



# 山东省章丘鼓风机股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20230707D-01

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccx.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023年3月23日





**发行人及评级结果** 山东省章丘鼓风机股份有限公司 **A<sup>+</sup>/稳**

**本期债项评级结果** **A<sup>+</sup>**

**发行要素** 拟发行金额不超过 2.50 亿元（含 2.50 亿元），期限为自发行之日起 6 年，每年付息一次、到期归还本金并支付最后一年利息。募集资金拟用于核电风机生产车间建设项目、新型高端节能通风机建设项目、710 车间智能升级建设项目及补充流动资金。

**评级观点** 中诚信国际肯定了山东省章丘鼓风机股份有限公司（以下简称“山东章鼓”或“公司”）在罗茨鼓风机领域具有较为领先的行业地位和较强的技术实力、多元化程度不断提升、收入及利润增幅明显以及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司存在原材料价格波动及募投项目产能消纳的潜在风险、财务杠杆水平持续上升、期限结构有待改善、应收款项及存货对资金形成一定占用、经营活动获现稳定性有待加强、控股股东存在股权质押等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

**评级展望** 中诚信国际认为，山东省章丘鼓风机股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

**调级因素**  
**可能触发评级上调因素：**公司资本实力显著增强，资产质量不断提升，盈利能力和经营获现水平大幅增长且具有可持续性。  
**可能触发评级下调因素：**焦化、污水处理、冶金、石化等行业景气度持续下滑，坏账规模大幅增加，导致公司收入、利润水平显著下降，获现能力大幅弱化；债务规模快速上升，偿债能力显著弱化。


**正面**

- 在罗茨鼓风机领域具有较为领先的行业地位和较强的技术实力
- 通过外延收购等方式拓展环保水处理业务，多元化程度提升
- 收入及利润保持增长，盈利能力处于较好水平
- 融资渠道畅通，备用流动性尚可

**关注**

- 存在原材料价格波动及募投项目产能消纳的潜在风险
- 财务杠杆水平持续上升，债务规模增长较快且以短期债务为主
- 应收款项及存货对资金形成一定占用，经营活动获现稳定性有待加强
- 控股股东未将公司纳入合并报表范围，且存在一定规模的股权质押

项目负责人：黄仁昊 rhuang@ccxi.com.cn   
 项目组成员：李洁鹭 jlli@ccxi.com.cn 

评级总监：  
 电话：(010)66428877  
 传真：(010)66426100

## 财务概况

山东章鼓（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9
总资产（亿元）	13.74	16.11	22.78	25.82
所有者权益合计（亿元）	8.66	9.09	10.17	10.93
总负债（亿元）	5.08	7.03	12.61	14.89
总债务（亿元）	0.90	1.80	3.83	3.90
营业总收入（亿元）	10.79	11.29	16.96	13.61
净利润（亿元）	0.74	0.82	1.08	1.03
EBIT（亿元）	0.87	0.98	1.22	--
EBITDA（亿元）	1.07	1.20	1.57	--
经营活动净现金流（亿元）	0.62	0.60	-0.27	0.72
营业毛利率(%)	29.73	30.95	28.79	30.84
总资产收益率(%)	6.37	6.55	6.29	--
EBIT 利润率(%)	8.11	8.66	7.21	--
资产负债率(%)	36.98	43.61	55.34	57.66
总资本化比率(%)	9.42	16.54	27.32	26.31
总债务/EBITDA(X)	0.84	1.50	2.43	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	22.12	21.05	16.57	--
FFO/总债务(X)	0.96	0.63	0.40	--

注：1、中诚信国际根据山东章鼓提供的其经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2020 年度审计报告、经永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2021 年数据）

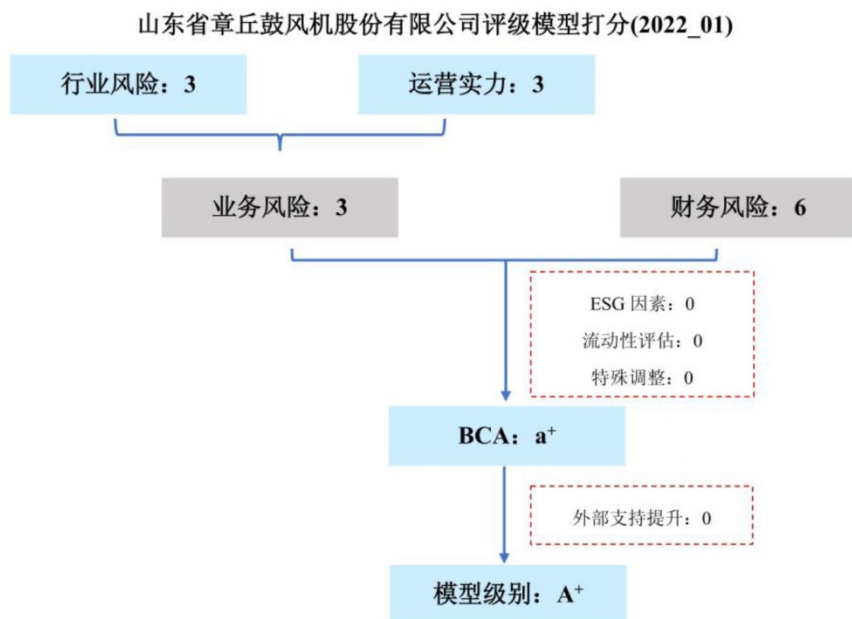
公司名称	总资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	营业毛利率 (%)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
上海沿浦	14.21	8.27	0.70	1.00	19.22	27.33	4.10
高测股份	32.35	15.67	1.73	0.76	33.75	64.32	43.77
迪贝电气	12.68	11.38	0.79	0.30	14.32	38.04	28.40
<b>山东章鼓</b>	<b>22.78</b>	<b>16.96</b>	<b>1.08</b>	<b>-0.27</b>	<b>28.79</b>	<b>55.34</b>	<b>27.32</b>

中诚信国际认为，与可比公司相比，公司综合竞争力和订单保障能力符合同行业平均水平，拓展水处理业务带动多元化程度提升；财务方面，公司资产规模、盈利能力及财务杠杆比率处于可比公司平均水平，收入规模具有一定优势，但经营获现稳定性有待加强。

注：“上海沿浦”为“上海沿浦金属制品股份有限公司”简称；“高测股份”为“青岛高测科技股份有限公司”简称；“迪贝电气”为“浙江迪贝电气股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际装备制造行业评级方法与模型 C060000\_2022\_04

### ■ 业务风险：

山东章鼓属于装备制造行业，因具有周期属性，中国装备制造行业风险评估为中等；公司在罗茨鼓风机领域具有领先的行业地位，拓展水处理业务带动多元化程度提升，但罗茨鼓风机市场容量有限，且公司面临原材料价格波动及募投项目产能消纳风险，业务风险评估为较高。

