



2019年金轮蓝海股份有限公司可转换公司债券2023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：

2019年金轮蓝海股份有限公司可转换公司债券2023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
金轮转债	AA-	AA-

评级观点

- 该评级结果是考虑到物产中大金轮蓝海股份有限公司¹（以下简称“物产金轮”或“公司”，股票代码：002722.SZ）跟踪期内控股股东发生变更，公司性质由民企变更为地方国资控股企业，通过向新股东定向增发股票，公司资本实力获得提升，长短期偿债压力均有所缓解，跟踪期公司主要产品不锈钢装饰板下游客户的资质仍较好。但中证鹏元关注到，公司主要产品纺织梳理器和不锈钢装饰板下游客户行业仍分别集中在纺织机械行业和电梯行业，下游需求均相对疲软，需关注公司业绩下行压力，且公司控股股东发生变更后的同业竞争问题尚待解决，公司商誉规模较大，仍面临一定的商誉减值风险。

评级日期

2023年6月9日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：钟佩佩
zhongpp@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	29.47	27.52	30.18	29.97
归母所有者权益	24.19	20.87	20.09	18.99
总债务	3.76	5.01	8.43	9.37
营业收入	6.03	28.36	31.50	23.67
净利润	0.18	1.04	1.28	0.33
经营活动现金流净额	-0.96	3.60	1.58	2.81
净债务/EBITDA	--	0.43	1.18	1.41
EBITDA 利息保障倍数	--	6.89	7.41	5.24
总债务/总资本	14.66%	21.44%	32.09%	35.93%
FFO/净债务	--	71.49%	40.38%	31.39%
EBITDA 利润率	--	8.72%	9.91%	10.60%
总资产回报率	--	6.33%	7.86%	3.85%
速动比率	3.98	2.56	1.51	1.40
现金短期债务比	3.12	1.83	0.86	0.85
销售毛利率	15.38%	14.13%	14.49%	15.88%
资产负债率	17.83%	24.07%	33.35%	36.58%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 公司原名为“金轮蓝海股份有限公司”，2022年7月更名为现名。

优势

- **公司通过定增资本实力得以提升，且债务压力有所压降。**2023年2月，公司分别向物产中大元通实业集团有限公司（以下简称“元通实业”）及其一致行动人物产中大（浙江）产业投资有限公司（以下简称“产投公司”）²定向发行股票，募集资金3.11亿元增强公司资本实力，2022年末及2023年3月末公司偿债指标整体有所改善，长短期债务压力均有所缓解。
- **公司由民营企业变更为地方国资控股企业。**跟踪期内，公司原实控人将股权转让给浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）下辖的元通实业及其一致行动人产投公司，元通实业成为公司控股股东，浙江省国资委成为公司实际控制人。
- **跟踪期内公司不锈钢装饰板业务下游客户的资质仍较好。**公司不锈钢装饰板的主要客户包括三菱、威特和通力等知名电梯厂商，同时随着高端家电逐渐增加不锈钢的使用，公司逐渐积累起海尔、西门子家电、伊莱克斯、美国GE、新西兰FPA等下游优质客户。

关注

- **公司主要产品纺织梳理器和不锈钢装饰板下游客户行业仍分别集中在纺织机械行业和电梯行业，下游需求相对疲软，公司业绩下行压力犹在。**在纺织梳理器材领域，当前国际纺织行业需求逐步向东南亚市场转移，预计未来随着我国纺织产业出口需求下滑，但当前国内纺织行业下游市场尚有一定发展空间；在不锈钢装饰板领域，公司部分客户集中于电梯企业，家电行业客户有所增加，下游单一行业集中度较高，目前地产行业景气度处于筑底阶段，电梯行业增量动能偏弱，公司业绩仍存在下行压力。
- **控股股东变更后，产生的同业竞争风险尚待解决。**元通实业子公司物产中大元通不锈钢有限公司（以下简称“元通不锈钢”）的主营业务为不锈钢贸易和不锈钢表面加工等，元通不锈钢将与公司存在同业竞争情形，元通实业和产投公司等已提出方案以解决相关问题，截至2023年5月仍未解决，最终完成时间及处理方法与有待观察。
- **公司仍面临一定商誉减值风险。**截至2023年3月末，商誉占公司总资产比重仍有17.99%，商誉规模较大，考虑到不锈钢装饰板业务的盈利空间易受上游原材料价格波动影响，下游受地产行业景气度影响较大，未来增速及盈利能力存在一定不确定性，公司仍面临一定商誉减值风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司不锈钢产品下游客户资质较好且债务规模持续压降，预计未来公司下游客户稳定性相对较好，公司面临的债务风险可控。

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

² 元通实业及产投公司的控股股东均为物产中大集团股份有限公司，实控人均均为浙江省国资委，在本次收购物产金轮事项中，两者始终为一致行动人。

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-	2022-06-21	张伟亚、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_ffmx_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2019-04-19	刘师宇、贾聪	企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0) 、 企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0)	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
金轮转债	2.14	2.14	2022-06-21	2025-10-14

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2019年10月14日发行6年期2.14亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于高端不锈钢装饰板生产项目。截至2022年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.61亿元。

三、发行主体概况

跟踪期，公司主营业务未发生变化，仍以纺织梳理器材制造及不锈钢装饰板的生产加工为主。受金轮转债部分转股影响，2023年3月末公司实收资本提升至2.07亿元。2022年6月，南通金轮控股有限公司（以下简称“金轮控股”）及其一致行动人安富国际（香港）投资有限公司（以下简称“安富国际”）、陆挺先生将股权转让给元通实业及其一致行动人产投公司，元通实业及产投公司持有公司股权比例分别为15.40%和6.60%，金轮控股持有公司18.88%股份并放弃其中5%表决权，公司控股股东变更为元通实业，实际控制人变更为浙江省国资委，公司由民营企业变更为地方国资控股企业。2023年2月，元通实业和产投公司分别认购公司定向发行的股票21,749,582股和9,321,249股，其持股比例分别增至23.61%和10.12%。2022年公司剥离部分非主营业务相关子公司，因此当年子公司减少数量较多，合并范围变动具体情况见表1，截至2022年末公司纳入合并范围子公司20家，明细详见附录四。

此次实控人变更也给公司带来了一定的同业竞争风险：元通实业子公司元通不锈钢的主营业务为不锈钢及其他金属材料贸易、不锈钢表面加工等，部分业务与公司重合。根据公司《关于对深圳证券交易所问询函回复的公告》，物产中大集团股份有限公司³（以下简称“物产中大”）、元通实业及产投公司承诺自2022年4月起的60个月内妥善解决与公司之间的同业竞争或潜在同业竞争问题，优先考虑以现金或发行股份的对价方式将元通不锈钢按照公允价格注入公司，截至2023年5月该问题尚未解决，后续具体能否成功施行有待观察；若是该方案无法施行，可能另外采取的替代方案包括但不限于将元通不锈钢委托予公司管理、向无关联关系的第三方转让同业业务相关资产、停止同业业务的经营等活动等方式，未来需关注同业竞争解决方案对公司经营发展的影响。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、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
南通金轮精密智造有限公司	100%	2,000.00	机械设备研发和销售	新设

³ 该企业实际控制人系浙江省国资委，元通实业及产投公司系其子公司。

2、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
上海柚子工道物联技术有限公司	100.00%	5,000.00	计算机网络技术领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务等	出售
深圳市柚子工道数字科技有限公司	100.00%	200.00	计算机、物联网、人工智能、大数据领域内的技术开发、技术咨询、技术服务	出售
方舟管理咨询股份有限公司	95.00%	5,000.00	管理咨询	出售
南通金威工程技术咨询有限公司	80.00%	10.00	工程技术信息咨询、工程项目策划、代理与咨询	注销
南通金轮智造产业管理有限公司	100.00%	500.00	智造产业研究、智能化工厂整体解决方案咨询和项目集成，智能装备研发、制造、销售与代理等	注销
南通金轮不锈钢产业管理有限公司	100.00%	1,000.00	金属材料及制品销售（含网络销售）	注销
南通图灵智能科技有限公司	60.00%	50.00	软件开发	注销
南通金轮轻合金科技有限公司	100.00%	100.00	有色金属合金制造等	注销
南通金轮管理咨询有限公司	100.00%	100.00	企业管理咨询	注销
南通金轮财务咨询有限公司	100.00%	100.00	财务税务咨询、财务管理咨询、税务筹划等	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。

