) | 占该业务销售之比 |
|---------|-----------|------------------|-------------------|---------------|
| 压缩机零部件 | 2021 年 | 客户一 | 37,868.01 | 26.46% |
| | | 客户二 | 30,707.88 | 21.46% |
| | | 客户三 | 27,553.86 | 19.25% |
| | | 客户四 | 14,355.89 | 10.03% |
| | | 客户五 | 8,136.89 | 5.69% |
| | | 小计 | 118,622.54 | 82.89% |
| | 2020 年 | 客户一 | 28,252.05 | 26.59% |
| | | 客户二 | 25,123.74 | 23.64% |
| | | 客户三 | 22,269.22 | 20.96% |
| | | 客户四 | 10,540.90 | 9.92% |
| 客户五 | | 6,408.27 | 6.03% | |
| | 小计 | 92,594.18 | 87.14% | |
| 工程机械零部件 | 2021 年 | 客户一 | 20,273.22 | 31.88% |
| | | 客户二 | 5,022.61 | 7.90% |
| | | 客户三 | 4,966.59 | 7.81% |

| | | | | |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| 汽车零部件 | 2020年 | 客户四 | 4,851.99 | 7.63% |
| | | 客户五 | 4,481.09 | 7.05% |
| | | 小计 | 39,595.50 | 62.26% |
| | | 客户一 | 11,852.66 | 30.06% |
| | | 客户二 | 3,099.13 | 7.86% |
| | 2021年 | 客户三 | 2,548.14 | 6.46% |
| | | 客户四 | 2,421.39 | 6.14% |
| | | 客户五 | 2,416.33 | 6.13% |
| | | 合计 | 22,337.65 | 56.65% |
| | | 客户一 | 11,587.49 | 22.68% |
| | 2020年 | 客户二 | 7,345.24 | 14.37% |
| | | 客户三 | 6,996.03 | 13.69% |
| | | 客户四 | 6,532.99 | 12.78% |
| | | 客户五 | 5,045.80 | 9.87% |
| | | 小计 | 37,507.55 | 73.40% |
| 2021年 | 客户一 | 7,910.83 | 20.00% | |
| | 客户二 | 6,210.10 | 15.70% | |
| | 客户三 | 6,068.56 | 15.34% | |
| | 客户四 | 5,796.76 | 14.66% | |
| | 客户五 | 5,642.64 | 14.27% | |
| 合计 | 31,628.88 | 79.97% | | |

资料来源：公司提供

公司工程机械产品的海外主要市场区域疫情有所缓解，海外业务收入因而显著增加，但仍面临一定的汇率波动风险

公司出口产品主要为工程机械零部件和泵阀管件零部件产品，其中工程机械零部件主要客户涉及法国、意大利、美国、芬兰、波兰等国家，泵阀管件零部件主要销往美国，在公司收入中占比较小。外销产品一般采取海运模式，运输时间为1-2个月，公司与主要合作的运输公司已建立成熟的业务合作模式。

2021年以来，公司工程机械产品的海外主要市场区域疫情有所缓解，行业出口显著改善，公司海外业务收入因而显著增加，完成收入5.73亿元，同比大幅增长59.05%，占营业收入的比重为17.62%。此外海运费上涨对该业务形成一定影响，2021年公司外销业务毛利率由上年的23.26%下降至18.86%。公司外销产品结算主要以客户所在地货币结算，汇率的波动将会影响到公司汇兑损益，2021年公司发生汇兑损失1,894.79万元，同比损失有所增加；虽然公司外销产品采用联动价格定价方式，一定程度规避了汇率波动的风险，但受多重因素影响，国际汇率波动频繁，据中国货币网数据，美元兑人民币汇率中间价已由2022年初的6.3161上升到4月末的6.6115，短期内涨幅较大，公司仍面临一定的汇率波动风险。

2021年以来原材料价格上涨幅度较大，且公司部分产品价格涨幅滞后，需要关注其对公司经营的

影响

公司及子公司采购的原材料主要是生铁、废钢和硅铁等。公司采取“以产定购”的采购模式，对于大宗用量、市场价格存在波动的原材料，如生铁、废钢等，公司根据未来销量预测及现有生产情况进行按需采购或战略储备；对于其他原材料，则根据生产需求提报采购计划，以招标采购或询价采购方式实施采购。公司生产成本中原材料成本占比最大，2021年公司主要产品（除生铁类外）原材料比重达到50.42%，生铁类产品原材料占比超过90%，原材料价格波动对公司生产经营会造成较大影响。