### ■ 财务风险：

山东章鼓收入及利润规模持续提升，毛利率保持在较好水平。公司债务规模和财务杠杆比率上升，经营获现水平有所波动，但偿债指标仍处于较好水平，财务风险评估为较低。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对山东章鼓个体基础信用等级无影响，山东章鼓具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和较低的财务风险。

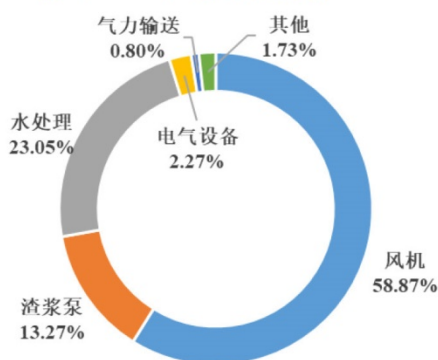
### ■ 外部支持：

公司控股股东济南市章丘区国有资产经营有限公司是济南市章丘区属国有企业；山东章鼓作为国内罗茨鼓风机龙头企业，对当地财政具有一定贡献，但控股股东持股比例偏低，且存在股权质押，实际提供支持措施较为有限，外部支持未调升子级。

## 发行人概况

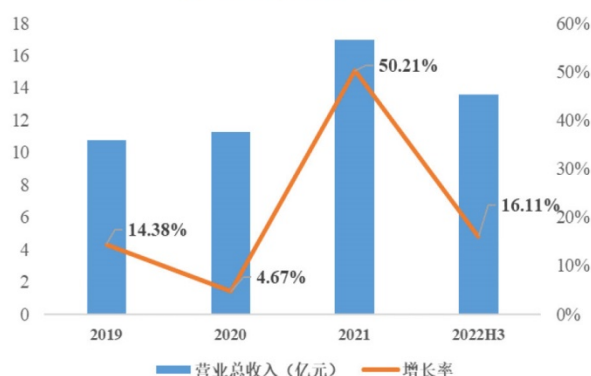
公司前身是始建于 1968 年的山东省章丘鼓风机厂，于 2006 年改制为山东省章丘鼓风机厂有限公司（以下简称“章鼓有限”），由章丘市国有资产经营有限公司<sup>1</sup>（以下简称“国有资产公司”）和山东省汇丰机械集团总公司工会委员会<sup>2</sup>共同履行出资人职责。公司于 2009 年 7 月完成股份制改造，并更为现名。2011 年 7 月 7 日，公司在深交所挂牌上市（股票代码：002598.SZ）。公司主营业务为风机、渣浆泵、环保水处理设备、气力输送成套设备、配套电气设备等智能制造设备的设计研发和生产销售，以及依托前述设备制造业务形成的系统配套服务，2021 年实现营业总收入 16.96 亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2022 年 9 月末，公司股本为 3.12 亿元，国有资产公司持有公司 0.93 亿股股份，持股比例为 29.81%，为公司的控股股东，但未将其纳入合并范围；济南市章丘区财政局为公司的实际控制人。此外，中诚信国际注意到，截至 2021 年末，公司董事、监事及高管合计持股 15.73%，其中董事长持股 10.80%。

表 1：截至 2022 年 6 月末公司主要子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	2022 年 6 月末		2021 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
风神鼓风机有限公司	风神公司	100%	0.19	0.13	0.17	0.04
河北协同水处理技术有限公司	协同水处理	85.54%	3.55	1.62	3.06	0.24
江苏章鼓力魄锐动力科技有限公司	章鼓力魄锐	52%	0.33	0.17	0.42	0.02

资料来源：企业提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

公司本次拟发行可转债募集资金总额不超过 2.50 亿元（含 2.50 亿元），存续期限为自发行之日起 6 年。本次发行的可转债每年付息一次，到期归还本金并支付最后一年利息。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的第一个交易日起至可转债到期日止。

<sup>1</sup> 2019 年 12 月，因济南市章丘区区级机构改革，包括章丘市国有资产经营有限公司在内的 5 家章丘区属国有企业实控人由章丘市国有资产管理局变更为济南市章丘区财政局；章丘市国有资产经营有限公司更名为济南市章丘区国有资产经营有限公司。

<sup>2</sup> 因参与设立章鼓有限的职工人数超过当时法律规定的设立有限公司的股东人数上限，章鼓有限设立时，以工会名义代表干部职工进行工商登记。

本次可转债募集资金拟用于核电风机生产车间建设项目、新型高端节能通风机建设项目、710 车间智能升级建设项目及补充流动资金，发行完成后，短期内公司总债务规模将有所上升，但债务结构大幅改善，若未来完成转股，公司资本实力亦将增强。

**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有十五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。

**赎回条款：**（1）到期赎回条款：在本次发行的可转债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，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会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：在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，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债。

**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。（2）附加回售条款：若本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且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中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次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的权利。

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，疫情扰动之下 2022 年全年宏观经济修复受阻、整体偏弱，GDP 同比增长 3%，弱于上年同期及上年两年复合增速。展望 2023 年，支撑经济修复的积极因素正在增多：疫情防控措施调整或推动中国经济较快走出疫情拖累；稳增长政策延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；地方政治周期转换将增强地方政府发展经济的积极性；政策调整之下房地产对经济的拖累将有所减轻；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展。总体来看，2023 年宏观经济或总体呈现出“N”字型修复，全年 GDP 增速或为 5.3% 左右。不过，经济修复预期虽有增强，但仍面临多重风险挑战：其一，俄乌冲突持续、中美大国博弈仍存，全球政经格局发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，外部不确定性、不稳定性持续存在；其二，疫情防控政策虽已调整，但仍需关注疫情“疤痕效应”对中国经济的中长期影响；其三，宏观债务风险持续处于高位，需重点关注企业和居民部门资产负债表的演化；其四，房地产对经济的拖累虽不会继续加深，但仍需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。从政策环境看，2023 年财政政策将进一步加力提效，或通过上调赤字率、加大中央政府杠杆水平、提高专项债新增额度及使用效率等措施加大稳增长，并通过准财政工具的接续加强与货币政策的协调，承担起稳增长的主力作用。货币政策将以“总量要够、结构要优”为主线，结构性政策工具的使用力度或将加大。同时，2022 年末中央经济工作会议对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长

长与中长期调整的结合。从长远来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供源源不断的支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9706?type=1>

## 行业概况

近年来，我国风机行业规模稳步增长，其中鼓风机产品以罗茨鼓风机和离心鼓风机为主，低端产品竞争激烈，中高端市场竞争格局相对稳定，随着下游领域的持续发展，未来市场空间广阔。

