

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2021】第 Z【1171】号

株洲华锐精密工具股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司拟发行的株洲华锐精密工具股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 A+。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二一年九月二十四日



株洲华锐精密工具股份有限公司向不特定 对象发行可转换公司债券信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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：

株洲华锐精密工具股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期

2021-9-28

- 中证鹏元评定株洲华锐精密工具股份有限公司（以下简称“华锐精密”或“公司”，股票代码为 688059.SH）本次拟发行不超过 4 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。
- 上述等级的评定是考虑到我国产业结构调整升级带来数控刀具消费增长，公司拥有一定的技术实力，盈利能力较好，上市后资本实力得到增强；同时中证鹏元也关注到，公司在建拟建产能较大，需关注产能消化不足的风险和一定的产品替代、市场竞争加剧、主要经销客户流失、下游行业不景气影响需求等风险，并且公司面临一定的供应商集中及与竞争对手耦合、原材料价格波动风险。

债券概况

发行规模：不超过 4 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未偿还的债券本金和最后一年利息

发行目的：用于精密数控刀具生产线项目和高效钻削刀具生产线项目、补充流动资金

未来展望

- 公司拥有一定的技术实力，业绩有望持续增长。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

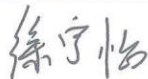
公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2021.6	2020	2019	2018
总资产	98,401.83	61,837.60	53,104.57	41,187.87
归母所有者权益	80,087.04	41,117.00	32,216.51	25,695.43
总债务	2,719.76	6,847.73	9,339.67	5,605.15
营业收入	22,979.73	31,218.59	25,892.90	21,363.50
净利润	7,401.84	8,900.49	7,181.19	5,416.13
经营活动现金流净额	8,084.28	10,094.53	10,277.97	6,608.78
销售毛利率	50.77%	50.90%	50.46%	49.45%
EBITDA 利润率	--	46.04%	44.75%	42.88%
总资产回报率	--	18.61%	18.87%	19.08%
资产负债率	18.61%	33.51%	39.33%	37.61%
净债务/EBITDA	--	0.34	0.36	0.09
EBITDA 利息保障倍数	--	30.42	17.27	17.43
总债务/总资本	3.28%	14.28%	22.47%	17.91%
FFO/净债务	--	215.63%	238.85%	893.68%
速动比率	3.62	1.17	1.19	0.95
现金短期债务比	13.00	0.41	1.35	2.54

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com



项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

优势

- 我国产业结构调整升级带来数控刀具消费增长，并且高端进口刀具产品进口替代加速，为公司发展提供了一定支持。在我国制造业机床数控化升级的宏观背景下，对数控刀具需求增加，综合性能优越的硬质合金刀具产值占比不断提高。
- 公司深耕数控刀具领域，研发能力突出，核心技术与产品在国内具有一定优势。公司掌握了多项自主核心技术，自主研发和设计能力较强，新产品开发和产品更新迭代速度较快，其中铣削刀片在产品精度、稳定性、通用性和使用寿命等性能上较优。
- 公司盈利能力较好。公司主营业务毛利率在 50%左右，营业收入和净利润快速增长，EBITDA 利润率和总资产回报率指标表现良好，整体盈利能力较好。
- 公司上市后资本实力得到增强，融资渠道进一步拓宽。2021 年 2 月 8 日，公司首次公开发行的股票在上海证券交易所科创板上市，提升了资本实力的同时也拓宽了公司的融资渠道。

关注

- 公司存在产品替代、市场竞争加剧和主要经销客户流失的风险。随着国内刀具制造商积极扩大产能，欧美日韩刀具企业不断加大对中国市场的开拓力度，公司面临市场竞争加剧的风险。增材制造技术的逐渐成熟和生产成本的不断降低，将会对金属切削加工方式产生冲击，陶瓷刀具和超硬刀具性能的不断优化，未来也可能挤占部分硬质合金刀具应用市场，公司存在产品替代风险。公司经销收入占比高，客户集中度较高，存在一定的客户流失风险。
- 公司在建拟建项目规模大，存在技术进步不及预期或产能无法消化的风险。公司在建和拟建项目将新增大量产能，但如果产品不及预期或因产业政策、市场供需、行业竞争等出现不利变化，公司面临新增产能无法及时消化的风险。
- 公司原材料供应商较为集中，且面临主要原材料价格波动、供应商与竞争对手紧耦合风险。公司前五大供应商采购比例高，且主要供应商与国内竞争对手存在紧耦合关系，并且若未来主要原材料价格大幅上涨，且公司不能将原材料成本上涨的影响及时、有效地传导至下游客户，公司的经营业绩可能受到不利影响。

同业比较（单位：亿元、万片(件)）

指标	华锐精密	恒锋工具 ¹	欧科亿 ²	沃尔德 ³
总资产	6.18	12.52	16.22	8.98
营业收入	3.12	3.87	7.02	2.42
其中：刀具收入	3.11	3.87	3.03	2.10
净利润	0.89	0.83	1.07	0.49
销售毛利率	50.90%	48.58%	31.45%	47.79%
资产负债率	33.51%	14.25%	19.39%	6.04%
应收账款周转率	5.56	3.27	6.47	4.63
存货周转率	2.77	2.01	2.83	2.32

¹ 恒锋工具股份有限公司（简称“恒锋工具”，股票代码为 300488.SZ），产品包括精密复杂刃量具、精密高效刀具、精磨改制服务，且以非标异形刀具为主，刀具主要材质为高速钢。

² 株洲欧科亿数控精密刀具股份有限公司（简称“欧科亿”，股票代码为 688308.SH），产品主要为硬质合金刀具。

³ 北京沃尔德金刚石工具股份有限公司（简称“沃尔德”，股票代码为 688028.SH），产品主要为超硬刀具，且包含部分非标定制类刀具。

刀具产量	5,797.33	88.65	5,548.77	290.68
刀具销量	5,411.29	78.10	5,388.50	296.66
研发投入/营业收入	6.33%	5.27%	4.72%	7.37%

注：以上各指标均为 2020 年数据

资料来源：公开披露的年报和 Wind，中证鹏元整理

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

一、发行主体概况

公司前身为华锐硬质合金工具有限责任公司（以下简称“华锐有限”），由自然人肖旭凯、高颖、王玉琴出资于2007年共同投资设立，注册资本200万元，其中肖旭凯出资100万元，占注册资本的50%；高颖出资60.00万元，占注册资本的30%；王玉琴出资40.00万元，占注册资本的20%。后华锐有限经历过多次增资和股权转让，至股份制改制之前，华锐有限注册资本和实收资本变更为3,000.00万元。2018年6月，华锐有限通过股东会议，将其整体变更为股份有限公司，公司名称变更为华锐精密工具股份有限公司。2018年9月，公司将股本由3,000万股增加到3,300.60万股，增资价格22.00元/股，剩余6,312.60万元计入资本公积。2021年2月8日，公司在上海证券交易所科创板上市交易，股票代码：688059，公开发行后公司注册资本变更为4,400.80万元。

截至2021年6月末，公司第一大股东株洲鑫凯达投资管理有限公司（以下简称“鑫凯达”）持有公司12.82%的股份，第二大股东株洲华辰星投资咨询有限公司（以下简称“华辰星”）持有公司12.27%的股份，持股比例相近且均未超过30%，故公司无控股股东。肖旭凯、高颖、王玉琴为公司实际控制人，其中：高颖为肖旭凯配偶，王玉琴为高颖母亲。实际控制人合计控制公司38.89%的股份，实际控制人对公司经营管理决策事项存在争议时，以肖旭凯的意见为准。公司股权结构图见附录二。

公司主要从事硬质合金数控刀片的生产销售业务，主要产品包括车削、铣削和钻削三大系列硬质合金数控刀片。截至2021年6月末，公司无子公司。

二、本期债券概况

债券名称：株洲华锐精密工具股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过4亿元（含）；

债券期限和利率：自发行之日起6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，由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还未偿还的可转换公司债券本金并支付最后一年利息。

转股期限：本次发行的可转换公司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的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价（若在该20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价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司股票交易均价，具体初始转股

价格提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）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：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五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。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前1个交易日公司股票交易均价；

债券赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会（或由董事会授权人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。如果公司股票在连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本次发行的可转换公司债券最后2个计息年度，如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后2个计息年度，可转换公司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可转换公司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，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

