



# 2019年广东翔鹭钨业股份有限公司公开发 行可转换公司债券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年广东翔鹭钨业股份有限公司公开发行可转换公司债券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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
翔鹭转债	A+	A+

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：广东翔鹭钨业股份有限公司（以下简称“翔鹭钨业”或“公司”，股票代码：002842.SZ）的主力产品碳化钨粉具有较好的竞争优势，公司实际控制人为“翔鹭转债”提供股票质押和保证担保，仍可一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性；但中证鹏元也关注到，市场需求疲软导致产能利用率不足、停工损失，叠加原材料价格上涨，公司盈利指标大幅下滑；近年原材料价格上涨导致公司营运资金压力有所加大，短期偿债压力较大；“翔鹭转债”募投项目再次延期及 IPO 募投项目产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性；跟踪期内公司因信息披露数据异常收到深交所问询函。

## 评级日期

2023年6月20日

## 联系方式

**项目负责人：**韩飞  
hanf@cspengyuan.com

**项目组成员：**刘诗绮  
liushq@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	22.70	22.26	24.25	24.15
归母所有者权益	9.56	9.57	10.12	9.87
总债务	12.22	11.87	12.98	12.97
营业收入	3.88	16.74	15.24	12.90
净利润	0.02	-0.41	0.25	0.40
经营活动现金流净额	-0.32	0.59	0.31	0.59
净债务/EBITDA	--	8.59	6.74	7.72
EBITDA 利息保障倍数	--	1.99	3.11	1.96
总债务/总资本	56.12%	55.37%	56.18%	56.79%
FFO/净债务	--	3.61%	8.20%	5.99%
EBITDA 利润率	--	6.68%	9.46%	9.36%
总资产回报率	--	0.68%	2.68%	3.84%
速动比率	0.65	0.65	0.73	0.77
现金短期债务比	0.32	0.35	0.46	0.44
销售毛利率	9.53%	9.91%	12.84%	11.65%
资产负债率	57.91%	57.04%	58.26%	59.14%

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

## 优势

- **钨下游应用领域广泛，公司主力产品碳化钨粉依托技术水平形成较好的竞争优势。**钨作为战略性金属资源，在航天、原子能、船舶、汽车工业、电气工业、电子工业等重要领域具有广泛的应用，公司是商务部批准的 2022-2023 年度 16 家钨品出口国营贸易资质企业之一，在碳化钨粉的粒度分布、颗粒集中度、减少团聚和夹粗等方面具有较为领先的技术水平，碳化钨粉销量居国内前三，硬质合金棒材进入国内前十。
- **公司实际控制人为“翔鹭转债”提供股票质押和保证担保，仍可一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性。**公司实际控制人陈启丰以其合法拥有的公司股票作为质押资产对“翔鹭转债”进行质押担保，已完成质押登记，另外陈启丰为“翔鹭转债”提供全额无条件不可撤销的连带保证责任担保，上述质押和保证担保仍可在一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性。

## 关注

- **跟踪期内公司盈利指标大幅下滑。**2022 年因市场需求疲软导致产能利用率不足、停工损失，叠加原材料价格上涨，运营成本增加及商誉减值侵蚀公司利润，2022 年公司多项利润指标由正转负，营业利润、利润总额及归属于上市公司股东的净利润分别大幅下滑为-3,778 万元、-4,016 万元和-4,126 万元；EBITDA 利润率和总资产回报率分别下降至 6.68% 及 0.68%。
- **公司营运资金压力有所加大，短期偿债压力较大。**2022 年受公司净偿还债务较大影响，货币资金大幅下滑，2022 年现金短期债务比下滑至 0.35，部分资产受限对财务弹性造成一定影响。2023 年以来原料的支撑力度依旧强劲，市场信心弱及终端消费修复不达预期，下游钨产品或仍处于倒挂局面，2023 年 1-3 月公司经营活动现金流净流出 0.32 亿元，需持续关注公司营运资金压力。
- **“翔鹭转债”募投项目再次延期及 IPO 募投项目产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性。**2023 年 4 月，受近年市场各方面不确定性因素的影响，公司公告将募投项目“年产 800t 特种超硬合金智能化生产项目”建设期再次延长 1 年，“翔鹭转债”募投项目和 IPO 募投项目均集中于特种硬质合金和精密工具领域，募投项目进展不及预期，待上述项目完工后将增加相关产品产能，但受市场需求和价格波动等因素影响，未来产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性。
- **跟踪期内公司因信息披露数据异常收到深交所问询函。**2022 年公司因往年年度报告毛利率披露数据异常收到深交所问询函，根据公司于 2022 年 12 月披露的《关于广东翔鹭钨业股份有限公司对《关于对广东翔鹭钨业股份有限公司的问询函》（公司部问询函〔2022〕第 196 号）》，公司信息披露文件中的明细数据存在异常，一是部分客户区域划分错误；二是对合并报表范围内各经营主体经营数据进行合并抵消时存在错误所致。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为钨行业下游应用广泛，公司碳化钨粉产品竞争力较强，预计业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	厦门钨业	中钨高新	章源钨业	翔鹭钨业
总资产	397.99	116.79	47.92	<b>22.26</b>
营业收入	482.23	130.80	32.03	<b>16.74</b>
净利润	21.83	6.61	2.03	<b>-0.41</b>
销售毛利率（%）	13.61	17.53	15.58	<b>9.91</b>
资产负债率（%）	59.65	47.58	58.14	<b>57.04</b>

存货周转天数（天）	72.52	95.70	171.99	<b>179.66</b>
应收账款周转天数（天）	46.87	34.61	24.47	<b>49.26</b>

注：以上各指标均为 2022 年/2022 年末数据。  
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
矿业及金属企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					<b>a+</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>A+</b>

### 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 a+，反映了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。

### 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
A+/稳定	A+	2022-7-4	陈良玮、何佳欢	<a href="#">矿业及金属企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2019-6-21	钟继鑫、王一峰	<a href="#">有色金属冶炼企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> 、 <a href="#">有色金属冶炼企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
翔鹭转债	3.02	3.02	2022-7-4	2025-8-20

## 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8月发行6年期3.02亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产800t特种超硬合金智能化生产项目和年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目。截至2022年12月31日，“翔鹭转债”募集资金专项账户余额为2,085.23万元。

2022年5月20日，公司2021年年度股东大会审议通过了《关于变更部分募集资金用途并永久补充流动资金的议案》，终止了募投项目“年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目”的投资并将剩余募集资金全部永久性补充流动资金，用于公司日常经营活动。2023年4月，受近年市场各方面不确定性因素的影响，公司公告将募投项目“年产800t特种超硬合金智能化生产项目”建设期再次延长1年，即将建设期延至2024年2月。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2023年3月末，公司实际控制人为陈启丰，其与一致行动人合计持有公司45.81%的股份，其中：直接持有公司18.67%股份，陈启丰及其配偶陈宏音合计持有潮州启龙贸易有限公司（以下简称“启龙贸易”）100.00%股份，通过启龙贸易持有公司17.69%股份，子女陈伟儿、陈伟东分别持有公司4.93%和4.52%股份，股权结构图详见附录二。截至2023年3月末，公司控股股东及其一致行动人持有的公司股票合计有41.03%股份已质押。根据公司于2023年5月披露的《广东翔鹭钨业股份有限公司关于持股5%以上股东股份减持计划的预披露公告》，启龙贸易计划通过大宗交易减持公司股份合计不超过5,552,851股，合计不超过公司总股本比例的2%。截至2023年5月23日，减持计划已过半，启龙贸易已减持3,900,000股，减持比例为1.40%。

