



2019年广东翔鹭钨业股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2019年广东翔鹭钨业股份有限公司公开发行可转换公司债券2024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 | A- | A+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 翔鹭转债 | A- | A+ |

评级观点

- 本次评级下调主要是基于：广东翔鹭钨业股份有限公司（以下简称“翔鹭钨业”或“公司”，股票代码：002842.SZ）的产品集中于产业链中下游的碳化钨粉、硬质合金等产品，跟踪期内因原材料价格上涨挤压盈利，大额存货及商誉减值侵蚀公司利润，公司多项盈利指标已连续两年下滑；公司采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求，跟踪期内公司债务规模有所增长，短期偿债压力较大；“翔鹭转债”募投项目产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性；跟踪期内公司因信息披露数据异常、未及时披露信息收到深交所监管函。

评级日期

2024年6月27日

联系方式

项目负责人：韩飞
hanf@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 21.49 | 21.15 | 22.26 | 24.25 |
| 归母所有者权益 | 8.04 | 8.24 | 9.57 | 10.12 |
| 总债务 | 12.25 | 11.94 | 11.87 | 12.98 |
| 营业收入 | 4.62 | 17.99 | 16.74 | 15.24 |
| 净利润 | -0.21 | -1.29 | -0.41 | 0.25 |
| 经营活动现金流净额 | 0.05 | 0.50 | 0.59 | 0.31 |
| 净债务/EBITDA | -- | 15.00 | 8.59 | 6.74 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 1.19 | 1.99 | 3.11 |
| 总债务/总资本 | 60.37% | 59.17% | 55.37% | 56.18% |
| FFO/净债务 | -- | -1.97% | 3.61% | 8.20% |
| EBITDA 利润率 | -- | 3.89% | 6.68% | 9.46% |
| 总资产回报率 | -- | -3.37% | 0.68% | 2.68% |
| 速动比率 | 0.62 | 0.59 | 0.65 | 0.73 |
| 现金短期债务比 | 0.29 | 0.25 | 0.35 | 0.46 |
| 销售毛利率 | 4.14% | 5.97% | 9.91% | 12.84% |
| 资产负债率 | 62.60% | 61.06% | 57.04% | 58.26% |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **钨下游应用领域广泛，公司主力产品碳化钨粉依托技术水平形成较好的竞争优势。**钨作为战略性金属资源，在航天、原子能、船舶、汽车工业、电气工业、电子工业等重要领域具有广泛的应用，公司是商务部批准的 16 家“钨品国营贸易出口资质企业”之一。
- **公司实际控制人为“翔鹭转债”提供股票质押和保证担保，仍可一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性。**公司实际控制人陈启丰以其合法拥有的公司股票作为质押资产对“翔鹭转债”进行质押担保，已完成质押登记，截至 2024 年 6 月 7 日，公司近 30 个交易日股票收盘价最低为 5.15 元/股，最高为 6.79 元/股，对应质押股票市场价值分别为 1.55 亿元和 2.04 亿元。另外陈启丰为“翔鹭转债”提供全额无条件不可撤销的连带保证责任担保，上述质押和保证担保仍可在一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性。

关注

- **公司产品集中于产业链中下游的碳化钨粉、硬质合金等产品，跟踪期内因原材料价格上涨挤压盈利，大额存货及商誉减值侵蚀公司利润，公司多项盈利指标已连续两年下滑，随着 2024 年钨精矿价格持续走高，公司后续仍面临较大的成本控制压力。**2023 年因公司刀具业务和钨精矿生产毛利为负，叠加控股子公司江西翔鹭钨业有限公司（以下简称“江西翔鹭”）盈利情况不及预期，2023 年末公司合计计提资产减值损失 4,974.30 万元，多项盈利指标已连续两年下滑，2023 年营业利润、利润总额及归属于上市公司股东的净利润分别下滑为-1.20 亿元、-1.32 亿元和-1.29 亿元；EBITDA 利润率和总资产回报率下探，分别下降至 3.89%及-3.37%。在钨精矿价格仍阶段性走高背景下，后端产品价格上涨滞后，2024 年 1-3 月，公司毛利率为 4.14%。随着 2024 年钨精矿价格持续走高，公司后续仍面临较大的成本控制压力。
- **采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求。**销售端主要客户回款周期较长，采购端以现款现货为主，采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求，2023 年经营活动现金流净额进一步下滑。
- **跟踪期内公司债务规模有所增长，短期偿债压力较大。**2023 年原材料价格持续上升，原材料采购资金增加和光伏钨丝产能扩张带来的资金需求进一步推高公司对外融资需求，跟踪期内公司短期借款规模持续扩大，截至 2024 年 3 月末，公司总债务规模为 12.25 亿元，现金短期债务比下滑至 0.29。
- **“翔鹭转债”募投项目产能能否顺利消化并实现预期收益存在较大不确定性。**截至 2023 年末，本期债券募投项目年产 800t 特种超硬质合金智能化生产项目已完工，但受终端市场需求不佳，公司市场拓展不利，叠加钨价快速上涨挤压硬质合金的盈利水平，目前该项目处于试运行阶段，未来公司拟根据市场情况安排产能投放。此前，公司 IPO 募投项目已经逐步投产，但利润贡献不及预期。
- **跟踪期内公司因信息披露数据异常、未及时披露信息收到深交所监管函。**在信息披露方面，2023 年 12 月，公司因未及时披露担保进展情况、跨期确认收入收到深圳证券交易所监管函。2024 年 4 月，公司未在预计触发转股价格修正条件的 5 个交易日前及时披露提示性公告，未在触发转股价格修正条件时履行相应审议程序和信息披露义务收到深圳证券交易所监管函。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为钨行业下游应用广泛，预计业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 厦门钨业 | 中钨高新 | 章源钨业 | 翔鹭钨业 |
|----------|--------|--------|-------|--------------|
| 总资产 | 392.73 | 129.75 | 48.76 | 21.15 |
| 营业收入 | 393.98 | 127.36 | 34.00 | 17.99 |
| 销售毛利率（%） | 16.52 | 16.87 | 15.03 | 5.97 |
| 资产负债率（%） | 51.44 | 49.90 | 58.10 | 61.06 |
| 存货周转率 | 4.08 | 3.38 | 1.99 | 2.34 |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|------------------|--------------------|
| 矿业及金属企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2023V1.0 |
| 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 | 3/9 |
| | 行业&运营风险状况 | 4/7 | | 杠杆状况 | 3/9 |
| | 行业风险状况 | 3/5 | | 盈利状况 | 弱 |
| | 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 | | 3/9 |
| 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 | | | | | a- |
| 外部特殊支持 | | | | | 0 |
| 主体信用等级 | | | | | A- |

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 a-，反映了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。

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 |
|------|----------|----------|-----------|-----------|
| 翔鹭转债 | 3.02 | 3.02 | 2023-6-20 | 2025-8-20 |

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2019年8月发行6年期3.02亿元“翔鹭转债”（以下简称“本期债券”），募集资金原计划用于“年产800t特种超硬合金智能化生产项目”和“年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目”。2022年5月，公司公告终止了募投项目“年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目”的投资并将剩余募集资金全部永久性补充流动资金，用于公司日常经营活动。截至2023年12月31日，公司募集资金已使用完毕，并已办理完成上述所有募集资金专户的销户手续。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2024年3月末，公司实际控制人为陈启丰，其与一致行动人合计持有公司44.27%的股份，其中：直接持有公司18.76%股份，陈启丰及其配偶陈宏音合计持有潮州启龙贸易有限公司（以下简称“启龙贸易”）100.00%股份，通过启龙贸易持有公司16.00%股份，子女陈伟儿、陈伟东分别持有公司4.95%和4.55%股份，股权结构图详见附录二。截至2024年5月末，陈启丰及其一致行动人合计质押股份61,996,161股，合计占其所持股份数的50.70%，占公司总股本的22.44%。受注销回购股份的影响，截至2024年3月末，公司总股本变更为27,624.12万股。

