

浙矿重工股份有限公司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.

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：



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com



浙矿重工股份有限公司

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-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-07-07

评级观点

- 中证鹏元评定浙矿重工股份有限公司（以下简称“浙矿股份”或“公司”，股票代码：300837.SZ）本次拟向不特定对象发行不超过 3.20 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安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到砂石行业结构性改革持续推进，中高端破碎筛选设备厂商有望受益，公司在技术、质量及服务等方面具备一定的竞争优势，近年收入和利润保持较快增长，上市后资本实力大幅增加，且偿债压力较小；同时中证鹏元也关注到，公司面临应收账款回收风险、存货跌价风险以及持续开拓新客户风险，需关注募投项目产能消化情况，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：3.20 亿元

发行期限：6 年

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行目的：拟用于废旧新能源电池再生利用装备制造示范基地建设项目、建筑垃圾资源回收利用设备生产基地建设项目（一期）

未来展望

- 公司系国内破碎筛选设备细分行业头部企业之一，具备一定的技术实力和市场竞争力，经营风险和财务风险相对稳定。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：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	14.99	14.99	12.59	6.27
归母所有者权益	11.17	10.70	9.43	4.40
总债务	0.87	0.81	0.48	0.00
营业收入	1.66	5.73	4.63	3.69
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	791.19
净利润	0.47	1.58	1.21	0.96
经营活动现金流净额	-0.16	1.53	1.32	1.03
销售毛利率	42.52%	43.67%	43.52%	44.39%
EBITDA 利润率	--	34.36%	34.15%	33.14%
总资产回报率	--	13.33%	15.09%	20.79%
资产负债率	25.50%	28.61%	25.13%	29.82%
净债务/EBITDA	--	-1.88	-3.15	-1.42
总债务/总资本	7.20%	7.06%	4.84%	0.00%
FFO/净债务	--	-47.26%	-24.63%	-54.27%
速动比率	1.56	1.47	2.13	1.52
现金短期债务比	4.79	5.74	11.57	--

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，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：徐铭远
xumy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 砂石行业结构性改革持续推进，中高端破碎筛选设备厂商有望受益。公司产品主要应用于砂石骨料生产行业，近年环保趋严促使机制砂渗透率及矿山集中度持续提升，中高端破碎筛分成套设备企业将优先获益，公司定位符合行业趋势。
- 公司在技术、质量及服务等方面具备一定的竞争优势。公司核心产品更具稳定性和耐用性，同时能耗较低；并且较早切入智能化，实现了设备的自动化运行和矿山运营实时监测，提升了产品的竞争力和售后服务质量。
- 近年收入和利润保持较快增长。受益于下游需求提升及公司自身竞争优势，2019-2021 年公司营业收入和净利润复合增长率分别达 24.57% 和 28.00%，且随着下游应用场景的拓宽，业务规模有望持续扩大。
- 上市后资本实力大幅增加，且偿债压力较小。2020 年 6 月，公司在深交所创业板上市，募集资金净额 3.81 亿元，资本实力得以大幅提升；截至 2022 年 3 月末，公司账面货币资金较为充裕，资产负债率为 25.50%，且公司负债以经营性负债为主，偿债压力较小。

关注

- 面临应收账款回收风险和存货跌价风险。公司产品销售部分货款存在一定信用期，且下游客户存在部分小型民企，存在一定的坏账风险；近年发出商品和原材料储备持续增加，对营运资金有所占用，若后续钢价中枢下行，需关注原材料的减值风险。
- 持续开拓新客户的风险。由于客户扩产计划受矿山资源、环保政策等因素限制，加之设备存在 3-5 年更换周期，导致下游客户复购周期通常较长，若未来不能持续开发新客户，则公司经营业绩将受到不利影响。
- 需关注募投项目产能消化情况。本期债券募投项目系向建筑垃圾和废旧新能源电池的回收再利用领域拓展，但上述行业尚处于发展初期，新产品市场接受度有待观察，若下游市场需求不足、公司客户开拓不利以致新增产能无法充分消化，则募投项目效益存在不达预期的风险。
- 存在一定的或有负债风险。公司为进一步开拓市场，通过与银行合作开展的供应链融资业务对下游客户提供担保，截至 2022 年 3 月末对外担保余额为 0.24 亿元，该对外担保已设置反担保措施，但考虑到担保对象为民营企业，且未来抵押设备的变现存在折价的可能，公司仍面临一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	浙矿股份	大宏立	南矿集团	利君股份	山河智能	艾迪精密
总资产	14.99	11.09	10.55	31.01	192.46	44.83
营业收入	5.73	6.94	7.25	9.59	114.08	26.84
净利润	1.58	0.31	1.12	1.99	3.22	4.70
销售毛利率	43.67%	25.00%	37.68%	42.10%	23.19%	33.76%
资产负债率	28.61%	19.29%	58.84%	23.09%	70.27%	37.07%

注 1：以上各指标均为 2021 年数据；

注 2：可比上市公司分别为成都大宏立机器股份有限公司（简称“大宏立”）、南昌矿机集团股份有限公司（简称“南矿集团”）、成都利君实业股份有限公司（简称“利君股份”）、山河智能装备股份有限公司（简称“山河智能”）、烟台艾迪精密机械股份有限公司（“艾迪精密”）；

注 3：大宏立、南矿集团与公司主营产品类似，为同行业可比公司；利君股份主导产品与公司下游客户存在重叠可能，山河智能产品下游应用场景及行业周期性对公司具有一定的参考性，艾迪精密部分产品与公司产品应用场景具有一定相似度，故上述公司的财务指标均对公司有一定参考性；

资料来源：各上市公司 2021 年审计报告，南矿集团招股说明书，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	很小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	7
	经营规模	2		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	3		FFO/净债务	7
	经营效率	5		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	2		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		弱	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
-	-	-	-	-	-

一、发行主体概况

公司成立于2003年，前身为长兴县长虹路桥矿山机械设备有限公司（以下简称“长虹路桥”），由陈利华、王桂江、王子岗、陈金新和冯金江5人以货币方式共同出资设立，注册资本120.00万元，其中陈利华出资40.00万元，其余4人分别出资20.00万元。此后经过多次增资和股权转让，至股份制改制之前，长虹路桥注册资本变更为3,370.79万元。2013年5月，经长虹路桥股东会决议通过，长虹路桥整体变更为股份有限公司，公司名称变更为浙江浙矿重工股份有限公司，注册资本和实收资本增至5,100.00万元，其中陈利华持股比例43.40%，为公司控股股东和实际控制人，前五大股东还包括陈利群、陈连方、陈利钢、段尹文¹，各持股8.90%。

2020年6月，公司深圳证券交易所创业板挂牌上市，证券代码为300837.SZ，证券简称为“浙矿股份”，首次公开发行2,500万股，募集资金净额38,130.07万元。2021年4月，公司名称变更为现名。截至2022年5月末，公司注册资本和实收资本为10,000万元，控股股东和实际控制人仍为陈利华，直接持股比例32.55%，并通过君渡投资²间接控制公司7.50%（表决权口径）的股份，此外，其一致行动人陈利群、陈连方、陈利钢、段尹文各持有公司6.68%的股份。截至2022年5月末，君渡投资累计质押股份500.00万股，占其所持公司股份总数的66.67%。公司股权结构图见附录二。

公司主营业务为破碎、筛选成套设备和相关配件的研发、设计、生产和销售，并为砂石矿山资源破碎加工、金属矿山资源破碎加工以及资源回收再利用（旧铅酸蓄电池的回收再利用、建筑垃圾的回收再利用）等领域提供智能化装备及整体解决方案。截至2022年3月末，公司合并范围内子公司共3家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：浙矿重工股份有限公司2022年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过3.20亿元（含）；

