

洛阳新强联回转支承股份有限公司2022 年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等级的变化情况。

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。

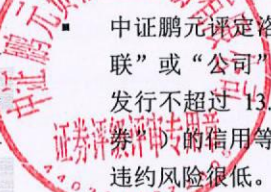
中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



洛阳新强联回转支承股份有限公司

2022年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	AA	 <p>中证鹏元评定洛阳新强联回转支承股份有限公司（以下简称“新强联”或“公司”，股票代码：300850.SZ）本次拟向不特定对象公开发行不超过13.55亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA，该级别反映了本期债券债务安全性很高，违约风险很低。</p>
评级展望	稳定	
债券信用等级	AA	
评级日期	2022-03-01	

- 上述等级的评定是考虑到公司在国内风电轴承行业具备一定领先优势，未来随着在建产能释放，经营规模有望进一步扩大；同时中证鹏元也关注到公司面临轴承价格下行，下游客户需求可能存在波动，债务规模大幅增长等风险因素。

未来展望

- 公司在国内风电轴承行业具备一定领先优势，近年来风电行业景气度较好，未来随着公司在建产能及募投项目的陆续投产，公司营业收入有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

发行规模：不超过13.55亿元（含）

发行期限：6年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

发行目的：扣除发行费用后，募集资金用于齿轮箱轴承及精密零部件项目和补充流动资金

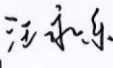
公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

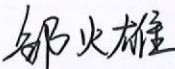
项目	2021年 9月	2020年	2019年	2018年
总资产	56.54	33.37	10.12	8.09
归母所有者权益	33.21	15.13	6.40	5.40
总债务	19.04	14.26	2.80	1.98
营业收入	19.00	20.64	6.43	4.57
EBITDA 利息保障倍数	--	36.42	10.27	8.96
净利润	4.00	4.25	1.00	0.57
经营活动现金流净额	-5.12	4.10	0.42	0.24
销售毛利率	31.38%	30.45%	31.06%	29.45%
EBITDA 利润率	--	25.77%	25.54%	25.46%
总资产回报率	--	23.48%	14.36%	10.05%
资产负债率	41.26%	54.65%	36.72%	33.26%
净债务/EBITDA	--	0.28	0.79	0.93
总债务/总资本	36.44%	48.51%	30.44%	26.82%
FFO/净债务	--	278.04%	89.49%	65.91%
速动比率	2.31	1.76	1.60	1.63
现金短期债务比	2.17	1.70	0.64	0.51

注：“--”表示数据及指标不适用。

资料来源：公司2017-2019年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：汪永乐 
 wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄 
 zouhx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司在国内风电类轴承产品领域具备一定领先优势。公司通过自主研发在风电主轴轴承、偏航轴承、变桨轴承等核心零部件方面取得了多项技术和工艺突破，先后研制了多款产品，成为了国内风电变桨、偏航轴承的主要供应商；此外在风电主轴轴承方面，公司取得了各类直驱式风力发电机三排圆柱滚子主轴轴承的关键技术以及无软带双列圆锥滚子主轴轴承制造技术。
- 近年来公司营业收入保持高速增长，盈利能力呈现提升趋势。受下游风电行业景气度提升，公司生产经营规模扩大，营业收入保持高速增长态势，2018-2020年公司营业收入复合增长率为112.52%。公司盈利能力良好提升态势，主要盈利指标 EBITDA 利润率稳中有升、总资产回报率 2018-2020 年提升较快。
- 公司资本实力大幅提升。受益于公司近年来完成了上市、非公开发行等权益融资，叠加公司自身经营积累，公司资本实力大幅提升，截至到 2021 年 9 月末，公司净资产为 33.21 亿元，较 2018 年末规模增长超过 5 倍。

关注

- 下游需求阶段性波动或将使公司面临一定的周期性经营波动，且风电类产品竞争加剧或使得产品价格面临下行风险。尽管当前风电行业的发展环境优良，但是随着风电进入平价时代及电价市场化交易占比提升使得风电场投资收益率下降，风电场投资者投资意愿可能随之下降，导致风电上游轴承行业需求或阶段性发生波动，公司可能面临一定的周期性经营波动风险。此外，随着风电下游 3MW 以上大兆瓦风机产品技术及市场逐渐成熟，若竞争对手在偏航变桨轴承及主轴轴承产品取得研发进步，公司将面临行业竞争进一步加剧，相关产品竞争力下降及产品价格下行风险。
- 公司面临一定资金压力，在建产能及本期募投项目产能消化及收益存在不确定性。随着经营规模增长，公司应收款项增长较快，本期债券募投项目预计总投资为 11.13 亿元，公司面临一定资金压力。截至本评级报告出具日，公司主要建设项目为非公开发行股票募投项目为 3.0MW 及以上大功率风力发电主机配套轴承建设项目和本期债券募投项目齿轮箱轴承及精密零部件生产建设项目，在投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性。
- 原材料涨价给公司带来一定的经营压力。轴承生产用主要原材料为钢锭、连铸坯等，2020 年下半年以来，轴承主要原材料钢材价格及各种辅助材料价格均持续大幅上涨，轴承生产制造商生产成本上涨明显。如果未来原材料价格出现大幅上升，将对公司业绩产生不利影响。
- 公司债务规模持续增长。受 2020 年公司新增银行贷款、应付票据及子公司洛阳圣久锻件有限公司融资影响，公司总债务规模大幅增长，截至 2021 年 9 月末，公司总债务为 19.04 亿元。

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	6
	公司规模	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	5
	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	-1

业务多样性	3	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	最小
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
无	无	-	-	-	无

一、发行主体概况

公司前身为洛阳新强联回转支承有限公司，成立于2005年，成立时注册资本为100.00万元，由自然人肖高强、肖争强、肖拾强、洛阳强联重型机械有限公司分别货币出资35万元、30万元、30万元、5万元。截至2011年5月末，公司历经了数次股权转让及增资，注册资本增加至4,500万元，其中肖争强、肖高强出资比例分别为51.00%、49.00%。2011年6月，海通开元投资有限公司、无锡国联卓成创业投资有限公司、上海慧锦投资中心（有限合伙）3家法人与闫明昕等28名自然人对公司增资，公司注册资本增加至6,000万元。2012年1月，公司在洛阳市工商行政管理领取了新的企业法人营业执照，整体变更设立为股份有限公司，并更名为现名。2012-2019年期间，公司历经数次增资及股权转让，2019年末公司注册资本为7,950万元，其中公司实际控制人肖争强、肖高强持股比例分别为28.90%、27.77%。

2020年5月，经中国证券监督管理委员会核准，公司首次向社会公众发行普通股2,650.00万股，当年7月于深圳证券交易所上市交易（股票代码为“300850.SZ”），共募集资金净额为44,235.00万元，公司注册资本增加至10,600.00万元。2021年8月6日，公司资本公积金转增股本，公司注册资本增加至18,020万元。2021年8月24日，经中国证券监督管理委员会批复同意，公司向特定对象发行人民币普通股（A股）13,746,351股，募集资金净额为14,5079.42万元，发行完成后公司注册资本由18,020万元变更为19,394.6351万元。截至2021年9月末，公司注册资本和股本均为19,394.6351万元。

截至2021年9月末，公司第一大股东肖争强、第二大股东肖高强分别持有公司20.14%、19.35%的股权，一致行动人肖争强、肖高强兄弟作为公司实际控制人合计持有公司39.49%的股权。公司实际控制人股权均未被质押。

表1 截至2021年9月末公司前十大股东明细（单位：%、股）

股东名称	股东性质	持股比例	报告期末持股数量	股份质押状态
肖争强	境外自然人	20.14	39,058,350	-
肖高强	境内自然人	19.35	37,526,650	-
海通开元投资有限公司	境内非国有法人	13.38	25,942,763	-
中国人寿资管-中国银行-国寿资产-PIPE20 保险资产管理产品	其他	1.46	2,824,592	-
招商银行股份有限公司-兴全和润混合型证券投资基金	其他	0.97	1,883,062	-
中国建设银行股份有限公司-易方达环保主题灵活配置混合型证券投资基金	其他	0.96	1,869,318	-
兴业银行股份有限公司-南方兴润价值一年持有期混合型证券投资基金	其他	0.96	1,860,733	-

招商银行股份有限公司 -兴全合泰混合型证券投资基金	其他	0.64	1,241,531	-
交通银行股份有限公司 -易方达高端制造混合型发起式证券投资基金	其他	0.62	1,195,517	-
香港中央结算有限公司	其他	0.60	1,154,202	-
合计	-	59.07	114,556,718	-

资料来源：公司 2021 年三季度报，中证鹏元整理

公司主要从事大型回转支承和工业锻件的研发、生产和销售。其中公司本部主要从事大型回转支承及关键零部件的生产销售；通过子公司洛阳圣久锻件有限公司（以下简称“圣久锻件”）生产锻件产品，子公司锻件产品大部分用于公司本部生产轴承的自用。截至2021年9月末，公司纳入合并范围内一级子公司共3家，详见下表2。子公司圣久锻件于2020年12月引进投资者并完成了增资，公司对圣久锻件的持股比例由之前的100%降至46.56%，但公司在圣久锻件的董事会席位占比仍为三分之二、持有半数以上的表决权，对圣久锻件形成控制，因此未导致公司合并报表范围发生变化。

表2 截至 2021 年 9 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
洛阳圣久锻件有限公司	6,442.62	46.56%	环锻、轴类、压力管道元件的制造加工
洛阳新强联精密轴承有限公司	3,000.00	100.00%	大型回转支承、精密轴承、盾构机零部件的设计、制造；中高频淬火，轴承滚子加工；锻件、铸件、法兰的销售
洛阳新圣新能源有限公司	3,000.00	100.00%	太阳能发电业务

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：洛阳新强联回转支承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13.55亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券期限为6年；本期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：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的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收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者，具体初始转股价

格提请公司股东大会授权公司董事会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；

转股价格的向下修正条款：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表决。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，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。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；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，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根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，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：（1）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十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时；

债券回售条款：（1）有条件回售条款。本期债券最后两个计息年度，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格的 70%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。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算；本期债券最后两个计息年度，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；（2）附加回售条款。若本期债券募集资金投资项目的实施情况与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回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的、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。本期债券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，不应再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露，原股东有权放弃配售权。原股东优先配售之外和原股东放弃优先配售后的部分采用通过深圳证券交易所交易系统网上发行的方式进行，或者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法

式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权公司董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过13.55亿元（含），扣除发行费用后，募集资金用于齿轮箱轴承及精密零部件项目和补充流动资金。

表3 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
齿轮箱轴承及精密零部件项目	111,320.00	99,500.00	89.38%
补充流动资金	36,000.00	36,000.00	100.00%
合计	147,320.00	135,500.00	-

注：“-”表示数据及指标不适用。

资料来源：《洛阳新强联回转支承股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案（修订稿）》，中证鹏元整理