若公司本次发行的可转换公司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，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司；

向原股东配售的安排：本次发行的可转换公司债券向公司现有股东实行优先配售，现有股东有权放弃优先配售权。向现有股东优先配售的具体比例由股东大会授权董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。现有股东享有优先配售之外的余额及现有股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售及/或通过上海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。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过4亿元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
精密数控刀体生产线建设项目	19,857.82	16,000.00	80.57%
高效钻削刀具生产线建设项目	15,277.49	12,000.00	78.55%
补充流动资金	12,000.00	12,000.00	100.00%
合计	47,135.31	40,000.00	84.86%

资料来源：《株洲华锐精密工具股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，中证鹏元整理

精密数控刀体生产线建设项目拟在湖南省株洲市芦淞区租赁的厂房进行建设，实施主体为公司，预计总投资 19,857.82万元。项目的建设周期为2年，包括项目前期准备、装修工程、设备采购、安装及调试、人员招聘与培训、试运营等。根据公司提供的募集资金使用可行性分析报告，项目达产后，公司可实现年新增精密数控刀体产品50万件的生产能力，预计可实现年平均营业收入24,000.00万元，净利润6,143.11万元，毛利率45.27%，净利率25.60%，项目内部收益率23.86%（税后），投资回收期（税后）5.97年。项目已获得株洲市芦淞区发展和改革局出具的《株洲市芦淞区发展和改革局企业投资项目备案通知文件》（芦发改备[2021]55号），项目编号为2108-430203-04-05-260455，环评正在办理过程中。

高效钻削刀具生产线建设项目拟在湖南省株洲市芦淞区利用租赁厂房进行建设，实施主体为公司，预计总投资 15,277.49万元。项目的建设周期为2年，包括项目前期准备、装修工程、设备采购、安装及调试、人员招聘与培训、竣工验收等。根据公司提供的募集资金使用可行性分析报告，项目达产后，公司可实现年新增各类高效钻削刀具140万支的生产能力，预计可实现年平均营业收入16,800.00万元，净利润5,307.15万元，毛利率52.64%，净利率31.59%，项目内部收益率26.21%（税后），投资回收期（税后）5.63年。项目已获得株洲市芦淞区发展和改革局出具的《株洲市芦淞区发展和改革局企业投资项目备案通知文件》（芦发改备[2021]54号），项目编号为2108-430203-04-05-890366，环评正在办理过程中。

需要关注的是，如果未来上述项目实施进度不及预期，或者下游市场发生变化导致新增产能无法消化等，则募投项目收入存在不达预期的风险。

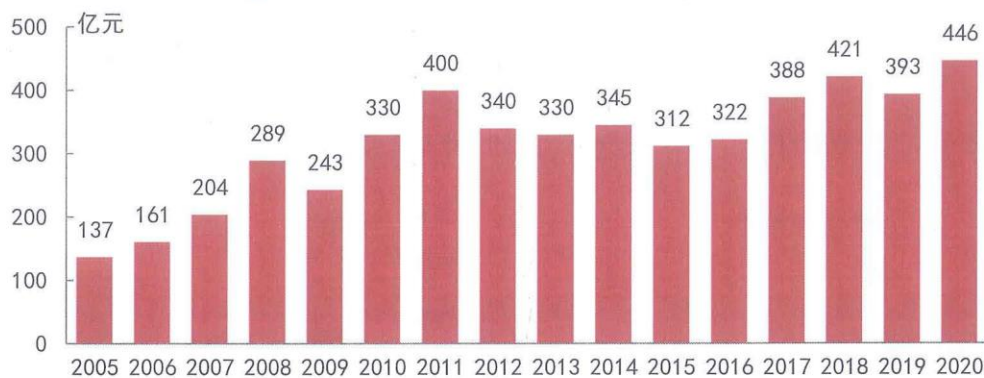
四、运营环境

刀具行业具有“消费”+“周期”双属性，我国制造业机床数控化升级、模具和工程机械行业平稳发展将带动数控刀具需求，汽车行业短期内生产端仍受抑制；硬质合金刀具产值比重呈上升趋势，整体来看预计短期内硬质合金刀具需求平稳增长

刀具是机械制造中用于切削加工的工具，一般由刀柄、刀杆（或刀盘）和刀片组成，其中刀片作为金属切削过程中的核心部件，是需要定期更换的耗材。切削加工在现代机械制造业中占有重要地位，其在整个制造加工中的应用所占比例高达90%以上。

刀具行业具有“消费”+“周期”双属性。一方面，切削刀具更换频率以小时计算，具有明显的易耗品属性；另一方面，切削刀具需求与制造业周期息息相关，主要用于现代机械制造领域。我国切削刀具市场规模经历2012年至2016年的波动后，随着“十三五”规划的落地，制造业朝着自动化和智能化方向快速前进，制造业转型升级推动切削刀具行业快速发展。2016-2018年我国切削刀具年消费规模出现明显快速增长，2019年受中美贸易摩擦加剧、汽车等下游行业持续下行的影响，我国刀具消费规模有所下滑，随着2020年经济回暖，刀具消费规模增长至446亿元。

图 1 2005-2020 年中国刀具市场规模变化情况



资料来源：中国机床工具工业协会，中证鹏元整理

硬质合金数控刀片，主要应用于汽车、模具、通用机械等领域的数控机床⁴金属切削加工。数控刀片作为数控机床进行切削加工作业的消耗品，数控机床的作业量是影响刀片消耗速度的关键因素，而数控机床的作业量则主要受两方面因素影响，一是机床数控化率，二是数控机床下游行业的景气度。

我国正处于产业结构的调整升级阶段，近几年机床消费市场结构升级加快，传统普通机床需求快速萎缩，新增机床数控化率整体保持着稳定增长。以金属切削机床为例，我国新增数控金属切削机床数控化率从2013年的28.38%提升到2020年的43.27%，虽有明显提升，但对比日本2019年新增机床数控化率已达89.9%，我国机床数控化程度与海外发达国家仍有较大差距，提升空间依然非常大。金属切削刀具作为数控机床的易耗配件，无论是现有存量机床的配置需求还是每年新增机床的增量需求，都为数控刀具的总需求量提供了保障。

汽车行业方面，汽车的发动机、变速箱、车桥、传动轴、制动器、轮毂等零部件制造广泛采用金属切削加工工艺，汽车零部件技术含量高，工艺复杂，整个制造过程中分工极其细致、数控化程度较高，是金属切削刀具需求量最大的行业之一。根据中国汽车工业协会的统计，2017-2020年国内汽车产销量

⁴ 机床包括普通机床和数控机床。

均有所下滑，2021年1-8月与2019年同期相比，产销同比分别增长1.3%和2.7%，短期内需求有望增长，但受制于芯片供应紧张且短期内无法得到解决，预计短期内国内汽车生产端将持续承压，产量难以增长。

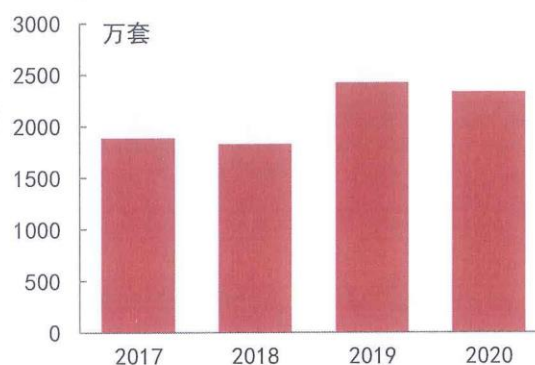
模具行业方面，模具作为工业生产中用来制作成型物品的基础工艺装备，应用领域广泛，其需求与下游电子设备、家电或汽车等行业改款和更新需要密切相关，市场需求庞大。近年来，随着模具行业产能逐渐向国内转移，我国模具行业产量呈增长态势。切削是模具加工中最高效、最重要的加工方式，模具的制作过程会消耗大量的切削刀具。切削刀具的加工精度、加工效率和质量稳定性对模具的精度、光洁度、使用寿命和制造周期有着非常重要的影响。随着模具下游市场的变化，尤其电子产业的发展，未来我国模具行业将向高精密化、自动智能化、新型化、融合化等方向发展，对精密高效数控刀具需求将会相应增加。

