



2021年广州弘亚数控机械股份有限公司公 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年广州弘亚数控机械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	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
弘亚转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“弘亚转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司是国内板式家具机械制造行业的领先企业，在机械专用设备经营规模和技术方面具有一定的竞争优势；营业收入增长较快，盈利能力仍较好；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，在房地产市场下行趋势下，公司在建产能能否完全消化存在一定的不确定性，新增项目资本开支压力较大，同时面临外销风险等风险因素。

未来展望

- 在板式家具机械设备智能化、自动化、柔性化的发展趋势下，公司有望凭借其经营规模、技术实力、销售渠道等方面优势，进一步巩固行业地位。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6月29日

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：游云星
youyx@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	35.69	34.41	22.70	19.80
归母所有者权益	23.23	22.15	17.35	14.32
总债务	6.35	6.29	0.68	1.54
营业收入	5.43	23.71	16.89	13.11
EBITDA 利息保障倍数	--	45.54	99.60	199.15
净利润	1.07	5.27	3.59	3.06
经营活动现金流净额	0.90	5.51	4.14	3.52
销售毛利率	30.52%	33.11%	32.79%	36.12%
EBITDA 利润率	--	27.19%	29.90%	29.19%
总资产回报率	--	21.89%	20.06%	20.82%
资产负债率	32.34%	32.98%	19.81%	26.31%
净债务/EBITDA	--	-1.24	-1.39	-1.35
总债务/总资本	20.83%	21.43%	3.59%	9.53%
FFO/净债务	--	-59.09%	-55.11%	-56.08%
速动比率	2.91	2.94	2.54	1.80
现金短期债务比	15.23	15.98	22.51	5.12

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司的经营规模和技术水平在板式家具机械制造行业具有一定的竞争优势。**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，是我国板式家具机械制造行业的龙头企业之一，参与多个行业标准的制定，仍保持一定技术优势。
- **营业收入增长较快，盈利能力仍较强。**受益于下游家具行业整体升级扩张带来的需求增长，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的产能释放，2021年营业收入同比大幅增长；同期 EBITDA 利润率和总资产回报率仍处于较好水平，盈利能力提升。
- **资产流动性较好，经营活动现金流表现良好，债务负担较低。**2021年末公司现金类资产占总资产的比重较高，仍能够完全覆盖总债务，同期经营活动现金流继续保持净流入。公司拟非公开发行 A 股股票，若能成功实施非公开发行股票计划，将减轻公司资本支出压力。

关注

- **在房地产市场下行趋势下，公司在建产能能否完全消化存在一定的不确定性。**2021年以来房地产政策持续收紧，板式家具机械制造业作为房地产后周期行业，若房地产行业恢复不及预期，房屋新开工面积增长较缓，将限制下游家具行业升级扩张需求，公司在建的家具机器人自动化生产线制造基地建设项目和弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地项目产能的消化或将受到一定影响。
- **新增项目资本开支压力较大。**截至 2022 年 3 月末，公司在建项目产能提升幅度较大，尚需投入较多资金。
- **面临一定的外销风险。**2021年公司外销收入占营业收入的比重进一步提升，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。

同业比较（单位：亿元）

指标	南兴股份	瀚川智能	昌红科技	建科机械	弘亚数控
总资产	34.59	21.22	19.07	12.39	34.41
营业收入	27.77	7.58	11.27	4.81	23.71
净利润	2.97	0.57	1.16	0.95	5.27
销售毛利率	23.48%	33.76%	29.34%	45.71%	33.11%
资产负债率	34.81%	56.26%	37.14%	20.31%	32.98%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：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

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	最小
	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	4		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	0
	业务多样性	4		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	优秀	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-1
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-	2021-8-26	朱磊、徐铭远	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
AA-/稳定	AA-	2020-9-11	党雨曦、张伟亚	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_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
弘亚转债	6.00	6.00	2021-8-26	2026-7-11

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7月发行5年期6亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目、高精度家具机械零部件自动化生产建设项目和补充流动资金。截至2022年3月末，本期债券募集资金余额为0.95亿元。

三、发行主体概况

2021年公司因资本公积金转增股本，每10股转增4股，期末注册资本同比增长40%至3.03亿元，公司控股股东和实际控制人未发生变化。截至2022年3月末，李茂洪持有公司38.44%的股份，仍为公司控股股东，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49.35%的股份，股份均未被质押。

2021年公司主营业务未发生变化，仍主要从事板式家具机械专用设备研发、设计、生产和销售。同期，公司合并范围新增2家子公司，减少2家子公司。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况

1、2021年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
广东德弘重工有限公司	100%	6.00 亿元	工业制造	设立
广州极东机械有限公司*	100%	0.02 亿美元	工业制造	设立