跟踪期内公司经营范围未发生变化，仍主要从事钨制品的研发、设计、生产、销售及相关服务。2023年公司通过新设方式新增一家子公司纳入合并范围，旨在加强对钨丝产品的研发和品质管理，完善现有产业链布局。

“翔鹭转债”自2020年2月26日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为15.36元/股，目前转股价格为15.14元/股。截至2023年末，“翔鹭转债”累计有327,800元转换成公司股票，累计转股数21,553股。

表1 2023年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
|-------------|---------|-----------|------|------|
| 广东翔鹭新材料有限公司 | 100.00% | 10,000.00 | 制造业 | 新设 |

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积

极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

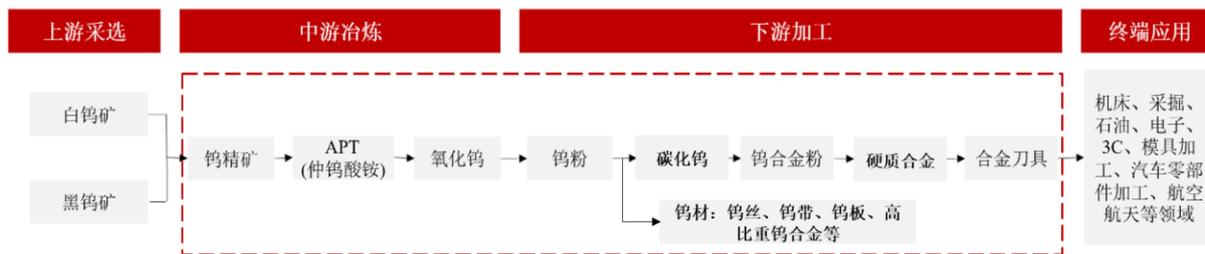
行业环境

钨属于稀有金属，产业链价值集中于上游资源和下游加工端，钨矿供给面临开采总量控制和矿石品位下降等因素影响，并受环保、能耗双控及限电等多重约束，供应偏紧；但国内消费修复不达预期下，钨行业需求端预期仍较弱

钨属于稀有金属，是国民经济和现代国防领域不可替代和不可再生的战略性金属资源，因钨具有高熔点、高比重、高硬度的物理特性，被广泛应用于航天、原子能、船舶、汽车工业、电气工业、电子工业等重要领域。从产业链看，钨资源主要分为黑钨精矿和白钨精矿，冶炼环节为仲钨酸铵（APT），中

间产品主要有钨粉、碳化钨粉等，下游产品主要为硬质合金，其次为钨丝、钨化工、钨特钢等。

图1 钨产业链情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

供给方面，近年中国钨矿产量占全球钨矿产量的比例持续保持在80%以上，中国的供给直接影响着整个世界钨品供给情况。因为钨资源的稀缺性和不可替代性，我国将钨视为战略性资源，对钨矿开采实行总量控制，根据自然资源部和工信部公布的数据，2023年全国钨精矿（65%WO₃）开采总量控制指标111,000吨（2023年不再区分主采和综合利用），较2022年同期上涨1.83%。考虑到我国钨矿供给面临开采总量控制和矿石品位下降等因素影响，并受环保、能耗双控及限电等多重约束，预计钨矿供应未来仍然偏紧。

图2 2023 我国钨精矿产量略有增长



资料来源：同花顺 iFinD、钨钼云商，中证鹏元整理

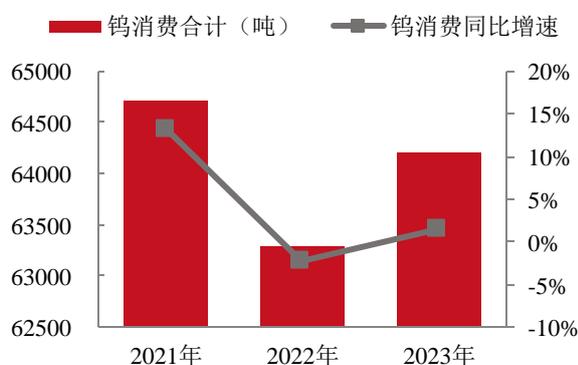
需求方面，从消费结构看，钨主要用于硬质合金、钨钢、钨材和钨化工，其中，硬质合金是我国钨消费最主要的领域，与工业景气度相关性高，2023年占比达到56.06%。近年，钨矿消费量存在一定波动，其中，2022年受制造业需求增速放缓影响，2022年国内钨消费量同比下降；2023年，国内制造业复苏缓慢，房地产市场持续低迷，硬质合金需求下降，但受益于来自光伏切割的需求带动了钨丝产量的迅猛增长，2023年钨丝产量900亿米，同比增长195.08%，综合影响下，国内钨消费量整体小幅增长。

随着硅料价格处于高位，硅片厂商需要新型金刚线技术降低切割成本。目前，碳钢金刚线的线径已

接近产业化极限，钨丝金刚线线径具有更细的理论水平。钨丝金刚线具有更高的韧性和破断力，能够有效降低硅片损耗，适合切割大尺寸、薄片化硅片。在产业链方面，光伏切割用钨丝行业产业链上游主要为纯钨粉、镍等原材料，下游应用于光伏硅片的切割。根据中国光伏行业协会 CPIA 统计，2023年我国硅片产量 622.00GW，同比增长 67.50%；光伏组件产量 499.00GW，同比增长 69.30%，光伏增长背景下，光伏细钨丝替代钢丝金刚线路线清晰，为钨下游高附加值应用提供了新的方向。

中证鹏元关注到，钨丝需求迅速增长或带来一定的行业增量，但近期光伏的景气度有所下滑，钨丝需求短期内可能受到不利影响；2024年以来全球经济增长仍处于疲软态势，国内消费修复不达预期下硬质合金终端需求不佳，钨行业需求端预期仍较弱。

图3 2023 我国钨消费规模小幅增长



资料来源：安泰科，中证鹏元整理

表1 钨消费主要下游领域变动情况（单位：吨）

| 项目 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 硬质合金 | 38,250 | 36,720.00 | 35,986 |
| 钨特钢 | 11,322 | 10,869 | 10,543 |
| 钨材 | 12,542 | 13,040 | 15,000 |
| 钨化工 | 2,607 | 2,680 | 2,658 |
| 消费合计 | 64,721 | 63,309 | 64,187 |
| 废钨 | 10,000 | 11,000 | 11,000 |
| 原钨消费 | 54,721 | 52,309 | 53,187 |

资料来源：安泰科，中证鹏元整理

在总量控制背景下，供应限制使得钨资源供需矛盾仍持续凸显，2023年以来钨精矿价格震荡抬升，2024年5月增幅扩大，钨价上涨向下游传导会有时滞性，加之终端市场竞争加剧，中下游面临较大的成本控制压力

对于钨行业，中下游各产品的售价主要按照同期钨精矿市场价格换算为金属量，再加上相应的加工费来制定，因此各类钨品价格走势较为一致。2023年，在总量控制背景下，我国钨矿面临品位下降、成本提升等问题，海内外潜在钨精矿项目投产时间存在较大不确定性；同时下游光伏钨丝带动钨需求端有所增长，钨资源供需矛盾仍持续凸显，据安泰科数据显示，2023年国内黑钨精矿（65%WO₃）均价为11.96万元/吨，较2022年同期上涨5.11%；APT均价为17.91万元/吨，较2022年同期上涨3.28%。2024年以来，根据自然资源部发布的第一批钨矿开采总量控制指标62,000吨，同比增速-2%，为5年来首次配缩量缩减，国内供应总体仍偏紧；且国内钨矿山企业由于持续面临环保、人力等成本上涨压力，增产动力及增产空间不大，2024年5月，江西地区的钨精矿价格从12.7万元/吨跃升至14.8万元/吨，涨幅达16.54%。中证鹏元关注到，钨矿供给紧张背景下，全年供需缺口有望扩大，钨精矿、仲钨酸铵（APT）等钨品价格或仍将高位运行。