图 2 近年国内汽车产销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

图 3 近年国内模具行业产量情况



资料来源：智研咨询网，中证鹏元整理

通用机械行业方面，通用机械是指具有通用性强、应用范围广等特点的各类机械，主要包括农业机械、家电卫浴、矿山机械、电工机械等，数控刀具广泛应用于通用机械中的不锈钢法兰、阀门、液压件、流体、手机配件等零部件的精密加工。通用机械下游涵盖制造业的众多细分领域，对单一行业的景气波动并不敏感，而是直接与整个国内制造业发展相关。2021年上半年，通用机械行业经济运行延续了上年下半年的良好发展态势。国内疫情的有效控制与国家宏观经济政策持续释放效应，为通用机械行业发展创造了良好的运行环境，市场需求逐步恢复、外贸出口情况好于预期。我们预判下半年经济运行将继续保持平稳增长，全年主要经济运行指标的完成目标可以达到或超出预期，短期内通用机械行业仍将保持平稳增长，对精密高效数控刀具的需求也将不断增加。

刀具材料主要包括硬质合金、工具钢（碳素工具钢、合金工具钢、高速钢）、陶瓷和超硬材料（人造金刚石PCD、立方氮化硼CBN）。其中，硬质合金与其他刀具材料相比，具有物理性能均衡、应用领域广泛以及性价比较高等优势。硬质合金切削刀具面对的下行业，既包括汽车制造、机械模具加工、船舶、军工等传统行业，也包括航空航天、3C产业加工等高端及新兴应用制造加工领域。通用机械及汽车制造是硬质合金刀具在金属切削方面最主要的应用领域。在发达国家，目前硬质合金刀具已占刀具

的主导地位，比重达70%。我国刀具材料供应结构变化与制造业发展水平相关，近几年在机床装备数控化升级的宏观背景下，切削刀具的产值结构发生着持续的变化，综合性能更优越的硬质合金刀具产值占比不断在提高。未来随着我国制造业持续升级，硬质合金刀具的产值占比将逐步提高。

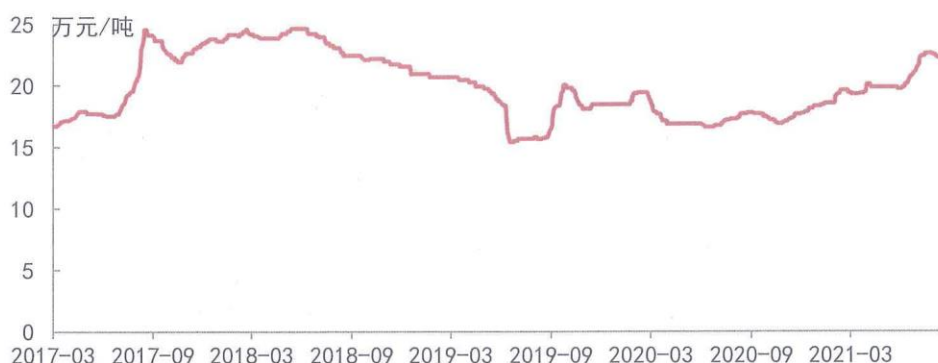
随着国产刀具性能的提升和产品结构的优化升级，数控刀具的国产化进程有望进一步加速

国际刀具竞争企业的竞争大致可分为三大阵营。第一阵营是以山特维克为代表的技术实力强劲的欧美企业，以向客户提供整体切削解决方案为主。2019年，欧美刀具企业前三大品牌在我国市场的销售占比为13.1%，垄断了航空航天、军工和汽车工业等精度要求更高的高端刀具市场。第二阵营是以三菱为代表的产品通用性强、性价比高的日韩企业。日韩刀具企业主导高端非定制刀具领域，产品价格普遍高于国产刀具。2019年，日韩刀具企业前四大品牌在我国市场的销售占比为5.8%。第三阵营是以株洲钻石切削刀具股份有限公司（以下简称“株洲钻石”）为代表的国内刀具企业。由于国内庞大的市场空间，本土刀具企业数量不断增多，但大部分定位于中低端产品市场，产品的技术密度较低，各厂商主要通过差异化的产品策略和价格优势抢占市场份额，市场竞争激烈。2019年，国内刀具企业龙头株洲钻石的国内销售占比仅3.2%，其余国内企业各自的市占率不足1%。

近几年，国内刀具企业快速崛起，凭借性价比和本土服务优势，国内企业逐步实现对中高端刀具产品的进口替代。随着国产刀具性能的提升和产品结构的优化升级，数控刀具的国产化进程有望进一步加速。另外，疫情爆发导致国外刀具企业产生部分停工停产的现象，由于国内疫情防控得当，国内企业受此影响较小，在国外企业供给不足的情况下，扩大市场份额，加快了进口替代步伐。

我国是世界上钨资源储备最丰富的国家，原料端供应充足，硬质合金刀具产能的扩张不受原料限制；碳化钨价格有所波动，2021年以来价格呈上涨趋势

直接材料成本在硬质合金数控刀具成本中占比约为40-50%，其中碳化钨粉占比最高。根据USGS的数据，2019年世界钨矿储量约为320万吨，其中中国钨矿储量190万吨，占比近60%；2010-2020年中国钨精矿产量占全球产量比重都在80%以上。国内碳化钨生产企业众多，如厦门钨业股份有限公司（以下简称“厦门钨业”，股票代码为600549.SH）、中钨高新材料股份有限公司（以下简称“中钨高新”，股票代码为000657.SZ）、江西钨业控股集团有限公司（以下简称“江西钨业”）、广东翔鹭钨业股份有限公司（以下简称“翔鹭钨业”，股票代码为002842.SZ）、崇义章源钨业股份有限公司（以下简称“章源钨业”，股票代码为002378.SZ）等均是生产碳化钨的大型生产厂家，供应量充足，自2010年以来年均净出口量达3720吨。钨精矿进入冶炼环节后，从APT到钨粉、碳化钨、最终生成硬质合金，各环节产能利用率逐步提升，上游冶炼环节产能明显过剩，其中APT的产能利用率仅为52.5%。长期来看，硬质合金刀具产能扩张不会受到钨产业链原料端的限制。近年国产碳化钨粉价格有所波动，2021年以来价格有所上涨，预计短期内碳化钨粉价格难以回调。

图 4 近年国产碳化钨粉价格走势


注：采用碳化钨粉： $\geq 99.7\%:2-11\mu\text{m}$: 国产的不含税价格
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》、《证券法》及《上市公司章程指引》等有关法律、法规及规范性文件的规定，结合公司实际情况逐步建立了由股东大会、董事会、监事会和经理层组成的法人治理结构，制定和完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》、《董事会秘书工作细则》等一系列内部控制制度。

从组织架构与职责来看，公司设董事会，对股东大会负责，董事会由7名董事组成，设董事长1名，独立董事3名。公司董事会下设战略与发展委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会。公司设监事会，监事会由3名监事组成，其中监事会主席也是职工代表监事，监事会对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履职情况进行监督并发表意见。公司董事长兼总经理肖旭凯具有丰富的行业经验和专业知识，李志祥、高江雄等高管有多年刀具行业从业经历，积累了丰富的研发、生产管理经验。

公司各部门职责分工明晰，内控制度明确，能够满足公司日常经营与战略发展的需求。根据天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具的内部控制鉴证报告，认为公司按照《企业内部控制基本规范》及相关规定于2021年6月30日在所有重大方面保持了有效的与财务报表有关的内部控制。

人员方面，截至2020年末，公司员工总数为395人，从专业类别来看，生产人员占比最高，从学历分布来看，员工学历主要集中在本科、大专和大专及以下，符合制造类企业人员结构特征。

表2 截至 2020 年末公司员工专业和学历结构情况

专业构成类别	人数	比例
生产人员	242	61.27%
销售人员	36	9.11%

研发人员	77	19.49%
财务人员	8	2.03%
行政人员	32	8.10%
合计	395	100.00%
教育程度类别	人数	比例
博士	1	0.25%
硕士	11	2.78%
本科	89	22.53%
大专	93	23.54%
大专及以下	201	50.89%
合计	395	100.00%

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

发展战略方面，公司秉承“自主研发、持续创新”的企业发展战略，公司拟在巩固硬质合金数控刀片市场优势地位的基础上，优先发展基础材料技术的研究；同时，通过新品项目的开发，向工具系统、精密复杂组合刀具领域拓展，进一步丰富公司的产品线。