2、2021年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
MUTI2 S.R.L.	100%	1.00 万欧元	企业自有资金投资	内部合并注销
MUTI3 S.R.L.	100%	1.00 万欧元	企业自有资金投资	内部合并注销

注：广州极东机械有限公司于2022年1月变更注册资本为1.04亿美元。

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、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。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年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，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%。

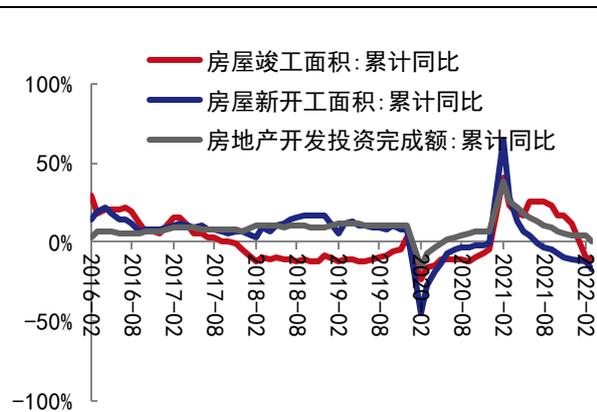
2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

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。

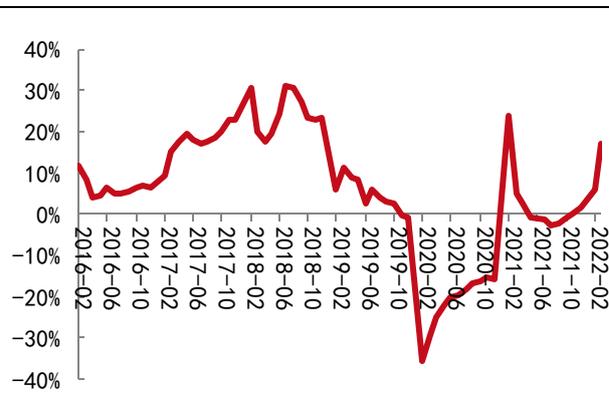
行业环境

板式家具机械的需求主要来自于板式家具行业新增产能和设备更新升级，作为房地产后周期行业，板式家具机械制造业在房地产市场下行趋势下或将受到一定影响

板式家具设备行业与下游板式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板式家具行业新增产能和设备更新升级。2021年中央层面“房住不炒”总基调延续，随着销售端收紧政策显现，叠加房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021年下半年以来房地产销售增速持续放缓。2022年以来，房地产调控政策持续宽松，从支持合理购房需求及扩大土地市场项目盈利着手，双方面改善房地产市场供需双弱的下行趋势。2022年一季度，房地产开发投资完成额同比增长0.7%，新开工面积同比下降17.5%，地产政策的边际放松有望提振板式家具行业。近年来二手房市场逐渐崛起，存量房装修、二手房翻新的需求逐步上升，一线城市该比例已达到40%，叠加二手房交易和存量房更新带来的改善型家装需求逐步提升，有望进一步刺激对板式家具的需求。近年来下游定制家具企业持续扩产，索菲亚、志邦家居、尚品宅配等知名定制家具企业持续投资新建产能，预计板式家具机械行业需求端将持续增长。此外，近年来随着技术的追赶，国内板式家具机械设备的性能品质不断提升，而价格仅为国外高端设备的二分之一，下游国内定制家具企业为控制成本正在逐渐缩减对进口设备的采购份额，中高端板式家具机械市场国产替代进程加速，有力推动国内板式家具机械景气上行。未来若房地产行业恢复不及预期，房屋新开工面积增长较缓，叠加疫情对房屋竣工面积的影响，板式家具机械作为房地产后周期行业或将受到一定影响。

图 1 房地产市场走低，政策加持下有望回暖


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 2 家具行业固定资产投资完成额回暖


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

板式家具机械行业中，中高端市场以德国、意大利企业为主，国内企业生产的主要是中低端产品，市场集中度较低；智能化、自动化、柔性化为特征的中高端板式家具机械设备将迎来快速发展期，研发能力较强、资金实力雄厚的头部企业，有望占据领先地位并不断提升其市场份额

目前全球主要的板式家具机械生产企业主要集中在德国、意大利和中国，德国豪迈集团、伊玛谢林集团、意大利比亚斯和SCM集团等公司在中高端市场占主导地位，主要面向国内一线定制家具品牌，而国内的板式家具机械企业85%为规模以下企业，主要集中在珠三角、山东等地，多数企业缺乏自主研发和技术创新能力，产品同构化、同质化现象严重，所生产的多为中低端产品，无法满足国内家具企业对中高端板式家具机械的需求。由于板式家具机械行业属于资金密集型行业，且技术门槛相对较高，国内