采购数量方面，2021年公司主要原材料废钢采购量增幅明显，为相关产品产量规模扩大所致；生铁采购量略有下降，系原材料配比原因，公司从工艺上可根据原材料价格波动情况，调整废钢和生铁的比例。从采购价格来看，2021年以来由于国际大宗原材料价格上涨，公司主要原材料采购均价均出现上涨，其中废钢、生铁和硅铁分别上涨29.22%、30.69%、43.29%，考虑到公司部分产品销售均价调整存在一定的滞后性，且海运费上涨增加了工程机械零部件的出口成本，2021年公司工程机械零部件和泵阀产品的毛利率呈现下滑；此外，公司生铁类产品主要原材料为铁矿粉，由于原材料占比较高，且铁矿粉涨幅较大导致该产品毛利率为负数，需要关注原材料价格上涨对公司生产经营的不利影响。

表9 公司主要原材料采购情况

| 名称 | 项目 | 2021年 | 2020年 |
|----|---------|----------|----------|
| 废钢 | 数量（万吨） | 23.64 | 16.43 |
| | 均价（元/吨） | 3,450.97 | 2,670.57 |
| 生铁 | 数量（万吨） | 1.58 | 1.96 |
| | 均价（元/吨） | 3,825.73 | 2,927.39 |
| 硅铁 | 数量（万吨） | 0.16 | 0.11 |
| | 均价（元/吨） | 7,596.43 | 5,301.55 |

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，2021年公司前五大供应商采购金额占比35.24%，供应商仍较为集中。

表10 公司主要业务前五大供应商采购额及占比情况

| 时间 | 前五大供应商 | 采购内容 | 采购额（万元） | 采购金额占比 |
|-------|--------|-----------|-----------|------------------|
| 2021年 | 供应商一 | 废钢 | 39,780.37 | 18.45% |
| | 供应商二 | 铁精粉 | 12,814.58 | 5.94% |
| | 供应商三 | 废钢 | 10,324.38 | 4.79% |
| | 供应商四 | 焦炭 | 7,555.54 | 3.50% |
| | 供应商五 | 铸件 | 5,523.46 | 2.56% |
| | | 小计 | | 75,998.34 |
| 2020年 | 供应商一 | 废钢 | 11,119.66 | 11.52% |
| | 供应商二 | 废钢 | 7,740.40 | 8.02% |
| | 供应商三 | 废钢 | 7,310.07 | 7.57% |
| | 供应商四 | 废钢 | 4,315.64 | 4.47% |

| | | | |
|-----------|----|------------------|---------------|
| 供应商五 | 废钢 | 2,962.30 | 3.07% |
| 合计 | | 33,448.06 | 34.65% |

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围内一级子公司增加3家，减少1家，截至2021年末，公司合并范围内一级子公司为11家。

资产结构与质量

受益于经营的积累及本期债券发行成功，公司资产规模大幅增长，但应收账款对资金占用上升，需要关注回款风险

受益于经营的积累、并购子公司及本期债券发行成功，2022年3月末公司总资产上升至48.65亿元。从资产构成来看，以流动资产为主，2022年3月末占比为64.82%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 5.72 | 11.77% | 12.95 | 26.85% | 4.58 | 17.40% |
| 交易性金融资产 | 7.66 | 15.76% | 1.18 | 2.44% | 0.20 | 0.76% |
| 应收账款 | 8.34 | 17.14% | 6.89 | 14.28% | 5.50 | 20.91% |
| 存货 | 6.34 | 13.03% | 5.47 | 11.33% | 2.91 | 11.05% |
| 流动资产合计 | 31.53 | 64.82% | 31.28 | 64.86% | 16.91 | 64.28% |
| 固定资产 | 12.25 | 25.18% | 12.09 | 25.07% | 7.77 | 29.54% |
| 在建工程 | 0.58 | 1.19% | 0.70 | 1.46% | 0.32 | 1.23% |
| 无形资产 | 1.62 | 3.33% | 1.63 | 3.39% | 0.79 | 3.00% |
| 商誉 | 0.57 | 1.17% | 0.57 | 1.18% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动资产合计 | 17.12 | 35.18% | 16.95 | 35.14% | 9.40 | 35.72% |
| 资产总计 | 48.65 | 100.00% | 48.23 | 100.00% | 26.30 | 100.00% |