1、项目基本情况

本期债券募投项目为齿轮箱轴承及精密零部件生产建设项目，项目将新建两个生产车间，引进国内外先进的工艺设备，生产风电齿轮箱的精密零部件，包括轴承、齿轮、输出轴等部件。新建生产厂房面积为39,984平方米，项目总投资为111,320.00万元，其中建设投资109,320.00万元，铺底流动资金2,000.00万元。本期债券募投项目实施主体为公司本部，项目建设用地位于洛阳市新安县，项目建设周期为36个月。

2、项目审批情况

截至本评级报告出具日，本期募投项目已取得《河南省企业投资项目备案证明》（项目代码：2201-410323-04-02-544166）；本期募投项目已取得新安县环境保护局出具的《关于洛阳新强联回转支承股份有限公司齿轮箱轴承及精密零部件项目环境影响报告表告知承诺制审批申请的批复》（新环告审【2022】001号）。

3、项目经济效益情况

根据公司2022年1月15日公告的《关于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（修订稿）》，该项目达产后预计每年收入为153,500.00万元，净利润27,422.00万元，项目税后静态回收期为6.9年（含建设期），税后内部收益率为19.76%。但值得注意的是，截至本评级报告出具日，本次项目用地已落实，根据新安县国有建设用地使用权出让成交公告，公司已成为新安县磁涧镇洛新产业集聚区新纬三路北侧（XATD2022-003）国有建设用地使用权的受让方。但本期债券募投项目建设进度仍存在不确定性，且受国家产业政策、行业发展趋势、行业竞争格局、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，项目投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性。

四、运营环境

（一）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。

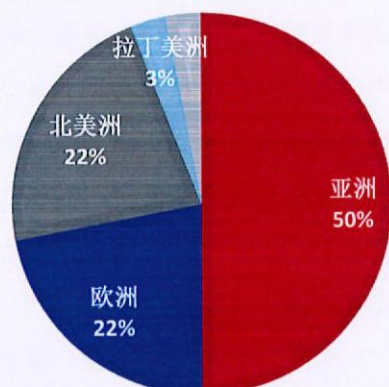
2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

（二）行业环境

我国是轴承生产大国，但高端轴承市场发展较薄弱，轴承企业集中度较低

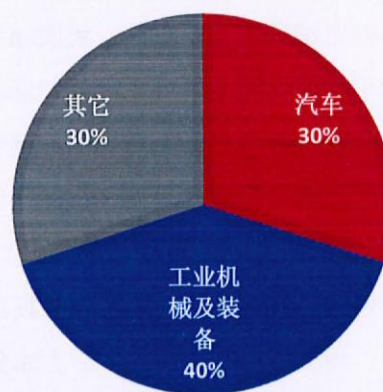
轴承是装备制造业的关键基础件，被誉为机械装备的“关节”，机械装备的性能、质量和可靠性依赖于轴承的性能，轴承主要功能是支撑旋转轴或其它运动体，引导转动或移动运动并承受由轴或轴上零件传递而来的载荷。从轴承的产业链环节来看，轴承行业上游产业链包括钢材、各类有色金属、生产设备及其他原材料等；按照结构和运动方式不同，中游产业链包括滚动轴承和滑动轴承；轴承下游应用环节非常广泛，包括汽车行业、重型机械、工程机械、电力设备等各大小行业，其中汽车行业占比达30%，为轴承产品需求最高的行业之一。根据世界轴承龙头企业斯凯孚（SKF）披露的数据，从全球不同国家轴承市场份额来看，2020年亚洲地区轴承市场占比为50%，其中中国占30%。

图 1 2020 年全球各国轴承市场份额



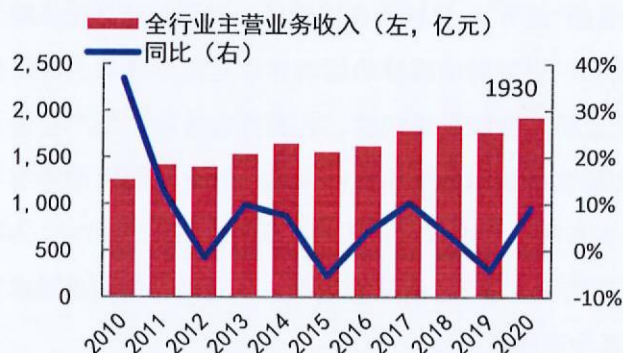
注：图中浅灰色指其它区域市场份额为 3%
 资料来源：SKF 2020 年年报，中证鹏元整理

图 2 全球轴承行业细分领域需求占比

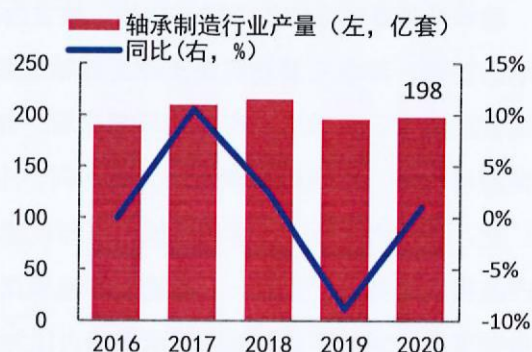


资料来源：SKF 2020 年年报，中证鹏元整理

我国已迈入轴承工业大国，未来发展空间良好。21世纪以来，我国轴承产业经历了2000-2010年期间首个十年高速发展，2011-2020年期间，受我国经济下行压力逐渐加大带来下游应用行业需求波动影响，我国轴承行业生产制造波动明显，主营业务收入在波动中缓慢增长。根据《全国轴承行业“十四五”发展规划纲要》，按2020年统计，全行业规模以上企业近1,300家，从业人员40万多人，主营业务收入1,930亿元，同比增加9.04%，轴承产量198亿套，同比增加1.02%；行业已能够生产小至内径0.6毫米，大至外径12.37米，9万多个品种规格的各种类型轴承。当前阶段，我国已形成一整套独立完整的工业体系，无论从轴承产量，还是轴承销售额，我国都已经迈入轴承工业大国行列。当前我国高度重视推进创新发展和产业升级，通过加快重点领域国产自主化产品替代，工业企业转型升级将不断深化，我国轴承行业的市场规模有望将保持长期稳定增长的态势，我国轴承行业发展空间良好，“十四五”期间我国轴承行业目标主营业务收入达到2,237亿~2,583亿元，年均递增3%~6%。

图3 我国轴承行业主营业务收入及同比增速


资料来源：《全国轴承行业“十四五”发展规划纲要》，中证鹏元整理

图4 我国轴承制造行业产量及同比增速


资料来源：中国轴承工业协会，中证鹏元整理

与国外先进轴承企业相比，我国轴承企业还存在明显差距，尤其在高端轴承发展上竞争力较弱。目前我国轴承企业主要在中低端市场发展，主要生产微、小型等偏中低端产品，在精度高、技术高、附加值高、寿命长、大型化的产品生产比例普遍偏低，甚至在某些核心应用的研发领域仍处于空白阶段。我国在高端轴承产品上较依赖于进口，从进出口轴承产品的数据来看，近年来轴承产品进出口贸易顺差在缩小，进口轴承产品平均单价远大于出口平均单价，2020年进口平均单价接近于2倍出口平均单价。2020年，全球轴承市场50%左右的份额被斯凯孚（SKF）、舍弗勒（Schaeffler）、恩斯克（NSK）、恩梯恩（NTN）、捷太格特（JTEKT）、人本集团、铁姆肯（TIMKEN）、罗特艾德（RotheErde）等全球闻名的轴承公司所占，而我国轴承高端市场基本被靠前的跨国轴承公司垄断，跨国轴承公司拥有多年经营积累来的技术和市场优势，在高端领域建立起了较高的壁垒。

我国轴承企业市场集中度较低。根据2020年中国轴承工业协会披露的数据，以人本集团、万向钱潮、洛阳轴承、太原重工、新强联等前十轴承企业合计市占率为20.5%，集中度较低。当前国内轴承企业的产品设计和制造技术多数为模仿，产品开发能力、全行业基础理论研究弱，原创技术与专利产品少；在制造技术上偏低，我国轴承工业制造工艺和工艺装备技术发展缓慢，高精度机床、感应加热设备等领域相对薄弱，车加工数控率、磨加工自动化水平均低；国内高端轴承在材料方面同样不及国外，高端轴承的制造过程中设计、加工、测试等技术问题和力学、摩擦学等理论基础还需要逐步夯实，这也限制了国内高端轴承产业的发展，上述原因导致国内轴承企业核心竞争力不足，产品偏中低端，产能过剩导致市场集中度较低。

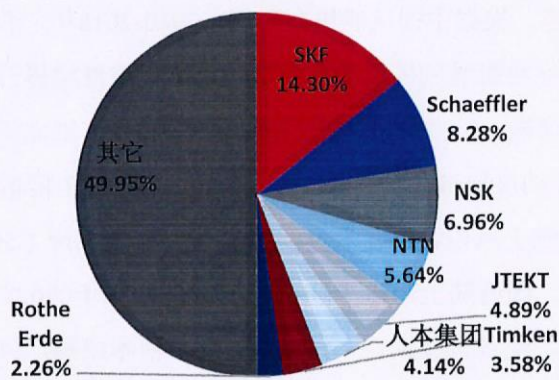
表4 我国轴承行业进出口情况

指标	2020	2019	2018	2017
进口额 (亿美元)	43.66	36.45	37.85	36.78
进口数量 (亿套)	25.18	22.33	23.96	24.1
进口平均单价 (美元/套)	1.73	1.63	1.58	1.53

出口额 (亿美元)	48.34	53.21	58.05	52.25
出口数量 (亿套)	58.81	58.87	61.8	60.3
出口平均单价 (美元/套)	0.82	0.90	0.94	0.87
进出口总额 (亿美元)	92.00	89.66	95.9	89.03
贸易顺差 (亿美元)	4.68	16.76	20.2	15.47

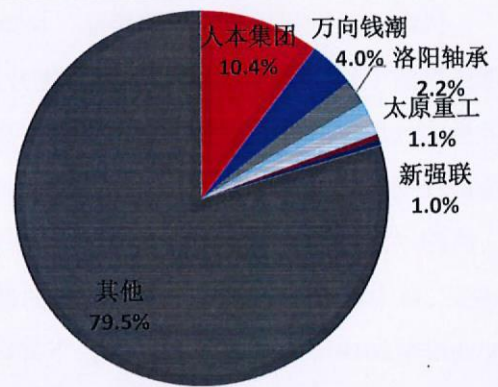
资料来源：中国轴承工业协会，中证鹏元整理

图 5 2020 年世界轴承企业龙头市场份额



资料来源：各公司年报，公开资料，中证鹏元整理

图 6 2020 年我国轴承制造企业行业市占率



资料来源：中国轴承工业协会，中证鹏元整理

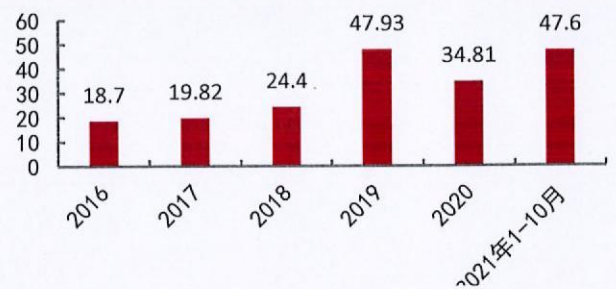
风电行业景气度良好带动风电轴承行业市场前景广阔，风电机组大型化、全产业链降本背景下，轴承国产化空间有望进一步打开

