

江苏武进不锈钢股份有限公司公开发行A股 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： 

江苏武进不锈股份有限公司

公开发行A股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	2022-10-25

评级观点

中证鹏元评定江苏武进不锈股份有限公司（以下简称“武进不锈”或“公司”，股票代码：603878.SH）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，评定公司本次拟发行不超过 3.10 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公司处于工业不锈钢管行业第一梯队，下游行业多元化，大客户资质好且合作关系稳定，公司获现能力较好，负债率不高；同时中证鹏元也关注到，公司在产业链上的议价能力较弱，近三年盈利能力持续减弱，原材料价格上涨将加大公司资金周转压力。

债券概况

发行规模：不超过 3.10 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行目的：用于年产 2 万吨高端装备用高性能不锈钢无缝管项目投资建设

未来展望

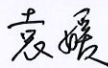
- 公司为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，下游行业相对分散，与主要客户已建立较长时间的合作关系，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

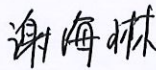
公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.6	2021	2020	2019
总资产	36.19	35.50	34.30	31.32
归母所有者权益	24.48	24.72	24.05	23.75
总债务	6.34	5.87	5.57	3.73
营业收入	12.68	26.99	24.01	23.24
净利润	0.82	1.76	2.20	3.15
经营活动现金流净额	-1.54	4.90	3.44	0.46
销售毛利率	12.82%	14.14%	18.28%	24.03%
EBITDA 利润率	--	11.00%	15.16%	19.29%
总资产回报率	--	5.91%	8.00%	12.39%
资产负债率	32.36%	30.35%	29.90%	24.19%
净债务/EBITDA	--	-1.57	-1.34	-0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	63.40	41.40	60.95
总债务/总资本	20.58%	19.18%	18.80%	13.59%
FFO/净债务	--	-46.76%	-54.71%	-87.69%
速动比率	1.47	1.62	1.72	1.91
现金短期债务比	1.54	1.92	1.99	2.17

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：袁媛 
 yuany@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳 
 xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司是特种设备获证企业，为国内工业用不锈钢管主要供应商之一。公司取得了国家特种设备制造许可证（压力管道）、民用核安全设备制造许可证等，主持或参与国家标准、行业标准和团体标准制修订 43 项，拥有专利 70 件，2021 年无缝管和焊管合计产量为 8.86 万吨，为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，处于工业不锈钢管行业第一梯队。
- 公司下游行业多元化，大客户资质好且合作关系稳定。公司下游行业较为分散，包括石油化工、机械设备、电力设备和天然气等，有利于抵御单一行业周期性波动风险。公司主要客户均为大型企业，包括中石化、中石油、中海油等石化企业及东方锅炉集团股份有限公司等各大锅炉厂，下游客户资质较好且已建立稳定的合作关系，公司需求有一定的保障。
- 公司获现能力较好，债务率不高。2019-2021 年公司 FFO 持续为正且规模较大，主营业务现金生成能力较好；资产负债率保持在 30%左右，整体水平较低。

关注

- 公司在产业链上的议价能力较弱，应收账款周转天数较高。公司原材料为不锈钢，上游行业集中度高，供应商议价能力强，下游客户主要为中石化、中石油等大型企业，客户地位强势，上游账期偏短而下游账期较长，应收账款周转天数高于应付账款周转天数。
- 公司盈利能力持续减弱。受国内竞争加剧、生产成本增加、取消出口退税等因素综合影响，2019 年以来公司吨钢毛利、净利润持续下滑。
- 原材料价格上涨将加大公司资金周转压力。近年来不锈钢圆钢和不锈钢板材在无缝管和焊管生产成本的占比分别在 70%和 80%以上，公司存货占总资产比例较大，且存货周转效率有待提升，若原材料价格上涨，将加大公司资金周转压力。

同业比较（单位：亿元、吨）

指标	久立特材	武进不锈
总资产	78.29	35.50
净资产	52.61	24.72
营业收入	59.74	26.99
净利润	8.02	1.76
销售净利率	13.43%	6.53%
资产负债率	32.80%	30.35%
销量	118,390	87,212
产量	116,442	88,649

注：（1）以上各指标均为 2021 年数据；（2）产销量的统计口径为无缝管和焊管。

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	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

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	9/9
	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	非常强
	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		9/9
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
无	--	--	--	--	--

一、发行主体概况

公司前身为武进不锈钢管有限公司（以下简称“武进有限”），2001年3月，公司由朱国良等19位自然人在武进县郑陆不锈钢管厂基础上改制设立，设立时实收资本863.00万元，第一大股东朱国良出资比例92.1211%。

2001年4月至2012年3月，公司经历了多次更名、增资、股权转让和吸收合并4家子公司等事项。

2012年4月6日，武进有限全体股东作为拟整体变更设立股份有限公司的发起人，以公司截至2011年12月31日经审计的净资产5.63亿元为基准，按照3.7513:1的比例折合股本1.50亿元，其余4.13亿元计入资本公积，武进有限整体变更为股份有限公司。

2016年12月19日，公司在上海证券交易所上市，发行股票5,050.00万股，股票代码603878.SH，注册资本由1.52亿元增加至2.02亿元。

上市后，公司进行了股权激励和资本公积转增股本，截至2022年6月末，公司注册资本和实收资本均为4.01亿元，第一大股东朱国良持股比例为16.14%，实际控制人为朱国良家族，即朱国良、其配偶顾坚勤、女儿朱琦和女婿沈卫强，以直接和间接的形式合计持有公司股权1.57亿股，持股比例为39.28%，具体股权结构图见附录二。

截至2022年6月末，公司前十大股东持有公司51.05%的股份，实际控制人股权均未被质押。

表1 截至2022年6月末公司前十大股东明细（单位：股、%）

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
朱国良	境内自然人	64,662,522	16.14
朱琦	境内自然人	53,218,479	13.28
常州富盈投资有限公司（简称“富盈投资”）	境内非国有法人	21,720,866	5.42
徐玉妹	境内自然人	20,846,396	5.20
江新明	境内自然人	9,206,900	2.30
沈卫强	境内自然人	8,908,200	2.22
顾坚勤	境内自然人	8,908,200	2.22
建银资源久鑫（天津）股权投资有限公司（简称“建银资源”）	境内非国有法人	7,811,616	1.95
陈笑慧	境内自然人	4,675,968	1.17
中国建设银行股份有限公司一大成中证红利指数证券投资基金（简称“大成基金”）	其他	4,606,848	1.15
合计		204,565,995	51.05

注：富盈投资由实际控制人朱国良和朱琦共同控制。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司主营业务为工业用不锈钢管及管件的研发、生产与销售，主要产品包括工业用不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等，产品主要应用于石油、化工、天然气、电力设备制造以及机械设备制造等行业。截至2022年6月末，公司纳入合并范围的子公司仅为1家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：江苏武进不锈股份有限公司公开发行A股可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币3.10亿元（含）；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 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 1 个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的向下修正条款：在本期债券存续期间，当本公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前述的股东大会召开日前 20 个交易日本公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格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 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期债券期满 5 个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会或者董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定；在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本期债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，（2）当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时；

债券回售条款：（1）有条件回售款。在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司，若在上述 30 个交易日内发生过转股价格因派送股票股利、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）、配股以及派送现金股利等情况而调整的情形，则调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，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 30 个交易日须从转股价格向下修正之后的第一个交易日起重新计算；在本期债券最后两个计息年度内，本期债券持有人在每年回售

条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；（2）附加回售条款。在本期债券存续期间内，如果本期债券所募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人有权按面值加当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或全部可转换公司债券。持有人在附加回售申报期内未进行附加回售申报的，不应再行使本次附加回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量及比例由股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。

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3.10亿元（含），资金投向明细如下：

表2 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
年产2万吨高端装备用高性能不锈钢无缝管项目	46,836.56	31,000.00	66.19%

资料来源：《江苏武进不锈钢股份有限公司公开发行A股可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》、公司提供，中证鹏元整理

1.项目基本情况

本期债券募投项目实施主体为公司本部，实施地点为常州市天宁区高新技术产业开发区，根据《江苏武进不锈钢股份有限公司公开发行A股可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》（以下简称“本期债券募投项目可行性报告”），募投项目主要用于高端装备用高性能不锈钢无缝管产品生产，主要包括各类高压及超高压锅炉用不锈钢无缝管、换热器用精密管、超长精密盘管，汽车、高铁及仪表用精密管等产品，实施完成后可形成年新增各类产品20,000吨生产能力。本期债券募投项目计划总投资4.68亿元，计划建设期两年，截至2022年8月末，项目已投资2,900.56万元（不含土地费用）。

