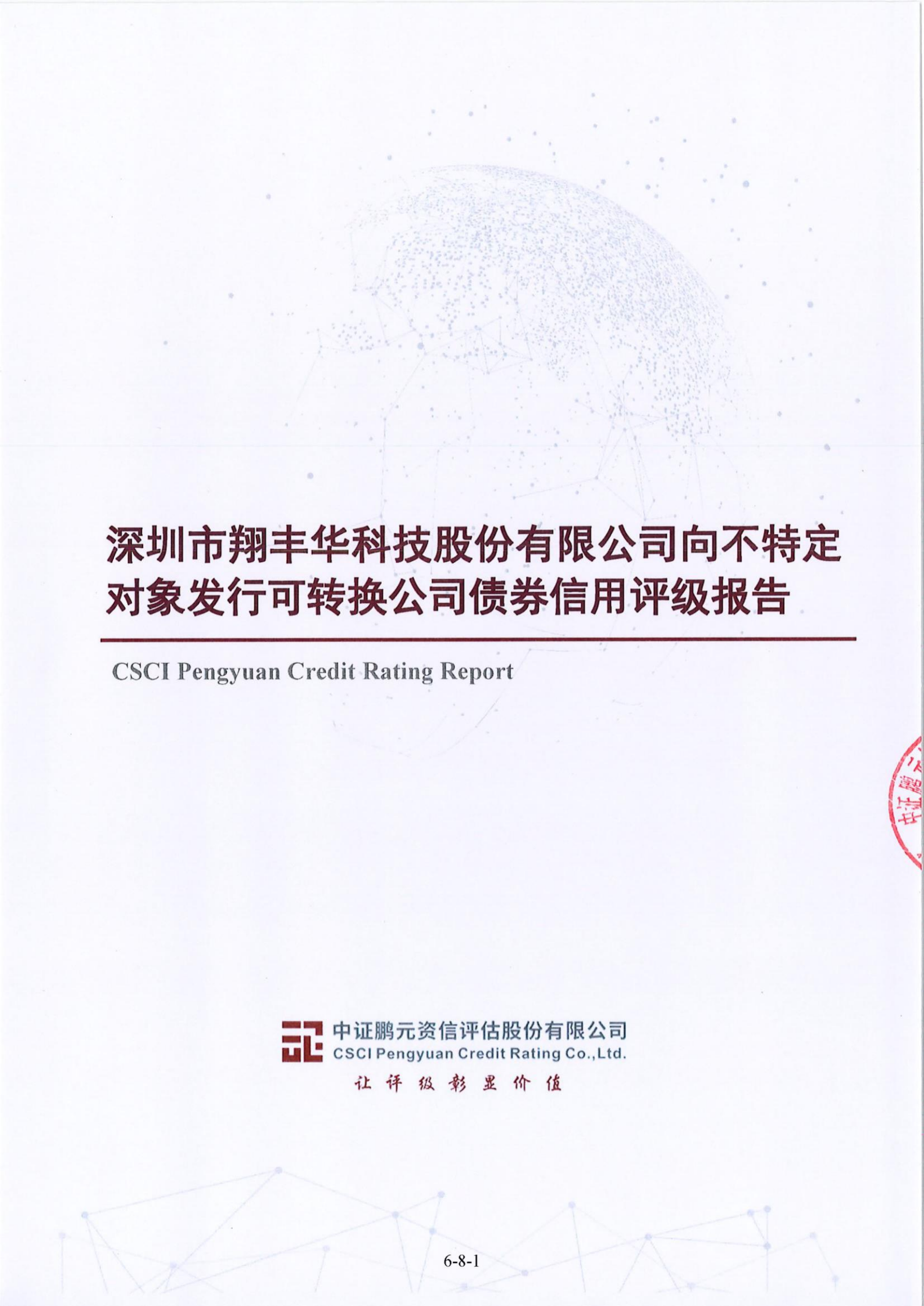




深圳市翔丰华科技股份有限公司向不特定 对象发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

深圳市翔丰华科技股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2023-4-27

评级观点

本次等级的评定是考虑到：深圳市翔丰华科技股份有限公司（以下简称“翔丰华”或公司，股票代码：300890.SZ）主营产品为石墨负极材料，下游锂电池行业近年景气度较高，在政策支持和技术进步的背景下未来仍有较大增长空间；公司进入了比亚迪等优质客户的供应链，客户回款风险相对可控。同时中证鹏元也注意到，随着后续负极材料行业产能集中释放，若下游需求增长不及预期，公司面临一定的产能消化风险；公司产品结构单一，客户集中度高，营运资金一定程度被下游占用，经营风险分散能力较弱。此外，行业竞争加剧以及原材料价格波动导致公司毛利率整体呈波动下滑态势，而业务扩张和资金沉淀推升了公司的融资需求和债务规模，公司面临一定的短期集中偿付压力。

债券概况

发行规模：不超过 8.00 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未偿还的可转债本金和最后一年利息

发行目的：用于 6 万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目、研发中心建设项目和补充流动资金

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	44.29	44.00	23.61	15.56
归母所有者权益	16.79	16.39	11.47	10.24
总债务	21.52	21.59	8.56	2.79
营业收入	5.58	23.57	11.18	4.16
净利润	0.54	1.53	0.99	0.45
经营活动现金流净额	-2.39	-2.25	0.24	0.21
净债务/EBITDA	-	3.26	0.02	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	-	11.49	26.04	28.99
总债务/总资本	-	56.50%	42.53%	21.41%
FFO/净债务	-	24.43%	3,686.32%	-43.11%
EBITDA 利润率	-	11.68%	17.51%	29.18%
总资产回报率	-	6.08%	6.14%	4.17%
速动比率	0.90	0.84	1.22	1.81
现金短期债务比	0.72	0.67	1.07	1.92
销售毛利率	21.51%	19.78%	26.19%	28.79%
资产负债率	62.07%	62.23%	51.04%	34.22%

注：2020 年净债务为负，导致 FFO/净债务出现负值。

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

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司下游锂电池行业近年景气度较高，未来市场空间广阔。公司主营产品为石墨负极材料，近年新能源汽车行业在国家政策支持下蓬勃发展，锂电池及负极材料行业景气度大幅提升，公司业务规模快速扩张。考虑到技术进步大幅提升了新能源汽车性价比以及政策导向，总体预计锂电池行业仍有较大增长空间。
- 公司客户资质较好，回款风险相对可控。公司进入了比亚迪、LG 新能源、国轩高科等知名锂电池厂商的供应链体系，形成了比较稳定的合作，2022 年末公司前五大应收账款占比合计 89.83%，账龄集中在一年以内，应收对象主要为比亚迪和 LG 新能源等，回款风险相对可控。