六、经营与竞争

公司主要从事硬质合金数控刀片的研发、生产和销售业务，主要产品包括车削、铣削和钻削三大系列硬质合金数控刀片，产品广泛应用于通用机械、汽车、航空航天、模具等领域。从近年经营表现来看，伴随着我国产业结构调整升级带来的数控刀具消费增长和高端进口刀具产品的进口替代趋势，公司营业收入呈现持续稳步增长的态势，2018-2020年营业收入复合增长率达20.88%。2021年1-6月营业收入较上年同期增长67.46%，这主要得益于公司产品性能不断提升，产能逐步释放，渠道不断完善，同时由于国内疫情得到有效控制，2021年上半年我国经济增长强劲，制造业增速加快，带动刀具市场需求持续增长。

从收入结构来看，近年公司主营业务收入占比均超过99%，主营业务突出。其中，车削刀片和铣削刀片的销售占营业收入的比重超过95%，钻削刀片销售收入占营业收入比重较小。从毛利率来看，近年公司销售毛利率水平在50%上下小幅波动，基本保持稳定，盈利能力较强。2018-2020年，公司主营业务毛利率有所增长，主要系随着公司产销规模的扩大，规模效应逐渐显现，生产效率和产品良率不断提升，导致单位成本降低。公司其他业务收入主要为生产废料销售收入，占比较小。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	22,979.73	50.77%	31,118.66	50.79%	25,716.26	50.36%	21,172.66	49.04%
其中：车削刀片	15,419.68	46.88%	19,295.70	45.41%	14,184.72	43.99%	11,633.10	45.54%
铣削刀片	6,872.80	56.90%	10,744.86	58.64%	10,711.37	57.70%	8,933.16	51.97%

钻削刀片	641.95	79.93%	858.35	78.51%	646.08	75.85%	551.56	76.17%
其他产品	45.30	32.26%	219.75	30.37%	174.09	23.14%	54.84	42.32%
其他业务	0.00	-	99.93	86.98%	176.64	65.02%	190.84	94.91%
合计	22979.73	50.77%	31,218.59	50.90%	25,892.90	50.46%	21363.50	49.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕数控刀具领域，是国内先进的硬质合金切削刀具制造商，研发能力突出，核心技术与产品处于国内先进水平，但与欧美、日韩先进企业仍存一定差距

公司组建了由主管研发的副总经理、总工程师和总工艺师规划指导，设计部、工艺部和材质部共同组织实施的完备研发模式，拥有研发人员70余人，覆盖了硬质合金数控刀片的基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大核心领域。公司注重对先进研发设备的投入，近年不断加大研发投入，2018-2020年研发投入占营业收入的6%左右，略高于同业平均水平，2021年1-6月公司研发投入占营业收入的比例同比减少2.47个百分点，主要系同期营业收入大幅增长所致，研发投入金额较上年同期增长7.26%。

表4 公司研发投入情况

项目	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
研发人员数量（人）	72	77	74	51
研发投入金额（万元）	1,007.60	1,975.24	1,700.14	1,190.15
占营业收入比重	4.38%	6.33%	6.57%	5.57%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司专注于硬质合金数控刀片基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大领域核心技术和工艺的研发创新，不断提升硬质合金数控刀片的加工精度、加工效率和使用寿命等切削性能。公司掌握了多项自主核心技术，自主研发和设计能力较强，新产品开发和产品更新迭代速度较快，使公司毛利率保持较高水平。截至2021年6月末，公司累计获得境内外专利共计52项，目前有效的专利40项，其中发明专利11项，在研项目8个。依托研发优势，公司核心产品在加工精度、加工效率和使用寿命等切削性能方面已处于国内先进水平，进入了由欧美和日韩刀具企业长期占据国内中高端市场，但与欧美刀具企业相比公司在研发实力、产品性能稳定性、产品系列完整性和客户综合服务能力等方面仍有较大差距，与日韩刀具企业相比公司在生产规模、产品性能稳定性和品牌影响力等综合实力方面仍存在一定差距。

公司营业成本中原材料占比较高，需关注原材料价格波动对产品盈利的影响；同时公司存在主要国内竞争对手与供应商紧耦合的风险

公司营业成本结构基本稳定，直接材料、制造费用是其主要组成部分。其中，公司制造费用主要包括折旧费用、辅助材料、能源费用等，近年增长较快，主要系新增生产设备导致计入制造费用的折旧费用增长迅速。

表5 公司营业成本构成（单位：万元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
直接材料	5,685.10	50.25%	6,987.41	45.63%	5,575.53	43.68%	5,613.52	52.03%
直接人工	1,144.62	10.12%	1,457.73	9.52%	1,449.74	11.36%	1,115.07	10.33%
制造费用	4,483.01	39.63%	6,868.69	44.85%	5,725.10	44.85%	3,855.18	35.73%
委托加工费	0.00	0.00%	0.00	0.00%	15.24	0.11%	205.58	1.91%
合计	11,312.74	100.00%	15,313.83	100.00%	12,765.61	100.00%	10,789.35	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品生产所需要的主要原材料包括碳化钨粉、钴粉和钽铌固溶体等，其中碳化钨粉采购金额占总采购金额比重最大，2018-2020年公司主要原材料采购单价呈下降态势，2021年1-6月碳化钨粉、钴粉的价格有所上涨。中证鹏元关注到，公司直接原材料占营业成本比重较大，若未来主要原材料价格大幅上涨，且公司不能将原材料成本上涨的影响及时有效地传导至下游客户，公司的经营业绩可能受到不利影响。

表6 公司主要原材料采购情况

项目	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年	
碳化钨粉	采购量（吨）	281.35	287.60	233.64	187.67
	采购单价（万元/吨）	19.03	17.92	19.87	23.81
	采购金额（万元）	5,353.68	5,153.50	4,641.46	4,468.16
钴粉	采购量（吨）	28.50	32.00	23.64	21.5
	采购单价（万元/吨）	31.65	24.75	24.23	52.75
	采购金额（万元）	902.12	791.95	572.84	1,134.13
钽铌固溶体	采购量（吨）	3.90	4.00	2.40	1.65
	采购单价（万元/吨）	123.94	132.97	141.44	176.25
	采购金额（万元）	483.36	531.86	339.46	290.81

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购部对主要原材料采购工作实行统一管理，根据生产计划和市场情况储备合理库存，通过向合格供应商询价和比价方式确定采购价格，在对主要原材料的品质、价格、交货期等进行综合考量后，安排订单采购，货物到厂后需进行入厂检验，检验合格后方可对物料进行入库。为了减少不良率、提高生产效率，公司通过长期的试验测试精选出性能稳定、货源充足的供应商进行合作并实现规模化采购。公司供应商相对比较固定，近三年前五大供应商没有较大变动，公司向五大材料供应商采购比例较高，材料采购较为集中。若未来供应商提供材料的品质达不到公司要求，在更换供应商的过程中可能会出现供货周期延长、性能不稳定等情形，将对公司的生产经营产生不利影响。同时我们也关注到，公司主要原材料供应商自贡硬质合金有限责任公司（以下简称“自贡合金”）和株洲硬质合金集团有限公司（以

下简称“株洲合金”)与株洲钻石同为中钨高新的子公司,公司存在主要国内竞争对手与供应商紧耦合的风险,如果中钨高新为增强株洲钻石的竞争地位,限制向公司供应原材料,将对公司采购、生产和销售等经营计划的正常组织产生不利影响。

表7 公司前五大供应商采购情况(单位:万元)