债券期限：自发行之日起6年；

还本付息方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

¹ 陈利群、陈连方、陈利钢与陈利华为兄弟关系，段尹文系陈利华配偶的弟弟，前述四人自公司上市后成为陈利华的一致行动人。

² 全称为湖州君渡投资管理有限公司，系公司员工持股平台，持有公司7.50%的股份，由陈利华控股；截至2022年4月19日，湖州君渡累计质押股份500.00万股，占其所持公司股份总数的66.67%，占公司总股本的5%。

初始转股价格：本次发行的可转债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A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格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。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

转股价格向下修正条款：在本次可转债存续期间，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格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，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避。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个交易日的公司股票交易均价之间的较高者，且不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。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。

债券赎回条款：本次发行的可转债到期后5个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司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。在本期债券转股期内，如果公司A股股票在任意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%或者未转股余额不足3,000万元时，公司董事会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债。

债券回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券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派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、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。

最后两个计息年度内，可转债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债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，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本次发行的可转债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，该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者该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按照债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。可转债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，自动丧失该回售权，不能再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本次发行的可转债向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例由公司股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和/或通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由主承销商包销。

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3.20亿元，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
废旧新能源电池再生利用装备制造示范基地建设项目	40,613.00	25,000.00	61.56%
建筑垃圾资源回收利用设备生产基地建设项目（一期）	15,371.21	7,000.00	45.54%
合计	55,984.21	32,000.00	-

资料来源：浙矿重工股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案，中证鹏元整理

（1）废旧新能源电池再生利用装备制造示范基地建设项目（以下简称“废旧新能源电池设备基地”）

根据公司提供的《浙矿重工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》，该项目建设用地位于长兴县和平镇工业园区，实施主体为公司本部，项目建设期预计为3年，拟投资总额为40,613.00万元，用于搭建废旧新能源电池综合利用产线和新能源电池破碎分选设备产线。项目建成后，可形成年产废旧新能源电池（三元材料、磷酸铁锂）电池破碎分选设备10套、处理废旧新能源电池21,000吨的生产能力，达产后预计可实现财务内部收益率为24.08%，税后静态投资回收期（含建设期）为6.24年。

截至本报告出具日，该项目已取得项目备案，项目建设用地已签订土地出让合同，但土地出让金尚未缴纳，尚未取得环评及能评文件，且项目尚未开工。

（2）建筑垃圾资源回收利用设备生产基地建设项目（一期）（以下简称“建筑垃圾设备基地”）

根据公司提供的《浙矿重工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》，该项目建设用地位于长兴县和平镇回车岭村，实施主体为公司本部，项目建设期为1.5年，拟投资总额为15,371.21万元，建成后将形成年产100台可用于建筑垃圾再生利用的破碎、筛选设备的生产能力，达产后预计可实现财务内部收益率为19.46%，税后静态投资回收期（含建设期）为6.27年。

截至本报告出具日，该项目已取得项目建设用地以及项目备案、环评及能评文件，目前项目主体厂房已完工，设备还在采购中。

中证鹏元关注到，本次债券募投项目系公司向资源回收利用领域进一步拓展，目前行业均处于发展初期，且项目仍在建设期或尚未开工，若未来募投项目进度不及预期，或下游市场需求不足、公司客户开拓不利以致新增产能无法充分消化，则募投项目效益存在不达预期的风险。

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。

行业运营环境

近年我国砂石骨料行业市场需求总体平稳，但环保、疫情等因素可能给供给端造成阻力，预计 2022 年砂石产量面临一定下行压力但仍将维持高位，可为破碎筛分设备市场需求提供一定支撑

破碎筛分设备制造行业属于矿山机械制造行业的细分行业。矿山机械行业是为固体原料、材料和燃料的开采和加工提供装备的重要基础行业之一，主要产品包括建井设备、采掘凿岩设备、矿山提升设备、破碎粉磨设备、筛分洗选设备五大类，除服务于有色和黑色冶金、煤炭、建材、化工、核工业等重要基础工业部门，其产品也被广泛应用于交通、铁道、建筑、水力水电、节能环保等基础部门的基本建设中，其中砂石骨料行业是公司主营的破碎筛分设备产品下游应用最为广泛的领域，其终端需求主要取决于基建及房地产市场的发展。

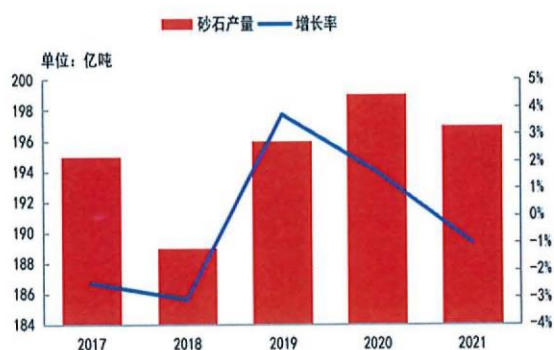
砂石又称为“骨料”，是混凝土原材料中最重要的组成部分，约占混凝土质量的 6/7。我国是全球砂石需求量最大的国家，约占世界砂石骨料用量的 45%。当前，我国砂石骨料仍处于供需两旺的阶段，近十年来产量基本稳定在 180 亿吨以上。2021 年，砂石行业受到基建和房地产增速放缓影响，砂石需求量增速也随之放缓，加之疫情防控常态化、碳达峰、能耗双控对砂石矿山开工时间的影响，全国砂石产量 197 亿吨，较上年小幅收缩，但总体仍较为平稳。与此同时，砂石矿山投资活动较为旺盛，根据国家统计局数据，2021 年全国采矿业固定资产投资同比增长 10.9%，而在局部地区自然砂石紧缺导致价格持续上扬的背景下，砂石矿山固定资产投资明显高于其他矿种，初步统计全年增速在 15% 左右。

砂石骨料单位货值较低，运费占终端落地价格比重较高，决定了其运输半径很短，区域属性极强。从骨料需求热点板块来看，以泛长三角、珠三角等集群为首七大板块集聚了中国砂石骨料需求总量的 70%，年度需求总量高达 126 亿吨。热点区域骨料消费集聚化愈发明显，其中长江沿线三大集群合计需求量达 80 亿吨，占全国砂石需求总量的 44.39%。

展望 2022 年，基建和房地产作为砂石行业的两大需求端，市场表现预计将有所分化。2021 年下半年以来，房地产监管趋严，行业迅速进入寒冬，尽管 2022 年房地产政策有松绑的迹象，但疫情冲击下房地产市场仍难言乐观，预计将持续处于下行周期；而在“稳增长”的政策基调下，各级政府对基建项目的重视程度提升，积极的财政政策将发力提效，基建有望发挥经济托底作用，总体来看，房地产市场低迷可能对砂石需求有一定冲击，但基建回暖可一定程度上提振总体需求。同时，从供给端来看，砂石价格行至高位，有利的市场条件有望刺激砂石矿山企业持续扩大资本开支，但碳达峰、能耗双控、环保能效

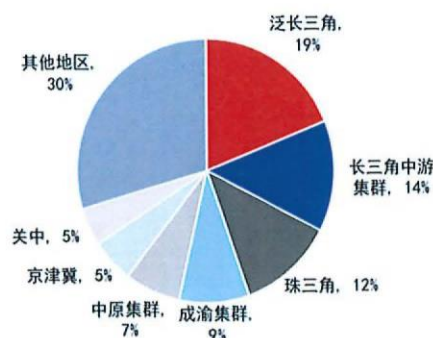
持续加码、疫情防控的常态化等因素依然存在，可能给砂石矿山生产造成一定阻碍。综合来看，中证鹏元认为，2022年砂石产量面临一定的下行压力，但总体仍处于高位运行的状态，可为破碎筛分设备市场需求提供一定支撑。