关注

- 负极材料行业供需关系面临调整，需关注公司产能消化风险和存货跌价风险。近年锂电负极材料行业产能快速扩张，若下游需求增长不及预期，可能导致负极材料行业供需关系发生调整并造成结构性失衡。近年公司产能亦大幅增加，在建产能规模较大，2022 年公司产能利用率和产销率已有所回落，存货期末余额大幅增加至 8.57 亿元，公司未来或将面临一定的产能消化风险和存货跌价风险。
- 公司产品结构单一，客户集中度高，对核心客户依赖度较大。公司产品结构单一，近年前五大客户销售额占营业收入的比重均超过 95%，其中对比亚迪和 LG 新能源两大客户的销售占比在 80%以上。若未来行业景气度下降、主要客户需求减弱或未能足额获取核心客户订单，将对公司经营业绩及财务表现造成较大不利影响。
- 公司与下游结算周期整体长于与上游结算周期，营运资金大量被占用，经营活动现金流量表现减弱。公司核心客户为国际知名锂电厂商，议价能力较强，公司给予的信用政策较为宽松，2020-2022 年，公司应收款项在总资产规模占比均超过 30%，对资金形成占用；同时公司对上游的预付采购款占比提高，随着业务规模的扩张，公司备货大幅增加，对营运资金消耗较大，2022 年公司经营活动现金流量转为净流出。
- 公司债务规模和杠杆水平快速攀升，流动性指标明显下滑，公司面临一定的短期集中偿付压力。近年业务规模扩张和资金缺口推升了公司的融资需求和债务规模，截至 2023 年 3 月末公司债务余额 21.52 亿元，以短期债务为主，同时近年公司速动比率、现金短期债务比等流动性指标明显下滑。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为新能源汽车行业仍有较大的发展空间，公司与下游客户合作关系较为稳定，未来业务具有一定可持续性。

同业比较（单位：亿元）

指标	杉杉股份	贝特瑞	璞泰来	尚太科技	中科电气	公司
总资产	449.25	310.13	356.97	88.70	114.65	44.00
营业收入	217.02	256.79	154.64	47.82	52.57	23.57
归母净利润	26.91	23.09	31.04	12.89	3.64	1.61
经营性净现金流	5.06	-2.89	12.23	-7.94	-24.35	-2.25
资产负债率	46.29%	63.69%	60.87%	41.41%	53.82%	62.23%
销售毛利率	24.03%	15.83%	35.66%	41.65%	19.50%	19.78%

注：表中指标均为 2022 年数据。

资料来源：同花顺 ifind，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
-----------	-----

化工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	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
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-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

公司前身为深圳市翔丰华科技有限公司，由郑鸿鑫、郑雪琪于2009年共同出资设立，初始注册资本200万元，2010年郑鸿鑫、郑雪琪将其持有的全部股权转让给钟英浩和周鹏伟，出资比例分别为80%、20%，为钟英浩、周鹏伟首次取得公司股权并达到控制，后公司又经多次增资扩股。2016年6月，公司整体变更为股份有限公司，并变更为现名。2020年9月17日，公司在深交所创业板上市，发行股份2,500万股，募集资金净额3.24亿元，上市后公司总股本1.00亿股。上市以来，公司总股本因非公开发行股票 and 限制性股票上市流通有所增加，公司控股股东及实际控制人从未发生变化。

截至2023年3月末，公司总股本1.08亿股，其中一致行动人周鹏伟、钟英浩合计持有公司总股本的20.46%，系公司的控股股东及实际控制人，详见附录二。截至2023年3月末，公司控股股东及实际控制人所持股份不存在质押、冻结等情形。

公司主要从事锂电池负极材料的研发、生产和销售，产品主要为石墨负极材料。截至2023年3月末，公司合并范围的一级子公司共4家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市翔丰华科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）；

发行规模：不超过8.00亿元（含）；

债券期限和利率：6年，本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还未偿还的可转债本金和最后一年利息；

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

初始转股价格：本次发行的可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价的较高者，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格 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审议表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东

大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在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。

债券赎回条款：

(1) 到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将向可转债持有人赎回全部未转股的可转债。具体赎回价格将提请股东大会授权董事会在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

(2) 有条件赎回条款

在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司有权决定按照以债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：

①在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

②当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

债券回售条款：

(1) 有条件回售条款

本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

(2) 附加回售条款

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司公告的募集资金用途相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本次发行的可转债向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体配售比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式提请公司股东大会授权公司董事会与本次发行的保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过8.00亿元（含），扣除发行费用后，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目	120,000.00	52,500.00	43.75%
研发中心建设项目	13,472.95	5,000.00	37.11%
补充流动资金	22,500.00	22,500.00	-
合计	155,972.95	80,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目

1、项目基本情况

本项目由子公司四川翔丰华新能源材料有限公司（以下简称“四川翔丰华”）实施建设，位于四川省遂宁市蓬溪县经济开发区。项目总投资约120,000.00万元，用于厂房和仓库建设、先进生产设备的购置、生产及管理人才招聘，预计整体建设实施周期为3年。项目建成达产后，预计形成高端人造石墨负极材料60,000吨/年一体化生产能力。

2、项目批复情况

本项目已经取得蓬溪县行政审批局出具的《四川省固定资产投资项目备案表》（备案号为川投资备【2106-510921-04-01-704037】FGQB-0125号），遂宁市蓬溪生态环境局出具的《遂宁市蓬溪生态环境局关于翔丰华6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目（一期）环境影响报告表的批复》（遂蓬环函[2022]26号）、《遂宁市蓬溪生态环境局关于翔丰华6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目（二期）环境影响报告表的批复》（遂蓬环函[2023]11号），四川省发展和改革委员会出具的《四川省发展和改革委员会关于翔丰华6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目节能报告的审查意见》（川发改环资函[2022]821号）。

3、项目经济效益

根据公司公告，本项目税后静态投资回收期是7.33年（含建设期），税后项目内部收益率为19.45%。但受资金到位等因素影响，项目能否如期完工存在一定不确定性，完工后受市场需求、行业竞争格局等

因素影响，新增产能能否完全消化亦存在一定不确定性，导致项目存在经济效益可能不达预期的风险。

（二）研发中心建设项目

1、项目基本情况

本项目拟购置研发楼、装修实验室、配置先进的硬件研发设备和技术升级设备及软件工具，由福建翔丰华新能源材料有限公司上海分公司实施建设。本项目预计总投资13,472.95万元，建设期预计24个月。

2、项目批复情况

本项目已取得上海市宝山区发展和改革委员会出具的《上海市企业投资项目备案证明》（上海代码：310113MA7H46R8020221D3101003，国家代码：2204-310113-04-05-824133），上海宝山工业园区管理委员会出具的《关于同意福建翔丰华新能源材料有限公司上海分公司研发中心建设项目豁免环境影响评价文件审批手续的复函》（宝工园管办[2022]18号）。

3、项目经济效益

本项目属于技术研究开发类项目，不直接生产产品和产生经济效益。

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。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022年宏观经济回顾与2023年展望](#)》。

行业环境

新能源汽车行业蓬勃发展催生了市场对动力电池的旺盛需求，2021年以来我国动力电池出货量和装机量大幅增长；2023年补贴退出后，我国新能源汽车销售增速有所回落，但长期仍有较大发展空间

锂电池负极材料下游为锂电池电芯生产企业，锂电池具体分为3C数码锂电池、动力锂电池、储能锂电池。2022年末我国动力电池、储能电池和消费电池市场占比为74.5%、19.8%和5.7%。近年在国家政策的大力支持下，新能源汽车行业蓬勃发展，也带动了锂电池需求快速增长。2022年全球新能源汽车销量达1,082.4万辆，同比增长61.6%，其中，2022年我国新能源汽车产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%。新能源汽车产销两旺的局面带动了动力电池装机量大幅增长，根据GGII数据，2016-2022年，中国动力电池出货和装机量年复合增长率分别为57.87%和45.07%，其中2022年我国动力电池出货480GWh，同比增长118%；动力电池装机量261GWh，同比增长86%。我国动力电池市场集中度较高，根据GGII数据，2022年我国前10名企业合计装机量占总装机量的95.00%，其中宁德时代占比下降至48.20%、比亚迪占比提升至23.45%。