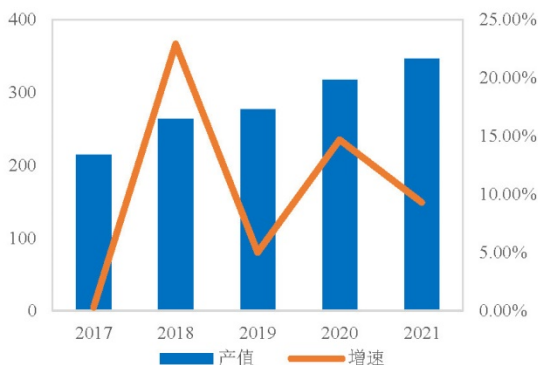
风机是一类从动的流体机械，主要通过输入的机械能，提高气体压力并排送气体，广泛应用于冶金、化工、钢铁、水处理、水泥、电力、纺织、矿业、气力输送等行业中的气体压缩与输送，根据不同的出口压力分为通风机、鼓风机和压缩机。鼓风机的出口全压在 15kPa 至 350kPa 之间，目前较为常见的为罗茨鼓风机和离心鼓风机。罗茨鼓风机属于容积式风机，通过叶型转子的旋转，把转子与壳体之间一定容积的气体从进气口强行推移到排气口，如此连续不停地运转，持续形成气流。离心鼓风机属于透平式风机，利用高速旋转的叶片将气体加速，然后减速、改变流向，使动能转换成压力。根据中国通用机械工业协会风机分会（以下简称“风机分会”）统计，2021 年我国鼓风机产量已突破 9 万台，其中罗茨鼓风机产量为 8.32 万台，占比约为 88%，离心鼓风机产量为 1.07 万台，占比约为 12%。

竞争格局方面，我国鼓风机市场竞争较为充分，但由于国内相关行业起步较晚，产品主要集中在低端领域，同质化严重，技术壁垒和盈利水平偏低；中高端产品主要利用国外先进技术或在此基础上通过技改升级生产制成，对企业的研发能力与生产工艺要求较高，竞争相对温和，规模以上企业数量较少。目前国内市场主要以山东章鼓、陕鼓动力、长沙鼓风机、金通灵等大型企业以及德国曼透平、日本三井产、美国通用电气、西门子等国外知名厂商为主，国内企业通过技术引进并不断进行技术革新和自主研发创新，与国外厂商的核心技术差距逐步缩小。根据风机分会统计，2021 年风机行业营业收入前十名企业的集中度为 71.66%，利润总额前十名企业的集中度为 61.30%，具有技术优势与规模优势的大型企业持续扩大市场份额。

下游需求方面，风机产品应用领域广泛，其行业发展主要受国家宏观经济情况的影响，单一行业需求变化对风机行业的影响程度有限。根据风机分会对 171 家会员企业的统计，2021 年我国风机生产企业完成各类风机产值 344.84 亿元，同比增长 8.2%；生产各类风机共计 2,301.43 万台，同比增长 18.2%，产值与产量均保持稳定增长。

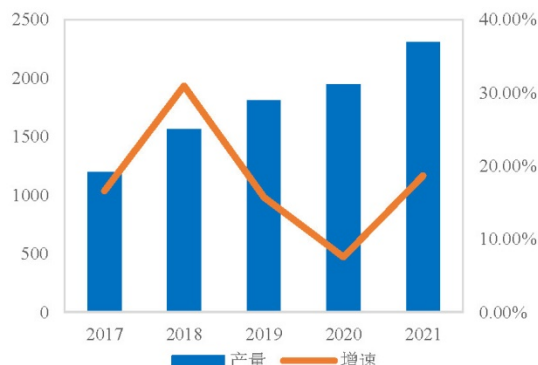


图 3: 近年来风机行业产值数据 (亿元、%)



资料来源: 风机分会, 中诚信国际整理

图 4: 近年来风机行业产量数据 (万台、%)



资料来源: 风机分会, 中诚信国际整理

随着冶金、化工、电力、水处理等应用领域的快速发展, 鼓风机产品技术水平和产品性能将不断提升。同时, 在“碳达峰、碳减排”等政策驱动下, 国家对鼓风机等流体机械的能效要求会日益提高, 下游行业在节能降耗、脱硫脱硝、污水和固废处理等方面存在设备的更新换代需求。整体来看, 未来鼓风机产品的市场空间广阔。

## 运营实力

中诚信国际认为, 山东章鼓在罗茨鼓风机领域具有较为领先的行业地位和技术实力, 广泛的下游市场使得产销规模整体保持增长趋势; 近年来, 公司通过外延收购等方式拓展环保水处理业务, 运营规模不断扩大, 多元化程度得到提升; 但采购端存在成本管控压力, 且需对募投项目未来产能消纳及实际效益情况保持关注。

*公司在罗茨鼓风机领域的行业地位和技术实力领先, 研发投入力度不断提升。*

公司设备制造业务主要包括罗茨鼓风机、离心鼓风机、通风机和渣浆泵等各类产品的研发、生产与销售, 凭借较强的研发能力、丰富的生产经验和较优的产品质量, 罗茨鼓风机在国内占有一定的市场份额, 属细分行业龙头企业。根据《2021 年风机行业统计年报》数据, 在全部风机行业会员企业中, 公司营业收入排名第 7 位、利润总额排名第 6 位、研发投入排名第 6 位; 2019~2021 年, 公司罗茨鼓风机占风机行业该产品合计产量比重分别为 14.03%、12.63%和 15.10%, 连续多年在国内罗茨鼓风机领域排名前列。公司行业地位较为稳固, 但罗茨鼓风机整体市场容量有限, 公司仍需持续加大投入力度以保障其市场地位。

表 2: 近年来风机行业主要上市企业收入和利润情况 (亿元)

公司简称	2019		2020		2021		2022.1-9	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
山东章鼓	10.79	0.81	11.29	0.93	16.96	1.15	13.61	1.12
金通灵	18.80	1.23	14.36	0.56	17.55	0.01	12.51	0.11
克莱特	2.55	0.25	2.85	0.29	3.92	0.52	3.03	0.38
鑫磊股份	6.11	0.61	7.32	0.76	8.21	0.65	5.30	0.64

资料来源: 公开数据, 中诚信国际整理

作为罗茨鼓风机国家标准的主要起草单位, 公司在该领域具备较强的技术实力, 在消化吸收美国、日本先进风机技术的基础上再创新, 形成了专用于维尼纶、污水处理等领域的鼓风机产品, 扭叶罗茨鼓风机填补国内空白。同时, 公司还与下游客户及国内高校进行联合研发, 其中公司和申广