2020年陆上风电受补贴政策退出下出现抢装潮，风电新增装机量创新高，2021年风电装机容量继续维持在较高水平。在陆上风电国补2021年退出政策驱动下，风电行业2020年出现强劲抢装潮，2020年风电新增装机总量达到71.67GW，同比增加178.44%，风电新增装机容量规模创新高，超过前三年新增装机量之和，规模创历史新高；2021年尽管在高基数下风电新增装机量增速同比下滑，但新增装机规模仍达47.47GW，维持在较高水平，仅次于2020年新增装机容量。从风电设备公开招标量来看，2021年1-10月风电设备公开招标量达47.6GW，已接近开始“抢装潮”的2019年的公开招标量，按照陆上风电项目从招标到并网约三个季度到一年半的节奏来看，未来两年装机容量有望维持在较高水平。

图 7 风电新增装机容量及同比增速



图 8 我国风电设备公开招标量 (单位: GW)



资料来源：国家能源局，中证鹏元整理

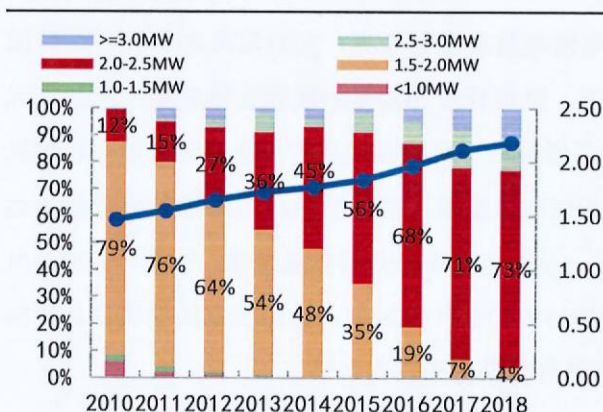
注：数据统计口径为项目开标日期（非发标日期），不完全统计。

资料来源：明阳智能业绩推介材料，中证鹏元整理

政策不断加大对风电发展的扶持力度，“十四五”期间的风电行业景气度维持强劲。2020年以来，多省市持续出台了地区性的有关风电行业发展的“十四五”规划等相关规划，其中，内蒙古、新疆、广东、河南、广西、四川等多个省份均对风电发展设立明确发展目标，对风电项目的建设、装机容量等进行了规划和目标设定。从风电装机容量的增长路径来看，“十四五”期间下以分散式风电、风电场老旧改造、大基地项目等政策主导下的投资驱动将赋能增长。

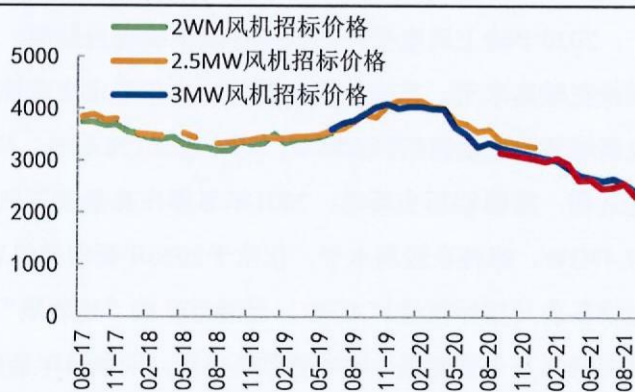
风电机组大型化发展趋势明显，风电装备降本加速。根据中国风能协会数据，2010-2018年，我国新增风机的平均单机容量已由1.47MW提升至2.18MW，行业新增风机的平均单机容量预计将继续提升。大容量的机型占比提升将带来风机单位千瓦造价的边际递减，行业亦通过高塔架、翼型优化、独立变桨、场群控制等技术创新提高风力发电效率与发电量，推动度电成本不断下降。根据国际可再生能源机构（简称“IRENA”）的数据，2010-2020的十年间，全球陆上风电、海上风电的度电成本分别下降了56%、48%；从中国陆上风电平均度电成本的最新数据来看，国内陆上风电平均度电成本从2010年的0.07美元/kwh降至2019年的0.047美元/kwh，下降幅度为32.86%。经过抢装期后，EPC工程技术基本成熟，风电厂商通过平台化、一体化机组降本，主机厂通过平台化设备发挥规模化效应，风电装备降本较快，总体建设成本继续下行。

图9 全国新增风机平均单机容量提升



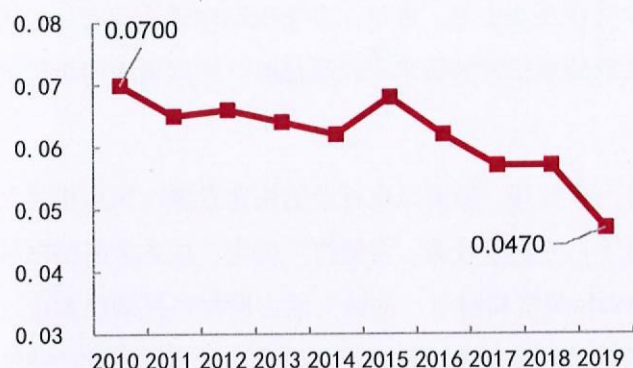
资料来源：CWEA（中国风能协会），中证鹏元整理

图10 2020年以来整机厂商金风科技风机招标价格持续下降（元/kW）



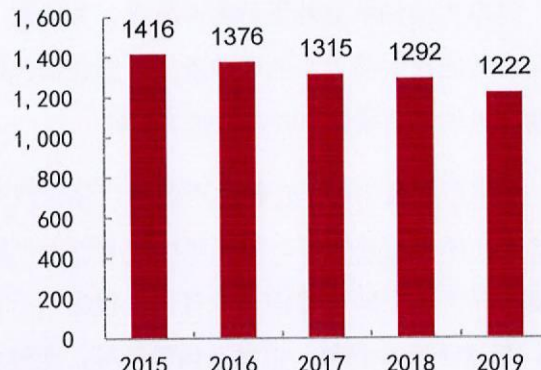
资料来源：金风科技业绩推介材料，中证鹏元整理

图 11 我国陆上风电平均度电成本不断走低（单位：美元/kWh）



资料来源：IRENA，中证鹏元整理

图 12 我国陆上风电平均建设成本亦不断下降（美元/kW）



资料来源：IRENA，中证鹏元整理

海上风电平价时代加速到来，产业链面临降本压力。产业链积极推动风电降本，陆风已开始逐步实现平价，2021年10月的“风电伙伴行动”提出，风电力争在2025年将陆上高、中、低风速地区的度电成本分别降至0.1元、0.2元和0.3元，将近海和深远海风度电成本分别降至0.4元和0.5元，海上风电力争在2024-2025年全面实现平价。考虑到我国海上风电的广阔发展空间，以及对沿海省份的经济带动、可再生能源消纳责任等方面的积极因素，海上风电产业链仍然具有非常大的成长动力，部分省份的地方性补贴方案已经出台。2021年6月11日，广东省印发《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》，将对省管海域内2018年底前已完成核准、在2022年至2024年全容量并网的项目给予投资补贴，2022年、2023年、2024年全容量并网项目每千瓦分别补贴1,500元、1,000元、500元。海上风电在我国已进入平价前的最后发展阶段，海上风电的产业链将加速进入平价发展阶段，但目前产业链需要共同承担降本压力，为早日实现海上风电的平价而努力。

风电轴承是连接机组中偏航、变桨和传动等系统转向的重要部件，分别对应偏航轴承、变桨轴承和主轴轴承。风电轴承是一种特殊的轴承，由于使用环境恶劣、高维修成本以及要求高寿命，风电主机使用性能和可靠性依赖于风电轴承的精度和质量。一套风力发电机组的核心轴承含有：偏航轴承1套，变桨轴承3套，主轴轴承1套，此外根据不同的风机技术路线（如双馈式风机）还可能需要搭配齿轮箱轴承等。此外风电机组主轴承是主传动链系统的关键部件，不仅承受外部风载传输来的载荷，而且承受主轴、齿轮箱的重力负荷，同时需要保持至少20年的使用寿命，对轴承的设计、选型提出了更高的要求，在风机安全稳定运行中发挥了至关重要的作用。

偏航变桨轴承已基本实现国产化，主轴、齿轮箱等轴承国产化水平较低。国产化风电轴承替代高潮起于2006年，国家发改委出台《关于风电建设管理有关要求的通知》中要求“风电设备国产化率70%”政策规定，尽管2010年后取消了该规定，风电轴承行业借助先前政策的扶持快速发展，在市场需求驱动下，轴承企业快速崛起，当前已实现了变桨轴承、偏航轴承的国产化，国内轴承企业瓦轴、洛轴等国产品牌

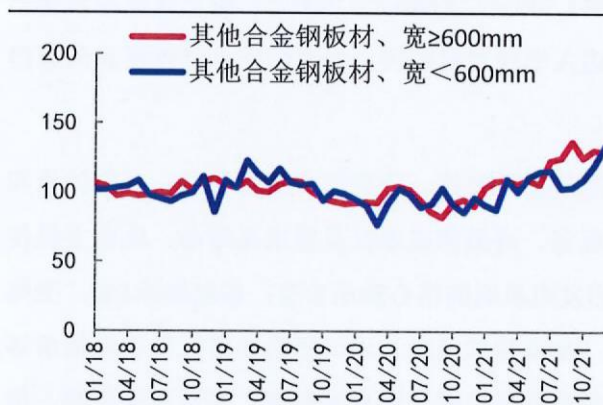
产品无论在大功率还是小功率风机上均已能实现进口替代。在主轴轴承上，因主轴轴承技术含量更高，小功率主轴轴承国产化已逐步实现进口替代，但在大功率主轴轴承上，国产化程度较低。从全球市场来看，风电主轴轴承被外资品牌斯凯孚、舍弗勒、罗特艾德企业主导。近年，多家国际轴承企业看好中国市场，相应在中国设立风电轴承厂，因凭借长期在轴承领域积累的技术和经验优势，在国内大型机组的高端风电轴承领域保持较强的竞争优势。

风电产业链平价下，轴承产品国产化空间有望进一步打开。随着风电行业的快速发展，风电机组大型化、高塔化趋势明显，而在风电产业链为平价努力下，毛利率较高、占整机厂商生产成本较高的轴承环境的国产化空间有望进一步打开。根据三一重能IPO相关资料显示，回转支承占原材料采购比重接近5%，仅次于叶片材料、主材及齿轮箱等；而轴承环节的毛利率较高，仅次于主轴及制动器，因此产业链降本背景下，具备一定领先优势的国内轴承制造企业有望进一步取得更大的市场空间。