中高端市场本土品牌竞争格局相对稳定，以弘亚数控、南兴股份为代表的国内板式家具机械第一梯队企业具有一定的研发实力和品牌知名度，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，产品质量和性能较为稳定，部分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市场。目前国内企业市场占有率并不高，国内前三大企业的市场率合计不超过20%，市场集中度较低。

表2 公司部分竞争对手情况

公司名称	国别	营业收入	主要产品
豪迈集团	德国	2021年营业收入 13.89 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
比亚斯	意大利	2021年营业收入 7.42 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	2021年营业收入 23.71 亿元	自动封边机、数控钻、裁板锯、加工中心
南兴股份	中国	2021年营业收入 27.77 亿元（其中板式家具机械收入 15.79 亿元）	自动封边机、数控钻、裁板锯、加工中心

资料来源：Wind、各公司年报，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精装修的普及催生了定制化板式家具的需求，带动板式家具行业从传统批量化生产模式向小批量、多品种生产模式转变，叠加劳动力成本持续上升影响，板式家具企业将会选择智能化、自动化、柔性化程度更高的生产设备。板式家具机械行业产业升级过程中，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，下游定制家具市场规模扩大，以智能化、自动化、柔性化为特征的中高端板式家具机械设备将迎来快速发展期。

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，而创新能力及研发能力较强、资金实力雄厚的头部企业，则有望抓住行业趋势并占据领先地位，不断提升其市场份额，行业集中度将进一步提升。

五、经营与竞争

公司仍主要从事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。受益于下游家具行业整体升级扩张带来的需求增长及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的产能释放，2021年公司实现营业收入23.71亿元，同比大幅增长40.34%，业务销售毛利率较为稳定。分产品来看，在2021年公司全线产品生产和销售规模快速扩张的环境下，封边机、裁板锯和加工中心三大产品毛利率略有下降，数控钻毛利率略有上升，其

中公司封边机产品具备一定的技术优势及产品定价能力，收入和毛利率仍居四大产品之首。

表3 公司主营业务构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
封边机	9.70	44.63%	6.77	46.61%
数控钻	4.97	26.68%	3.35	23.77%
裁板锯	3.34	29.27%	2.33	32.62%
加工中心	3.32	16.99%	2.58	17.45%
其他	2.13	22.75%	1.63	14.25%
合计	23.46	32.74%	16.65	32.38%

资料来源：公司2020-2021年度报告，中证鹏元整理

公司在经营规模、技术实力、销售渠道方面继续保持一定的竞争优势

凭借客户、技术、品牌的多年积累，公司经营规模不断扩大，2021年公司全年实现销售收入23.71亿元，同比增长40.34%，进一步确立公司在国内板式家具机械制造行业的领先地位。2021年公司产能进一步释放，截至2021年末，公司已经具备8,600台封边机、1,780台加工中心、3,200台裁板锯和3,310台数控钻年产能规模，当期产销规模进一步提升。

公司技术与研发能力领先，近三年公司核心技术产品收入占营业收入的比重达到80%以上。公司参与多个行业标准的制定，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。2021年公司研发投入持续提升，占营业收入比重提升至4.16%。

表4 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年
研发投入	9,856.65	6,580.87
占营业收入比重	4.16%	3.90%

资料来源：公司2020-2021年度报告，中证鹏元整理

公司销售渠道继续完善。除了与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，经销网络布局较为全面，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。

公司外销占比进一步上升，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，2021年经销收入占营业收入的93%，均为买断式销售。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，公司客户包括索菲亚、卡诺亚、百得胜、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，只有对个别重点经销商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。

2021年公司前五大客户主要为经销商，合计销售收入占公司营业收入的比重为19.01%，客户较为分散。需要注意的是，公司采取的是区域代理的模式，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发生变化或终止合作，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，若自身的经营状况不佳，亦使得公司面临一定的回收风险。

表5 公司营业收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	比例	金额	比例
内销	17.13	72.25%	12.61	74.65%
外销	6.58	27.75%	4.28	25.35%

资料来源：公司2020-2021年度报告，中证鹏元整理

得益于公司积极拓展海外市场，2021年实现外销收入6.58亿元，同比增长53.61%，占营业收入的比重提升至27.75%。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。

2021年公司产能得到大幅释放，产能利用率仍维持在较高水平，未来公司计划投资新建产能，需关注公司资本开支压力及产能消化风险

生产方面，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。随着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投入使用，2021年公司进行了产能布局调整，产能得到了较大幅度的释放。而受益于下游行业需求拉动，公司产能利用率仍维持在很高的水平，各类产品产能利用率均在100%以上。公司受限于生产场地和生产人员数量，产能仍然较为紧张。根据公司2022年3月公布的《2022年非公开发行A股股票预案》，公司拟募集资金投资新建家具机器人自动化生产线制造基地建设项目及弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地，项目建成后将分别新增2万套智能封边机及其自动化产线以及1万台（套）裁板锯、数控钻等高端家具制造装备的生产能力，将极大提升公司产能。