2.项目审批情况

截至2022年8月末，本期债券募投项目已取得常州市天宁区行政审批局出具的《江苏省投资项目备案证》（常天行审备（2021）207号）、常州市生态环境局出具的《市生态环境局关于江苏武进不锈钢股份有限公司年产2万吨高端装备用高性能不锈钢无缝管项目环境影响报告表的批复》（常天环审（2022）14号）；募投项目土地已经取得“苏（2021）常州市不动产权第0107285号”《不动产权证书》。

3.经济效益情况

根据本期债券募投项目可行性报告，项目达产年销售收入为87,360.00万元（不含税），年利润总额8,925.35万元，项目投资财务内部收益率为13.65%（所得税后），财务净现值大于零，投资回收期为9.05年（含建设期2年）。受资金到位等因素影响，募投项目能否如期完工存在不确定性，完工后受市场需求、行业竞争及公司未来发展状况等因素影响，募投项目投产后能否实现预期收益存在不确定性。

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年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

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，严重拖累固定资产投资增长。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年上半年，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，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年GDP同比增长2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入10.52万亿元，扣除留抵退税因素后增长3.3%，按自然口径计算下降10.2%；同期全国一般公共预算支出12.89万亿元，同比增长5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

行业及区域经济环境

我国是世界不锈钢管行业的最大生产国和消费国，且行业产量增速较快

不锈钢管是以不锈钢圆钢、板材（平板或卷板）为材质，经特殊工艺加工而成的中空长条钢制品，两端开口并具有中空断面，且其长度与断面周长之比较大的钢材，包括圆形管、方形管、椭圆形管、三角形管等各种形状。从产业链看，不锈钢管行业产业链从上游的铁矿石、废钢、铬镍合金等金属材料至不锈钢冶炼行业开始，到中游的不锈钢型材的生产制造（包括圆钢、板材和其他型材），再延伸至下游的不锈钢管及其他管件的生产制造，最终应用于各类民用、工业领域。

根据生产工艺划分，无缝管材可分为无缝管和焊接管，目前市场上无缝管为第一大不锈钢管，具体如下表所示。

表3 无缝管和焊接管对比分析一览表

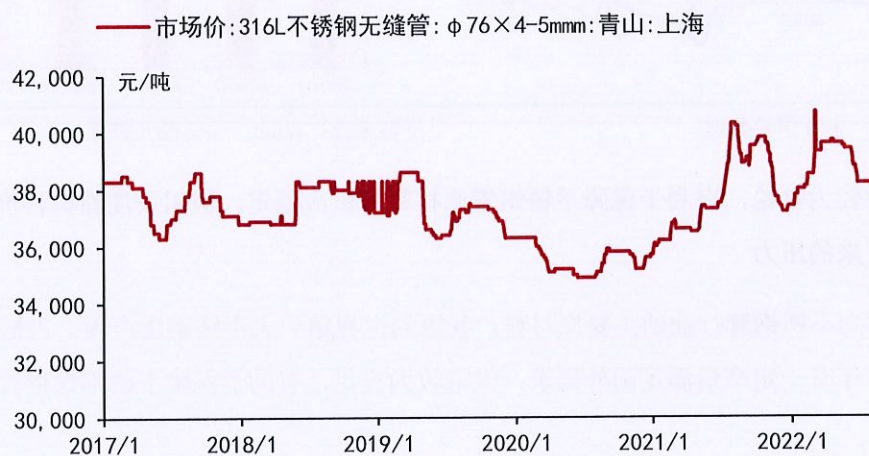
项目	不锈钢无缝管	不锈钢焊接管
制造	具有中空截面但周边没有接缝，以不锈钢圆钢为原料，经热轧穿孔或热挤压加工制成毛管，再经冷轧或冷拔而制成，其检测及整形必须离线处理	具有中空截面但周边有焊接缝，以不锈钢板材（平板或卷板）为原料，经机组和模具卷曲成型后，再将接缝处加以焊接而成
特点	生产技术难度较大，但产品附加值高，主要应用于高腐蚀、高温高压、低温高压环境	焊接管生产工艺相对简单，但生产效率较高，品种规格较多，同规格的制管成本较低，主要应用于常温常压环境
下游行业	石油、化工、电力设备、造船、造纸、航空航天、机械制造等	石油、化工、天然气、电力、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造

具体应用	石化换热器用管、仪表压力管道、流体输送管道和超（超）临界电站锅炉用管等	石化管线、LNG 管线、纸浆输送管道、电站冷凝器、换热器用管等
------	-------------------------------------	---------------------------------

资料来源：公司提供

我国是世界不锈钢管行业的最大生产国和消费国，近年来我国不锈钢管制造业增速较快，根据中国特钢企业协会不锈钢分会的统计数字，我国工业用不锈钢管的产量已从2008年的51万吨增长到2015年的107.6万吨，年均增长11.26%。近年来不锈钢无缝管价格呈一定的波动性，2021年以来受流动性宽松及国际宏观环境影响，无缝管价格中枢大幅上移，2022年上半年，“青山镍”事件再度推高镍价导致不锈钢价格继续上行，随着事件影响消退，镍价回落，但预计短期仍将处于高位，受此影响，不锈钢亦将处于高位。

图1 2021年以来不锈钢无缝管价格屡创新高，且波动较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年工业用不锈钢市场需求主要由国内大型炼化项目、LNG 建设项目持续投资拉动

根据应用领域不同，不锈钢管可分为工业用不锈钢管和民用不锈钢管，其中工业用不锈钢管主要用于石油、化工、天然气、电力设备制造及机械设备制造等行业；民用不锈钢管则主要应用于建筑给水管道、生活饮用水输配水设备、城市景观及装饰、门窗、楼梯、厨具等器件中。工业用不锈钢管相对民用管生产技术要求高，加工难度大，且具有规格多、批次多、定制化的特点。

石油化工行业是周期性行业，近年来受国内外宏观经济、供需环境、基数效应、国际油价、价格走势、结构调整等多种因素影响，石油天然气行业投资波动大，2020年在疫情影响下，行业固定资产投资下降 29.6%，2021 年疫情缓解，工业品需求释放，带动行业固定资产投资小幅增长 4.2%，而随着国内民营大炼化项目的陆续投产，预计不锈钢管市场需求将被持续拉动。

工业不锈钢管在电力设备制造行业主要应用于火电行业。截至 2022 年 6 月底，全国火电装机容量为 13.05 亿千瓦，同比增长 3.03%。得益于国家逆周期调控政策逐步落地，“上大压小”项目推进及天然气和生物质发电装机增长等，2020 年火电新增装机容量 5,637 万千瓦，同比大幅增长 27.4%，结束连

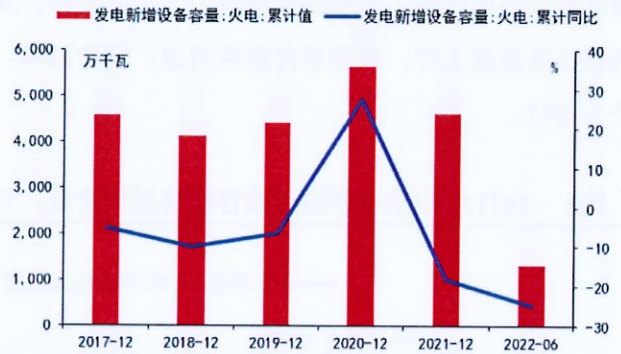
续 4 年负增长态势。但 2021 年全年火电新增装机容量为 4,628 万千瓦，同比下降 18.20%，考虑到电力需求增速放缓，新能源发电装机增长，以及“碳达峰、碳中和”环保要求等，未来火电装机容量增长有限。

图2 石油天然气行业投资波动大，化工行业景气度回升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图3 2021 年火电新增装机容量大幅下降