原材料涨价对轴承生产制造行业内企业带来一定的经营压力

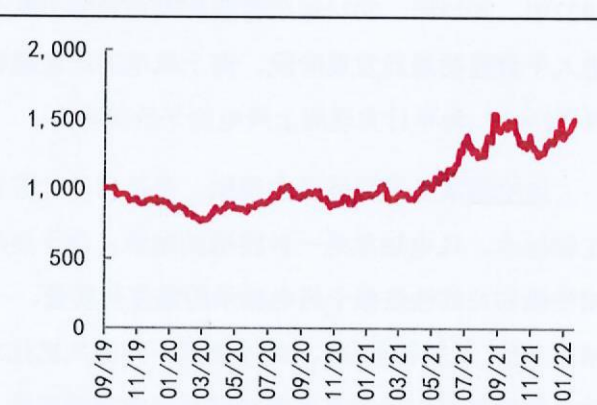
轴承生产用主要原材料为钢锭、连铸坯等，从材质上看主要是合金钢、碳素钢和不锈钢等金属材料。2020年下半年以来，轴承主要原材料钢材价格及各种辅助材料价格均持续大幅上涨，轴承生产制造商生产成本上涨明显。受轴承尺寸和结构复杂程度的影响，通常而言原材料的直接成本一般约占轴承总成本的50%~70%¹，涨价因素将给轴承带来的直接成本上升。作为中游轴承生产企业，如果未来原材料价格出现大幅上升，而公司产品售价的调整不及时，将对公司业绩产生不利影响。

图 13 出口价格指数：其他合金钢板材



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 14 南华不锈钢指数



资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 本数据以万向钱潮、瓦轴 B、新强联、五洲新春、双飞股份、襄阳轴承等公开上市公司 2019、2020 年轴承产品中原材料占营业成本比重统计而得。

五、公司治理与管理

1、公司治理

公司根据《公司法》《证券法》等法律法规以及其他有关规定，制定了《公司章程》，规范公司的组织和行为，在法律意义上约束公司与股东、股东与股东之间权力义务关系，同时对公司、股东、董事、监事、总经理和其他高级管理人员亦具有法律约束。

股东大会是公司的权力机构，公司召开股东大会，董事会、监事会以及单独或者合并持有公司百分之三以上股份的股东，有权向公司提出提案。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会设立战略与发展委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会等专门委员会。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生，公司董事会由6名董事组成，其中独立董事3名。董事由股东大会选举或更换，每届任期三年，董事任期届满，可连选连任。董事可以由高级管理人员兼任，但兼任高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的二分之一。

公司设监事会。监事由股东代表和公司职工代表担任，监事会由3名监事组成，监事会设主席1人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。

公司设总经理一名，由董事长提名，董事会聘任或解聘；公司设副总经理若干名，由总经理提名，董事会聘任或解聘。

2、公司管理

公司根据行业特点和经营管理需要，设立了研发部、技术部、物资部、品质部、销售部等多个部门进行专业管理和技术支持，公司已建立了较完整的内部管理制度，覆盖了研发、采购、销售、生产等多个环节。截至到2021年9月30日，公司组织架构图见附录三。

公司大股东、实际控制人及一致行动人肖争强先生、肖高强先生两兄弟分别任公司董事长和总经理。肖争强先生、肖高强先生从公司成立之初便在公司担任管理层，均具备丰富的轴承行业从业经验及管理经验。

3、公司发展战略和未来规划

公司将顺应市场发展趋势，做精做强风电类、盾构机类及海工装备类配套轴承业务，在保持现有优势市场的同时，积极推进设备升级、产能扩充，坚持精密锻件、精密轴承多元化战略布局，大力研发更多原创型可进口替代自主高端产品，努力从风电配件细分市场领先者发展成为风力发电机组、盾构机、海工装备等高端装备配套轴承的一流制造商。

六、经营与竞争

公司主要从事大型回转支承和工业锻件的研发、生产和销售，回转支承是一种能够承受综合载荷的大型轴承。公司的主要产品包括风电主轴轴承、偏航轴承、变桨轴承，海工装备起重机回转支承、盾构机轴承及关键零部件以及锻件等，产品主要应用于风力发电机组、海工装备、盾构机和工程机械等领域。近年来，公司主营业务收入来自于风电类轴承产品的占比由2018年的37.75%持续提升2020年的89.02%。受益于2020年风电抢装潮带动下游风机整机行业景气度良好、以及公司首次公开发行股票融资后经营规模扩大，公司风电类产品销售收入大幅上升。受限于公司的产能，公司海工装备类、盾构机类及其他类轴承产品的营业收入近年来均整体有所下滑；子公司圣久锻件生产的锻件产品大部分用于公司本部生产轴承，部分少量锻件产品对外销售，锻件产品收入相对稳定。2018-2020年公司营业收入复合增长率为112.52%；2021年1-9月，公司营业收入为19.00亿元，同比增加44.94%。

毛利率方面，近年来公司销售毛利率呈小幅提升趋势，主要系营收占比快速提升的风电类轴承产品因产品销售结构发生变动使得毛利率整体有提升，其中海工装备类、盾构机类轴承产品毛利率存在一定波动，主要系销售的产品结构出现变化；2018-2020年公司锻件产品毛利率持续下滑，主要系原材料价格上涨；2021年1-9月，公司风电类轴承产品维持相对平稳，因此公司毛利率整体维持相对稳定。

表5 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-9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	
风电类	162,526.29	32.18%	182,097.01	31.49%	33,713.74	32.03%	16,744.50	27.51%	
回转支承及配套产品	海工装备类	4,512.18	38.08%	4,237.50	35.05%	6,042.81	40.39%	7,039.88	37.60%
	盾构机类	3,914.41	40.95%	2,189.16	47.46%	4,497.09	42.43%	6,020.01	44.50%
	其他类	2,438.81	53.43%	1,085.56	36.02%	2,671.14	49.83%	1,716.09	37.63%
锻件	15,101.74	15.71%	14,941.42	14.50%	15,904.65	17.80%	12,841.03	18.78%	
主营业务收入合计	188,493.43	31.46%	204,550.65	30.51%	62,829.43	30.73%	44,361.51	29.28%	
营业收入合计	189,977.64	31.38%	206,440.10	30.45%	64,309.70	31.06%	45,712.82	29.45%	

资料来源：公司2017-2019年连审审计报告、2020年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司风电类轴承产品较有竞争力，在下游高景气度及国产替代化下行业地位提升明显

公司通过自主研发，在风电类轴承产品上具备一定领先优势。2009年以来，公司抓住风电行业的发展机遇，致力于研发生产风力发电机的配套轴承，在主轴轴承、偏航轴承、变桨轴承等核心零部件方面取得了多项技术和工艺突破。公司先后研制了1.5MW、2MW、2.5MW、3MW、5.5MW变桨和偏航轴承，成为国内变桨、偏航轴承的主要供应商；在风电主轴轴承方面，取得了2MW、2.5MW和3MW直驱式风力发电机三排圆柱滚子主轴轴承的关键技术以及无软带双列圆锥滚子主轴轴承制造技术，前后研发了三排圆柱滚子主轴轴承和双列圆锥滚子主轴轴承等，打破了该领域轴承产品长期被国外垄断的局面，实现进口替代，目前公司在回转中心六米以上的重载荷回转支承的研发和制造等方面在国内处于领先地位，在盾构

机轴承上具有进口替代性。

公司注重研发投入。近年来公司不断加大研发投入，在营业收入高速增长背景下，研发投入占比始终维持在4.60%-4.70%之间。

表6 公司研发投入及占营业收入比重

项目	2020	2019	2018
研发投入（万元）	9,616.98	3020.58	2103.55
占营业收入比重	4.66%	4.70%	4.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 公司研发队伍情况

	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
技术、研发人员（人）	271	252	78	78
总员工人数（人）	1,772	1,708	632	568
研发人员占比	15.29%	14.75%	12.34%	13.73%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于近年风电装机抢装潮带来的高景气度，公司风电轴承业务及锻件产品量价齐升带动销售收入持续增长，且风电轴承业务毛利率呈现稳中有升趋势；公司下游客户以大型整机厂商为主，客户集中度近年来不断上升

受益于近年来风电装机抢装潮带来的行业高景气度，公司在2020年IPO融资后有效扩大生产规模，公司风电轴承业务及相关配件板块销售金额增长较快。近年公司销售的产品结构比例发生了一定变化，得益于公司主轴轴承产品具备一定竞争力且下游客户需求增加，公司销售主轴轴承产品在风电类轴承产品中占比上升，2019年以来公司偏航变桨产品销售额大幅增长但占风电类轴承产品中销售总额的比重有所下降，但仍以偏航变桨产品销售为主。公司风机业务相关配件销售较快增长，但相关业务收入占板块业务收入不高。尽管当前风电行业的良好市场环境为公司下游客户提供了良好的市场空间，但是随着风电进入平价时代及电价市场化交易占比提升使得风电场投资收益率下降，风电场投资者投资意愿可能随之下降，导致风电上游轴承行业需求或阶段性发生波动，公司可能面临一定的周期性经营波动风险。

风机轴承产品毛利率因下游客户需求及技术含量水平不一致有所差异，因风电主轴产品技术含量较高，国内参与竞争厂家较少缘故，毛利率水平较高；偏航变桨轴承因国产化率较高，毛利率相对较低。近年公司偏航变桨轴承产品毛利率在波动中上行，其中2020年因公司销售偏航变桨轴承产品结构变动，相关产品毛利率有所下降，2021年1-9月因产品趋于大型化而使得毛利率有上升；公司主轴轴承毛利率近年有波动但依旧维持相对稳定。

表8 公司风机业务及配件板块细分产品销售情况（单位：万元）

项目	2021年1-9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
偏航变桨轴承	128,613.22	28.27%	129,398.46	24.21%	25,763.6	28.99%	13,579.99	25.53%

主轴轴承	27,610.73	52.40%	49,519.45	50.65%	3,665.41	45.32%	247.95	49.25%
风电配件	6,302.33	23.40%	3,179.11	29.25%	4,284.73	38.90%	2,916.56	40.13%
合计	162,526.29	32.18%	182,097.01	31.49%	33,713.74	32.03%	16,744.50	27.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司除风电类轴承外其他类轴承产品近年收入呈现下滑趋势，主要系公司产能有限、风电下游客户高景气度、风电类产品订单大增下，为更好服务下游整机厂商的抢装潮，生产海工装备类、盾构机类等轴承产品产能受限。

