



2021年广州弘亚数控机械股份有限公司公 开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年广州弘亚数控机械股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA- | AA- |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 弘亚转债 | AA- | AA- |

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：广州弘亚数控机械股份有限公司（以下简称“弘亚数控”或“公司”，股票代码 002833.SZ）是我国板式家具机械制造行业的龙头企业之一，技术实力较强，产品具有一定的竞争优势，2022 年公司回款情况仍较好，流动性较充裕，债务负担较低，公司非公开发行股票获得中国证监会核准批文，若能成功实施，将减轻公司资本支出压力，并进一步改善公司资本结构。同时中证鹏元也关注到，2022 年房地产行情整体低迷，下游家具生产厂商对更迭或添置新设备较为谨慎，同期公司产能利用率、业务收入和销售毛利率同比均有所下降，未来公司在建产能能否完全消化存在一定的不确定性，同时面临外销风险等风险因素。

评级日期

2023 年 6 月 25 日

联系方式

项目负责人： 蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员： 朱小万
zhuxw@cspengyuan.com

联系电话： 0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径 | 2023.3 | 2022 | 2021 | 2020 |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 总资产 | 40.55 | 37.65 | 34.41 | 22.70 |
| 归母所有者权益 | 26.48 | 25.22 | 22.15 | 17.35 |
| 总债务 | 6.97 | 6.45 | 6.29 | 0.68 |
| 营业收入 | 5.89 | 21.27 | 23.71 | 16.89 |
| 净利润 | 1.23 | 4.84 | 5.27 | 3.59 |
| 经营活动现金流净额 | 1.92 | 4.21 | 5.51 | 4.14 |
| 净债务/EBITDA | -- | -1.55 | -1.24 | -1.39 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 14.91 | 45.54 | 99.60 |
| 总债务/总资本 | 20.09% | 19.66% | 21.43% | 3.59% |
| FFO/净债务 | -- | -43.40% | -61.27% | -55.85% |
| EBITDA 利润率 | -- | 25.70% | 27.19% | 29.90% |
| 总资产回报率 | -- | 16.33% | 21.89% | 20.06% |
| 速动比率 | 2.83 | 3.25 | 2.94 | 2.54 |
| 现金短期债务比 | 12.57 | 17.19 | 15.98 | 22.51 |
| 销售毛利率 | 32.11% | 30.25% | 33.11% | 32.79% |
| 资产负债率 | 31.66% | 30.05% | 32.98% | 19.81% |

注：公司净债务为负，因此计算的净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司的经营规模和技术水平在板式家具机械制造行业具有一定的竞争优势。**公司是我国板式家具机械制造行业的龙头企业之一，主导制订多个国家标准和行业标准，技术实力较强，2022 年持续开发新技术新工艺，拓展延伸产品线，经销网络覆盖欧洲、美洲及东南亚等 70 多个国家和地区。
- **经营活动现金流表现良好，流动性较充裕，债务负担较低。**2022 年公司回款情况仍较好，经营活动净现金流和 FFO 仍保持大规模流入，截至 2023 年 3 月末，公司现金类资产合计 17.10 亿元，占总资产的比重保持在 40% 以上，仍能够覆盖总债务。
- **公司非公开发行股票若能成功实施，将有助于减轻资本支出压力并进一步改善资本结构。**2022 年 10 月，公司非公开发行股票获得中国证监会核准批文，拟募集资金不超过 10 亿元，用于投资扩充产能及补充流动资金，若能成功实施，将减轻公司资本支出压力，并进一步改善公司资本结构。

关注

- **房地产市场持续低迷，公司盈利能力有所下降，在建产能的消化存在一定的不确定性。**2022 年房地产行情整体低迷，国内板式家具终端需求的下降使得下游家具生产厂商对更迭或添置新设备较为谨慎，同期公司产能利用率、业务收入和销售毛利率同比均有所下降，公司在建的家具机器人自动化生产线制造基地建设项目和弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地项目投产后产能的消化存在一定的不确定性。
- **面临一定的外销风险。**2022 年公司实现外销收入 7.66 亿元，同比增长 16.49%，占营业收入的比重进一步提升至 36.02%，产品销售至俄罗斯、意大利、马来西亚、土耳其、德国等欧洲、美洲及东南亚等 70 多个国家和地区，需关注海外经济政策、贸易环境、政治文化等因素的差异与变动对公司带来的法律风险、运营风险及汇率波动风险等外销风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为在板式家具机械设备智能化、自动化、柔性化的发展趋势下，公司有望凭借其经营规模、技术实力、销售渠道等方面优势，进一步巩固行业地位。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 南兴股份 | 弘亚数控 |
|----------------|--------|--------|
| 总资产 | 39.21 | 37.65 |
| 营业收入 | 29.60 | 21.27 |
| 其中：家具机械设备营业收入 | 15.08 | 20.78 |
| 净利润 | 2.99 | 4.84 |
| 销售毛利率 | 22.28% | 30.25% |
| 其中：家具机械设备业务毛利率 | 28.32% | 29.58% |
| 资产负债率 | 37.80% | 30.05% |