时间	供应商名称	采购原材料品种	采购金额	占采购总额比重
2021年1-6月	供应商一	钴粉、碳化钨粉及其他金属粉末	2,956.41	30.99%
	供应商二	碳化钨粉	2,478.17	25.97%
	供应商三	钴粉	672.92	7.05%
	供应商四	钨钼固溶体及其他金属粉末	305.10	3.20%
	供应商五	钨钼固溶体	226.73	2.38%
	合计	-	6,639.33	69.59%
2020年	供应商一	钴粉、碳化钨粉及其他金属粉末	3,567.92	35.54%
	供应商二	碳化钨粉	1,870.49	18.63%
	供应商三	钴粉	524.29	5.22%
	供应商四	钨钼固溶体及其他金属粉末	365.81	3.64%
	供应商五	钨钼固溶体	239.47	2.39%
	合计	-	6,567.98	65.42%
2019年	供应商一	钴粉、碳化钨粉及其他金属粉末	3,170.55	36.24%
	供应商二	碳化钨粉	1,157.93	13.24%
	供应商三	钴粉	476.32	5.44%
	供应商四	碳化钨粉	398.31	4.55%
	供应商五	钨钼固溶体及其他金属粉末	376.77	4.31%
	合计	-	5,579.88	63.78%
2018年	供应商一	钴粉、碳化钨粉及其他金属粉末	3,699.48	43.11%
	供应商二	碳化钨粉	1,403.62	16.36%
	供应商三	碳化钨粉	447.58	5.22%
	供应商四	金刚石砂轮	305.09	3.56%
	供应商五	钨钼固溶体及其他金属粉末	287.20	3.35%
	合计	-	6,142.97	71.59%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司采用“以销定产+适度备货”的生产模式,产能利用率和产销率均处于高位;未来在建及拟建项目建成投产后,整体产能将进一步增长,需持续关注在建项目情况和新增产能释放情况

公司采用“以销定产+适度备货”的生产模式,销售部根据客户订单要求的产品规格、交货周期和数量等信息生成生产指令卡,由生产部门组织生产。由于公司产品需经过配料、球磨、喷雾干燥、压制成型、烧结、研磨深加工和涂层等生产工序,标准生产周期一般为5-7周左右,因此公司对市场需求较稳定的产品设置适度安全库存,以快速响应客户需求。公司建立了从材料入厂检验、制程检验、半成品和成品入库检验等生产各个环节的质量检验程序和工艺控制程序,确保产品在批量生产过程中整体质量

的稳定可靠。

目前公司主要产品产能利用已饱和，产线常年超负荷运作，产销率也处于高位，产能成为制约公司业务扩张的其中一个因素。在建和拟建项目建成投产后，将会释放一定产能，缓解公司产能不足的问题。同时，项目建成也有利于公司向中高端市场渗透。但需要关注的是，随着国内主要硬质合金刀具制造商积极扩大产能，并加快推出各种新牌号、新槽型的产品，欧美和日韩等知名刀具企业不断加大中国市场的开拓力度，公司可能面临进一步加剧的市场竞争风险。如果公司不能保持并强化自身的竞争优势和核心竞争力，公司产品的市场份额及价格可能会因市场竞争加剧而下降。并且随着增材制造⁵技术的逐渐成熟和生产成本的不断降低，将会对金属切削加工方式产生冲击，陶瓷刀具和超硬刀具性能的不断优化，未来也可能挤占部分硬质合金刀具传统应用市场，公司可能会面临一定的产品替代风险。如果未来产业政策、销售渠道开拓、市场供需情况、行业竞争态势等出现不利变化，公司可能无法及时消化新增产能，从而对公司经营业绩产生不利影响。

表8 公司主要产品的产能利用率情况（单位：万片）

项目	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
产能	3,000.00	4,800.00	4,500.00	3,200.00
产量	3,896.20	5,797.33	4,242.80	3,921.30
其中：车削刀片	2,485.00	3,169.12	2,118.36	2,035.85
铣削刀片	1,306.11	2,460.10	2,049.91	1,785.60
钻削刀片	105.08	168.11	74.51	99.84
产能利用率	129.87%	120.78%	94.28%	122.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 公司主要产品的产销率情况（单位：万片）

项目	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
产量	3,896.20	5,797.33	4,242.80	3,921.30
其中：车削刀片	2,485.00	3,169.12	2,118.36	2,035.85
铣削刀片	1,306.11	2,460.10	2,049.91	1,785.60
钻削刀片	105.08	168.11	74.51	99.84
销量	4,007.08	5,411.29	4,147.51	3,466.99
其中：车削刀片	2,412.18	3,018.96	2,103.94	1,705.95
铣削刀片	1,484.69	2,249.67	1,953.86	1,685.89
钻削刀片	110.21	142.66	89.71	75.15
产销率	102.85%	93.34%	97.75%	88.41%

⁵ 增材制造采用与“去除型”减材制造（含金属切削）完全相反的逐层叠加材料的加工方式，将复杂的工件结构或零部件结构离散为简单的二维平面加工，解决同类型工件或零部件难以加工的难题。目前，增材制造已从技术研究逐步走向实际工业应用，成为高端制造领域直接制造及修复再制造的重要技术手段。

其中：车削刀片	97.07%	95.26%	99.32%	83.80%
铣削刀片	113.67%	91.45%	95.31%	94.42%
钻削刀片	104.88%	84.86%	120.40%	75.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年6月末，公司主要在建项目为精密数控刀具数字化生产线建设项目和研发中心项目。精密数控刀具数字化生产线建设项目是公司在目前已掌握的核心技术之上进行的产能扩建，项目建成后，公司产能将新增硬质合金数控刀片3,000万片、金属陶瓷数控刀片500万片、硬质合金整体刀具200万支。研发中心项目是公司在原有研发体系、技术储备的基础上进行的升级扩建项目，采购先进研发设备并引进优秀研发人才，建立刀具硬质材料研究、槽型结构设计及综合使用测试评估平台，研发项目不能直接转化为产能提高公司业务收入，但有助于提升公司研发实力，提高公司核心技术转化能力。

表10 截至2021年6月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	规划总投资	已投资金额	尚需投资
精密数控刀具数字化生产线建设和研发中心项目	49,986.31	6,344.50	43,641.81

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拟建项目为本期债券募投项目，包括精密数控刀体生产线建设项目和高效钻削刀具生产线建设项目。精密数控刀体生产线用于生产铣刀刀盘、铣刀刀杆、浅孔钻具等产品，是在公司现有数控刀片产品的基础上，建设与之相配套的包括刀杆、刀盘在内的刀体生产线，项目达产后，可实现年新增精密数控刀体产品50万件的产能。刀体与刀片的适配性会对刀具整体的使用寿命、加工精度及稳定性产生直接影响，因此终端客户在使用公司数控刀体产品后，将有助于提升其对公司数控刀片产品的粘性，扩大现有产品的销售规模。高效钻削刀具生产线主要是生产钻削刀具产品，项目建成达产后，可实现年新增各类高效钻削刀具140万支的产能，可与公司现有产品形成互补，满足终端用户的不同加工需求。

表11 截至2021年6月末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目	规划总投资
精密数控刀体生产线建设项目	19,857.82
高效钻削刀具生产线建设项目	15,277.49
合计	35,135.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司建立了经销为主、直销为辅的销售模式；近年公司前五大经销客户收入贡献率不断提升，同时也应关注经销客户流失的风险

硬质合金数控刀片应用十分广泛，涵盖了模具制造、汽车及零配件、通用机械等众多生产制造领域，但终端用户主要以中小机械加工企业为主，普遍规模较小并且地区分散，一般通过当地经销商进行购买。因此，公司采用经销为主、直销为辅的销售模式，近年来经销收入占主营业务收入的比重在90%左右，销售区域主要在国内。公司建立了以华东、华南、华北刀具集散市场为核心，覆盖全国市场的经销商体系，并逐步向海外市场延伸。利用经销商广泛的客户群体和区域优势，公司能够针对特定区域产业集群

的用刀需求开发具有特定基体牌号、槽型和涂层的产品，有效开拓潜在客户。公司采用的经销模式为买断式销售，公司与经销商签订经销协议，根据订单合同约定将产品交付经销商，经销商确认收货后由其管理产品，并自主销售给下游客户。

另外，为拓宽销售渠道，使公司产品更加贴近市场、接近终端，通过“顽石”、“哈德斯通”系列产品打造品牌优势，增强市场影响力，公司于2018年推出经销商专卖店模式，专卖店的经营权及所有权均属于经销商，专卖店自负盈亏，公司从返利政策、市场保护和技术支持三个方面对其提供支持，力度较普通经销商更大。