图1 我国砂石产量总体平稳



资料来源：中国砂石协会，中证鹏元整理

图2 泛长三角等七大地区砂石需求占七成以上



资料来源：砂石骨料网数据中心，中证鹏元整理

环保力度加强促使砂石行业需求从天然砂向机制砂倾斜，同时砂石矿山供给集中度提升，中高端破碎筛分成套设备企业将持续获益，且本土龙头企业具备较大的国产替代空间

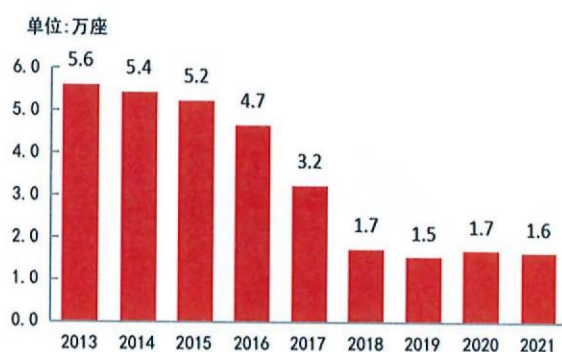
砂石根据来源可分为天然砂和机制砂，近年来，随着国内天然砂、河砂等资源的枯竭和政府对于开采管控力度加大，我国砂石需求结构产生变化，天然砂石资源约束不断趋紧，机制砂石已逐渐成为我国建设用砂石的主要来源，2011年机制砂仅占砂石总消费量的约53%，2019年该比重已超90%。同时，供给侧改革相关政策在砂石行业逐步落地，矿山供给结构亦呈现改善。近年来，小型砂石矿权快速整合，全国砂石矿山数量呈下降趋势，砂石矿山平均规模不断上升，砂石矿山规模化、集约化初见成效，据不完全统计，截止到2021年12月底，全国在册砂石类矿山总计约16,374座，仅为2013年数量的29.22%，砂石矿山集中度大幅提升。

在环保趋严和供给侧改革的背景下，未来行业的高质量发展仍将是主线，大中型矿山将成为行业主流，且机制砂对天然砂仍有一定替代空间。大中型矿山企业更倾向于产量大、使用寿命长、操作简易以及智能化程度更高的定制化成套设备，且供应商的售后服务能力愈发关键；机制砂整体是生产线概念，产线的稳定性至关重要，除了设备能力，还需要大中型产线设计的经验积累。因此，受益于矿山集中度提高和机制砂渗透率提升的趋势，具备中高端破碎筛选设备生产能力及成套生产线设计能力的厂商将拥有更大的市场空间。

从竞争格局上看，目前国内破碎筛分设备行业年产值超250亿元，但集中度却极为分散，而中高端市场主要被外资品牌占据。根据砂石协会数据，2020年底我国规模以上破碎筛分设备制造企业有3,000多家，其中产值过亿的仅有20余家，而能提供稳定性成套砂石骨料破碎筛分产线的企业不足10家。再

观中高端市场，早期山特维克、美卓以及特雷克斯等跨国公司凭借雄厚的资金与领先的技术，在国内外市场占据了一定的市场份额，但以浙矿股份、南矿集团为首的内资品牌凭借持续的研发投入、技术创新和高性价比优势，已具备一定的国产替代基础。

图3 我国砂石矿山数量大幅压减



资料来源：砂石骨料网，中证鹏元整理

图4 我国机制砂用量逐年提升



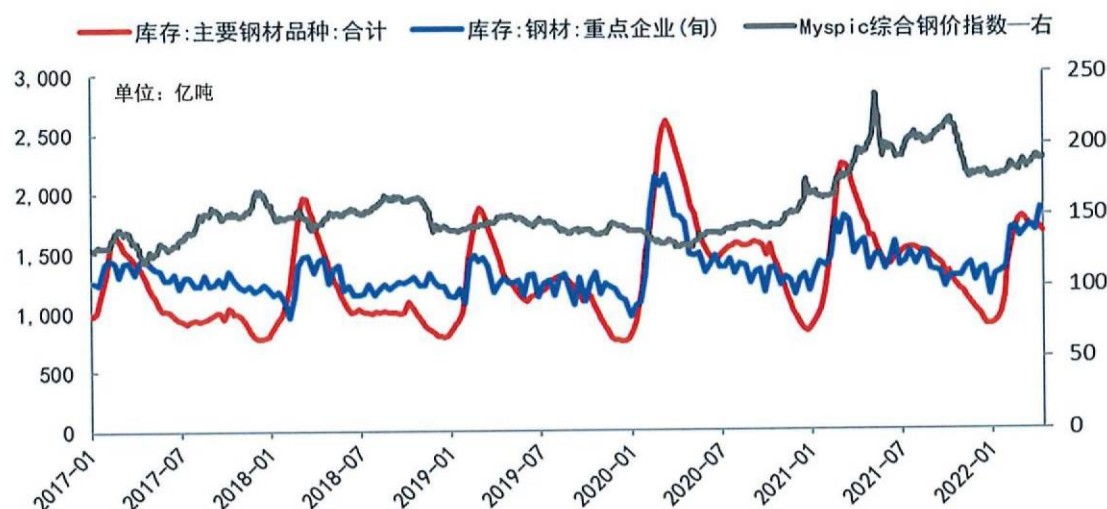
资料来源：砂石骨料网，中证鹏元整理

2022 年钢材供需双弱，库存高于同期，有望推动钢价中枢下行，矿山机械设备制造厂商成本端压力有所缓解但依然较大

中证鹏元预计，2022 年钢铁行业供需双弱。供给方面，双碳目标下钢铁行业供给长期受限，新一轮产能置换办法收紧置换政策，而环保限产政策力度加强将明显抑制粗钢产能大省产量，此外，能耗双控将成为行业供给新约束，预计 2022 年去产能政策力度加强，粗钢产量压减稳步推进。需求方面，2022 年房地产投资回落，地产用钢需求减少；基建在“稳增长”的背景下用钢有支撑；制造业随着全球生产秩序逐步恢复及制造业回流，2022 年进出口难以延续 2021 年的旺盛行情，制造业用钢需求较为稳定。同时，2021 年受全球流动性宽裕、上半年国内钢企生产热情高涨、海运运力紧张等多因素影响，铁矿价格走出历史高位。但随着国内减产措施相继落地，铁矿需求回落，铁矿石港口库存快速累库，铁矿价格快速下降。展望 2022 年，美元流动性趋紧，矿价上行动力减弱。

综合影响下，中证鹏元认为纵观 2022 年全年，钢材需求收缩，而产能产量双控带来的供给收缩将导致供需双弱，且当前库存高于往年同期，将发挥“蓄水池”作用，抑制钢价短期上涨。考虑到目前钢价仍处于高位，矿山机械设备制造厂商仍面临较大的成本端压力。

图5 2021 年钢价大幅上涨



资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司作为深圳证券交易所创业板上市公司, 根据《公司法》、《上市公司治理准则》以及中国证监会、深圳证券交易所有关监管要求, 确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序, 制定了较为规范的公司治理体系。公司前十大股东以公司实控人及其一致行动人为主, 股权集中度较高, 股权稳定性较好。

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; 董事由股东大会选举或更换, 任期三年, 任期届满可连选连任。公司同时设立了战略、审计、提名、薪酬与考核四个专门委员会, 委员会成员由不少于3名董事组成, 可为董事会的决策提供了专业的意见和参考。公司设监事会, 监事会由3名监事组成, 监事会设主席1人, 职工代表监事1名。公司设总经理1名, 由董事会聘任或解聘。

公司设立审计部, 配备专职审计人员, 对公司财务收支和经济活动进行内部审计监督, 向董事会负责并报告工作。

公司拥有较为完整的生产、营销、技术、财务系统, 依据不同系统设立下属部门。同时, 公司制定了与生产经营相匹配的各项制度。总体来看, 公司的组织架构和管理制度能够满足日常的运营要求。

公司多数高层管理人员及技术人员有多年从业经验, 对行业有较为深入的了解, 且多位高层在公司工作年限超过十年, 稳定性较好。

未来, 公司将以高端破碎筛选装备制造业务为核心, 一方面提升公司装备在砂石矿山资源破碎加工领域、金属矿山资源破碎加工领域的市场占有率, 另一方面以建筑垃圾回收再利用装备、废旧电池回收