表6 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：套/台）

产品明细	项目	2021年	2020年
封边机	产能	8,600	5,600
	产量	9,838	6,497
	产能利用率	114.40%	116.02%
	销量	9,162	6,678

	产销率	93.13%	102.79%
加工中心	产能	1,780	1,000
	产量	1,984	1,337
	产能利用率	111.46%	133.70%
	销量	2,000	1,422
	产销率	100.81%	106.36%
裁板锯	产能	3,200	2,100
	产量	3,818	2,524
	产能利用率	119.31%	120.19%
	销量	3,472	2,575
	产销率	90.94%	102.02%
数控钻	产能	3,310	1,900
	产量	3,598	2,285
	产能利用率	108.70%	120.26%
	销量	3,338	2,334
	产销率	92.77%	102.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022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、四川丹齿整体搬迁建设项目、弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地和家具机器人自动化生产线制造基地建设项目，若上述项目完工将会有助于扩大公司生产规模，提升公司智能化生产工艺，提高产品性能，但需关注在建项目尚需投资金额较大，面临较大的资本开支压力，产能消化可能受制于市场需求变化，存在不确定性。

表7 截至 2022 年 3 月末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	累计已投资	投资进度
高端智能家具生产设备创新及产业化建设项目	2.54	2.30	90.83%
四川丹齿整体搬迁建设项目	1.50	0.85	56.74%
弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地	4.50	0.09	1.96%
家具机器人自动化生产线制造基地建设项目	4.14	0.01	0.19%
合计	12.68	3.25	--

注：1) 高端智能家具生产设备创新及产业化建设项目部分已投产转为固定资产，已投产部分占总投资比重为83.05%；

2) 四川丹齿整体搬迁建设项目总投资金额根据签订的合同有所调整；

3) 弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地和家具机器人自动化生产线制造基地建设项目总投资仅为土建工程投资预算，不包含设备及铺底等。

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，公司主要通过外协或自主加工的方式进行采购和供应。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。2021年公司上游前五大供应商较为稳定，公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重为17.91%，集中度较低，供应商较为分散。

2021年公司营业成本随经营规模扩大有所增加，营业成本构成相对稳定，原材料占比仍较大。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降低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8 公司营业成本构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	比例	金额	比例
原材料	13.02	82.10%	9.29	81.81%
制造费用	1.32	8.34%	1.08	9.50%
人工	1.44	9.07%	0.89	7.87%

资料来源：公司2020-2021年年度报告，中证鹏元整理

非公开发行股票若顺利实施，有利于缓解公司资金压力和债务压力，需关注实施进展

根据公司2022年3月公布的《2022年非公开发行A股股票预案》，公司拟非公开发行股票募集资金不超过10亿元，扣除发行费用后将投资于家具机器人自动化生产线制造基地建设项目、弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地及补充营运资金，非公开发行股票若顺利实施，有助于缓解公司资金压力，并在一定程度上降低债务压力。本次非公开发行股票事项已经获得公司董事会及股东大会审议通过，还需经中国证监会的核准方可实施，需关注实施进展。

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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年合并报表范围变化情况详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，现金类资产占总资产的比重较高，资产质量较好

伴随公司2021年经营持续积累并成功发行本期债券，期末总资产规模实现大幅增长，以流动资产为主。

公司现金类资产包括货币资金、交易性金融资产和应收票据（包含应收款项融资），得益于本期债券的资金融入及主营业务现金积累，2021年公司现金类资产规模继续增加，截至2021年末，货币资金中履约保证金为主的受限资金账面价值为0.05亿元，受限比例很小；交易性金融资产为公司购买的银行短期理财，风险较小；应收票据（含应收款项融资）主要为经营业务产生的银行承兑汇票；三者合计14.87亿元，占总资产的43.21%，账面资金更加充裕，即期支付能力良好。

存货主要系原材料、半成品和库存商品，伴随公司产能及销量的提升，2021年末存货余额同比大幅增长，叠加子公司四川丹齿产品结构的调整优化，当期计提存货跌价损失0.15亿元，较上年大幅增长。公司固定资产主要为房屋建筑物与机械设备，2021年末固定资产较上年末有所增长，主要系当年度在建工程转入和设备购置所致，期末账面价值1.60亿元的固定资产尚未办妥产权证书（其中1.15亿元固定资产已于2022年3月办妥产权证），账面价值0.22亿元的固定资产用于借款抵押。2021年末公司在建工程规模有所增长，主要系当年度四川丹齿整体搬迁建设项目投资金额较大，考虑到公司仍将持续建设投资项目，在建工程规模将继续增长。无形资产主要为土地使用权，其中账面价值0.12亿元的无形资产用于借款抵押。

