

2019 年金轮蓝海股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2019年金轮蓝海股份有限公司可转换公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【402】号 01

债券简称：金轮转债

债券剩余规模：2.14 亿
元

债券到期日期：2025 年
10 月 14 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期归还本金
和最后一年利息，计息
起始日为本次可转债发
行首日

分析师

姓名：
党雨曦 田珊

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 23 日	2019 年 4 月 19 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对金轮蓝海股份有限公司（以下简称“金轮股份”或“公司”，股票代码 002722.SZ）及其 2019 年 10 月 14 日发行可转换公司债券的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司产品未来需求仍有保障；公司不锈钢装饰板业务下游客户的资质仍较好。同时中证鹏元也关注到，公司 2019 年计提大额资产减值准备和信用减值损失，净利润大幅下滑；未来仍将面临一定的减值风险；公司近年不断加大对不锈钢装饰板领域的投资力度，未来需持续关注新增产能释放情况；公司有息债务增速较快，面临一定偿债压力。

正面：

- 公司产品未来需求仍有保障。公司产品包括针布和不锈钢装饰板。针布为耗材，是下游纺织厂商生产过程中不可或缺的梳理器材，更新需求较为稳定，且在市场对高端产品需求逐渐提升的背景下，公司作为纺织梳理器材行业内的龙头企业，预计将进一步受益；不锈钢装饰板业务下游主要为电梯制造商，受益于房屋新开工面积增速的企稳和老小区旧改的逐步推进，电梯用量上升，对不锈钢装饰板的使用量将继续加大，公司未来产品需求仍有保障。
- 公司不锈钢装饰板业务下游客户的资质仍较好。公司不锈钢装饰板的主要客户包括威力、康力和蒂森克虏伯等知名电梯厂商，同时随着高端家电对于不锈钢使用的增加，公司同样积累起海尔家电、西门子家电和方太家电等优质客户，总体客

户资质较好，较为稳定的合作关系为公司未来的订单带来一定的保障。

关注：

- **公司计提大额资产减值准备和信用减值损失，净利润大幅下滑。**2019 年公司长期股权投资对象展业情况不及预期，确认长期股权投资减值损失 4,558.01 万元；同时，公司对其 2015 年收购子公司海门市森达装饰材料有限公司（以下简称“森达装饰”）形成的商誉进行减值测试，确认商誉减值损失 1,087.81 万元。此外，公司对其应收款项中形成的坏账计提信用减值损失。主要受以上因素影响，公司 2019 年净利润同比下降 51.85%，盈利能力大幅下滑。2020 年一季度公司正常经营受到 COVID-19 疫情影响，净利润同比下降 91.57%。
- **公司未来仍面临一定的减值风险。**截至 2019 年末，公司应收账款、存货、长期股权投资和商誉占总资产的比例分别为 15.30%、17.58%、3.92%和 17.31%。公司针布业务的客户多为小型民营企业，其业绩波动可能会对公司应收账款的回收带来一定风险；不锈钢卷是公司主要的产用原材料，占存货的比重达 72.18%，其价格存在一定波动，公司面临一定的存货跌价风险；投资标的业务推广尚需时日，未来业绩仍可能不及预期，公司面临一定对外投资风险；不锈钢装饰板的价格波动可能会对森达装饰的盈利能力造成一定压力，公司面临一定的商誉减值风险。
- **公司近年不断加大对不锈钢装饰板领域的投资力度，新增产能未来是否能如期消化存在一定不确定性。**2019 年公司对子公司成都森通不锈钢有限公司（以下简称“成都森通”）和森达装饰分别增资 2,510.00 万元和 4,500.00 万元，并将本期债券募集资金用于支持子公司南通森能不锈钢装饰材料有限公司（以下简称“南通森能”）的高端不锈钢装饰板项目，该项目预计将于 2022 年 8 月全部投产，将增加公司高端不锈钢薄板产能 2 万吨。公司不锈钢装饰板业务 2019 年的产能利用率上升至 95.08%，但未来若下游电梯行业和家电行业景气度出现大幅波动，则公司未来产能消化可能存在不及预期的风险。
- **公司有息债务增速较快，面临一定偿债压力。**受公司增加短期借款和发行本期债券影响，2019 年公司有息负债余额同比增长 23.69%，有息债务/EBITDA 上升至 5.22，公司面临一定的偿债压力。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
----	------------	--------	--------	--------

总资产	314,704.06	306,269.05	282,543.78	254,583.37
归属于母公司所有者权益合计	190,197.37	190,157.90	183,147.32	172,527.62
有息债务	101,227.31	91,404.06	73,900.00	61,500.00
资产负债率	39.35%	37.68%	34.93%	31.99%
流动比率	1.79	1.83	1.62	1.77
速动比率	1.25	1.28	1.11	1.22
营业收入	35,831.17	241,377.84	228,061.40	209,499.10
营业利润	539.65	8,381.39	16,102.49	12,239.71
净利润	157.61	5,685.98	11,808.94	8,297.11
综合毛利率	16.35%	17.51%	18.33%	19.04%
总资产回报率	-	4.21%	7.20%	5.91%
EBITDA	-	17,522.85	24,070.70	18,702.13
EBITDA 利息保障倍数	-	4.48	7.35	7.67
经营活动现金流净额	5,324.90	5,949.91	10,579.36	2,410.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和 2020 年未经审计的一季报，中证鹏元整理

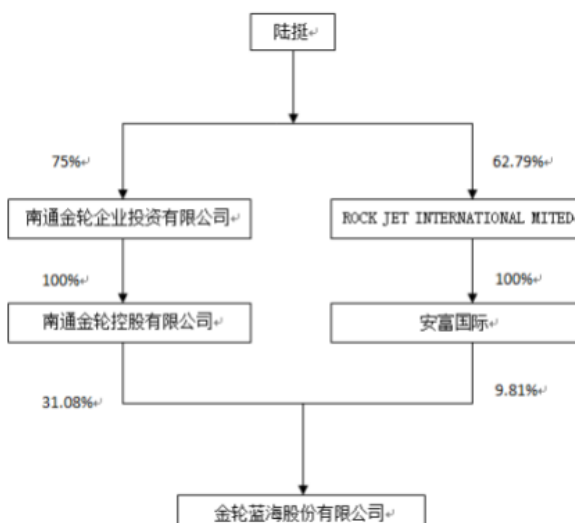
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年10月14日发行6年期2.14亿元公司债券，募集资金原计划用于高端不锈钢装饰板生产项目。截至2019年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为17,362.23万元。

二、发行主体概况

截至2019年末，公司注册资本与实缴资本仍为17,546.65万元，控股股东及实际控制人仍为陆挺先生，通过南通金轮控股有限公司（以下简称“金轮控股”）和安富国际（香港）投资有限公司间接控制公司40.89%的股份。截至2020年5月28日，金轮控股所持股份的58.87%已经用于质押，占公司总股本的18.29%，大股东股票质押比例较高，且公司股价近期有所调整，公司面临一定的大股东股权质押风险。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南通柚子公道网络科技有限公司	100.00%	500.00	从事网络技术研发；纺织机械及零部件、不锈钢及相关产品的研发设计、销售及网上销售	新设
南通金轮金属制品有限公司	100.00%	3,000.00	金属制品、金属纺织器材及零部件的制造、加工、销售。	新设
金轮国际香港有限公司	100.00%	1 万港元	纺织器械贸易等	新设