核合作研制的“华龙一号”三代压水堆核电站硼回收系统（TEP）蒸汽压缩机产品核电风机样机已通过行业协会鉴定，且拥有自主知识产权，主要性能指标达到国际同类产品先进水平，进一步缩小了与国际罗茨鼓风机领先技术的差距。近年来，公司获得了逆流冷却、降噪、抗粘磨、特殊密封、脂润滑、扭叶叶轮设计等多项专有技术，截至 2022 年 9 月末，公司及控股子公司累计拥有 237 项授权专利。2019~2021 年及 2022 年前三季度，公司研发投入分别为 0.43 亿元、0.54 亿元、0.83 亿元和 0.64 亿元，2021 年占营业总收入比重已接近 5%，投入规模整体呈增长态势，技术优势不断增强，为后续新品研发与业务拓展提供了有力保障。

**下游市场空间广阔、客户较为分散，公司订单获取及转化情况较好，近年来产销规模整体保持增长态势，但采购成本管控压力有所上升。**

公司设备制造业务为订单式生产模式，根据订单需求分为固定型号生产和定制生产两类，其中约 75% 的订单采用固定型号生产。公司能够设计生产适用于多种行业、多种工况、多种介质的各种型号的三叶、二叶罗茨鼓风机，主要有 L、RR、TRR、3H、ZMR(H)、ZR、ZZ、ZG、ZW、MB 等十余个系列的产品，品种齐全，广泛应用于污水处理、电力、水泥、化工、化肥、冶金、铸造、气力输送等行业。近年来，下游市场需求保持旺盛，随着生产工艺的不断改进，公司主要产品年产能规模均有所提升，且产能利用率整体处于较好水平。

表 3：近年来公司主要产品产销情况

产品	指标	2019	2020	2021	2022.1~9
鼓风机	产能（台/年）	12,000	12,000	14,000	12,000
	产量（台）	9,846	10,084	12,569	10,346
	产能利用率(%)	82.05	84.03	89.78	86.22
	销量（台）	9,688	9,838	12,323	9,911
	产销率(%)	98.40	97.56	98.04	95.80
	销售均价（万元/台）	7.36	7.99	8.10	8.67
渣浆泵	产能（台/年）	4,500	4,500	5,500	4,125
	产量（台）	3,912	3,626	4,651	3,656
	产能利用率(%)	86.93	80.58	84.56	88.63
	销量（台）	3,986	3,431	4,456	3,682
	产销率(%)	101.89	94.62	95.81	100.71
	销售均价（万元/台）	4.23	4.92	5.05	5.32

注：2022 年 1~9 月产能数据未经年化处理。

资料来源：公司提供

公司产品销售以“章鼓”和“齐鲁”品牌为主，在国内具备品牌优势，近年来随着大宗原材料价格和人工费用的上涨，鼓风机和渣浆泵销售均价亦呈增长趋势，产销率均处于 100% 左右，但原材料价格涨幅高于产品售价涨幅，令 2021 年风机产品利润空间有所收窄。公司在国内市场已设立 30 余个办事处，业务拓展以华东、华北和西北等地区为主，上述区域合计收入占比在 70% 左右，出口订单规模较小。公司主要采取直销的方式，与客户直接签订合同，并根据合同进展状况，客户按一定比例支付预付款、进度款、提货款和质量保证金。直销为主的销售模式和下游广泛的应用领域决定了公司客户集中度不高，且以民营企业为主，订单的稳定性及回款情况有待关注。

表 4: 2021 年公司前五大客户销售情况

序号	客户名称	销售额 (万元)	占年度销售总额比例(%)
1	北京北大先锋科技股份有限公司	5,776.16	3.41
2	旭阳工程有限公司	4,522.55	2.67
3	孝义市鑫东亨清洁能源有限公司	3,019.47	1.78
4	清徐淄博污水处理有限公司	2,984.01	1.76
5	山东潍焦集团薛城能源有限公司	2,163.35	1.28
合计	--	18,465.54	10.90

资料来源: 公司提供

近年来, 公司新签订单金额稳步增长, 且转化情况较好, 与鼓风机、渣浆泵的销量增长趋势较为匹配; 截至 2022 年末, 公司设备制造业务合计在手订单超过 6 亿元, 对未来收入增长形成了一定支持。

表 5: 近年来公司设备制造业务新签订单情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022
智能制造	7.98	9.20	11.70	12.45
新材料	1.80	1.95	2.55	3.12

注: 智能制造以鼓风机产品为主, 新材料以渣浆泵产品为主。

资料来源: 公司提供

公司对外采购的主要原材料包括钢材和铸造件等, 其他零配件包括电机、减速机、标准件、轴承皮带、密封件等。公司每年对供货商资质、产品合格率、售后服务等情况进行汇总, 建立合格供货商名录档案, 通过对合格供应商的招标竞价, 确定采购价格, 并根据供需情况签订采购合同, 原材料成本变动较大时将与供货商协商调整; 此外, 部分产品可按照客户指定品牌进行合作。2021 年以来, 由于上游钢铁行业的周期性波动, 钢材采购单价大幅增长, 公司成本管控压力有所上升, 需持续关注原材料价格波动情况及其对公司利润水平的影响。

表 6: 近年来公司主要原材料采购情况 (吨、亿元)

原材料品种	2019		2020		2021		2022.1~9	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
钢材	4,889	0.21	4,441	0.19	5,939	0.45	7,702	0.57
铸造件	9,797	0.74	6,508	0.59	12,639	1.29	8,232	1.02

资料来源: 公司提供

公司所需原材料生产厂家较多, 供应商可选择范围较大, 近年来前五名供应商采购金额占年度采购总额比例保持在 15%~20% 区间内, 主要供应商稳定性较强。其中, 山东章晃机械工业有限公司 (以下简称“山东章晃”) 与公司存在关联关系<sup>3</sup>, 山东章晃根据客户订单需求, 向山东章晃采购 SSR 系列罗茨鼓风机, 交易价格按市场价格确定。

表 7: 2021 年公司前五大供应商采购情况

序号	供应商名称	采购额 (万元)	占年度采购总额比例(%)
1	山东汇丰铸造科技股份有限公司	5,597.51	4.64
2	卧龙电气南阳防爆集团股份有限公司	5,012.87	4.15
3	山东章晃机械工业有限公司	3,657.86	3.03
4	济南三鼎物资有限公司	2,402.83	1.99
5	佳木斯电机股份有限公司	2,345.13	1.95
合计	--	19,016.20	15.77

资料来源: 公司提供

<sup>3</sup> 截至 2021 年末, 公司持有山东章晃 40% 的股份, 董事长方润刚担任山东章晃的董事长兼总经理、法定代表人。

近年来，公司逐步向水处理业务等领域延伸，收购控股协同水处理后，运营规模不断扩大，多元化布局持续深化，但需关注股权投资企业的业务协同性和经营情况。

在设备制造业务的基础上，公司逐步向下游环保水处理领域延伸，通过控股子公司河北协同水处理技术有限公司<sup>4</sup>、山东章鼓节能环保技术有限公司以及全资子公司山东章鼓绣源环保科技有限公司等运营主体，建设一站式的工业水处理服务平台。