表9 公司海工装备类、盾构机类及其它类产品销售情况（单位：万元）

项目	2021年1-9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
海工装备类	4,512.18	38.08%	4,237.50	35.05%	6,042.81	40.39%	7,039.88	37.60%
盾构机类	3,914.41	40.95%	2,189.16	47.46%	4,497.09	42.43%	6,020.01	44.50%
其他类	2,438.81	53.43%	1,085.56	36.02%	2,671.14	49.83%	1,716.09	37.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司轴承产品销售单价近年呈现上升趋势。公司的轴承产品大都为定制化产品，且各类产品均有不同型号，不同的产品类型价格也有一定差异。以风电类产品为例，轴承产品价格远高于法兰等风电配件价格，风电主轴轴承价格高于风电偏航和变桨轴承价格。近年来公司的主要产品平均单价均有所波动，在主轴轴承产品销售占比提升下风电类产品单价大幅提升；盾构机产品与海工装备类产品受产品供应结构趋向大型化产品影响下，销售单价亦有提升。随着下游3MW以上大兆瓦风机产品技术及市场逐渐成熟，若相关竞争对手在偏航变桨轴承及主轴轴承产品取得研发进步，在行业竞争加剧、公司相关产品竞争力趋弱而导致产品销售价格下行，公司将面临毛利率下滑的风险。

表10 公司不同种类轴承销售情况（单位：台，万元/台）

	风电类产品		海工装备类产品		盾构机类产品	
	台数	单价	台数	单价	台数	单价
2021年1-9月	13,742	11.83	538	8.39	93	42.09
2020年	15,165	12.01	586	7.23	88	24.88
2019年	5,790	5.82	1,173	5.15	217	20.72
2018年	4,743	3.53	1,185	5.94	336	17.92

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

子公司圣久锻件生产的锻件销售对象为公司本部和外部客户，公司锻件生产以供应给公司本部为主，主要促进公司本部轴承的生产提供了锻件原材料保障、促进轴承产品的研发、延伸轴承生产的产业链。在2020年圣久锻件扩产、公司本部风电轴承类产品销量高增下，公司锻件销售大幅增长。近年来公司锻件对外销售数量整体呈小幅增加趋势但仍维持相对较低规模。

表11 公司锻件的销量（单位：吨）

时间	总销量	其中：对外销售
----	-----	---------

2021年1-9月	93,602	19,842
2020年	110,960	20,807
2019年	52,174	22,263
2018年	36,479	17,951

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户以国内大型风电整机厂商为主，客户集中度不断上升。公司主要通过直接销售模式销售轴承产品。公司的销售订单主要通过参与风电整机制造商、盾构机制造商和其他专业装备制造制造商招标和商务谈判的方式取得，销售价格根据中标或谈判结果确定，公司经营以国内为主。公司轴承产品一般在客户完成到货验收后确认销售收入。经过多年的发展，公司开发并巩固了以明阳智能（股票代码“601615.SH”）、远景能源有限公司、东方电气（股票代码“600875.SH”）等稳定客户群，覆盖了下游装机容量较靠前的整机厂商。公司风电下游客户对其产品质量有着严格的要求，对供应商有着严格的认证体系。由于行业下游客户对供应商严格的筛选和考核，使得其转换供应商的成本非常高昂，一旦进入下游客户的合格供应商名单后，有望形成一个长期、稳定的合作关系。我国风电投资运营企业行业集中度较高，根据彭博新能源财经的数据显示，2020年风电行业整机制造商前十集中度为91%。因此公司客户集中度较高且不断提升，2018-2020年公司前五大客户收入总额占当期营业收入的比例分别为66.39%、75.41%和83.61%。但若未来公司主要客户流失且新客户开拓受阻，将对公司经营业绩造成不利影响。

公司锻件产品的客户主要为其他轴承制造商，销售订单主要通过商务谈判方式取得，销售价格主要基于市场化交易原则，综合考量原材料采购成本、工艺复杂程度、产品需求、市场竞争环境等因素，并最终根据谈判结果确定。

表12 公司前五大客户销售情况

年份	序号	客户名称	销售额（万元）	占营业收入比重
2021年1-9月	1	明阳智慧能源集团股份有限公司及其控制的主体	81,092.22	42.70%
	2	远景能源有限公司及其控制的主体	28,007.95	14.73%
	3	东方电气股份有限公司及其控制的主体	16,657.16	8.77%
	4	三一重能股份有限公司及其控制的主体	16,112.13	8.48%
	5	洛阳新能轴承制造有限公司	14,735.40	7.76%
			合计	156,604.86
2020	1	明阳智慧能源集团股份有限公司及其控制的主体	92,715.14	44.91%
	2	东方电气股份有限公司及其控制的主体	30,645.81	14.84%
	3	远景能源有限公司及其控制的主体	19,775.89	9.58%
	4	三一重能股份有限公司	17,406.52	8.43%
	5	洛阳新能轴承制造有限公司	12,053.88	5.84%
		合计	172,597.24	83.61%
2019	1	明阳智慧能源集团股份有限公司及其控制的主体	25,566.97	39.76%

	2	洛阳新能轴承制造有限公司	13,633.33	21.20%
	3	湘电风能有限公司	4,111.66	6.39%
	4	中国中铁股份有限公司及其控制的主体	3,212.45	5.00%
	5	洛阳豪智机械有限公司	1,972.19	3.07%
		合计	48,496.60	75.41%
2018	1	洛阳新能轴承制造有限公司	11,097.34	24.28%
	2	明阳智慧能源集团股份公司及其控制的主体	8,230.30	18.00%
	3	中国中铁股份有限公司及其控制的主体	5,531.58	12.10%
	4	湘电风能有限公司	3,485.63	7.63%
	5	华仪风能有限公司	2,004.31	4.38%
		合计	30,349.16	66.39%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品销售回款周期相对较长，回款情况一般，主要受下游风电整机等行业回款相对较慢影响。公司销售风电类轴承产品会有一定比例的质保金，通常为5%的质保金、质保期为5年，质保金折现采用摊余成本进行计算；其余轴承类产品通常为5%的质保金、质保期为1年。截至2020年末，公司一年以上的产品质量保证金余额为5,810.61万元，未来随着公司经营规模的持续扩张，公司质保金规模将继续上升，质保金将对公司营运资金形成一定占用。

行业较高景气度下，公司产能利用率处于较高水平，在建产能消化存在不确定性

公司采取“以销定产”的生产模式，产品属于客户定制产品。根据行业特性以及主要客户群体较为稳定的特点，公司根据客户的采购计划制定生产计划并组织实施。公司回转支承产品和锻件产品均存在少量外协加工，主要系对部分产品进行表面处理 and 辅助加工，包括粗车、钻孔等。表面处理工序通常为物理处理过程，不属于公司产品的关键工序技术，该工序附加值较低；采用外协方式更具备经济性，且对公司业务完整性无影响。截至2021年底，公司共有4个生产基地、5条生产线，公司4个生产基地均位于洛阳市的洛新产业集聚区。

公司产能利用率处于较高水平。2018年至2020年、2021年1-9月期间公司回转支承及配套产品产能利用率在85%-99%之间，2020年公司轴承及配套产品产能大幅上升，公司风电类轴承订单旺盛使得公司产能利用率有所提升，公司回转支承及配套产品产能利用率持续处于较高水平；公司锻件产品产能利用率相对于2018年有提升，2019年产能利用率有提升主要系风电类轴承订单较饱和，2020年子公司圣久锻件的锻件产能扩产后，公司锻件产能利用率有一定下降但仍处于较高水平，2021年1-9月公司锻件产能利用率提升至111.04%。

表13 公司产能利用率情况

产品类别	时间	产能	产量	产能利用率
	2021年1-9月	60,000	57,278	95.46%

	2020年	60,000	59,358	98.93%
回转支承及配套产品（件）	2019年	18,000	17,263	95.91%
	2018年	12,000	10,319	85.99%
	2021年1-9月	67,500	74,952	111.04%
锻件（吨）	2020年	90,000	76,472	84.97%
	2019年	50,000	49,105	98.21%
	2018年	50,000	38,335	76.67%

注：表13中的产量数据与表14中产量数据存在差异的原因注意有：1、公司回转支承及配套产品定制化程度较高，产品种类和型号众多，为了统计产能和产能利用率情况，公司将现有产品中具有代表性型号（外径2080mm、内径1657mm、高度168mm）回转支承产品确立为标准产品，对各个不同型号尺寸的回转支承及配套产品按基准系数折算为标准产品（按标准产品折算的产量=当年不同尺寸型号产品实际生产入库数量*折算系数），进而确定产能利用率。2、表13、表14中锻件产品在2020年、2021年1-9月存在差距，差异的原因主要系公司子公司圣久锻件外部采购了部分锻件产品计入了产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司产销率保持较高水平。公司回转支承及配套产品近年来产销率达到90%以上，主要系下游抢装潮下，公司风电轴承类产品产销旺盛，公司订单充足而基本实现了满产；公司锻件类产品多数为公司本部自用于生产轴承，此外公司本部生产轴承还需对外采购部分锻件，因此公司锻件产销率基本可达到100%。

表14 公司产销率情况

产品类别	时间	产量	销量	产销率
回转支承及配套产品（件）	2021年1-9月	14,986	14,555	97.12%
	2020年度	16,976	15,931	93.84%
	2019年度	6,686	7,468	111.70%
	2018年度	6,037	6,789	112.46%

产品类别	时间	产量	总销量	其中：对外销售	产销率
锻件（吨）	2021年1-9月	92,290	93,602	19,842	101.42%
	2020年度	110,913	110,960	20,807	100.04%
	2019年度	49,105	52,174	22,263	106.25%
	2018年度	38,335	36,479	17,951	95.16%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建产能规模较大，投产后是否消化存在不确定性。2021年8月，公司非公开发行股票募集资金净额为14.51亿元，募投项目为3.0MW及以上大功率风力发电主机配套轴承建设项目，总投资额为9.35亿元。非公开发行股票募投项目主要用于生产3.0MW及以上大功率风力发电主机主轴轴承、偏航轴承和变桨轴承产品，将新建合计面积为44,550平方米的两个生产车间，在建产能规模较大。截至本评级报告出具日，非公开发行股票募投项目仍在建设中，根据公司2022年1月15日公告的《前次募集资金使用情况鉴证报告》，非公开发行股票募集资金未使用完毕资金占总募集资金金额为70.91%。受行业竞争格局、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，非公开发行股票募投项目投产后能否消化新增产能及收益存在不确定性。

公司采用以产定采模式，原材料供应面临一定的价格上涨风险，供应商集中度较高

公司采用“以产定采”的采购模式。采购的主要原材料为连铸圆坯、钢锭和锻件，主要采取比价采购的方式进行采购。公司与一些具有一定规模和经济实力的连铸圆坯、钢锭和锻件供应商建立了长期稳定的合作关系。在安排生产采购方面，根据客户订单及生产经营计划，采用持续分批的方式向供应商采购。除连铸圆坯、钢锭和锻件之外，公司还采购部分钢球、滚子、保持器架等配件，用于装配零部件。公司钢锭及连铸圆坯的采购价格主要根据添加合金成分不同双方协商确定；锻件的采购价格主要根据技术难易程度双方协商确定。

公司原材料采购中，连铸圆坯及钢锭、锻件等为主要部件，上述两件主材占公司采购金额比重较大，合计采购占比达到60%左右。连铸圆坯及钢锭、锻件等原材料为钢材，市场供应较充分。受益于风电抢装潮，公司订单大增，2020年公司原材料采购金额同比大幅增加。从公司近年主材采购价格来看，受2020年下半年开始钢材价格的大幅上涨，连铸圆坯及钢锭主材采购单价出现一定的上涨，若未来风电轴承类产品生产的主要零部件的价格持续上涨，将对公司产品的毛利率带来不利影响。