表12 公司主营业务收入按照销售模式区分情况（单位：万元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销	20,715.51	90.15%	27,280.48	87.67%	22,808.05	88.69%	19,028.40	89.87%
直销	2,264.22	9.85%	3,838.18	12.33%	2,908.22	11.31%	2,144.26	10.13%
合计	22,979.73	100.00%	31,118.66	100.00%	25,716.26	100.00%	21,172.66	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从下游客户来看，近年公司与前五大经销客户保持了较为稳定的合作关系，前五大经销客户收入贡献率不断提升。刀具作为机床执行金属切削的核心部件，直接接触工件表面，决定了加工工件精度、表面粗糙度和合格率。因此，机械加工企业在选择刀片供应商时，通常要结合自身生产线配置、被加工材料类型和加工工况进行反复测试和验证，一旦选定了合格的刀具供应商后不会轻易更换，具有较强的粘性。但我们仍需关注，若主要经销客户因终端市场开拓不利、市场竞争因素或者与公司的发展战略不一致而流失，将不利于公司产品销售。

表13 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售金额	占营业收入比重
2021年1-6月	客户一	3,794.25	16.51%
	客户二	1,652.27	7.19%
	客户三	1,406.45	6.12%
	客户四	1,171.04	5.10%
	客户五	1,161.98	5.06%
	合计	9,185.99	39.98%
2020年	客户一	4,388.10	14.10%
	客户二	2,671.97	8.59%
	客户三	2,244.11	7.21%
	客户四	1,562.28	5.02%
	客户五	1,271.34	4.09%
	合计	12,137.80	39.00%
2019年	客户一	3,216.91	12.51%

2018年	客户二	1,680.47	6.53%
	客户三	1,653.15	6.43%
	客户四	1,136.57	4.42%
	客户五	1,123.55	4.37%
	合计	8,810.65	34.26%
	客户一	2,434.34	11.50%
	客户二	1,452.89	6.86%
	客户三	1,279.15	6.04%
	客户四	1,115.38	5.27%
	客户五	1,067.87	5.04%
	合计	7,349.63	34.71%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、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职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及公司2021年1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，公司自2019年1月1日起执行新金融工具准则，自2020年1月1日起执行新收入准则、新租赁准则。

资产结构与质量

公司资产规模逐年上升，固定资产占比较高，但资金储备较为充足，整体资产质量尚可

随着近年公司业务规模扩大，盈利能力增强带来经营利润的沉淀且股东增加资本投入，公司总资产规模呈现逐年递增的趋势，2018-2020年总资产规模复合增长率为22.53%，2021年6月末总资产规模较上年末增长59.13%。

截至2021年6月末，公司流动资产主要为货币资金、交易性金融资产、应收账款、应收款项融资和存货，公司流动资产占总资产的比重增加，主要系首次公开发行股票收到募集资金，导致货币资金和交易性金融资产大幅增加，其中交易性金融资产为公司将部分暂时闲置募集资金和自有资金购买收益凭证和结构性存款等低风险的现金管理产品。公司应收账款规模逐年增加，系公司业务规模扩大，营业收入增长，对客户应收账款规模随之增加所致，账龄主要集中在1年以内，已计提坏账准备918.46万元。公司前五名应收对象均为民营企业，应收规模合计占应收账款总额的31.17%。公司给予客户的信用期一般为月结30天，相较于同行业可比公司较短。未来随着公司业务规模不断扩大，公司应收账款金额将继续

增加。应收款项融资为销售商品收到的银行承兑汇票，已计提坏账准备50.00万元⁶。公司存货规模逐年增加，与收入变动趋势一致，2021年上半年存货增加较多，主要系原材料价格上涨，同时随着公司销售规模的扩大，公司相应增加了原材料的备货，并且公司为下半年旺季提前备货，在产品较多。

由于公司产品生产工艺复杂，生产工序较多，对生产设备要求较高，2018-2020年公司资产以固定资产等非流动资产为主。截至2021年6月末，公司非流动资产主要为固定资产，占资产总额的比重较高，符合制造类型企业的特征。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备、运输设备和办公设备组成。其中，机器设备是公司最主要的固定资产构成，近年来公司不断加大高端精密硬质合金刀片制造生产线的装备投入，在模具加工、粉末压制成型、烧结、研磨深加工和涂层等核心生产工序均引进先进生产设备和智能化辅助设备，导致固定资产账面价值不断增长；截至2021年6月末未办妥产权证书的房屋及建筑物账面价值107.20万元，因抵押受限的固定资产账面价值1.27亿元。2020年公司在建工程增加较多，主要为涂层工序、压制工序等设备安装工程和基础建设工程，无形资产增加部分主要为土地使用权。

总体来看，公司非流动资产占比较高，固定资产变现较难且部分因抵押受限，应收款项和存货对资金形成一定的占用，但2021年公司通过股权融资募集了资金，账上资金相对充裕，整体资产质量尚可。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,468.65	16.74%	2,453.43	3.97%	5,664.05	10.67%	2,131.20	5.17%
交易性金融资产	16,117.20	16.38%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	9,251.73	9.40%	6,407.03	10.36%	4,824.69	9.09%	3,654.83	8.87%
应收款项融资	5,655.38	5.75%	7,841.50	12.68%	4,046.29	7.62%	0.00	0.00%
预付款项	324.09	0.33%	164.35	0.27%	137.47	0.26%	133.99	0.33%
存货	7,663.03	7.79%	5,674.64	9.18%	5,390.74	10.15%	4,825.36	11.72%
流动资产合计	55,494.68	56.40%	23,450.88	37.92%	20,175.37	37.99%	13,976.34	33.93%
固定资产	34,224.59	34.78%	31,743.30	51.33%	28,595.73	53.85%	22,155.86	53.79%
在建工程	3,792.48	3.85%	3,853.09	6.23%	123.98	0.23%	426.52	1.04%
无形资产	1,974.84	2.01%	1,984.97	3.21%	605.57	1.14%	639.35	1.55%
非流动资产合计	42,907.15	43.60%	38,386.72	62.08%	32,929.20	62.01%	27,211.53	66.07%
资产总计	98,401.83	100.00%	61,837.60	100.00%	53,104.57	100.00%	41,187.87	100.00%

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

⁶截至2021年6月30日，公司持有一张承兑人为宝塔石化集团财务有限公司的电子银行承兑汇票，金额为50万元，因宝塔石化集团财务有限公司票据承兑出现严重违约，已发生多起承兑汇票逾期、无法正常兑付的情况，因此公司为此全额计提了坏账准备。

盈利能力

得益于公司产品性能提升、产能不断释放、渠道逐渐完善和行业趋势向好，公司营业收入和净利润快速增长，整体盈利能力良好

近年公司营业收入呈现持续稳步增长的态势，2018-2020年营业收入复合增长率达20.88%。受益于2021年上半年我国制造业增速加快带动刀具市场需求持续增长和进口替代加速，且公司产品性能逐渐提升，设备投入增加带来产能逐步释放，销售渠道不断拓宽，2021年1-6月营业收入较上年同期增长高达67.46%。

2018-2020年公司期间费用占收入的比重保持相对稳定，位于18.00%左右，2021年上半年借款金额大幅减少，导致利息支出大幅减少，同时随着营业收入快速增加，公司规模效应逐渐显现，期间费用占比降低，利润提升显著。由于业务规模扩大，公司利润规模持续增长，2018-2020年净利润复合增长率为28.19%，2021年1-6月净利润较上年同期增长114.63%。近年公司EBITDA利润率和总资产回报率指标表现良好，EBITDA利润率有所提高，由于总资产增加致使总资产回报率略有下降。整体来看，公司盈利能力良好。

图5 公司收入及利润情况（单位：万元）

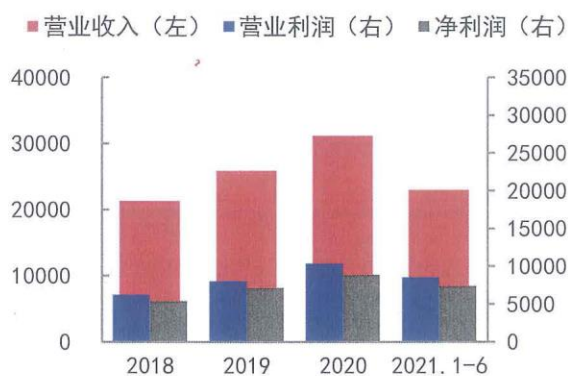
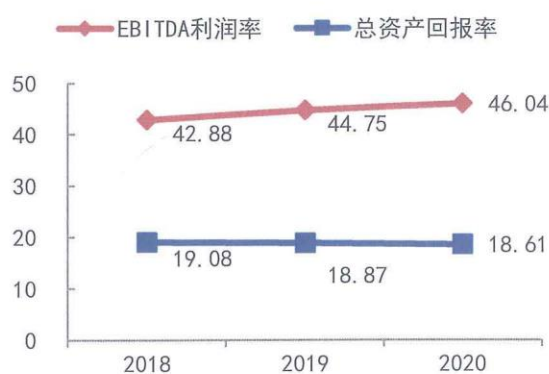