公司的环保水处理业务主要提供现有污水处理系统的技术服务、第三方托管运营及新建综合水处理工程总承包。技术服务与托管运营主要通过签订合作协议的形式，公司派驻技术人员和管理人员进行现场技术服务或运营管理，实现出水达标、平稳运行的目标要求，更大程度降低客户废水处理成本，每月按照实际水处理规模结算和付款。此外，公司也通过承揽前期的工程承包业务，介入后续的运维领域，但上述模式在工程承包阶段存在一定的垫资金额，需关注相关项目回款情况。该板块业务下游客户主要集中在焦化、煤化工、食品、化工、印染、重金属等行业，其中协同水处理聚焦于焦化污水厂的托管运营与技术服务、废水处理设施建设等，在焦化行业拥有较好的市场份额和技术优势。2021年，协同水处理加大市场拓展力度，实现营业收入3.06亿元、净利润0.24亿元，但由于工程合同增加形成应收账款的原因，经营活动现金净流出0.17亿元；2022年1~6月，协同水处理实现营业收入1.33亿元、净利润0.14亿元，当期末总资产为3.55亿元，资产负债率约为26%。

表 8：近年来环保水处理业务新签订单情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022
环保水处理	1.31	1.33	4.31	5.14

资料来源：公司提供

表 9：环保水处理业务部分重大项目经营情况（万元）

	2019年收入	2020年收入	2021年收入	2022年1~9月收入
客户 1	1,274.40	1,093.89	1,181.84	848.94
客户 2	365.63	1,375.25	1,596.34	1,230.91
客户 3	--	--	2,984.01	3,256.24
客户 4	505.61	799.59	1,141.07	913.75
客户 5	480.21	1,101.93	1,141.15	856.60
客户 6	507.86	1,861.24	2,124.78	1,422.27

资料来源：公司提供

环保水处理业务新签订单规模持续增长，在为公司提供相对稳定盈利的同时，亦增强了存量客户黏性。整体来看，我国工业废水处理行业发展迅速，2021年市场容量已突破1,100亿元，未来随着水处理运营规模的不断扩大，公司业务多元化程度将得到进一步提升。

此外，公司长期股权投资企业较多，2020年以来，陆续新增对南京翔瑞智能装备技术股份有限公司（以下简称“南京翔瑞”）、倍杰特（太原）水务有限公司（以下简称“太原倍杰特”）等企业的参股投资，资金来源以自筹为主，能够贡献一定规模的投资收益。太原倍杰特主营污水处理及再生利用、水污染治理和水环境污染防治服务等业务，公司副总经理王崇璞任该公司董事，南京翔瑞经营范围以物料搬运设备和工业自动控制系统装置制造为主，公司联席董事长方树鹏、

<sup>4</sup> 根据公司公告，山东章鼓于2020年完成对协同水处理合计85.5407%股权的收购，总交易价格为1.66亿元，资金来源为公司自有资金或自筹资金。

副总经理刘士华任该公司董事，未来联营企业与公司的业务协同效应及自身经营情况值得关注。

表 10：近年来公司主要联营企业基本情况（万元）

公司简称	2022 年 9 月末 持股比例	2021 年末 总资产	2021 年末 资产负债率	2021 年 营业收入	2021 年 净利润	2021 年确认 投资收益
山东章晃	40%	9,611.61	6.37%	6,587.41	907.77	363.11
丰晃铸造	40%	4,689.54	11.13%	4,802.99	80.43	32.17
南京翔瑞	40%	11,460.73	56.19%	10,481.71	1,295.09	520.22
太原倍杰特*	35%	32,214.46	9.73%	6,590.48	3,281.40	--

注：“丰晃铸造”为“山东丰晃铸造有限公司”简称；太原倍杰特为公司 2022 年出资的参股企业，财务数据均为 2022 年（末）统计口径。

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

**募投项目投资压力不大，公司产业竞争力有望增强，但需关注未来产能消纳及实际效益情况。**

截至 2022 年 9 月末，公司暂无重大在建项目。根据整体战略规划，山东章鼓将持续加大对智能制造产业平台的投入力度，推进核电关键设备的国产化进程，利用高端节能产品实现绿色制造转型，同时为罗茨鼓风机市场的稳步增长扩充产能。为此，公司计划发行可转债，拟募集资金总额不超过 25,000 万元，相关项目的投资支出均由募集资金覆盖，公司投资压力不大。募投项目达产后，公司在风机领域的产业竞争力和盈利能力有望持续增强，但部分项目建设周期较长，需关注未来产能消纳及实际效益情况。

表 11：可转债募投项目情况（万元）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额	建设周期	预计新增年产能
核电风机生产车间建设项目	10,665.36	10,665.36	2 年	42 台蒸气压缩机 核电风机产品
新型高端节能通风机建设项目	6,639.53	6,639.53	3 年	1,000 台通风机产品
710 车间智能升级建设项目	2,908.01	2,908.01	1 年	3,000 台 ZG、ZW、ZZ、MB 等罗茨鼓风机产品
补充流动资金	4,787.10	4,787.10	--	--
合计	25,000.00	25,000.00	--	--

资料来源：公司提供

## 财务风险

中诚信国际认为，随着业务规模的扩大，山东章鼓收入及利润规模持续增长，经营性业务盈利能力处于较好水平；公司经营获现能力尚可，但稳定性有待提升，应收类款项及存货对资金形成一定占用；近年来债务规模增加、杠杆比率上升，偿债指标有所弱化但仍保持在较好水平。

## 盈利能力

**增量业务的持续拓展与合并范围的扩大带动公司营业总收入及经营性业务盈利逐年增长，但营业毛利率略有波动。**

受益于销售力度的增加以及市场渠道的拓展，近年来公司新签订单量实现较快增长，营业总收入逐年上升；同时，业务结构逐步聚焦于智能制造、水处理和新材料领域，风机及水处理业务为收入的主要增长点。毛利率方面，人工成本及运输费用上升，叠加 2021 年以来大宗原材料价格不断上涨，使得营业毛利率略有波动但仍维持在较高水平。期间费用方面，以职工薪酬为主的管理费用增长较多，市场拓展使得销售费用亦有所上升，且子公司协同水处理纳入合并范围，上述因

素共同带动期间费用大幅增长，但由于营业总收入增速较快，2021 年期间费用率呈现下降态势。公司利润总额几乎全部来自经营性业务利润，收入上升带动利润总额持续增长，盈利指标受资产扩张等影响略有下降，但整体仍处于较好水平。此外，以应收账款减值损失为主的信用减值损失增长较多，对利润造成一定侵蚀。根据公司于 2023 年 2 月 28 日发布的业绩快报，2022 年实现营业总收入 19.01 亿元、利润总额 1.35 亿元，均保持 10%以上的增速，盈利水平稳步提升。