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末公司货币资金规模为12.95亿元，其中受限金额0.86亿元，系其他货币资金中的银行承兑汇票保证金、远期结售汇保证金等。2021年末公司交易性金融资产1.18亿元，为结构性存款及理财产品等，2022年3月末，由于公司使用闲置资金购买的理财产品增加，该科目余额增至7.66亿元。2021年末公司应收账款为6.89亿元，主要集中于压缩机零部件和汽车零部件业务，应收账款账龄主要集中在

1年以内，占比99.04%；虽然账龄较短，但公司应收账款规模有所扩大，2022年3月末进一步上升至8.34亿元，对资金占用增加，仍需关注回收风险。公司存货主要为库存商品和发出商品，2021年末公司存货为5.47亿元，同比有所上升，系业务规模扩大所致；期末存货跌价准备余额为0.24亿元。2021年末公司固定资产12.09亿元，主要为生产管理用的房屋建筑物3.50亿元和机器设备8.36亿元，当年固定资产同比有所增加，系购入4条精密类铸造生产线及机器设备所致；固定资产中0.67亿元尚未办妥产权证明。2021年末公司无形资产金额为1.63亿元，主要为土地使用权和办公软件。2021年末公司商誉账面价值为0.57亿元，系收购晋源实业形成的商誉，2021年受原材料价格波动等因素影响晋源实业利润亏损，若未来晋源实业业绩不达预期，该部分商誉仍可能存在一定的减值风险。

截至2021年末，公司资产中受限资产金额为5.02亿元，占比为10.32%。但是公司应收账款呈现逐年递升态势，需关注回款风险。

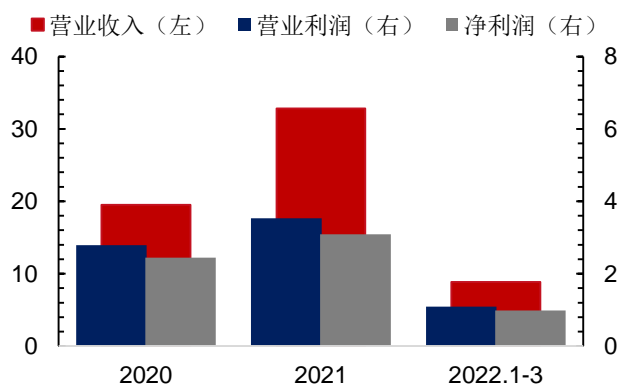
盈利能力

公司营业收入及利润均保持增长，但盈利能力指标略有下降

2021年公司实现营业收入32.82亿元，同比增长68.42%。实现净利润3.09亿元，同比增长26.36%，收入、利润完成均较好。2021年公司销售毛利率为19.55%，受生铁类业务毛利率影响而同比有所下降。公司对期间费用一直保持良好的控制，期间费用较为稳定。2021年公司信用减值为908.73万元，为对应收款项计提的坏账损失，同比有所上升。2021年公司收到其他收益0.38亿元，主要为政府补助，同比略有下降。从盈利能力指标来看，由于利润增速不及资产规模扩张的速度，2021年公司EBITDA利润率为17.46%，总资产回报率为9.81%，均有所下降。

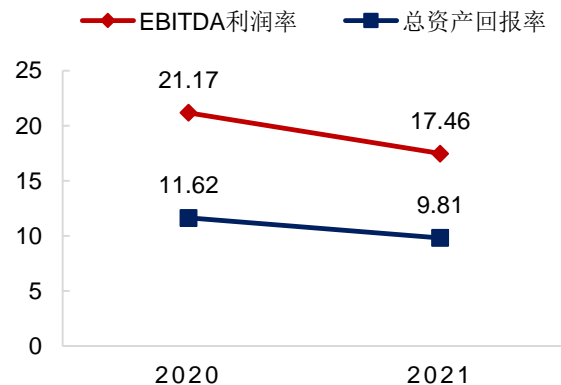
2022年一季度，公司实现营业收入8.86亿元，同比增长49.73%，实现净利润0.99亿元，同比增长35.93%。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2020-2021年审计报告