货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

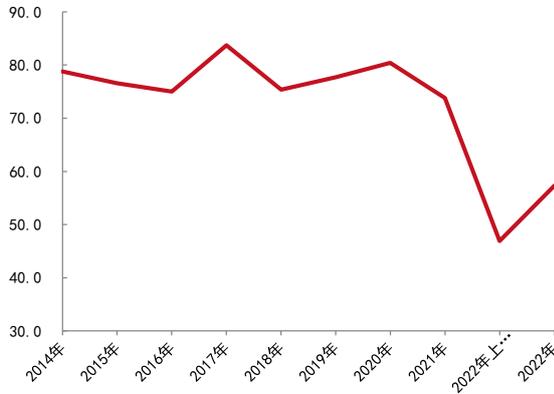
行业及区域经济环境

我国纺织行业对外依存度大，自2022年起纺织行业出口需求持续下滑，预期未来出口需求将持续减弱，内需将成为拉动纺织行业的重要抓手；当前我国纺织行业产能利用率有所下滑，处于清库存阶段，纺织企业产能扩张意愿不强，固定资产投资需求减弱，纺织梳理器作为纺织行业耗材，预计中短期需求将有所收缩

纺织行业属于劳动密集型行业，我国是全球纺织行业第一大生产、出口和消费大国，纺织品总量占据全球25%，但我国纺织行业需求对外依存度较大，内外需共同拉动纺织市场需求。纺织梳理器是纺织机械中的消耗器材，纺织梳理器材的用量与纺织行业的加工量直接相关。

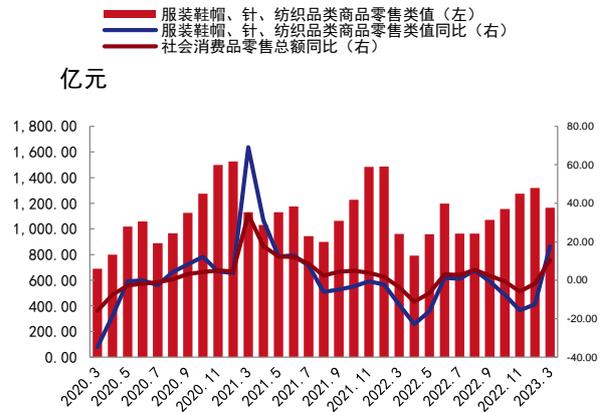
从纺织行业需求角度来看，2022年我国产业用纺织行业的景气指数为57.3，与2021年行业景气指数73.8相比下降明显。2023年一季度，随着各地促消费政策发力叠加消费需求回暖，我国内需随着消费场景全面恢复，市场消费意愿提升，2023年一季度服装、鞋帽、针纺织商品零售额3703亿元，同比增长9%。其中2023年3月我国服装零售总额同比大幅增长17.70%，高于当期社会消费品零售总额增幅7.10个百分点，整体我国纺织行业内需呈现复苏态势。外需方面，2022年我国纺织品服装出口额为3233.5亿美元，同比增长2.5%，较上年下降5.8个百分点，2023年一季度，我国纺织品服装出口总额为672.3亿美元，同比减少6.9%，增速较上年同期放缓17.9个百分点，预计未来随着外需偏弱、订单不足及人力成本等因素，纺织业逐渐向东南亚处转移，越南为近年来纺织业增长最快的国家之一；目前我国人均纤维量在22公斤左右，与当前发达国家人均纤维量20~30公斤稍有差距，其中美国人均纤维量曾超过40公斤，因此我国国内纺织市场尚有一定发展空间，未来我国纺织行业将以内需市场拉动为主，短期内该态势将有所持续，对我国纺织业造成一定冲击。

图1 2022年我国产业用纺织品行业景气指数有所下降明显



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 我国纺织行业内需呈现强劲复苏态势



资料来源：中国纺织工业联合会，中证鹏元整理

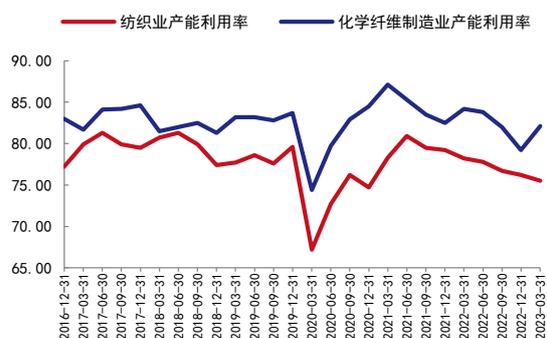
从库存量来看，我国纺织品库存增速有所波动，2021年上半年到2022年上半年，纺织品产成品存量有所增加，增速边际上涨。自2022年6月起，纺织品产成品增速有所下滑，但仍处于同比增加状态，2022年整体来看，纺织品产成品大幅增加。截至2023年3月末，纺织业产成品存货规模1,856亿元，同比增长3.8%，较去年同期同比下降14.50个百分点，纺织品产成品增速放缓。

从纺织行业的产能利用率来看，受国外市场需求总体偏弱影响，自2022年起我国纺织行业产能利用率持续减少。根据国家统计局数据，2022年一至四季度的纺织业产能利用率较2021年同期分别同比下滑0.10、3.10、2.80和3.00个百分点，2023年产能利用率仍保持下滑趋势，其中2023年一季度纺织业产能利用率为75.5%，较上年同期分别回落2.7个百分点。从工业增加值上来看，2023年一季度纺织行业规模以上企业工业增加值同比减少3.7%，增速较上年同期回落8.6个百分点。整体来看，纺织行业生产持续萎缩，预计中短期内我国纺织行业库存逐步消化和出口需求下滑影响，预计纺织行业产能利用率下行压力仍在。

图3 我国纺织业处于清库存阶段



图4 2022年及2023年一季度纺织业产能利用率有所下滑

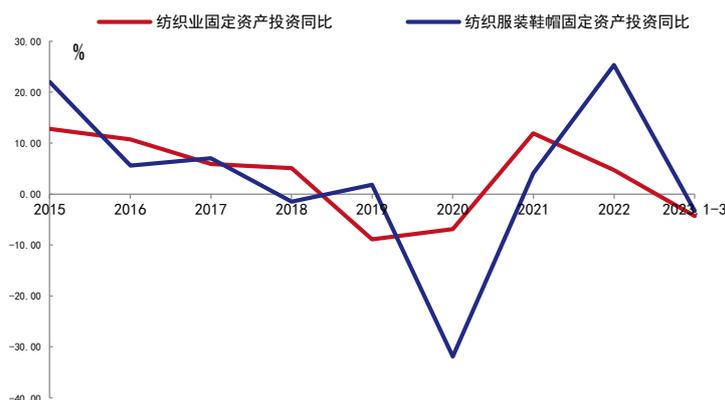


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从固定资产投资角度来看，自2016年开始，纺织行业固定资产投资增速明显下滑，国内劳动密集型行业比较优势逐步收窄，产能扩张意愿不强。虽然面临较为严峻的市场环境，但在国家稳增长、保市场主体加大助企纾困力度等政策支持下，2019-2020年受外部环境影响，纺织业固定资产投资增速大幅下滑，2021-2022年纺织企业持续深化转型升级，积极扩大技术改造升级、节能降碳、区域布局调整等领域的有效投资，全行业投资增势良好。根据国家统计局数据，2022年，我国纺织业固定资产投资完成额同比增长4.7%，增速较上年回落7.2个百分点，其中，纺织业和化纤业龙头骨干企业积极围绕技术装备升级、延伸产业链条和区域布局调整积极开展投资活动，投资额两年平均增速分别为21.4%和25.3%，2022年投资增长较快。2023年一季度，受到2022年固定资产投资规模较大、存货规模大及国外市场需求总体偏弱综合影响，纺织业固定资产投资增速快速下滑。

图 5 2023 年一季度纺织行业固定资产投资下滑



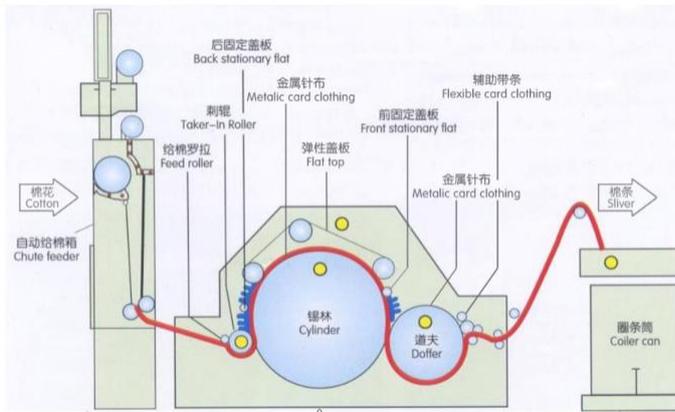
资料来源：Wind，中证鹏元整理

纺织梳理器在专用设备、技术工艺和销售网络等方面有一定的行业门槛，预计未来该行业增长空间有限，纺织机械替换与升级需求可对纺织梳理器行业形成一定的支撑

纺织梳理器材是纺织梳理机的关键基础件，作为纤维梳理工序不可或缺的重要器材，是纺织企业常用的消耗性器材和纺织机械生产企业整机装备用的关键部件，其中纺织企业用量约为90%，纺织机械生产企业用量约为10%，纺织机械生产企业购买纺织梳理器材装配成整机后销售给纺织企业。纺织梳理器的用量与纺织行业的纤维加工量直接相关。从人均年纤维消费量来看，发展中国家目前人均纤维消费量远低于欧美发达国家，且纺织产品高品质发展趋势和纤维品种多样化亦增加了纺织梳理器材的需求。由于生产高支纱和精梳纱需要对纤维进行深度梳理，又要防止在梳理过程中对纤维的损伤，必须保持梳理器材处于较好的状态，从而加快了纺织梳理器材的更换频率。同时，纺织行业的快速发展、纺织加工技术和设备的不断创新，使得多种新型纤维和功能性纤维被广泛地应用到纺织领域中，纺织纤维品种从单

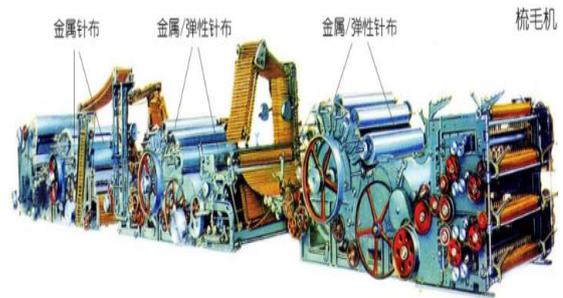
一化走向多样化。随着居民对生活品质要求的提高，增加了对纺织产品的高品质要求，下游纺织企业将对对应增加对高质、高效的智能化纺机设备的采购需求，一定程度上支撑了纺织梳理器材的市场需求。

图6 纺织梳理器在棉纺行业的典型应用



资料来源：公司招股说明书，中证鹏元整理

图7 纺织梳理器在毛纺行业的应用



资料来源：公司招股说明书，中证鹏元整理

从纺织梳理器行业规模和竞争格局来看，因纺织梳理器在纺织机械企业成本中占很小的比重，因此行业规模较小，未来增长空间有限。国外主要产品产地在欧洲、印度、日本和美国等地区和国家，其中欧洲产地主要是瑞士、德国、比利时和意大利等国家，代表公司分别为瑞士的 GRAF、德国的 TCC、比利时的 BEKAERT 和意大利的 ARIMO、BIOTTI、TOSIN CARD、SCHELLING 等，这些公司凭借其长期积累的技术优势，主要提供高端的纺织梳理器材。由于纺织梳理器材行业专业性强、技术门槛较高，国际上多年来基本没有新的实力较强竞争者加入，国际纺织梳理器材行业竞争格局相对稳定，围绕高端产品市场竞争。我国纺织工业发展存在不平衡性，不同装备水平的纺织企业均存在，目前我国有30家企业长期从事纺织梳理器材的生产和销售，供应格局较为稳定，国内企业生产的产品仍然以中低端为主，竞争较为激烈，随着下游纺织行业不断升级改造，对高端产品的需求不断上升，公司作为龙头企业依靠较强的研发能力与规模优势形成自身竞争优势，从而保证自身的市场占有率与盈利水平。

纺织梳理器材行业属于技术密集型行业，在产品的生产设备、技术工艺以及客户资源等方面对新进入者形成了壁垒，主要体现在：第一，纺织梳理器材的生产需要大量的专用设备，由于该类设备专业性较强，且市场需求量较小，因此没有大型专业制造商专门从事该类设备的生产和销售。国外企业为保持技术领先地位，对先进的专有成套设备出口采取限制政策，且进口成本较高。国内优势企业通过自身积累，研制出适合本企业特点的生产设备，一般为满足自用，不对外出售。因此，专用设备的取得难度形成了该行业的进入壁垒。第二，纺织梳理器材产品的生产涉及产品结构、金属材料精密成型、材料特殊热处理和表面处理、连续生产过程的质量监测与控制技术，产品工艺特殊且复杂，专业性强，各类产品制造均有不同的技术与工艺特点，对新进入者形成一定的技术和工艺障碍。第三，纺织梳理器材是纺织机械的配件，属于消耗性器材，其占纺织企业生产成本的比例较低，单个纺织企业采购量不高，

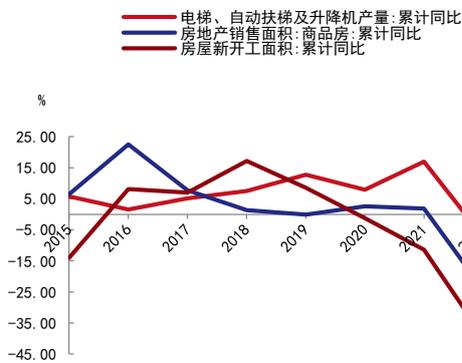
销售网络的建立和完善、相当数量的优质客户资源的积累需要较长时间才能完成，先进入企业在这方面会形成明显的先发优势，因此，完善的销售网络和丰富的客户资源是进入本行业的重要壁垒之一。

综上所述，纺织梳理器属于耗材，下游需求主要来自纺织企业更换需求，需求较为稳定，同时行业规模较小加之存在较高的行业门槛，使得行业新进入企业很少，纺织梳理器行业竞争格局稳定，公司则属于纺织梳理器行业龙头企业。

不锈钢装饰板下游主要为电梯和家电、厨具等，电梯行业受下游地产行业景气度影响大，地产行业目前处于筑底阶段，但老旧小区改造带来的电梯加装改造需求的背景下，可对不锈钢装饰板的未来需求形成一定保障；上游不锈钢价格波动明显，给行业内企业带来一定成本控制压力

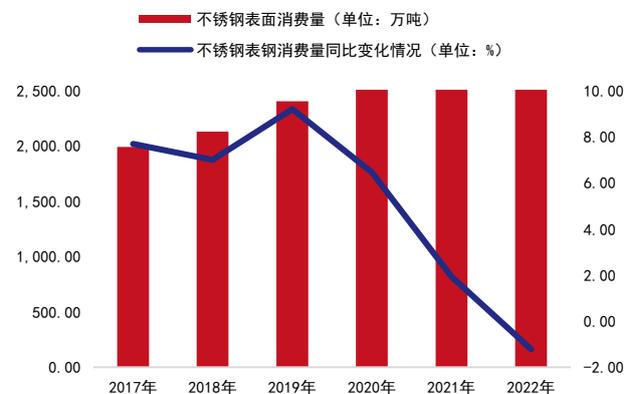
不锈钢装饰板是对不锈钢表面进行加工处理后，使不锈钢在原有的金属特性如机械性、延展性等的基础上，在耐腐蚀性、耐磨、耐刻划、耐高温、疏水、疏油等性能方面表现出更明显的优势，一般不锈钢需要经过表面处理等深加工才可以应用于电梯等下游行业。不锈钢装饰板上游主要为不锈钢钢材及相关的辅助材料，而下游应用领域较为广泛，目前公司的产品主要分布于电梯、家电、厨具等行业，其中电梯行业占比较大，与房地产行业存在较强的相关性。

图 8 电梯受下游地产行业景气度影响较大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 9 不锈钢表观消费量增加，增速逐年下滑（单位：吨）



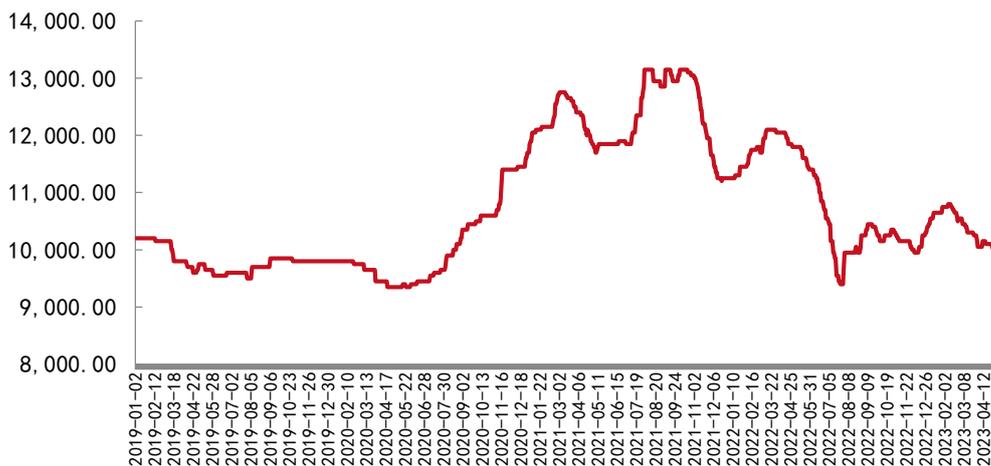
资料来源: 中国特钢企业不锈钢, 中证鹏元整理

从需求方面来看，不锈钢主要下游产品电梯的需求以住宅需求（包括老楼加装新梯）为主，占比达到60%-70%，下游景气程度受地产行业景气度影响较大，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年下半年以来销售增速持续放缓。自2022年2月以来，全国商品房销售面积及销售额单月同比增速均由正转负，单月商品房销售面积及销售额同比降幅持续扩大，2022年全国商品房累计销售面积及销售额同比增速分别下滑至-24.30%、-26.70%，政策加码效果逐步显现。2023年1-3月，全国商品房累计销售面积合计26,251.39万平方米，同比下降1.80%；商品房销售额合计30,545.12亿元，同比微涨4.10%，行业需求端仍处于筑底阶段。从人均角度来看，韩国人均电梯保有量140台/万人、欧洲平均水平105台/万人，中国人均电梯保有量处于较低水平，未来仍有增长空间；当前

我国人口老龄化趋势有所显现，而存量规模较大的老旧小区，基础设施落后、设备陈旧，也对加装亦或是更新电梯带来了需求。此外，2022年中国大家电市场零售额为8,352亿元，同比2021年下降5.2%。除冰箱、洗衣机等行业外，不锈钢使用较多的干衣机、洗碗机等新兴品类经过多年的培育也进入快速增长阶段，预计未来高端家电厨具产品中使用不锈钢比例将持续提升，从而对不锈钢装饰板的未来需求形成一定支撑。整体来看，近年我国不锈钢表观消费量持续增长，但增速下滑明显。

不锈钢装饰板企业上游原材料主要为不锈钢，占原材料比重90%以上，且不锈钢装饰板生产企业不锈钢钢材库存量较大，对资金运转要求较高，因此上游不锈钢价格的波动直接影响不锈钢装饰板企业的利润和资金运转。我国的不锈钢产品主要是以300系为主，300系的不锈钢产量占比在近年来基本维持在50%左右，400系占比在20%左右。2020至今不锈钢价格波幅明显，主要原材料价格的大幅波动预计将给不锈钢装饰板生产企业带来一定的成本控制压力。

图 10 不锈钢价格波动幅度较大（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从不锈钢装饰板行业竞争格局来看，由于不锈钢装饰板在产业链中处于前端位置，仅对不锈钢表面进行加工处理，生产周期较短，涉及到的工艺技术较少，在精度要求方面不高，因此该行业技术门槛不高，行业毛利率较低，盈利能力较弱。同时不锈钢装饰板在产业链中议价能力较低，上游不锈钢钢材生产商较为强势，多为先款后货的现金结算，而对下游客户又给予一定账期，因此该行业对运营资金要求较高，但也形成了一定的资金壁垒。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司主要产品仍是纺织梳理器和不锈钢装饰板，其中纺织梳理器受纺织厂开工率低影

响，纺织梳理器材营业收入和毛利率均有所下滑；不锈钢装饰板受地产行业处于筑底阶段影响营业收入下滑，但受益于高端产品占比增加影响，毛利率微涨

跟踪期内，公司仍主要从事纺织梳理器材以及各类不锈钢装饰材料板的研发、加工生产和销售业务，不锈钢装饰板业务仍是公司最主要的收入来源，纺织梳理器毛利率较高，2022年纺织梳理器和不锈钢装饰板对公司毛利润的贡献分别约为50%和40%。2022年公司纺织梳理器材收入下滑主要系当期公司受纺织厂开机率降低因素影响，纺织梳理器整体销量下滑所致；同期公司不锈钢装饰板收入有所下滑主要受房地产行业处于筑底阶段导致电梯行业需求减弱，不锈钢装饰板需求随之下滑，在上述因素综合影响下，公司营业收入同比下滑9.97%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
纺织梳理器材	4.92	17.34%	40.52%	5.44	17.26%	45.08%
金属针布	2.70	9.53%	43.58%	3.07	9.74%	49.60%
弹性盖板针布	1.22	4.31%	40.24%	1.28	4.08%	43.88%
固定盖板针布	0.44	1.54%	45.80%	0.40	1.27%	40.58%
带条针布	0.55	1.95%	22.06%	0.68	2.17%	29.65%
不锈钢装饰板加工	21.16	74.64%	7.73%	23.80	75.57%	7.50%
其他	2.28	8.03%	16.61%	2.26	7.18%	14.56%
合计	28.36	100.00%	14.13%	31.50	100.00%	14.59%

资料来源：2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

1. 纺织梳理器材业务

2022年纺织厂开工率低影响，公司产能利用率明显下滑且盈利能力小幅下降，客户结构仍以中小民营企业为主，存在一定的坏账风险

2022年公司纺织梳理器材业务仍主要由子公司金轮针布（江苏）有限公司（以下简称“金轮针布”）和金轮针布（白银）有限公司（以下简称“白银针布”）两家公司负责，产品中的金属针布和弹性盖板针布是纺织梳理机械上使用最广、消耗最大的梳理器材，仍是该板块收入的主要来源。公司与中大型客户签订长期供货框架合同，并在该合同框架下根据客户具体下达的订单组织相关产品的生产和销售，对小型客户则按照具体的订单进行生产。2022年受纺织厂开工率低等因素影响，除固定盖板针布外，其他纺织梳理器产品的销量均有所下滑，产能利用率亦有所下滑。在产品结构方面，公司高端产品占比呈现提升态势，但受市场趋弱公司产品均价下滑影响，公司2022年毛利率呈现下降态势。

表3 纺织梳理器材业务主要产品产销及产能利用情况

指标名称	2022年	2021年
金属针布		
产量（吨）	7,633	9,038

产能（吨）	11,600	11,000
销量（吨）	7,467	8,654
产销率	97.83%	95.75%
产能利用率	65.80%	82.16%
弹性盖板针布		
产量（套）	30,468	35,896
产能（套）	38,000	38,000
销量（套）	29,748	33,343
产销率	97.64%	92.88%
产能利用率	80.18%	94.46%
固定盖板针布		
产量（根）	142,834	133,051
产能（根）	168,000	150,000
销量（根）	140,865	132,096
产销率	98.62%	99.28%
产能利用率	85.02%	88.70%
带条针布		
产量（条）	31,874	36,551
产能（条）	38,500	38,500
销量（条）	30,805	36,942
产销率	96.65%	101.07%
产能利用率	82.79%	94.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 纺织梳理器材按产品档次划分情况

产品种类	2022年	2021年
高端	39%	37%
中端	21%	21%
低端	40%	42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司下游客户仍较分散，纺织梳理器材是纺织机械的配件，属于消耗性器材，其占纺织企业生产成本的比例较低，以致单个纺织企业采购量不高，销售网络的积累和完善是公司的重要壁垒之一。公司纺织梳理器产品属于耗材，具有稳定的更换周期，近年来各类产品产销率保持在较好水平，但下游客户多数为中小民营企业，公司给予客户的账期一般在3-6个月之间，存在一定下游客户因为经营不善导致公司形成的坏账风险。2022年公司前五大客户销售额为0.50亿元，占纺织梳理器销售总额比重为10.22%，前五大客户占比稍有上升但仍处于较低水平，不存在客户集中度较高的风险，但公司客户大部分属于纺织机械行业，行业集中度较高，需关注纺织机械行业变化对公司销售需求影响，预计未来随着我国纺织产业出口需求下滑影响，我国纺织行业需求减弱从而带动纺织机械行业需求下滑。

从原材料角度看，纺织梳理器材原材料包括线材、棉布、底布、特种钢丝等，其中，特种钢丝、底布是纺织梳理器材生产的原材料，棉布是针布底布生产的原材料，线材是针布特种钢丝生产的原材料，因此线材的价格波动对原材料整体价格影响较大。公司与上游供应商合作多年，关系稳定，近年来未出现因供货原因导致生产受阻的情况。2022年公司所有线材、棉布等原材料价格均较上年有所下降，但在市场趋弱背景下，公司产品均价下滑导致毛利率有所下降。

表5 公司纺织梳理器业务主要原材料构成情况

主要原材料	2022年		2021年	
	金额	单价	金额	单价
线材（元/吨）	8,267.59	5,436.02	10,202.30	5,588.26
棉布（元/平方米）	1,276.96	12.53	1,551.68	12.95
底布（元/平方米）	719.44	142.11	1,098.53	158.22
特种钢丝（元/公斤）	761.48	54.96	1,231.29	56.00
电（元/度）	2,069.35	0.60	2,241.67	0.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2. 不锈钢装饰板业务

受地产行业筑底影响，2022年公司不锈钢装饰业务产能利用率有所下滑，但受益于不锈钢高端产品占比增加，毛利率微升；公司该业务下游主要大客户资质仍较好，与公司合作较为稳定，但客户主要集中在电梯行业，预计中短期内客户需求增量有限；需关注但公司对上下游议价能力均较弱，面临一定的成本控制压力

2022年公司不锈钢装饰板业务由子公司海门市森达装饰材料有限公司（以下简称“森达装饰”）、成都森通不锈钢有限公司（以下简称“成都森通”）和南通森能不锈钢装饰材料有限公司（以下简称“南通森能”）负责，公司不锈钢装饰板产量及收入主要来自森达装饰。公司各类装饰板产品较为丰富，以铬镍钼不锈钢（300系）和铬系不锈钢（400系）材质为主的各类装饰材料板为主，产品覆盖镜面板、拉丝板、磨砂板、蚀刻板和抗指纹板等，因产品具备一定同质性，不锈钢装饰板行业竞争较为激烈。2022年公司控股股东变更为元通实业及产投公司，元通实业子公司元通不锈钢的主营业务为不锈钢及其他金属材料贸易、不锈钢表面加工等，部分业务与公司重合，形成同业竞争，为解决上述问题，物产中大、元通实业及产投公司优先考虑以现金或发行股份的对价方式将元通不锈钢按照公允价格注入公司，截至2023年5月尚未注入，后续能否成功施行有待观察；若能成功注入，将有利于扩大公司的不锈钢加工的销售渠道与业务规模，降低公司的采购成本。

2022年公司产品定价仍采取成本加成模式，成本以线上钢材价格计算。公司主要产品包括以铬镍钼不锈钢（300系）和铬系不锈钢（400系）材质为主的各类装饰材料板，主要应用于电梯装潢、高档家电面板、厨房及卫生间用品、楼宇室内外装潢等领域，受2022年房地产行业整体下滑需求减弱影响，2022年公司不锈钢装饰板产量及产能利用率均有所下滑，根据物产金轮发布的《关于募投项目延期的公告》，

高端不锈钢生产项目预计到2023年8月竣工，该项目于2021年起已开始使用，当前公司不锈钢装饰板业务产能已包含该募投项目已使用部分的产能但需关注房地产行业筑底背景下公司产能利用率情况。

表6 森达装饰不锈钢装饰业务产能及产量情况

项目	2022年	2021年
产能（吨）	150,000	150,000
产量（吨）	125,528	138,348
产能利用率	83.69%	92.23%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司在建项目主要为本次债券募投项目，根据公司发布的《物产中大金轮蓝海股份有限公司关于募投项目延期的公告》，将高端不锈钢装饰板生产项目的预期可使用状态原计划2022年8月31日延期至2023年8月31日，截至2022年末募投项目投资进度已达到73.10%，具体项目如下表所示，预计该项目将于2023年8月竣工，自2021年起已启用。

表7 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	资金来源	总投资	投资进度
高端不锈钢装饰板生产项目	募集资金+自有资金	28,300.00	73.10%

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司对下游电梯等企业的议价能力仍较弱，2022年给予下游的账期仍在60天左右，公司始终面临一定的资金占用。2022年公司对前五大客户销售额为4.68亿元，较上年同比下滑13.71%，占总销售比重为22.13%，客户集中度仍不高，主要客户仍为电梯企业，另有部分家电企业，下游单一行业集中度较高。目前地产行业景气度处于筑底阶段，若电梯行业受此影响而景气度下滑，将对不锈钢装饰板业务的销售收入产生一定不利影响，但老旧小区的加装及家电行业规模增长仍能对该板块的经营业绩产生一定支撑。公司下游主要客户包括三菱、威特和通力等知名电梯制造企业，客户资质较好，公司与其合作关系较为稳定，仍能为公司未来订单带来一定保障。2022年公司继续开拓高端家电领域的不锈钢装饰板市场，知名客户包海尔家电、西门子家电、美国GE、伊莱克斯等企业，跟踪期内，公司不锈钢装饰板在家电市场的销售份额不断提升，其中高端家电销售比重有所增加，截至2022年末，公司对高端家电销售额占公司总家电销售额的40%左右；公司下游客户单一行业集中度仍较高。

从原材料角度看，公司不锈钢装饰板业务直接材料主要为不锈钢，上游不锈钢等原材料供应充足，属于充分竞争市场，受材料供应不足的影响较小，主要不利影响仍自于不锈钢的价格变化。由于锈钢原材料采购从下单到入库的采购周期一般为一个月，为了满足客户供货及时性的要求，公司保留一个月左右的库存。上游不锈钢生产商较为强势，多为先款后货的现金结算，公司面临上游的一定资金占用。公司产品定价以成本加成为主，由于不锈钢装饰板在产业链中议价能力较弱，若原材料价格上涨，公司不能完全转嫁上游原材料价格上涨的成本。2022年森达装饰不锈钢采购均价格微涨，但受益于公司高端产品占比增加，产品均价提升，公司该业务毛利率微涨0.23个百分点。

表8 森达装饰不锈钢装饰板业务的主要原材料价格变化情况（单位：元/千克）

项目	2022年		2021年	
	采购均价	增长率	采购均价	增长率
不锈钢	13.75	2.69%	13.39	20.31%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从原材料采购来看，公司于每年年初与供应商（主要为各大不锈钢厂）签订全年的采购总体协议，采购部制定当月采购计划。公司主要采购的原材料为不锈钢冷轧卷板，如430系、443系、304系、316系等。近年来公司合作的前五大供应商基本稳定，公司与主要供应商均维持了稳定的合作关系，2022年前五大供应商占比进一步提升。

公司其他业务收入包括钢丝、棉花等产品的销售收入，2022年其他业务收入微涨0.69%，主要系公司纺织梳理器原材料特种钢丝对外销售金额上升所致，毛利率水平上涨2.05个百分点，整体来看，其他业务对公司总体营业收入和利润水平构成均有益补充。

六、财务分析

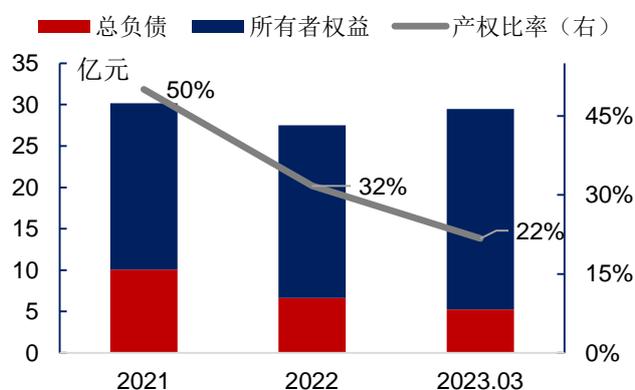
财务分析基础说明

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2021年审计报告和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2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，其中2022年公司开始执行《企业会计准则解释第15号》和《企业会计准则解释第16号》，上述会计政策变更对公司财务状况未产生重大影响。2022年公司新设一家子公司减少10家子公司，截至2022年末公司纳入合并范围子公司明细详见附录四。

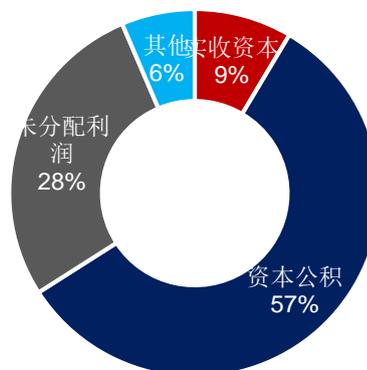
资本实力与资产质量

受偿还债务影响，2022年公司资产规模有所下滑，但受益于2023年一季度公司收到非定向发行股票募集资金，公司资产规模扩张，资本实力随之提升，整体来看公司资产结构较为稳定；但需关注公司商誉规模较大，可能存在一定的减值风险

截至2023年3月末，公司资本公积、未分配利润和股本占所有者权益的比重为93.60%，且受益于经营积累，公司未分配利润规模增长。跟踪期内公司财务政策相对较为稳健，偿还短期借款导致总负债规模大幅下滑，且在纺织梳理器和不锈钢装饰板下游需求均有所收缩的背景下未重新举债扩大生产规模，2022年公司总资产及总负债规模均有所下滑，2023年3月末，公司收到非公开发行股票净额3.11亿元，公司产权比率进一步下降到22%，公司净资产对总负债的保障程度有所上升且处于较好水平。

图 11 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 12 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司资产总额稍有下滑，公司作为纺织梳理器和不锈钢装饰板的生产制造企业，主要通过建设厂房、购置生产设备实现生产、销售和回款，通过外部融资和自身利润积累资金，投入产能扩建项目实现扩大再生产，这一过程形成的主要资产为货币资金、固定资产（厂房和机器设备）、无形资产（土地使用权）、存货（产成品、原材料、发出商品）、应收账款及在建工程，2023 年 3 月末上述资产合计占总资产的比重为 64.90%。

跟踪期内，随着公司经营活动不断推进及偿还短期借款，2022 年末公司货币资金同比下滑 8.64%，且当期末公司受限货币资金为 800 万元，受限规模较小；2023 年 3 月末公司收到定向发行股票融资款，货币资金较 2022 年末上涨 29.31%。2022 年，受业务收缩影响，公司应收账款同步有所下滑，且公司纺织梳理器和不锈钢装饰板的客户主要为民营企业，前五大应收账款占总额比例为 19.75%，相对较为分散，但仍面临一定的回收风险，2022 年末公司应收账款坏账比例为 11.15%，较上年末微涨 0.32 个百分点；公司应收账款较为分散且账期主要在一年以内，2022 年公司应收账款周转率为 6.47，较 2021 年的 7.43 有所下降但降幅有限，公司回款周期稍有拉长。2022 年不锈钢卷价格有所波动，且当期公司为降低存货资金占用，调整了采购策略及优化供应渠道，2022 年末公司存货中的原材料较上年同比大幅下降 32.44%，2022 年公司存货周转率为 4.64，较上年的 4.94 略有下滑但下滑幅度较小。

随着纵植机安装 30 台、三级滤油池改造等项目建设完成并转入固定资产，公司在建工程规模有所下滑，且伴随着固定资产折旧增加，公司固定资产规模随之下滑。公司商誉仍主要系收购森达装饰形成，商誉规模较大，占 2023 年 3 月末总资产的 17.99%；考虑到不锈钢装饰板业务的盈利空间易受上游原材料价格波动影响，下游受地产行业景气度影响较大，未来增速及盈利能力存在一定不确定性，公司仍面临一定商誉减值风险。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
----	------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.74	12.68%	2.89	10.50%	3.16	10.48%
应收账款	5.11	17.32%	4.35	15.82%	4.42	14.63%
存货	4.93	16.74%	4.76	17.30%	5.74	19.01%
流动资产合计	17.24	58.49%	15.21	55.27%	17.85	59.13%
固定资产	4.04	13.71%	4.15	15.08%	4.30	14.25%
商誉	5.30	17.99%	5.30	19.26%	5.30	17.56%
非流动资产合计	12.23	41.51%	12.31	44.73%	12.34	40.87%
资产总计	29.47	100.00%	27.52	100.00%	30.18	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

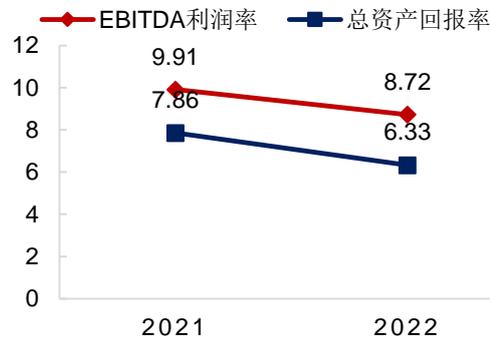
盈利能力

受下游需求影响，2022年公司营业收入及利润水平均有所下滑，需关注公司上游原材料价格变动对利润的侵蚀，预计公司未来收入和盈利水平存在下行压力

跟踪期内公司营业收入仍主要来自纺织梳理器和不锈钢装饰板的销售收入，其中2022年受纺织行业下游需求下滑，纺织厂开工率下降影响，公司纺织梳理器销售收入有所下滑，未来随着纺织行业市场出口需求逐步向东南亚市场转移，我国纺织行业呈下行趋势，预计纺织梳理器材市场将有所收缩；受近年来我国地产市场处于筑底阶段影响，跟踪期内公司不锈钢装饰板业务销售收入亦有所下滑，公司目前在逐步拓展家电行业客户，虽毛利较高但目前该下游贡献收入有限，未来不锈钢装饰板业务收入存在进一步下探可能。

从利润角度来看，跟踪期内公司销售毛利率为14.13%，较上年微降0.36个百分点。分产品来看，公司纺织梳理器材受当期产品价格销售均价下滑影响，销售毛利率有所下滑，但目前仍处于较好水平，在下游市场走弱的背景下，公司纺织梳理器毛利率将面临一定下滑风险；不锈钢装饰板受当期高端产品占比增加，均价提升影响，毛利率微涨0.23个百分点，但毛利率仍处于较低水平。受公司销售毛利率下降影响，跟踪期内公司总资产回报率有所下滑，且跟踪期内销售、管理和研发等期间费用摊薄利润影响，公司EBITDA利润率亦有所下滑。

预计2023年8月公司募集项目建设完成后，公司产品产能将进一步增加，但需关注的是公司销售情况受市场需求影响具有一定不确定性，目前纺织机械行业需求减缓，地产行业处于筑底阶段，且公司原材料主要是钢材，钢材价格波动幅度较大，若原材料价格上涨将侵蚀利润，公司经营效益面临威胁，盈利存在一定波动性。

图 13 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司债务规模压降，杠杆水平有所下滑，且现金类资产对公司短期债务保障程度较好，整体来看，公司长短期偿债压力均较小

2022年和2023年3月末，公司总债务规模持续下滑，2022年末公司总债务同比下滑40.50%至5.01亿元，2023年3月末较上年末下降24.99%至3.76亿元。公司债务主要由短期借款、应付票据和应付债券等组成。跟踪期内公司短期借款大幅下降，受下游需求减弱影响公司未持续借款扩大经营。公司应付债券为2019年发行的可转换债券，融资成本相对较低，整体来看公司面临的偿债压力较2021年有所下降。从经营负债来看，公司对上游供应商溢价能力和占款能力均不强，随着2022年公司业务规模收缩，公司应付账款亦有所下滑。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.47	27.90%	2.28	34.44%	6.24	61.95%
应付账款	0.44	8.39%	0.53	8.07%	0.55	5.48%
流动负债合计	3.09	58.84%	4.08	61.61%	8.04	79.83%
应付债券	2.02	38.38%	1.98	29.90%	1.86	18.48%
非流动负债合计	2.16	41.16%	2.54	38.39%	2.03	20.17%
负债合计	5.26	100.00%	6.63	100.00%	10.07	100.00%
总债务合计	3.76	71.47%	5.01	75.59%	8.43	83.72%
其中：短期债务	1.71	32.44%	2.58	38.94%	6.53	64.87%
长期债务	2.05	39.03%	2.43	36.64%	1.90	18.85%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司经营活动产生的现金流仍主要为业务回款，2022年公司收现比为1.05，销售回款情况较好，FFO和经营活动现金流均为正值。2022年公司考虑到不锈钢装饰板下游需求减缓故推迟募投项目

完工时间，公司投资活动支出下降，投资活动现金流净额由负转正。从筹资活动角度来看，跟踪期内公司偿还了大额短期借款，故公司筹资活动现金流大幅流出，2023年一季度受益于收到非定向发行股票融资款项，筹资活动产生的现金流呈净流入状态。

表11 公司现金流及杠杆状况指标

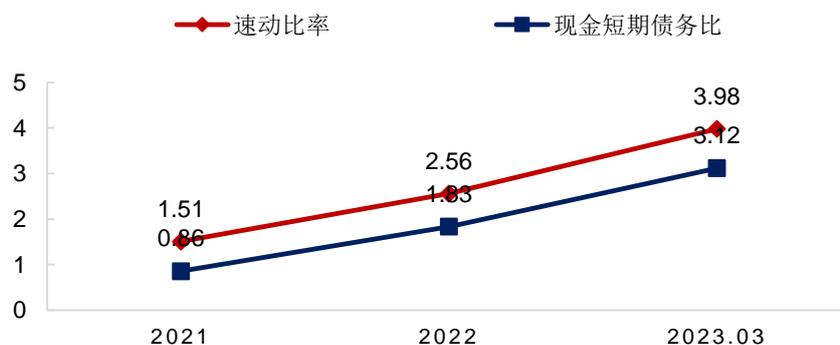
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	-0.96	3.60	1.58
FFO(亿元)	0.07	0.76	1.49
资产负债率	17.83%	24.07%	33.35%
净债务/EBITDA	--	0.43	1.18
EBITDA 利息保障倍数	--	6.89	7.41
总债务/总资本	14.66%	21.44%	32.09%
FFO/净债务	--	71.49%	40.38%
经营活动净现金流/净债务	69.30%	339.23%	42.90%
自由现金流/净债务	71.75%	279.45%	25.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

杠杆状况方面，跟踪期内公司偿还短期借款，总债务规模大幅下降，资产负债率水平有所下滑，且 2023 年一季度公司收到非定向发行股票融资款，公司资本实力有所增强，资产负债率持续下滑，总债务/总资本亦持续下降。杠杆波动性方面，目前公司除募投项目外，无在建和拟建规模较大的资产投资项目，公司短期内无借贷需求，故 FFO/净债务、经营活动净现金流/净债务和自由现金流/净债务均可较好说明公司杠杆情况变化，根据指标显示公司经营活动现金流和自由现金流类均可对公司净债务形成较好保障。

从短期偿债压力看，得益于跟踪期公司偿还短期借款，短期债务规模下降且 2023 年公司向特定对象发行股票融资，现金类资产增加，2022 年末及 2023 年 3 月末公司现金短期债务比及速动比率均有所上升，现金类资产对债务的保障程度较好，短期偿债压力不大。从融资能力上看，截至 2022 年末，公司授信额度为 10.52 亿元，已使用 2.74 亿元，尚有 7.78 亿元可用，融资渠道相对通畅。

图 14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响，但公司面临一定的环保风险

环境因素

根据公司提供的《物产中大金轮蓝海股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。公司在石刻工艺的不锈钢装饰板生产过程中涉及到排污，生产过程中产生的“三废”须严格遵守相关排放标准，若公司未能及时根据最新环保要求更新设备或优化生产工艺以适应国家要求，可能会面临环保处罚，因此公司面临一定环保风险。

社会因素

根据公司提供的《物产中大金轮蓝海股份有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

根据国家有关法律法规等的规定，制定了《物产中大金轮蓝海股份有限公司章程》，建立了现代法人治理结构，能够对公司子公司进行有效治理和控制。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

跟踪期内，公司控股股东变更为元通实业，实控人变更为浙江国资委，此次变更也给公司带来了一定的同业竞争风险，元通实业子公司元通不锈钢的主营业务为不锈钢及其他金属材料贸易、不锈钢表面加工等，部分业务与公司重合。元通实业及产投公司承诺自2022年4月起的60个月内妥善解决与公司之间的同业竞争或潜在同业竞争问题，优先考虑以现金或发行股份的对价方式将元通不锈钢按照公允价值注入公司，截至2023年5月该问题尚未解决，后续具体能否成功施行有待观察。

跟踪期内，公司董事会、监事会及高级管理人员均发生了变化，具体人员变动情况详见下表，其中公司原董事只有汤华军先生、邱九辉先生仍在公司任职，其余董事均不在公司及所属企业担任其他职务。跟踪期内，公司董事长变更为郑光良先生，郑先生历任元通不锈钢董事长，元通实业董事、党委副书记、纪委书记、工会主席，浙江中大元通星辉精密材料有限公司董事长等，对不锈钢及精密制造领域有丰富

的经营管理经验。跟踪期内，公司组织架构发生变化，目前已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、投资、采购、生产和销售等各个环节，截至2022年末，公司最新组织架构图如附录三所示。

表12 跟踪期内公司董事会、监事会及高级管理人员变更情况

项目	变更后		变更前	
	姓名	职位	姓名	职位
董事会	郑光良	董事长	汤华军	董事长、总经理
	沈翊	副董事长	张文龙	董事
	吕圣坚	董事	茅正明	董事
	高誉	董事	邱九辉	董事
	周海生	董事	洪烨华	董事
	洪烨华	董事	孔爱国	独立董事
	伍争荣	独立董事	江洲	独立董事
	阮超	独立董事	吴建新	独立董事
	董望	独立董事		
监事会	洪波	监事会主席	白勇斌	监事会主席
	刘鑫	股东代表监事	陈卫钢	监事
	姜冬英	职工代表监事	沈燕	监事
高级管理人员	汤华军	总经理	汤华军	总经理
	邱九辉	副总经理 董事会秘书	邱九辉	董事会秘书
	高誉	副总经理 财务负责人	刘韶	投资总监
	刘韶	副总经理	周海生	财务负责人

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月19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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月22日），中证鹏元未发现公司目前被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

跟踪期内，公司实控人变更为浙江省国资委，公司性质变更为地方国资控股企业，且得益于2023年一季度收到定向发行股票融资款项及2022年偿还短期借款，公司杠杆水平持续下降，现金类资产对公司短期债务保障程度较好，整体来看，公司长短期偿债压力均较小。跟踪期内，公司主要产品仍是纺织梳理器和不锈钢装饰板，其中不锈钢装饰板业务下游客户包括三菱、威特和通力等知名电梯厂商，同时随着高端家电逐渐增加不锈钢的使用，公司逐渐积累起海尔和西门子家电等优质客户，客户资质较好。截

至2022年末，公司授信额度为10.52亿元，已使用2.74亿元，尚有7.78亿元可用，融资渠道相对通畅。

但中证鹏元关注到，公司主要产品纺织梳理器和不锈钢装饰板下游客户行业仍分别集中在纺织机械行业和电梯行业，业绩仍存在下行压力。跟踪期内，公司控股股东变更后，产生的同业竞争风险尚待解决，元通实业子公司元通不锈钢的主营业务为不锈钢贸易和不锈钢表面加工等，元通不锈钢将与公司存在同业竞争情形，元通实业和产投公司等已提出方案以解决相关问题，截至2023年5月仍未解决，最终完成时间及处理方法与有待观察。

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“金轮转债”的信用等级为AA-。

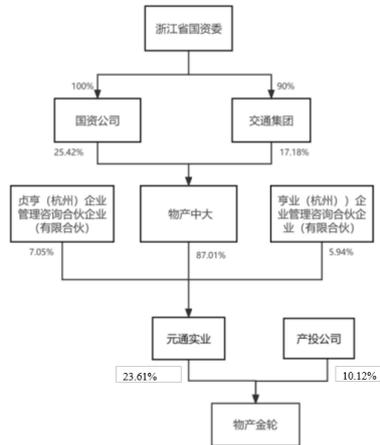
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年
货币资金	3.74	2.89	3.16
应收账款	5.11	4.35	4.42
存货	4.93	4.76	5.74
交易性金融资产	0.50	0.50	1.00
应收款项融资	1.08	1.34	1.43
流动资产合计	17.24	15.21	17.85
长期股权投资	0.53	0.53	0.64
固定资产	4.04	4.15	4.30
无形资产	0.99	1.04	0.70
商誉	5.30	5.30	5.30
非流动资产合计	12.23	12.31	12.34
资产总计	29.47	27.52	30.18
短期借款	1.47	2.28	6.24
应付账款	0.44	0.53	0.55
应付票据	0.20	0.26	0.26
应付职工薪酬	0.27	0.48	0.51
流动负债合计	3.09	4.08	8.04
应付债券	2.02	1.98	1.86
非流动负债合计	2.16	2.54	2.03
负债合计	5.26	6.63	10.07
总债务	3.76	5.01	8.43
所有者权益	24.21	20.89	20.12
营业收入	6.03	28.36	31.50
营业利润	0.25	1.33	1.79
净利润	0.18	1.04	1.28
经营活动产生的现金流量净额	-0.96	3.60	1.58
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	0.18	-1.87
筹资活动产生的现金流量净额	1.93	-4.10	-1.45
财务指标	2023年3月	2022年	2021年
EBITDA(亿元)	0.39	2.47	3.12
FFO(亿元)	0.07	0.76	1.49
净债务(亿元)	-1.39	1.06	3.69
销售毛利率	15.38%	14.13%	14.49%
EBITDA 利润率	--	8.72%	9.91%
总资产回报率	--	6.33%	7.86%
资产负债率	17.83%	24.07%	33.35%

净债务/EBITDA	--	0.43	1.18
EBITDA 利息保障倍数	--	6.89	7.41
总债务/总资本	14.66%	21.44%	32.09%
FFO/净债务	--	71.49%	40.38%
速动比率	3.98	2.56	1.51
现金短期债务比	3.12	1.83	0.86

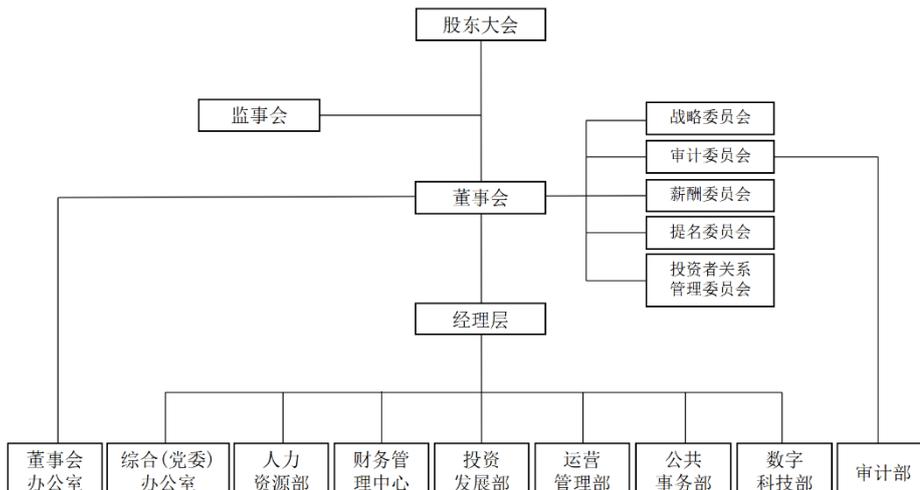
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



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 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年 12 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
金轮针布（江苏）有限公司	22,436.46	100.00%	研发、生产与销售梳理器材、纺织器材等。
成都森通不锈钢有限公司	15,390.00	100.00%	不锈钢制品的制造、加工与销售。
南通海门森达装饰材料有限公司	11,000.00	100.00%	不锈钢制品的制造、加工与销售。
上海金聚达管理咨询有限公司	300.00	100.00%	企业管理咨询。
金轮针布（白银）有限公司	6,804.74	100.00%	研发、生产与销售梳理器材、纺织器材等。
钢聚人电商有限公司	5,000.00	100.00%	主要从事钢材贸易。
南通金轮氢能源科技有限公司	5,000.00	100.00%	新兴能源技术研发；电池制造；电池销售；新材料技术研发。
南通森能不锈钢装饰材料有限公司	5,000.00	100.00%	不锈钢制品的制造、加工与销售。
南通金轮研发中心有限公司	3,189.69	100.00%	研制针布机械设备；研究机械设备、特种钢丝及其制品等。
南通金轮技术研发有限公司	2,000.00	100.00%	金属制品研发。
南通瑞格精密机械有限公司	800.00	100.00%	机械及零部件的研发、生产与销售。
江苏金轮特种钢丝有限公司	500.00	100.00%	特种钢丝的研发、生产与销售。
南通金轮智能装备研发有限公司	500.00	100.00%	机械人及工业自动化设备、自动化生产线的研发、制造、销售等。
南通惠通针布有限公司	300.00	90.00%	生产、销售金属针布、纺织专用设备、纺织机械配件等。
南通新瑞纺织器材有限公司	2,000.00	66.00%	纺织专用设备及配件制造、加工、销售。
金轮国际香港有限公司	1 万港元	100.00%	纺织器械贸易等。
南通金轮金属制品有限公司	3,000.00	100.00%	金属制品、金属纺织器材及零部件的制造、加工、销售。
南通森能达不锈钢科技有限公司	30,000.00	100.00%	金属材料销售等。
江苏金轮新材料科技有限公司	10,000.00	100.00%	金属制品研发等。
南通金轮精密智造有限公司	2,000.00	49.00%	机械及零部件制造、销售。

资料来源：公司 2022 年审计报告，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。