目前新能源汽车行业发展驱动力已逐步由强补贴驱动转变为强产品驱动，技术进步大幅提升了新能源汽车性价比，总体预计全球及我国新能源汽车行业景气度仍向上。根据中原证券报告，2022年我国新能源汽车销售在我国汽车销售的占比为25.60%。2023年1-3月，我国新能源汽车产销量分别达165万辆和158.6万辆，同比分别增长27.7%和26.2%，市场占有率达26.1%。虽然受2023年国家补贴退出等因素影响，短期预计增速将回落，但长期看我国新能源汽车占比仍有较大提升空间，能够对锂电池行业形成支撑。

图 1 2021 年以来中国新能源汽车行业蓬勃发展



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

图 2 2021 年以来我国动力电池市场快速增长



资料来源：GGII，中证鹏元整理

锂电池负极材料行业集中度较高，国内呈现“四大多小”的竞争局面；随着行业产能的集中释放，若下游需求增长不及预期，锂电负极材料面临产能过剩风险

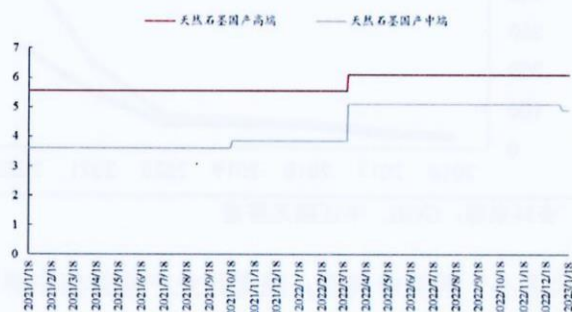
负极材料一般分为碳系负极和非碳系负极，其中碳系负极可分为石墨、硬炭、软炭负极等，石墨又可进一步分为人造石墨、天然石墨、中间相碳微球；非碳系负极包括钛酸锂、锡类合金负极、硅类合金负极等。根据GGII数据显示，2022年中国锂电池负极材料市场出货量137万吨，同比增长90%，其中人造石墨负极材料市场占比达84%，天然石墨市场占比为15%。虽然目前各大负极材料厂商均在布局硅碳负极、硬碳负极等新型负极材料，但考虑到技术难度和产业化应用等方面的限制，预计中短期内石墨负极材料仍然是主流。

从全球市场竞争格局来看，前十大负极材料厂商中国有7家，分别为贝特瑞、杉杉股份、璞泰来、凯金能源、尚太科技、中科电气、翔丰华。从国内市场看，我国负极材料行业前四大企业分别为贝特瑞、璞泰来、杉杉股份和凯金能源，2021年市场占有率分别约为26%、15%、15%、13%，行业集中度较高，呈现“四大多小”的竞争局面。在行业景气度较高的背景下，近年锂电池负极材料扩产较快，根据公开资料不完全统计，2022年璞泰来投资“四川紫宸年产20万吨一体化建设项目”；贝特瑞全资子公司云南贝特瑞新能源材料有限公司正投资“年产20万吨锂电池负极材料一体化基地项目”，另外拟在印度尼西亚投资开发建设“年产8万吨新能源锂电池负极材料一体化项目”；杉杉股份投资“四川眉山年产20万吨锂离子电池负极材料一体化基地项目”和“云南安宁年产30万吨锂离子电池负极材料一体化基地项目”。除传统锂电池负极材料厂商外，也有其他厂商跨界进入，如尚纬股份宣布对外投资年产20万吨动力储能电池负极材料一体化项目，四川金汇能新材料股份有限公司建设年产10万吨锂离子电池负极材料生产基地，上海奇高新能源材料有限公司投资年产5万吨高端锂电池负极材料一体化项目。负极材料产能建设及达产周期相对较短，随着近年投资的负极材料产能在后续2-3年投产释放，负极材料产能将大幅增长，考虑到同类产品间差异较小，若下游需求增长不及预期，将面临产能过剩风险。

价格方面，2021-2022年三季度，受石墨化产能供给不足，叠加市场需求旺盛因素，人造石墨价格

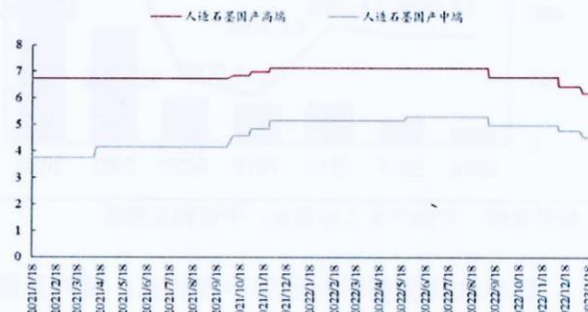
逐步走高，2022年四季度开始前期新建石墨化产能逐步投放，人造石墨负极材料价格有所回落。未来随着行业竞争加剧以及供需关系的变化，石墨负极材料价格或将进一步回落。

图 3 2021 年以来我国天然石墨价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：鑫椤锂电，东亚前海证券研究所

图 4 2021 年以来我国人造石墨价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：鑫椤锂电，东亚前海证券研究所

近年石油焦、针状焦、初级石墨¹等原材料价格上涨，锂电负极材料生产商成本端承压

人造石墨的原材料主要是石油焦和针状焦，人造石墨是通过将石油焦、针状焦、沥青焦等在一定温度下煅烧，再经粉碎、分级、高温石墨化制成；天然石墨的原材料主要为初级石墨。

近年新能源汽车行业的蓬勃发展带动锂电池负极材料需求快速增长，同时受环保政策影响限产停产导致开工率不足等因素制约，焦类原料供应相对不足，在供需两端双重影响下，2020年下半年以来焦类原料价格整体呈上涨趋势，2022年9月价格开始有所回落。初级石墨方面，2020-2022年，我国磷片状天然石墨出口均价分别为1,419美元/吨、1,115美元/吨和1,221美元/吨，球化石墨出口均价分别为3,230美元/吨、2,682美元/吨和3,572美元/吨，2021-2022年，磷片状天然石墨出口均价同比变动幅度分别为-21.42%和9.51%，球化石墨出口均价同比变动幅度分别为-16.97%和33.18%。