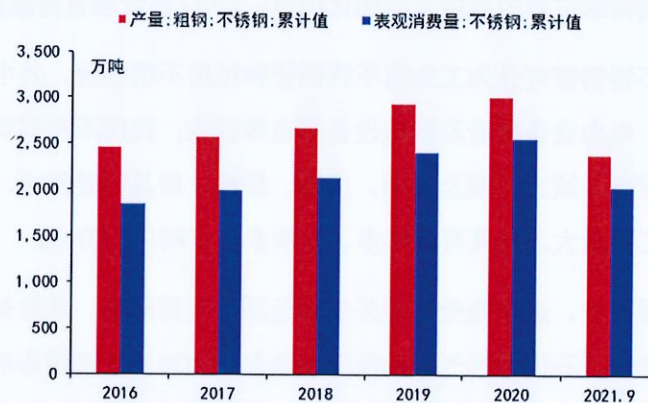


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

不锈钢供给较为宽松，有利于保障不锈钢管原材料的供应稳定，但需关注原材料价格持续上涨对行业资金周转带来的压力

不锈钢粗钢为不锈钢管行业的主要原材料，我国为世界第一大不锈钢生产国，占据全球不锈钢产量的 50%以上，每年有一定产量满足国外需求，供给较为充足，有助于保障下游不锈钢管原材料的稳定供应。

图4 我国不锈钢供给较为充足

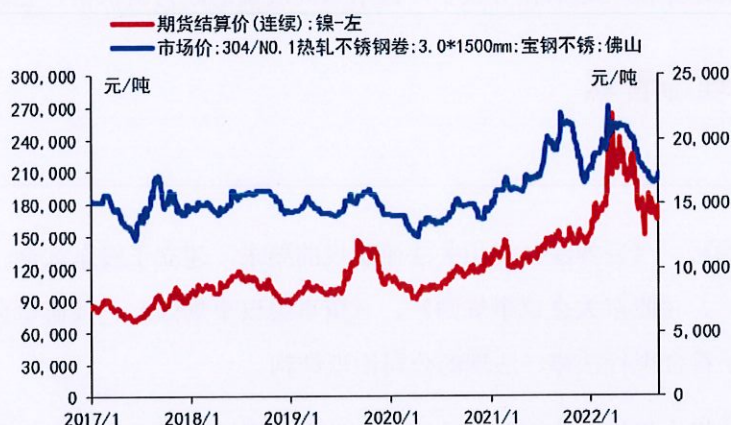


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

不锈钢价格上涨将加大行业资金周转压力。根据公开资料显示，由于不锈钢中超过 70%的产量来自奥氏体不锈钢，按 304 不锈钢每吨含 19%铬、9%镍、68%生铁、4%其他金属计算生产成本，镍的成本占比在 61%左右，其次是铬，占比 20%左右。其中铬的主产区南非和哈萨克斯坦产能充足产量稳定，有

助于维护价格稳定，而镍由于体量提升较为困难叠加市场存在投机需求，价格较为昂贵且波动较大，对不锈钢成本影响较大，因此镍虽然含量占比低，但其价格波动很大程度上决定了不锈钢的价格走势。2020年以来不锈钢价格进入上行通道，其价格上涨一定程度会向中下游制造商转移，进而对不锈钢管产品生产利润造成一定不利影响。如2022年3月的伦镍挤仓事件，不锈钢价格跟随镍价暴涨暴跌，使得中游制造商一方面要承受原料端的剧烈变动对利润的压力，另一方面又要面对下游市场的需求波动带来的去库存困难，导致腹背受压。因此原材料价格持续上涨将占用更多的营运资金，进而加大资金周转压力；若原材料价格持续下滑，将加大企业原材料库存管理难度，可能产生存货跌价损失风险。

图5 2017年以来镍价与不锈钢板价格呈正相关



资料来源：Wind，中证鹏元整理

不锈钢管行业低端市场竞争激烈，中高端市场相对集中；取消出口退税政策将加剧行业竞争

经过多年发展，我国不锈钢管行业格局为企业数量多、分布散，由于工业用不锈钢管适用于多个行业，产品品种多样、规格各异，地区性需求各异，因此不锈钢管行业中存在数量庞大的生产制造企业，行业集中度较低。

市场需求决定了不锈钢管产品的市场层级。一方面，在常规环境中使用的不锈钢管，产品的材质、性能、耐腐蚀、耐盐碱、耐高温高压等方面要求较低，技术含量较低、进入门槛不高，中小钢管生产企业较多，其中，还存在很大一部分的贴牌生产商，市场竞争程度最为激烈，利润水平较低。另一方面，在复杂环境（如电站锅炉、石油炼化、煤化工、天然气输送等环境）中使用的不锈钢管的各项性能整体要求较高，存在合格供应商准入机制，进入门槛较高，国内大规模生产厂家较少，主要面对国外相关生产厂家的竞争。目前参与我国工业用不锈钢管市场竞争的制造企业中，既包括以公司、久立特材（股票代码：002318.SZ）等为代表的民营企业，也包括以日本住友金属工业株式会社、瑞典山特维克材料科技公司、芬兰奥托昆普公司等为代表的国外企业，同时还有常熟华新特殊钢有限公司等台资企业及部分国有企业。考虑到国产替代是大势所趋，准入政策的推进有望利好国内不锈钢管企业，以核电为例，我国核电设备国产化率从大亚湾的10%已经逐步上升到福清5、6号机组的85%，未来核电设备国产化将主

要在高端设备和高端材料领域发展，国内不锈钢管制造商有望充分受益国产化推进。

此外，根据财政部和税务总局2021年4月末发布的《关于取消部分钢铁产品出口退税的公告》，自2021年5月1日起，取消部分钢铁产品出口退税，一方面将降低国产不锈钢管在国际市场上的竞争力，对行业内出口造成一定冲击，另一方面国内不锈钢管制造商可能更多的转向国内市场，从而导致国内市场竞争加剧。2022年，在经济发展“稳字当头、稳中求进”的总基调下，适度超前开展基础设施投资的政策导向，为钢铁行业总体稳定提供了有效支撑。2022年1月，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部联合印发《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，为钢铁行业形成绿色低碳可持续的高质量发展格局，作出了全面的指导，而不锈钢管行业处于钢铁行业的终端产品制造环节，其自身在技术和排放等方面受到的政策限制影响相对较小，但未来高质量的原材料供给，也将推动行业高质量发展。

五、公司治理与管理

1、公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会。公司制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等重大事项。2019-2022年6月公司累计召开年度股东大会4次，临时股东大会3次，股东大会的召集召开程序、提案审议程序、决策程序均符合相关规定。

公司设董事会，对股东大会负责，决定公司的经营计划和投资方案。公司董事会由9名董事组成，设董事长1名，副董事长1名。

公司监事会有监事3人，由2名股东代表和1名职工代表监事组成，监事会设主席1人。监事会职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和提议召开临时股东大会等。

根据公司于2021年7月30日发布的《关于最近五年不存在被证券监管部门和交易所采取监管措施或处罚情况的公告》，公司最近五年内不存在被证券监管部门和交易所采取监管措施或处罚的情况。

2、公司管理

截至2022年6月末，公司实际控制人为朱国良家族，包括朱国良、其配偶顾坚勤、女儿朱琦和女婿沈卫强，其中朱国良任董事长、朱琦任副董事长及副总经理、沈卫强任董事及总经理，除独立董事和监事外，公司其他管理人员长期在公司任职，管理团队较为稳定。

根据行业特点和经营管理需要，公司设有研发中心、生产设备部、质保部、销售部等部门进行专业

管理和技术支持，经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2022年6月末，公司组织架构图如附录三所示。

六、经营与竞争

公司主营业务为工业用不锈钢管及管件的研发、生产与销售，产品包括工业用不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等。2019-2021年公司营业收入持续增加，其中无缝管和焊管的销售收入占比在95%以上，其中2020年无缝管受疫情冲击，下游需求缩减导致销售收入有所下降，而焊管营业收入持续增长主要受益于境外LNG业务复苏；2022年上半年，受区域疫情影响，物流受阻，公司短期停工停产，导致上半年收入同比小幅下降。

近年公司销售毛利率持续下降。其中2019年因公司在核电、光能新能源等对于技术水平要求较高且利润空间较好的高端制造领域销售取得增长，叠加当年增值税税收优惠政策，使得当年毛利率水平较高。2020年因国内竞争加剧、成材率下降、生产成本增加及新收入准则下运费调整营业成本核算等因素导致无缝管毛利率大幅下降。2021年以来销售毛利率继续下降，主要是受出口退税政策导致国内竞争持续加剧、原材料等生产成本上升等因素综合影响。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况-分产品（单位：万元）