在上游钨精矿价格持续抬升下，中下游面临较大的成本控制压力。中游端，在钨精矿价格高位持续上涨的情况下，冶炼端的成本刚性增强，仲钨酸铵（APT）及粉末冶炼环节涨价速度及幅度不及原料端，价格倒挂问题仍凸显。下游端，由于加工周期、下游定价策略更复杂等，钨价上涨向下游传导会有时滞性，加之终端市场竞争加剧，钨价快速上涨一定程度上会挤压下游的盈利水平。

图4 2023年以来我国钨品价格呈震荡上升走势，2024年5月增幅扩大（单位：万元/吨）



资料来源：Wind、安泰科，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司收入主要集中于产业链中游的碳化钨粉等产品，利润空间易受原材料钨精矿价格挤压；跟踪期内钨工业原辅材料产品供给偏紧且价格持续增长，叠加终端需求景气度较低，公司各产品毛利率下滑，大部分产品的产能利用率均有所下降；2023年以来钨精矿货源偏紧局面未改，而同行业上市公司均针对上游原料端进行布局控制成本，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力

公司采用纵向一体化战略向产业链上下游发展，通过设立子公司、对外股权投资及募投项目投资等方式完善上下游产业链，系商务部批准的“钨品国营贸易出口资格企业”之一，形成了从钨精矿到硬质合金的产品体系；但受铁苍寨矿区钨精矿储量较低，安全生产和环保压力下停产时间较长，加上下游精密刀具市场拓展情况不及预期，跟踪期内，公司收入仍主要来自产业链下游加工的碳化钨粉、硬质合金等产品。受销量增加及成本推涨主要产品报价等因素影响，2023年公司营业收入同比增长7.48%。毛利率方面，受成本端钨工业原辅材料价格高位震荡影响，叠加终端需求景气度较低，公司各产品毛利率下滑，2023年销售毛利率同比下滑3.93个百分点，2024年1-3月销售毛利率进一步下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年 1-3月 | | | 2023年 | | | 2022年 | | |
|-----|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 金额 | 毛利率 | 占比 | 金额 | 毛利率 | 占比 | 金额 | 毛利率 | 占比 |
| 氧化钨 | 0.01 | 11.89% | 0.23% | 0.32 | 2.43% | 1.80% | 0.93 | 4.90% | 5.56% |

| | | | | | | | | | |
|-----------|-------------|--------------|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|----------------|
| 钨粉 | 0.12 | 3.40% | 2.68% | 0.99 | 1.58% | 5.50% | 0.84 | 6.00% | 5.00% |
| 碳化钨粉 | 3.46 | 3.71% | 74.87% | 13.21 | 5.79% | 73.41% | 11.85 | 8.17% | 70.78% |
| 合金粉 | 0.16 | 3.28% | 3.40% | 0.58 | 9.86% | 3.20% | 0.33 | 13.05% | 1.99% |
| 硬质合金 | 0.51 | 7.18% | 10.98% | 2.14 | 15.70% | 11.90% | 2.25 | 21.65% | 13.44% |
| 合金工具 | 0.08 | -24.94% | 1.68% | 0.22 | -49.98% | 1.20% | 0.26 | -16.33% | 1.56% |
| 其他 | 0.28 | 12.27% | 6.16% | 0.54 | 0.15% | 2.98% | 0.28 | 38.00% | 1.67% |
| 合计 | 4.62 | 4.14% | 100.00% | 17.99 | 5.97% | 100.00% | 16.74 | 9.91% | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司产品主要集中于产业链中下游的碳化钨粉、硬质合金等产品，利润空间易受原材料钨精矿价格挤压，2023年以来钨工业原辅材料价格高位运行，各产品毛利率下滑

销售方面，公司产销模式无明显变化，产品定价仍主要采取成本加成模式。从公司主要产品产销情况来看，根据生产工艺流程，公司产品中APT、氧化钨、钨粉主要用于下道工序的生产，部分用于销售，跟踪期内产销率仍较低，其中，2023年公司氧化钨销量下滑主要系订单量减少，自用增加所致。

碳化钨粉是公司主要对外销售的产品，少部分用于合金粉及硬质合金，随着订单增加，公司碳化钨粉销量有所上升。硬质合金为公司钨制品产业链的终端产品，全部对外出售，随着出口下滑，国内消费恢复不及预期背景下，终端消费疲弱，2023年硬质合金销量同比下滑5.28%。从产品销售均价来看，跟踪期内钨工业原辅材料价格持续高位运行，成本推涨主要产品报价，除合金工具、钨粉、合金粉外，2023年公司主要产品价格有所上涨。

此外，精密刀具业务主要由子公司广东翔鹭精密制造有限公司（以下简称“翔鹭精密”）负责运营，跟踪期内，刀具业务市场拓展不及预期，2023年翔鹭精密刀具业务亏损4,520.26万元，未来公司计划进行经营战略调整终止投入，逐步缩减退出精密刀具业务并适时出售相关生产设备。随着光伏切割的需求增长带动了钨丝产量的迅猛增长，公司研发生产的超细钨丝线于2023年投产并已于四季度向客户送样验证，2023年公司实现钨丝系列销售16.77吨。

客户方面，2023年公司客户体系变化不大，前五大客户中仍与韩国TAEGUTEC.LTD、韩国YG-1有限公司等保持了稳定的合作关系，前五大客户的销售金额占比维持在35%左右，变动不大。

但中证鹏元关注到，因原辅材料价格坚挺，钨后端市场需求预期总体承压，公司产品价格上涨滞后，导致公司盈利受到双重挤压，各产品毛利率已连续两年下滑。

表3 公司主要产品产销及销售均价情况（单位：吨、万元/吨）

| 项目 | 2023年 | | | 2022年 | | |
|------|----------|---------|-------|----------|--------|-------|
| | 销售量 | 产销率 | 销售均价 | 销售量 | 产销率 | 销售均价 |
| APT | 0.00 | 0.00% | - | 0.02 | 0.00% | 13.28 |
| 氧化钨 | 176.97 | 2.15% | 18.32 | 515.08 | 6.69% | 18.05 |
| 钨粉 | 426.53 | 6.41% | 23.20 | 354.29 | 6.15% | 23.63 |
| 碳化钨粉 | 5,610.63 | 86.06% | 23.54 | 5,090.07 | 86.84% | 23.27 |
| 合金粉 | 233.48 | 115.25% | 24.66 | 132.28 | 82.24% | 25.17 |
| 硬质合金 | 645.45 | 88.32% | 33.18 | 681.42 | 86.75% | 33.01 |
| 合金工具 | 127.72 | 58.88% | 16.89 | 101.91 | 67.56% | 25.56 |

资料来源：公司 2023 年年报及公司提供，中证鹏元整理

同行业上市公司自有矿山储量较高，具有一定原材料保障能力，公司钨矿资源储备不足，矿山间歇性停产整改，APT自给率不到50%，主要原材料均以外购为主，考虑到钨矿供给紧张基本面未改，钨精矿等原材料价格持续增长，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力及营运资金压力