整体看来，公司资产结构稳定，账面流动性充裕，整体资产流动性及质量较好。

表9 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	6.72	18.82%	6.93	20.14%	5.06	22.31%
交易性金融资产	7.88	22.08%	7.43	21.59%	2.44	10.75%
存货	3.42	9.59%	3.37	9.80%	2.28	10.04%
流动资产合计	19.79	55.44%	19.19	55.77%	11.37	50.08%
固定资产	6.83	19.15%	6.35	18.47%	4.84	21.30%
在建工程	1.15	3.23%	1.55	4.52%	1.39	6.14%
无形资产	3.38	9.47%	2.90	8.41%	1.24	5.47%
非流动资产合计	15.91	44.56%	15.22	44.23%	11.33	49.92%
资产总计	35.69	100.00%	34.41	100.00%	22.70	100.00%

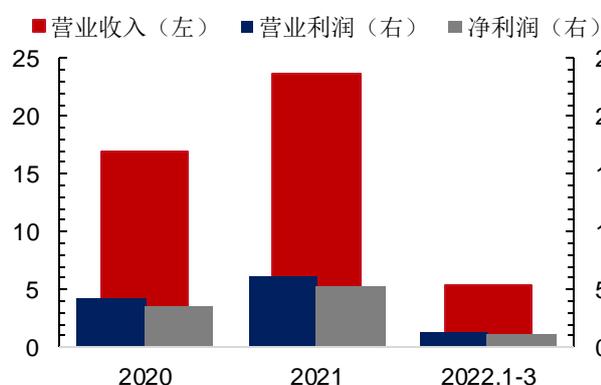
资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司营业收入保持较快增长，盈利能力仍较强

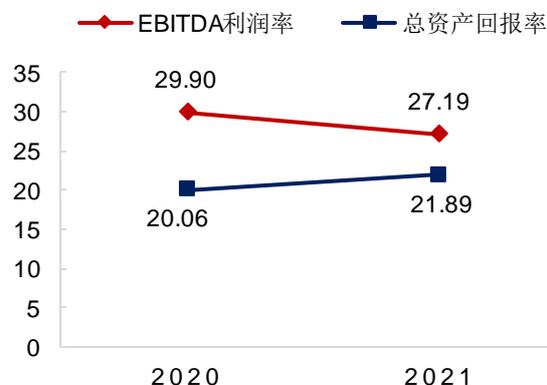
受益于下游家具行业整体升级扩张带来的需求增长及本期债券募投项目高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目的产能释放，2021年公司实现营业收入23.71亿元，同比增长40.34%，主营业务销售毛利率较为稳定。营业收入的大幅增长带动公司2021年营业利润及净利润均呈现快速增长态势。2022年1-3月，公司营业收入同比仍保持增长。2021年公司EBITDA利润率小幅下降，但总资产回报率略有增长，仍处于较好水平，盈利能力较强。

图 3 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 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）

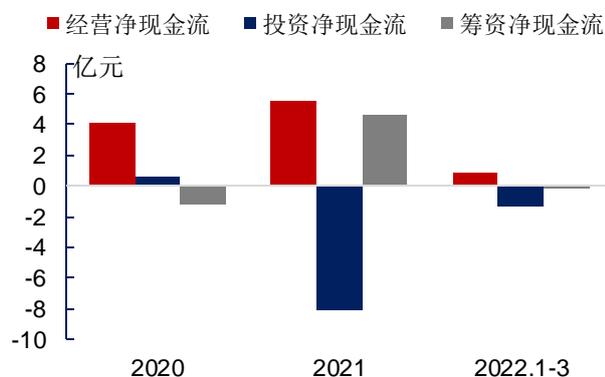


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

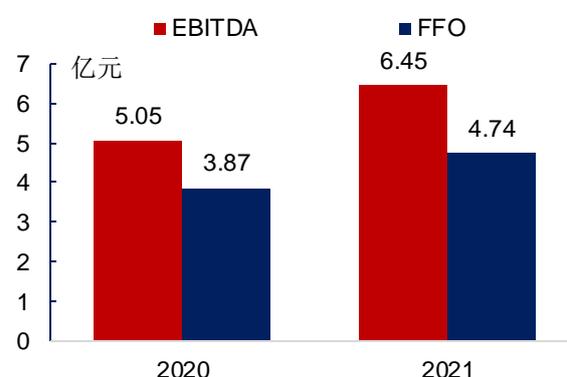
现金流

公司经营活动现金流表现较好，仍面临较大的资本开支压力

得益于营业收入规模扩大且回款情况较好，公司 2021 年经营活动现金净流入规模同比仍持续增长，同期，公司将大额的盈余资金投资于银行理财产品，并提升对扩充产能的投入，投资活动现金支出大幅增长。得益于本期债券的成功发行，公司 2021 年筹资活动获得大额现金净流入。总体来看，公司现金流结构较好，经营活动现金流表现优异。由于当年度利润规模的大幅增长，推动 EBITDA 和 FFO 实现较快增长，现金生成能力进一步增强。预计公司未来将持续扩充产能，仍面临较大的资本开支压力。