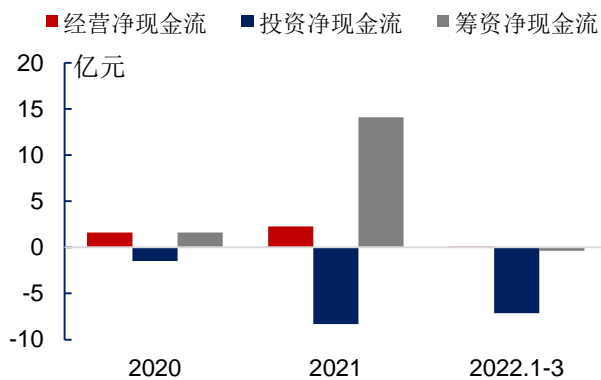
现金流

公司现金生成能力较强，经营活动现金流表现尚可

2021年公司FFO为4.64亿元，同比有所提升，现金生成能力仍较强；2021年经营活动净流入2.27亿元，同比显著增加，经营活动现金流表现尚可。但考虑到公司下游客户话语权相对较强，近年应收账款出现上升，未来经营活动现金流仍可能会存在波动。

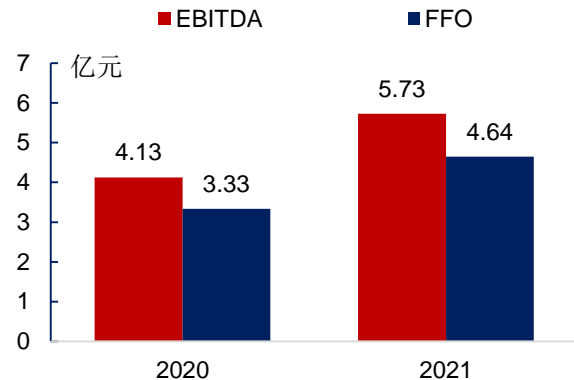
2021年投资活动净流出8.33亿元，为构建长期资本支出和理财产品到期支出。2021年公司筹资活动现金净流入为14.09亿元，系公司发行本期债券及银行借款收到的现金大幅增加所致。

图 8 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况

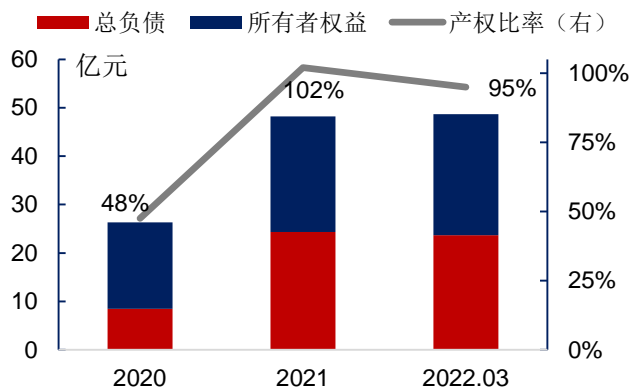


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

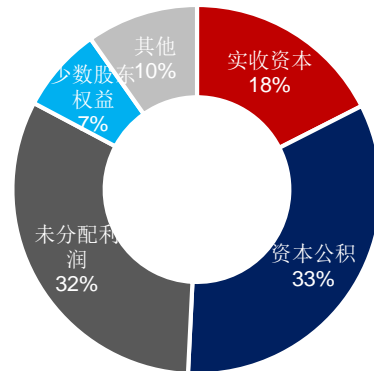
资本结构与偿债能力

本期债券发行后公司负债规模显著上升，但流动性指标表现较好，债务压力尚可

2021年所有者权益有所增加，随着本期债券发行成功及银行借款大幅增加，公司负债规模显著上升。截至2022年3月末，公司产权比率为95%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 11 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