¹ 指天然石墨球、天然磷片球化石墨、球形石墨等。

图 5 2020 年下半年以来针状焦价格有所走高



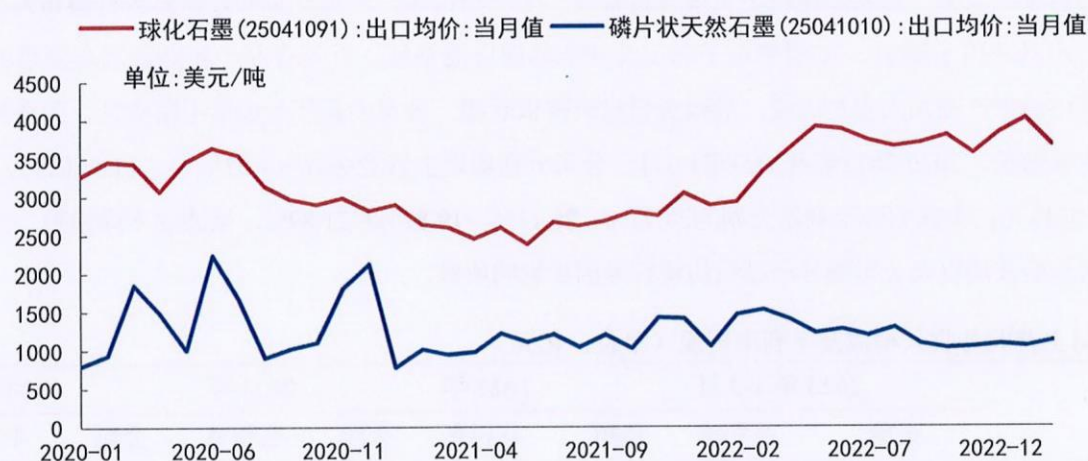
资料来源: 同花顺 ifind, 中证鹏元整理

图 6 2020 年以来石油焦价格持续高位走势, 2022 年 9 月后价格有所回落



资料来源: 同花顺 ifind, 中证鹏元整理

图 7 2020-2022 年球化石墨和鳞片状天然石墨出口价格情况



资料来源: 同花顺 ifind, 中证鹏元整理

近年受“双控+限电”影响，石墨化供给偏紧，而锂电需求爆发式增长带来供需缺口，导致石墨化外协生产成本持续上涨；随着负极厂商新建石墨化产能的陆续释放，2022年末石墨化价格已出现大幅回落

石墨化是人造石墨生产制备的关键环节，一定程度上决定了人造石墨产品品质和质量稳定性，同时又是高能耗环节。石墨化本质是使用高温热处理（HTT）对原子重排及结构转变提供能量的过程，需要消耗大量能量，电费在石墨化成本中占比高达60%，而石墨化成本在人造石墨负极制造成本中占55%，降低石墨化电耗是降本关键，因此国内石墨化产能多分布于低电价地区。内蒙古地区由于单位电价相对低廉，是我国石墨化产能的重要集聚地，约占全国总产能的47%，剩余产能分布在四川、山西、云南等地区。

原本负极材料厂商的石墨化加工以外协为主，2021年锂电需求爆发式增长叠加“双控+限电”等因素，石墨化加工供不应求带动价格上涨，截至2022年7月底石墨化价格已上涨至2.8万元/吨，较2021年低点上涨86.7%。出于降本和保障供应链的因素，负极厂商纷纷通过自建、收购或参股石墨化加工厂的方式完善负极材料产业链条，通过一体化布局提升产品的综合竞争力。随着新建石墨化产能陆续释放，石墨化代加工费用已大幅下降，GGII年度数据显示，2022年末石墨化价格相比全年最高点降幅达30%。

五、经营与竞争

公司致力于石墨负极材料的研发、生产和销售，近年受益于新能源汽车的相关政策和产业红利，公司业务规模快速扩张，产销率整体维持高位，经营业绩表现亮眼，但客户集中度高，需持续关注公司对核心下游客户订单的获取情况以及新客户拓展情况；此外，考虑到负极材料行业产能集中释放对供需关系的影响，公司在建产能面临一定的消化风险

公司自成立以来一直从事锂电池负极材料研发、生产和销售，主营产品可分为天然石墨和人造石墨两大类，产品应用于动力、3C消费电子和工业储能等锂电池领域。近年受益于新能源汽车需求的持续上涨，锂电池生产商加大生产力度，导致负极材料需求旺盛，公司主营产品销量不断提升，营业收入规模逐年大幅增长。2020-2022年及2023年1-3月，公司分别实现主营业务收入4.07亿元、11.15亿元、23.40亿元和5.53亿元，主营业务毛利率分别为28.77%、26.11%、19.87%和21.89%，呈波动下降趋势，主要系受原材料价格波动以及公司细分产品结构调整等因素影响所致。

表2 公司主营业务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		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
石墨负极材料	5.53	21.89%	23.40	19.87%	11.15	26.11%	4.07	28.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年下游需求增长及公司产能快速扩张，带动公司石墨负极材料生产和销售规模大幅增长，产销率维持在高位；公司新建产能规模较大，考虑到行业产能集中释放对供需关系的影响，未来面临一定的产能消化风险

公司的生产主体系子公司福建翔丰华新能源材料有限公司（以下简称“福建翔丰华”）和四川翔丰华，其中：福建翔丰华成立于2015年，位于福建省永安市贡川镇石墨及石墨烯工业园；四川翔丰华成立于2021年，主要负责生产石墨负极材料，目前四川翔丰华生产项目正在建设中。公司采用“订单式生产为主，辅以计划生产”的生产模式。在当期实际操作时，生产部门根据具体订单合理调整生产计划，确保准时发货以满足客户需求。通常情况下，公司滚动安排订单保持产成品备货1个月左右出货量，产品销售周期1个月左右。

近年随着下游需求增长，公司业务规模持续扩张，推动公司不断提高自身产能。2020年，公司建成

产能3万吨，因产能释放时间较短，实际有效产能2.55万吨；2021年，随着公司原建成3万吨产能爬坡以及IPO募投项目新建产能的逐步释放，公司产能进一步增加，实际产能达到3.52万吨；2022年，IPO募投项目已基本建设完毕，公司实际产能达到6.70万吨。随着公司产能扩张及下游需求增长，2020-2022年公司石墨负极材料的产量和销量均同步大幅提升，产能利用率和产销率整体维持在高位。2020年产能利用率和产销率相对较低，主要系受下游客户需求结构调整影响，在产能有限的情况下，公司内部产能结构相应进行切换所致；2021-2022年受市场需求大幅增加，公司采购了部分经石墨化加工后的半成品，导致公司产能利用率大幅提升并超过100%；2023年1-3月，受下游需求影响，公司采取去库存策略，石墨负极材料产量下降，导致产能利用率下降。

表3 公司主营产品产销情况（单位：吨）

类别	项目	2023年1-3月	2022年	2021年	2020年
石墨负极材料	产能	25,937.10	67,028.00	35,178.00	25,470.00
	产量	18,739.02	73,586.00	39,270.94	17,379.15
	销量	18,190.24	68,448.66	39,865.19	14,523.81
	产能利用率	72.25%	109.78%	111.63%	68.23%
	产销率	97.07%	93.02%	101.51%	83.57%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目预计总投资金额为17.48亿元，已投资金额6.30亿元，尚需投资金额为11.18亿元。此外，2022年8月公司追加投资8万吨石墨负极材料二期项目，新增投资额约为18亿元，资金来源主要为自有资金及自筹资金，2022年11月公司及子公司与上海宝山高新技术产业园区管理委员会签署《项目投资协议书》，计划投资21.01亿元建设上海碳峰科技园，其中南区项目包括上海总部大楼、产业孵化大楼、研发检测大楼及服务配套，北区项目包括新能源及储能碳材料、碳碳复合材料、高性能导热碳材料、碳纳米材料、石墨烯及其他新型碳材料五个产业基地及服务配套，资金来源主要为自有资金及自筹资金。整体来看，公司后续资本开支规模较大，面临一定的资金压力。

表4 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	资金来源情况
30,000吨高端石墨负极材料生产基地建设项目	54,815.40	45,241.30	IPO募集资金+定增募集资金
6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目	120,000.00	17,727.54	本期债券募集资金+自筹
合计	174,815.40	62,968.84	-

资料来源：公司提供

随着在建及拟建项目投产，公司石墨负极材料总产能将大幅提升。但需要关注的是，近年锂电池负极材料企业纷纷大幅扩张产能，而负极材料生产基地建设周期大约在2-3年，随着负极材料生产厂家进入产能释放期，负极材料行业的供给将大幅增长，若下游需求增长不及预期，行业供需关系或将转为供过于求，导致公司新增产能面临一定的消化风险。