图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告和2020年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司现金生成能力尚可，在建及拟建项目基本可由募集资金满足，整体资金压力不大

经营净现金流方面，近年来公司经营活动产生的现金流量净额稳步增长，与营业收入的趋势基本一致。受公司给予部分客户一定信用期及部分交易使用银行承兑汇票结算影响，公司收现比在0.7左右，整体来看资金回笼速度尚可。投资净现金流方面，2018-2020年公司投资净现金流基本保持稳定，2021年1-6月公司将部分暂时闲置募集资金和自有资金购买收益凭证和结构性存款等低风险的现金管理产品，

导致投资活动产生的现金净流出大幅增加。筹资净现金流方面，2018-2019年公司筹资活动以银行借款为主，2020年公司筹资活动产生的现金流量净额为负，主要系偿还到期银行借款金额较大。2021年1-6月，公司公开发行股票募集资金，致使筹资活动产生的现金流量净额大幅增加，公司银行授信额度充足，且上市后公司融资渠道更加多样，整体融资弹性较高。随着公司近年来净利润持续增长，EBITDA和FFO持续增加。截至2021年6月末，公司在建拟建项目尚需一定资金投入，基本可由募集资金满足，未来资金压力不大。

图 7 公司现金流结构

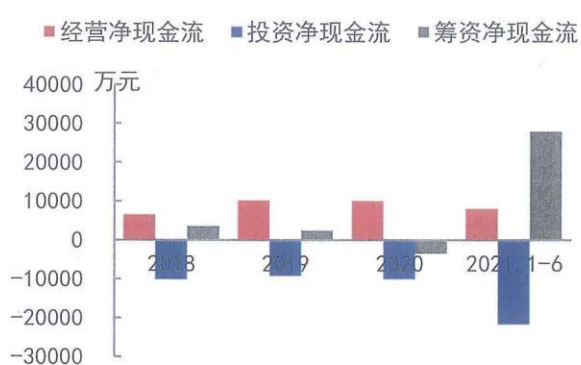
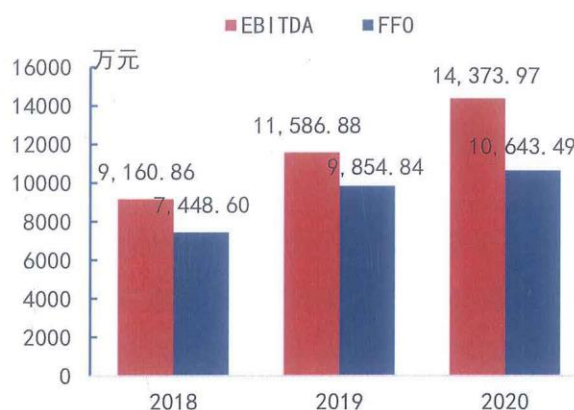


图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

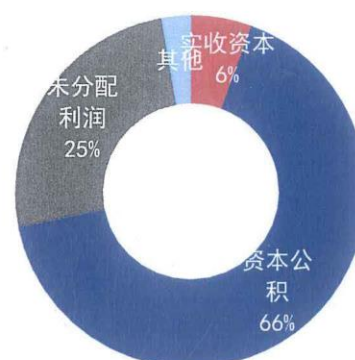
资本结构与偿债能力

公司负债以经营性负债为主，债务规模较小，偿债压力较小

2018-2020年，公司总负债和所有者权益均有所增加。2021年1-6月，公司上市增厚资本实力，所有者权益大幅增加，同时公司归还借款使总负债减少，双重因素导致产权比率大幅降低。截至2021年6月末，公司所有者权益以资本公积、未分配利润和实收资本为主。公司负债以经营性负债为主，偿债压力较小。

图9 公司资本结构


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图10 2021年6月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，主要为应付账款、一年以内到期的非流动负债和其他流动负债。其中 2021 年 6 月末，应付账款大幅增加，主要系原材料、设备、工程采购增加所致；一年内到期的非流动负债为长期借款及利息转入；其他流动负债为未终止确认的应收票据⁷，占总负债比重较大。公司预计负债主要为销售返利和预计销售退货款项。短期借款和长期借款较少主要系公司改善融资结构，归还银行借款所致。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	901.09	4.92%	4,392.30	21.20%	1,400.00	6.70%	0.00	0.00%
应付账款	4,156.87	22.70%	1,959.81	9.46%	2,309.22	11.06%	2,894.21	18.68%
其他应付款	659.32	3.60%	759.25	3.66%	632.22	3.03%	567.60	3.66%
一年内到期的非流动负债	1,606.35	8.77%	1,585.97	7.65%	2,800.37	13.41%	2,020.98	13.04%
其他流动负债	3,874.27	21.15%	4,531.35	21.87%	3,538.07	16.94%	2,868.90	18.52%
流动负债合计	13,229.36	72.23%	15,214.05	73.42%	12,451.74	59.61%	9,590.85	61.91%
长期借款	212.32	1.16%	869.46	4.20%	4,968.00	23.78%	3,500.00	22.59%
预计负债	1,798.45	9.82%	2,047.37	9.88%	1,475.41	7.06%	1,259.81	8.13%
非流动负债合计	5,085.43	27.77%	5,506.55	26.58%	8,436.33	40.39%	5,901.58	38.09%
负债合计	18,314.79	100.00%	20,720.60	100.00%	20,888.06	100.00%	15,492.43	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

⁷ 公司对由信用等级一般银行承兑的银行承兑汇票以及商业承兑汇票在背书或者贴现时继续确认应收票据，待到期承兑后终止确认，对报告期各期末未到期且未终止确认的票据背书部分金额计入“其他流动负债”。

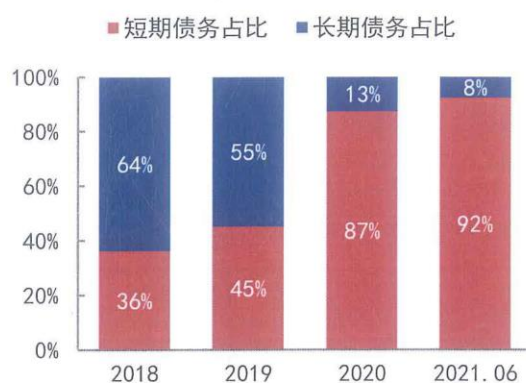
截至2021年6月末，公司总债务为2,719.76万元，规模较小，以短期债务为主。公司归还部分银行借款，致使总债务/总负债比例大幅降低，公司偿债压力较小。

图 11 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率较低。2018-2020年公司资产负债率有所波动，由于公司上市收到募集资金并归还了部分银行借款和融资租赁款，2021年6月公司资产负债率大幅降低。公司账面货币资金充足，EBITDA利息保障倍数表现良好，盈利对债务利息偿付的保障程度很高；总债务占总资本的比重较低，杠杆水平较低。但仍需关注的是，若本期债券发行成功，公司资产负债率将大幅上升。

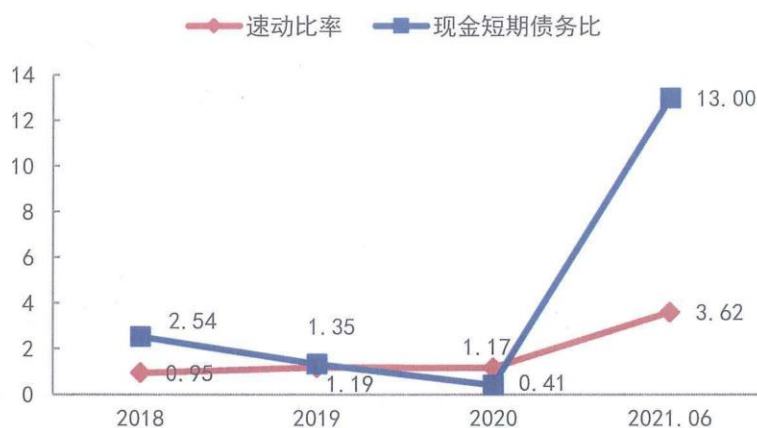
表16 公司杠杆状况指标

项目	2021年6月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	18.61%	33.51%	39.33%	37.61%
净债务/EBITDA	--	0.34	0.36	0.09
EBITDA 利息保障倍数	--	30.42	17.27	17.43
总债务/总资本	3.28%	14.28%	22.47%	17.91%
FFO/净债务	--	215.63%	238.85%	893.68%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2021年公司上市募集资金到账后致使货币资金大幅增加，现金短期债务比大幅增加，现金类资产对短期债务保障较好。近年来公司速动比率有所提高，流动负债中主要为应付账款和未终止确认的应收票据，实际偿付压力不大。公司2021年于科创板上市后融资渠道更加多样化，与银行关系良好，融资弹性较好，偿债压力较小。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