项目	2022年1-6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
无缝管	83,565.43	12.88%	173,133.92	13.11%	150,427.37	17.93%	158,871.26	25.10%
焊管	36,347.72	12.82%	89,710.31	16.99%	78,434.04	19.87%	64,081.14	20.54%
管件	1,455.72	4.19%	1,659.80	-5.68%	3,523.31	27.22%	5,184.85	41.31%
其他业务	5,445.61	14.26%	5,414.85	5.99%	7,704.60	4.68%	4,218.30	15.28%
合计	126,814.48	12.82%	269,918.88	14.14%	240,089.32	18.28%	232,355.55	24.03%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，但新增无缝管产能规模较大或将存在一定的产能消化风险

公司具有一定的产品认证优势。不锈钢管行业设置了生产许可制度，在石油天然气工业用不锈钢管、锅炉及压力容器用不锈钢管及民用核安全设施用不锈钢管生产领域未获得相应生产许可的企业，不允许进行相关产品的生产和销售活动。公司取得了国家特种设备制造许可证（压力管道）、民用核安全设备制造许可证等。公司属于不锈钢产品加工制造业，生产技术人员占公司员工总数的90%以上，生产流程涉及高温、高压等工艺或设备，生产作业存在一定的安全风险，因此，安全生产是公司正常经营的必要条件。国务院等部门针对行业特性颁布有《特种设备安全监察条例》等规章条例，公司必须在相关安全许可下进行生产活动，若公司生产过程中的安全指标不达标，或将面临一定的安全生产甚至经营风险。

表5 公司生产经营资质情况

序号	证书名称	证书编号	发证单位	登记备案日期	有效期至
1	中华人民共和国特种设备制造许可证（压力管道元件）	TS2710A63-2022	国家市场监督管理总局	2018.11.27	2022.11.26
2	中华人民共和国民用核安全设备制造许可证	国核安证字 Z（18）23 号	国家核安全局	2018.7.11	2023.9.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年6月末，公司拥有有效专利70件，其中，发明专利24件，实用新型专利45件；主持或参与：GB/T 40297-2021《高压加氢装置用奥氏体不锈钢无缝钢管》、GB/T 40317-2021《氧气管线用不锈钢无缝钢管》等国家标准、行业标准和团体标准制修订43项。公司与钢铁研究总院等单位合作的“高端装备用双相不锈钢无缝钢管系列关键工艺技术开发及工程应用”项目荣获“2020年冶金科学技术奖一等奖”、“能源用大口径不锈钢无缝管研发及产业化”项目获“2020年中国工业大奖提名奖”；先后承担了江苏省火炬计划项目、国家火炬计划项目、科技部科技型中小企业技术创新基金等项目的实施，并通过验收。

公司的生产基地位于江苏常州市，而江苏是我国不锈钢八大产业集群之一，公司具有一定的产业链优势。公司主要生产模式为以销定产，根据客户需求多品种、多规格、小批量的特点，围绕订单进行生产，无缝管和焊管的生产周期分别为50-60天之间和20-30天之间，此外，公司存在一定的委托加工，委托加工后公司仍需进一步对其加工，适当占用公司产能。生产工艺上，无缝管产品采用热穿孔工艺开坯，坯管至成品采用冷轧工艺为主，冷轧、冷拔互相结合，产品成材率高，单位材料与能耗低，具备一定的成本优势，暂不具备热挤压工艺，焊管则利用JCO成型等先进工艺生产，能够实现焊接钢管柔性成型，成材率极高。近年来公司不锈钢管年产量逐年增加，为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，2021年无缝管和焊管合计产量为8.86万吨，处于行业第一梯队。2019年至2022年6月，公司新投产的产能主要有2020年12月投产的IPO募投项目6,000吨油气输送用不锈钢焊管，以及2021年10月投产的年产3,500吨精密超长不锈钢管项目（主要用于生产精密、超长、薄壁类不锈钢管类产品），产能扩张步伐较为缓慢。受无缝管下游需求波动影响，2019-2020年无缝管产量有所下降，产能利用率低于80%，2021年市场需求增加，且公司部分高端产品市场份额扩大，产量大幅提升；2022年上半年产量同比有所下降主要系受二季度长三角地区疫情影响，公司生产短期停滞、产业链上下游流通受阻，随着疫情缓解、行业复工复产，公司已逐渐恢复正常生产。近年来公司焊管新增产能主要来自IPO募投项目和技改项目，整体产量逐年增加，2019-2021年年均复合增长率为15.80%。而受益于近年来公司在自动化及数字化方面的技术改造，整体产能利用率亦有所提升。

表6 公司近年来主要产品生产情况（单位：吨）

产品	项目	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
无缝管	产能	26,750	53,500	53,500	53,500
	产量	22,941	51,956	39,112	40,618
	产能利用率	85.76%	97.11%	73.11%	75.92%

	产能	15,500	31,000	31,000	31,000
焊管	产量	13,288	36,693	33,577	27,364
	产能利用率	85.73%	118.36%	108.31%	88.27%

注：上表中的产能统计口径时点为环评文件出具时间，IPO募投项目的6,000吨产能环评文件出具时间为2013年。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

考虑到2019-2021年公司无缝管产能利用率处于持续上升期，且本期债券募投项目完工后将新增的2万吨不锈钢无缝管产能是公司2021年无缝管产能的37.38%，或将给销售端带来较大的压力，未来新增产能消化存在一定的不确定性。

公司下游领域较为多元，有利于分散经营风险，主要客户资质较好但较为强势；受市场竞争加剧等因素影响，近年吨钢毛利持续下降

公司的不锈钢管销售模式均为直销，业务开拓通过报送书面材料、参加用户评审以进入该用户单位的合格供应商目录实现。合格供应商资格认定为行业奠定了一定的进入壁垒，且认证周期一般较长，有利于公司保持先发优势，公司进入了中石化、中石油、中海油等石化企业及东方锅炉集团股份有限公司等各大锅炉厂的供货单位目录，是Sabic（沙特基础工业公司）、BHEL（印度巴拉特重型电力有限公司）、EIL（印度工程有限公司）、Sasol（萨索尔）、Petrobras（巴西国家石油公司）、KOC（科威特石油公司）、KNPC（科威特国家石油公司）、PDO（阿曼石油发展公司）、JGC（日本日挥株式会社）、SK、LINDE（林德）等单位的合格供方，获得了中核集团、中国核动力研究设计院等单位的合格供方资格证书。

公司产品定价模式为“原材料/成材率+加工费”的成本导向型产品定价模式，其中原材料价格受市场供求影响而波动，成材率则主要由不锈钢管的材质、外径、壁厚、工艺、技术等因素综合决定，成材率越高，产品生产成本越低，加工费一般为一定的加成比例。受成本、技术及市场竞争等内外因素的影响，公司在产品定价上处于一定的被动地位。2019-2021年公司不锈钢管吨钢毛利均在4,000元/吨以上，整体呈持续下降趋势，其中2020年焊管吨钢毛利大幅下降主要原因是疫情期间国内需求紧缩，市场竞争激烈导致价格竞争加剧，无缝管吨钢毛利下降主要受竞争激烈价格下降、成材率下降、产量下降导致单位制造费用增加等因素综合影响。2021年受国内竞争激烈等因素影响，公司在中低端市场上以价换量，高端市场产品竞争力受限，导致无缝管和焊管吨钢毛利继续下行。

表7 公司主要产品单位售价和单位毛利情况（单位：元/吨）

项目名称	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	吨钢 售价	吨钢 毛利	吨钢 售价	吨钢 毛利	吨钢 售价	吨钢 毛利	吨钢 售价	吨钢 毛利
无缝管	38,059.15	4,902.02	34,699.36	4,548.67	39,014.28	6,995.26	40,882.98	10,261.63
焊管	26,892.42	3,448.94	24,041.29	4,085.20	23,366.41	4,642.91	25,173.30	5,170.59

注：2019年吨钢毛利不包含运费。

资料来源：公司提供

公司主导产品无缝管和焊管主要应用领域为石油（主要用于自行维修和建造相关化工设施）、化工（主要用于生产热交换器及各种化工容器的连接管道）、天然气和电力设备制造（主要用于生产电站锅炉）等。公司下游行业较为分散，有利于抵御行业风险，2019年石油化工行业和其他行业销售收入大幅增长有效抵消了机械设备行业销售收入下滑，2020年以来受益于国外LNG行业市场需求增长，来自天然气行业的销售收入强势增长熨平了来自石油化工等行业收入的波动，近三年营业收入整体持续增长。值得注意的是，受下游火电需求减弱及竞争加剧等因素影响，2019-2021年来自电力设备行业的营业收入持续下降，但得益于2021年末公司在新能源前端制造方面的产品发力，新增订单较多，叠加火电锅炉管道进入更新升级周期，2022年上半年来自电力设备的行业收入同比大幅增加。而由于天然气行业项目建设周期较长，单笔订单金额较大，年内收入分布起伏较大，2022年上半年来自天然气行业的收入同比大幅下降。