原材料价格系影响公司成本最重要的因素，主营业务成本构成中直接材料占比超过60%。跟踪期内，公司外购原材料无变化，仍主要为钨精矿、APT等原材料及水、电和煤炭等能源产品。

公司生产所需的钨精矿仍主要通过外购获得，根据供应商报价以及三大网站（亚洲金属网、中华商务网、伦敦金属导报）的报价情况确定采购价格；对于APT，公司根据自产APT数量与所需APT的耗用量之间缺口进行补充采购。在环保、安全生产及全球能源紧张压力下，2023年钨市场整体供应偏紧、库存低位有效支撑了钨原材料价格上涨，钨精矿价格持续增长，公司主要原材料采购价格同市场价格变化趋势一致，2023年钨精矿及APT采购价格分别上涨4.55%、2.65%。考虑到钨矿供给紧张基本面未改，2024年1-3月公司主要原材料采购价格持续上升，公司仍面临较大的成本控制压力。

公司钨精矿和APT均在国内进行采购，2023年公司前五大供应商包括大余县福鑫矿业有限公司、中钨高新材料股份有限公司、洛阳鼎鸿贸易有限公司等，前五大供应商合计采购额占公司2023年采购总额的比例为64.75%，同比变动不大。公司与上游结算仍以“现款现货”或少量预付为主，随着上游原材料价格持续上升，公司存在较大的营运资金压力。

表4 公司主要原材料采购情况（单位：万元/吨、万元）

| 品种 | 2024年 1-3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|-----|------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|
| | 均价 | 金额 | 均价 | 金额 | 均价 | 金额 |
| 钨精矿 | 11.09 | 15,313.19 | 10.58 | 57,767.05 | 10.12 | 53,000.70 |
| APT | 16.21 | 23,097.19 | 15.88 | 90,054.72 | 15.47 | 72,543.95 |

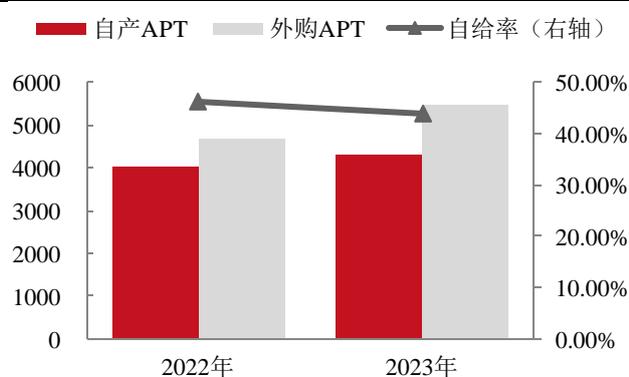
资料来源：公司提供

公司拥有一定APT自给能力，2023年公司为降低生产成本，加大了钨回收料的使用力度，APT产量

同比增长，但受消费量增加影响，自给率有所下滑。子公司江西翔鹭拥有铁苍寨矿区钨矿采矿权¹，面积5.96平方千米，但钨金属储量较低，且2023年矿山仍间歇性停产整改，矿石产量持续减少，基本难以满足自给需求。

中证鹏元关注到，多家同业上市公司在2023年年度报告中提出，通过推进在建矿山建设、加大所属矿权资源勘探、扩大废钨回收利用等方式，提高原材料保障能力。2023年厦门钨业自给率30%左右，中钨高新钨精矿自给率近80%，公司钨精矿自给率低，在钨精矿价格持续上涨的背景下，或加剧公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力。

图5 公司原材料自给情况（单位：吨）



资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

表5 截至 2023 年末同行业上市公司上游布局情况（单位：万吨）

| 公司名称 | 自有矿山 | 储量 |
|------|---|--------|
| 厦门钨业 | 宁化行洛坑钨矿、都昌阳储山钨钼矿、博白巨典油麻坡钨钼矿 | 36.77 |
| 章源钨业 | 淘锡坑钨矿、大余石雷钨矿、新安子钨锡矿等 | 9.46 |
| 中钨高新 | 中国五矿集团有限公司旗下钨产业的运营管理平台，受托管理钨矿集团旗下的钨资源储量 | 142.32 |
| 公司 | 铁苍寨矿区钨矿 | 0.51 |

注：（1）中钨高新数据为 2021 年末数据；（2）钨矿储量为折 WO₃ 金属量。

资料来源：各公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

受终端需求尚未修复影响，跟踪期内公司主要产品产量变动不大；“翔鹭转债”募投项目已完工，考虑到钨价上涨挤压硬质合金的盈利水平，未来募投项目产能消化及能否实现预期收益均存在较大不确定性；公司拟通过定增投产光伏钨丝，未来需持续关注公司钨丝系列产品市场竞争情况

跟踪期内，公司生产模式延续订单式生产，主要生产基地仍为潮州本部生产基地和江西翔鹭生产基地。2023年，公司处置部分老旧设备，氧化钨及钨粉年产能分别下滑至9,500.00万吨和8,500.00万吨；随着公司更新碳化钨粉设备，2023年碳化钨粉年产能增加至8,500.00吨，其他产品产能无变动。从产能利用率来看，受订单量增加及备货需求影响，2023年公司多个产品产能利用率均有所上升；公司硬质合金

¹根据公司 2019 年对铁苍寨矿山局部勘探工作报告，截止 2018 年 12 月 31 日，保有资源储量（122b+333）矿石量 43.36 万吨，WO₃ 金属量 5,103 吨；共生铜矿保有资源储量（122b+333）矿石量 19.31 万吨，铜金属量 2,546 吨；伴生铜矿保有资源储量（122b+333）矿石量 19.57 万吨，铜金属量 476 吨；伴生锡矿保有资源储量（122b+333）矿石量 38.88 万吨，锡金属量 1,108 吨；伴生钼矿保有资源储量（333）矿石量 43.36 万吨，钼金属量 35 吨；伴生银矿保有资源储量（333）矿石量 43.36 万吨，银金属量 19 吨。

工具市场拓展不及预期，产量有所下滑。

表6 公司主要产品产能情况（单位：吨）

| 项目 | 2023年 | | | 2022年 | | |
|------|----------|----------|--------|-----------|----------|--------|
| | 年产能 | 产量 | 产能利用率 | 年产能 | 产量 | 产能利用率 |
| APT | 5,000.00 | 4,299.59 | 85.99% | 5,000.00 | 4,008.85 | 80.18% |
| 氧化钨 | 9,500.00 | 8,224.71 | 86.58% | 10,000.00 | 7,704.65 | 77.05% |
| 钨粉 | 8,500.00 | 6,611.07 | 77.78% | 9,000.00 | 5,756.90 | 63.97% |
| 碳化钨粉 | 8,500.00 | 6,497.77 | 76.44% | 8,000.00 | 5,861.76 | 73.27% |
| 合金粉 | - | 202.58 | - | - | 160.85 | - |
| 硬质合金 | 1,100.00 | 724.06 | 65.82% | 1,100.00 | 785.51 | 71.41% |
| 合金工具 | 300.00 | 216.93 | 72.31% | 300.00 | 150.85 | 50.28% |

资料来源：公司2023年年报及公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，本期债券募投项目年产800t特种超硬质合金智能化生产项目已完工，但受终端市场需求不佳，公司市场拓展不利，叠加钨价快速上涨挤压硬质合金的盈利水平，目前该项目处于试运行阶段，未来公司拟根据市场情况安排产能投放。此前，公司IPO募投项目“特种硬质合金材料及高精密硬质合金工具智能制造项目”已经逐步投产，但受终端市场需求不佳，市场营销竞争加大影响，利润贡献不及预期。未来公司募投项目产能消化及能否实现预期收益均存在较大不确定性。