表15 公司原材料采购情况

项目	金额（万元）	数量（吨）	单价（万元/吨）	比例
2021年1-9月				
连铸圆坯及钢锭	41,433.47	80,318.44	0.52	35.34%
锻件	36,212.91	-	-	30.89%
其他	39,579.67	-	-	33.77%
合计	117,226.05			100.00%
2020年				
连铸圆坯及钢锭	50,566.24	113,465.91	0.45	32.57%
锻件	35,823.00	-	-	23.07%
其他	68,861.28	-	-	44.35%
合计	155,250.52			100.00%
2019年				
连铸圆坯及钢锭	23,752.84	54,671.48	0.43	59.23%
其他	16,350.73	-	-	40.77%
合计	40,103.57			100.00%
2018年				
连铸圆坯及钢锭	16,775.09	39,297.22	0.43	60.28%
其他	11,054.60	-	-	39.72%
合计	27,829.69			100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供应商集中度较高。公司近年来前五大供应商采购占比有波动，主要系2020年订单快速增长、上游零部件涨价潮下对供应商采购进行了筛选管理，2021年1-9月，公司前五大供应商采购占比达60.05%，公司与部分核心部件的大型供应商合作稳定性较好。

表16 公司前五大供应商明细及采购情况

年份	供应商名称	采购金额（万元）	采购占比
2021年1-9月	江苏永钢集团有限公司	33,790.09	28.82%
	江阴方圆环锻法兰有限公司	16,596.40	14.16%

	张家港中环海陆高端装备股份有限公司	10,513.81	8.97%
	张家港海锅新能源装备股份有限公司	5,184.57	4.42%
	河南中原特钢装备制造有限公司	4,308.27	3.68%
	合计	70,393.14	60.05%
2020	江苏永钢集团有限公司	22,480.53	14.48%
	江阴方圆环锻法兰有限公司	14,686.37	9.46%
	河南中原特钢装备制造有限公司	14,444.46	9.30%
	无锡隆迪精密锻件有限公司	8,143.85	5.25%
	承德建龙特殊钢有限公司	7,690.73	4.95%
	合计	67,445.93	43.44%
2019	中原特钢股份有限公司	11,116.76	27.72%
	承德建龙特殊钢有限公司	4,342.05	10.83%
	江苏永钢集团有限公司	3,497.82	8.72%
	中信泰富钢铁贸易有限公司	2,728.79	6.80%
	洛阳新奥华油燃气有限公司	2,385.85	5.95%
	合计	24,071.26	60.02%
2018	山东钢铁股份有限公司	6,901.52	24.80%
	中原特钢股份有限公司	2,684.39	9.65%
	江苏永钢集团有限公司	2,624.85	9.43%
	承德建龙特殊钢有限公司	1,708.86	6.14%
	通裕重工股份有限公司	1,713.94	6.16%
	合计	15,633.56	56.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2021年以来对外投资并购增加，需关注标的公司经营业绩

根据公司提供的信息，2021年8月，公司控股子公司圣久锻件购买洛阳中经硕丰矿业有限公司（以下简称“中经硕丰”）36%的股权，支付对价14,500万元。中经硕丰是洛阳当地一家经营石灰石生产的企业，根据公司提供的信息，目前中经硕丰已处于正常生产运营并有盈利。2021年12月，公司以9,975.20万元认购山东金帝精密机械科技股份有限公司（以下简称“金帝精密”）4.50%股权，金帝精密主要从事于轴承保持器的生产与制造，公司对外投资金帝精密主要为延伸产业链、巩固与上游企业的合作关系。若未来两家公司在未来经营过程中受到宏观经济、行业政策变化、经营管理等因素影响导致投资收益存在不确定性的风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

为了优化产业链布局、增强公司持续盈利能力，2021年12月，公司以自有资金17,600万元收购了洛阳豪智机械有限公司（以下简称“豪智机械”）55%股权并完成了工商变更，豪智机械成为了公司的控股子公司纳入公司合并报表范围，豪智机械主要从事生产风力发电机组用锁紧盘产品，2020年实现营业收入2.60亿元、净利润4,658.59万元。截至本评级报告出具日，因豪智机械还未完成价值评估，本次收购所形成的商誉数额还未确定。本次收购业绩承诺为豪智机械2022年、2023年、2024年净利润分别不低于4,000

万元、4,600万元、5,290万元，业绩承诺期合计承诺净利润数不少于13,890万元。若豪智机械因产品技术更新或下游需求波动等原因造成未来经营状况未达预期，公司收购豪智机械股权所形成的商誉将会有减值风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

表17 公司上市以后对外投资或并购标的一览（单位：万元）

时间	对外投资或并购标的	持股比例	支付对价	标的简介	2020年净利润
2021年8月	洛阳中经硕丰矿业有 限公司	36.00%	14,500.00	矿产资源（非煤矿山）开采（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目	-
2021年12月	山东金帝精密机械科 技股份有限公司	4.50%	9,975.20	金帝精密主要从事于轴承保持器的生产与制造。主导产品以研发制造系列高端轴承保持器为主，应用领域涵盖：轨道交通、汽车、重载货车、风力发电、海洋工程装备、高速数控机床、大功率工程机械等高端装备。	10,146.00
2021年12月	洛阳豪智机械有限公 司	55.00%	17,600.00	主要从事风力发电机组用锁紧盘和其它基础联结传动件等产品的研发、生产和销售	4,658.59

资料来源：公司公告，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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018、2019年公司合并报表范围无变化，2020年、2021年1-9月公司合并报表范围各新增1家一级子公司。

表18 2018-2020年、2021年1-9月合并报表范围中子公司变化情况

年份	子公司名称	变动情况	变动原因
2020年	洛阳新强联精密轴承有限公司（曾用名：洛阳试玉生物科技有限公司）	新增	收购
2021年1-9月	洛阳新圣新能源有限公司	新增	新设

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模快速扩张，应收款项对资金存在一定占用

得益于风电轴承生产制造业务经营规模快速增长、完成首次公开发行股票及非公开发行股票，公司近年来资产规模快速扩张，2021年9月末公司总资产规模为56.54亿元。从资产结构来看，近年来流动资产占总资产比重在70%左右。

公司货币资金规模上升较快，2021年9月末为9.54亿元，主要系近年来下游订单增多、同时完成了首

次公开发行股票、非公开发行股票、子公司圣久锻件完成增资²。2020年末，公司新增交易性金融资产2.03亿元，系新增持有公司第一大客户明阳智能（股票代码“601615.SH”）的股票；2021年9月末，因公司新购入8亿元结构性存款，公司交易性金融资产规模增加至10.67亿元。随着公司业务收入快速增长而采用银行承兑汇票方式收取货款金额增加，公司应收票据规模快速增长，2021年9月末公司应收票据规模为5.94亿元。随着公司业务收入快速增长，因下游客户回款时间相对较慢，公司应收账款规模快速增长，2021年9月末公司应收账款余额为11.15亿元，其中一年以内的应收账款余额占比为97.12%，计提坏账准备9,131.77万元，若未来风电行业需求景气度发生波动导致下游客户经营不佳，公司应收账款存在减值损失风险。受公司前五大客户集中度较高影响，公司应收账款集中度持续占比较高，2021年9月末前五大客户应收账款占比为76.32%。公司存货主要由原材料和库存商品组成，受生产经营规模扩大而加大对原材料和库存商品备货的影响，公司存货规模2020年大幅增加，2021年9月末公司存货账面价值为3.19亿元。

受2021年8月子公司圣久锻件参股投资中经硕丰36%的股权，支付对价1.45亿元，2021年9月末公司长期股权投资账面价值新增加至1.45亿元。近年来公司因扩大生产规模导致固定资产规模上升较快，公司固定资产主要由房屋建筑物和生产锻件及轴承的机器设备组成，2021年9月末，公司固定资产账面价值为6.08亿元。因公司公开发行股票融资后募投项目建设推进，公司新厂房建设及购买需安装的机器设备增加使得在建工程规模快速增长，2021年9月末，公司在建工程账面价值为2.70亿元。2020年公司其他非流动资产规模大幅增长，主要系公司执行新收入标准，将公司对外销售产品所产生的一年以上应收的质保金由长期应收款重分类至其他非流动资产列报；2021年9月末，公司其他非流动资产账面价值为5.01亿元，较上年末增加60.33%，主要系预付设备款和工程款增加所致。

表19 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年9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	9.54	16.87%	9.65	28.93%	0.99	9.74%	0.59	7.25%
交易性金融资产	10.67	18.87%	2.03	6.09%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收票据	5.94	10.51%	3.54	10.61%	0.66	6.55%	0.41	5.11%
应收账款	10.23	18.10%	4.01	12.01%	3.14	31.08%	2.78	34.37%
存货	3.19	5.64%	3.50	10.50%	1.26	12.45%	1.34	16.59%
流动资产合计	40.02	70.78%	23.71	71.07%	6.79	67.15%	5.56	68.72%
长期股权投资	1.45	2.56%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

² 2020年12月，深创投制造业转型升级新材料基金（有限合伙）（以下简称“深创投新材料基金”）、青岛乾道荣辉投资管理中心（有限合伙）、青岛驰锐投资管理中心（有限合伙），嘉兴慧璞股权投资合伙企业（有限合伙）、范卫红先生（以下合称“投资方”）向子公司圣久锻件增资7亿元，2020年12月底公司收到增资款6.4亿元，2021年一季度公司收到剩余增资款6千万元。公司放弃本次圣久锻件新增注册资本事项中的优先认缴出资权，并以持有的全部圣久锻件股权向深创投新材料基金（有限合伙）设定质押以担保《增资协议》中的股权回购义务。

固定资产	6.08	10.76%	4.82	14.46%	2.11	20.85%	1.58	19.53%
在建工程	2.70	4.77%	0.93	2.78%	0.06	0.61%	0.02	0.23%
其他非流动资产	5.01	8.86%	3.12	9.36%	0.32	3.16%	0.15	1.80%
非流动资产合计	16.52	29.22%	9.66	28.93%	3.32	32.85%	2.53	31.28%
资产总计	56.54	100.00%	33.37	100.00%	10.12	100.00%	8.09	100.00%

资料来源：公司2017-2019年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年9月末，公司因银行承兑汇报保证金、票据质押、融资租赁而受限的资产规模合计为91,942.49万元，占总资产比重为16.26%。

表20 2021年9月末公司受限资产构成情况（单位：万元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	43,975.25	银行承兑汇票保证金
应收票据	21,761.28	票据质押
应收账款	13,473.73	融资租赁
长期应收款	6,236.63	融资租赁
固定资产	6,495.6	融资租赁
合计	91,942.49	-