注：以上各指标均为 2022 年度/2022 年末数据。

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 |
|-----------------|------------------------------------|
| 工商企业通用信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

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 | | | | -1 |
| 个体信用状况 | | | | | aa- |
| 外部特殊支持 | | | | | 0 |
| 主体信用等级 | | | | | AA- |

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|--------|----------|-----------|---------|--|----------------------|
| AA-/稳定 | AA-/弘亚转债 | 2022-6-29 | 汪永乐、游云星 | 工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0) | 阅读全文 |
| AA-/稳定 | AA-/弘亚转债 | 2020-9-11 | 党雨曦、张伟亚 | 公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0) | 阅读全文 |

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|----------|----------|-----------|-----------|
| 弘亚转债 | 6.00 | 6.00 | 2022-6-29 | 2026-7-11 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年7月发行5年期6亿元可转换公司债券，募集资金计划用于高端智能家具生产装备创新及产业化建设项目、高精密家具机械零部件自动化生产建设项目和补充流动资金。截至2022年末，本期债券募集资金余额为0.75亿元。

三、发行主体概况

2023年3月末公司总股本较2021年末增长40%至4.24亿元，主要为2022年公司资本公积金转增股本，每10股转增4股，此外，本期债券自2022年1月17日进入转股期，2022年合计转股1,550股。截至2023年3月末，李茂洪持有公司38.98%的股份，仍为公司控股股东，李茂洪、刘雨华、刘风华为公司的共同实际控制人，李茂洪与刘雨华为夫妻关系，刘风华与刘雨华为兄妹关系，三者为一致行动人，合计持有公司49.89%的股份，股份均未被质押。

2022年公司主营业务未发生变化，仍主要从事板式家具机械专用设备研发、生产和销售，公司合并范围内子公司无变动。

根据公司2022年3月公布的《2022年非公开发行A股股票预案》，公司拟非公开发行股票募集资金不超过10亿元，扣除发行费用后将4亿元投资于家具机器人自动化生产线制造基地建设项目、5亿元投资于弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地、1亿元用于补充营运资金，本次非公开发行股票事项已经获得公司董事会及股东大会审议通过，并于2022年10月获得中国证监会核准批文，若非公开发行股票顺利实施，有助于缓解公司项目建设资金压力，并进一步提升公司流动性水平。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。

具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

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

行业环境

板式家具机械的需求主要来自于板式家具行业新增产能和设备更迭及智能化升级，2022年房地产行情整体低迷，家具生产厂商对更迭或添置新设备较为谨慎；未来随着以智能化、自动化、柔性化为特征的中高端板式家具机械设备迎来快速发展期以及国内板式家具机械头部企业技术水平的不断提升，行业集中度将进一步提升

板式家具机械的需求主要来自于板式家具行业新增产能和设备更迭及智能化升级。2022年房地产行情整体低迷，全年销售面积为近年新低，同比降幅达24.3%，终端需求乏力致板式家具行业增速整体放缓，多家上市家居企业营收大幅下滑。进入2023年，在“保交楼”政策带动下，竣工面积迎来率先好转，1-4月同比增长18.8%，短期内有望释放一部分板式家具需求。但中期来看，2022年以来，土地市场、房企开工动力持续较弱，新房市场难免萎缩，预计板式家具行业将逐步迈入存量房时代。国内板式家具终端需求的下降使得下游家具生产厂商对更迭或添置新设备较为谨慎，投资新建产能的意愿不强。

从行业发展趋势来看，家具行业消费升级以及房地产行业精装修的普及催生了定制化板式家具的需求，带动板式家具行业从传统批量化生产模式向小批量、多品种生产模式转变，叠加劳动力成本持续上升影响，板式家具企业将会选择智能化、自动化、柔性化程度更高的生产设备。板式家具机械行业产

业升级过程中，低端、落后产能将逐步被淘汰，中高端板式家具机械产品的市场需求将进一步增长。目前发达国家的板式家具机械产品已将数控技术渗透到板式家具加工的各个工序，工业技术已经达到产品的全套数控化生产。随着国内板式家具机械制造相关的自动控制、传感器、伺服驱动、软件等领域技术水平提升，下游定制家具市场规模扩大，以智能化、自动化、柔性化为特征的中高端板式家具机械设备将迎来快速发展期。

目前全球主要的板式家具机械生产企业主要集中在德国、意大利和中国，德国豪迈集团、意大利比亚斯、SCM集团、伊玛谢林集团等公司在中高端市场占主导地位，主要面向国内一线定制家具品牌，而国内的板式家具机械企业大部分为规模以下企业，主要集中在珠三角、山东等地，多数企业缺乏自主研发和技术创新能力，产品同构化、同质化现象严重，所生产的多为中低端产品，无法满足国内家具企业对中高端板式家具机械的需求。由于板式家具机械行业属于资金密集型行业，且技术门槛相对较高，国内中高端市场本土品牌竞争格局相对稳定，板式家具机械制造头部企业具有一定的研发实力和品牌知名度，积极引进国外设备和技术，不断缩小与海外企业的技术差距，产品质量和性能较为稳定，部分产品性能与指标已基本达到国际水平，且价格具有明显优势，对进口产品形成一定的替代市场。随着板式家具机械产业结构将继续往中高端升级，低端市场逐步萎缩，竞争进一步加剧，缺乏自主研发和技术创新能力的中小企业将被淘汰，而创新能力及研发能力较强、资金实力雄厚的头部企业，则有望抓住行业趋势并占据领先地位，不断提升其市场份额，行业集中度将进一步提升。

五、经营与竞争

公司作为国内板式家具机械制造头部企业，产品技术性能赶超国外中高端产品，在市场中继续保持一定的竞争优势，但受下游房地产市场需求收缩等影响，2022年公司盈利能力有所下降，未来业务增长仍需板式家具行业和下游房地产景气度的回升支撑

公司主营板式家具机械制造业务，2022年国内房地产市场深度调整，下游家具生产厂商对更迭或添置新设备较为谨慎，板式家具机械市场需求有所下降，公司全年专用设备业务实现收入20.78亿元，同比下降11.43%，同期业务毛利率略有下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年 | | | 2021年 | | |
|-----------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 专用设备 | 20.78 | 97.67% | 29.58% | 23.46 | 98.96% | 31.99% |
| 其他业务 | 0.50 | 2.33% | 58.34% | 0.25 | 1.04% | 68.22% |
| 合计 | 21.27 | 100.00% | 30.25% | 23.71 | 100.00% | 32.37% |

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

公司业务规模在家具装备行业位列全国第一梯队，技术实力较强，并持续开发新技术新工艺，拓

展延伸产品线，经销网络布局较为全面，覆盖欧洲、美洲及东南亚等70多个国家和地区

公司技术实力较强，产品在市场继续保持一定的竞争优势，截至2022年末，公司已经具备超过16,000台家具机械数控装备年产能规模，业务规模在家具装备行业位列全国第一梯队。截至2022年末，公司主导制订国家标准和行业标准共5项，取得200余项专利授权和计算机软件著作权，核心成果获得梁希林业科学技术奖、广东省科学技术奖三等奖、广东省机械工业科学技术一等奖，其中，公司自主研发的新型高速封边机等多款产品获得高新技术产品认证，在封边机产品领域，公司竞争优势较为突出，产品性能、可靠性以及市场口碑、定价均高于其他国内竞争对手，同时公司数控钻孔中心、数控裁板锯、五轴加工中心等产品技术性能均达到国内领先水平。2022年公司继续加大研发投入，研发投入占营业收入比重提升至3.82%，期间公司持续开发新技术新工艺，拓展延伸产品线，推出高速木门生产线、智能包装线、双工位六面钻、柜门封边机、激光封边机、一拖二加工中心连线等具有竞争力的产品，为客户实现产品升级换代及自动化生产提供有力的支持。

表2 公司研发投入情况（单位：万元）

| 项目 | 2022年 | 2021年 |
|---------|----------|----------|
| 研发投入 | 8,132.15 | 8,082.80 |
| 占营业收入比重 | 3.82% | 3.41% |

注：公司自2022年1月1日起执行《企业会计准则解释第15号》，对2021年数据进行追溯调整。

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

公司销售渠道继续完善。除了与国内主要市场的经销商建立了较为紧密的合作关系，近年来公司亦不断拓宽海外市场，2018年公司对意大利Masterwood S.p.A.公司的并购，将销售网络延伸覆盖至意大利、法国、德国、荷兰、英国等欧洲国家，目前公司销售区域已覆盖至欧洲、美洲及东南亚等70多个国家和地区，经销网络布局较为全面，为公司后续扩大销售规模、提升市场份额提供了一定的保障。

公司外销占比进一步上升，面临一定的外销风险，同时需关注公司与重要经销商合作关系变化对未来市场销售产生的不利影响

销售方面，公司主要采取经销方式，与经销商的合作关系较为稳定，2022年经销收入占营业收入的91.82%。公司在华东、华南、华中等国内主要市场和欧洲、东南亚等海外市场均建立了经销商网络，公司客户包括索菲亚、卡诺亚、百得胜、皮阿诺、金牌橱柜等知名家具企业。信用政策方面，公司主要采用先款后货的结算方式，只有对个别重点经销商客户给予一定的赊销额度和信用期限，因而近年公司应收账款规模相对较小。

2022年公司前五大客户主要为经销商，合计销售收入占公司营业收入的比重为21.70%，客户较为分散。需要注意的是，公司采取的是区域代理的模式，若因市场、经营状况变化等原因致使重要经销商与公司合作关系发生变化或终止合作，则公司存在丢失部分终端客户乃至区域市场的潜在风险，同时公司下游客户经销商多数为规模较小的民营企业，若自身的经营状况不佳，公司将面临一定的回收风险。

2022年国内房地产市场深度调整，板式家具机械市场需求有所下降，公司全年专用设备业务实现收入20.78亿元，同比下降11.43%。与此同时，公司海外市场保持较好的增长，公司生产的功能接近的设备价格往往不到海外设备的二分之一，在境外市场上具有较强的价格优势，得益于公司积极拓展海外市场，2022年实现外销收入7.66亿元，同比增长16.49%，占营业收入的比重提升至36.02%。需关注海外经济政策、贸易环境、政治文化等因素的差异与变动对公司带来的法律风险、运营风险及汇率波动风险等外销风险。

表3 公司营业收入按区域分类情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年 | | 2021年 | |
|----|-------|--------|-------|--------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 内销 | 13.61 | 63.98% | 17.13 | 72.25% |
| 外销 | 7.66 | 36.02% | 6.58 | 27.75% |

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

2022年在市场需求下降的环境下，公司根据订单情况及时调整生产进度，封边机、裁板锯和数控钻产能利用率均有明显下降，各产品产销率仍维持在较高水平，未来公司计划投资新建产能，需关注公司资本开支压力及产能消化风险

生产方面，公司主要采用“订单生产与计划生产相结合并保持合理库存”的生产模式。2022年公司无新增产能，在市场需求下降的环境下，公司根据订单情况及时调整生产进度，封边机、裁板锯和数控钻产能利用率均有明显下降，产销率仍维持在较高水平。

截至2022年末，公司主要在建项目为四川丹齿整体搬迁建设项目、弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地和家具机器人自动化生产线制造基地建设项目，其中弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地和家具机器人自动化生产线制造基地项目建成后 will 分别新增及1万台（套）裁板锯、数控钻等高端家具制造装备和2万台（套）智能封边机及其自动化产线的生产能力，将极大提升公司产能，同时有助于提升公司智能化生产工艺，提高产品性能，但需关注在建项目尚需投资金额较大，面临较大的资本开支压力，产能消化可能受制于市场需求变化，存在不确定性。

表4 截至2022年末公司在建项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 总投资 | 累计已投资 | 投资进度 | 新增产能 |
|----------------------|-------------|-------------|-----------|------------------------------|
| 四川丹齿整体搬迁建设项目 | 1.50 | 1.34 | 90.00% | - |
| 弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地 | 4.50 | 1.65 | 40.00% | 年产10,000台（套）裁板锯、数控钻等高端家具制造装备 |
| 家具机器人自动化生产线制造基地建设项目 | 3.50 | 0.74 | 21.00% | 年产20,000台（套）智能封边机及其自动化产线 |
| 合计 | 9.50 | 3.73 | -- | |

注：1）弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地和家具机器人自动化生产线制造基地建设项目总投资仅为土建工程投资预算，不包含设备及铺底等；2）家具机器人自动化生产线制造基地建设项目总投资根据最新招标金额进行了调整。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司营业成本以原材料为主，与上游供应商关系稳定，但其价格波动仍会对公司产品盈利带来一

定影响

采购方面，公司原材料采购以成品零部件为主，采购方式有外购、外协两种方式。对于变频器、可编程控制器等直接于产品组装所需的标准零部件，公司向供应商或从市场直接采购，市场供给量较大，供应较为稳定；而对于产品组装所需的各种配件、机架等非标准零部件，公司主要通过外协或自主加工的方式进行采购和供应。公司负责非标准零部件的技术研发和图纸设计并提供开模，而将加工环节委托与公司签订框架合同的外协供应商完成。公司对上游供应商支付账期一般为30天左右，采用电汇方式结算。2022年公司上游前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重为14.49%，集中度较低，供应商较为分散。

公司营业成本以原材料为主，2022年公司原材料成本有所下降，但相对固定的人工成本和制造费用同比仍略有增长。公司主要原材料包括钢材及机架类、电机类、电器类、切削类、铝材类、加工件、传动件、气动件及其他材料等九大类，其中钢材及机架类、铝材类、加工件等采购价格随着钢、铁、铝等原材料市场价格波动而变动；而切削类、电机类、电器类、传动件、气动件等采购价格受国产或进口、品牌、型号等因素影响较大，价格之间可能存在一定差异。虽然公司通过加快原材料周转，与供应商共同承担部分成本等方式降低价格波动带来的影响，但若上游原材料出现快速波动的情形，仍会对公司毛利率形成一定的影响。

表5 公司营业成本构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年 | | 2021年 | |
|------|-------|--------|-------|--------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 原材料 | 11.67 | 78.62% | 13.20 | 82.29% |
| 人工 | 1.51 | 10.17% | 1.44 | 8.97% |
| 制造费用 | 1.46 | 9.82% | 1.32 | 8.25% |

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

六、财务分析

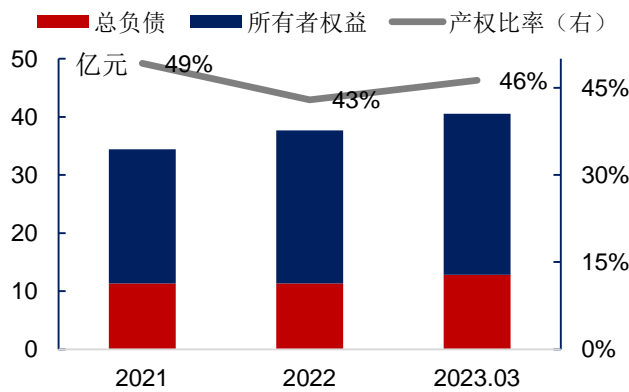
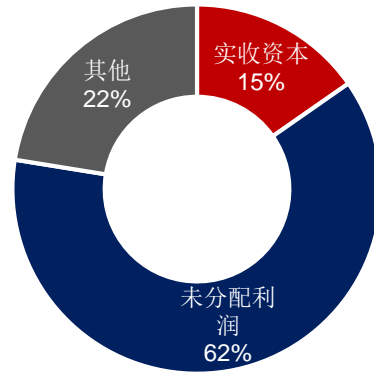
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021审计报告、带强调事项段无保留意见的2022年审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至本报告出具日，强调事项影响已消除。2022年公司合并范围无变化。

资本实力与资产质量

2022年公司经营持续积累，期末总资产规模继续增长，以现金类资产、生产设备和厂房以及产品制造过程中形成的存货为主，资产结构稳定，账面流动性充裕，整体资产质量较好

2022年末公司总负债规模同比略有下降，所有者权益得益于公司经营积累有所增长，期末公司产权比率下降至42.96%，公司所有者权益对于总负债的保障程度进一步提升，若非公开发行股票顺利实施，公司资本结构有望进一步改善。从所有者权益构成来看，主要以未分配利润和股本构成。

图1 公司资本结构

图2 2023年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2023年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司资产以现金类资产、生产设备和厂房以及产品制造过程中形成的存货为主。伴随公司持续赎回银行理财产品，2023年3月末公司货币资金大幅增加，交易性金融资产大幅减少，期末公司现金类资产合计17.10亿元，占总资产的比重保持在40%以上，现金类资产仍较充足。

随着公司投资建设的高端智能家具生产设备创新及产业化建设项目、四川丹齿整体搬迁建设项目投产转固，以及弘亚数控集团顺德高端家具装备智能制造基地和家具机器人自动化生产线制造基地建设项目的持续投资建设，公司固定资产和在建工程账面价值均有所增长。公司无形资产主要为土地使用权，2022年末因购入土地账面价值有所增加。公司存货主要系原材料、半成品和库存商品，2022年在市场需求下降的环境下，公司及时调整生产进度，存货规模基本维持在原有水平。

截至2022年末，公司受限资产账面价值合计0.12亿元，主要为银行借款抵押的无形资产。整体看来，公司资产结构稳定，账面流动性充裕，整体资产质量较好。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 16.10 | 39.70% | 11.82 | 31.39% | 6.93 | 20.14% |
| 存货 | 3.27 | 8.07% | 3.19 | 8.46% | 3.37 | 9.80% |
| 交易性金融资产 | 0.03 | 0.06% | 2.67 | 7.08% | 7.43 | 21.59% |
| 应收票据 | 0.03 | 0.08% | 0.01 | 0.02% | 0.01 | 0.03% |
| 应收款项融资 | 0.95 | 2.34% | 0.91 | 2.42% | 0.50 | 1.44% |
| 流动资产合计 | 21.68 | 53.47% | 19.75 | 52.46% | 19.19 | 55.77% |

| | | | | | | |
|---------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 固定资产 | 7.83 | 19.32% | 7.87 | 20.89% | 6.35 | 18.47% |
| 在建工程 | 3.63 | 8.96% | 2.65 | 7.05% | 1.55 | 4.52% |
| 无形资产 | 3.06 | 7.55% | 3.11 | 8.25% | 2.90 | 8.41% |
| 非流动资产合计 | 18.87 | 46.53% | 17.90 | 47.54% | 15.22 | 44.23% |
| 资产总计 | 40.55 | 100.00% | 37.65 | 100.00% | 34.41 | 100.00% |

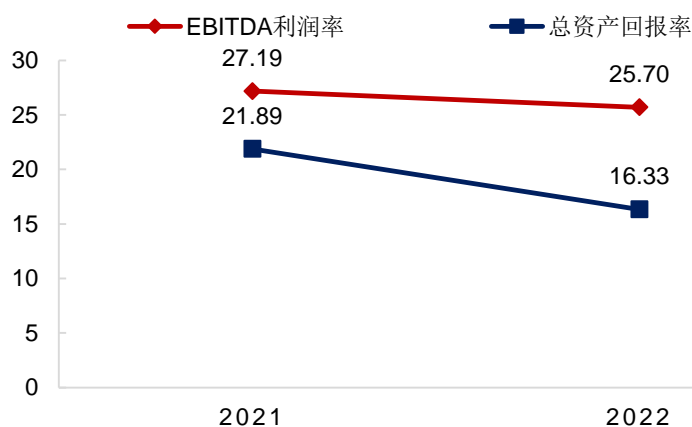
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年受下游市场需求收缩影响，公司盈利能力有所下降，2023年初房地产竣工面积的提升有望推动板式家具机械的市场短期内的复苏，为公司2023年一季度业务收入提供一定支撑，未来业务增长仍需板式家具行业和下游房地产景气度的回升支撑，下游行业设备更迭及智能化升级仍可为公司提供一定的市场空间

2022年在市场需求收缩的环境下，公司整体营业收入出现一定下降，但人工等相对固定成本支出的存在使得2022年销售毛利率同比出现下降，进而导致同期EBITDA利润率下降至25.70%，此外，受产能利用率的下降影响，公司2022年资产回报率亦降至16.33%。2023年1-4月全国房屋竣工面积2.37万平方米，同比增长18.8%，竣工面积的好转短期内有望释放一部分板式家具需求，板式家具机械的市场或将迎来一定复苏，2023年一季度公司业务订单、收入及利润较上年同期均有所增长，未来业务增长仍需板式家具行业和下游房地产景气度的回升支撑。从长期来看，在家具生产行业智能化发展的趋势下，下游行业设备更迭及智能化升级仍可为公司提供一定的市场空间。

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司杠杆水平较低，现金类资产仍能够完全覆盖总债务，整体债务负担较小，经营活动净现金流

和FFO仍保持大规模流入，流动性仍保持在较高水平

2023年3月末，公司总债务规模较2021年末增长10.77%至6.97亿元，以短期流动借款和本期债券为主，整体债务规模较小，债务结构相对稳定。2023年3月末，公司短期借款较2021年末有所增长，主要为信用借款。长期借款主要为利率较低的欧元信用借款，应付债券即为本期债券。

公司应付账款主要为材料及设备款，2023年3月末账面余额较2021年末大幅增长，公司对上游具备一定的占款能力。公司合同负债主要为预收的货款，在市场需求较弱的环境下，2022年末合同负债规模同比有所下降。公司其他应付款主要为押金和保证金，2022年末账面余额因收到的搬迁款确认收益而有所下降。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 1.17 | 9.09% | 0.70 | 6.21% | 0.81 | 7.17% |
| 应付账款 | 3.29 | 25.65% | 2.26 | 19.98% | 1.56 | 13.76% |
| 合同负债 | 0.58 | 4.51% | 0.65 | 5.73% | 0.93 | 8.19% |
| 其他应付款 | 0.23 | 1.82% | 0.22 | 1.96% | 1.00 | 8.85% |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.19 | 1.51% | 0.19 | 1.71% | 0.11 | 1.00% |
| 流动负债合计 | 6.52 | 50.76% | 5.10 | 45.03% | 5.38 | 47.40% |
| 长期借款 | 0.16 | 1.26% | 0.17 | 1.53% | 0.28 | 2.45% |
| 应付债券 | 5.15 | 40.09% | 5.06 | 44.73% | 4.76 | 41.93% |
| 非流动负债合计 | 6.32 | 49.24% | 6.22 | 54.97% | 5.97 | 52.60% |
| 负债合计 | 12.84 | 100.00% | 11.32 | 100.00% | 11.35 | 100.00% |
| 总债务合计 | 6.97 | 54.28% | 6.45 | 56.96% | 6.29 | 55.43% |
| 其中：短期债务 | 1.36 | 10.60% | 0.90 | 7.92% | 0.93 | 8.17% |
| 长期债务 | 5.61 | 43.68% | 5.55 | 49.04% | 5.36 | 47.26% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

得益于公司主要采用先款后货的结算方式，2022年公司业务收入虽有所下降但回款情况仍较好，经营活动净现金流和FFO仍保持大规模流入。2022年末公司资产负债率进一步下降至30.05%，杠杆水平较低，现金类资产仍能够完全覆盖总债务，整体债务负担较小，EBITDA对债务及利息的保证程度仍较强。

表8 公司现金流及杠杆状况指标

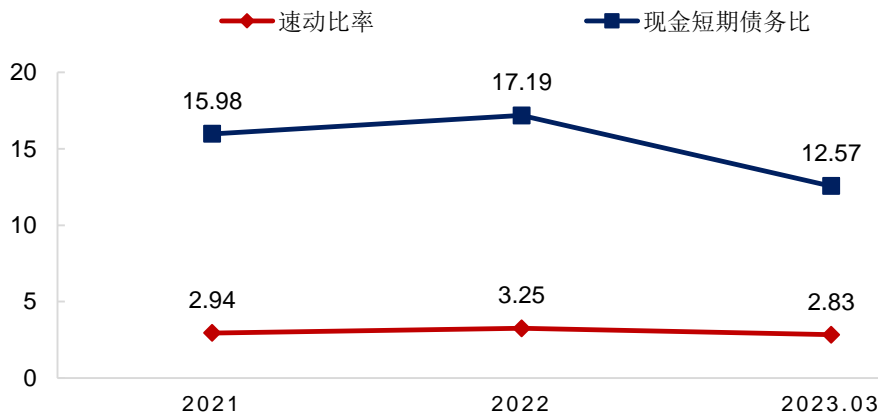
| 指标名称 | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|---------|--------|--------|
| 经营活动净现金流（亿元） | 1.92 | 4.21 | 5.51 |
| FFO（亿元） | -- | 3.68 | 4.91 |
| 资产负债率 | 31.66% | 30.05% | 32.98% |
| 净债务/EBITDA | -- | -1.55 | -1.24 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 14.91 | 45.54 |

| | | | |
|-------------|---------|---------|---------|
| 总债务/总资本 | 20.09% | 19.66% | 21.43% |
| FFO/净债务 | -- | -43.40% | -61.27% |
| 经营活动现金流/净债务 | -19.15% | -49.69% | -68.72% |
| 自由现金流/净债务 | -10.30% | -8.88% | -16.02% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2023年3月末公司速动比率和现金短期债务比波动下降，但仍处于较高水平。公司作为上市民营企业，未来在建项目尚需投资规模较大，但可通过非公开发行股票解决部分资金需求，截至2022年末，公司获得总授信额度2.43亿元，其中未使用授信额度1.63亿元，获得流动性资源的能力一般。

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，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

根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因空气污染或温室气体、废水排放、废弃物排放等方面收到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，未发生拖欠员工工资、社保以及员工安全事故等。

公司治理

治理方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，未因信息披露不合规而受到处罚。近年来未曾出现董事及高管人员因违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚。2022年公司董事和高管未发生变动，公司控股股东、董事长兼总经理李茂洪先生作为北京林业大学客座教授，中国林业机械协会副会长，曾入选国家创业领军人才，被广东省科技厅等多部门评定为科技创新创业领军人才，并获得广东省科学技术奖，在行业内具有丰富的经验。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月9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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

2022年房地产行情整体低迷，下游家具生产厂商对更迭或添置新设备较为谨慎，同期公司产能利用率、业务收入和销售毛利率同比均有所下降。公司作为我国板式家具机械制造行业的龙头企业之一，主导多个国家标准及行业标准的制订，技术实力较强，产品具有一定的竞争优势，2022年公司回款情况仍较好，期末流动性充裕，债务负担较低，公司非公开发行股票获得中国证监会核准批文，若能成功实施，将减轻公司资本支出压力，并进一步改善公司资本结构。同时中证鹏元也关注到，未来公司在建产能能否完全消化存在一定的不确定性，同时面临外销风险等。综合来看，公司抗风险能力较强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA-。

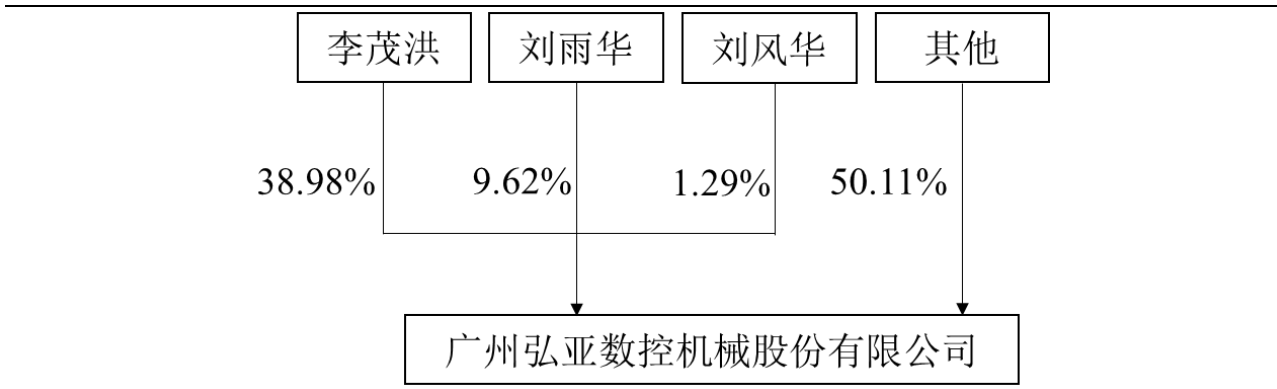
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 16.10 | 11.82 | 6.93 | 5.06 |
| 存货 | 3.27 | 3.19 | 3.37 | 2.28 |
| 交易性金融资产 | 0.03 | 2.67 | 7.43 | 2.44 |
| 流动资产合计 | 21.68 | 19.75 | 19.19 | 11.37 |
| 固定资产 | 7.83 | 7.87 | 6.35 | 4.84 |
| 在建工程 | 3.63 | 2.65 | 1.55 | 1.39 |
| 无形资产 | 3.06 | 3.11 | 2.90 | 1.24 |
| 非流动资产合计 | 18.87 | 17.90 | 15.22 | 11.33 |
| 资产总计 | 40.55 | 37.65 | 34.41 | 22.70 |
| 短期借款 | 1.17 | 0.70 | 0.81 | 0.32 |
| 应付账款 | 3.29 | 2.26 | 1.56 | 1.66 |
| 合同负债 | 0.58 | 0.65 | 0.93 | 0.60 |
| 其他应付款 | 0.23 | 0.22 | 1.00 | 0.39 |
| 流动负债合计 | 6.52 | 5.10 | 5.38 | 3.58 |
| 长期借款 | 0.16 | 0.17 | 0.28 | 0.32 |
| 应付债券 | 5.15 | 5.06 | 4.76 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 6.32 | 6.22 | 5.97 | 0.91 |
| 负债合计 | 12.84 | 11.32 | 11.35 | 4.50 |
| 总债务 | 6.97 | 6.45 | 6.29 | 0.68 |
| 所有者权益 | 27.71 | 26.34 | 23.06 | 18.20 |
| 营业收入 | 5.89 | 21.27 | 23.71 | 16.89 |
| 营业利润 | 1.42 | 5.52 | 6.11 | 4.22 |
| 净利润 | 1.23 | 4.84 | 5.27 | 3.59 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1.92 | 4.21 | 5.51 | 4.14 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 1.82 | 2.56 | -8.16 | 0.57 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.52 | -1.92 | 4.60 | -1.16 |
| 财务指标 | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
| EBITDA（亿元） | -- | 5.47 | 6.45 | 5.05 |
| FFO（亿元） | -- | 3.68 | 4.91 | 3.92 |
| 净债务（亿元） | -10.01 | -8.47 | -8.01 | -7.02 |
| 销售毛利率 | 32.11% | 30.25% | 33.11% | 32.79% |
| EBITDA 利润率 | -- | 25.70% | 27.19% | 29.90% |
| 总资产回报率 | -- | 16.33% | 21.89% | 20.06% |
| 资产负债率 | 31.66% | 30.05% | 32.98% | 19.81% |
| 净债务/EBITDA | -- | -1.55 | -1.24 | -1.39 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 14.91 | 45.54 | 99.60 |

| | | | | |
|---------|--------|---------|---------|---------|
| 总债务/总资本 | 20.09% | 19.66% | 21.43% | 3.59% |
| FFO/净债务 | -- | -43.40% | -61.27% | -55.85% |
| 速动比率 | 2.83 | 3.25 | 2.94 | 2.54 |
| 现金短期债务比 | 12.57 | 17.19 | 15.98 | 22.51 |

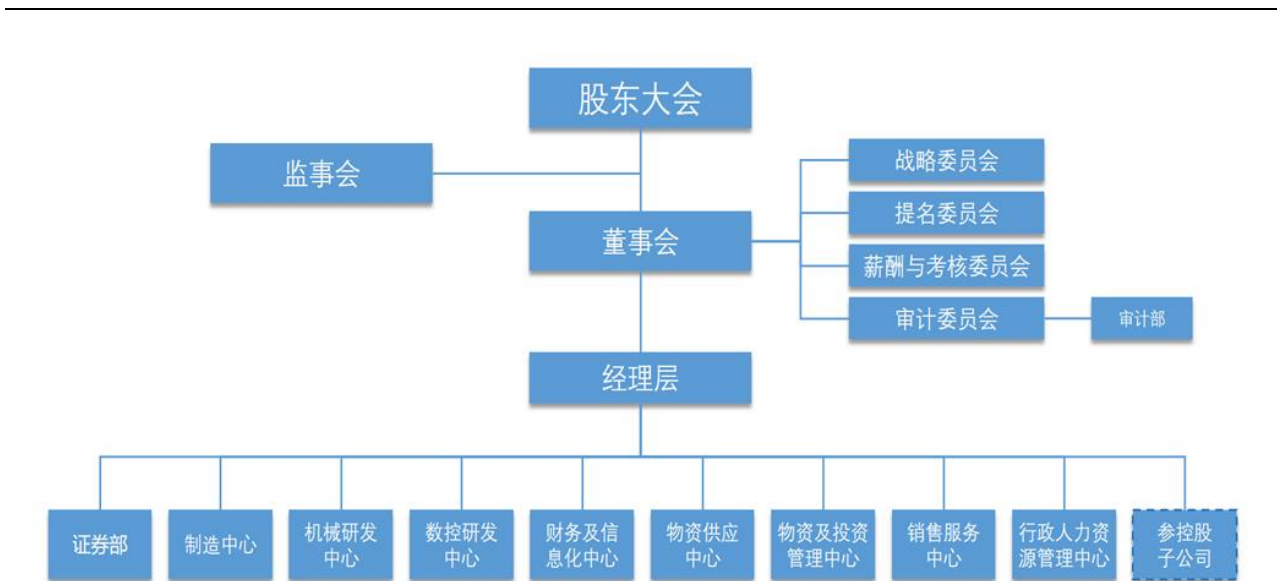
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（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 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 |
|-------------------|--------------------------|---------|------------|
| 成都弘林机械有限公司 | 5,000 万元 | 66.00% | 工业制造 |
| 弘亚数控（香港）有限公司 | 15,000 万港元、 9,200 万美元 | 100.00% | 商业 |
| 广州王石软件技术有限公司 | 100 万元 | 63.75% | 软件和信息技术服务业 |
| MASTERWOOD S.P.A. | 150 万欧元 | 100.00% | 工业制造 |
| TEA S.P.A. | 9.8 万欧元 | 80.00% | 工业制造 |
| A.T.I.S. S.R.L. | 2.6 万欧元 | 80.00% | 工业制造 |
| 四川丹齿精工科技有限公司 | 20,000 万元 | 72.00% | 工业制造 |
| 广州玛斯特智能装备有限公司 | 10,000 万美元 | 100.00% | 工业制造 |
| 广州极东机械有限公司 | 10,400 万美元 | 100.00% | 工业制造 |
| 广东德弘重工有限公司 | 60,000 万元 | 100.00% | 工业制造 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流 (FCF) | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出 |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本) /营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA /营业收入×100% |
| 总资产回报率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货) /流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|--|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| aa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| a | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| bbb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| bb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| b | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| ccc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| cc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| c | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。 |

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

四、展望符号及定义

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