跟踪期内公司经营范围及合并范围未发生变化，仍主要从事钨制品的研发、设计、生产、销售及相应的专业服务，并通过设立子公司、对外股权投资及募投项目投资等方式不断完善上下游产业链，于2017年通过新设广东翔鹭精密制造有限公司（以下简称“广东翔鹭精密”）拓展下游硬质合金应用领域，并通过收购江西翔鹭钨业有限公司（以下简称“江西翔鹭”）就近满足客户需求；受成本上涨，而终端需求疲弱影响，2022年广东翔鹭精密及江西翔鹭盈利均不达预期。

**表1 公司主要子公司 2022 年经营情况（单位：万元）**

名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
江西翔鹭	加工、销售钨精矿、钨制品； 研发、生产、销售硬质合金、	76,737.47	37,597.13	47,963.63	-1,691.35	-1,915.61



	硬质合金工业刀具、通用机械设备及配件、磨具、磨料；自营和代理一般货物及技术进出口业务。					
广东翔鹭精密	硬质合金精密切削刀具产品研发、开发、销售及提供相关技术服务。	13,435.94	3,623.46	4,081.78	-2,012.00	-1,996.65

资料来源：公司 2022 年年度报告，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。

### 行业环境

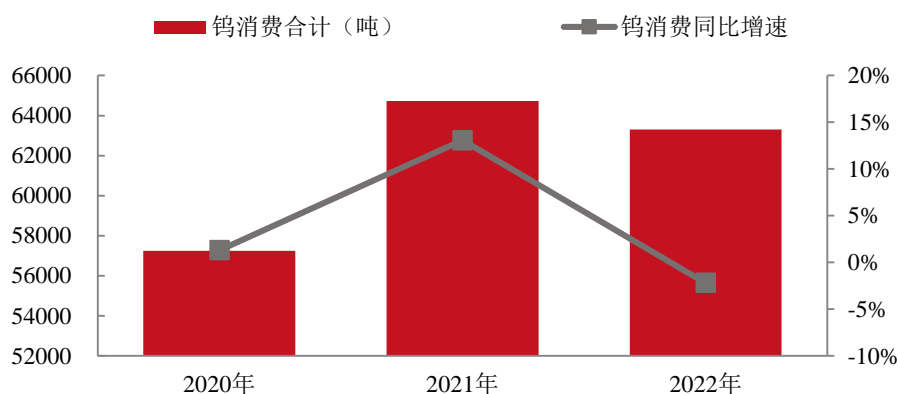
随着“俄乌”战争的持续，全球经济增长仍处于疲软态势，预计仍将抑制钨消费需求；而钨原材料端面临环保、安全生产及全球能源紧张压力，叠加开采总量控制和矿石品位下降等多重约束，钨原料价格或将持续高位震荡

钨属于稀有金属，是国民经济和现代国防领域不可替代和不可再生的战略性金属资源，因钨具有高熔点、高比重、高硬度的物理特性，被广泛应用于航天、原子能、船舶、汽车工业、电气工业、电子工业等重要领域。从钨制品消费结构看，钨主要用于硬质合金、钨钢、钨材和钨化工，从全球钨消费结构看，硬质合金平均占到了所有钨消费的50%以上。钨硬质合金因其具有很高的硬度和耐磨性，广泛应用到各个制造行业，最终用途主要有切削工具、耐磨零件、高压（金刚石合成等）工具和采矿与筑路工程机械等。

受制造业需求增速放缓影响，2022年国内钨消费量同比下降，钨消费合计为6.33万吨，同比下降2.18%。从钨下游主要消费应用领域情况来看，基建领域，2022年受国内经济需求紧缩的影响，国内基建开工放缓，工程机械国内刚性需求减弱，根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2022年纳入统计的26家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品261,346台，同比下降23.8%。汽车领域，据中国汽车工业协会统计，2022年国内汽车产销量分别完成2,702.1万辆和2,686.4万辆，同比分别增长3.4%和2.1%，与上年相比，产量增速持平，销量增速下降1.7%。3C领域，据工信部统计，2022年国内手机市场总体出货量2.72亿部，同比下降22.6%；根据Wind（万得）数据显示，2022年全球平板电脑出货量约为1.63亿台，同比下降3.55%；2022年全球智能手机出货量约为12.06亿部，同比下降11.02%。

中证鹏元关注到，2023年以来全球经济增长仍处于疲软态势，国内消费修复不达预期下钨行业需求端预期仍较弱，后端采购及消费意愿不积极，按需采购的现象呈现常态化，预计仍将抑制钨消费需求。

**图1 2022 我国钨消费规模同比下滑**



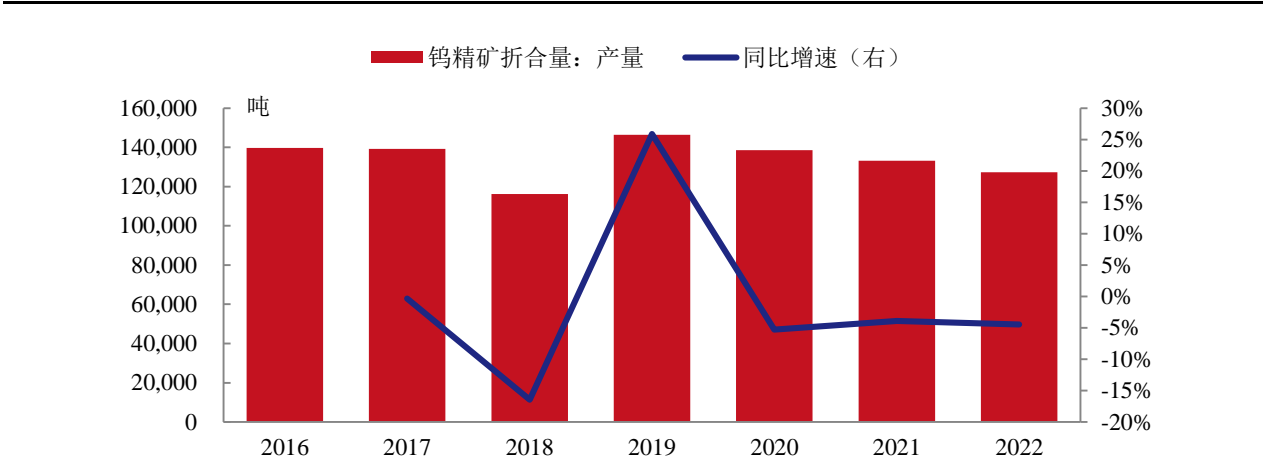
资料来源：安泰科，中证鹏元整理

从钨矿供应来看，近年中国钨矿产量占全球钨矿产量的比例持续保持在80%以上，中国的供给直接影响着整个世界钨品供给情况。由于钨资源的不可替代性和不可再生性，为了保护钨资源，我国对钨实



行生产总量控制管理，根据工业和信息化部、自然资源部联合发出的通知，2022年全国钨精矿（65%WO<sub>3</sub>）开采总量控制指标 109,000 吨，较 2021 年同期上涨 0.9%。其中主采指标 81,170 吨，同比增长 0.43%，综合利用指标 27,830 吨，同比增长 2.39%。受环保、能耗双控及限电等因素影响，2022 年我国钨精矿（折三氧化钨 65%）产量为 12.73 万吨，同比下降 4.44%。考虑到我国钨矿供给面临开采总量控制和矿石品位下降等多重约束下，预计钨矿供应未来仍然偏紧。