海门新瑞纺织器材有限公司	79.52%	2,000.00	纺织专用设备及配件制造、加工、销售	新设
--------------	--------	----------	-------------------	----

2、2019年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
苏州金联云创网络科技有限公司	100%	180.00	计算机网络技术领域内的技术开发等	注销
南通华恩纺织科技有限公司	100%	200.00	工程用特种纺织品、纺织品、纺织面料、纺织服装研发、生产、销售；	注销
南通优布汇信息科技有限公司	60%	200.00	电子商务技术开发、技术服务；棉纱、纺织原料、针纺织品、服装及辅料的销售	注销
南通金瑞成纺织科技有限公司	100%	200.00	工程用特种纺织品研发	注销
南通柚子纱线电商有限公司	60%	1,000.00	网上贸易代理；纱线、纺织品、纺织原料批发、零售	注销

资料来源：2019年公司审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

近年来纤维加工量总体保持稳定，但增速不断放缓；但中国人均年纤维消费量与发达国家相比仍有较大的提升空间，叠加纺织机械升级与更新需求，对纺织梳理器行业形成一定的支撑。纺织产品高品质发展趋势和纤维品种多样化亦增加了纺织梳理器材的需求

纺织梳理器材是纤维梳理工序不可或缺的重要器材，是纺织企业常用的消耗性器材和纺织机械生产企业整机装配用的关键基础件，其中，纺织企业用量约占90%，纺织机械生产企业用量约占10%，纺织机械生产企业购买纺织梳理器材装配成整机后销售给纺织企业。纺织梳理器材是纺织过程中的消耗性器材，纺织梳理器材的用量与纺织行业的纤维加工量直接相关，随着市场对纤维加工品质要求的不断提高，以及纤维品种的多样化，纺织梳理器材的行业发展速度一般高于纺织纤维加工量的发展速度。

纤维加工量总体较为稳定，增速有放缓趋势。从人均年纤维消费量来看，发展中国家目前人均纤维消费量远低于欧美发达国家，且纺织产品高品质发展趋势和纤维品种多样化亦增加了纺织梳理器材的需求。由于生产高支纱和精梳纱需要对纤维进行深度梳理，又要防止在梳理过程中对纤维的损伤，必须保持梳理器材处于较好的状态，从而加快了纺织梳理器材的更换频率。同时，纺织行业的快速发展、纺织加工技术和设备的不断创新，使得多种新型纤维和功能性纤维被广泛地应用到纺织领域中，纺织纤维品种从单一化走向多样化。随着居民对生活品质要求的提高，增加了对纺织产品的高品质要求，下游纺织企业将对应增加对高质、高效的智能化纺机设备的采购需求，一定程度上支撑了纺织梳理器材的

市场需求。

图2 纤维加工量有所放缓

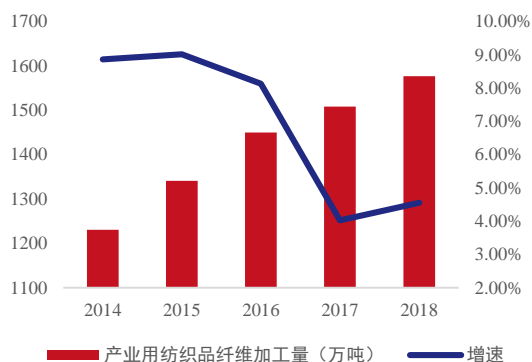
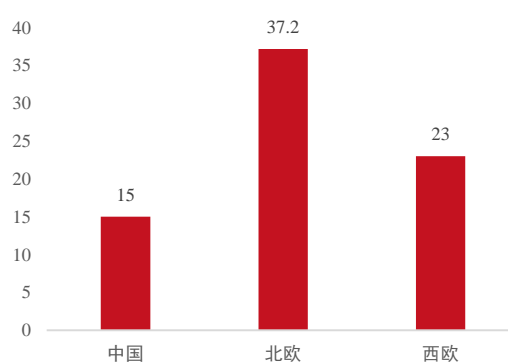


图3 中国人均纤维消费量仍有提升空间（单位：kg）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

纺织梳理器行业规模较小，竞争格局稳定，在专用设备、技术工艺和销售网络方面形成一定的门槛，但未来增长空间有限；2020年初受COVID疫情影响，下游纺织品行业产量大幅下降，对纺织梳理器材需求有所减少

纺织梳理器材是一种耗材，为梳理机的关键基础件，纺织机械企业在生产时需配备必要的纺织梳理器材，其在纺织机械企业成本中占很小的比重，因此纺织梳理器行业规模较小，未来增长空间有限。目前，国内企业生产的产品仍然以中低端为主，竞争较为激烈。随着下游纺织行业不断升级改造，对高端产品的需求不断上升，龙头企业依靠较强的研发能力与规模优势形成自身竞争优势，从而保证自身的市场占有率与盈利水平，而缺乏创新能力和可持续发展能力的企业的市场空间将不断缩小。

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

长时间才能完成，先进入企业在这方面会形成明显的先发优势，因此，完善的销售网络和丰富的客户资源是进入本行业的重要壁垒之一。综上所述，纺织梳理器属于耗材，下游需求主要来自于纺织企业更换需求，较为稳定，行业规模较小，加之存在较高的行业门槛，使得纺织梳理器行业竞争格局稳定，行业新进入企业很少。

2020年初受国内外COVID疫情影响，纺织品的总体产量与出口皆大幅下降，面临供给与需求两方面的冲击，开工率下降对上游纺织厂梳理器材的需求有所减少，相关设备生产商订单受到冲击。但随着疫情逐步得到控制，纺织厂商开工率提升，预计对纺织梳理器材需求将有所回暖。

图 4 受疫情影响，2020 年初纺织行业产量大幅下降

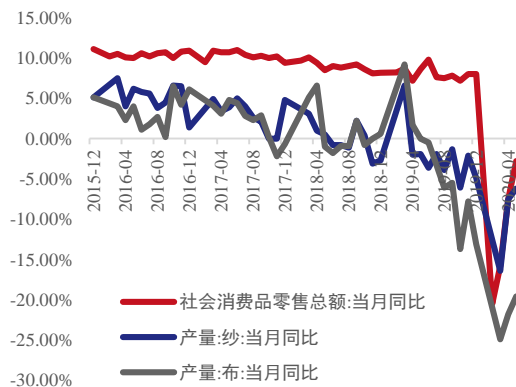


图 5 2020 年初织物出口量也因此断崖式下跌



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

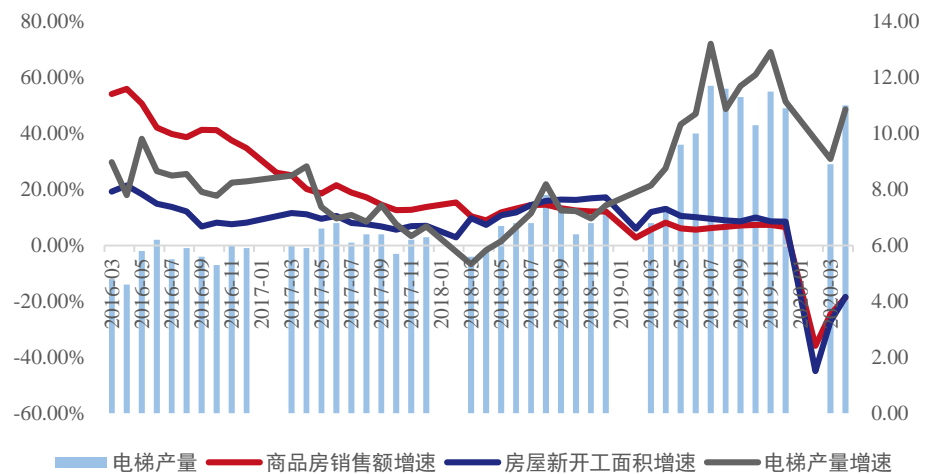
不锈钢装饰板下游主要为电梯和工业机械设备，受下游地产和基建行业景气度影响大；在新建住宅及老旧小区改造带来的需求影响下，电梯产量近来保持较高增速，受新冠疫情影响有所下滑，但维持较好水平；不锈钢装饰板未来需求有一定保障