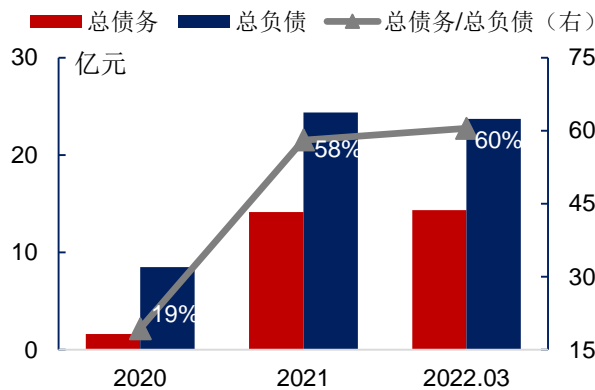
公司负债中流动负债与非流动负债占比基本相当，2022年3月末，流动负债比重为47.47%。2021年末，公司短期借款为0.23亿元，均为保证借款；应付票据2.80亿元，主要系银行承兑汇票；应付账款6.11亿元，为应付的材料款、工程款和设备款，随着业务规模的扩大而有所上升。2021年末，公司长期借款4.04亿元，主要是保证借款和抵押借款；同期末应付债券6.51亿元，为本期债券。截至2021年末公司长期应付款0.17亿元，系山西省政府投资资产管理中心投资于公司的35万吨铸件搬迁扩建项目和10万吨废钢铁循环再利用项目的扶持资金。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

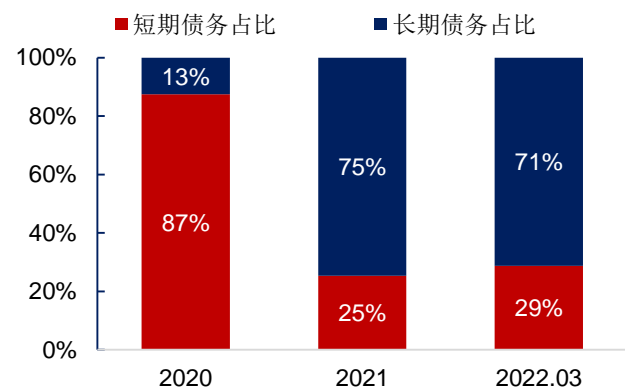
| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|-------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 0.22 | 0.93% | 0.23 | 0.93% | 0.07 | 0.83% |
| 应付票据 | 3.34 | 14.09% | 2.80 | 11.49% | 1.36 | 16.01% |
| 应付账款 | 5.04 | 21.25% | 6.11 | 25.08% | 4.24 | 50.00% |
| 流动负债合计 | 11.25 | 47.47% | 11.54 | 47.39% | 6.31 | 74.37% |
| 长期借款 | 3.59 | 15.13% | 4.04 | 16.59% | 0.20 | 2.36% |
| 应付债券 | 6.62 | 27.91% | 6.51 | 26.73% | 0.00 | 0.00% |
| 长期应付款 | 0.17 | 0.72% | 0.17 | 0.69% | 0.20 | 2.39% |
| 非流动负债合计 | 12.45 | 52.53% | 12.81 | 52.61% | 2.17 | 25.63% |
| 负债合计 | 23.70 | 100.00% | 24.36 | 100.00% | 8.48 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年3月末公司总债务为14.33亿元，占总负债比重为60%。从结构来看，公司总债务主要以长期为主，2022年3月末占比为71%。

图 12 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 13 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