表 12：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元）

项目	2019		2020		2021		2022.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
风机	7.13	32.02%	7.86	31.18%	9.98	26.20%	8.40	29.64%
渣浆泵	1.69	33.15%	1.69	31.96%	2.25	34.54%	1.96	38.47%
水处理	0.84	22.29%	0.97	19.33%	3.91	28.63%	2.46	28.37%
电气设备	0.43	25.61%	0.35	27.20%	0.39	25.28%	0.39	23.56%
气力输送	0.29	34.24%	0.29	34.38%	0.14	30.71%	0.15	32.60%
磨机	0.23	7.31%	--	--	--	--	--	--
其他	0.18	--	0.14	--	0.29	--	0.25	--
营业总收入/营业毛利率	10.79	29.73%	11.29	30.95%	16.96	28.79%	13.61	30.84%

注：2019 年，公司淘汰落后产能，停止了磨机产品的生产与销售；各分项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~9
期间费用合计	2.42	2.50	3.56	3.14
期间费用率(%)	22.47	22.17	20.98	23.09
经营性业务利润	0.74	0.99	1.25	1.03
信用减值损失	-0.08	-0.12	-0.21	-0.08
投资收益	0.16	0.04	0.09	0.16
利润总额	0.81	0.93	1.15	1.12
EBIT 利润率(%)	8.11	8.66	7.21	--
总资产收益率(%)	6.37	6.55	6.29	--

注：减值损失以“-”值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

随着业务规模扩张以及对外投资的开展，公司资产、负债规模同比均有所上升，应收账款和存货对资金形成一定占用；利润积累带动权益规模进一步增长，但有息债务和财务杠杆水平增幅较大，且债务结构有待优化。

公司流动资产规模较大，截至 2022 年 9 月末占总资产比重超过 75%。近年来公司经营获现积累且 2021 年融资规模扩大，货币资金稳步提升；交易性金融资产以理财产品为主，投资收益较为稳定；2021 年以来，公司加大票据支付力度，当年末 3.11 亿元应收票据用于背书支付供应商货款；随着业务持续拓展，应收账款及存货相应快速增长，截至 2022 年 9 月末占流动资产比重超过 60%，对资金形成一定占用。应收账款账龄以 1 年以内和 1 至 2 年为主，2022 年 9 月末占比分别为 71.63%和 19.69%，目前账龄相对较短，前五名企业与公司主要客户重合度较高。非流动资产主要以固定资产和长期股权投资为主，固定资产规模保持稳定，长期股权投资主要为对山东章晁、南京翔瑞、太原倍杰特等联营企业的投资，近年来规模稳步上升；商誉系收购协同水处理时产生，截至 2021 年末不存在减值迹象。

公司负债以有息债务、应付账款和其他流动负债为主，随着经营周转所需资金的上升和对外股权投资的需求，银行借款规模持续增长。截至 2022 年 9 月末，短期债务占比为 87.19%，期限结构有较大优化空间。2021 年以来，受大宗原材料价格不断上涨、业务拓展等因素的综合影响，应付账款和合同负债均有不同程度的上升。

所有者权益方面，利润积累带动所有者权益规模持续上升。截至 2022 年 9 月末，受债务增长较快的影响，资产负债率和总资本化比率较 2020 年末均有较大增幅。若本期可转债完成发行，或将进一步推升公司债务规模及财务杠杆比率。

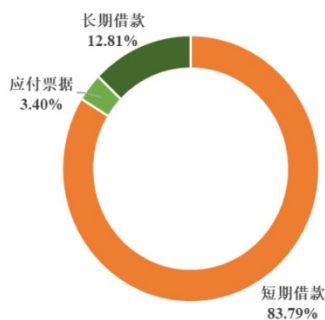
表 14：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	0.39	0.69	0.92	1.13
存货	3.96	4.28	4.98	5.48
交易性金融资产	0.92	1.11	1.32	0.78
应收票据	0.32	0.64	3.63	3.63
应收账款	3.40	4.07	5.73	7.17
<b>流动资产合计</b>	<b>9.66</b>	<b>11.88</b>	<b>18.09</b>	<b>19.79</b>
固定资产	1.75	1.94	1.93	1.92
长期股权投资	1.65	0.84	1.19	2.21
商誉	--	0.50	0.50	0.50
<b>非流动资产合计</b>	<b>4.08</b>	<b>4.23</b>	<b>4.70</b>	<b>6.03</b>
<b>总资产</b>	<b>13.74</b>	<b>16.11</b>	<b>22.78</b>	<b>25.82</b>
短期借款	0.90	1.80	3.68	3.27
应付票据	--	--	0.14	0.13
<b>短期债务</b>	<b>0.90</b>	<b>1.80</b>	<b>3.83</b>	<b>3.40</b>
<b>总债务</b>	<b>0.90</b>	<b>1.80</b>	<b>3.83</b>	<b>3.90</b>
应付账款	2.39	2.70	2.99	4.12
合同负债	--	1.60	1.74	1.82
其他流动负债	--	--	3.11	4.09
<b>总负债</b>	<b>5.08</b>	<b>7.03</b>	<b>12.61</b>	<b>14.89</b>
股本	3.12	3.12	3.12	3.12
资本公积	2.12	2.12	2.12	2.12
未分配利润	2.48	2.63	3.60	4.27
<b>所有者权益合计</b>	<b>8.66</b>	<b>9.09</b>	<b>10.17</b>	<b>10.93</b>
资产负债率(%)	36.98	43.61	55.34	57.66
总资本化比率(%)	9.42	16.54	27.32	26.31

注：2019 年及 2020 年的在建工程分别为 64,862.39 元和 97,792.75 元；其他流动负债系公司使用应收票据背书支付供应商货款，计入该科目的已背书未到期票据。

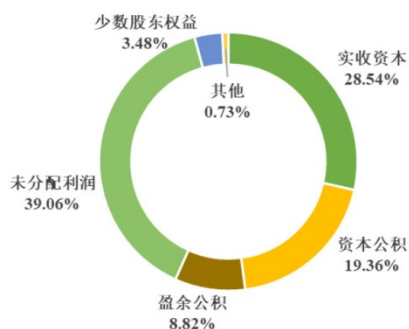
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 5：截至 2022 年 9 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 6：截至 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债情况

公司经营活动净现金流存在一定波动性，生产经营及对外投资需求带动债务规模增加，但公司债务基数不大，相关偿债指标有所弱化但仍保持在较好水平。

公司经营获现能力尚可，但稳定性有待加强，2021 年为预防疫情封控带来的物流风险，公司加大了原材料存储规模，加之支付职工薪酬增长，使得经营活动现金流转为净流出态势。投资活动方面，为进一步向产业链下游延伸并增强业务协同，公司维持一定规模的对外投资，近年来收购协同水处理并增资南京翔瑞等参股公司，投资活动现金流保持净流出态势。筹资活动方面，为满足公司对外投资以及提前备货的资金需求，2021 年增加较多银行借款使得当期筹资活动现金流同比增幅较大。2022 年 1~9 月，公司增加对太原倍杰特的投资，投资活动现金流呈现较大规模净流出态势。