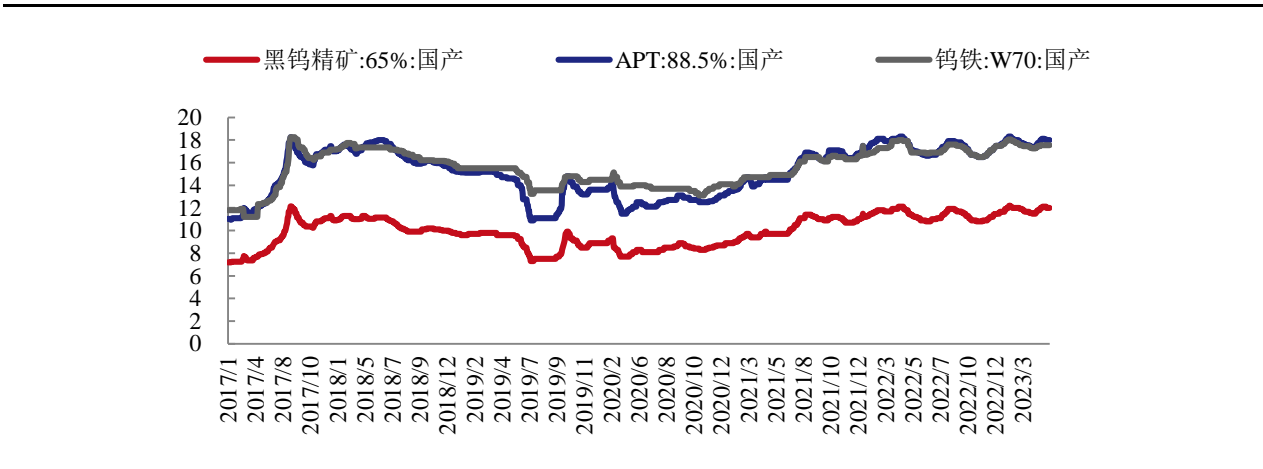
**图2 2022 年我国钨精矿（折三氧化钨 65%）产量小幅下降**



资料来源：同花顺 iFinD、钨钼云商，中证鹏元整理

对于钨行业，中下游各产品的售价主要按照同期钨精矿市场价格换算为金属量，再加上相应的加工费来制定，因此各类钨品价格走势较为一致。由于俄乌冲突导致全球性的能源价格大幅上涨，引发钨工业原辅材料价格上涨，以及市场对供应链的担忧，加之钨市场库存处于相对低位，全年钨市场总体保持相对高位运行。2022年，钨精矿价格在10.68~11.93万元/吨区间运行，年度波动幅度10.48%。钨精矿年均价11.27万元/吨，同比上涨12.13%，APT年均价17.37万元/吨，同比上涨12.91%。

**图3 2020 年 4 月底以来我国钨品价格呈上升走势（单位：万元/吨）**



资料来源：Wind、安泰科，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司收入主要集中于产业链中游的碳化钨粉等产品，利润空间易受原材料钨精矿价格挤压；跟踪期内在俄乌冲突、环保及全球能源紧张压力下，钨工业原辅材料产品供给偏紧且价格持续增长，叠加终端需求景气度较低，公司各产品毛利率大幅下滑，大部分产品的产能利用率均有所下降；2023年以来钨精矿货源偏紧局面未改，而同行业上市公司均针对上游原料端进行布局控制成本，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力

公司主要从事钨制品的开发、生产与销售，主要产品包括各种规格的氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨合金粉及硬质合金等。受成本推涨主要产品报价等因素影响，2022年公司营业收入同比增长9.78%。从收入结构来看，碳化钨粉仍然是公司收入的主要来源。

毛利率方面，2022年受成本端钨工业原辅材料价格高位震荡影响，叠加终端需求景气度较低，公司各产品毛利率大幅下滑。综合影响下，公司毛利率下滑2.93个百分点。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
APT	-	-	-	-	-	-	-	-	-
碳化钨粉	2.67	8.16%	68.75%	11.85	8.17%	70.78%	11.63	12.01%	76.28%
硬质合金	0.67	19.50%	17.18%	2.25	21.65%	13.44%	1.98	26.64%	12.97%
合金粉	0.22	7.54%	5.74%	0.33	13.05%	1.99%	0.06	14.87%	0.37%
钨粉	0.20	0.86%	5.12%	0.84	6.00%	5.00%	0.62	6.92%	4.09%
氧化钨	0.04	5.40%	1.04%	0.93	4.90%	5.56%	0.34	3.86%	2.22%
合金工具	0.03	-10.28%	0.87%	0.26	-16.33%	1.56%	0.29	-20.27%	1.90%
其他	0.05	9.55%	1.30%	0.28	38.00%	1.67%	0.33	8.68%	2.17%
<b>合计</b>	<b>3.88</b>	<b>9.53%</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.74</b>	<b>9.91%</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.24</b>	<b>12.84%</b>	<b>100.00%</b>

注：（1）2022年公司实现 APT 收入 0.28 万元，列入其他中统计；（2）2021 年毛利率按更正后数据披露。

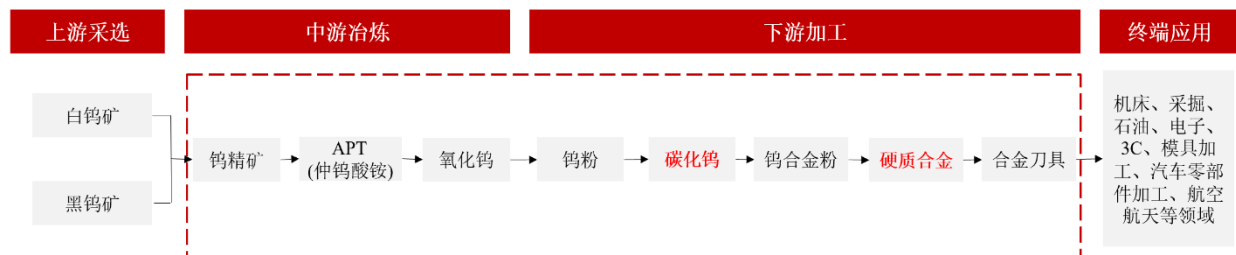
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司原辅材料坚挺推升钨品销售价格，营业收入维持增长；但公司收入主要集中于产业链中游的碳化钨粉等产品，利润空间易受原材料钨精矿价格挤压，2022年钨工业原辅材料价格高位运行，成本推涨主要产品报价，但终端需求景气度较低，公司各产品毛利率大幅下滑

公司采用纵向一体化战略向产业链上下游发展，通过设立子公司、对外股权投资及募投项目投资等方式不断完善上下游产业链。经过多年的发展，形成了从钨精矿到硬质合金的产品体系，产品应用于机床、采掘、石油、电子、3C、模具加工、汽车零部件加工、航空航天等领域；但受铁苍寨矿区钨精矿储量及开采限制，生产所需的钨精矿主要仍为外购，加上下游硬质合金刀具市场拓展情况不及预期，公司收入主要来自产业链下游加工的碳化钨粉、硬质合金等产品。公司在碳化钨粉的粒度分布、颗粒集中

度、减少团聚和夹粗等方面具有较为领先的技术水平，碳化钨粉销量居国内前三，为公司的主力产品，此外，硬质合金棒材全国排名靠前。

**图4 公司产品结构在钨产业链中的位置**



注：虚线框内均为公司目前生产的产品，其中碳化钨粉和硬质合金为公司主要收入来源。

资料来源：公开资料、公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

销售区域方面，公司是商务部批准的2022-2023年度16家钨品出口国营贸易资质企业之一，日本、美国、欧洲、韩国等发达国家或地区是我国主要的钨制品出口区域，2022年公司来自境外的销售收入为3.92亿元，占营业收入的比重为23.41%，较上年有所上升，主要系销往亚洲客户的硬质合金规模增长所致。公司国内产品销售区域主要集中在华东、华中等经济较发达地区，仍呈现一定的区域性特征。