毛利率方面，不同产品毛利率存在一定的分化，受益于无缝管价格大幅上涨，2019年主要产品的各应用行业毛利率均表现较好，但2020年以来受原材料及用工成本增加、国内竞争加剧、取消出口退税等因素影响，主要行业的销售毛利率均明显回落。2020年电力设备行业销售收入确认主要来自毛利率相对较高的2019年度出口订单，因此当年毛利率小幅上涨，而随着国内竞争加剧等因素，2021年毛利率大幅下降。

表8 公司营业收入及毛利率情况-按客户所处行业分类（单位：万元）

项目	2022年1-6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
石油化工	56,198.26	13.63%	108,132.88	15.73%	85,347.86	17.47%	99,622.19	24.02%
机械设备	24,771.72	10.31%	51,590.18	10.67%	49,138.08	18.14%	53,275.42	24.58%
电力设备	12,444.54	8.85%	14,657.69	7.88%	26,974.75	21.65%	29,720.46	20.17%
天然气	6,788.84	14.42%	43,021.58	19.31%	24,490.85	19.65%	5,832.10	24.50%
其他	26,611.12	14.92%	52,516.56	11.79%	54,137.77	17.36%	43,905.37	25.94%
合计	126,814.48	12.82%	269,918.88	14.14%	240,089.32	18.28%	232,355.55	24.03%

资料来源：公司提供

公司的主要客户有中国石油、中国石化等，下游客户资质较好，公司需求有一定的保障，但公司面临一定的集中度风险，2019-2021年前五大客户占比持续上升至43.44%，且值得注意的是，因主要客户的年度投资计划存在差别，近年公司前五大客户持续发生变动，若未来主要客户需求下降或未能获取到主要客户订单，或对公司经营业绩及财务造成一定不利影响。此外，下游主要客户较为强势，公司议价能力相对较弱，结算方式多为先货后款，部分为预付一定比例货款，使得公司账期较长，加大了公司营运资金压力，近三年公司应收账款周转天数平均在69天，高于同行久立特材平均46天的应收账款周转天数。

公司销售区域主要取决于下游客户的生产基地，国内市场主要分布在沿海区域、大型石化基地、西

北区域等，相对较为分散，国外市场主要分布在中东、俄罗斯等国家。受益于国内国外市场价差影响，近年来外销毛利率一直高于内销。但近年来公司外销收入波动性较大，且取消出口退税对公司外销业务带来一定冲击。

表9 公司主营业务收入销售区域情况（单位：万元）

年度	区域	收入	占比	毛利率
2022年1-6月	内销	112,867.71	93.00%	12.52%
	外销	8,501.15	7.00%	15.98%
	合计	121,368.87	100.00%	12.76%
2021年	内销	238,478.73	90.16%	14.21%
	外销	26,025.30	9.84%	15.24%
	合计	264,504.03	100.00%	14.31%
2020年	内销	189,160.00	81.40%	17.77%
	外销	43,224.71	18.60%	22.91%
	合计	232,384.71	100.00%	18.73%
2019年	内销	209,488.54	91.83%	23.60%
	外销	18,648.71	8.17%	30.86%
	合计	228,137.25	100.00%	24.19%

资料来源：公司提供

近年来公司主要产品产销率均在90%以上。剔除统计口径的影响，受2020年下游机械设备行业需求下降等因素影响，近年来无缝钢管销量呈小幅波动，而随着天然气等下游需求增加，焊管销量持续增加。

表10 公司主要产品产销情况（单位：吨）

产品	项目	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
无缝管	产量	22,941	51,956	39,112	40,618
	销量	21,957	49,896	38,557	38,860
	产销率	95.71%	96.04%	98.58%	95.67%
焊管	产量	13,288	36,693	33,577	27,364
	销量	13,516	37,316	33,567	25,456
	产销率	101.72%	101.70%	99.97%	93.03%

资料来源：公司提供

上游原材料供给较为充足，但供应商集中度高、议价能力强，原材料价格上涨将加大公司资金周转压力

公司主要原材料为不锈钢圆钢和不锈钢板材，根据销售订单和生产计划，公司采取持续分批量的形式向国内外合格供应商进行采购，并与宝钢、太钢、永兴特钢等供应商建立了长期稳定的合作关系。虽然自2019年以来公司前五大供应商集中度在60%以上，但原材料同质化较高，上游不锈钢供给较为充足，公司不会受单一供应商产能制约，生产持续性较有保障。

成本控制方面，近年来不锈钢圆钢和不锈钢板材在无缝管和焊管生产成本的占比分别在70%和85%以上，焊管多为定制产品，按需订料，签订销售合同时一定程度上锁定不锈钢板材采购价格，而圆钢为批量采购，有一定的备料周期，因而不锈钢圆钢价格波动对公司无缝管盈利具有较大影响。公司上游

不锈钢行业集中度高，议价能力强，公司部分采购需预付一定比例货款，近年来应付账款周转天数在40-50天之间，高于久立特材28-35天的应付账款周转天数，若原材料价格上涨，将加大公司资金周转压力。

从具体采购品种看，主要原材料圆钢和板材的采购均价近年呈波动增长趋势，2020年受疫情影响，上半年原材料大幅下降，拉低了全年采购均价。2021年受较为宽松的流动性影响，大宗商品价格普涨，年内不锈钢现货价格最高涨幅达52.53%，2022年上半年，受“青山伦镍事件”影响，公司圆钢和板材采购均价也有所上涨。平均采购单价较2019年分别上涨33.10%、31.02%。

表11 公司原材料采购情况（单位：亿元）

原材料	项目	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
	金额	5.33	8.71	6.24	7.83
不锈钢圆钢	单价（元/吨）	23,905.73	18,532.48	16,875.80	17,961.24
	采购数量（吨）	22,282.00	47,004.00	36,989.63	43,583.73
	金额	3.15	6.39	4.99	4.96
不锈钢板材	单价（元/吨）	20,720.38	17,987.35	15,010.14	15,814.33
	采购数量（吨）	15,199.00	35,523.00	33,222.13	31,351.34

资料来源：公司提供

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2019-2021年审计报告及未经审计的2022年半年报，报告均采用新会计准则编制。公司2019-2021年合并报表范围无变化，截至2022年6月末，公司纳入合并范围的子公司仅为1家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，现金类资产较为充足，整体资产质量尚可

近年来公司总资产持续增加，增量部分主要来自经营积累和总债务增加。近三年流动资产的占比维持在75%左右。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款，近年来持续增长，其中2019年末货币资金明显偏低，主要是因为受新金融工具准则影响，结构性存款重分类至交易性金融资产；2020年以来公司货币资金持续回升，截至2021年末受限资金为1.35亿元，为银行承兑汇票保证金等。交易性金融资产为理财产品和结构性存款。

应收账款近年来账面价值呈一定的波动性，应收账款集中度有所增加，截至2021年末，前五大应收对象期末余额合计数为2.50亿元，占同期末应收账款余额的44.99%，应收账款账龄较短，2021年末1年

以上的应收账款余额占比为10.95%。公司应收账款均按照账龄计提坏账风险，2021年末坏账准备计提比例为9.99%，下游客户资质相对较好，坏账风险相对可控。公司应收款项融资均为已背书的应收银行承兑汇票，近年来账面价值存在一定的波动性。

公司存货主要由库存商品、在产品（尚未完工的不锈钢管）、发出商品（已出库但尚未确认收入的不锈钢管）及原材料（主要为不锈钢圆钢和不锈钢板材）构成。近年来公司存货账面价值存在波动，但占总资产比例仍较大，存货周转天数虽持续减少，但仍高于同行久立特材，若原材料价格上涨将加大公司资金周转压力，存货周转效率有待提升。