再利用装备等业务板块的发展为契机，拓宽装备下游应用场景；同时，公司将探索由专业设备制造商向综合服务运营商转型的产业发展路径。

六、经营与竞争

公司主营破碎、筛选成套及单机设备和相关配件，产品主要用于砂石、矿山和环保等领域各类脆性物料的生产和加工。受益于下游砂石骨料行业结构性改革和公司自身在技术、质量和服务等方面的积累，近年营业收入持续增长，2019-2021年年均复合增长率达24.57%，其中成套生产线收入增长较快，主要系在机制砂渗透率及矿山集中度提升的趋势下，下游客户对成套设备市场需求显著提升所致，单机设备及配件销售收入则相对稳定。

毛利率方面，近年公司销售毛利率窄幅波动。公司主要原材料均为钢制品，近年价格持续上涨，但公司凭借自身产品在技术水平、质量稳定性和智能化程度等方面的优势，获得了一定的议价能力，在成本增加的情况下相应调整了产品价格，故毛利率保持相对稳定。分产品看，成套生产线毛利率略低于单机设备，主要系成套生产线主要面向大中型砂石生产企业，客户议价能力更强。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
成套生产线	9,715.93	45.50%	34,189.01	42.51%	29,640.09	43.48%	16,984.87	43.83%
单机设备	5,261.92	41.05%	17,669.58	45.21%	12,458.40	45.94%	16,248.13	47.47%
配件及其他	1,652.92	29.69%	5,466.54	45.92%	4,183.83	36.53%	3,706.55	33.41%
合计	16,630.77	42.52%	57,325.13	43.67%	46,282.32	43.52%	36,939.55	44.39%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品在技术、质量和服务等方面具备一定的竞争优势，且下游应用场景趋于广泛，但近年研发投入强度偏弱；在手订单相对充裕，预计能够为经营业绩提供一定保障

公司主营业务为破碎、筛选单机设备及成套生产线的研发、生产和销售。破碎设备主要包括鄂式破碎机、圆锥式破碎机和冲击式破碎机，分别用于砂石生产中的一级破碎、二级破碎和整形制砂环节，筛选设备包括振动筛、给料机、洗砂机等，主要用于砂石生产过程中的输送和分选，一般需与破碎设备配套使用。此外，公司目前在资源回收利用领域的主要产品为废铅酸蓄电池破碎分选设备，主要作用是通过物理破碎和密度分选等工艺，提取废铅酸蓄电池破碎中的铅、铜、塑料等可再生物料。

公司产品在技术和智能化水平等方面具备一定的优势，产品质量和服务能力较好。公司核心产品圆锥破碎机采用滚动轴承设计使设备的稳定性和耐用性大幅提高，且设备能耗降低，同时定价较进口设备更具优势。智能化方面，公司较早研发设备自动运行系统，配合设备内置的智能模块和传感器，实现了单机设备运行的全过程自动化，并配合智能矿山管理系统，方便客户现场管理和绩效评估的同时，也有

助于提升公司的售后服务质量。从研发投入来看，近年公司研发人员数量和研发费用持续增长，研发投入占营业收入的比重相对稳定，但整体研发投入规模及占比不高，研发强度仍偏弱。

表3 公司研发投入情况

年度	2021 年	2020 年	2019 年
研发人员数量（人）	47	38	38
研发人员数量占比	12.02%	11.05%	12.79%
研发费用（万元）	1,778.56	1,470.26	1,532.61
研发费用占营业收入比重	3.10%	3.18%	4.15%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从下游需求来看，砂石骨料生产系公司产品应用最为广泛的领域，近年公司围绕破碎筛分技术逐步拓宽设备应用场景，目前产品已应用于金属矿物的加工、废旧铅酸蓄电池的回收再利用，并且随着本期债券募投项目成功实施，将进一步延伸至建筑垃圾和废旧新能源电池的回收再利用。下游应用场景的拓宽可在较大程度上缓释单一行业周期波动风险，形成一定经营安全边际；并且公司产品定位中高端，有望受益下游砂石行业结构性改革的机会，提升市场份额，同时建筑垃圾和废旧新能源电池回收再利用市场前景广阔，预计可为公司带来较大增量需求，但是也需要关注，研发投入强度的偏弱，或对于公司维持中高端产品的定位有一定掣肘。

得益于下游行业需求提升及公司自身在技术、质量、服务等方面的积累，从公司提供数据来看，截至2022年3月末，公司在手订单金额为5.21亿元（含税），后续随着合同陆续履约，预计对公司经营业绩有较好的保障。

公司产能持续高负荷运转，IPO在建产能达产后有望得到缓解，本期债券募投项目系向下游新领域拓展，需对其后续产能消化情况予以关注

公司采用订单生产与备货生产相结合的生产模式。公司的核心产品破碎、筛选设备按照功能、大小等细分为不同型号，每种型号的单机设备生产流程标准化程度较高，主要分为加工和装配两个环节，单个产品生产周期约为20-60天不等；而生产线布局需要根据客户的个性化需求对不同设备进行单独设计和组装，具有一定的定制化特征。

公司主要产品的工艺流程大致相同，生产设备具备一定的通用性，各类产品的数量主要取决于生产在金加工环节的工时分配，其中破碎设备和筛选设备的产能分别取决于立车生产线和切割机的金加工工时，故其产能利用率分别以对应的瓶颈加工设备工时来估算。近年公司产能持续处于高负荷状态，产能利用率均高于100%，2020年公司上市后，随着IPO募投项目建设的推进，产能得到大幅提升，但由于产能尚处于爬坡阶段，产能利用率整体有所下滑。总体来看，目前公司产能仍较为紧缺，未来随着IPO募投项目产能扩张逐步完成，将有效缓解产能瓶颈的制约，有利于推动公司业绩稳定增长。

表4 公司产能利用率情况

年份	产品种类	设备系数 (台/套)	总产能 (工时)	加工工时	利用率
2021 年	破碎设备	11.75	28,200	32,320	114.61%
	筛选设备	7.75	18,600	21,895	117.72%
2020 年	破碎设备	11.00	26,400	30,050	113.83%
	筛选设备	7.25	17,400	20,735	119.17%
2019 年	破碎设备	6.25	15,000	19,250	128.33%
	筛选设备	4.25	10,200	12,105	118.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前生产基地均位于浙江湖州长兴县内，为了进一步拓宽下游应用场景，公司拟发行本期债券，投资建设建筑垃圾设备基地和废旧新能源电池设备基地。建筑垃圾回收再利用和废旧新能源电池回收再利用符合国家政策导向，市场前景较好，但行业目前均处于起步阶段，新产品的市场接受度还有待考察，若下游需求发生变化或新客户拓展不力，将影响新增产能的消化情况及募投项目的运营效益。截至2022年3月末，公司主要在建及拟建项目尚需投资金额为5.96亿元，但考虑到多数可由IPO及本期债券募集资金覆盖，且公司账面现金较为充裕，整体资金压力可控。

表5 截至 2022 年 3 月末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	拟投入募 集资金	已投资额	设计总产能	资金来源
破碎筛选设备生产基地建设项目	23,870.00	23,870.00	18,675.42	年产破碎设备 125 台（套）、筛选设备 300 台（套）	IPO 募集资金
技术中心建设项目	6,270.00	6,270.00	4,074.62	-	IPO 募集资金
建筑垃圾设备基地	15,371.21	7,000.00	3,783.15	年产 100 台可用于建筑垃圾再生利用的破碎、筛选设备	可转债募集资金、自有资金
废旧新能源电池设备基地	40,613.00	25,000.00	-	年产废旧新能源电池破碎分选设备 10 套、处理废旧新能源电池 21,000 吨	可转债募集资金、自有资金
合计	86,124.21	62,140.00	26,533.19	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售收入持续增长，且具备一定议价能力，但受行业及产品属性影响，客户复购周期较长，面临一定的客户拓展风险