公司于2023年8月审议通过了《关于终止公司2022年度非公开发行A股股票事项的议案》等相关议案，同期，公告《2023年度向特定对象发行A股股票方案论证分析报告》。根据披露的相关公告，由于原募投项目“光伏用超细钨丝研发项目”已取得阶段性进展，公司拟通过向特定对象发行股票募集资金8.41亿元，拟投入“年产300亿米光伏用超细钨合金丝生产项目”。光伏用钨丝产品在强度、韧性以及加工效率上都较传统高碳钢丝有明显优势，目前尚处于逐步放量阶段，但考虑到目前光伏行业面临市场饱和和的压力，传统碳钢金刚线已呈现竞争加剧状态，未来需持续关注公司钨丝系列产品市场竞争情况。截至本评级报告出具日，公司定增计划尚未获得深圳证券交易所审核通过，具体完成时间具有较大不确定性，公司拟通过自筹资金陆续投入“年产300亿米光伏用超细钨合金丝生产项目”。

表7 截至2023年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

| 实施主体 | 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 投资进度 | 建设内容 |
|------|----------------------|-----------|----------|-------|----------------------|
| 翔鹭钨业 | 年产300亿米光伏用超细钨合金丝生产项目 | 51,515.56 | 1,796.90 | 3.49% | 年产300亿米光伏用超细钨合金丝生产能力 |

资料来源：公司提供，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广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公

司合并范围无变动。截至2024年3月末，公司纳入合并范围的子公司共8家，详见附录四。

资本实力与资产质量

因较大规模的存货跌价准备及资产减值，公司资产规模已连续两年下滑，经营亏损使得权益规模亦呈现持续下降态势

为应对疲弱的市场需求，公司放缓产能扩张进度，叠加较大规模的存货跌价准备及商誉减值，资产规模已连续两年收缩，2023年末公司总资产同比下滑5.00%；同时净亏损规模较大，对其所有者权益造成侵蚀，2023年末股东所有者权益同比下滑13.89%。综合影响下，2023年末公司产权比率有所抬升，2024年3月末进一步上升至167.35%，权益对负债的保障程度不佳。截至2024年3月末，公司所有者权益主要由股本、IPO募集资金溢缴金额产生资本公积及未分配利润构成。

图6 公司资本结构

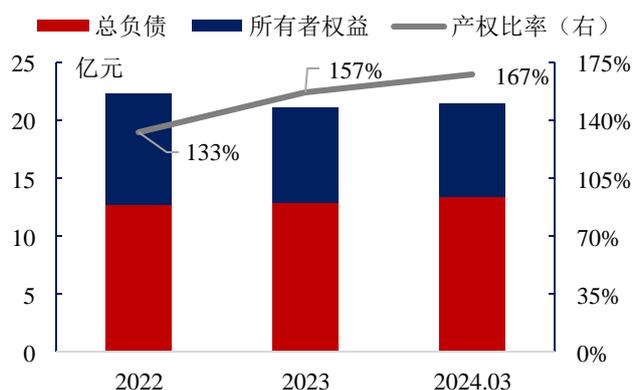
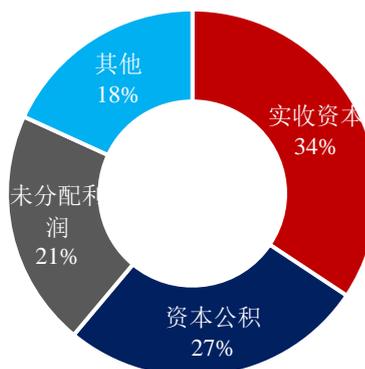


图7 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司资产结构以存货及应收款项构成的流动资产、产品生产所需机器设备和房屋建筑物形成的固定资产为主。2023年末公司货币资金同比下24.08%，主要系光伏钨丝项目投资较多所致。随着经营规模增长且与主要客户采用银行承兑汇票结算或给予一定信用期，公司应收款项（包括应收账款、应收票据及应收款项融资）规模较大，2023年应收款项周转天数有所下滑；从应收账款对象来看，2023年末公司前五大应收对象主要为业内知名企业，账龄在1年以内的款项占比95.79%；2023年末公司计提应收账款坏账准备1,353.00万元，计提比例为4.48%，主要系中小规模客户涉诉、未按协议付款或被吊销所致，需持续关注中小规模客户的坏账风险。2023年末应收款项融资余额为0.80亿元，同比有所下滑，均为银行承兑汇票。

存货主要由原材料、在产品、库存商品和半成品构成，随着钨精矿、APT等钨工业原辅材料价格高位震荡，公司减少原材料采购；叠加终端需求疲弱致新增订单不足，公司减少下游产品，2023年末公司存货规模同比下滑3.66%。2023年末公司对存货计提较大规模减值准备，合计2,078.28万元，一是子公司

翔鹭精密刀具业务经营不及预期，产能利用率低，公司对刀具存货等计提减值准备；二是矿山间歇性停产整改，单位产品承担的折旧费用等固定成本高于销售单价，公司对矿石等部分产品计提存货跌价准备。

非流动资产方面，因公司处置报废部分老旧资产，并对刀具设备计提减值，2023年末固定资产账面价值有所下滑。无形资产主要为土地使用权和采矿权，近年来账面价值持续下滑主要系计提折旧所致。公司商誉系收购江西翔鹭等形成的商誉，因江西翔鹭2023年产品毛利率降低，净利润不及预期，公司对相关商誉计提减值准备，金额为2,521.73万元。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 1.32 | 6.16% | 1.15 | 5.42% | 1.51 | 6.78% |
| 应收账款 | 3.02 | 14.03% | 2.88 | 13.63% | 2.64 | 11.86% |
| 应收款项融资 | 1.02 | 4.75% | 0.80 | 3.80% | 1.23 | 5.52% |
| 存货 | 7.11 | 33.08% | 7.10 | 33.58% | 7.37 | 33.11% |
| 流动资产合计 | 12.84 | 59.73% | 12.29 | 58.13% | 12.89 | 57.89% |
| 固定资产 | 6.82 | 31.72% | 6.86 | 32.43% | 7.29 | 32.74% |
| 无形资产 | 1.09 | 5.08% | 1.10 | 5.20% | 1.13 | 5.09% |
| 商誉 | 0.04 | 0.17% | 0.04 | 0.17% | 0.29 | 1.29% |
| 非流动资产合计 | 8.65 | 40.27% | 8.86 | 41.87% | 9.38 | 42.11% |
| 资产总计 | 21.49 | 100.00% | 21.15 | 100.00% | 22.26 | 100.00% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2023年末，公司受限资产账面价值合计3.08亿元，占同期末总资产的比重为14.57%，需关注公司优质资产抵押受限对公司新增融资的影响。

表9 公司资产受限情况（单位：亿元）

| 项目 | 受限账面价值 | 受限比例 | 占总资产比重 | 受限原因 |
|-----------|-------------|----------|---------------|---------------------|
| 货币资金 | 0.77 | 67.46% | 3.65% | 为公司银行承兑汇票和信用证设置质押担保 |
| 固定资产 | 1.78 | 25.93% | 8.41% | 借款抵押担保 |
| 无形资产 | 0.53 | 48.23% | 2.51% | 借款抵押担保 |
| 总计 | 3.08 | - | 14.57% | - |

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内因原材料价格上涨挤压盈利，大额存货及商誉减值侵蚀公司利润，公司多项盈利指标已连续两年下滑；2024年以来，钨精矿价格仍阶段性走高，公司仍面临较大的成本控制压力

2023年钨工业成本端价格持续上涨对中下游产品价格形成支撑，公司主要产品价格有所上涨，带动营业收入同比增长7.48%；但同期，因市场需求疲软导致产能利用率不足、停工损失，叠加原材料价格上涨背景下，后端产品价格上涨滞后，2023年公司毛利率下降3.93个百分点至5.97%。2024年1-3月，钨精矿价格仍阶段性走高，公司毛利率进一步下降至4.14%。

利润构成方面，因刀具业务产能利用率低、矿山间歇性停产整改，2023年公司刀具业务和钨精矿生产毛利率为负，公司对存货计提大额减值准备，叠加控股江西翔鹭盈利情况不及预期，公司对相关商誉计提了减值准备，2023年公司合计计提资产减值损失4,974.30万元，同比大幅增加99.73%，资产减值对利润形成较大侵蚀。综合上述因素影响，公司多项盈利指标已连续两年下滑，2023年营业利润、利润总额及归属于上市公司股东的净利润分别下滑为-1.20亿元、-1.32亿元和-1.29亿元；EBITDA利润率和总资产回报率下探，分别下降至3.89%及-3.37%。

表10 公司主要子公司 2023 年经营情况（单位：万元）

| 名称 | 主要业务 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 营业利润 | 净利润 |
|--------|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 江西翔鹭 | 加工、销售钨精矿、钨制品；研发、生产、销售硬质合金、硬质合金工业刀具、通用机械设备及配件、磨具、磨料；自营和代理一般货物及技术进出口业务。 | 69,437.24 | 34,007.17 | 53,234.93 | -3,767.91 | -3,889.72 |
| 广东翔鹭精密 | 硬质合金精密切削刀具产品研究、开发、销售及提供相关技术服务。 | 11,078.34 | -896.80 | 2,622.74 | -3,743.64 | -4,520.26 |

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

和同行业上市公司对比，公司毛利率表现弱，一方面，其他头部上市公司原材料自给率较高；另一方面，钨产业链中上游钨矿采选和下游高端硬质合金（特别是高精度、高性能刀具）利润水平高，相较于其他上市公司，公司产品集中于附加值较低的环节，相对单一。中证鹏元关注到，钨精矿供给有限背景下，公司成本控制存在较大压力，市场需求亦未见到明显好转，公司盈利能力指标仍有较大的压力。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）

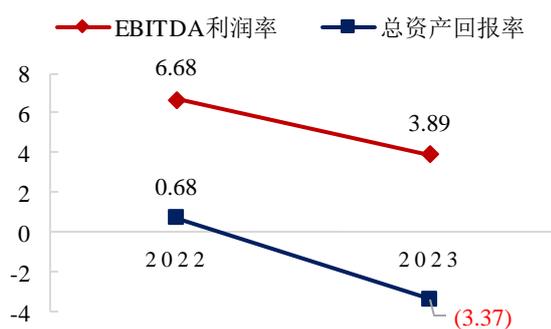


表11 公司毛利率与同行业上市公司综合毛利率对比（单位：%）

| 公司简称 | 2024 年 1-3 月 | 2023 年 |
|------|--------------|--------|
| 厦门钨业 | 16.69 | 16.52 |
| 中钨高新 | 14.16 | 16.87 |
| 章源钨业 | 16.26 | 15.03 |
| 平均值 | 12.81 | 13.60 |
| 翔鹭钨业 | 4.14 | 5.97 |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司经营活动现金流流入规模较小，经营获现能力的弱化和投资需求的增加进一步推高公司对外融资需求，短期借款规模有所扩大；公司货币资金无法有效覆盖短期债务，短期偿债压力较大，各项偿债指标表现偏弱；考虑到2024年以来原料价格持续抬升，公司经营活动现金流仍将承压

随着经营规模扩大及光伏钨丝产能扩张需求，在有息债务推动下，跟踪期内公司总负债规模持续增加。2023年，随着公司以票据背书方式结算的采购金额增加，公司应付票据账面价值有所下滑。由于公司对供应商多为现款现结模式，而销售端主要客户回款周期较长，采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求。叠加光伏钨丝产能扩张带来的资金需求提升，跟踪期内公司短期借款规模持续扩大，截至2024年3月末，公司总债务规模为12.25亿元，较2022年末增长3.01%。

从融资渠道来看，以抵押借款和保证借款为主的银行借款是公司最主要的融资渠道，近年来维持较大规模，授信方主要有中国银行、农业银行等大型国有银行，及兴业银行、招商银行、浦发银行和民生银行等。债券融资为本期债券，2024年3月末账面余额为3.02亿元。从期限结构来看，2024年3月末1年以内占比达60.18%，短期债务占比较高。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 5.75 | 42.75% | 4.76 | 36.84% | 3.99 | 31.42% |
| 应付票据 | 1.94 | 14.39% | 2.28 | 17.62% | 2.78 | 21.87% |
| 应付账款 | 0.92 | 6.81% | 0.70 | 5.38% | 0.42 | 3.32% |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.41 | 3.05% | 0.82 | 6.38% | 1.02 | 8.05% |
| 流动负债合计 | 9.20 | 68.38% | 8.74 | 67.71% | 8.49 | 66.87% |
| 长期借款 | 1.13 | 8.39% | 1.08 | 8.35% | 1.26 | 9.91% |
| 应付债券 | 3.02 | 22.45% | 2.98 | 23.08% | 2.82 | 22.18% |
| 非流动负债合计 | 4.25 | 31.62% | 4.17 | 32.29% | 4.21 | 33.13% |
| 负债合计 | 13.45 | 100.00% | 12.91 | 100.00% | 12.70 | 100.00% |
| 总债务合计 | 12.25 | 91.02% | 11.94 | 92.45% | 11.89 | 93.61% |
| 其中：短期债务 | 8.10 | 60.18% | 7.88 | 61.02% | 7.81 | 61.50% |
| 长期债务 | 4.15 | 30.84% | 4.06 | 31.43% | 4.08 | 32.11% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，随着票据流转增加，2023年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下滑。受购建钨丝生产设备支付的现金增加，2023年投资活动现金净流出敞口持续扩大。经营获现能力的弱化和投资需求的增加进一步推高公司对外融资需求，公司筹资活动现金流入规模同比增长18.51%，同时到期债务规模亦较大，筹资活动现金流持续净流出。中证鹏元关注到，2024年以来原料价格持续抬升，市场信心弱及终端消费修复不达预期，公司经营活动现金流仍将承压，需持续关注公司营运资金压力。

随着新增较多短期借款，跟踪期内公司资产负债率上升，2024年3月末为62.60%。随着公司综合毛利率下滑，EBITDA及FFO均表现不佳，经营利润指标对净债务的保障程度持续弱化，EBITDA对利息的保障能力亦有所下降。

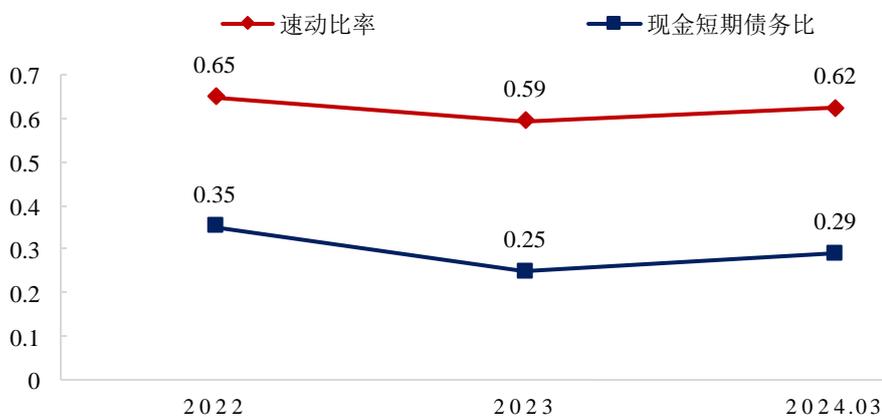
表13 公司现金流及杠杆状况指标

| 项目 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 |
|--------------------|---------|--------|--------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 3.43 | 12.95 | 14.76 |
| 经营活动现金流净额（亿元） | 0.05 | 0.50 | 0.59 |
| 投资活动现金流净额（亿元） | -0.08 | -0.70 | -0.46 |
| 筹资活动现金流净额（亿元） | 0.30 | -0.08 | -0.91 |
| FFO（亿元） | - | -0.21 | 0.35 |
| 资产负债率 | 62.60% | 61.06% | 57.04% |
| 净债务/EBITDA | - | 15.00 | 8.59 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 1.19 | 1.99 |
| 总债务/总资本 | 60.37% | 59.17% | 55.37% |
| FFO/净债务 | - | -1.97% | 3.61% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 0.54% | 4.74% | 6.13% |
| 自由现金流/净债务 | -1.04% | -2.14% | 1.30% |

注：2023年公司FFO为负；2023年-2024年3月自由现金流/净债务为负，主要系公司自由现金流下降为负所致。
 资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2023年受公司短期债务增加及货币资金下滑影响，现金短期债务比下滑至0.25，公司存在较大的短期偿债压力。截至2024年3月末，公司合计获得银行授信额度12.19亿元，剩余可使用授信额度3.40亿元，具有一定备用流动性；同时，公司作为A股上市公司，公司具备直接融资渠道。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024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

公司面临一定的环保生产风险，跟踪期内因信息披露数据异常、未及时披露信息收到深交所监管函

环保方面，钨冶炼行业以及公司生产经营可能造成废水、废气以及噪声污染，根据公司提供的说明，公司已安装投入了有效的三废处理设施，使三废均能达标排放，并通过了国家有关环保部门的检查。

社会方面，根据公司提供的说明，公司员工激励机制、培养体系健全；近一年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，在信息披露方面，根据公司于 2023 年 12 月披露的《深圳证券交易所关于对广东翔鹭钨业股份有限公司的监管函》（公司部问询函〔2023〕第 188 号），公司因未及时披露担保进展情况、跨期确认收入收到深圳证券交易所监管函。根据公司于 2024 年 4 月披露的《深圳证券交易所关于对广东翔鹭钨业股份有限公司的监管函》（公司部问询函〔2024〕第 71 号），公司未在预计触发转股价格修正条件的 5 个交易日前及时披露提示性公告，未在触发转股价格修正条件时履行相应审议程序和信息披露义务收到深圳证券交易所监管函。

根据公司 2024 年 6 月披露的《关于董事会换届选举的公告》，鉴于公司第四届董事任期已临近届满，经公司董事会提名委员会资格审查，公司董事会同意提名陈启丰先生、陈伟东先生、陈伟儿女士、戴湘平先生为公司第五届董事会非独立董事候选人，提名黄伟坤先生、刘良先先生、张立女士为公司第五届董事会独立董事候选人；周伟平先生不再担任非独立董事职务，廖俊雄先生、肖连生先生和高再荣先生不再担任公司独立董事职务；公司董事会成员 7 名，变更 4 名，董事变动超过三分之一。根据公司 2024 年 6 月披露的《关于监事会换届选举的公告》，经公司监事会审核，同意提名蔡天杰先生、甘桂清女士为公司第五届监事会股东代表监事候选人，经股东大会选举通过后与公司职工大会选举的职工代表监事共同组成；姚明钦先生、付胜先生和卢勇甘先生不再担任公司监事职务。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2024 年 6 月 12 日）、江西翔鹭（报告查询日：2024 年 6 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；公司公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、债券偿还保障分析

公司实际控制人为“翔鹭转债”提供股票质押担保和保证担保，仍可一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性

根据公司实际控制人陈启丰签署的担保函，陈启丰对“翔鹭转债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证；担保范围为“翔鹭转债”的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用；担保期间为公司按照约定支付“翔鹭转债”的利息及兑付“翔鹭转债”的本金之日起两年，如“翔鹭转债”利息及本金的支付义务为分期履行，则对每期债务而言，保证期间均为自每期债务履行期限届满之

日起至最后一期债务履行期限届满之日起两年。

根据公司实际控制人陈启丰与“翔鹭转债”保荐机构签署的《广东翔鹭钨业股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），出质人陈启丰以其持有的部分公司普通股股份出质给质权人（即“翔鹭转债”全体持有人），为“翔鹭转债”提供质押担保。质押担保的主债权为公司本次发行的总额3.02亿元的可转债金额（以下简称“主债权”）。质押担保的范围包括主债权的本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用（包括但不限于诉讼费或仲裁费、律师费、评估费、拍卖费等）。出质人为主债权提供担保的期限：自股份质押合同下的登记之日起至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。2019年9月19日，上述股权质押已经在中国证券登记结算有限责任公司完成质押登记，质押股数为30,012,161股，截至2024年6月中旬，质押股数仍为30,012,161股。

质押财产价值发生变化后的安排如下：在质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于“翔鹭转债”尚未偿还本息总额的130%，质权人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与“翔鹭转债”尚未偿还本息总额的比例高于150%，追加的资产限于翔鹭钨业人民币普通股，追加股份的单位价值为连续30个交易日内翔鹭钨业股票收盘价的均价。在出现上述须追加质押物情形时，出质人应追加提供相应数额的翔鹭钨业人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值符合上述规定。截至2024年6月7日，公司近30个交易日股票收盘价最低为5.15元/股，最高为6.79元/股，对应质押股票市场价值分别为1.55亿元和2.04亿元，对“翔鹭转债”未偿还本息的覆盖率分别为50.25%和67.57%，已触发质押合同的补充质押条款。截至2024年6月11日，出质人陈启丰剩余可质押股票数量为21,824,239股，需关注后续补充质押情况。

整体来看，公司实际控制人为“翔鹭转债”提供股票质押和保证担保，仍可一定程度上保障“翔鹭转债”的安全性，但需关注实际控制人后续补充质押情况。

九、结论

公司主要从事钨制品的开发、生产与销售，主要产品包括各种规格的氧化钨、钨粉、碳化钨粉、钨合金粉及硬质合金等，主力产品碳化钨粉依托技术水平形成较好的竞争优势。但公司产品集中于产业链中下游的碳化钨粉、硬质合金等产品，跟踪期内因原材料价格上涨挤压盈利，大额存货及商誉减值侵蚀公司利润，公司多项盈利指标已连续两年下滑，同时净亏损规模较大，对其所有者权益造成侵蚀。公司采购端与销售端账期不匹配，推高营运资金需求，跟踪期内公司债务规模有所增长，短期偿债压力较大，考虑到2024年钨矿供给紧张基本面未改，钨精矿等原材料价格持续增长，需持续关注公司营运资金压力。受近年市场各方面不确定性因素的影响，“翔鹭转债”募投项目产能能否顺利消化并实现预期收益具有

不确定性。此外，跟踪期内公司因信息披露数据异常、未及时披露信息收到深交所监管函。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A-，维持评级展望为稳定，下调“翔鹭转债”的信用等级为A-。

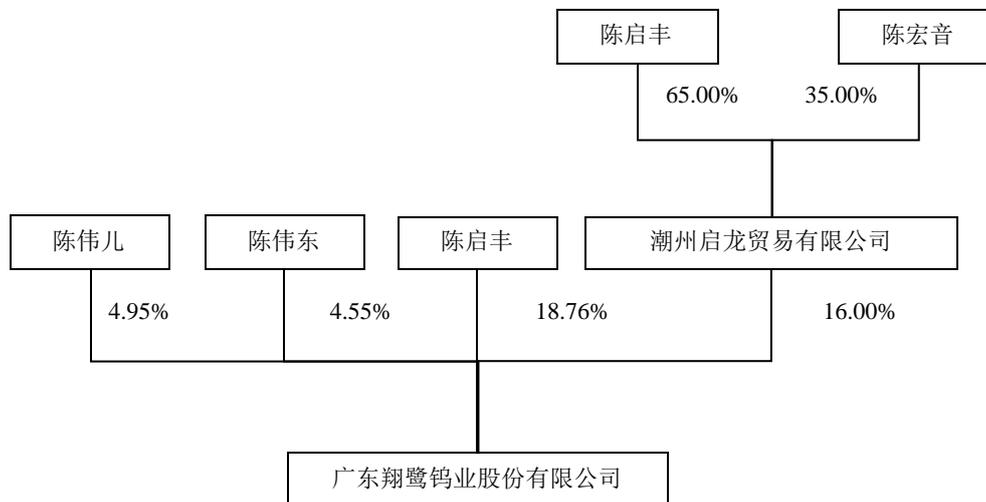
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1.32 | 1.15 | 1.51 | 2.44 |
| 应收账款 | 3.02 | 2.88 | 2.64 | 1.94 |
| 应收款项融资 | 1.02 | 0.80 | 1.23 | 1.24 |
| 存货 | 7.11 | 7.10 | 7.37 | 7.68 |
| 其他流动资产 | 0.16 | 0.24 | 0.04 | 0.77 |
| 流动资产合计 | 12.84 | 12.29 | 12.89 | 14.31 |
| 固定资产 | 6.82 | 6.86 | 7.29 | 7.21 |
| 在建工程 | 0.11 | 0.22 | 0.16 | 0.55 |
| 无形资产 | 1.09 | 1.10 | 1.13 | 1.16 |
| 非流动资产合计 | 8.65 | 8.86 | 9.38 | 9.95 |
| 资产总计 | 21.49 | 21.15 | 22.26 | 24.25 |
| 短期借款 | 5.75 | 4.76 | 3.99 | 3.86 |
| 应付票据 | 1.94 | 2.28 | 2.78 | 3.79 |
| 应付账款 | 0.92 | 0.70 | 0.42 | 0.68 |
| 其他应付款 | 0.08 | 0.08 | 0.15 | 0.26 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.41 | 0.82 | 1.02 | 0.40 |
| 流动负债合计 | 9.20 | 8.74 | 8.49 | 9.13 |
| 长期借款 | 1.13 | 1.08 | 1.26 | 2.27 |
| 应付债券 | 3.02 | 2.98 | 2.82 | 2.65 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 4.25 | 4.17 | 4.21 | 4.99 |
| 负债合计 | 13.45 | 12.91 | 12.70 | 14.13 |
| 所有者权益 | 8.04 | 8.24 | 9.57 | 10.12 |
| 营业收入 | 4.62 | 17.99 | 16.74 | 15.24 |
| 营业利润 | -0.21 | -1.20 | -0.38 | 0.22 |
| 净利润 | -0.21 | -1.29 | -0.41 | 0.25 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.05 | 0.50 | 0.59 | 0.31 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.08 | -0.70 | -0.46 | 0.32 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.30 | -0.08 | -0.91 | -0.52 |
| 财务指标 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
| EBITDA（亿元） | - | 0.70 | 1.12 | 1.44 |
| FFO（亿元） | -- | -0.21 | 0.35 | 0.80 |
| 净债务（亿元） | 10.04 | 10.51 | 9.61 | 9.72 |
| 销售毛利率 | 4.14% | 5.97% | 9.91% | 12.84% |
| EBITDA 利润率 | -- | 3.89% | 6.68% | 9.46% |
| 总资产回报率 | -- | -3.37% | 0.68% | 2.68% |

| | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 62.60% | 61.06% | 57.04% | 58.26% |
| 净债务/EBITDA | -- | 15.00 | 8.59 | 6.74 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 1.19 | 1.99 | 3.11 |
| 总债务/总资本 | 60.37% | 59.17% | 55.37% | 56.18% |
| FFO/净债务 | -- | -1.97% | 3.61% | 8.20% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 0.54% | 4.74% | 6.13% | 3.20% |
| 自由现金流/净债务 | -1.04% | -2.14% | 1.30% | -3.13% |
| 速动比率 | 0.62 | 0.59 | 0.65 | 0.73 |
| 现金短期债务比 | 0.29 | 0.25 | 0.35 | 0.46 |

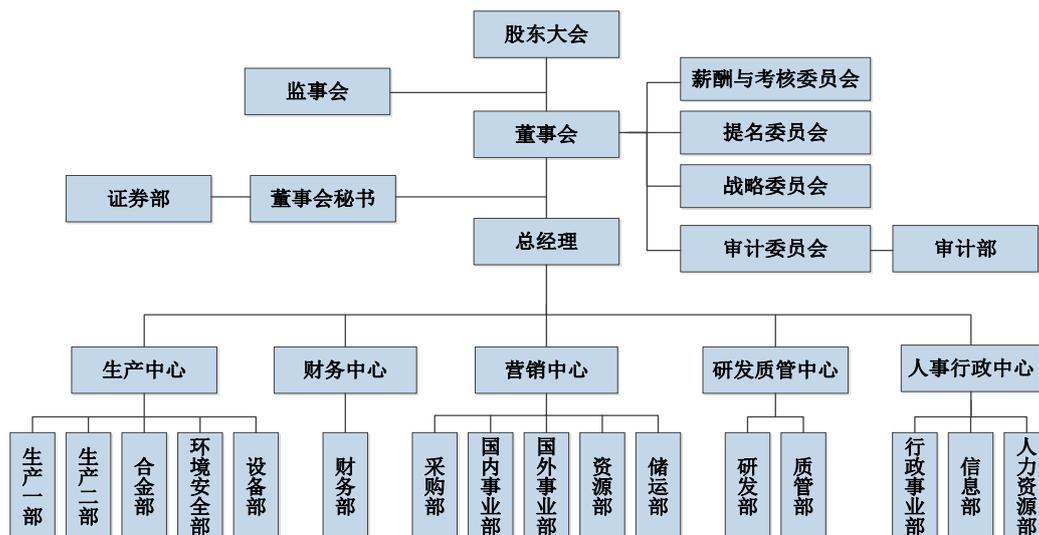
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 子公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | | 业务性质 | 取得方式 |
|---------------|-----------|---------|---------|------------|-------------|
| | | 直接 | 间接 | | |
| 广东翔鹭精密制造有限公司 | 10,534.50 | 100.00% | - | 科学研究和技术服务业 | 投资设立 |
| 江西翔鹭精密制造有限公司 | 20,000.00 | - | 100.00% | 制造业 | 投资设立 |
| 东莞市翔鹭精密工具有限公司 | 3,000.00 | - | 100.00% | 批发和零售业 | 非同一控制下的企业合并 |
| 江西翔鹭钨业有限公司 | 40,000.00 | 100.00% | - | 制造业 | 非同一控制下的企业合并 |
| 大余隆鑫泰金属材料有限公司 | 500.00 | - | 100.00% | 制造业 | 非同一控制下的企业合并 |
| 大余隆鑫泰矿业有限公司 | 6,300.24 | - | 100.00% | 采矿业 | 非同一控制下的企业合并 |
| 大余县新城海德材料有限公司 | 1,000.00 | - | 100.00% | 制造业 | 非同一控制下的企业合并 |
| 广东翔鹭新材料有限公司 | 10,000.00 | 100.00% | - | 制造业 | 投资设立 |

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

| 符号 | 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。 |