图6 公司存货构成情况

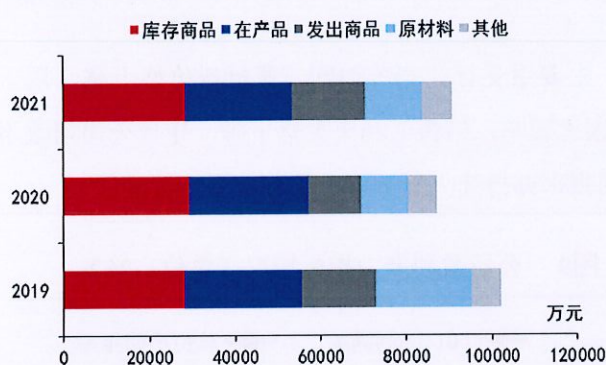
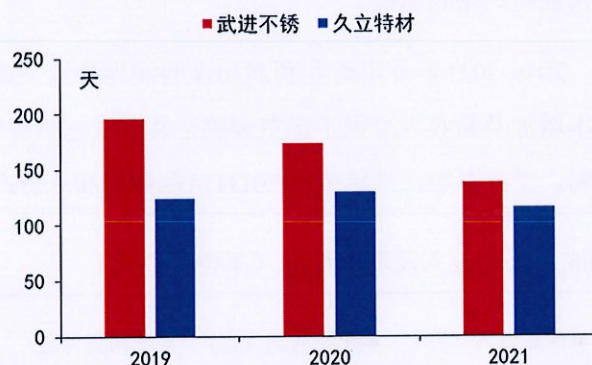


图7 可比对象存货周转天数情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告

资料来源：Wind，中证鹏元整理

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6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	4.88	13.48%	4.76	13.41%	4.19	12.23%	2.97	9.49%
交易性金融资产	3.21	8.87%	5.33	15.02%	3.54	10.32%	3.14	10.02%
应收账款	6.49	17.93%	5.01	14.11%	4.75	13.86%	4.91	15.67%
应收款项融资	1.22	3.36%	1.05	2.97%	3.17	9.26%	1.69	5.38%
存货	9.77	26.99%	9.06	25.53%	8.71	25.40%	10.21	32.60%
流动资产合计	26.62	73.55%	25.93	73.05%	25.73	75.01%	23.65	75.50%
固定资产	5.17	14.29%	5.34	15.05%	5.00	14.58%	4.76	15.20%
在建工程	2.17	6.00%	1.92	5.40%	1.79	5.22%	1.13	3.60%
非流动资产合计	9.57	26.45%	9.56	26.95%	8.57	24.99%	7.67	24.50%
资产总计	36.19	100.00%	35.50	100.00%	34.30	100.00%	31.32	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备，2019-2021年账面价值小幅增加，主要受益于精密超长不锈钢管厂房和钢管车间530冷轧管机等在建工程转入及外购机器设备。公司在建工程主要为JCO大口径直缝焊管生产线、穿孔车间800五机架定径机组、行星高速轧机等，随着在建项目投入增加，近三年在建工程规模持续增加。

总的来看，近年来公司资产持续增加，现金类资产较为充裕，其他基本以存货、应收账款等经营相关资产及固定资产、在建工程等生产相关资产为主，符合公司经营特点，2021年末受限资产合计1.42亿元，占总资产的3.99%，整体资产质量尚可。

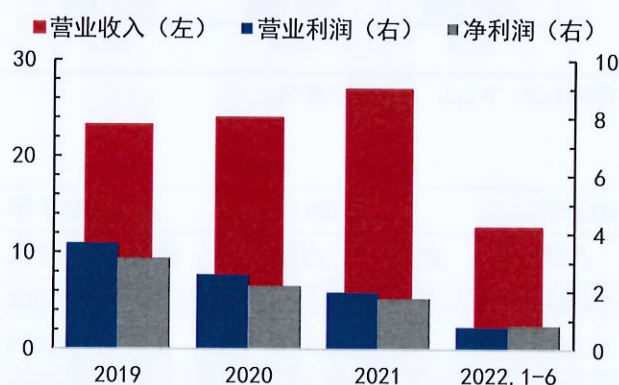
盈利能力

近年来公司盈利能力持续减弱

公司营业收入主要来自不锈钢管，近三年公司营业收入持续增长，2020年受疫情影响市场需求缩减导致无缝管销售收入下降，当年公司营业收入增速仅3.33%，2021年疫情有所缓解，市场需求释放，公司营业收入增长明显。

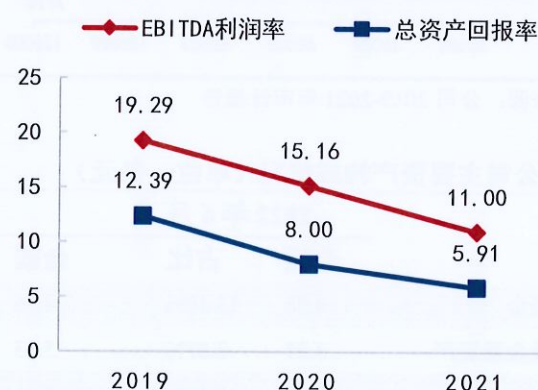
2019-2021年公司营业利润和净利润均持续下降，主要系受行业竞争加剧、原材料价格上涨、用工成本增加及新收入准则下运费调整至营业成本核算等因素影响，销售毛利率大幅下降，导致公司增收不增利，受此影响，近年公司EBITDA利润率和总资产回报率亦持续大幅下降，盈利能力持续减弱。

图8 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

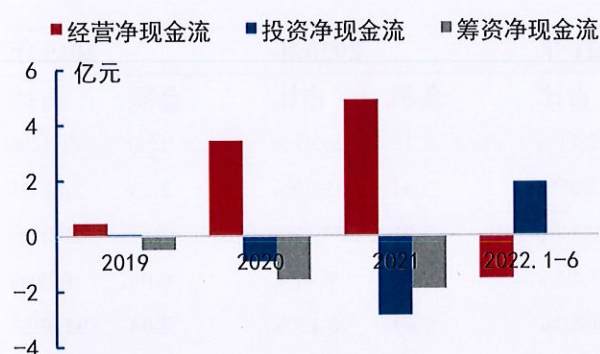
公司主营业务现金生成能力较好，在建项目主要为本期债券募投项目，融资需求可控

经营活动方面，公司下游客户较为强势，销售回款相对较弱，2019-2021年公司平均收现比为0.81。2019-2021年FFO持续为正且规模较大，主营业务现金生成能力较好。2019-2021年公司经营活动现金流均为净流入且规模持续增加，其中2020年，受益于公司加强存货管理和对上游供应商资金占用，公司营运资本大幅转正，导致经营活动现金流规模大幅增加；2021年公司在营业收入增长较快的同时提高了资金回笼的效率，使得在当年利润下降的情况下，经营活动净现金流入持续增加；2022年上半年经营活动净现金流为负主要系账期延长，以及公司为应对原材料价格增长，增加了相应储备所致。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流量主要来源于交易理财产品以及结构性存款，固定资产的投资规模相对较小，近年投资活动净现金流的变动主要受当年交易性理财产品及机构性存款规模变动的影 响。考虑到公司目前主要的在建项目为本期债券募投项目，预计今后两年固定资产的投资支出规模会大幅增加。

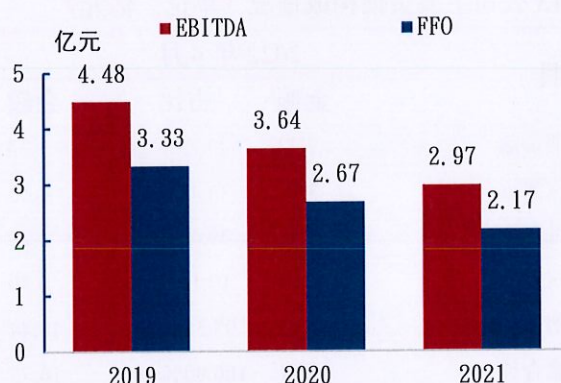
筹资活动方面，2019-2021年公司筹资活动现金流均为净流出，主要用于偿还债务和现金分红。因本期债券募投项目尚未完工，未来将面临一定的资本性开支需求。

图10 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

图11 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

净资产规模持续增加，虽债务也大幅增加，但偿债压力可控

公司净资产主要由股东投入和经营积累构成，受益于自身经营积累，近年来净资产规模持续增加。近年来公司总债务持续上升，导致总负债也在持续增加。公司产权比率虽持续增长，但整体而言，净资产对总负债的保障程度尚可。