八、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（2021 年 8 月 18 日），公司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。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，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。根据公司提供的募集资金使用可行性分析报告，本次债券募投项目精密数控刀具生产线建设项目和高效钻削刀具生产线项目完全达产预计实现内部收益率（税后）分别为 23.86%、26.21%，投资回收期（税后）分别为 5.97 年、5.63 年。但需要关注的是，未来若项目实施进度不及预期，或者下游市场发生变化导致新增产能无法消化等，则募投项目存在收益不达预期的风险。

其次，公司经营活动产生的现金流入是本期债券按时还本付息资金的重要保障。2018-2020 年，公司营业收入分别为 21,363.50 万元、25,892.90 万元和 31,218.59 万元，保持较快增长；经营活动现金流净额分别为 6,608.78 万元、10,277.97 万元和 10,094.53 万元。目前公司建立了以华东、华南、华北刀具集散市场为核心，覆盖全国市场的经销商体系，积淀了一批较为稳定的终端客户，在行业内拥有一定的认可度，未来订单有较好保障。但同时中证鹏元也关注到，公司在建、拟建项目产能较大，未来产能消化情况需关注；此外产业政策、销售渠道开拓、市场供需情况以及行业竞争态势等因素，仍可能会对公司经营业

绩造成一定影响，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。

十、结论

综上，中证鹏元评定株洲华锐精密工具股份有限公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

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本评级机构网站（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。

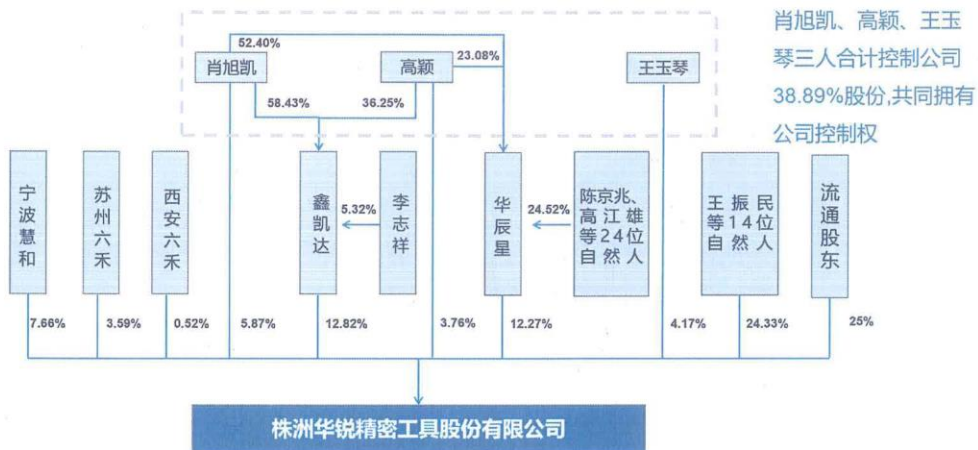
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021年6月	2020年	2019年	2018年
货币资金	16,468.65	2,453.43	5,664.05	2,131.20
交易性金融资产	16,117.20	0.00	0.00	0.00
应收账款	9,251.73	6,407.03	4,824.69	3,654.83
应收款项融资	5,655.38	7,841.50	4,046.29	0.00
预付款项	324.09	164.35	137.47	133.99
存货	7,663.03	5,674.64	5,390.74	4,825.36
流动资产合计	55,494.68	23,450.88	20,175.37	13,976.34
固定资产	34,224.59	31,743.30	28,595.73	22,155.86
在建工程	3,792.48	3,853.09	123.98	426.52
无形资产	1,974.84	1,984.97	605.57	639.35
非流动资产合计	42,907.15	38,386.72	32,929.20	27,211.53
资产总计	98,401.83	61,837.60	53,104.57	41,187.87
短期借款	901.09	4,392.30	1,400.00	0.00
应付账款	4,156.87	1,959.81	2,309.22	2,894.21
应付职工薪酬	1,094.86	1,204.66	939.40	755.70
一年内到期的非流动负债	1,606.35	1,585.97	2,800.37	2,020.98
其他流动负债	3,874.27	4,531.35	3,538.07	2,868.90
流动负债合计	13,229.36	15,214.05	12,451.74	9,590.85
长期借款	212.32	869.46	4,968.00	3,500.00
长期应付款	0.00	0.00	153.51	73.77
预计负债	1,798.45	2,047.37	1,475.41	1,259.81
非流动负债合计	5,085.43	5,506.55	8,436.33	5,901.58
负债合计	18,314.79	20,720.60	20,888.06	15,492.43
总债务	2,719.76	6,847.73	9,339.67	5,605.15
归属于母公司的所有者权益	80,087.04	41,117.00	32,216.51	25,695.43
营业收入	22,979.73	31,218.59	25,892.90	21,363.50
净利润	7,401.84	8,900.49	7,181.19	5,416.13
经营活动产生的现金流量净额	8,084.28	10,094.53	10,277.97	6,608.78
投资活动产生的现金流量净额	-21,713.31	-10,026.17	-9,234.60	-10,105.89
筹资活动产生的现金流量净额	27,920.24	-3,465.38	2,439.47	3,591.26
财务指标	2021年6月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	50.77%	50.90%	50.46%	49.45%
EBITDA 利润率	--	46.04%	44.75%	42.88%
总资产回报率	--	18.61%	18.87%	19.08%
产权比率	22.87%	50.39%	64.84%	60.29%
资产负债率	18.61%	33.51%	39.33%	37.61%

净债务/EBITDA	--	0.34	0.36	0.09
EBITDA 利息保障倍数	--	30.42	17.27	17.43
总债务/总资本	3.28%	14.28%	22.47%	17.91%
FFO/净债务	--	215.63%	238.85%	893.68%
速动比率	3.62	1.17	1.19	0.95
现金短期债务比	13.00	0.41	1.35	2.54

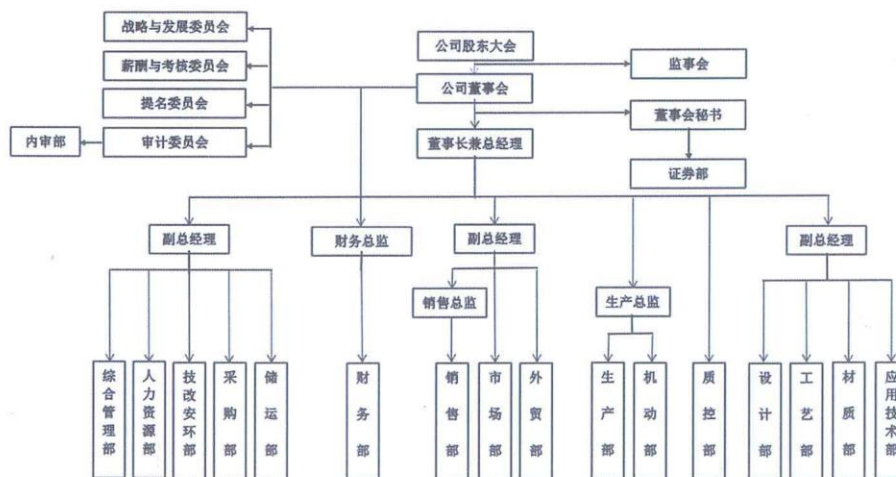
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月）



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 2021 年 6 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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。

附录五 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。



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






中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导
self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	徐宁怡	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220080007	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-08-17			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030220080007	2020-08-17	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	




SAC

中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导
self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	葛庭婷	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030221070005	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2021-07-02			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030221070005	2021-07-02	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