图 5 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 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

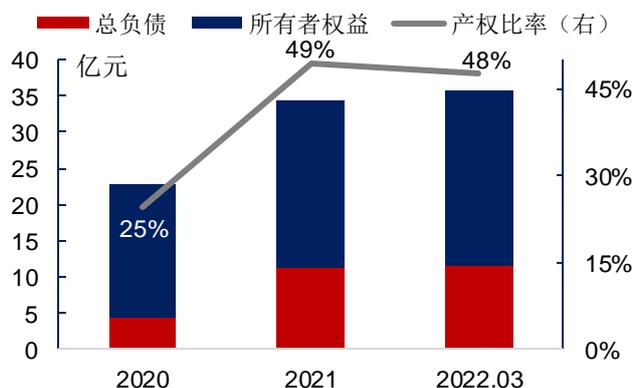
图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

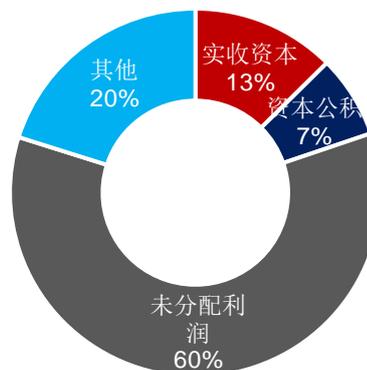
资本结构与偿债能力

总债务规模伴随本期债券发行有所增长，偿付压力不大

伴随本期债券的成功发行，2021 年末公司总负债规模同比大幅增长，得益于公司利润积累，期末所有者权益规模有所增长。综合影响下，公司产权比率大幅提升，公司所有者权益对于总负债的保障程度有所减弱。

图 7 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 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图 8 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 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

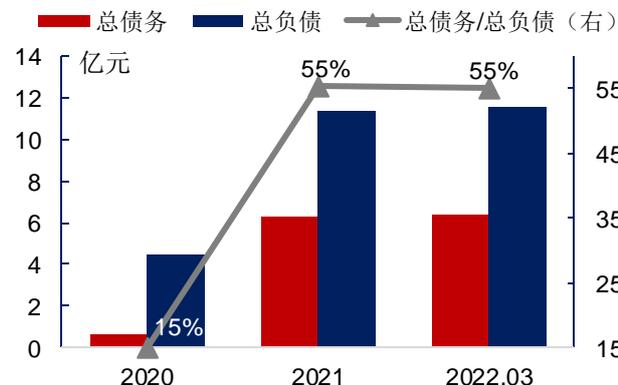
2021 年末公司短期借款有所增长，主要为保证借款和信用借款，借款利率区间为 3.70%-4.35%。应付账款主要为材料及设备款，2021 年末余额同比略有下降，集中在 1 年以内，公司对上游具备一定的占款能力。公司合同负债主要为预收的货款，2021 年末规模伴随公司营业收入有所增长。2021 年末公司其他应付款大幅增长，主要为应付搬迁补偿款增加。2021 年末公司长期借款主要为利率较低的欧元信用借款，应付债券即为本期债券。总体来看，公司负债规模大幅增长，债务负担有所增加。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

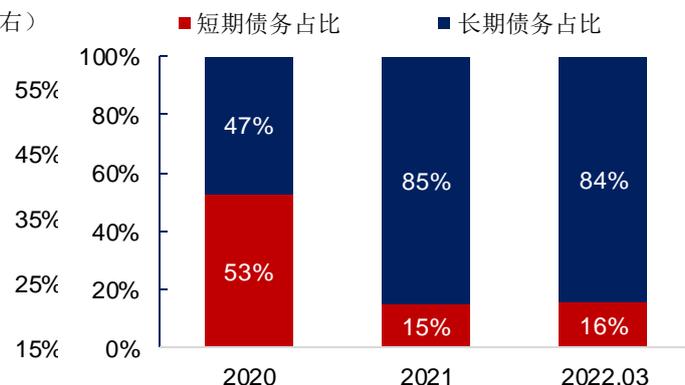
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.89	7.73%	0.81	7.17%	0.32	7.13%
应付账款	1.97	17.10%	1.56	13.76%	1.66	36.86%
合同负债	0.53	4.57%	0.93	8.19%	0.60	13.26%
其他应付款	1.16	10.08%	1.00	8.85%	0.39	8.57%
流动负债合计	5.63	48.76%	5.38	47.40%	3.58	79.69%
长期借款	0.21	1.79%	0.28	2.45%	0.32	7.11%
应付债券	4.83	41.88%	4.76	41.93%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5.91	51.24%	5.97	52.60%	0.91	20.31%
负债合计	11.54	100.00%	11.35	100.00%	4.50	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