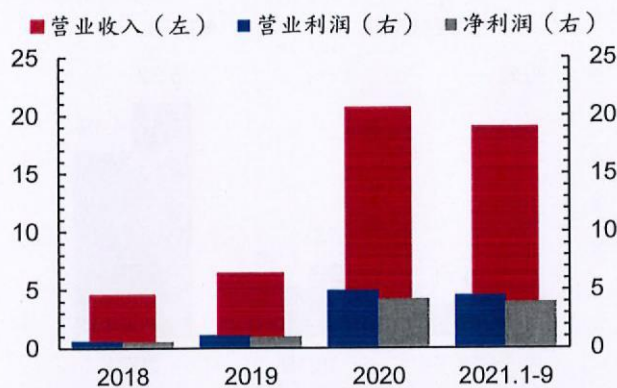
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

盈利能力

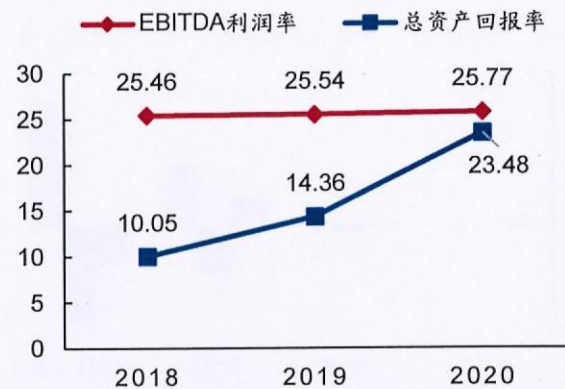
受益于下游风电行业景气度良好，公司生产经营扩大使得营收与利润规模快速增长，盈利能力保持提升

受益于下游风电行业景气度良好，公司生产经营规模扩大后，公司营业收入保持快速增长态势，2018-2020年公司营业收入复合增长率为112.52%；2021年1-9月，公司营业收入为19.00亿元，同比增加44.94%。

2018-2020年公司营业利润与净利润规模亦连续增长，年复合增长率分别176.52%、173.03%，2021年1-9月，公司营业利润和净利润为4.57亿元、4.00亿元，同比分别增长48.64%、54.52%。公司盈利能力保持良好提升态势，主要盈利指标EBITDA利润率稳中有升、总资产回报率2018-2020年提升较快，2020年末分别为25.77%、23.48%。

图 15 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图 16 公司盈利能力指标情况（单位：%）


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

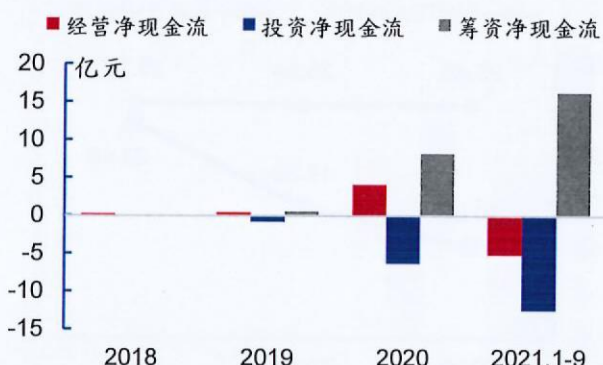
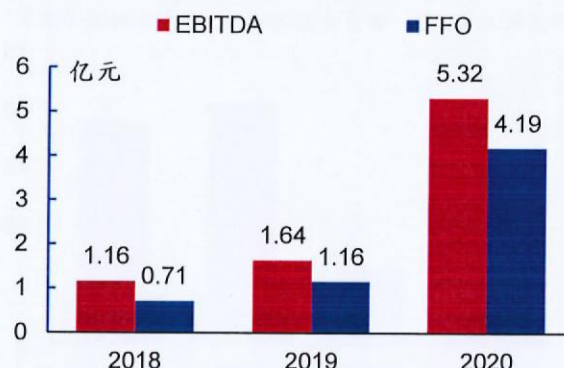
现金流

公司经营活动现金流净额表现较弱，投资活动现金流持续净流出，资本开支压力较大

2018-2020 年受公司风电类产品产销旺盛，叠加“抢装潮”客户回款良好，公司经营性活动现金流表现较好；2021 年前三季度，受公司生产经营规模扩大、2020 年通过购买原材料及设备所使用的应付票据到期综合影响，公司经营性活动现金流净额为负。公司销售款整体回款一般，2018-2020 年收现比分别为 0.66、0.65、0.58，公司经营活动现金流表现较弱。

2020 年公司投资活动现金净流出加大，主要系公司 IPO 募投项目推进下支付厂房建设、机器设备购置及购入土地使用权款项增加；2021 年 1-9 月，由于公司购入结构性存款、购买子公司股权，公司投资活动现金流继续扩大。受 2020 年首次公开发行股票与新增短期借款、2021 年 8 月公司非公开发行股票影响，公司筹资活动净流入增长。

截至本评级报告出具日，公司定向增发募投项目 3.0MW 及以上大功率风力发电主机配套轴承建设项目，项目还处于建设前期，定向增发募集资金扣除补充流动资金后可全额覆盖项目投资额；本期债券募投项目齿轮箱轴承及精密零部件项目拟总投入 111,320.00 万元，本期债券募集资金扣除补充流动资金后，公司还需投入自有资金 1.18 亿元，整体而言，公司资本开支压力较大。

图 17 公司现金流结构

图 18 公司 EBITDA 和 FFO 情况


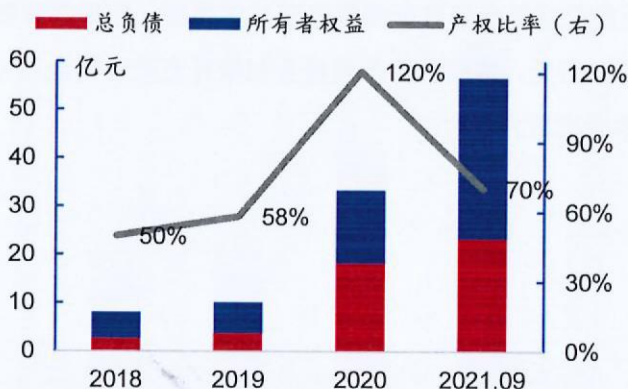
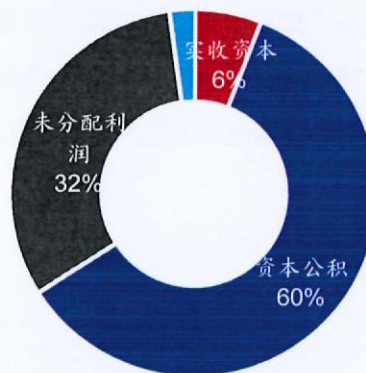
资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

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

资本结构与偿债能力

公司负债与债务规模上升较快，若本期债券成功发行，公司债务规模预计将继续大幅增长

受公司 2020 年大量使用票据支付购买原材料及设备、深创投制造业转型升级新材料基金（有限合伙）等投资者对子公司圣久锻件实现增资 6.4 亿元，公司负债规模上升较快；2021 年 9 月末，公司总负债规模持续扩张至 23.33 亿元，同比上年末增加 27.92%，主要系公司增加了银行借款。公司净资产规模持续增长，主要系公司 2020 年完成首次公开发行股票及 2021 年 8 月完成非公开发行股票，截至 2021 年 9 月末，公司所有者权益规模为 32.21 亿元，主要由资本公积、未分配利润及实收资本组成。公司净资产对负债保障程度尚可，受 2020 年末总负债规模上升较快影响，公司产权比率提升明显；受益于公司 2021 年 8 月非公开发行股票募集资金金额较大，2021 年 9 月末公司产权比率下降至 70.24%。

图 19 公司资本结构

图 20 2021 年 9 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

注：图中蓝色圆环代表其他，占比为 2%

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2021年9月末，公司短期借款规模为4.30亿元，较上年末增加3.15亿元，主要系公司新增银行信用贷款。公司应付票据规模大幅增长，2021年9月末为7.57亿元，主要系2020年在经营规模扩张下，公司较多使用票据支付材料款和设备款。公司应付账款规模在2020年末亦同比大幅增加，主要系经营规模扩张下应付账款同比增加影响，2021年9月末，公司应付账款规模为2.49亿元。

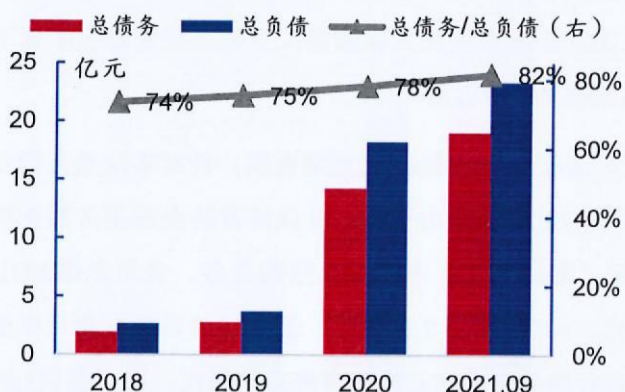
2020年末公司其他非流动负债大幅新增至6.4亿元，系子公司收到6.4亿元增资款。针对本次圣久锻件增资事宜，公司放弃本次圣久锻件新增注册资本事项中的优先认缴出资权，并以持有的全部圣久锻件股权向深创投新材料基金（有限合伙）设定质押以担保《增资协议》中的股权回购义务。公司承诺2021-2023年圣久锻件的财务报告净利润分别不低于1.20亿元、1.75亿元、2.30亿元，若业绩承诺期任意一年低于该业绩承诺的80%或未按照《增资协议》相关约定进行换股交易购买投资者持有的股权，公司需以1.09倍的投资款扣除圣久锻件已向投资方分配的任何利润的价格进行回购。若在未来业绩承诺期间，圣久锻件产能受下游风电轴承订单需求波动无法有效消化产能、原材料价格大幅上涨使得毛利率大幅降低等影响而无法完成业绩承诺，公司需进行回购深创投新材料基金（有限合伙），将面临较大的偿付压力。

表21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

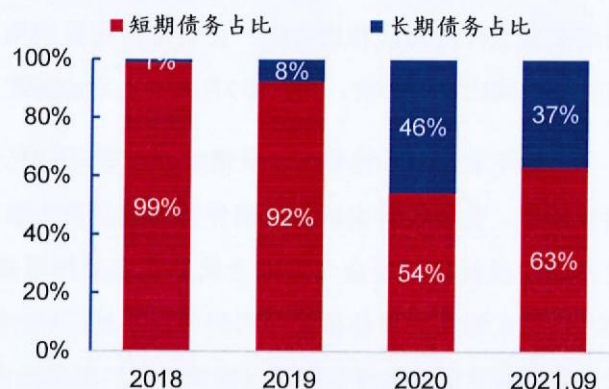
项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.30	18.43%	1.15	6.31%	1.55	41.63%	1.21	45.04%
应付票据	7.57	32.47%	6.30	34.53%	0.78	21.07%	0.55	20.42%
应付账款	2.49	10.69%	3.10	16.99%	0.46	12.39%	0.43	16.11%
流动负债合计	15.95	68.36%	11.48	62.93%	3.45	92.93%	2.59	96.10%
其他非流动负债	7.00	30.01%	6.40	35.10%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	7.38	31.64%	6.76	37.07%	0.26	7.07%	0.11	3.90%
负债合计	23.33	100.00%	18.24	100.00%	3.72	100.00%	2.69	100.00%