公司产品定价主要采取成本加成模式，各产品的售价根据同期钨精矿市场价格换算出各系列产品金属量，再加上不同品级的加工费用及相应利润，同时分析市场主流报价及参考报价网站（伦敦金属导报，亚洲金属网，中华商务网）制定出产品的“价格标准”，并综合考虑原材料价格预期、客户信用情况、指标要求、生产作业安排等因素作价格微调。

从公司主要产品产销情况来看，根据生产工艺流程，公司产品中APT、氧化钨、钨粉主要用于下道工序的生产，部分用于销售，故产销率相对较低，其中，2022年公司氧化钨及钨粉销量增加主要系订单量增长；碳化钨粉是公司主要对外销售的产品，少部分用于合金粉及硬质合金；合金粉和硬质合金为公司钨制品产业链的终端产品，全部对外出售。随着全球经济放缓、出口下滑，国内消费恢复不及预期背景下，终端消费疲弱，2022年碳化钨粉、硬质合金销量分别下滑12.31%、1.95%。从产品销售均价来看，2022年钨工业原辅材料价格高位运行，成本推涨主要产品报价，2022年公司主要产品价格有所上涨。但中证鹏元关注到，因原辅材料价格坚挺，而终端需求景气度较低，公司后端粉末产品存在“倒挂”现象，各产品毛利率大幅下滑。

**表3 公司主要产品产销及销售均价情况**

项目	年份	产量 (吨、万支)	销售 (吨、万支)	产销率	销售均价(万元/吨、元/支)
APT	2022年	4,008.85	0.02	0.00%	13.28
	2021年	2,970.65	0.00	0.00%	-
氧化钨	2022年	7,704.65	515.08	6.69%	18.05
	2021年	7,228.16	217.96	3.02%	15.55

钨粉	2022年	5,756.90	354.29	6.15%	23.63
	2021年	6,088.25	306.94	5.04%	20.33
碳化钨粉	2022年	5,861.76	5,090.07	86.84%	23.27
	2021年	6,131.21	5,804.82	94.68%	20.03
硬质合金	2022年	785.51	681.42	86.75%	33.01
	2021年	973.53	694.94	71.38%	28.44
合金工具	2022年	150.85	101.91	67.56%	25.56
	2021年	179.04	121.77	68.01%	23.83

注：销售报价按照日报价均值计算，未根据销量进行加权。

资料来源：公司提供

销售渠道方面，公司采取直销为主，经销为辅的销售模式，无论是直销还是经销均属于买断式销售，即交易完成后产品的风险和收益也随之完全转移给客户。2022年公司直销渠道的销售收入为14.35亿元，占营业收入的比重为85.74%。在信用政策方面，直销和经销客户基本保持一致。公司根据客户的合作年限、规模、未来合作前景和结算方式进行分级，对不同级别的客户分别给予30天、45天、60天的信用期。在结算方式上，公司与内销经销商的结算模式主要通过银行汇款以及银行承兑汇票结算，与外销经销商主要通过电汇结算，其中境外业务以美元进行结算，易受汇率波动影响，存在一定的汇率风险。

2022年及2023年1-3月公司前五大客户包括自贡钺为新材料有限公司、韩国 TAEGUTEC.LTD、韩国 YG-1有限公司等，较2021年变动不大；若考虑统计口径差异，2022年前五大客户收入占营业收入的比重略有抬升。

**表4 公司前五大客户的销售情况（单位：万元）**

年度	客户名称	销售金额	占收入的比重
2023年1-3月	YG控股（韩国 YG-1 Co Ltd(韩国 YG-1 有限公司)/青岛万基万工具有限公司)	4,733.61	12.19%
	TAEGUTEC 控股（韩国 TAEGUTEC.LTD/IMC 国际金属切削(大连)有限公司)	3,943.39	10.15%
	自贡钺一新材料有限公司	2,814.11	7.24%
	株洲精工硬质合金有限公司	2,766.99	7.12%
	浙江恒成硬质合金有限公司	2,507.45	6.45%
	<b>合计</b>	<b>16,765.55</b>	<b>43.16%</b>
2022年	YG控股（韩国 YG-1 Co Ltd(韩国 YG-1 有限公司)/青岛万基万工具有限公司)	14,006.36	8.37%
	TAEGUTEC 控股（韩国 TAEGUTEC.LTD/IMC 国际金属切削(大连)有限公司)	12,783.98	7.64%
	邬崇明/邬竹桥控股（自贡钺一新材料有限公司/自贡钺为新材料有限公司）	12,724.25	7.60%
	株洲精工硬质合金有限公司	10,187.73	6.09%
	浙江恒成硬质合金有限公司	7,825.09	4.68%
	<b>合计</b>	<b>57,527.41</b>	<b>34.37%</b>

2021 年	自贡钨为新材料有限公司	11,308.35	7.42%
	韩国 TAEGUTECH.LTD	8,797.37	5.77%
	韩国 YG-1 Co Ltd (韩国 YG-1 有限公司)	7,410.02	4.86%
	IMC 国际金属切削 (大连) 有限公司	6,980.80	4.58%
	株洲精工硬质合金有限公司	6,144.38	4.03%
	<b>合计</b>	<b>40,640.92</b>	<b>26.66%</b>

注：根据 2022 年报告公告系统披露要求，客户中同一控制公司销售金额需合并披露，2022 年及 2023 年 1-3 月前五大客户与 2021 年前五大客户销售金额统计口径存在差异。

资料来源：公司提供

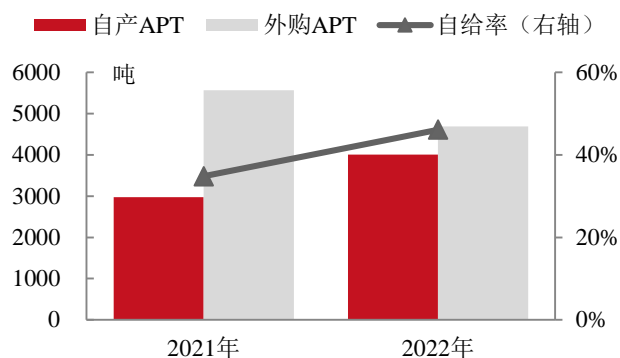
**公司钨矿资源储备不足，开采量受限额控制，APT 自给率不到 50%，主要原材料均以外购为主；2022 年俄乌冲突导致全球性的能源价格大幅上涨，叠加在环保、安全生产及全球能源紧张压力下，钨工业原辅材料产品供给偏紧且价格持续增长，公司营运资金压力有所加大；同行业上市公司均针对上游原料端进行布局，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力**

原材料价格系影响公司成本最重要的因素，主营业务成本构成中直接材料占比超过 60%。公司采购原材料主要包括钨精矿、APT 及水、电和煤炭等能源产品，其中，公司生产经营所消耗的能源金额比重较小。

对于原材料钨精矿，公司根据供应商报价以及三大网站（亚洲金属网、中华商务网、伦敦金属导报）的报价情况确定采购价格；综合考虑正常采购流程及突发情况两方面因素，公司钨精矿通常保持 1-2 个月的安全库存；江西翔鹭拥有铁苍寨矿区钨矿采矿权<sup>3</sup>，面积 5.96 平方千米，自产钨精矿成本较外购更低，但受国家钨精矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标限制，产量有限，公司生产所需的钨精矿主要通过外购获得。对于 APT，公司根据自产 APT 数量与所需 APT 的耗用量之间缺口进行补充采购，随着 2022 年化工辅料及能源价格持续上涨，公司为降低生产成本及减少化工及能源的使用，加大了钨回收料的使用力度，全年钨回收料在投矿占比稳步提升，2022 年公司 APT 自给率为 46.09%。