主要受本期债券发行影响，2021年末公司总债务和总负债规模均大幅增长，总债务占总负债的比重提升至55%，以长期债务为主，其中外币债务规模占总债务规模的3.57%，外币债务风险敞口较小。

图 9 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 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图 10 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 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

从杠杆比率指标来看，2021年末公司整体杠杆水平有所提升但仍处于较低水平，公司现金类资产仍能完全覆盖总债务，整体债务负担较小，EBITDA对债务及利息的保证程度仍较强。

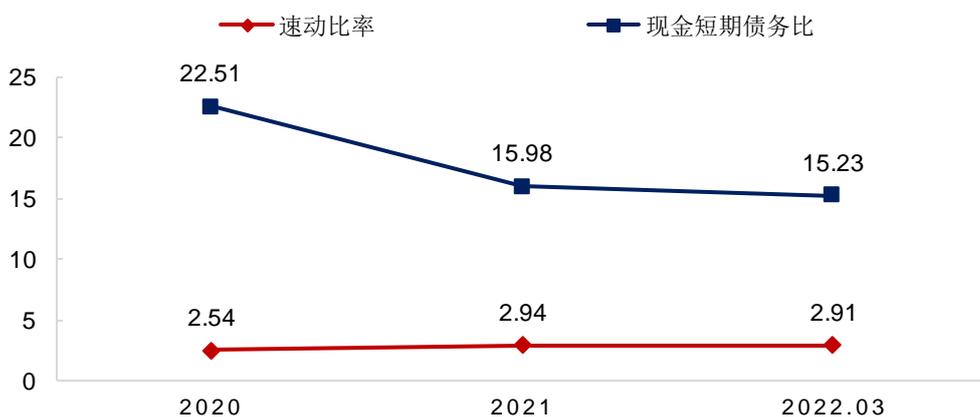
表11 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	32.34%	32.98%	19.81%
净债务/EBITDA	--	-1.24	-1.39
EBITDA 利息保障倍数	--	45.54	99.60
总债务/总资本	20.83%	21.43%	3.59%
FFO/净债务	--	-59.09%	-55.11%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司速动比率仍处于较高水平，受短期债务规模增长影响，期末现金短期债务比有所下降，但现金类资产仍较充足，短期偿付能力仍较强。考虑到公司账面流动性充裕、现金生产能力尚可，公司短期偿付压力不大。

图 9 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 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

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2019年1月1日至报告查询日（2022年4月14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；公司公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

公司作为我国板式家具机械制造行业的龙头企业之一，在板式家具机械设备智能化、自动化、柔性化的发展趋势下，公司有望凭借其经营规模、技术实力、销售渠道等方面优势，进一步巩固行业地位。虽然公司在建项目产能扩张幅度较大，外销比例持续提升，面临较大的资本开支压力和一定的外销风险，但考虑到公司营业收入增长较快，盈利能力较强，且经营活动现金流表现较好，负债水平适中，公司整体抗风险能力较强。

九、结论

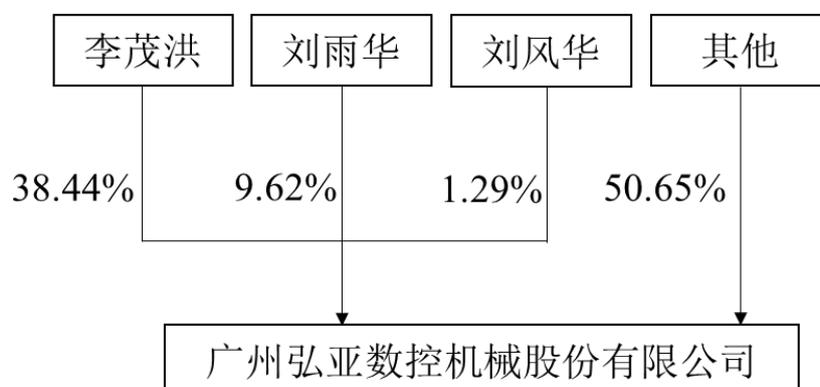
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“弘亚转债”的信用等级为AA-。