资料来源：公司2017-2019年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，中证鹏元整理

因2020年公司新增银行贷款、应付票据及子公司圣久锻件增资，公司总债务规模大幅增长。公司债务占总负债比重持续维持在较高水平。若本期债券发行成功，预计总债务规模将继续大幅增加。从债务结构来看，公司以短期债务为主，2020年以来公司长期债务占比提升，主要系新增了深创投新材料基金融资款。

图 21 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图 22 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司近年来资产负债率呈现一定波动趋势，受公司总负债规模上升较快影响，2020年公司资产负债率上升明显；因2021年8月公司非公开发行股票进行了股权融资，公司资产负债率较上年末的54.65%下降至41.26%。受公司经营规模及盈利能力的同比提升的提振，公司EBITDA利息保障倍数不断提升，2020年末为36.42，表现尚可。整体来看，公司债务压力可控。

表22 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年9月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	41.26%	54.65%	36.72%	33.26%
净债务/EBITDA	--	0.88	1.14	1.25
EBITDA 利息保障倍数	--	36.42	10.27	8.96
总债务/总资本	36.44%	48.51%	30.44%	26.82%
FFO/净债务	--	89.00%	62.01%	49.12%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2021年9月末，公司速动比率与现金短期债务比较2019年末均有提升，主要系公司完成首次公开发行及非公开发行股票后公司现金类资产增加所致。根据公司提供的资料，截至2021年9月末在授信合同有效期获得的银行授信总额为17.5亿元，未使用额度为8.9亿元。公司作为A股上市公司，融资渠道较丰富，具有一定的融资弹性。

图 23 公司流动性比率情况


资料来源：公司2017-2019年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年1-9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2019年1月1日至报告查询日，公司本部(报告查询日2022年1月5日)、子公司圣久锻件(报告查询日2022年1月4日)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、抗风险能力分析

公司抓住风电行业的发展机遇，致力于研发生产风力发电机的配套轴承，成为国内变桨、偏航轴承的主要供应商，前后研发了三排圆柱滚子主轴承和双列圆锥滚子主轴承等，打破了该领域轴承产品长期被国外垄断的局面，实现了进口替代。公司客户以国内大型风电整机厂商为主，受下游风电行业景气度提升，公司生产经营规模扩大，营业收入规模保持高速增长态势，盈利能力亦保持良好提升态势。受益于公司近年来完成了上市、非公开发行等权益融资，叠加自身经营积累，资本实力大幅提升，截至到2021年9月末，公司净资产为33.21亿元，较2018年末规模增长超过5倍。

同时，中证鹏元注意到，尽管当前风电行业的发展环境优良，但是随着风电进入平价时代及电价市场化交易占比提升使得风电场投资收益率下降，导致风电上游轴承行业需求或阶段性发生波动，公司可能面临一定的周期性经营波动风险。此外，随着风电下游3MW以上大兆瓦风机产品技术及市场逐渐成熟，公司将面临行业竞争进一步加剧，相关产品竞争力下降及产品价格下行风险；在建产能及本期募投项目投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性；近年来为满足资金需求，公司融资的债务规模持续增长。

考虑到公司在风电类轴承产品领域具备一定领先优势，当前行业景气度尚可，且公司作为上市公司具备一定的融资弹性。整体来看，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及风险主要包括以下几个方面：

(1) 首先，未来随着公司定增募投项目及本期债券募投项目投产，公司未来销售收入有望进一步扩大，募投项目是本期债券偿还的重要来源；经营性业务方面，2018-2020年营业收入、净利润和经营活动净现金流合计数分别为31.65亿元、5.82亿元和4.76亿元，公司在国内风电轴承生产制造领域具有一定领先优势，尤其以风电主轴轴承产品在国产化替代过程中有相对较强的竞争力，近年来随着公司受益于上市后生产经营规模扩大、下游客户景气度良好，公司生产销售大幅增长，公司盈利能力良好，公司自身的经营积累可为本期债券偿付提供一定保障。但中证鹏元也注意到未来公司在建产能或存在利用不充分、下游需求存在波动、原材料价格上涨、公司风电类轴承产品销售价格下滑的风险，公司未来业绩增长存在一定的不确定性。

(2) 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。

十一、结论

综上，中证鹏元评定新强联主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

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。

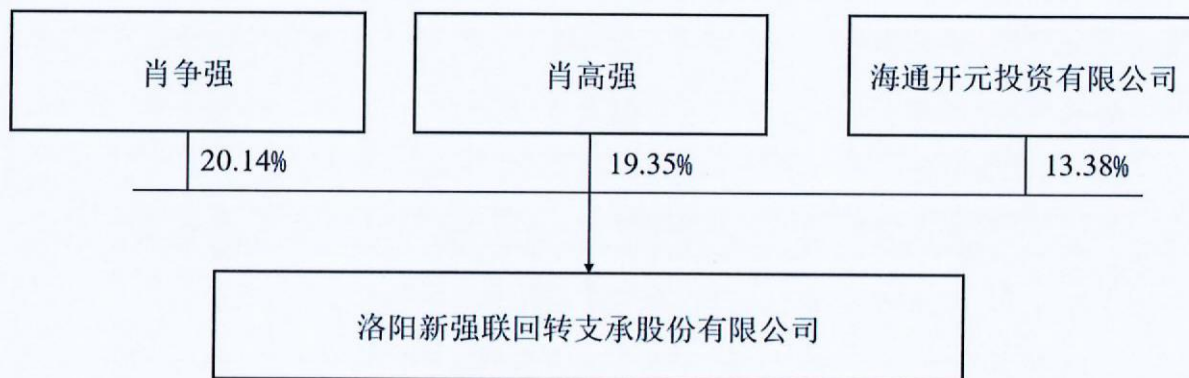
附录一公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.54	9.65	0.99	0.59
交易性金融资产	10.67	2.03	0.00	0.00
应收票据	5.94	3.54	0.66	0.41
应收账款	10.23	4.01	3.14	2.78
流动资产合计	40.02	23.71	6.79	5.56
长期股权投资	1.45	0.00	0.00	0.00
固定资产	6.08	4.82	2.11	1.58
在建工程	2.70	0.93	0.06	0.02
其他非流动资产	5.01	3.12	0.32	0.15
非流动资产合计	16.52	9.66	3.32	2.53
资产总计	56.54	33.37	10.12	8.09
短期借款	4.30	1.15	1.55	1.21
应付票据	7.57	6.30	0.78	0.55
应付账款	2.49	3.10	0.46	0.43
流动负债合计	15.95	11.48	3.45	2.59
其他非流动负债	7.00	6.40	0.00	0.00
非流动负债合计	7.38	6.76	0.26	0.11
负债合计	23.33	18.24	3.72	2.69
总债务	19.04	14.26	2.80	1.98
归属于母公司的所有者权益	33.21	15.13	6.40	5.40
营业收入	19.00	20.64	6.43	4.57
净利润	4.00	4.25	1.00	0.57
经营活动产生的现金流量净额	-5.12	4.10	0.42	0.24
投资活动产生的现金流量净额	-12.45	-6.29	-0.77	-0.12
筹资活动产生的现金流量净额	16.26	8.23	0.55	-0.01
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	31.38%	30.45%	31.06%	29.45%
EBITDA 利润率	--	25.77%	25.54%	25.46%
总资产回报率	--	23.48%	14.36%	10.05%
产权比率	70.24%	120.50%	58.04%	49.83%
资产负债率	41.26%	54.65%	36.72%	33.26%
净债务/EBITDA	--	0.28	0.79	0.93
EBITDA 利息保障倍数	--	36.42	10.27	8.96
总债务/总资本	36.44%	48.51%	30.44%	26.82%
FFO/净债务	--	278.04%	89.49%	65.91%
速动比率	2.31	1.76	1.60	1.63

现金短期债务比	2.17	1.70	0.64	0.51
---------	------	------	------	------

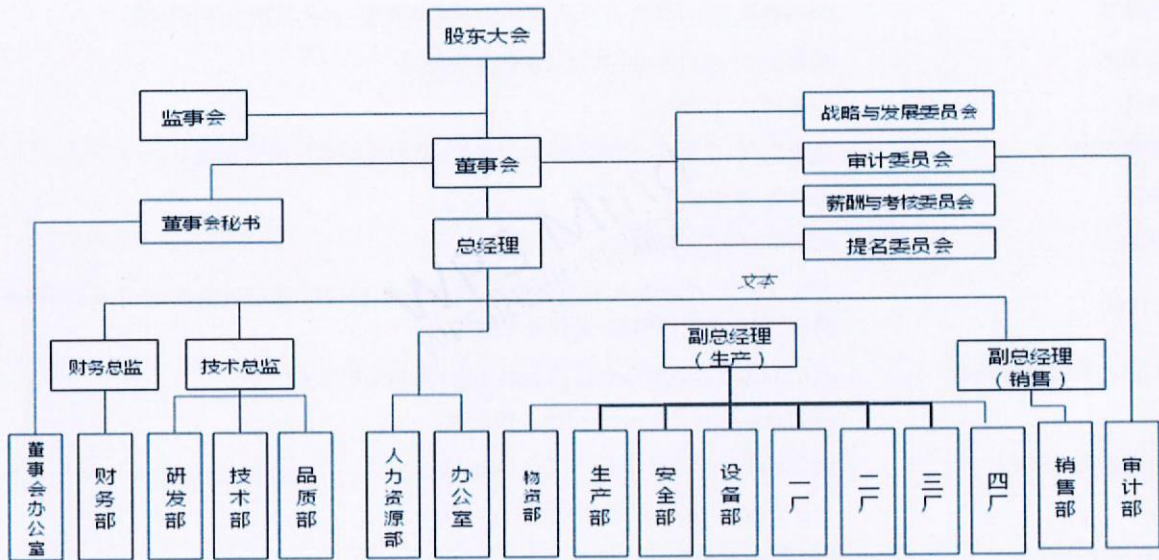
资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二公司股权结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司公告，中证鹏元整理

附录三 公司组织架构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

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	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
新强联 使用
再复印无效**



登记机关



2018年11月08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
新强联
再复印无效


SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

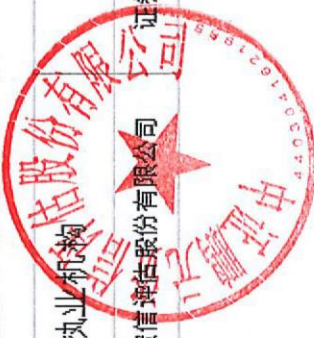
self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	汪永乐	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030218070004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2018-07-22			

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
R0030218070004	2018-07-22	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	邹火雄	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030219080005	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2019-08-10			



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
R0030219080005	2019-08-10	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	