公司销售方式以直销为主，经销为辅。目前主要面向国内市场，近年内销收入占比均超过90%。公司生产经营地位于浙江湖州，由于下游砂石骨料行业存在明显的运输半径，公司客户呈现就近分布的特点，主要集中在华东地区，贴近砂石骨料核心市场，华中、华北、西南等地也有一定的销售规模。外销目前主要面向东南亚地区，以柬埔寨和马来西亚为主，由柬埔寨子公司负责东南亚地区的销售及售后服务工作，近年公司外销占比较小，且2021年受疫情影响海外销售收入占营业收入的比重降至0.85%，对公司经营影响较小。

公司主营的矿用破碎、筛选设备平均使用寿命为3-5年，单机设备一般在客户进行生产线改造或设备更换的时候会增加采购，成套生产线则主要依靠客户的增量需求，需客户有新建砂石生产线或对原生产线进行大规模升级改造的计划。得益于公司已积累一定的客户资源及下游市场的区域性特征，公司目前主要采取“以点带面”的口碑式营销来获取新客户，销售价格通过与客户洽谈确定。公司单机设备运抵现场客户接收后即确认收入，而成套设备需在设备全部安装调试完成后方可确认收入，近年随着成套生产线业务量增加，从设备发出到客户验收周期较长（通常为3-6个月），导致公司整体收入确认时间有所延长。结算方面，银行转账和票据为主要结算方式，从公司执行的信用政策来看，通常与客户在签订合同后即收取合同总额的30%作为预收款，发货前收取30%的货款，货物发出并安装调试完成后一定信用期内收取30%-35%的货款，剩余5%-10%的货款作为质量保证金待产品验收完成后一年内付清。但对于采购金额较大且信用记录良好的优质客户，经双方协商，在发货前预收30%-60%的货款或少量定金后，剩余货款可在一年内分期收取。由于公司产品销售部分货款存在一定信用期，考虑到下游客户存在一定比例的小型民企，在砂石行业供给侧改革的趋势下面临被整合的风险，需关注对应客户尾款的回收风险。

近年随着IPO募投项目产能逐步释放，公司主要产品产量持续增长，而由于近年生产线业务增长较快，对应产品验收周期延长形成的在途商品增加，叠加公司对部分标准化产品进行了一定备货，致使产销率有所下滑。产品价格方面，得益于公司对下游客户具备一定的议价能力，将原材料涨价的压力适当传导至销售端，设备销售均价呈逐年提升的趋势，毛利率保持了相对稳定。

表6 公司主要产品产销情况（单位：台、万元、万元/台）

产品	项目	2021 年	2020 年	2019 年
破碎设备	产量	320	301	215
	销量	240	226	197
	产销率	75.00%	75.08%	91.63%
	销售金额	33,293.49	26,845.14	20,624.42
	销售均价	138.72	118.78	104.69
筛选设备	产量	939	823	804
	销量	793	551	715
	产销率	84.45%	66.95%	88.93%
	销售金额	13,357.19	9,264.66	11,090.08
	销售均价	16.84	16.81	15.51

注：上表所列示销售额和销售均价均为不含税金额；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户情况来看，近年公司前五大客户销售额占比在30%附近波动，以砂石生产线客户为主，其中承德天卓矿山机械销售有限公司系公司唯一经销商，作为公司开拓下游铁矿市场的主要渠道。此外，公司客户结构变动较大，主要是由行业及产品特性决定的，由于客户扩产计划受矿山资源、环保政策等因素限制，加之设备存在3-5年更换周期，导致单一客户的产品采购存在一定时间间隔；同时，公司产品

应用范围从砂石骨料向金属矿山、环保领域延伸也带来一定数量的新增客户。公司客户集中度不高，考虑到下游客户重复采购周期较长，需要公司具备持续开发新客户的能力，若未来新客户开发不利，或行业竞争趋于激烈，公司无法维持现有产品优势致原有客户流失，则公司经营业绩将受到不利影响。

表7 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售标的	销售金额	占销售总额比例
2021 年	1	镇江市港发新材料有限公司	砂石生产线	5,723.81	9.98%
	2	北票鼎新实业有限公司	铁矿生产线	4,987.61	8.70%
	3	承德天卓矿山机械销售有限公司	破碎筛选设备	2,830.82	4.94%
	4	宁波大榭开发区旗得矿业有限公司	破碎筛选设备	2,431.86	4.24%
	5	昆明华扬机械制造有限公司	破碎筛选设备	1,831.21	3.20%
		合计	-	17,805.32	31.06%
2020 年	1	岳阳湘北矿业有限公司	砂石生产线	3,810.08	8.23%
	2	东阳市城建建筑材料有限公司	砂石生产线	3,407.52	7.36%
	3	安徽超威环保科技有限公司	蓄电池回收线	3,185.84	6.88%
	4	福建省奕顺建设工程有限公司福州分公司	砂石生产线	2,516.81	5.44%
	5	台州市三鼎矿业有限公司	砂石生产线	1,540.41	3.33%
		合计	-	14,460.66	31.24%
2019 年	1	襄阳红山矿业有限公司	砂石生产线	3,087.43	8.36%
	2	武穴市东南矿业有限公司	破碎筛选设备	2,178.73	5.90%
	3	广州市顺兴石场有限公司	破碎筛选设备	1,782.30	4.82%
	4	承德天卓矿山机械销售有限公司	破碎筛选设备	1,431.36	3.87%
	5	易县巨石矿业有限公司	砂石生产线	1,255.75	3.40%
		合计	-	9,735.57	26.36%

注：隶属于同一实控人的销售金额已合并计算；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要原材料采购成本受钢价波动影响较大，需关注国内疫情发散可能给公司原材料供应造成一定阻碍

近年公司主营业务成本中原材料占比在80%以上，主要包括钢材、铸锻件、轴承、电机等。公司采用“以产定购”与提前储备相结合的采购模式，结算方式为票据和银行转账相结合。公司对于钢材等大宗商品主要依照市场价格向贸易商采购，结算周期一般为1-2周；而铸锻件、轴承等标准化产品则主要向生产企业采购，价格由公司和生产商约定，结算周期一般为3个月以上。由于公司主要原材料均为钢制品，近年采购均价与钢材市场价格走势基本一致，2020年二季度以来，钢材价格整体呈现波动上涨的态势，增加了公司的成本端压力，但得益于公司对部分终端产品价格进行了上调，加之提前储备了部分原材料锁价，一定程度上抵消了原材料涨价的影响。鉴于目前公司产品单价较国内竞争对手偏高，未来上调空间有限，若短期内原材料价格发生较大波动，仍会对公司盈利能力造成不利影响。



表8 公司主要原材料采购情况

	项目	2021 年	2020 年	2019 年
钢材	采购量（吨）	14,782.52	13,906.60	15,673.64
	采购单价（万元/吨）	0.53	0.40	0.37
	采购金额（万元）	7,888.79	5,546.23	5,808.40
铸锻件	采购量（吨）	13,521.56	9,137.38	6,931.27
	采购单价（万元/吨）	0.86	0.78	0.78
	采购金额（万元）	11,555.17	7,133.10	5,377.68
轴承	采购量（套）	5,153	4,581	3,677
	采购单价（万元/套）	0.73	0.72	0.63
	采购金额（万元）	3,763.30	3,305.26	2,330.54
电机	采购量（台）	2,128	1,842	1,567
	采购单价（万元/台）	1.28	1.13	1.06
	采购金额（万元）	2,727.31	2,073.57	1,663.68