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	6.72	6.93	5.06	1.57
交易性金融资产	7.88	7.43	2.44	5.14
存货	3.42	3.37	2.28	2.47
流动资产合计	19.79	19.19	11.37	10.40
固定资产	6.83	6.35	4.84	4.16
在建工程	1.15	1.55	1.39	0.23
无形资产	3.38	2.90	1.24	1.25
非流动资产合计	15.91	15.22	11.33	9.40
资产总计	35.69	34.41	22.70	19.80
短期借款	0.89	0.81	0.32	1.23
应付账款	1.97	1.56	1.66	1.38
合同负债	0.53	0.93	0.60	0.00
其他应付款	1.16	1.00	0.39	0.33
一年内到期的非流动负债	0.12	0.11	0.04	0.13
流动负债合计	5.63	5.38	3.58	4.40
长期借款	0.21	0.28	0.32	0.17
应付债券	4.83	4.76	0.00	0.00
非流动负债合计	5.91	5.97	0.91	0.81
负债合计	11.54	11.35	4.50	5.21
总债务	6.35	6.29	0.68	1.54
归属于母公司的所有者权益	23.23	22.15	17.35	14.32
营业收入	5.43	23.71	16.89	13.11
净利润	1.07	5.27	3.59	3.06
经营活动产生的现金流量净额	0.90	5.51	4.14	3.52
投资活动产生的现金流量净额	-1.33	-8.16	0.57	-3.80
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	4.60	-1.16	0.67
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	30.52%	33.11%	32.79%	36.12%
EBITDA 利润率	--	27.19%	29.90%	29.19%
总资产回报率	--	21.89%	20.06%	20.82%
产权比率	47.79%	49.21%	24.71%	35.71%
资产负债率	32.34%	32.98%	19.81%	26.31%
净债务/EBITDA	--	-1.24	-1.39	-1.35
EBITDA 利息保障倍数	--	45.54	99.60	199.15
总债务/总资本	20.83%	21.43%	3.59%	9.53%
FFO/净债务	--	-59.09%	-55.11%	-56.08%
速动比率	2.91	2.94	2.54	1.80

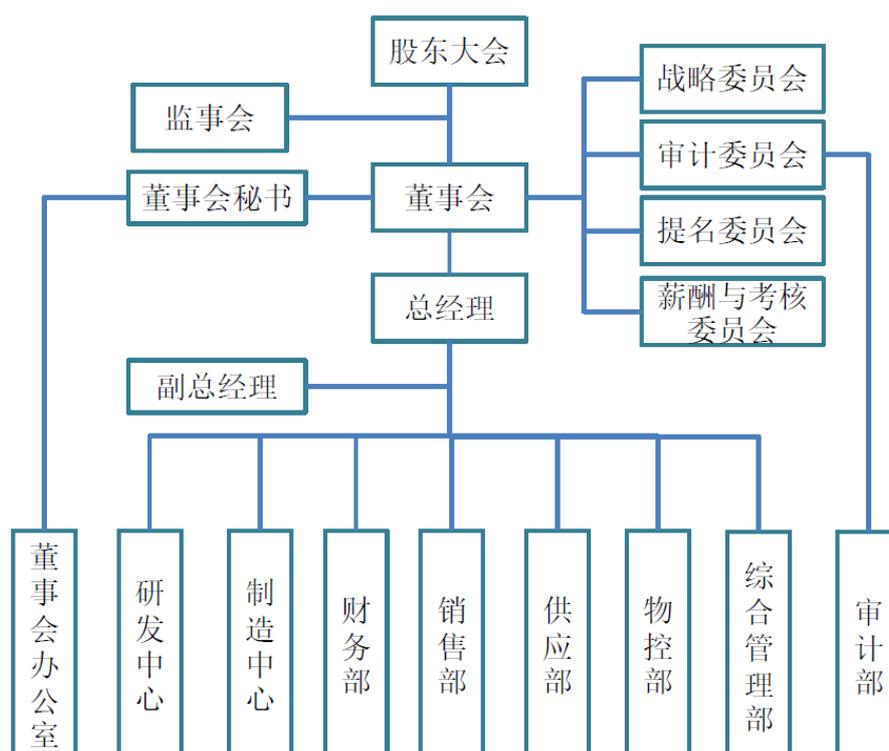
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

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子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
成都弘林机械有限公司	5,000 万元	66.00%	工业制造
弘亚数控（香港）有限公司	15,000 万港元、 4,200 万美元	100.00%	商业
广州王石软件技术有限公司	100 万元	63.75%	软件和信息技术服务业
MASTERWOOD S.P.A.	150 万欧元	100.00%	工业制造
TEA S.P.A.	9.8 万欧元	80.00%	工业制造
A.T.I.S. S.R.L.	2.6 万欧元	80.00%	工业制造
四川丹齿精工科技有限公司	20,000 万元	72.00%	工业制造
广州玛斯特智能装备有限公司	10,000 万美元	100.00%	工业制造
广州极东机械有限公司	200 万美元	100.00%	工业制造
广东德弘重工有限公司	60,000 万元	100.00%	工业制造

注：1）广州极东机械有限公司于 2022 年 1 月变更注册资本为 10,400 万美元；

2）弘亚数控（香港）有限公司于 2022 年 1 月变更注册资本为 15,000 万港元及 9,200 万美元。

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

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。