图12 公司资本结构

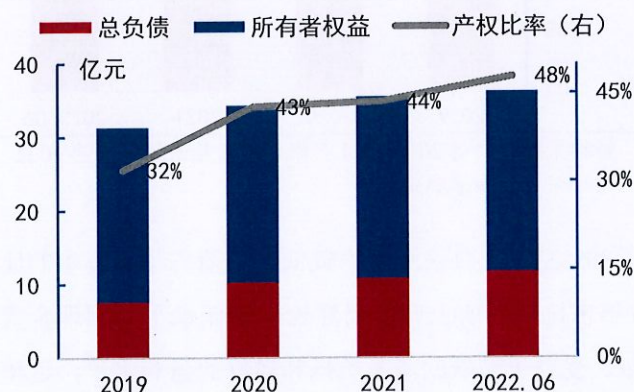
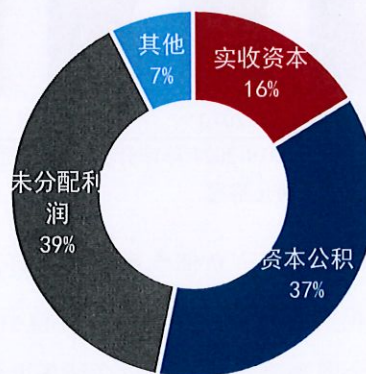


图13 2022年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

近年来公司流动负债占比稳定在90%以上，且占比持续增加。

流动负债方面，近年来公司短期借款余额波动增加，截至2022年6月末，短期借款主要为信用借款及已议付的国内信用证。应付票据和应付账款均主要为应付供应商的材料款，账面余额逐年上升，公司占用上游供应商货款的能力也在提升。公司合同负债为预收下游客户的货款，因2020年会计准则变更由合同预收款重分类而来。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.43	20.75%	1.34	12.41%	2.12	20.69%	1.60	21.14%
应付票据	3.91	33.41%	4.53	42.05%	3.44	33.59%	2.13	28.13%
应付账款	3.40	29.00%	3.28	30.41%	3.01	29.37%	2.12	28.02%
合同负债	1.19	10.14%	0.80	7.42%	0.86	8.41%	0.00	0.00%
流动负债合计	11.42	97.55%	10.44	96.93%	9.89	96.43%	7.04	92.89%
负债合计	11.71	100.00%	10.77	100.00%	10.25	100.00%	7.58	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

公司总债务由短期借款与应付票据构成，2021年末账面余额较2019年末增长57.16%，主要原因是应付票据持续增加。公司总债务虽均为短期债务，但主要为应付票据，债务结构尚可、债务压力可控。

图14 公司债务占负债比重

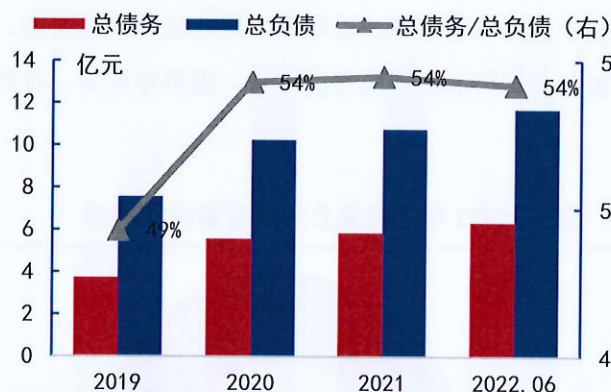
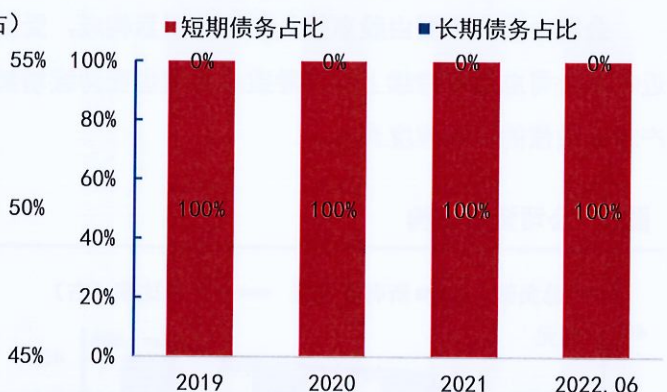


图15 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

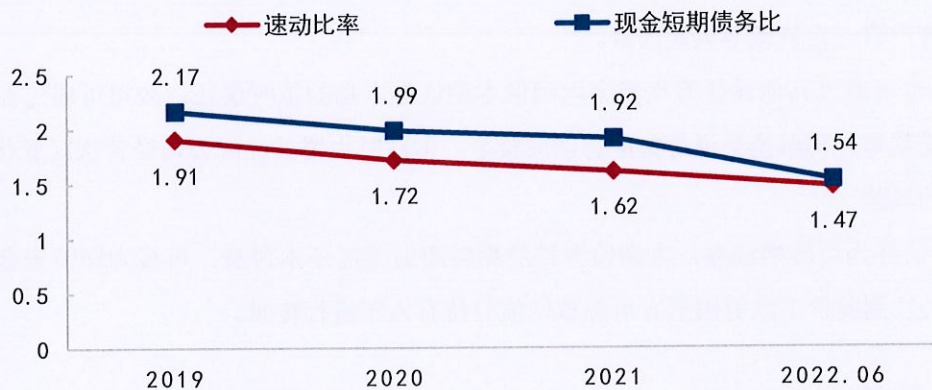
近两年公司资产负债率虽持续上升，但整体处于30%左右，负债水平仍较低。总债务与总资本的比值也呈现相同的趋势，2019年比值较小，2020-2021年末比值有所上升但仍然处于较低水平。因现金类资产可完全覆盖总债务，公司净债务近年来持续为负。受益于较低的债务负担和较好的盈利水平，近年来公司EBITDA利息保障倍数很高，对利息的保障程度很好。

表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年6月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	32.36%	30.35%	29.90%	24.19%
净债务/EBITDA	--	-1.57	-1.34	-0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	63.40	41.40	60.95
总债务/总资本	20.58%	19.18%	18.80%	13.59%
FFO/净债务	--	-46.76%	-54.71%	-87.69%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

流动性表现方面，2019-2021年公司速动比率与现金短期债务比虽存在下降趋势，但均维持在较高水平，短期偿债压力不大。此外，公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金。

图16 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，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8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；公司银行借款均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

九、抗风险能力分析

我国是不锈钢管最大的生产国与消费国，不锈钢供给可同时满足国内和国外部分市场需求，受近年大型炼化项目、LNG建设项目持续投资拉动，工业用不锈钢管行业市场规模快速增长。受国际政治、疫情持续等外部因素对原材料成本的影响，叠加行业竞争加剧、取消出口退税等因素，公司近年盈利能力

持续减弱。但考虑到公司作为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，拥有重要的行业准入许可和多项专利技术储备，产能产量均处于行业第一梯队，并长期与下游多家优质客户保持良好的合作关系，需求具有一定保障，客户行业的多元化也一定程度上降低了公司面临的市场风险。同时公司负债水平整体较低，主营业务的获现能力较好，偿还现有债务的能力强。整体来看，公司的抗风险能力尚可。

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

(1) 经营性业务方面，2019-2021年营业收入合计数、净利润合计数和经营活动现金流合计数分别为74.24亿元、7.12亿元和8.80亿元。公司拥有不锈钢管行业准入门槛优势，且经营规模处于业内第一梯队，大客户资质好且合作关系稳定，获现能力表现较好，可为本期债券偿付提供一定的保障。但我们也关注到公司在产业链上的议价能力弱、原材料价格上涨、盈利能力持续减弱将加大公司资金周转压力，且存在对主要客户有一定依赖等风险因素。

(2) 公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因导致外部融资困难的风险。

(3) 本期债券为可转换债券，本期债券转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素有可能致使债券持有人不进行转股。

十二、结论

综上，中证鹏元评定江苏武进不锈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。

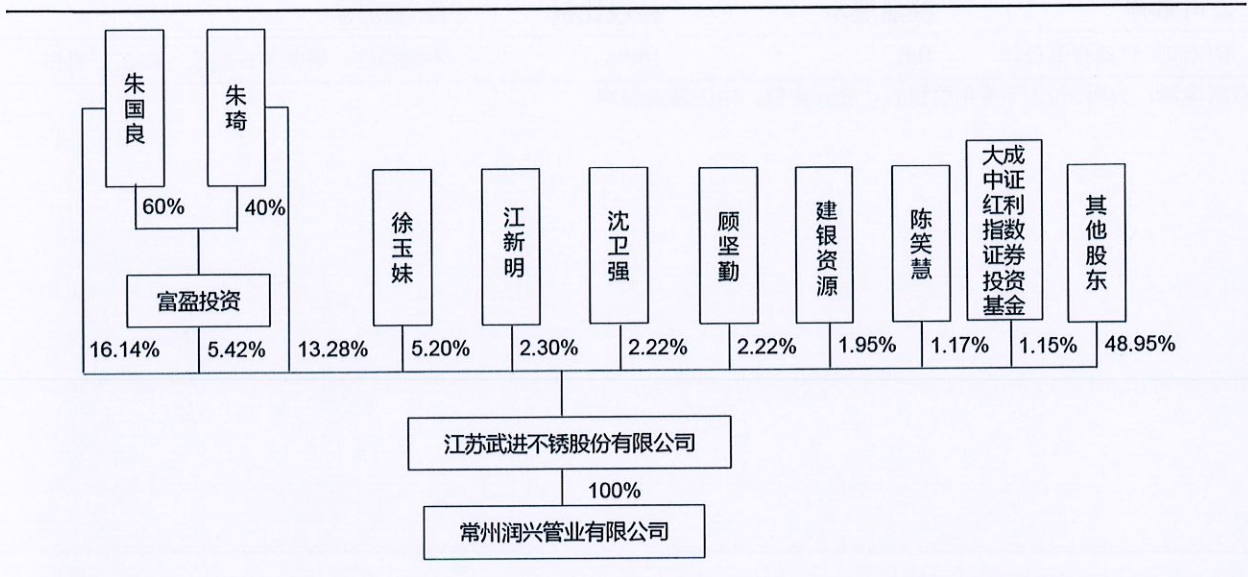
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	4.88	4.76	4.19	2.97
应收票据及应收账款	6.95	5.15	4.95	5.24
应收账款	6.49	5.01	4.75	4.91
存货	9.77	9.06	8.71	10.21
流动资产合计	26.62	25.93	25.73	23.65
固定资产	5.17	5.34	5.00	4.76
非流动资产合计	9.57	9.56	8.57	7.67
资产总计	36.19	35.50	34.30	31.32
短期借款	2.43	1.34	2.12	1.60
应付票据	3.91	4.53	3.44	2.13
应付账款	3.40	3.28	3.01	2.12
合同负债	1.19	0.80	0.86	0.00
流动负债合计	11.42	10.44	9.89	7.04
非流动负债合计	0.29	0.33	0.37	0.54
负债合计	11.71	10.77	10.25	7.58
总债务	6.34	5.87	5.57	3.73
归属于母公司的所有者权益	24.48	24.72	24.05	23.75
营业收入	12.68	26.99	24.01	23.24
营业利润	0.79	1.98	2.59	3.67
净利润	0.82	1.76	2.20	3.15
经营活动产生的现金流量净额	-1.54	4.90	3.44	0.46
投资活动产生的现金流量净额	1.93	-2.85	-0.91	0.06
筹资活动产生的现金流量净额	-0.03	-1.91	-1.58	-0.49
财务指标	2022年6月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	12.82%	14.14%	18.28%	24.03%
EBITDA 利润率	--	11.00%	15.16%	19.29%
总资产回报率	--	5.91%	8.00%	12.39%
资产负债率	32.36%	30.35%	29.90%	24.19%
净债务/EBITDA	--	-1.57	-1.34	-0.85
EBITDA 利息保障倍数	--	63.40	41.40	60.95
总债务/总资本	20.58%	19.18%	18.80%	13.59%
FFO/净债务	--	-46.76%	-54.71%	-87.69%
速动比率	1.47	1.62	1.72	1.91
现金短期债务比	1.54	1.92	1.99	2.17

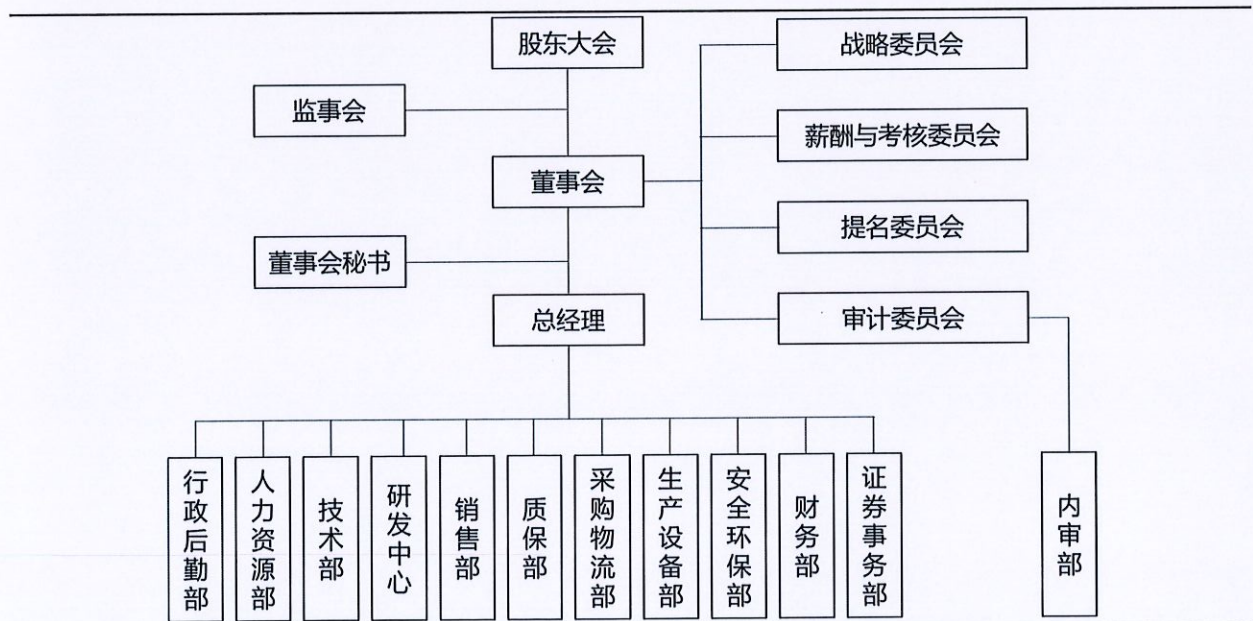
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月）



资料来源：公开资料

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月）

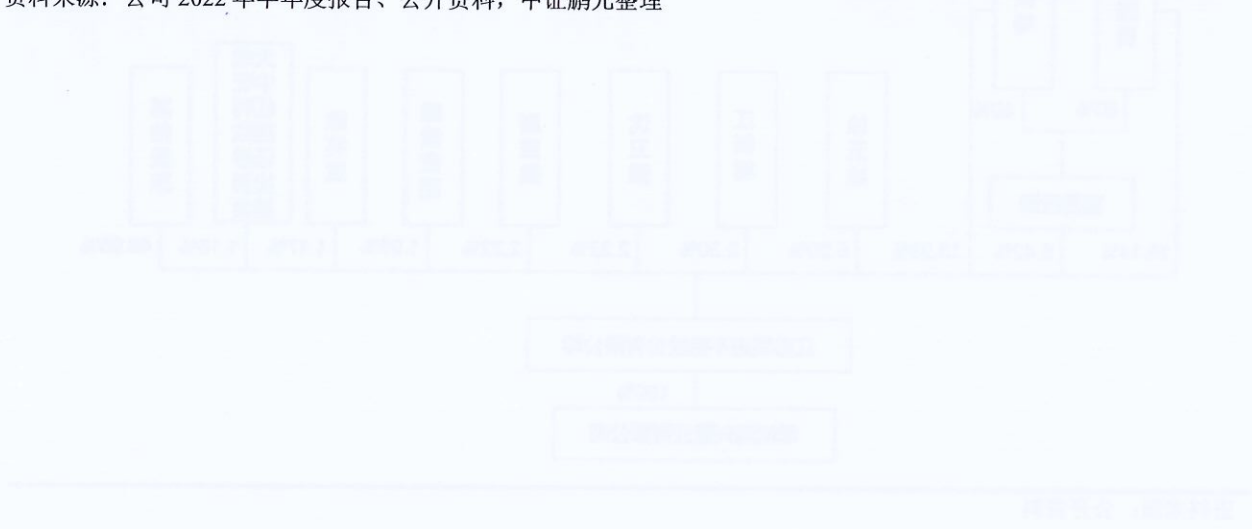


资料来源：公司提供

附录四 2022年6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	经营范围
常州润兴管业有限公司	100	100%	不锈钢管、钢制管件制造、加工、销售

资料来源：公司 2022 年半年度报告、公开资料，中证鹏元整理



（只+平以00 至第）图供报财报司公 三光信



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。