注：上表所列示采购额均为不含税金额，采购单价为年均值；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从供应渠道来看，公司主要原材料供应商亦呈现就近分布的特点，以长三角地区为主，近年主要合作供应商较为稳定。公司生产所需原材料较多，致使供应商整体较为分散，但就每类原材料而言供应商则相对集中，考虑到目前国内疫情反复，若主要供应商发生产能受限或物流受阻等风险，可能影响公司原材料供应的稳定性。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购品种	采购金额	占采购总额比例
2021 年	1	上海谨宝实业有限公司	钢材	7,129.37	18.67%
	2	湖州市洪塘众立铸造有限公司	铸件	3,709.77	9.72%
	3	上海辰渝智能科技发展有限公司	电控柜	2,605.41	6.82%
	4	浙江永发机电有限公司	电机	1,865.93	4.89%
	5	沈阳中冶光洋轴承有限公司	轴承	1,559.95	4.09%
		合计	-	16,870.44	44.19%
2020 年	1	上海谨宝实业有限公司	钢材	4,976.19	14.35%
	2	湖州市洪塘众立铸造有限公司	铸件	3,183.93	9.18%
	3	上海辰渝智能科技发展有限公司	电控柜	2,119.80	6.11%
	4	杭州海泰液压制造有限公司	液压设备	1,361.09	3.93%
	5	德清县同能铸造有限公司	铸件	1,293.69	3.73%
		合计	-	12,934.70	37.31%
2019 年	1	上海谨宝实业有限公司	钢材	4,992.63	19.95%
	2	湖州市洪塘众立铸造有限公司	铸件	2,228.22	8.91%
	3	上海辰渝智能科技发展有限公司	电控柜	1,394.84	5.57%
	4	杭州海泰液压制造有限公司	液压设备	1,073.00	4.29%



5	湖州治鑫机械有限公司	耐磨件	1,053.53	4.21%
	合计	-	10,742.22	42.93%

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中汇会计师事务所(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、2020-2021年审计报告及2022年1季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年及2022年1季度公司合并报表范围无变动，2020年和2021年公司合并报表范围内分别增加1家子公司，如下表所示：

表10 公司合并报表范围变化情况

年份	子公司名称	变动情况
2020 年	浙矿（湖州）矿业有限公司	新设
2021 年	浙矿（湖州）资源循环有限公司	新设

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、及 2020-2021 年审计报告 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模快速扩张，货币资金充足，整体流动性尚可，需关注应收账款回收风险和存货跌价风险

近年公司资产规模持续增长，以流动资产为主，2021年随着IPO募投项目逐步投产，非流动资产占比有所提升。

得益于IPO募集资金到账，公司2020年货币资金大幅增长，截至2021年末因保证金而受限的货币资金占比为9.48%，流动性较为充裕。应收账款主要为应收客户的剩余货款，近年略有波动，且整体账龄有所延长，账龄在1年以内的应收账款占比从2019年的75.14%下滑至2021年的59.94%；截至2021年末，前五大欠款方余额合计占比49.77%，同期，公司坏账准备余额为2,217.64万元，其中因对方经营困难无法偿还而单独计提的部分为1,134.88万元，涉及67家客户；公司下游客户众多，且存在一定比例的小型民企，该类客户抗风险能力较弱，对应回收风险偏大。近年公司存货规模增长较快，结构上以发出商品和原材料为主，发出商品持续增加主要系公司大中型生产线业务占比提升，对应设备安装时间较长，导致收入确认有所延迟，此外，2021年公司原材料储备也有所增加；公司存货中发出商品均有订单支撑，但原材料价值受大宗市场影响较大，考虑到2022年钢价中枢可能下行，存在一定的减值风险。

公司于2020年参股湖州浙矿股权投资合伙企业(有限合伙)，并于2021年对其追加投资，长期股权投资余额随之增长，截至2021年末累计减值额30.72万元；该股权基金投资方向主要为新材料行业，受单

一行业市场波动影响较大，需关注长期股权投资减值的风险。固定资产主要为生产用厂房及机器设备，近年账面价值随IPO募投项目逐步投产转固而持续增长。截至2021年末，在建工程主要为本期债券募投项目之一建筑垃圾设备基地以及技术中心项目等工程投入额。

整体来看，公司上市后资产规模快速增长，主要由流动资产构成。其中账面货币资金较为充裕；存货增长较快，对营运资金形成占用；非流动资产受限规模较小，融资弹性较好。公司资产流动性尚可，但存在一定的应收账款回收风险和存货跌价风险。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.33	28.85%	4.81	32.07%	5.52	43.84%	1.95	31.13%
应收账款	1.13	7.50%	0.99	6.58%	1.02	8.10%	0.72	11.46%
存货	4.07	27.18%	3.88	25.87%	2.73	21.66%	1.63	26.04%
流动资产合计	9.99	66.61%	10.12	67.48%	9.40	74.64%	4.45	71.00%
长期股权投资	0.80	5.32%	0.80	5.32%	0.40	3.17%	0.00	0.00%
固定资产	2.60	17.34%	2.65	17.70%	1.11	8.79%	0.79	12.61%
在建工程	0.83	5.55%	0.67	4.44%	1.08	8.61%	0.55	8.84%
非流动资产合计	5.01	33.39%	4.88	32.52%	3.19	25.36%	1.82	29.00%
资产总计	14.99	100.00%	14.99	100.00%	12.59	100.00%	6.27	100.00%

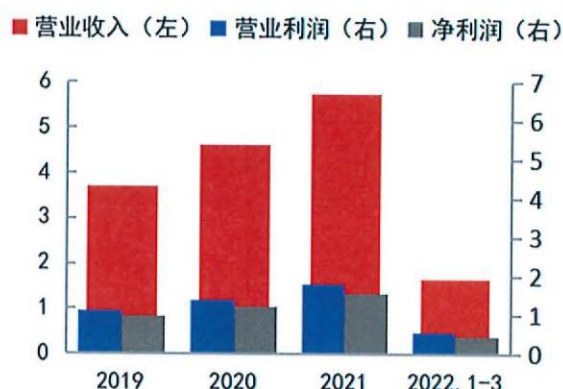
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

盈利能力

公司营收及利润持续增长，盈利能力较好且保持稳定

公司收入来源主要为破碎筛选成套设备及单机设备的销售，2019-2021年公司营业收入持续增长，一方面系公司产品定位中高端，而环保趋严促使砂石骨料行业集中度提升及机制砂渗透率提高，对中高端设备的需求随之增长，另一方面，随着IPO募投项目逐步实施，公司产能亦有明显扩张。同时，得益于公司在技术、质量和服务等方面的竞争优势，获得了较高的产品附加值和较强的议价能力，原材料价格上涨的压力可适当传导至下游终端产品，因而近年毛利率保持相对稳定，主营业务盈利能力较好。公司期间费用中销售费用和管理费用占比较高，随着业务规模持续扩大，2019-2021年期间费用率从14.17%逐步下降至11.58%，费用控制情况良好，营业利润和净利润亦逐年增长。公司整体盈利能力较强，近年EBITDA利润率稳定在较高水平，但由于2020年公司上市后募得大量资金，资产规模得以迅速扩张，致总资产回报率呈下降趋势。

虽然公司收入和盈利均表现良好，但目前公司新研发的废旧新能源电池回收装备等产品市场接受度仍有待观察，若后续产品销售不及预期，资产折旧等固定费用将侵蚀盈利。同时，若房地产市场景气度持续下滑，则砂石骨料市场需求面临收缩的风险，公司经营业绩将受到冲击。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）

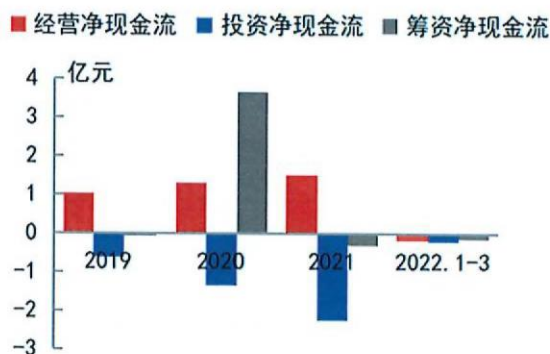
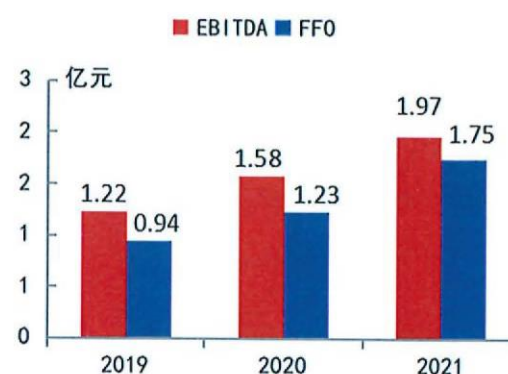