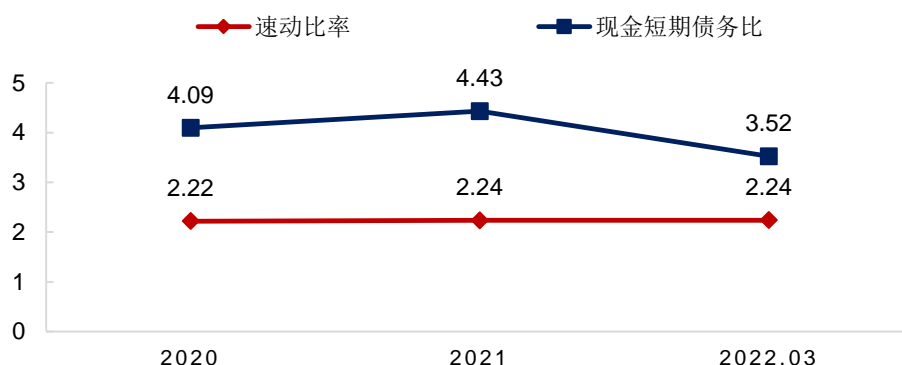
从杠杆状况指标来看，由于本期债券的发行，公司杠杆比率有所上升，2022年3月末资产负债率上升至48.72%，总债务/总资本上升至36.48%。2021年公司EBITDA利息保障倍数为43.45，受利息增加影响而同比有所下降，但EBITDA对利息的覆盖程度仍较好。整体来看，虽然杠杆比率有所上升，但公司净债务仍为负值，债务压力尚可。此外公司美国子公司因经营需要需从合营方借入一定的外币资金，公司在经营过程中存在一定外币债务，面临一定外币债务风险敞口。

表13 公司杠杆状况指标

| 指标名称 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|----------|---------|
| 资产负债率 | 48.72% | 50.50% | 32.23% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.16 | -0.91 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 43.45 | 64.27 |
| 总债务/总资本 | 36.48% | 37.20% | 8.41% |
| FFO/净债务 | - | -508.60% | -89.16% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

从流动性比率来看，截至2022年3月末，公司速动比率为2.24，现金短期债务比为3.52，均表现较好。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

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2018年1月1日至报告查询日（2022年5月12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。

八、抗风险能力分析

公司具备一定的技术实力，压缩机零部件业务竞争力较强；2021年订单充足带动产能利用率显著提升，主要产品产销量均有所增加，收入及利润均有明显增长；公司现金生成能力较强，经营现金流表现尚可。

同时我们也关注到，公司面临一定的客户集中度风险和回款风险；原材料成本在公司生产成本中占比较大，主要原材料价格上涨对公司成本造成一定的负面影响，2021年销售毛利率有所下降；同时公司海外业务仍面临一定的汇率波动风险。

综合来看，公司抗风险能力良好，但未来发展存在不利影响因素。

九、结论

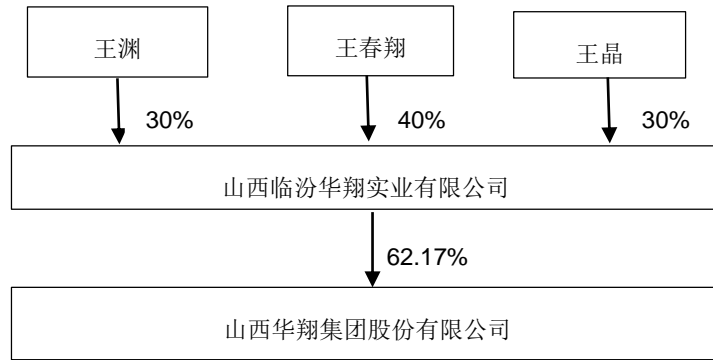
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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：亿元） | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|---------|----------|---------|---------|
| 货币资金 | 5.72 | 12.95 | 4.58 | 3.11 |
| 交易性金融资产 | 7.66 | 1.18 | 0.20 | 0.00 |
| 应收账款 | 8.34 | 6.89 | 5.50 | 4.54 |
| 存货 | 6.34 | 5.47 | 2.91 | 3.12 |
| 流动资产合计 | 31.53 | 31.28 | 16.91 | 13.41 |
| 固定资产 | 12.25 | 12.09 | 7.77 | 7.99 |
| 非流动资产合计 | 17.12 | 16.95 | 9.40 | 9.18 |
| 资产总计 | 48.65 | 48.23 | 26.30 | 22.59 |
| 短期借款 | 0.22 | 0.23 | 0.07 | 2.26 |
| 应付票据 | 3.34 | 2.80 | 1.36 | 1.90 |
| 应付账款 | 5.04 | 6.11 | 4.24 | 3.95 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.56 | 0.56 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 11.25 | 11.54 | 6.31 | 8.78 |
| 长期借款 | 3.59 | 4.04 | 0.20 | 0.00 |
| 应付债券 | 6.62 | 6.51 | 0.00 | 0.00 |
| 长期应付款 | 0.17 | 0.17 | 0.20 | 0.20 |
| 非流动负债合计 | 12.45 | 12.81 | 2.17 | 2.10 |
| 负债合计 | 23.70 | 24.36 | 8.48 | 10.88 |
| 总债务 | 14.33 | 14.14 | 1.64 | 4.17 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 23.09 | 22.00 | 17.76 | 11.66 |
| 营业收入 | 8.86 | 32.82 | 19.49 | 20.48 |
| 净利润 | 0.99 | 3.09 | 2.44 | 1.71 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.08 | 2.27 | 1.63 | 1.03 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -7.15 | -8.33 | -1.46 | -0.95 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.37 | 14.09 | 1.63 | -0.14 |
| 财务指标 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 18.66% | 19.55% | 22.20% | 22.33% |
| EBITDA 利润率 | - | 17.46% | 21.17% | 15.87% |
| 总资产回报率 | - | 9.81% | 11.62% | 9.31% |
| 产权比率 | 95.00% | 102.01% | 47.56% | 92.95% |
| 资产负债率 | 48.72% | 50.50% | 32.23% | 48.17% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.16 | -0.91 | 0.27 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 43.45 | 64.27 | 26.03 |
| 总债务/总资本 | 36.48% | 37.20% | 8.41% | 26.24% |
| FFO/净债务 | - | -508.60% | -89.16% | 310.09% |
| 速动比率 | 2.24 | 2.24 | 2.22 | 1.17 |
| 现金短期债务比 | 3.52 | 4.43 | 4.09 | 0.92 |