公司采取直销模式，通过多年积累，公司与比亚迪、LG新能源、国轩高科等知名锂电池厂商建立

了较为稳定的合作关系，但需关注客户集中度高以及主要客户依赖度较大等风险

公司产品采用直销模式，近年来公司积极调整产品结构和客户结构，实施“大客户”战略，客户均为动力锂电池厂商。通常下游锂电池厂商具有严格的供应商认证流程，认证周期较长，负极材料生产厂商一旦切入其供应链体系，会有较强的客户粘性。通过多年经营积累，公司与比亚迪、LG新能源、国轩高科等公司形成了长期稳定的合作关系，与三星SDI、宁德时代、多氟多、中兴派能、珠海冠宇、湖南领湃、南都电源、赣锋锂业、捷威动力等多家客户保持着良好的合作关系，并积极拓展德国大众、韩国SKI、松下等国际知名锂电池企业。结算方式方面，公司与客户主要采取银行承兑汇票结算和现金结算，其中，公司与比亚迪采取银行承兑汇票和迪链凭证各占一半的结算方式，与LG新能源的结算方式主要系银行承兑汇票和现金。结算周期方面，根据行业惯例、客户信用状况及业务特点，公司给予不同客户30-120天不等的信用期，银行承兑汇票通常为6个月到期。

2020-2022年，受下游需求拉动和公司产能扩张，公司石墨负极材料销量逐年大幅增长。受原材料价格、石墨化成本波动以及对下游客户议价能力影响，2020-2022年公司石墨负极材料平均单位售价呈波动增长态势。从可比公司来看，公司石墨负极材料销售价格走势与同行业公司基本一致，其中璞泰来负极材料平均单位售价最高，翔丰华负极材料平均单位售价较低，主要系规模效应、客户结构和下游应用领域差异所致。

表5 可比公司负极材料销售情况（单位：万元/吨、万吨）

公司名称	主要客户	2022 年		2021 年		2020 年	
		销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价	销量
璞泰来	宁德时代、比亚迪、LG 新能源等	5.48	13.95	5.27	9.72	5.76	6.29
贝特瑞	松下、三星 SDI、宁德时代、比亚迪等	4.43	33.04	3.89	16.62	4.19	7.53
杉杉股份	宁德时代、比亚迪、ATL、LG 新能源等	4.41	18.29	4.10	10.10	4.27	5.90
中科电气	比亚迪、宁德时代、中创新航等	4.34	11.40	3.27	5.90	3.15	2.40
尚太科技	宁德时代、国轩高科、蜂巢能源等	3.92	10.72	2.91	6.49	2.58	1.92
平均值	-	4.52	17.48	3.89	9.77	3.99	4.81
翔丰华	比亚迪、LG 新能源、国轩高科等	3.42	6.84	2.80	3.99	2.80	1.45

注：中科电气的数据口径为锂电材料。

资料来源：公司提供、同花顺ifind，中证鹏元整理

2020-2022年及2023年1-3月，公司前五大客户销售额占营业收入的比重均超过95%，其中对比亚迪和LG新能源的销售占比在80%以上，比亚迪、LG新能源稳居公司的前两大客户。整体而言，公司下游客户资质较好且合作较为稳定，公司需求有一定的保障。但需要关注的是，公司产品结构相对单一、客户集中度高且对主要客户依赖度较大，若未来新能源汽车行业景气度下滑、核心客户需求下降或未能获取到主要客户订单，将对公司经营业绩及财务表现造成较大不利影响。

原材料成本及石墨化加工费在公司营业成本的占比约90%，近年公司持续提升石墨化产能，既有利于缓释石墨化外协加工费上涨对公司成本端造成的压力，也有利于降低公司外协加工产品可能存在的质量管控风险；公司与供应商结算周期整体上短于公司与下游客户结算周期，对营运资金造成一定程度的占用

公司天然石墨产品生产所需的原材料主要是初级石墨，人造石墨产品生产所需的原材料主要为石油焦、针状焦等焦类原料，所需能源动力主要为电力。此外，公司负极材料产品生产过程中存在将石墨化、炭化及分级等工序委外加工的情况，需要关注外协加工产品可能存在的质量管控风险。近年来公司产品成本构成中，原材料费用占比约60%，加工费（主要系石墨化加工费）占比约30%，其中人造石墨产品成本中约50%来自于石墨化加工费。2020-2022年公司石墨化产能和石墨化自给率有所提升，石墨化自给率的提升有利于缓释石墨化委外加工费上涨给公司造成的成本压力。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	28,845.03	66.80%	116,197.78	61.96%	49,389.01	59.94%	19,704.24	68.03%
加工费	8,727.46	20.21%	55,220.60	29.45%	24,800.80	30.10%	5,176.24	17.87%
直接人工	1,156.16	2.68%	3,039.33	1.62%	1,850.60	2.25%	1,078.00	3.72%
制造费用	4,452.50	10.31%	13,064.41	6.97%	6,350.28	7.71%	3,006.73	10.38%
合计	43,181.15	100.00%	187,522.12	100.00%	82,390.70	100.00%	28,965.21	100.00%

资料来源：公司提供

2020-2022年，随着公司产能扩张以及销售规模增长，公司自身石墨化产能缺口导致存在石墨化委外生产需求，而市场石墨化加工缺口较大，加上受国家能耗双控政策影响，近年石墨化加工费涨幅明显，大幅拉升了公司石墨化加工费支出；此外，近年针状焦、石油焦等焦类原料受供需两端影响，价格持续上涨，拉升了焦类原料的采购支出及占比。

表7 公司主要采购情况（单位：万元、元/度）

原材料或能源	项目	2022年	2021年	2020年
初级石墨	采购金额	68,696.11	25,685.54	14,417.21
	对采购总额占比	29.31%	34.70%	56.86%
焦类原料	采购金额	61,139.79	14,401.54	2,190.02
	对采购总额占比	26.09%	19.45%	8.64%
石墨化	采购金额	46,941.77	8,886.35	1,733.06
	对采购总额占比	20.03%	12.00%	6.84%
电力	采购金额	19,805.84	10,224.11	4,413.39
	单位电价	0.68	0.63	0.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要采取“以产定采”的采购模式，根据《合格供应商名单》对原材料供应商进行筛选和管理，

并与主要供应商签订年度框架采购协议，采购价格则随行就市；对于石墨化委外加工生产，一般情况下公司选定外协厂商后会与其签署一份《合作框架协议》或《加工合同》，就加工质量技术标准、加工费用的计算、结算方式、交付周期、验收品质及数量要求等内容进行约定，其中加工价格、加工数量以具体发货订单为准。通过多年合作，公司形成了较为稳定的原材料供应商和石墨化合作单位。2020-2022年，公司向前五大供应商采购金额占比分别为61.45%、44.00%和38.17%，供应商集中度和单一供应商依赖度持续降低，2022年前五大供应商的采购金额在总采购金额的占比均未超过10%。

结算方式上，公司与供应商大多采取银行承兑汇票结算。近年来，随着公司业务规模快速扩张，公司对原材料及石墨化的采购需求增加，公司的预付比例有所提高。需要关注的是，公司主要客户为国内大型锂电池厂商，议价能力较强，通常有30-120天信用期，且主要采用银行承兑汇票方式付款。而公司上游供应商为石化厂商和石墨化厂商，近年来上游原材料和外协产能供不应求，价格大幅上涨，为保证供货能力，公司采用款到提货或预付款项的结算比例提高。公司与上下游之间的结算方式特点，导致公司的货款回收周期较采购付款周期长，对公司营运资金形成一定占用。

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众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022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。2020年公司纳入合并范围的子公司无变化；2021年新增1家子公司纳入合并范围；2022年新增2家子公司纳入合并范围；2023年1-3月公司收购四川翔丰华少数股东30%股权，收购后四川翔丰华成为公司全资子公司，但合并范围子公司无变化。

表8 2021-2022 年公司新纳入合并范围的子公司情况

时间	子公司名称	取得方式
2022 年	上海翔丰华科技发展有限公司	投资设立
	海南翔丰华新能源材料有限公司	投资设立
2021 年	四川翔丰华新能源材料有限公司	投资设立

资料来源：公司提供

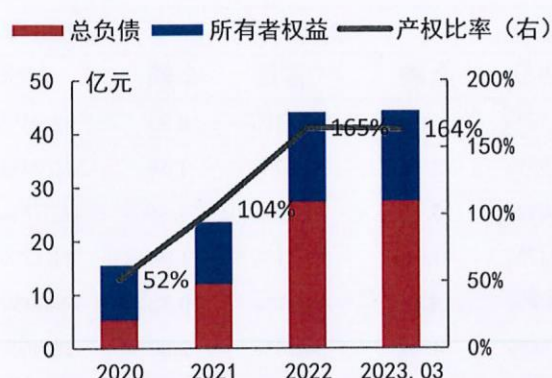
资本实力与资产质量

随着公司股票成功发行和经营积累，加上融资规模的扩张，带来了公司总资产逐年大幅增长，其中应收款项、存货占比较高，对公司资金形成较大占用；考虑到行业供需关系的调整，需关注公司存货减值风险

得益于公司股票成功发行和持续经营积累，近年公司所有者权益保持增长，资本实力得到增强。同时，随着公司业务扩张，持续增长的融资需求快速推升了公司的负债规模，综合影响下，公司的产权比

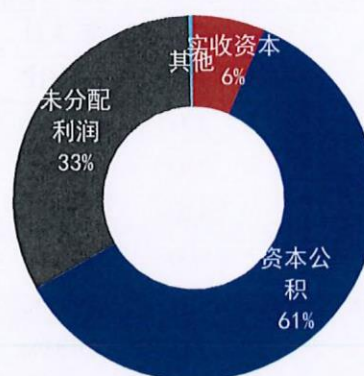
率整体呈上升趋势，净资产对负债的保障程度明显下降。

图 8 公司资本结构



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

图 9 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

近年公司总资产规模持续增长，以流动资产为主，且资产结构较为稳定，主要构成系应收款项、存货、固定资产和货币资金。

近年随着公司发行股票募集资金到位以及销售资金回笼，公司账面货币资金较为充裕，2022 年末货币资金为 6.22 亿元，其中银行存款 2.57 亿元，开立银行承兑汇票保证金和质押应收票据到期收款转入的保证金合计 3.65 亿元，除上述保证金之外，公司基本无其他使用受限的货币资金。

近年公司业务规模快速扩张，应收款项随之逐年大幅增长，但 2020-2022 年应收款项复合增长率低于营业收入年均复合增长率，公司销售回款效率尚可。具体而言，近年来客户票据结算比例增加，导致应收票据规模增长较快，2022 年之前公司将收到比亚迪的迪链凭证计入应收票据，2022 年公司将收到的比亚迪链凭证从应收票据重新分类至应收账款，2022 年末公司应收票据全部为银行承兑汇票，其中已经质押的银行承兑汇票 5.78 亿元；2022 年末公司前五大应收账款占比合计 89.83%，集中度偏高，账龄集中在一年以内，应收对象主要为比亚迪和 LG 新能源等，客户资质较好，回款风险不大。

近年公司产能和销售规模不断扩大，公司存货规模有所增长。截至 2022 年末，公司存货余额 8.57 亿元，同比增长 331.58%，其中委托加工物资、原材料、在产品和产成品各项明细构成均大幅增加，主要原因系：一是 2021 年四季度以来，公司主要原材料初级石墨、焦类原料市场价格大幅上扬；二是随着公司产能增长，在“以销定产”、“以产定采”模式下，公司对未来交付量预期逐步加大，故增加了期末备货库存；三是公司石墨化产能仍有缺口，部分石墨化工序需要通过外协加工完成，受委托加工量以及委托加工费上涨等因素影响，公司 2022 年末委托加工物资增加。考虑到新能源汽车补贴退出短期内可能导致新能源汽车需求增速放缓，叠加锂电池和负极材料行业供需关系的调整，需关注公司存货减值风险。

近年公司固定资产账面价值持续增加，主要系公司产能持续扩张，新建厂房和生产线转入固定资产

所致，2022年末有2.86亿元固定资产因用于贷款抵押而受限。截至2022年末公司在建工程规模2.61亿元，主要是系对四川生产基地的投入，其他非流动资产主要系预付设备款。

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		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.78	13.06%	6.22	14.13%	3.17	13.41%	2.23	14.33%
应收票据	7.92	17.88%	7.01	15.93%	5.12	21.67%	1.56	10.04%
应收账款	6.90	15.57%	6.19	14.07%	3.48	14.75%	3.55	22.78%
存货	7.20	16.25%	8.57	19.47%	1.99	8.41%	1.74	11.17%
流动资产合计	28.99	65.47%	29.56	67.19%	15.80	66.90%	10.58	68.00%
固定资产	9.23	20.85%	7.81	17.76%	4.76	20.14%	2.80	18.00%
在建工程	2.82	6.37%	2.61	5.93%	1.61	6.80%	1.24	7.94%
其他非流动资产	0.69	1.56%	1.52	3.46%	0.31	1.29%	0.17	1.06%
非流动资产合计	15.29	34.53%	14.44	32.81%	7.82	33.10%	4.98	32.00%
资产总计	44.29	100.00%	44.00	100.00%	23.61	100.00%	15.56	100.00%

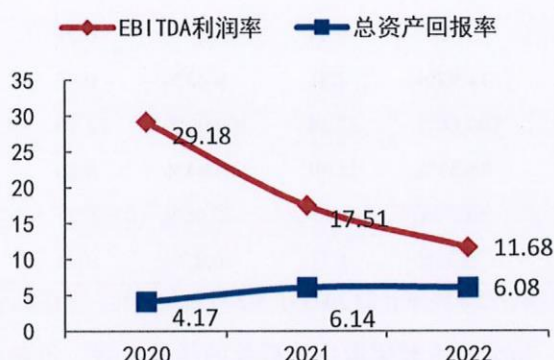
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受益于下游需求旺盛，近年公司营业收入实现逐年大幅增长，但毛利率有所下降，考虑到锂电池负极行业扩产幅度较大，需持续关注行业供需情况对公司盈利能力的影响

公司主营产品为石墨负极材料，近年新能源汽车的火爆销售带动了市场对负极材料的旺盛需求，公司业务规模快速扩张，2020-2022年公司主营业务收入逐年大幅增长。盈利方面，2020-2022年公司 EBITDA 利润率持续下降，主要系公司主营产品毛利率下滑导致利润空间被压缩。具体而言，公司下游客户为国际知名锂电池厂商，议价能力较强，原材料价格变动无法及时传导至下游客户，导致公司盈利承压。考虑到公司产品结构单一，且下游客户集中度较高，而锂电池负极材料行业近年扩产规模较大，随着产能逐步释放，锂电池负极行业供需结构面临调整，需关注行业供需变化对公司盈利能力的影响。

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着业务快速扩张和融资需求增长，公司的采购支出和备货增加，叠加下游客户票据结算占比提高导致回款周期有所延长，近年公司销售获现比有所下滑；公司与上下游结算特点决定其运营资金一定程度被占用，在业务扩张下现金消耗增大，导致公司经营活动现金流量转为净流出，资金周转压力有所增加；公司的债务规模和杠杆水平快速攀升，且以短期债务为主，面临一定短期集中偿付压力

随着业务快速扩张和融资需求扩大，近年公司的总负债和债务规模持续增长。2023年3月末公司债务余额21.52亿元，较2020年末增长671.66%。公司债务品种以银行借款和应付票据为主，其中银行借款大多以福建翔丰华或公司本部提供保证担保，也存在应收账款质押或者土地资产抵押的情形；应付票据均为向供应商开立的银行承兑汇票。从债务期限结构看，公司以短期债务为主，项目建设资金主要通过发行股票方式募集，长期债务较少，债务期限结构与公司生产经营特点较为吻合。同时需要关注的是，截至2023年3月末，公司1年内到期的债务规模较大，结合公司账面货币资金以及收入规模来看，公司面临一定短期集中偿付压力。

公司经营性负债主要系应付账款和合同负债，应付账款主要系应付供应商的材料款，账期集中在一年以内；公司与客户结算主要为先货后款，先款后货的占比较少，2021年因为下游需求旺盛，公司产能有限，客户的预付货款增加导致合同负债规模较大。

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		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.80	42.92%	9.36	34.19%	2.38	19.73%	1.12	21.08%
应付票据	7.11	25.87%	10.44	38.12%	5.83	48.37%	1.53	28.72%
应付账款	5.05	18.38%	4.74	17.30%	1.59	13.23%	2.07	38.94%
合同负债	0.01	0.04%	0.10	0.36%	1.00	8.32%	0.00	0.01%

流动负债合计	24.21	88.08%	25.07	91.57%	11.33	94.01%	4.89	91.89%
长期借款	2.14	7.79%	1.30	4.76%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
租赁负债	0.42	1.54%	0.44	1.59%	0.31	2.57%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3.28	11.92%	2.31	8.43%	0.72	5.99%	0.43	8.11%
负债合计	27.49	100.00%	27.38	100.00%	12.05	100.00%	5.33	100.00%
总债务合计	21.52	78.31%	21.59	78.84%	8.56	71.00%	2.79	52.37%
其中：短期债务	18.96	68.97%	19.85	72.49%	8.25	68.43%	2.65	49.81%
长期债务	2.57	9.33%	1.74	6.35%	0.31	2.57%	0.14	2.56%

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

公司下游客户相对强势，与公司主要采取先货后款的结算方式，近年客户以票据结算的占比增加，且公司将大多数票据持有到期，货款回笼速度有所减缓，导致销售收现比有所波动。此外，2022年公司加大了原材料采购、外协加工以及备货规模，导致经营活动产生的现金流由净流入转为净流出。但随着销售规模的扩大，2020-2022年公司FFO为正且持续提升，主营业务现金生产能力较好。

偿债指标方面，近年随着公司债务规模的扩张，公司资产负债率、总债务对总资本的比率均快速升高，公司财务杠杆不断放大，但公司EBITDA对利息保障程度仍较好。

表11 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
经营活动现金流	-2.39	-2.25	0.24	0.21
收现比	0.80	0.78	0.65	0.94
FFO	-	2.19	1.58	0.95
资产负债率	62.07%	62.23%	51.04%	34.22%
净债务/EBITDA	-	3.26	0.02	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	-	11.49	26.04	28.99
总债务/总资本	-	56.50%	42.53%	21.41%
FFO/净债务	-	24.43%	3,686.32%	-43.11%
经营活动净现金流/净债务	-	-25.01%	569.93%	-9.49%
自由活动现金流/净债务	-	-82.19%	-2,430.38%	32.37%

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

流动性指标方面，近年公司速动比率、现金短期债务比均呈下降趋势，主要系近年公司销售规模快速扩张，而公司与上下游结算特点决定了公司运营资金存在一定程度的被占用，叠加原材料价格以及石墨化委外加工费用持续上涨，公司加强备货，进一步导致公司营运资金占用。多重因素影响下，公司的资金周转需求不断增加，为应对营运周转的资金压力，公司加强了短期债务融资规模，导致速动比率、现金短期债务比明显下滑。

公司作为上市公司，融资渠道较为丰富，可以通过发债、增发股票、银行授信等方式融资，公司融资弹性尚可。根据公司披露的2023年度敞口融资授信额度计划，拟以自有资产提供抵押担保及母子公司

互保方式向银行等金融机构申请综合授信累计余额不超过人民币33.85亿元，授信种类包括但不限于流动资金贷款、固定资产贷款、贸易融资、信用证、开具银行承兑汇票等。

图 11 公司流动性比率情况



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

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无重大负面影响

环境因素

根据公司于 2023 年 4 月 16 日提供的说明，过去一年公司不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据公司于 2023 年 4 月 16 日提供的说明，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

公司是深交所创业板上市的公众公司，按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等相关法律法规的要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理体系及对应议事规则和决策程序。自 2020 年上市以来，公司控股股东和实际控制人一直未变。公司董事会由 9 名董事组成，包括 3 名独立董事，董事会下设审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬和考核委员会；公司监事会由 3 名监事组成，包括 1 名职工代表监事。公司组织架构图见附录三。

控制权方面，截至 2023 年 3 月末，公司实际控制人周鹏伟和钟英浩合计持有公司 20.46% 股权，持股比例较低，公司股权相对分散，需关注公司实际控制人的稳定性及其对公司经营管理的影响。

公司高级管理人员及核心技术人员队伍非常稳定，公司董事长、副董事长、总经理、财务总监、制造总监和技术总监在公司工作年限均超过 10 年，均是本科及以上学历，其中公司董事长周鹏伟先生毕业于清华大学材料科学与工程专业。整体来看，公司核心管理层专业素质较高且行业经验丰富。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2023 年 4 月 11 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；重要子公司福建翔丰华（报告查询日：2023 年 4 月 17 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；公司实际控制人周鹏伟（报告查询日：2023 年 2 月 15 日）、钟英浩（报告查询日：2023 年 3 月 6 日）均未有逾期的信用卡、贷款或其他信贷记录。

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 4 月 12 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至 2023 年 3 月末，公司不存在对外担保情形。

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司公告，本期债券募投项目“6 万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目”的税后静态投资回收期是 7.33 年（含建设期），税后项目内部收益率为 19.45%。但受资金到位等因素影响，项目能否如期完工存在一定不确定性，完工后受市场需求、行业竞争格局等因素影响，新增产能能否完全消化亦存在一定不确定性，导致项目存在经济效益可能不达预期的风险。

其次，公司经营活动产生的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障。近年公司营业收入和利润规模保持大幅增长，2020-2022 年公司分别实现营业收入 4.16 亿元、11.18 亿元和 23.57 亿元，FFO 稳步增长，公司主业现金生成能力较好，且公司 EBITDA 对利息的保障程度较高。但中证鹏元也关注到，公司在建产能规模较大，未来产能消化情况存在一定不确定性；此外，若未来新能源汽车行业景气度下滑，比亚迪、LG 新能源等核心客户需求下降或未能获取到主要客户订单，将对公司经营状况造成较大不利影响，进而影响公司现金流。

此外，本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

九、结论

近年新能源汽车行业在国家战略倡导和政策支持下蓬勃发展，公司通过与比亚迪、LG新能源等国际知名锂电厂商的稳定合作，并持续扩大生产能力，实现了业务规模的快速扩张和经营业绩的大幅增长。但公司市场占有率较行业头部企业尚有一定差距，且存在产品结构单一、客户集中度高以及对主要客户依赖度较大等经营脆弱性，若未来下游需求增长不及预期，叠加负极材料行业产能集中释放，行业供需关系或将发生较大调整，公司在建新增产能消化并实现预期经济效益的不确定性也将有所提高。整体而言，公司具有一定的抗风险能力。

综上，中证鹏元评定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。

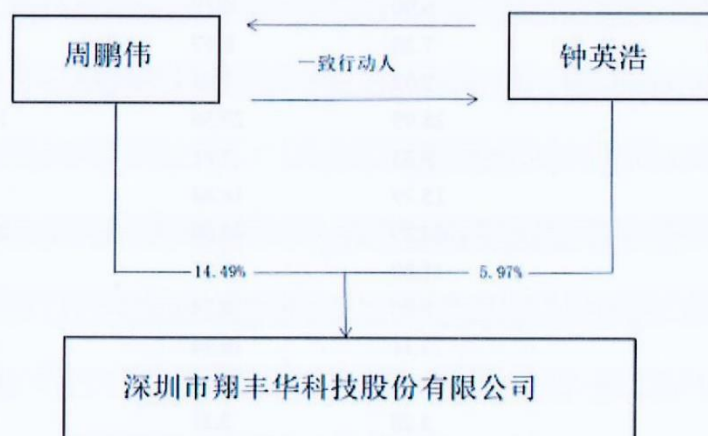
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	5.78	6.22	3.17	2.23
应收账款	6.90	6.19	3.48	3.55
存货	7.20	8.57	1.99	1.74
应收票据	7.92	7.01	5.12	1.56
流动资产合计	28.99	29.56	15.80	10.58
固定资产	9.23	7.81	4.76	2.80
非流动资产合计	15.29	14.44	7.82	4.98
资产总计	44.29	44.00	23.61	15.56
短期借款	11.80	9.36	2.38	1.12
应付账款	5.05	4.74	1.59	2.07
应付票据	7.11	10.44	5.83	1.53
流动负债合计	24.21	25.07	11.33	4.89
非流动负债合计	3.28	2.31	0.72	0.43
负债合计	27.49	27.38	12.05	5.33
总债务	21.52	21.59	8.56	2.79
所有者权益	16.79	16.39	11.47	10.24
营业收入	5.58	23.57	11.18	4.16
营业利润	0.62	2.03	1.29	0.50
净利润	0.54	1.53	0.99	0.45
经营活动产生的现金流量净额	-2.39	-2.25	0.24	0.21
投资活动产生的现金流量净额	-1.28	-5.52	-0.44	-2.20
筹资活动产生的现金流量净额	3.67	9.34	-0.49	3.47
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
EBITDA	-	2.75	1.96	1.21
FFO	-	2.19	1.58	0.95
净债务	-	8.98	0.04	-2.21
销售毛利率	21.51%	19.78%	26.19%	28.79%
EBITDA 利润率	-	11.68%	17.51%	29.18%
总资产回报率	-	6.08%	6.14%	4.17%
资产负债率	62.07%	62.23%	51.04%	34.22%
净债务/EBITDA	-	3.26	0.02	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	-	11.49	26.04	28.99
总债务/总资本	-	56.50%	42.53%	21.41%
FFO/净债务	--	24.43%	3,686.32%	-43.11%
速动比率	0.90	0.84	1.22	1.81
现金短期债务比	0.72	0.67	1.07	1.92

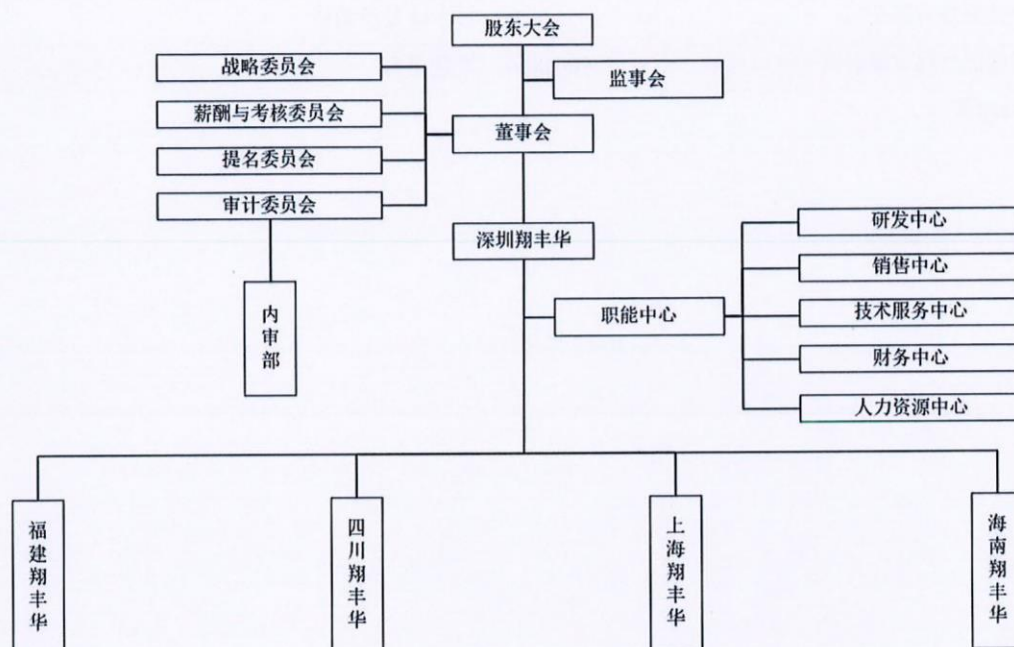
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司控股股东及实际控制人持股情况（截至 2023 年 3 月末）



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 2023 年 4 月 15 日）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
四川翔丰华新能源材料有限公司	100.00%	石墨及其他非金属材料制品生产及销售
福建翔丰华新能源材料有限公司	100.00%	石墨及其他非金属材料制品生产及销售
上海翔丰华科技发展有限公司	55.00%	技术研发及销售
海南翔丰华新能源材料有限公司	100.00%	专营零售

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
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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
类型 其他股份有限公司(非上市)
住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人 张剑文
成立日期 1993年03月17日

重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址：<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供
翔丰华 使用
再复印无效



登记机关

2018 年 11 月 08 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

**此复印件仅供
翔丰华
再复印无效**

SAC

中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	陈良玮	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030221030004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)		硕士研究生	
登记日期	2021-03-24			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030221030004	2021-03-24	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

SAC

中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	王皓立	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030221040003	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2021-04-30			

6-8-36

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
S1030117040003	2017-04-11	世纪证券有限责任公司	一般证券业务	离职注销	2017-05-24
R0030221040003	2021-04-30	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	