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

电梯的需求以住宅需求（包括老楼加装新梯）为主，占比达到60-70%。在“房住不炒”的政策背景下，房屋新开工面积增速和商品房销售增速在2019年窄幅波动，住宅的边际需求逐步企稳，未来对电梯的新增需求有一定保障。同时，2011-2018年我国电梯保有量增

速均在10%以上，增速较快；从人均角度来看，韩国人均电梯保有量140台/万人、欧洲平均水平105台/万人，而2018年中国人均电梯保有量仅48台/万人；2019年2月，住建局发布《住宅项目规范(征求意见稿)》，对新建住宅建筑的电梯设置提出了明确要求：四层及四层以上住宅建筑，或住户入口层楼面距室外设计地面的高度超过9m的新建住宅建筑应设电梯，且应在设有户门和公共走廊的每层设站；十二层及十二层以上的住宅建筑，每个居住单元设置电梯不应少于2台，未来电梯的发展空间仍较为广阔。

图 6 电梯销量受下游地产景气度影响大

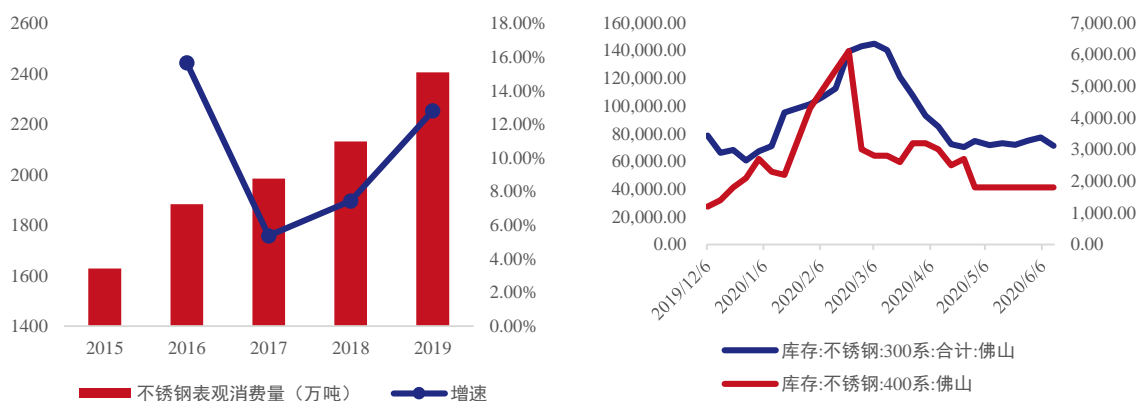


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

高基数也带来了高更新需求。2020年4月3日住建部会议强调：积极扩大住房和城乡建设领域有效投资，抓好棚户区改造、政策性租赁住房建设和城镇老旧小区改造，进一步完善支持政策，同时鼓励房地产开发企业参与老旧小区改造。当前我国人口老龄化趋势有所显现，而存量规模较大的老旧小区，基础设施落后，设备陈旧，也对加装亦或是更新电梯带来了需求，未来电梯市场广阔，从而对不锈钢装饰板的未来需求形成支撑。2017年以来，我国不锈钢的表观消费量增速连年上升，随着人民生活水平的提升，不锈钢产品的消费需求空间仍较大。

图 7 不锈钢表观消费量增加，需求空间仍加大

图 8 疫情导致 2020 年初不锈钢库存大幅增加（单位：吨）



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

不锈钢装饰板行业技术门槛相对较低, 竞争激烈, 盈利能力较弱, 新冠肺炎对行业影响明显

不锈钢装饰板在产业链中处于前端位置, 仅对不锈钢表面进行加工处理, 生产周期较短, 一般为一周左右, 涉及到的工艺技术较少, 在精度要求方面不高, 因此该行业技术门槛不高, 行业毛利率较低, 盈利能力较弱。同时不锈钢装饰板在产业链中议价能力较低, 上游不锈钢钢材生产商较为强势, 多为“先款后货”的现金结算, 而下游客户又大多属于月结的结算方式, 因此该行业对运营资金要求较高, 但也形成了一定的资金壁垒。

受2020年初新冠疫情影响, 地产与基建开工受阻, 来自电梯行业的下游订单减少, 且由于各地的封城及恢复时间不一, 物流运输也受到阻碍, 对处于上游的不锈钢装饰板行业影响明显, 不锈钢库存大幅提升

图9 不锈钢价格近年来有所波动 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

近年来不锈钢价格波动明显，加剧了不锈钢装饰板生产企业的经营风险

不锈钢装饰板企业上游原材料主要为不锈钢，占原材料比重90%以上，且不锈钢装饰板生产企业不锈钢钢材库存量较大，对资金运转要求较高，因此上游不锈钢价格的波动直接影响不锈钢装饰板企业的利润和资金运转。我国的不锈钢产品主要是以300系为主，300系的不锈钢产量占比在近年来基本维持在50%左右，400系占比在20%左右。不锈钢价格整体处于下跌趋势，但近年来不锈钢钢材受国内外市场需求的影响较大，价格波幅较为明显，主要原材料的大幅波动将给不锈钢装饰板生产企业带来一定的经营风险。

四、经营与竞争

公司主营业务为纺织梳理器材的研发、生产和销售以及各类不锈钢装饰材料板的生产与销售。2019年不锈钢装饰板加工收入的增加是公司营业收入持续增长的主要动力，仍是公司收入的主要来源，其他收入主要为棉纱和部分生产废料的销售收入。2019年公司纺织梳理器材毛利率为47.00%，较2018年提升1.52个百分点，但不锈钢装饰板业务毛利率下滑至8.96%，故公司当年综合毛利率下降至17.51%。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纺织梳理器：	49,061.82	47.00%	47,330.10	45.48%
金属针布	27,065.27	51.05%	26,412.85	50.52%
弹性盖板针布	11,924.15	45.12%	10,906.68	42.06%
固定盖板针布	4,206.53	44.44%	3,531.25	40.50%
带条针布	5,865.87	34.72%	6,479.32	33.37%
不锈钢装饰：	176,614.94	8.96%	152,991.82	11.29%
不锈钢装饰板加工	176,614.94	8.96%	152,991.82	11.29%
其他	15,701.07	21.28%	27,739.48	10.87%
合计	241,377.83	17.51%	228,061.40	18.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司纺织梳理器材收入稳步增长，产品结构趋向高端，毛利率稳定且维持在较高水平

2019年公司纺织梳理器材业务仍主要由子公司金轮针布（江苏）有限公司（以下简称“金轮针布”）和金轮针布（白银）有限公司（以下简称“白银针布”）两家公司负责，产品有金属针布、弹性盖板针布、固定盖板针布、带条针布以及少量的分梳辊、整体锡林、顶梳等产品，其中金属针布和弹性盖板针布是纺织梳理机械上使用最广、消耗最大的梳理器材，仍是该板块收入的主要来源，占比达79.47%。由于纺织梳理器材属于耗材，具有稳

定的更换周期，公司主要产品更换周期为0.5年-2.5年，下游需求较为稳定。2019年公司纺织梳理器业务取得收入49,061.82万元，同比增长3.66%。

从产品毛利来看，纺织梳理器材业务整体毛利率稳定且处于较高水平，2019年上升至47.00%，其中金属针布毛利率最高，近两年毛利率都在50%以上；弹性盖板针布、固定盖板针布和带条针布的毛利率均出现不同幅度的上升，主要系公司2019年高端产品销售增加所致。公司打造了“狼牙”、“先锋”、“钻石”、“蓝钻”系列产品，“钻石”和“蓝钻”系列产品为高端系列，“先锋”系列产品为中端系列，“狼牙”系列产品较为低端，产品结构覆盖低中高端客户，满足不同层次客户需求。2019年公司高端产品销售收入同比增长16.91%，收入占比较2018年增加4.60个百分点。产品结构趋向高端，使得公司主要产品的价格均较2019年有所提升，是公司2019年毛利率提升的重要原因。

2020年一季度，公司正常生产经营受到COVID-19疫情影响，整体复工有所推迟，且各地实行不一的区域防疫政策，物流运输受到阻碍，而3月份海外疫情的渐次发展也使得公司下游出口型纺织企业的产品需求有所下降，公司在一季度营收同比下降25.75%，净利润下降91.57%。

表 3 纺织梳理器材按产品档次划分情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比
高端	20,203.58	41.67%	17,281.87	37.07%
中端	11,088.37	22.87%	11,084.96	23.78%
低端	17,189.74	35.46%	18,247.02	39.15%
合计	48,481.69	100.00%	46,613.85	100.00%

资料来源：公司提供

表 4 纺织梳理器材业务主要产品销售均价及增长率

项目	2019年		2018年	
	均价	增长率	均价	增长率
金属针布（元/吨）	31,431.05	9.31%	28,753.37	-1.92%
弹性盖板针布（元/套）	3,488.22	8.95%	3,201.73	3.00%
固定盖板针布（元/根）	299.99	10.05%	272.59	-0.50%
带条针布（元/条）	1,925.45	14.27%	1,685.04	3.92%

资料来源：公司提供

公司2019年纺织梳理器材业务产销率仍维持较好水平，部分低端产品产能利用率下降；下游客户非常分散，总体需求较为稳定；但下游客户以中小民营企业为主，存在一定的坏账风险

公司国内销售主要采取直销模式，与中大型客户签订长期供货框架合同，并在该合同

框架下根据客户具体下达的订单组织相关产品的生产和销售，对小型客户则按照具体的订单进行生产，因此2019年公司产销率仍维持较好水平。

生产模式方面，公司根据各产品的历史发货量情况，分别采用库存生产及订单生产相结合的模式组织生产。公司将最近6个月平均发货量高于基准值的针布规格确定为常规型号，采用库存生产的模式，计划部门根据上季度月均发货量确定最高、最低库存，并结合销售计划制定公司及子公司的生产计划；其他规格为非常规型号，公司采取订单生产的模式，一般不安排库存，计划部门根据临时订单制定生产计划。

2019年公司金属针布和带条针布产量均出现下滑，产能利用率分别降至77.12%和78.09%，系高端产品销售占比有所增加，一方面高端产品使用寿命较低端产品更长，故更新换代速度下降，另一方面低端产品需求有所减少，其生产线产能使用情况有所下降。

表 5 纺织梳理器材业务主要产品产销及产能利用情况

产品类别名称	2019 年	2018 年
金属针布		
产量（吨）	8,483	9,210
产能（吨）	11,000	11,000
销量（吨）	8,611	9,186
产销率	101.5%	99.74%
产能利用率	77.12%	83.73%
弹性盖板针布		
产量（套）	35,077	34,483
产能（套）	42,000	42,000
销量（套）	34,184	34,065
产销率	97.45%	98.79%
产能利用率	83.52%	82.10%
固定盖板针布		
产量（根）	140,292	127,140
产能（根）	150,000	150,000
销量（根）	140,224	129,545
产销率	100%	101.89%
产能利用率	93.53%	84.76%
带条针布		
产量（条）	29,675	36,727
产能（条）	38,000	38,000
销量（条）	30,465	38,452
产销率	102.66%	104.70%
产能利用率	78.09%	96.65%

资料来源：公司提供

公司下游客户较为分散，截至2019年末，公司客户总数约为5,400家左右，前五大客

户销售金额占比提升至9.14%，但仍处于较低水平，不存在客户集中度较高的风险。公司产品属于耗材，产品具有稳定的更换周期，使得下游需求较为稳定，近年来各类产品产销率保持在较好水平，但下游客户多数为中小民营企业，存在下游客户因为经营不善导致公司形成坏账的风险。从信用政策来看，公司给予下游的账期一般在60天或者90天左右，部分客户实际的回款速度短于信用期。

表6 2018-2019年纺织梳理器材前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售收入	占纺织梳理器材业务收入比例
2019年	1	客户1	2,068.56	4.22%
	2	客户2	788.75	1.61%
	3	客户3	621.45	1.27%
	4	客户4	543.36	1.11%
	5	客户5	456.79	0.93%
	合计			4,478.91
2018年	1	客户1	1,761.85	3.48%
	2	客户2	788.51	1.56%
	3	客户3	677.39	1.34%
	4	客户4	593.88	1.17%
	5	客户5	591.73	1.17%
	合计			4,413.37

资料来源：公司提供

公司具备一定成本转移能力，且2019年部分主要原材料价格的下跌缓和了公司成本压力

纺织梳理器材原材料包括线材、棉布、底布、特种钢丝等，其中，特种钢丝、底布是纺织梳理器材生产的原材料，棉布是针布底布生产的原材料，线材是针布特种钢丝生产的原材料，因此线材的价格波动对原材料整体价格影响较大。公司与上游供应商合作多年，关系稳定，主要为钢厂和天然气提供企业，近年来未出现因供货原因导致生产受阻的情况。

纺织梳理器材属于耗材，占下游纺织企业成本很低，对价格变动敏感性低，所以公司将上游成本转嫁到下游比较顺畅，使得近年来纺织梳理器材业务毛利率较为稳定。此外，2019年公司主要原材料中的线材、底布和特种钢丝的单价均出现不同幅度的下降，也在一定程度上缓和了公司的成本压力。

表7 2018-2019年公司纺织梳理器材业务主要原材料构成情况（单位：万元）

原材料/能源名称	2019年		2018年	
	总价	单价	总价	单价
线材（元/吨）	7,654.44	4,549.22	7,365.41	4,879.60

棉布（元/平方米）	1,216.07	11.41	1,213.55	11.10
底布（元/平方米）	1,202.93	170.13	935.47	192.21
特种钢丝（元/公斤）	1,064.31	41.67	1,559.77	46.05
电（元/度）	2,947.83	0.65	3,926.14	0.65

资料来源：公司提供

公司不锈钢装饰板业务收入保持增长；但该业务毛利率水平较低且持续下滑，公司该业务面临上下游挤占资金的情况，议价能力较弱；公司近年来不断扩充不锈钢装饰板产能，未来需持续关注新增产能释放情况

公司不锈钢装饰板业务仍由子公司森达装饰负责，主要产品包括以铬镍钼不锈钢(300系)和铬系不锈钢(400系)材质为主的各类装饰材料板，主要应用于电梯装潢、高档家电面板、厨房及卫生间用品、楼宇室内外装潢等领域，能够满足客户多样化的需求。2019年公司不锈钢装饰板业务取得收入176,614.94万元，同比增长15.44%，公司的产品定价采取成本加成模式，成本以线上钢材价格计算；之前年度在线下实地取货时可以获得钢厂一定的价格优惠，但2019年不锈钢的线上与线下价格趋同，故公司该项业务毛利率下降2.33个百分点。不锈钢装饰板在产业链中议价能力较弱，上游不锈钢钢材生产商较为强势，多为“先款后货”的现金结算，而下游客户又大多属于月结的结算方式，公司面临上下游挤占资金的情况。

在生产方面，森达装饰主要采用“以销定产”的方式进行生产。2019年公司部分在建设备转入固定资产，并且为外购部分设备，当年不锈钢装饰板产能提升至121,000.00吨，叠加上游不锈钢需求的增长，公司产能利用率较2018年提升10.10个百分点。在需求驱动下，公司加大对不锈钢领域的投资力度，2019年对成都森通和森达装饰分别增资2,510.00万元和4,500.00万元，并发行本期债券以募集资金用于支持南通森能高端不锈钢装饰板项目，截至2019年末，该项目未来尚需投资17,355.59万元，预计将于2022年8月全部投产，将增加公司高端不锈钢薄板产能2万吨。若未来下游电梯行业和家电行业景气度出现波动，则需关注公司未来产能释放后的消化情况。

表 8 2018-2019 年公司不锈钢装饰业务产能及产量情况

项目	2019 年	2018 年
产能（吨）	121,000.00	120,500.00
产量（吨）	115,052.00	102,400.00
产能利用率	95.08%	84.98%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 9 截至 2019 年末公司主要的在建项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
高端不锈钢装饰板生产项目	20,560.86	3,205.27

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

近年森达装饰产销率维持在较好水平，下游主要大客户资质较好，且前五大销售客户订单较为稳定，未来订单有一定保障；但存在下游单一行业集中度较高的风险

公司不锈钢装饰板业务实行以销定产的生产方式，2019年产销量均有所上升，产销率为97.07%，仍维持在较好水平。公司与主要客户的合同一般为一年一签，期限较短，故下游客户仍存在一定不确定性。定价方式方面，公司以最近一个月原材料均价为基础，根据产品不同工艺而加成相应加工费的方式确定最终销售价格；由于锈钢原材料采购从下单到入库的采购周期一般为一个月，为了满足客户供货及时性的要求，森达装饰需保留一个月左右的库存，故此种定价方式在一定程度上缓解了原材料价格波动的风险。但由于森达装饰相对于下游议价能力较弱，不能完全转嫁上游原材料价格上涨的成本，且价格调整存在一定的滞后性。从信用政策来看，给予下游的账期一般在60天左右。

表 10 2019 年森达装饰不锈钢装饰板产销率情况（单位：吨）

项目	2019 年	2018 年
产量	115,052.00	102,400.00
销量	111,680.00	101,770.00
产销率	97.07%	99.39%

资料来源：公司提供

2019年公司对前五大客户销售额为39,471.35万元，占不锈钢装饰业务收入的比重达22.35%，客户集中度不高，但前五大客户几乎全部为电梯企业，下游单一行业集中度较高，若未来电梯行业景气度下滑，将对森达装饰的销售收入产生一定不利影响。公司下游主要客户均为知名电梯制造企业，客户资质较好，近年来前五大客户较为稳定，为公司未来的订单带来一定的保障。公司同时开拓高端家电领域的锈钢装饰板市场，知名客户包海尔家电、西门子家电和方太家电等企业，但目前规模占比不大，若未来业务顺利开展，预计将为公司营收带来新的增长点。

表 11 2018-2019 年不锈钢装饰业务前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	是否为关联方	销售收入	占不锈钢装饰业务收入比例
2019 年	1	客户 1	否	11,608.82	6.57%
	2	客户 2	否	9,431.85	5.34%
	3	客户 3	否	6,619.76	3.75%
	4	客户 4	否	6,484.51	3.67%
	5	客户 5	否	5,326.41	3.02%
			合计		39,471.35
2018 年	1	客户 1	否	11,421.20	7.45%

2	客户 2	否	7,644.61	4.99%
3	客户 3	否	5,965.47	3.89%
4	客户 4	否	5,219.32	3.41%
5	客户 5	否	4,951.30	3.23%
合计			35,201.90	22.97%

资料来源：公司提供

公司与上游供应商关系稳定，原材料短缺风险较低，但仍面临一定的成本控制压力

公司不锈钢装饰板业务直接材料主要为不锈钢，公司上游不锈钢等原材料供应充足，属于充分竞争市场，受材料供应不足的影响较小，主要不利影响来自于不锈钢的价格变化。2019年公司不锈钢采购均价为11.84元/千克，同比下降2.15%。公司产品定价以成本加成为主，一般会定期根据不锈钢价格的变动进行调整，但产品价格调整仍然有一定滞后性，若未来不锈钢价格出现快速波动的情形，仍会对公司毛利率形成一定的影响，公司从而面临一定的成本控制压力。

表 12 2018-2019 年森达装饰主要原材料价格变化情况（单位：元/千克）

原材料	2019 年		2018 年	
	采购均价	增长率	采购均价	增长率
不锈钢	11.84	-2.15%	12.10	6.70%

资料来源：公司提供

公司每年初与供应商（主要为各大不锈钢厂）签订全年的采购总体协议。采购部每月根据当月已接订单的销售订量，及往年同期销量，结合公司各类规格原材料库存量情况，制定当月采购计划。森达装饰主要采购的原材料为不锈钢冷轧卷板，如430系、443系、304系、316系等。公司上游主要的供应商较为稳定，公司与其维持了较好的合作关系。2019年森达装饰对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重为76.60%，供应商集中度处于在较高水平。

表 13 2018-2019 年森达装饰前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占不锈钢装饰板原材料采购比例
2019 年	1	供应商 1	28,543.29	20.92%
	2	供应商 2	21,399.88	15.68%
	3	供应商 3	19,651.03	14.40%
	4	供应商 4	18,930.04	13.87%
	5	供应商 5	15,989.57	11.72%
	合计			104,513.81
2018 年	1	供应商 1	24,187.76	18.82%
	2	供应商 2	17,814.22	13.86%

3	供应商 3	17,658.19	13.74%
4	供应商 4	16,920.79	13.16%
5	供应商 5	16,458.81	12.80%
合计		93,039.77	72.38%

资料来源：公司提供

公司不锈钢贸易收入规模大幅下降，且毛利率水平很低，对公司利润总额贡献有限，占用一定的营运资金

表 14 不锈钢贸易板块收入（总额法与净额法）（单位：万元）

确认方式	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
总额法	56,436.91	1.33%	132,307.55	0.49%
净额法	750.79	-	662.09	-

资料来源：公司提供

不锈钢贸易业务主要由钢聚人电商有限公司（以下简称“钢聚人”）负责。由于采购方需要向公司缴纳一定比例的保证金，采购方违约的概率较小，因此公司承担的风险不大，但在交易过程中，公司需要垫资，占用一定的营运资金。2019年，因不锈钢市场波动较大，公司降低贸易业务的周转速度，故总额法下的不锈钢贸易业务收入大幅下滑至56,436.91万元，毛利率水平仍较低，对公司利润贡献有限。根据企业会计准则，公司管理层认为钢聚人在与购买方从事交易时的身份是代理人而非主要责任人，因此，钢聚人按照已收或应收对价总额扣除应支付给供应商的价款后的净额确认收入，公司2019年净额法实现收入750.79万元。

五、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公司2018-2019年审计报告和2020年未经审计的一季报，报告均采用新会计准则编制。2019年公司执行新金融工具准则，将“应收票据及应收账款”拆分为“应收票据”和“应收账款”列示、“应付票据及应付账款”拆分为“应付票据”和“应付账款”列示。经公司董事会审批，将其他流动资产重分类为“交易性金融资产”，将应收票据重分类为“应收款项融资”。截至2019年末，公司合并范围内分别新增子公司4家和减少5家，公司合并报表范围见附录二

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，现金类资产占比虽下降，但仍保持一定规模，流动性表现尚可；公司未来面临一定的应收账款回收风险，存货跌价风险、对外投资风险和商誉减值风险

受益于2019年成功发行可转换公司债券，公司资产规模有所扩大，流动资产占比提升至58.47%。

2019年公司货币资金余额有所下降，其中使用受限的货币资金余额达3,000.00万元，系公司向银行申请开具银行承兑汇票所存入的保证金。2019年公司发行可转换公司债券，使用闲置募集资金购买理财产品和结构性存款，截至2020年3月末，公司增加理财产品购买，交易性金融资产余额上升至25,972.03万元。2019年公司营收规模保持增长，且受益于下游电梯行业的良好需求，公司于年末获得订单有所增加，故应收账款账面价值同比大幅增长27.91%，账龄以一年以内为主，对象主要为钢材贸易客户和电梯企业客户，该年度公司计提坏账准备524.98万元。公司应收账款较为分散，纺织梳理器下游客户以民营小企业为主，未来仍存在一定回收风险。公司预付款项主要为支付上游供应商的货款，2019年主要受贸易业务下降影响，余额同比下降18.86%。2019年公司存货规模上升至53,840.16万元，主要系不锈钢卷价格存在波动，2019年下游对装饰板的需求有所上升，故公司增加对不锈钢卷的购买以锁定价格。公司存货以原材料为主，截至2019年末，原材料占存货的比重达72.18%，累计计提存货跌价准备257.59万元，因不锈钢卷价格有所波动，故公司未来面临一定的存货跌价风险。截至2020年3月末，公司存货规模进一步增加至56,914.46万元，主要系一季度受疫情影响，公司销售下降，故存货规模有所提升。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28,746.21	9.13%	23,367.91	7.63%	28,509.42	10.09%
交易性金融资产	25,972.03	8.25%	17,073.78	5.57%	0.00	0.00%
应收票据	0.00	0.00%	0.00	0.00%	17,360.69	6.14%
应收账款	40,231.61	12.78%	46,855.62	15.30%	36,632.02	12.97%
应收款项融资	12,268.11	3.90%	16,303.29	5.32%	0.00	0.00%
预付款项	22,424.40	7.13%	18,101.57	5.91%	22,307.92	7.90%
存货	56,914.46	18.09%	53,840.16	17.58%	50,012.54	17.70%
流动资产合计	189,660.50	60.27%	179,075.73	58.47%	158,114.76	55.96%
长期股权投资	10,784.70	3.43%	12,004.15	3.92%	15,312.03	5.42%

固定资产	47,818.93	15.19%	48,856.45	15.95%	42,692.32	15.11%
商誉	53,013.39	16.85%	53,013.39	17.31%	54,101.20	19.15%
无形资产	7,113.81	2.26%	7,215.98	2.36%	7,130.52	2.52%
非流动资产合计	125,043.55	39.73%	127,193.32	41.53%	124,429.02	44.04%
资产总计	314,704.06	100.00%	306,269.05	100.00%	282,543.78	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年未经审计的一季报

公司长期股权投资对象较多，开展业务类型基本皆与公司存在相关多元化关系，2019 年公司长期股权投资亏损 845.47 万元，公司对广东御丰创展金属科技有限公司（以下简称“御丰创展”）、广东赛德英斯智能装备有限公司和三门中瑞聚氨酯科技有限公司分别计提减值准备 3,774.42 万元、608.88 万元和 174.71 万元，其中对御丰创展计提减值准备占公司 2019 年末净利润的比例为 66.38%，御丰创展主营业务包括不锈钢隔墙和不锈钢贸易，不锈钢贸易业务于 2019 年有所下滑，而不锈钢隔墙业务仍处于前期市场开发阶段，业务推广不及预期。截至 2019 年末，公司长期股权投资账面价值下降至 12,004.15 万元，未来仍存在一定投资风险。公司固定资产主要包括厂房和设备，2019 年余额同比增长 14.44%，主要系公司南通森能高端不锈钢生产等项目部分完工转入固定资产所致，需关注公司后期产能释放后的消化情况；公司固定资产规模较大，累计计提折旧 26,610.03 万元，对公司盈利形成一定压力。截至 2019 年末，固定资产中价值 1,394.63 万元的厂房已经用于短期借款抵押，合计价值 7,750.37 万元的厂房和员工活动中心尚未办妥产权证书。2019 年公司在建工程余额有所下降，主要系部分工程完工转入固定资产所致。2015 年公司收购森达装饰形成商誉 54,101.20 万元，森达装饰 2019 年毛利率下降，公司对其计提减值准备 1,087.81 万元，商誉期末余额有所下降，但占公司总资产的比例仍达 17.31%，规模较大，需关注未来公司可能面临的商誉减值风险。公司无形资产主要为公司拥有的土地使用权，截至 2019 年末，价值 112.02 万元的土地已经用于短期借款抵押，流动性受到一定限制。

公司 2019 年资产规模保持增长，货币资金与交易性金融资产占比虽下降，但仍保持一定规模，流动性表现尚可；公司面临一定的应收账款回收风险，存货跌价风险、对外投资风险和商誉减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期拉长，资产周转效率有所下降

2019 年公司产品的下游需求较好，年末订单有所增加，公司应收账款规模同比大幅增长 27.91%，受此影响，公司应收账款周转天数上升至 62.26 天。为保障正常生产，故公司增加不锈钢卷的购买，存货规模有所上升，故存货周转天数较 2018 年增加 3.18 天。受公司

对本期债券募投项目投入的影响，应付的建筑工程款等增加，截至2019年末，公司应付账款余额同比增长43.62%，应付账款周转天数增至17.97天。综上影响，公司净营业周期有所拉长，现金回收速度有所减缓。

公司2019年发行本期债券，并使用闲置资金购买理财产品和结构性存款，流动资产同比增加13.26%，快于收入增速，故流动资产周转天数有所上升。2019年本期债券募投项目部分完工转入固定资产，固定资产规模扩大为48,856.45万元，产能尚待释放，以致固定资产周转天数增加9.33天。公司总资产周转天数也因此增加至439.09天，资产周转效率有所下降。

表 16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	62.26	55.04
存货周转天数	93.88	90.70
应付账款周转天数	17.97	13.27
净营业周期	138.17	132.48
流动资产周转天数	251.45	236.98
固定资产周转天数	68.27	58.94
总资产周转天数	439.09	423.93

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入继续增长，但是综合毛利率有所下降；受大额资产减值损失和信用减值损失的影响，公司净利润规模大幅下降，盈利能力有所下滑

2019年公司营业收入同比增长5.84%，其中不锈钢装饰板加工收入的增加是公司收入持续增长的主要动力，也是收入的主要来源。2019年公司高端纺织梳理器材销售有所增加，故毛利率较2018年提升1.52个百分点，但不锈钢装饰板业务收入占比较大，且受不锈钢卷线上与线下价格趋同的影响，该板块业务毛利率下滑至8.96%，故公司当年综合毛利率下降至17.51%。此外，公司2019年资产减值损失和信用减值损失合计金额为6,782.18万元，当年利润总额大幅下降至8,498.57万元，公司未来仍存在一定资产损失和信用损失风险。2019年公司期间费用率较2018年上升0.15个百分点，其中财务费用同比大幅增加43.27%，主要系该年度公司短期借款增加以致利息支出增加，同时将理财利息收入列入投资收益所致。受此影响，2019年公司净利润下降51.85%，总资产回报率由2018年的7.20%降至4.21%。2020年初受到COVID-19疫情影响，公司营业收入有所下降，一季度实现营业收入35,831.17万元，净利润同比也下降91.57%，盈利能力大幅下降。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	35,831.17	241,377.84	228,061.40
投资收益	25.17	591.46	486.14
营业利润	539.65	8,381.39	16,102.49
利润总额	499.98	8,498.57	16,063.95
净利润	157.61	5,685.98	11,808.94
综合毛利率	16.35%	17.51%	18.33%
期间费用率	15.56%	10.52%	10.37%
营业利润率	1.51%	3.47%	7.06%
总资产回报率	-	4.21%	7.20%
净资产收益率	-	3.03%	6.62%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年未经审计的一季报

现金流

公司收现比保持较好水平，经营活动现金流持续净流入但规模有所减小

2019年公司收现比1.25，较2018年有所下降，但仍维持较好水平，主要系公司贸易业务在确认收入时使用净额法所致。受大额资产减值损失和信用减值损失的影响，2019年公司净利润下降至5,685.98万元；公司存货增加规模较2018年有所下降，应收与应付款项均出现增长，综合作用下导致2019年公司营运资本变化-14,614.25万元。公司经营活动产生的现金流量净额为5,949.91万元，仍保持净流入，但规模较上年有所下降。

2019年公司投资活动现金流大幅净流出-26,102.56万元，主要系公司收到发行可转债收到的募集资金后，除投入高端不锈钢装饰板生产项目的建设外，公司购买10,000.00万元的理财产品和价值7,000.00万元的结构存款所致。

公司2019年筹资活动现金流净流入14,806.43万元，较上年大幅增长，主要系公司收到本期可转债募集资金所致。公司募投项目需自筹资金7,739.14万元，仍存在一定投资压力。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	5,685.98	11,808.94
营运资本变化	-14,614.25	-9,873.69
其中：存货减少（减：增加）	-3,831.14	-6,180.03
经营性应收项目的减少（减：增加）	-7,214.86	-7,013.35
经营性应付项目的增加（减：减少）	-3,568.25	3,319.69
经营活动产生的现金流量净额	5,949.91	10,579.36
投资活动产生的现金流量净额	-26,102.56	-6,336.56

筹资活动产生的现金流量净额	14,806.43	7,760.96
现金及现金等价物净增加额	-5,339.52	12,110.51
收现比	1.25	1.70

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增速较快，EBITDA对债务本息偿还的保障程度有所下降，面临一定偿债压力

2019年公司成功发行本期可转换公司债券，受此影响，公司负债规模同比增长16.95%，其中流动负债占比有所下降，但短期借款仍是公司的主要融资渠道。2019年公司发行本期债券，其中初始确认为权益的部分为4,648.32万元，主要受此影响，公司所有者权益上升至190,859.17万元，但慢于负债的增速，故产权比率有所提高，截至2020年3月末，公司产权比率进一步提升至64.87%，较2018年末提升11.2个百分点，财务杠杆快速攀升，权益对债务的保障程度进一步下降。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	123,823.27	115,409.87	98,679.50
所有者权益	190,880.79	190,859.17	183,864.28
产权比率	64.87%	60.47%	53.67%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年未经审计的一季报

随着公司业务的发展和项目的投入，截至2019年末，公司短期借款余额增至75,181.78万元，以保证借款为主，占总负债的比重较2018年有所下降，但仍是公司最主要的融资渠道。截至2020年3月末，公司短期借款余额上升84,694.66万元，系公司对新设子公司南通金轮金属制品有限公司（以下简称“金轮金属”）投入所致，金轮金属从事高端不锈钢的表面处理。公司部分应付票据到期，故2019年应付票据余额降至3,200.00万元。截至2020年3月末，公司购买原材料增加，开具银行承兑汇票，故应付票据余额有所上升。2019年公司应付账款同比增长43.62%，系公司对募投项目投入以致所欠工程款和建设款增加所致，截至2020年3月末，公司应付职工薪酬大幅下降，系公司发放2019年年年终奖所致。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	84,694.66	68.40%	75,181.78	65.14%	73,900.00	74.89%
应付票据	4,600.00	3.71%	3,200.00	2.77%	5,462.53	5.54%

应付账款	9,917.55	8.01%	11,717.69	10.15%	8,158.80	8.27%
预收款项	0.00	0.00%	1,427.53	1.24%	3,106.25	3.15%
应付职工薪酬	2,422.37	1.96%	4,442.79	3.85%	4,658.71	4.72%
流动负债合计	105,882.50	85.51%	97,853.39	84.79%	97,344.46	98.65%
应付债券	16,532.65	13.35%	16,222.28	14.06%	0.00	0.00%
非流动负债合计	17,940.77	14.49%	17,556.48	15.21%	1,335.05	1.35%
负债合计	123,823.27	100.00%	115,409.87	100.00%	98,679.50	100.00%
有息负债	101,227.31	81.75%	91,404.06	79.20%	73,900.00	74.89%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年未经审计的一季报

公司2019年发行本期债券，获得募集资金21,400.00万元，其中权益成分4,648.32万元确认为其他权益工具，公司应付债券期末余额上升至16,222.28万元。

受公司增加短期借款和发行可转债影响，2019年公司有息负债余额同比增长23.69%，占总负债的比重上升至79.20%，其中以短期有息负债为主，公司未来面临一定的短期偿债压力。

随着债务规模的较快增加，公司资产负债率有所提升，2019年增加2.76个百分点。公司2019年发行可转债，当年投入募投项目高端不锈钢装饰板生产项目3,205.27万元，公司将闲置募集资金购买理财产品和结构性存款，流动资产规模上升，故流动比率和速动比率有所提升，短期偿债能力有所改善。2019年主要受资产减值和信用减值损失影响，公司利润总额大幅下降，EBITDA降至17,522.85万元，对债务本息的偿还保障能力大幅减弱。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	39.35%	37.68%	34.93%
流动比率	1.79	1.83	1.62
速动比率	1.25	1.28	1.11
EBITDA（万元）	-	17,522.85	24,070.70
EBITDA 利息保障倍数	-	4.48	7.35
有息债务/EBITDA	-	5.22	3.07
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.06	0.11
经营性净现金流/负债总额	0.04	0.05	0.11

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年未经审计的一季报

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月14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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2019年公司产品仍主要为针布和不锈钢装饰板，未来需求有一定保障；同时公司不锈钢业务的下游客户主要为业内知名电梯厂商，客户资质仍较好。

同时，中证鹏元也关注到，公司2019年计提大额资产减值准备和信用减值准备，净利润大幅下滑，未来仍面临一定的减值风险；公司近年不断加大不锈钢装饰板领域的投资力度，新增产能未来是否能如期消化存在一定不确定性；公司有息债务增速较快，面临一定的偿债压力。

基于上述情况，中证鹏元将本期债券信用等级维持为AA-，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	28,746.21	23,367.91	28,509.42	16,296.91
交易性金融资产	25,972.03	17,073.78	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.00	17,360.69	19,279.49
应收账款	40,231.61	46,855.62	36,632.02	33,108.76
应收款项融资	12,268.11	16,303.29	0.00	0.00
预付款项	22,424.40	18,101.57	22,307.92	19,535.97
存货	56,914.46	53,840.16	50,012.54	43,837.97
流动资产合计	189,660.50	179,075.73	158,114.76	142,142.79
长期股权投资	10,784.70	12,004.15	15,312.03	11,636.27
固定资产	47,818.93	48,856.45	42,692.32	31,979.60
无形资产	7,113.81	7,215.98	7,130.52	7,638.94
商誉	53,013.39	53,013.39	54,101.20	54,391.13
非流动资产合计	125,043.55	127,193.32	124,429.02	112,440.58
资产总计	314,704.06	306,269.05	282,543.78	254,583.37
短期借款	84,694.66	75,181.78	73,900.00	61,500.00
应付票据	4,600.00	3,200.00	5,462.53	3,200.00
应付账款	9,917.55	11,717.69	8,158.80	5,568.55
应付职工薪酬	2,422.37	4,442.79	4,658.71	4,863.17
流动负债合计	105,882.50	97,853.39	97,344.46	80,292.71
应付债券	16,532.65	16,222.28	0.00	0.00
非流动负债合计	17,940.77	17,556.48	1,335.05	1,149.96
负债合计	123,823.27	115,409.87	98,679.50	81,442.67
营业收入	35,831.17	241,377.84	228,061.40	209,499.10
营业利润	539.65	8,381.39	16,102.49	12,239.71
净利润	157.61	5,685.98	11,808.94	8,297.11
经营活动产生的现金流量净额	5,324.90	5,949.91	10,579.36	2,410.36
投资活动产生的现金流量净额	-9,723.00	-26,102.56	-6,336.56	-12,971.36
筹资活动产生的现金流量净额	9,524.58	14,806.43	7,760.96	9,685.90
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	62.26	55.04	85.68
存货周转天数	-	93.88	90.70	85.87
应付账款周转天数	-	17.97	13.27	31.22
净营业周期	-	138.17	132.48	19.41
流动资产周转天数	-	251.45	236.98	183.36

固定资产周转天数	-	68.27	58.94	234.87
总资产周转天数	-	439.09	423.93	52.89
综合毛利率	16.35%	17.51%	18.33%	19.04%
期间费用率	15.56%	10.52%	10.37%	10.42%
总资产回报率	-	4.21%	7.20%	5.91%
资产负债率	39.35%	37.68%	34.93%	31.99%
流动比率	1.79	1.83	1.62	1.77
速动比率	1.25	1.28	1.11	1.22
EBITDA（万元）	-	17,522.85	24,070.70	18,702.13
EBITDA 利息保障倍数	-	3.17	7.47	7.67
有息债务/EBITDA	-	5.22	3.07	3.29
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.06	0.11	0.03
经营性净现金流/负债总额	0.04	0.05	0.11	0.03

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和 2020 年未经审计的一季报，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年末公司纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	主营业务
金轮针布（江苏）有限公司	22,436.46	100.00%	研发、生产与销售梳理器材、纺织器材等。
成都森通不锈钢有限公司	15,390.00	100.00%	不锈钢制品的制造、加工与销售。
海门市森达装饰材料有限公司	11,000.00	100.00%	不锈钢制品的制造、加工与销售。
上海丹诚商业保理有限公司	10,000.00	100.00%	进出口保理业务，国内及离岸保理业务，与商业保理相关的咨询业务。
金轮针布（白银）有限公司	6,804.74	间接控股 100.00%	研发、生产与销售梳理器材、纺织器材等。
钢聚人电商有限公司	5,000.00	100.00%	主要从事钢材贸易。
上海柚子工道物联技术有限公司	5,000.00	100.00%	计算机网络技术领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务等。
南通金轮纺织产业管理有限公司	5,000.00	100.00%	纺织品、棉纱销售（含网络销售），金属材料的销售（含网络销售）。
南通森能不锈钢装饰材料有限公司	5,000.00	100.00%	不锈钢制品的制造、加工与销售。
南通金轮研发中心有限公司	3,189.69	100.00%	研制针布机械设备；研究机械设备、特种钢丝及其制品等。
南通金源云纺织科技有限公司	2,000.00	100.00%	主要从事纺织贸易。
佛山钢聚人仓储有限公司	1,500.00	70.00%	仓储服务（不含危险品）。
南通金轮不锈钢产业管理有限公司	1,000.00	100.00%	金属材料及制品销售（含网络销售）。
南通瑞格精密机械有限公司	800.00	100.00%	机械及零部件的研发、生产与销售。
江苏金轮特种钢丝有限公司	500.00	100.00%	特种钢丝的研发、生产与销售。
杭州软星科技有限公司	500.00	51.00%	计算机软件、网络工程、通信产品的技术开发、技术服务等。
南通金轮智造产业管理有限公司	500.00	100.00%	智造产业研究、智能化工厂整体解决方案咨询和项目集成，智能装备研发、制造、销售与代理等。
南通金轮智能装备研发有限公司	500.00	100.00%	机械人及工业自动化设备、自动化生产线的研发、制造、销售等。
南通惠通针布有限公司	300.00	间接持股 90.00%	生产、销售金属针布、纺织专用设备、纺织机械配件等。
海门新瑞纺织器材有限公司	79.52%	2,000.00	纺织专用设备及配件制造、加工、销售
金轮国际香港有限公司	100.00%	1 万港元	纺织器械贸易等
南通金轮金属制品有限公司	100.00%	3,000.00	金属制品、金属纺织器材及零部件的制造、加工、销售。
南通柚子公道网络科技有限公司	100.00%	500	从事网络技术研发；纺织机械及零部件、不锈钢及相关产品的研发设计、销售及网上销售
南通金轮财务咨询有限公司	100.00	51.00%	从事财务税务咨询、财务管理咨询、税务筹划等

海门金威工程技术咨询有限公司	10.00	80.00%	工程技术信息咨询、工程项目策划、代理与咨询。
----------------	-------	--------	------------------------

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) * 100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
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)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付债券

附录四 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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