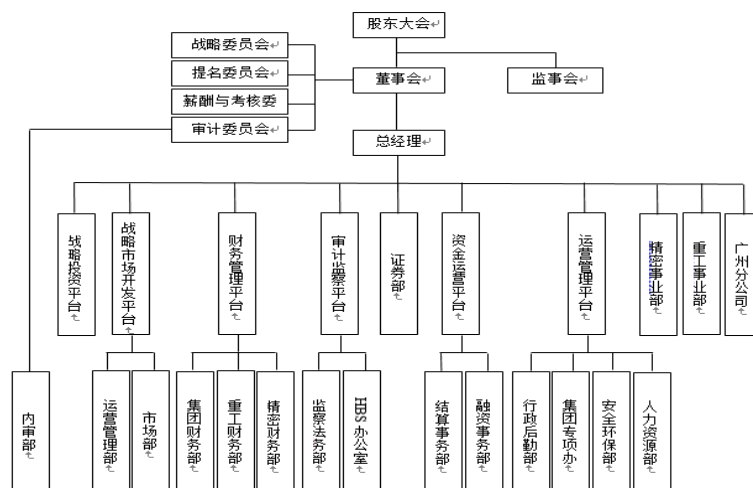
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 |
|--|-------------|------|------|
| 广东翔泰精密机械有限公司 | 3,000 万人民币 | 100% | 制造业 |
| 中山华翔精密机械制造有限公司 | 1,000 万人民币 | 100% | 制造业 |
| 临汾承奥商贸有限公司 | 500 万人民币 | 100% | 商业 |
| 武汉华翔腾创智能科技有限公司 | 200 万人民币 | 100% | 商业 |
| 山西君翔机械设备有限公司 | 254.17 万美元 | 65% | 制造业 |
| 山西纬美精工机械有限公司 | 621 万人民币 | 60% | 制造业 |
| WH 国际铸造有限公司 (International Casting, LLC) | 10 万美元 | 51% | 商业 |
| 江西聚牛供应链有限公司 | 5,000 万人民币 | 100% | 运输业 |
| 华翔集团翼城新材料科技园有限公司 | 40,800 万人民币 | 51% | 制造业 |
| 华翔(洪洞)智能科技有限公司 | 13,800 万人民币 | 100% | 制造业 |
| Huaxiang Holding(Thailand) Co.Ltd | 450 万泰铢 | 98% | 制造业 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| 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） |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流（FCF） | 经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出 |
| 毛利率 | （营业收入-营业成本）/营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA/营业收入×100% |
| 总资产回报率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | （流动资产-存货）/流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 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。 |