偿债能力方面，公司业务拓展带动资金周转需求增加，近年来总债务规模持续增长，FFO、EBITDA 对债务本息的覆盖能力以及非受限货币资金对短期债务的保障程度均有所下降。但公司整体债务基数不大，相关偿债指标有所弱化但仍保持在较好水平。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.9
经营活动产生的现金流量净额	0.62	0.60	-0.27	0.72
投资活动产生的现金流量净额	-0.53	-0.81	-0.79	-1.28
筹资活动产生的现金流量净额	-0.77	0.25	1.78	0.13
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	12.73	10.58	-2.87	--
FFO/总债务	0.96	0.63	0.40	--
总债务/EBITDA	0.84	1.50	2.43	--
EBITDA 利息保障倍数	22.12	21.05	16.57	--
非受限货币资金/短期债务	0.30	0.28	0.16	0.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2022 年 9 月末，公司受限资产合计为 0.28 亿元，全部为公司存放的保证金，占公司总资产的比重为 1.08%，受限比例很低。同期末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，亦不存在对外担保事项。

股权质押方面，根据公司于 2023 年 1 月 18 日发布的《山东省章丘鼓风机股份有限公司关于控股股东股份质押的公告》，公有资产公司将其持有的 1,800 万股股份进行质押，至此公有资产公司累计质押 4,100 万股股份，均用于办理股票质押式回购交易业务，占其持股比例的 44.09%，占公司总股本的 13.14%，质押用途为满足控股股东融资需求；除此之外，公司第二大股东方润刚累计质押 276 万股股份，占其持股比例的 8.43%。公司控股股东股权质押比例保持在一定规模，若未来出现资本市场系统性下跌等较大不确定性情况，可能对公司控制权的稳定性存在影响。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2023 年 2 月 3 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。



## 假设与预测<sup>5</sup>

### 假设

- 2022 年，山东章鼓主营业务经营稳定，订单量稳步增加。
- 2022 年，山东章鼓在建项目及股权投资金额在 1 亿元左右。
- 随着业务的拓展，山东章鼓整体债务规模将呈增长态势。

### 预测

表 16：预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率(%)	16.54	27.32	25~27
总债务/EBITDA(X)	1.50	2.43	2.00~2.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，山东章鼓资金平衡情况较好，未来一年流动性来源可覆盖流动性需求。**

公司经营获现能力尚可，现金及等价物储备持续增长。截至 2022 年 9 月末，公司共获得银行授信 12.15 亿元，未使用授信额度 8.47 亿元，对债务覆盖程度高，且银行融资渠道畅通，具有一定的备用流动性。同时，公司作为上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于厂房建设、购入生产设备、运营支出、对外投资以及债务的还本付息。未来两年公司将进入投资高峰期，预计重大非股权投资项目支出在 2 亿元左右，但公司计划发行可转换公司债券以匹配拟建项目，自有资金投资规模可控。整体来看，公司资金平衡情况较好，未来一年流动性来源可覆盖流动性需求。

表 17：截至 2022 年 9 月末公司银行借款到期分布情况（亿元）

	2022	2023	2024	
银行借款	0.55	2.72		0.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析

**中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，公司各经营主体均不属于环境保护部门公布的重点排污单位，公司通过制定污染物处理的操作规范与管理制度、在主要生产车间安装在线检测系统等方式，实现了环境保护方面制度化、可操作性的安排，对日常生产经营中产生的废气、噪声和固体废物具备相应的处理能力。截

<sup>5</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

至 2022 年 9 月末，公司及各下属子公司未出现因环境问题受到行政处罚的情况。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。安全生产方面，公司建立了完整的安全生产规章制度，规范安全生产的全员参与和标准化管理，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司严格按照《公司法》《证券法》等相关法律、法规的要求，建立起由股东大会、董事会、监事会和经理层组成的较为完善的法人治理结构。目前公司董事会成员 15 名，设董事长 1 名、联席董事长 1 名，其中 1 位董事由控股股东公有资产公司委派，8 位非独立董事为公司高管，5 位独立董事，董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会，各专门委员会严格遵守相关制度规定，加强了公司董事会工作的规范运作。内部控制方面，公司结合业务具体情况，在子公司管理、财务管理、资金管理等方面建立了相应的内部控制制度。资金管理方面，公司资金实行集中管控，除协同水处理外各单位资金均由公司本部统筹管理，同时对协同水处理派驻董事长和财务负责人，整体上做到了资金的统一管理。发展战略方面，公司结合自身优势和市场机遇，实行相关多元化的长期战略，通过持续加大研发投入，加强外部资源整合，深入打造智能制造、环保水处理和新材料开发应用三大产业平台。

## 外部支持

**公司实控人为济南市章丘区财政局，控股股东公有资产公司具备一定的支持能力；公司作为国内鼓风机龙头企业，为当地财政带来一定贡献，但控股股东及实际控制人提供支持措施较为有限。**

公司实际控制人为济南市章丘区财政局，控股股东公有资产公司为济南市章丘区属国有企业，具备一定的支持能力。公司是国家重点扶持的高新技术企业，能够享受国家在税收减免等方面的优惠政策，2019~2021 年公司确认的政府补助收益分别为 0.05 亿元、0.10 亿元和 0.06 亿元。控股股东及实控人在向公司提供政策优惠，协调行政、金融等资源的同时，给予公司充分的自主发展空间。公司作为国内罗茨鼓风机龙头企业，在自身快速发展的同时带动配套产业进步，为当地财政带来一定贡献，但控股股东持股比例偏低，未将公司纳入合并报表范围，且存在一定规模的股权质押，实际提供支持措施较为有限。

## 同行业比较

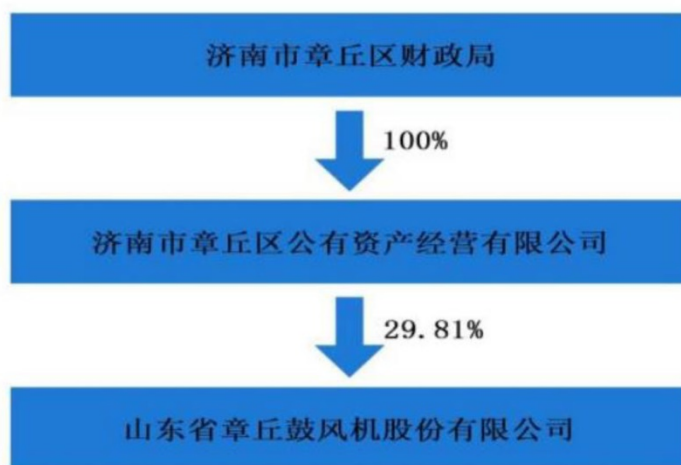
中诚信国际选取了上海沿浦、高测股份和迪贝电气作为山东章鼓的可比公司，上述公司均为装备制造企业，在业务规模以及财务方面具有较高可比性。