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，本期债券募投项目投资规模较大，但整体资金压力不大

由于公司产品存在5%-10%的质保金，近年收现比均在90%-95%附近波动，主营业务回款情况尚可，随着产销逐年扩大，公司经营活动现金净流入规模持续增长，同时EBITDA和FFO亦呈现增长的趋势；2022年1季度经营性现金流转为净流出，主要是由于国内疫情散发导致物流受阻，公司为保障正常生产，对原材料进行了一定的备货，同时公司大额支付了上年缓缴的税费所致。受公司对IPO募投项目等工程持续投入以及对联营企业增加投资的影响，公司投资活动现金流始终为净流出状态，且净流出规模呈逐年扩大的趋势。公司无对外借款，除了2020年因成功上市获得筹资活动现金流大幅净流入以外，其他年度筹资活动现金流均为小幅净流出状态。

公司未来资本开支主要为本期债券募投项目，总投资规模较大，但可转债募集资金和自有资金可对其形成较好覆盖，同时公司主营业务获现能力较强，亦可贡献一定的资金来源，整体资金压力不大。

图8 公司现金流结构

图9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

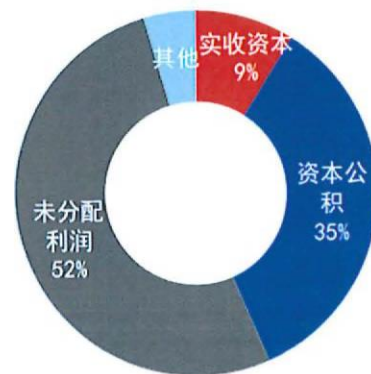
资本结构与偿债能力

公司债务规模较小，且以经营性债务为主，随着本期债券发行，预计将推升公司整体杠杆水平

得益于2020年公司上市大幅增加了实收资本及资本公积，加之自身经营积累持续增厚利润，公司所有者权益快速增长，截至2022年3月末主要由未分配利润、资本公积和实收资本组成；同时经营性负债增加致使总负债规模逐年提升，产权比率略有波动，净资产对负债的保障程度较好。

图 10 公司资本结构

图 11 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

在经营性负债增长的带动下，公司负债规模亦逐年提升，主要为流动负债。应付票据和应付账款主要为向上游供应商采购原材料等而产生，随业务规模扩大而持续增长，其中应付票据均系银行承兑汇票，应付账款账龄主要在1年以内。公司一般与客户在签订合同后、发货前收取一定比例的预收款，2020年因执行新收入准则，预收款项转入合同负债，近年随着在手订单量的增长，预收合同款项规模整体呈上升的趋势。

表12 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	0.86	22.50%	0.81	18.81%	0.48	15.17%	0.00	0.00%
应付账款	1.19	31.02%	1.15	26.79%	0.83	26.19%	0.68	36.25%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1.03	55.12%
合同负债	1.35	35.24%	1.69	39.41%	1.43	45.19%	0.00	0.00%
流动负债合计	3.78	98.88%	4.25	98.98%	3.13	99.06%	1.86	99.28%
负债合计	3.82	100.00%	4.29	100.00%	3.16	100.00%	1.87	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

公司总负债以经营性债务为主，有息债务占比较低，主要为应付票据形成的短期债务。截至2022年3月末总债务规模为0.87亿元，债务压力较小。

图 12 公司债务占负债比重

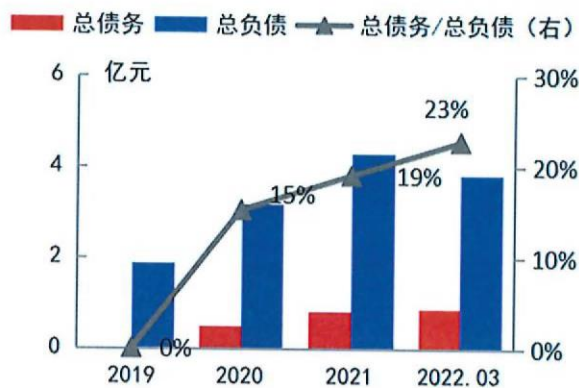
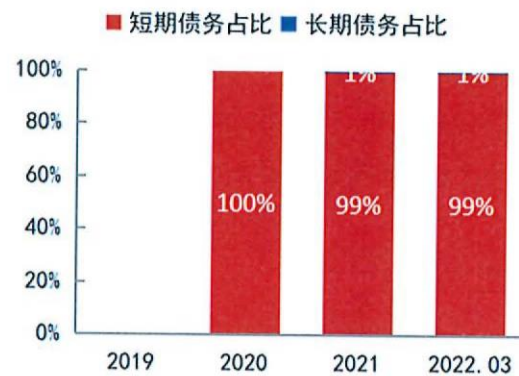


图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

近年公司资产负债率有所波动，整体负债水平不高，若本期债券成功发行，预计公司财务杠杆水平将显著提升。公司有息债务规模较小，可由货币资金完全覆盖，净债务/EBITDA和FFO/净债务比率持续为负，且随着IPO募集资金到账，账面现金余额对债务的保障程度进一步提升。公司有息债务主要由应付票据构成，近年基本无利息支出，由于票据结算随业务规模扩大而逐步增加，总债务/总资本比率亦持续提升。

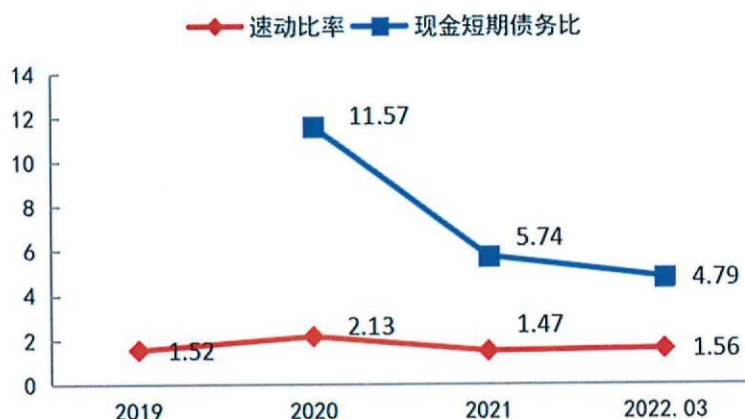
表13 公司杠杆状况指标

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	25.50%	28.61%	25.13%	29.82%
净债务/EBITDA	--	-1.88	-3.15	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	791.19
总债务/总资本	7.20%	7.06%	4.84%	0.00%
FFO/净债务	--	-47.26%	-24.63%	-54.27%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

公司速动比率和现金短期债务比均处于较好水平，其中速动比率较为稳定，现金短期债务比随票据结算增加而有所波动。公司上市后，融资渠道得以拓宽，且得益于较低的负债水平和较好的盈利能力，具备一定的融资能力，整体偿债压力较小。

图 14 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、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，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（2022年6月2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。

对外担保情况

截至2022年3月末，公司对外担保金额为0.24亿元，占同期末所有者权益的2.12%。主要系通过与银行合作开展的供应链融资业务³对下游客户提供的担保，被担保对象为北票鼎新实业有限公司（以下简称“北票鼎新”），北票鼎新以此次贷款对应的销售合同项下的所有设备作为抵押物提供抵押担保，并且其法人代表、大股东林敏坚为此次贷款提供连带责任保证担保。虽然该对外担保已设置反担保措施，但考虑到担保对象为民营企业，且未来抵押设备的变现存在折价的可能，公司仍面临一定的或有负债风险。

表14 截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
北票鼎新实业有限公司	2,362.50	2023.12.20	是
合计	2,362.50	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、抗风险能力分析

³ 根据公司于 2022 年 4 月 25 日披露的《浙矿重工股份有限公司关于与银行开展供应链融资业务合作暨对外担保额度调整的议案》，公司已将上述供应链融资业务对外担保额度提至 15,000.00 万元，担保款项用途仅限于被担保客户向公司支付采购货款。

公司产品主要应用于砂石骨料行业，近年环保趋严促使机制砂渗透率及矿山集中度持续提升，公司产品定位中高端，符合行业发展趋势，有望持续获益。同时近年公司围绕破碎筛分技术拓展下游应用场景，即将涉入的建筑垃圾和废旧新能源电池回收再利用行业市场前景广阔，预计可带来一定增量需求。

公司在技术、质量及服务等方面较国内竞争对手而言具备一定优势，同时性价比优于进口品牌，近年营收和利润持续增长，毛利率处于同行业靠前水平。目前财务杠杆水平尚处于低位，且负债以经营性负债为主，账面货币资金较为充裕，考虑到近年经营性现金流稳定增长，可持续贡献稳定的资金来源，且上市后公司资本实力大幅提升、融资渠道更加多样。综上，公司整体抗风险能力尚可。

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。根据公司提供的募投项目可行性研究报告，废旧新能源电池设备基地完全达产预计实现内部收益率24.08%（税后），投资回收期（含建设期）6.24年（税后）；建筑垃圾设备基地完全达产预计实现内部收益率19.46%（税后），投资回收期（含建设期）6.27年（税后）。但需要关注的是，本次债券募投项目系公司向资源回收利用领域进一步拓展，目前建筑垃圾回收和废旧新能源电池回收行业均处于发展初期，新产品市场接受度有待观察，若未来下游市场需求不足、客户开拓不利以致新增产能无法充分消化，则募投项目效益存在不达预期的风险。

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。2019-2021年及2022年1-3月，公司营业收入分别为3.69亿元、4.63亿元、5.73亿元和1.66亿元，经营活动现金流净额分别为1.03亿元、1.32亿元、1.53亿元和-0.16亿元，公司自身经营成果可为本期债券的利息和偿还提供较好的保障。公司定位符合行业变化趋势，且自身具备一定的竞争实力，随着下游应用场景的拓宽，未来订单较有保障。但同时中证鹏元也注意到，公司面临应收账款回收风险和存货跌价风险，且若未来不能持续开拓新客户，可能会对公司经营业绩造成不利影响，进而影响公司现金流。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上缓解公司偿付压力，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，中证鹏元评定浙矿重工股份有限公司主体信用等级为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）

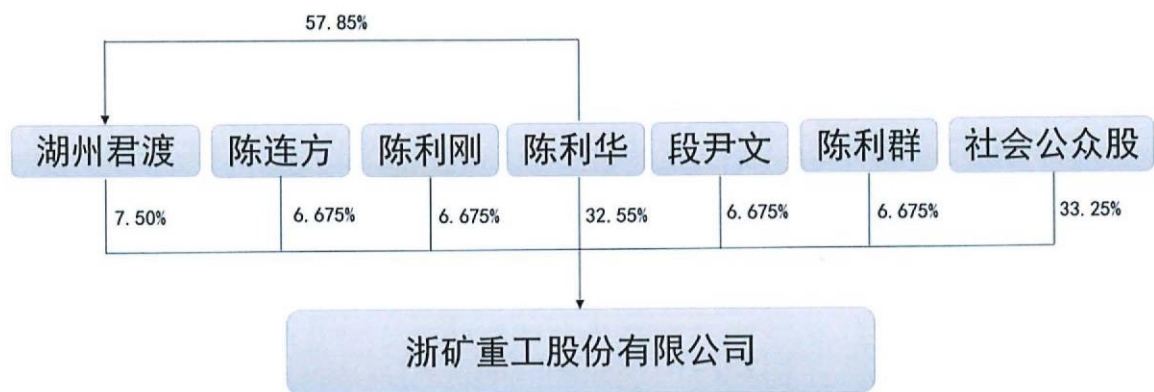
财务数据（单位：亿元）	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	4.33	4.81	5.52	1.95
存货	4.07	3.88	2.73	1.63
流动资产合计	9.99	10.12	9.40	4.45
固定资产	2.60	2.65	1.11	0.79
非流动资产合计	5.01	4.88	3.19	1.82
资产总计	14.99	14.99	12.59	6.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.86	0.81	0.48	0.00
应付账款	1.19	1.15	0.83	0.68
合同负债	1.35	1.69	1.43	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3.78	4.25	3.13	1.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.04	0.04	0.03	0.01
负债合计	3.82	4.29	3.16	1.87
总债务	0.87	0.81	0.48	0.00
归属于母公司的所有者权益	11.17	10.70	9.43	4.40
营业收入	1.66	5.73	4.63	3.69
净利润	0.47	1.58	1.21	0.96
经营活动产生的现金流量净额	-0.16	1.53	1.32	1.03
投资活动产生的现金流量净额	-0.21	-2.23	-1.34	-0.62
筹资活动产生的现金流量净额	-0.14	-0.30	3.67	-0.05
财务指标	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	42.52%	43.67%	43.52%	44.39%
EBITDA 利润率	--	34.36%	34.15%	33.14%
总资产回报率	--	13.33%	15.09%	20.79%
产权比率	34.23%	40.07%	33.56%	42.49%
资产负债率	25.50%	28.61%	25.13%	29.82%
净债务/EBITDA	--	-1.88	-3.15	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	791.19
总债务/总资本	7.20%	7.06%	4.84%	0.00%
FFO/净债务	--	-47.26%	-24.63%	-54.27%
速动比率	1.56	1.47	2.13	1.52



现金短期债务比	4.79	5.74	11.57	--
---------	------	------	-------	----

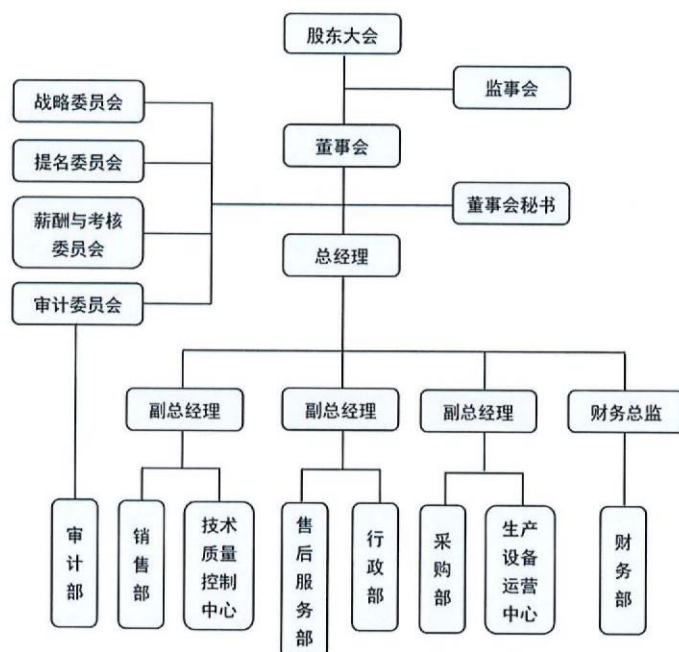
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1 季度未经审计财报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江浙矿重工（柬埔寨）有限公司	5.00 万美元	100.00%	破碎机械、筛分机械、给料机械和输送机械组装与销售项目，主要负责发行人在东南亚地区的销售和相关售后服务。
浙矿（湖州）资源循环有限公司	7,000.00	100.00%	建筑垃圾及装修垃圾的回收再生利用。
浙矿（湖州）矿业管理有限公司	3,000.00	100.00%	矿石生产线的生产管理、运行维护及矿物洗选加工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。