但中证鹏元关注到，为了降低原材料价格波动影响，同行业上市公司均针对上游原料端进行布局，2022 年厦门钨业、章源钨业的钨精矿自给率分别为 30% 和 20% 左右，预计这类企业在抵御原材料价格波动方面将拥有更明显的相对优势，公司钨精矿自给率低，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力。此外，2023 年以来钨精矿货源偏紧局面未改，公司仍面临较大的成本控制压力。

<sup>3</sup>根据公司 2019 年对铁苍寨矿山局部勘探工作报告，截止 2018 年 12 月 31 日，保有资源储量（122b+333）矿石量 43.36 万吨，WO<sub>3</sub> 金属量 5,103 吨；共生铜矿保有资源储量（122b+333）矿石量 19.31 万吨，铜金属量 2,546 吨；伴生铜矿保有资源储量（122b+333）矿石量 19.57 万吨，铜金属量 476 吨；伴生锡矿保有资源储量（122b+333）矿石量 38.88 万吨，锡金属量 1,108 吨；伴生钼矿保有资源储量（333）矿石量 43.36 万吨，钼金属量 35 吨；伴生银矿保有资源储量（333）矿石量 43.36 万吨，银金属量 19 吨。

**图5 公司原材料自给情况**

**表5 截至 2022 年末同行业上市公司上游布局情况（单位：万吨）**

公司名称	APT 产能	钨矿储量
厦门钨业	3.00	37.54
章源钨业	2.00	9.46
中钨高新	-	142.32
公司	<b>0.50</b>	<b>0.51</b>

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

注：（1）中钨高新数据为 2021 年末数据；（2）此处钨矿储量为金属量口径。

资料来源：各公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

从主要原材料采购情况来看，2022年俄乌冲突导致全球性的能源价格大幅上涨，叠加在环保、安全生产及全球能源紧张压力下，钨工业原辅材料产品供给偏紧且价格持续增长，2022年钨精矿年均价 11.27 万元/吨，同比上涨 12.13%；APT 年均价 17.37 万元/吨，同比上涨 12.91%。公司主要原材料采购价格同市场价格变化趋势一致，2022年钨精矿及APT采购价格分别上涨10.12%、15.02%，得益于公司与部分供应商就原材料采购签订长期价格协议，采购价格略低于市场价格。

**表6 公司主要原材料采购情况（单位：万元/吨、万元）**

品种	2022 年		2021 年	
	均价	金额	均价	金额
钨精矿	10.12	53,000.70	9.19	52,128.49
APT	15.47	72,543.95	13.45	74,845.82

资料来源：公司提供

公司钨精矿和APT均在国内进行采购，2022年公司前五大供应商包括中钨高新材料股份有限公司、大余县福鑫矿业有限公司、赣州市南康区康飞矿业有限公司等，采购的产品主要为钨精矿和APT，前五大供应商合计采购额占公司2022年采购总额的比例为66.06%。

**受终端需求尚未修复影响，公司收缩投资强度，各主要产品产能无变动，大部分产品的产能利用率均有所下降；“翔鹭转债”募投项目再次延期，未来能否实现预期收益存在一定不确定性**

公司生产模式以订单式生产为主，根据销售部门接受的订单安排生产计划，组织人员进行生产，同时结合销售预测、库存情况及生产周期进行中间产品的备货生产。同时，对于硬质合金和合金工具中部分标准化产品，公司也会提前进行备货生产。截至2022年末，公司主要生产基地仍为潮州本部生产基地和江西翔鹭生产基地。

从产能利用率来看，受终端需求尚未修复影响，公司放缓产能扩张进度，各主要产品产能无变动。



受订单量及备货需求变动影响，2022年公司除硬质合金外，其他产品的产能利用率均有所下降，需关注后续各产品销售情况对产能消化的影响。目前原料的支撑力度依旧强劲，但由于下游钨产品长期处于倒挂局面，公司新增订单未见涌现，除APT、氧化钨外，公司主要产品产量及产能利用率均下滑。

**表7 公司主要产品产能情况**

项目		年产能 (吨、万支)	产量 (吨、万支)	产能利用率
APT	2022年	5,000.00	4,008.85	80.18%
	2021年	5,000.00	2,970.65	59.41%
氧化钨	2022年	10,000.00	7,704.65	77.05%
	2021年	10,000.00	7,228.16	72.28%
钨粉	2022年	9,000.00	5,756.90	63.97%
	2021年	9,000.00	6,088.25	67.65%
碳化钨粉	2022年	8,000.00	5,861.76	73.27%
	2021年	8,000.00	6,131.21	76.64%
硬质合金	2022年	1,100.00	785.51	71.41%
	2021年	1,100.00	973.53	88.50%
合金工具	2022年	300.00	150.85	50.28%
	2021年	300.00	179.04	59.68%

资料来源：公司 2022 年年报及公司提供，中证鹏元整理

截至2023年3月末，公司主要在建项目为本期债券募投项目年产800t特种超硬质合金智能化生产项目，预计总投资为1.52亿元，尚需投资0.31亿元，建设资金已大部分由本期债券募集资金覆盖；2023年4月，受近年市场各方面不确定性因素的影响，公司公告将募投项目“年产800t特种超硬合金智能化生产项目”建设期再次延长1年。需要关注的是，IPO募投项目“特种硬质合金材料及高精密硬质合金工具智能制造项目”已经逐步投产，但由于在销售渠道、产品运营方面仍有待完善，近年公司合金工具业务毛利为负，利润贡献不及预期，随着IPO募投项目和“翔鹭转债”募投项目逐步达产，公司在硬质合金和合金工具的产能将有所提升，产能能否有效消化并实现预期收益存在一定不确定性。

根据公司2022年8月公告的“2022年度非公开发行A股股票预案”，公司拟非公开发行股票，非公开发行的对象为不超过35名特定投资者，拟募集资金总额不超过7.66亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于“退城入园技改项目”、“光伏用超细钨丝研发项目”、“高性能切削刀具表面涂层技术研发项目”和补充流动资金。截至2023年6月中旬，定增计划尚未启动。

**表8 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

实施主体	项目名称	总投资	已投资	投资进度	主要资金来源	建设内容
翔鹭钨业	年产800t特种超硬合金智能化生产项目	15,192.23	12,070.03	79.45%	本期债券募集资金 1.52 亿元	年产硬质合金 800 吨
翔鹭钨业	光伏用超细钨丝研发项目	7,843.37	1,440.00	18.36%	拟非公开发行股票	-

江西翔鹭精密制造有限公司	高性能切削刀具表面涂层技术研发项目	4,836.50	535.14	11.06%	拟非公开发行股票	-
<b>合计</b>	-	<b>27,872.10</b>	<b>14,045.17</b>	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

### 资本实力与资产质量

**2022年公司放缓产能扩张进度，叠加较大规模的存货跌价准备及商誉减值，资产规模有所下滑；经营亏损使得其权益规模继续呈下降态势**

为应对疲弱的市场需求，公司放缓产能扩张进度，叠加较大规模的存货跌价准备及商誉减值，资产规模有所收缩，2022年公司总资产及总负债分别同比下滑8.20%、10.12%；同时净亏损规模较大，对其所有者权益造成侵蚀，2022年股东所有者权益同比下滑5.51%。综合影响下，2022年公司产权比率有所下滑，但权益对负债的保障程度不佳。截至2023年3月末，公司所有者权益主要由股本、IPO募集资金溢缴金额产生资本公积及未分配利润构成。

图6 公司资本结构

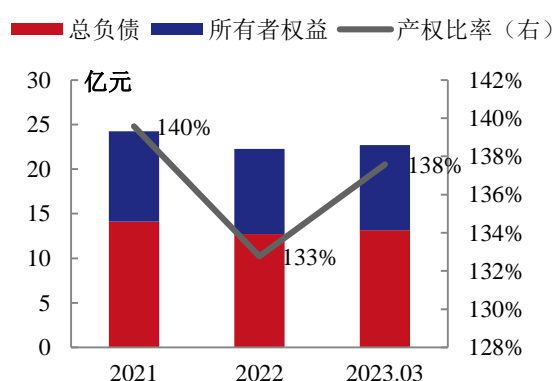
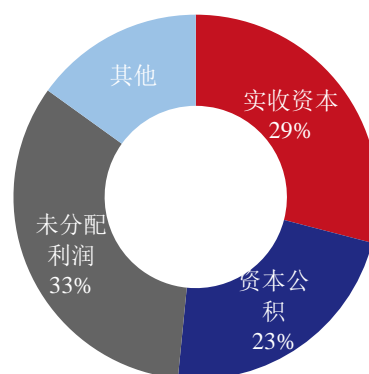


图7 2023年3月末公司所有者权益构成



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

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

公司资产结构以存货及应收款项构成的流动资产、产品生产所需机器设备和房屋建筑物形成的固定资产为主。随着经营规模的持续增长且与主要客户采用银行承兑汇票结算或给予一定信用期，公司应收款项（包括应收账款、应收票据及应收款项融资）规模较大，近年来占公司总资产的比重在20%以上。

2022年公司给予下游客户的账期有所波动，为应对市场环境的不利变化，公司适当缩减信用期回收资金，应收账款周转天数由79.80下滑至75.81；从应收账款对象来看，2022年末公司前五大应收对象分别为株洲精工硬质合金有限公司、YG控股、TAEGUTEC控股、韩国 TAEGUTEC.LTD等，合计占比达32.79%，前五大应收对象主要为业内知名企业；截至2022年末，账龄在1年以内的款项占比96.76%；2022年末公司计提应收账款坏账准备1,351.95万元，计提比例为4.87%，主要系中小规模客户涉诉、未按协议付款或被吊销所致，需持续关注中小规模客户的坏账风险。2022年末应收款项融资余额为1.23亿元，同比略有下滑，均为银行承兑汇票，风险较小。

存货主要由原材料、在产品、库存商品和半成品构成，2022年公司存货规模同比下滑3.97%，一是系钨精矿、APT等钨工业原辅材料价格高位震荡，公司减少原材料采购所致；二是系终端需求疲弱致新增订单不足，公司减少库存产品所致。公司各期末对存货进行跌价测试，2022年钨市需求总量萎靡不振，叠加经济下行担忧制约，销售规模未达预期，公司对库存产品计提减值准备691.85万元。需持续关注钨市消费回暖不达预期下，主要产品价格下调对存货造成的跌价风险。

**表9 公司存货构成情况（单位：万元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	21,972.60	29.53%	24,695.63	32.02%
在产品	17,180.26	23.09%	15,491.16	20.08%
库存商品	20,550.67	27.62%	21,711.48	28.15%
半成品	14,607.56	19.63%	14,597.14	18.92%
委托加工物资	101.76	0.14%	641.08	0.83%
<b>小计</b>	<b>74,412.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>77,136.49</b>	<b>100.00%</b>
跌价准备	691.85	-	366.00	-
<b>合计</b>	<b>73,721.01</b>	<b>-</b>	<b>76,770.49</b>	<b>-</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

固定资产主要系公司生产所需机器设备和生产车间等，2022年末同比略有增长，主要系径南工业区基础工程、年产800t特种超硬质合金智能化生产项目等部分转入固定资产所致。其他资产主要包括货币资金、无形资产和商誉。2022年公司货币资金同比下38.09%，主要系放缓产能扩张进度，举债强度下滑并偿还较多债务所致；无形资产主要为土地使用权和采矿权，近年来账面价值持续下滑主要系计提折旧所致。公司商誉系收购江西翔鹭、大余县新城海德材料有限公司形成的商誉，2022年江西翔鹭实现营业收入4.80亿元，净亏损0.19亿元，开工不足下盈利情况不及预期，2022年公司对其计提商誉减值准备1,808.82万元；需持续关注终端消费修复不达预期下，子公司面临较大商誉减值风险。

**表10 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	1.58	6.96%	1.51	6.78%	2.44	10.05%

应收账款	2.81	12.38%	2.64	11.86%	1.94	7.99%
应收款项融资	1.05	4.60%	1.23	5.52%	1.24	5.11%
存货	7.58	33.38%	7.37	33.11%	7.68	31.65%
<b>流动资产合计</b>	<b>13.40</b>	<b>59.02%</b>	<b>12.89</b>	<b>57.89%</b>	<b>14.31</b>	<b>58.98%</b>
固定资产	7.24	31.88%	7.29	32.74%	7.21	29.75%
无形资产	1.12	4.95%	1.13	5.09%	1.16	4.78%
商誉	0.29	1.27%	0.29	1.29%	0.47	1.93%
<b>非流动资产合计</b>	<b>9.30</b>	<b>40.98%</b>	<b>9.38</b>	<b>42.11%</b>	<b>9.95</b>	<b>41.02%</b>
<b>资产总计</b>	<b>22.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.25</b>	<b>100.00%</b>

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

截至2022年末，公司受限资产账面价值合计3.18亿元，占同期末总资产的比重为14.29%，另有账面价值0.19亿元的固定资产产权证书尚在办理中，需关注公司优质资产抵押受限对公司新增融资的影响。

**表11 公司资产受限情况（单位：亿元）**

项目	受限账面价值	受限比例	占总资产比重	受限原因	未办妥权证部分账面价值
货币资金	0.87	57.43%	3.89%	为公司银行承兑汇票和信用证设置质押担保	-
固定资产	1.83	25.11%	8.22%	借款抵押担保	0.19
无形资产	0.49	43.00%	2.19%	借款抵押担保	-
<b>总计</b>	<b>3.18</b>	<b>-</b>	<b>14.29%</b>	<b>-</b>	<b>0.19</b>

注：公司另有子公司股权因借款抵押担保受限，受限账面价值 2.75 亿元。

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

2022年因市场需求疲软导致产能利用率不足、停工损失，叠加原材料价格上涨，大额存货及商誉减值侵蚀公司利润，公司各盈利指标大幅下滑；2023年以来，市场需求并未见到明显好转，后续仍应持续关注原材料价格变化对公司盈利能力的影响

2022年钨工业成本端价格大幅上涨对中下游产品价格形成支撑，公司主要产品价格有所上涨，带动营业收入同比增长9.78%；但同期，因市场需求疲软导致产能利用率不足、停工损失，叠加原材料价格上涨背景下，后端产品价格上涨滞后，2022年公司毛利率下降2.93个百分点至9.91%。2023年1-3月，终端需求未见到明显好转，公司毛利率进一步下降至9.53%。

利润构成方面，股权激励、折旧等管理费用带动期间费用规模增长，2021-2022年公司期间费用率分别为6.92%和6.95%。因产能未完全释放以致产生毛利倒挂，公司对库存产品计提大额减值准备，叠加控股子公司江西翔鹭钨业有限公司盈利情况不及预期，公司对相关商誉计提了减值准备，2022年公司合计计提资产减值损失2,490.54万元，同比大幅增加320.22%，资产减值对利润形成一定侵蚀。综合上述因素影响，2022年公司多项利润指标由正转负，营业利润、利润总额及归属于上市公司股东的净利润分别大幅下滑为-3,778万元、-4,016万元和-4,126万元；EBITDA利润率和总资产回报率大幅下探，分别下

降至6.68%及0.68%。

和同行业上市公司对比，公司毛利率表现不佳，一方面，其他头部上市公司原材料自给率较高，相对公司成本端缺乏议价弹性；另一方面，钨产业链中上游钨矿采选和下游高端硬质合金（特别是高精度、高性能刀具）利润水平高，相较于其他上市公司，公司产品集中于附加值较低的中游冶炼环节，相对单一。

中证鹏元关注到，钨作为战略性矿产，具有一定稀缺性，供给有限背景下成本控制存在较大压力；2023年以来，市场需求并未见到明显好转，终端采购仍较为谨慎，公司产品仍面临较大的“倒挂”压力，公司盈利能力指标仍有可能进一步下滑。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）

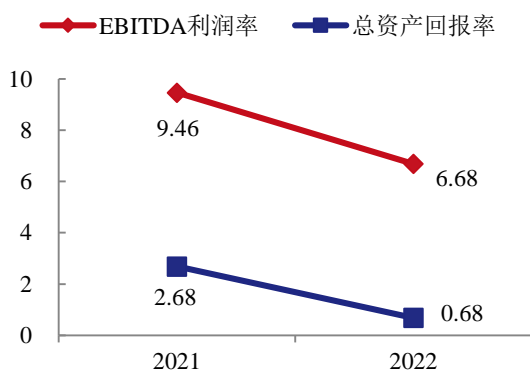


表12 公司毛利率与同行业上市公司对比（单位：%）

公司简称	综合毛利率		总资产报酬率	
	2021年	2022年	2021年	2022年
厦门钨业	16.24	13.61	8.36	8.58
中钨高新	19.38	17.53	8.69	7.65
章源钨业	15.10	15.58	6.04	6.14
平均值	16.91	15.57	7.70	7.46
翔鹭钨业	12.84	9.91	2.68	0.68

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

跟踪期内因公司经营活动现金流流入规模较小，叠加偿还到期债务较多，筹资活动现金流净流出规模大幅增加，现金及现金等价物净增加额由正转负，货币资金无法有效覆盖短期债务，短期偿债压力较大，各项偿债指标表现偏弱；考虑到2023年以来原料的支撑力度依旧强劲，终端消费修复不达预期，下游钨产品或仍处于倒挂局面，公司经营活动现金流仍将承压

公司产能扩张进度放缓带动公司债权融资强度下滑，叠加净债务偿还较多，2022年公司总负债同比下滑10.12%。公司负债主要由刚性债务构成，近年来占总负债的比例维持在90%以上。

表13 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	4.80	36.54%	3.99	31.42%	3.86	27.34%
应付票据	2.27	17.28%	2.78	21.87%	3.79	26.82%



应付账款	0.50	3.84%	0.42	3.32%	0.68	4.78%
<b>流动负债合计</b>	<b>8.90</b>	<b>67.67%</b>	<b>8.49</b>	<b>66.87%</b>	<b>9.13</b>	<b>64.65%</b>
长期借款	1.29	9.78%	1.26	9.91%	2.27	16.09%
应付债券	2.84	21.57%	2.82	22.18%	2.65	18.76%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.25</b>	<b>32.33%</b>	<b>4.21</b>	<b>33.13%</b>	<b>4.99</b>	<b>35.35%</b>
<b>负债合计</b>	<b>13.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.13</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务合计</b>	<b>12.22</b>	<b>92.98%</b>	<b>11.87</b>	<b>93.46%</b>	<b>12.98</b>	<b>91.87%</b>
其中：短期债务	8.10	61.60%	7.79	61.35%	8.06	57.02%
长期债务	4.13	31.38%	4.08	32.11%	4.92	34.85%

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

从融资渠道来看，以抵押借款和保证借款为主的银行借款是公司最主要的融资渠道，近年来维持较大规模，2023年3月末占公司总债务的97.13%，授信方主要有中国银行、农业银行等大型国有银行，及兴业银行、招商银行、浦发银行和民生银行等。债券融资为本期债券，2022年末账面余额为3.02亿元。从期限结构来看，1年以内占比达61.60%，短期债务占比较高，主要系下游资金占用较多，公司通过短期借款补充日常营运及原材料采购资金需求。

其他经营性负债主要由应付原材料、工程设备采购款，应付票据构成。应付账款主要系公司购买助剂、新建生产基地及设备采购而产生的货款，2022年应付账款同比减少0.26亿元，下滑36.76%，主要系减少原材料备货所致。

**表14 截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	融资成本区间	融资余额	占比	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	短期借款：4.150%-4.785% 长期借款：4.350%-6.275%	7.46	97.13%	4.82	2.00	0.42	0.22
应付债券	-	3.02	2.87%	-	-	3.02	-
<b>合计</b>	-	<b>10.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.82</b>	<b>2.00</b>	<b>3.43</b>	<b>0.22</b>

注：融资余额不包括应付票据、租赁负债。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

现金流方面，原材料价格推升主要产品价格，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增加5.67%，但因原材料采购消耗较多货币资金，2022年公司经营活动净现金流仍保持净流入，但流入规模较小。受终端需求景气度不佳影响，公司放缓项目建设投入，项目建设投入资金同比下滑24.58%。随着公司举债强度下滑，且偿还到期债务较多，2022年公司筹资活动现金流净流出规模同比增加75.15%，为-0.91亿元。综合影响下，2022年公司现金及现金等价物净增加额由正转负，为-0.70亿元。中证鹏元关注到，2023年以来原料的支撑力度依旧强劲，市场信心弱及终端消费修复不达预期，下游钨产品或仍处于倒挂局面，公司经营活动现金流仍将承压，2023年1-3月公司经营活动现金流净流出0.32亿元，需持续关注公司营运资金压力。

随着净债务偿付较多，公司资产负债率波动下滑，2023年3月末为57.91%。随着公司综合毛利率下滑，EBITDA及FFO均表现不佳，经营利润指标对净债务的保障程度有所弱化，EBITDA对利息的保障



能力亦有所下降。相较于公司的债务规模，现金流对公司债务覆盖情况表现不佳。

**表15 公司现金流及杠杆状况指标**

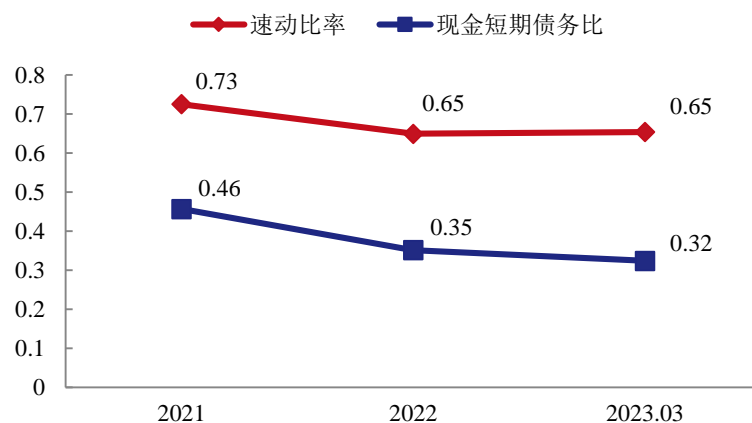
项目	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-0.32	0.59	0.31
FFO（亿元）	-0.05	0.35	0.80
资产负债率	57.91%	57.04%	58.26%
净债务/EBITDA	--	8.59	6.74
EBITDA 利息保障倍数	--	1.99	3.11
总债务/总资本	56.12%	55.37%	56.18%
FFO/净债务	--	3.61%	8.20%
经营活动净现金流/净债务	-3.34%	6.13%	3.20%
自由活动现金流/净债务	-4.65%	1.30%	-3.13%

注：2023年3月经营活动净现金流/净债务及自由活动现金流/净债务为负，主要系公司经营活动净现金流、自由活动现金流下降为负所致。

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

流动性表现方面，2022年受公司净偿还债务及原材料采购影响，货币资金大幅下滑，速动比率及现金短期债务比下探；2022年现金短期债务比下滑至0.35，公司存在较大的短期偿债压力。考虑到原材料价格上涨导致营运资金占用增加，加大公司短期债务压力。

**图 4 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

截至2023年3月末，公司合计获得银行授信额度15.75亿元，剩余可使用授信额度6.15亿元，具有一定备用流动性；同时，公司作为A股上市公司，公司具备直接融资渠道。

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司面临一定的环保生产风险，跟踪期内因信息披露数据异常收到深交所问询函

环保方面，钨冶炼行业以及公司生产经营可能造成废水、废气以及噪声污染，公司已安装投入了有效的三废处理设施，使三废均能达标排放，并通过了国家有关环保部门的检查。根据潮州市生态环境局公告的《潮州市 2021 年度企业环境信用评价结果的通知》（潮环函[2022]91 号），公司被认为是蓝牌（环境良好企业）。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全；近一年未发生一般事故以上的安全生产事故；但近年来在职员工持续下滑，截至 2022 年末，公司在职工合计 896 人，较上年减少 57 人，其中，技术人员减少 2 人。

公司治理方面，在信息披露方面，2022 年公司因往年年度报告毛利率披露数据异常收到深交所问询函，根据公司于 2022 年 12 月披露的《关于广东翔鹭钨业股份有限公司对<关于对广东翔鹭钨业股份有限公司的问询函>（公司部问询函（2022）第 196 号）》，公司信息披露文件中的明细数据存在异常，一是部分客户区域划分错误；二是对合并报表范围内各经营主体经营数据进行合并抵消时存在错误所致。

## （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，公司本部（报告查询日：2023年5月15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；公司公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、债券偿还保障分析

**公司实际控制人为“翔鹭转债”提供股票质押担保和保证担保，仍可一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性**

根据公司实际控制人陈启丰签署的担保函，陈启丰对“翔鹭转债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证；担保范围为“翔鹭转债”的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用；担保期间为公司按照约定支付“翔鹭转债”的利息及兑付“翔鹭转债”的本金之日起两年，如“翔鹭转债”利息及本金的支付义务为分期履行，则对每期债务而言，保证期间均为自每期债务履行期限届满之日起至最后一期债务履行期限届满之日起两年。

根据公司实际控制人陈启丰与“翔鹭转债”保荐机构签署的《广东翔鹭钨业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），出质人陈启丰以其持有的部分公司普通股股份出质给质权人（即“翔鹭转债”全体持有人），为“翔鹭转债”提供质押担保。质押担保的主债权为公司本次发行的总额 3.02 亿元的可转债金额（以下简称“主债权”）。质押担保的范围包括主债权的本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用（包括但不限于诉讼费或仲裁费、律师费、评估费、拍卖费等）。出质人为主债权提供担保的期限：自股份质押合同下的登记之日

起至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。2019年9月19日，上述股权质押已经在中国证券登记结算有限责任公司完成质押登记，质押股数为30,012,161股，截至2023年5月30日，质押股数仍为30,012,161股。

质押财产价值发生变化后的安排如下：在质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于“翔鹭转债”尚未偿还本息总额的130%，质权人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与“翔鹭转债”尚未偿还本息总额的比例高于150%，追加的资产限于翔鹭钨业人民币普通股，追加股份的单位价值为连续30个交易日内翔鹭钨业股票收盘价的均价。在出现上述须追加质押物情形时，出质人应追加提供相应数额的翔鹭钨业人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值符合上述规定。截至2023年5月30日，公司近30个交易日股票收盘价最低为8.01元/股，最高为9.16元/股，对应质押股票市场价值分别为2.40亿元和2.75亿元，对“翔鹭转债”未偿还本息的覆盖率分别为78.43%和89.87%，已触发质押合同的补充质押条款。截至2023年5月30日，出质人陈启丰剩余可质押股票数量为21,824,239股，需关注后续补充质押情况。

整体来看，公司实际控制人为“翔鹭转债”提供股票质押和保证担保，仍可一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性，但需关注实际控制人后续补充质押情况。

## 九、结论

公司主要从事钨制品的开发、生产与销售，主要产品包括各种规格的氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨合金粉及硬质合金等，主力产品碳化钨粉依托技术水平形成较好的竞争优势。但公司以产业链中间产品为主，毛利水平一般，利润空间易受钨精矿价格挤压。2022年因市场需求疲软导致产能利用率不足、停工损失，叠加原材料价格上涨，经营成本加大及商誉减值侵蚀公司利润，2022年公司多项利润指标由正转负，同时净亏损规模较大，对其所有者权益造成侵蚀。受公司净偿还债务较大影响，货币资金大幅下滑，考虑到2023年以来原料的支撑力度依旧强劲，市场信心弱及终端消费修复不达预期，需持续关注公司营运资金压力。受近年市场各方面不确定性因素的影响，公司公告将募投项目“年产800t特种超硬合金智能化生产项目”建设期再次延长1年，“翔鹭转债”募投项目和IPO募投项目均集中于特种硬质合金和精密工具领域，募投项目进展不及预期，未来产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“翔鹭转债”的信用等级为A+。

## 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	2020年
应收账款	2.81	2.64	1.94	1.91
存货	7.58	7.37	7.68	6.18
流动资产合计	13.40	12.89	14.31	14.07
固定资产	7.24	7.29	7.21	6.54
非流动资产合计	9.30	9.38	9.95	10.08
资产总计	22.70	22.26	24.25	24.15
短期借款	4.80	3.99	3.86	5.09
应付票据	2.27	2.78	3.79	3.60
流动负债合计	8.90	8.49	9.13	10.27
应付债券	2.84	2.82	2.65	2.56
非流动负债合计	4.25	4.21	4.99	4.02
负债合计	13.15	12.70	14.13	14.28
总债务	12.22	11.87	12.98	12.97
所有者权益	9.56	9.57	10.12	9.87
营业收入	3.88	16.74	15.24	12.90
营业利润	0.02	-0.38	0.22	0.46
净利润	0.02	-0.41	0.25	0.40
经营活动产生的现金流量净额	-0.32	0.59	0.31	0.59
投资活动产生的现金流量净额	-0.13	-0.46	0.32	-0.77
筹资活动产生的现金流量净额	0.76	-0.91	-0.52	0.00
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	0.12	1.12	1.44	1.21
FFO（亿元）	-0.05	0.35	0.80	0.56
净债务（亿元）	9.71	9.61	9.72	9.33
销售毛利率	9.53%	9.91%	12.84%	11.65%
EBITDA 利润率	--	6.68%	9.46%	9.36%
总资产回报率	--	0.68%	2.68%	3.84%
资产负债率	57.91%	57.04%	58.26%	59.14%
净债务/EBITDA	--	8.59	6.74	7.72
EBITDA 利息保障倍数	--	1.99	3.11	1.96
总债务/总资本	56.12%	55.37%	56.18%	56.79%
FFO/净债务	--	3.61%	8.20%	5.99%
速动比率	0.65	0.65	0.73	0.77
现金短期债务比	0.32	0.35	0.46	0.44

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



#### 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例		业务性质
		直接	间接	
广东翔鹭精密制造有限公司	10,534.50	100.00%	-	科学研究和技术服务业
江西翔鹭精密制造有限公司	20,000.00	-	100.00%	制造业
东莞市翔鹭精密工具有限公司	3,000.00	-	100.00%	批发和零售业
江西翔鹭钨业有限公司	40,000.00	100.00%	-	制造业
大余隆鑫泰金属材料有限公司	500.00	-	100.00%	制造业
大余隆鑫泰矿业有限公司	6,300.24	-	100.00%	采矿业
大余县新城海德材料有限公司	1,000.00	-	100.00%	制造业

资料来源：公司提供



## 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。