**中诚信国际认为，业务方面，山东章鼓通过外延收购等方式拓展环保水处理业务，运营规模不断扩大，多元化程度优于迪贝电气，与上海沿浦、高测股份较为可比；公司是风机细分行业龙头企业，在罗茨鼓风机领域占有一定的市场份额，竞争力及市场地位符合可比公司平均水平；公司下游市场空间广阔，订单获取及转化情况较好，订单保障能力亦符合平均水平。财务方面，山东章鼓资产规模、盈利能力及财务杠杆比率处于可比公司平均水平，收入规模具有一定的优势，但经营获现稳定性有待加强。**

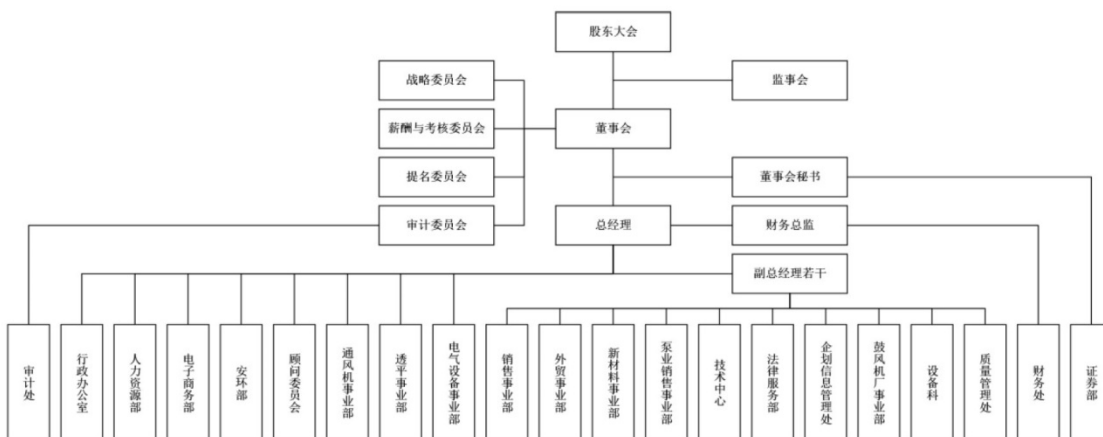
## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定山东省章丘鼓风机股份有限公司主体信用等级为 **A<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；评定“山东省章丘鼓风机股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”的信用等级为 **A<sup>+</sup>**。

### 附一：山东省章丘鼓风机股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



注：根据公司 2023 年 3 月 10 日披露公告，出于政府深化机构改革、分类整合、优化配置目的，济南市章丘区财政局将持有的国有资产公司 100% 股权无偿划转至山东龙山产业发展投资集团有限公司（以下简称“龙山产发集团”），并已完成工商变更登记手续。本次无偿划转完成后，龙山产发集团将通过持有国有资产公司 100% 股权，从而间接持有公司 29.81% 的股权，公司控股股东仍为国有资产公司，实际控制人仍为济南市章丘区财政局。



资料来源：公司提供

## 附二：山东省章丘鼓风机股份有限公司财务数据及主要指标(合并口径)

财务数据 (单位: 万元)	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	3,886.98	6,884.45	9,167.67	11,324.31
应收账款	34,036.26	40,741.97	57,289.26	71,699.76
其他应收款	1,294.48	1,838.52	2,139.04	3,406.84
存货	39,605.78	42,796.49	49,775.80	54,752.14
长期投资	17,397.71	9,617.05	12,996.97	23,216.91
固定资产	17,474.48	19,432.51	19,311.85	19,193.10
在建工程	6.49	9.78	737.66	1,007.67
无形资产	3,221.57	5,029.21	4,951.51	6,188.09
总资产	137,390.16	161,105.90	227,838.12	258,221.96
其他应付款	1,913.60	4,109.61	3,364.35	3,891.72
短期债务	9,000.00	18,000.00	38,251.86	34,028.45
长期债务	0.00	0.00	0.00	5,000.00
总债务	9,000.00	18,000.00	38,251.86	39,028.45
净债务	6,273.92	12,967.01	32,288.62	27,704.14
总负债	50,807.84	70,253.64	126,093.28	148,893.11
所有者权益合计	86,582.32	90,852.26	101,744.84	109,328.85
利息支出	484.75	571.54	949.18	--
营业总收入	107,864.82	112,899.01	169,590.83	136,080.08
经营性业务利润	7,415.75	9,948.87	12,510.64	10,280.13
投资收益	1,649.37	389.95	944.24	1,626.46
净利润	7,445.33	8,151.90	10,811.50	10,251.99
EBIT	8,745.18	9,780.58	12,231.80	--
EBITDA	10,724.41	12,028.16	15,726.59	--
经营活动产生现金净流量	6,168.60	6,044.64	-2,725.73	7,238.98
投资活动产生现金净流量	-5,288.82	-8,145.17	-7,886.29	-12,829.12
筹资活动产生现金净流量	-7,663.88	2,519.01	17,794.89	1,321.74

财务指标	2019	2020	2021	2022.9
营业毛利率(%)	29.73	30.95	28.79	30.84
期间费用率(%)	22.47	22.17	20.98	23.09
EBIT 利润率(%)	8.11	8.66	7.21	--
总资产收益率(%)	6.37	6.55	6.29	--
流动比率(X)	1.97	1.74	1.46	1.39
速动比率(X)	1.16	1.11	1.06	1.01
存货周转率(X)	1.91	1.89	2.61	2.40*
应收账款周转率(X)	3.17	3.02	3.46	2.81*
资产负债率(%)	36.98	43.61	55.34	57.66
总资本化比率(%)	9.42	16.54	27.32	26.31
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	100.00	87.19
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	0.63	0.30	-0.10	0.25*
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.63	0.30	-0.10	0.28*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	12.73	10.58	-2.87	--
总债务/EBITDA(X)	0.84	1.50	2.43	--
EBITDA/短期债务(X)	1.19	0.67	0.41	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	22.12	21.05	16.57	--
EBIT 利息保障倍数(X)	18.04	17.11	12.89	--
FFO/总债务(X)	0.96	0.63	0.40	--

注：1、2022 年三季度报未经审计；2、带“\*”指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额+
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) × 360 天/营业收入+存货平均净额 × 360
	现金周转天数	天/营业成本+合同资产平均净额 × 360 天/营业收入-应付账款平均净额 × 360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn