

广东翔鹭钨业股份有限公司

**2019 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告**



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。

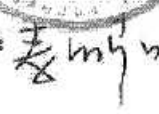
本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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： 



中证鹏元资信评估股份有限公司

CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道7008号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com



报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【331】号 01

分析师

姓名：
钟继鑫 王一峰
电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjix@cspengyuan.co
m

评级日期：
2019 年 06 月 21 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
有色金属冶炼企业主体
长期信用评级方法，该
评级方法已披露于公司
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

广东翔鹭钨业股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行规模：不超过 30,192.23 万元

债券期限：6 年

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：实际控制人连带责任担保
及其股票质押

债券偿还方式：对未转股债券每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

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”，股票代码为 002842）本次拟公开发行总额不超过 30,192.23 万元的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司通过收购江西翔鹭钨业有限公司（以下简称“江西翔鹭”）和增加硬质合金项目投入，完善上下游产业链，利于提升抵御风险能力；公司营业收入和利润水平保持较快增长；公司资本实力不断增强。同时中证鹏元也关注到公司盈利易受钨精矿等原材料价格影响；公司订单对单一客户存在一定依赖；公司有息债务增长较快，偿债压力较大；本期债券募投项目及 IPO 项目能否达到预期具有不确定性等风险因素。

正面：

- 公司通过收购江西翔鹭和增加硬质合金项目投入，完善上下游产业链，利于提升抵御风险能力。公司是获得商务部公布的 2018-2019 年具有钨品直接出口的 14 家企业之一，主要产品以氧化钨、碳化钨粉等产品为主。2017 年 9 月，公司完成了对江西翔鹭 51% 股权收购，大幅提升了公司 APT、碳化钨粉产能，并取得铁苍寨矿区钨矿采矿权，开采矿种为钨锡铜矿，弥补了公司上游的空白；2017 年 10 月，公司投资设立广东翔鹭精密制造有限公司（以下简称“翔鹭精密制造”）并新增

硬质合金相关项目以此介入钨制品下游市场，完善上下游产业链，提升抗风险能力。

- **公司营业收入和利润水平保持较快增长。**在钨精矿等下游原材料价格回暖和江西翔鹭并表的带动下，2018 年公司营业收入和利润总额分别为 167,515.52 万元和 13,420.25 万元，近三年复合增长率分别为 53.09%和 42.78%。
- **公司资本实力不断增强。**2017 年 1 月，公司首次公开发行股份募集资金 28,550.00 万元，并受益于利润规模的增长，公司净资产规模由 2016 年末的 46,582.66 万元增长至 2019 年 3 月末的 91,268.42 万元，资产规模大幅增长，资本实力增强。

关注：

- **公司盈利易受钨精矿等原材料价格影响。**公司产品以氧化钨、钨粉、碳化钨粉等粗加工产品为主，盈利空间易受原材料钨精矿价格变动的挤压，2016-2018 年，公司综合毛利率为 16.22%、15.33%和 15.50%。
- **公司订单对单一客户存在一定依赖。**公司境外业务收入主要来源于韩国 TAEGUTEC.LTD，2016-2018 年该公司对该客户的销售收入占同期境外收入的 60%以上，占公司营业收入比例在 16%以上，对单一客户存在一定依赖。此外，公司境外客户采用美元进行结算，易受汇率波动影响，存在一定的汇率风险。
- **公司有息债务增长较快，偿债压力较大。**近年公司对外融资规模快速增长，截至 2019 年 3 月末，公司有息债务为 93,160.45 万元，较 2016 年末增长 340.46%，以短期负债为主；资产负债率也由 2016 年末的 36.72%上升至 2019 年 3 月末的 53.69%。整体来看，公司偿债压力较大。
- **本期债券募投项目及 IPO 项目产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性。**近年公司积极延展钨制品产业链上下游行业，本期债券募投项目和 IPO 项目均集中于特种硬质合金和精密工具领域，待该些项目完工后将大幅增加相关产品产能，但考虑到硬质合金及精密工具尚处于拓展阶段，未来产能能否顺利消化并实现预期收益具有不确定性。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	197,072.08	200,235.40	151,915.85	73,610.22
归属于母公司所有者权益	87,675.17	85,123.45	77,263.36	46,582.66
有息债务	93,160.45	90,735.00	52,652.30	21,150.50
资产负债率	53.69%	52.16%	43.23%	36.72%
流动比率	1.12	1.24	1.54	2.22
速动比率	0.71	0.73	0.88	1.47
营业收入	42,444.30	167,515.52	97,582.42	71,475.43
营业利润	2,958.12	13,536.59	7,472.94	6,138.27
净利润	2,522.16	11,710.15	6,899.45	5,711.19
综合毛利率	14.86%	15.50%	15.33%	16.22%
总资产回报率	-	9.03%	7.50%	9.91%
EBITDA	-	19,595.31	10,133.72	8,279.01
EBITDA 利息保障倍数	-	7.90	13.18	19.08
经营活动现金流净额	-7,166.32	23,343.13	-9,802.35	8,502.26

注：2016年数据为2017年审计报告期初数。

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为潮州翔鹭钨业有限公司（以下简称“潮州翔鹭”），由潮安县开达矿产品加工厂、福州金达有色金属贸易公司与福建省厦门钨品厂工会委员会于1997年4月出资设立，初始注册资本1,200万元；2012年6月，公司整体变更为股份有限公司，以2012年5月末潮州翔鹭经审计的部分净资产折股，股份总额为7,500万股。

2016年12月经中国证券监督管理委员会批准（证监许可[2016]3106号文），公司向社会公众公开发行普通股2,500万股，募集资金28,550万元，发行后公司注册资本变更为10,000万元，股票代码002842，股票简称“翔鹭钨业”，于2017年1月上市，上市后公司整体资本实力得到增强，且融资渠道有所拓宽，有利于长远发展。2018年4月23日，公司2018年第二届董事会第四次临时会议决议，以截至2017年末公司总股本10,000万股为基数进行资本公积金转增股本，向全体股东每10股转增7股，共计转增7,000万股，转增后公司总股本增加至17,000万元。

截至2019年3月末，公司实际控制人陈启丰持有公司41.07%的股份，其中：直接持有公司18.88%股份，与其子女陈伟东、陈伟儿合计持有潮州市众达投资有限公司（以下简称“众达投资”）100%股份，通过众达投资持有公司19.45%股份；陈启丰、陈宏音夫妇合计持有潮州启龙贸易有限公司（以下简称“启龙贸易”）100%股份，通过启龙贸易持有公司18.88%股份。截至2019年3月末，公司前十大股东情况如表1所示。

表1 截至2019年3月末公司前10大股东情况（单位：股）

序号	股东名称	持股数量	持股比例	质押数量
1	潮州市众达投资有限公司	33,379,500	19.45%	13,948,000
2	陈启丰	32,397,750	18.88%	-
3	潮州启龙贸易有限公司	32,397,750	18.88%	32,393,000
4	潮州市永宣陶瓷科技有限公司	3,825,000	2.23%	1,620,000
5	珠海市奥创丰投资合伙企业(有限合伙)	3,560,613	2.07%	-
6	余周鹏	2,550,000	1.49%	-
7	全国社保基金一零九组合	2,000,010	1.17%	-
8	中国银行股份有限公司-易方达资源行业混合型证券投资基金	1,926,249	1.12%	-
9	弘远	1,185,000	0.69%	-
10	何茂勋	1,131,355	0.66%	-
合计		114,353,227	66.63%	47,961,000

资料来源：2019年一季度报告，中证鹏元整理

公司主要从事钨制品的研发、设计、生产、销售及相应的专业服务。截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司如表2所示。

表2 截至2018年12月末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例		业务性质
		直接	间接	
广东翔鹭精密制造有限公司	10,000.00	80.00%	-	科学研究和技术服务业
东莞市翔鹭精密工具有限公司	3,000.00	-	80.00%	批发和零售业
常州市翔鹭工具有限公司	2,000.00	-	80.00%	制造业
江西翔鹭钨业有限公司*	40,000.00	73.19%	-	制造业
大余隆鑫泰金属材料有限公司	500.00	-	73.19%	制造业
大余隆鑫泰矿业有限公司	6,300.24	-	73.19%	采矿业
大余县新城海德材料有限公司	1,000.00	-	73.19%	制造业

注：江西翔鹭钨业有限公司原名为大余隆鑫泰钨业有限公司，公司名称于2018年11月19日变更。
资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：广东翔鹭钨业股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币30,192.23万元；

债券期限和利率：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日；

转股期限：自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格的确定及调整：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：本期债券存续期间，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80%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。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；

赎回条款：债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎



回价格由股东大会授权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。在转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权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换公司债券：（1）公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%；（2）本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3,000万元时；

回售条款：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若公司本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利；

向原股东配售的安排：本期债券给予原股东优先配售权，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会根据市场情况确定，并在本期债券按的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。

增信措施：本期债券由公司实际控制人陈启丰先生将其合法拥有的翔鹭铝业股票作为质押资产进行质押担保和陈启丰先生为本期债券提供的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过30,192.23万元，其中15,192.23万元用于年产800吨特种超硬合金智能化生产项目，15,000.00万元用于年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目，资金投向明细如表3所示。

表 3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产 800t 特种超硬合金智能化生产项目	17,364.99	15,192.23	87.49%
年产 600 万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目	19,473.50	15,000.00	77.03%
合计	36,838.48	30,192.23	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）年产800t特种超硬合金智能化生产项目

1、项目概况

年产800t特种超硬合金智能化生产项目（以下简称“产业化项目”）建设所在地位于广东省潮州市凤泉湖高新技术产业开发区，项目建设内容为生产车间、办公大楼及员工宿舍等，同时引进全自动压力机（带机械手）、全自动钨钢切断机、湿法立式搅拌球磨机现代化智能生产设备与系统，形成33,053.15平方米的硬质合金生产制造基地。本项目达产后将形成年产800吨硬质合金的生产能力。

2、项目批复情况

项目已在凤泉湖高新区委员会备案并取得环评批复（潮环建[2018]42号）。

3、项目投资及完工进度

该项目总投资为17,364.99万元，其中建设投资15,192.23万元，包含土建工程费5,462.97万元和设备购置费9,729.26万元；预备费759.61万元，铺底流动资金投资1,413.14万元。截至2019年5月末，该项目尚未动工。

4、项目经济效益

根据《广东翔鹭钨业股份有限公司年产800t特种硬质合金产业化项目可行性研究报告》，项目建设期30个月，建设期后第1年为工程设计建筑期及设备安装调试期，预计无产能；第2年受招工、职工培训、试生产、市场渗透等因素的影响，后续产能将逐步释放；硬质合金价格主要参考2015年、2016年及2017年公司销售水平以及亚洲金属网所公布的硬质合金相关市场价格等，按照44.00万元/吨计算；项目在债券存续期内预计可实现总收入159,216.00万元。根据《广东翔鹭钨业股份有限公司年产800t特种硬质合金产业化项目可行性研究报告》测算，税后项目投资财务内部收益率为22.23%，投资回收期（税后，不含建设期）为4.40年。

（二）年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目

1、项目概况

年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目（以下简称“切削工具项目”）建设地位于广东省潮州市凤泉湖高新技术产业开发区，主要建设精密切削工具生产线，具体包含生产车间、办公区及休闲区域的建造及装修，设备的购置、安装、调试及人员的招聘培训。项目建设面积9,000.00平米，达产后精密切削工具的产能为600万支，具体包括460万支铣削工具（小）、70万只铣削工具（中）、20万只铣削工具（大）、35万只孔加工工具（小）、10万只孔加工工具（中）和5万只孔加工工具（大）。

2、项目批复情况

项目已在凤泉湖高新区委员会备案并取得环评批复（潮环建[2018]44号）。

3、项目投资及完工进度

该项目总投资19,473.50万元，其中场地投资607.12万元（含场地租赁费177.12万元，场地装修费430.00万元）、设备投资费用15,572.47万元、预备费808.98万元、铺底流动资金投资2,484.93万元。截至2019年5月末，该项目尚未动工。

4、项目经济效益

根据《广东翔鹭钨业股份有限公司年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目可行性研究报告》，项目建设期24个月，建设期后受招工、职工培训、试生产、市场渗透等因素的影响，后续产能将逐步释放；各产品直销和经销价格综合考虑市场、销售方、产品品质、销售量等多重因素，项目在债券存续期内预计可实现总收入104,249.76万元。根据《广东翔鹭钨业股份有限公司年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目可行性研究报告》测算，税后项目投资财务内部收益率为21.71%，投资回收期（税后，不含建设期）为4.81年。

值得注意的是，受建设工期较长及募集资金能否及时到位的影响，产业化项目和切削工具项目能否如期顺利投产存在一定不确定性；另外，受产销规模、市场价格及公司未来发展状况等因素影响，项目投产后能否如期实现预计的收入也存在不确定性。

四、运营环境

我国钨资源储量及钨矿产量居全球首位，国内钨矿储量较为集中；准入、出口等政策的出台加强了对钨行业的管理，有助于推动钨行业转型升级和持续健康发展

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，用其制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件，被誉为“工业的牙齿”，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、化学工业等重要领域。

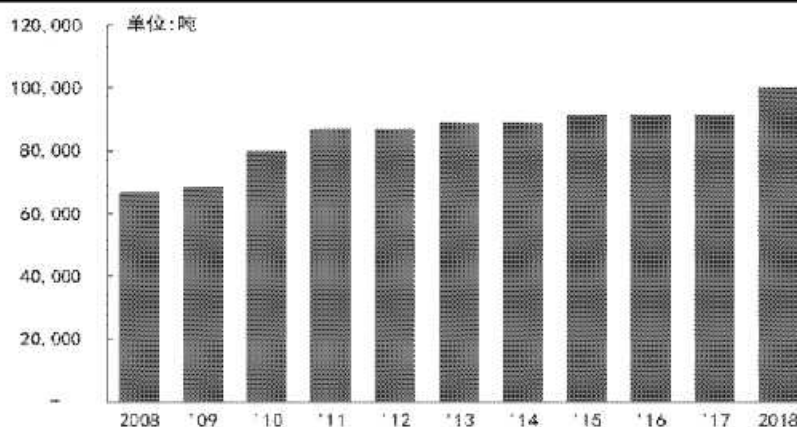
目前钨矿资源在全球范围内的分布较不均衡，2018年全球已探测到的钨储量达330万吨，钨矿资源主要集中在中国、西班牙、俄罗斯、越南和英国等，其中我国钨资源储量高达190万吨，占世界总储量的57.58%，居全球首位。钨矿的供给分布特征与钨矿资源的分布基本一致。2018年全球钨矿产量达到8.2万吨金属量，其中中国是世界上最主要的钨开采国。2009-2018年，中国钨矿产量占全球钨矿产量的比例持续保持在80%以上，而中国的钨消费量占全球的30%，其余均用于出口，中国的供给直接影响着整个世界钨品供给情况。

中国钨资源中约70%为白钨，约30%为黑钨，主要分布在湖南、江西、河南、云南、广西、福建等省份，其中湖南、江西两省的钨储量最多，两者合计约占到全国总储量的57%。

经过数年的开采，中国的钨资源储量所占比重已呈现出下降趋势。同时，中国一直以来以开采黑钨为主，目前黑钨资源品位大幅下降。

为了保护我国钨资源，早在1991年，国务院发布了《关于将钨锡铋离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采特定矿种的通知》，将钨列为国家实行保护性开采特定矿种行列，力求从源头上控制开采总量。国土资源部每年下达钨精矿总量控制指标，2011-2017年，我国钨精矿开采量呈缓慢上涨态势，2018年配额较上年增长9.53%。

图1 2008-2018年我国钨精矿开采量配额逐年提升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

世界对钨需求量的增加导致中国钨矿的乱采滥挖现象、低水平冶炼能力重复建设现象盛行，中间原料和低技术含量产品出口量大幅增长，严重影响了中国钨行业的健康发展，经过多年的过度开采，我国2018年钨资源储采比为28.36，明显低于全球储采比40.24的平均水平。为规范钨行业的生产经营秩序，2004年以来国家不断下调并最终取消钨精矿等初级钨产品的出口退税率，同时上调初级钨产品暂定关税税率，将仲钨酸铵（以下简称“APT”）等9类钨品列为加工贸易禁止类商品；另一方面，不断上调硬质合金刀片和凿岩用硬质合金等附加值更高的深加工产品出口退税率，鼓励这类产品出口。

2009年末，国务院商务部公布《2010年钨品出口供货企业资格标准》，规定钨品相当于APT生产能力3,000吨以上，三年年均出口供货量500吨以上，钨精矿到APT的主工艺流程回收率大于90%，APT到钨粉回收率大于97%；在同等条件下，采选冶综合类企业、产品链条长、深加工产品比例高的企业优先考虑。厦门钨业股份有限公司、福建金鑫钨业股份有限公司、翔鹭钨业、赣州市赣南钨业有限公司、南昌硬质合金有限责任公司、崇义章源钨业股份有限公司、江西稀有稀土金属钨业集团有限公司、自贡硬质合金有限责任公司等8家公司获得钨品出口权。

2013年9月，工业和信息化部公告了第一批符合《钨锡铋行业准入条件》的企业名单，

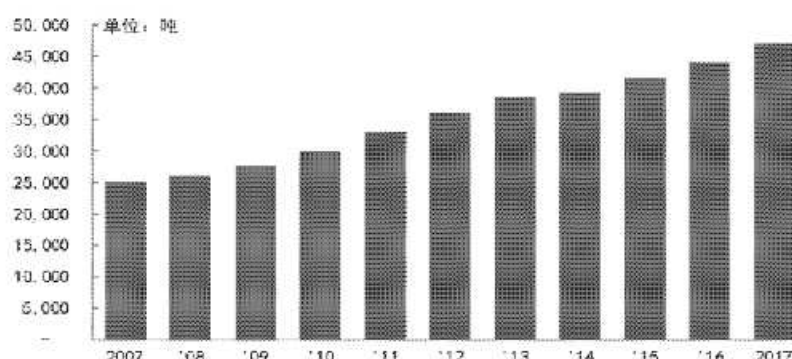
包括厦门钨业股份有限公司、崇义章源钨业股份有限公司等16家企业（未包含翔鹭钨业）符合行业准入条件。2015年2月，工业和信息化部发布《2015年原材料工业转型发展工作要点》，在钨的生产、流通管理及行业政策规范方面提出，严格钨生产总量控制计划管理，抓紧出台钨、钼资源税改革方案；将加快出台《稀有金属管理条例》，同步制定实施细则；调整规范稀有金属、萤石等生产计划下达方式，探索下达仲钨酸铵冶炼生产指标。

2015年以来我国钨行业相关政策存在一定调整，其中出口方面，根据《国务院关税税则委员会关于调整部分产品出口关税的通知》，自2015年5月起取消稀土、钨、钼等产品的出口关税，出口政策有所放宽。2015年12月25日，商务部下发《商务部关于公布2016年第一批工业品出口配额的通知》，其中未对2016年钨及钨制品出口配额进行管理；2015年12月29日，商务部、海关总署公布《2016年出口许可证管理货物目录》，其中对钨及钨制品实行出口许可证管理，翔鹭钨业等14家公司在2016年获得钨品直接出口资格。2017年12月27日，商务部下发《商务部关于公布部分工业品出口企业名单及2018年出口配额的通知》，翔鹭钨业等14家公司获得2018-2019年度钨品直接出口资格。税费方面，根据财政部、税务总局规定，自2015年5月起实施稀土、钨、钼资源税清费立税、从价计征改革，资源税由“从量定额计征”改为“从价定率计征”。另外，2015年11月，国土资源部出台了《关于规范稀土矿钨矿探矿权采矿权审批管理的通知》，对稀土矿、钨矿的勘查、开采实施更严格的管理。2016年1月工信部发布了《钨行业规范条件》，对开采矿山建设规模、综合能耗、资源利用率等进行规范。

总之，为保护中国稀有的钨矿资源，促进中国钨产业持续健康发展，中国政府推出了一系列调控政策，同时政府还积极促进钨品产业资源整合和产业链向下游发展，将有助于推动钨行业转型升级和持续健康发展。

近年钨硬质合金的发展带动了钨表观消费量持续增长，但我国钨行业硬质合金消费占比仍远低于发达国家水平，未来我国钨制品的消费结构将逐步向发达国家趋同

从全球消费发展看，钨消费主要集中在中国、欧洲、美国和日本。随着经济的发展，我国钨表观消费量一直保持增长趋势，从2007年的2.50万吨增长至2017年的4.70万吨。我国钨消费量持续稳定增长，主要得益于钨硬质合金需求的快速增长。

图 2 2007-2017 年我国钨表观消费量持续增长

资料来源：中国钨业协会，中证鹏元整理

从钨制品消费结构看，钨主要用于硬质合金、钨钢、钨材和钨化工。钨制品的消费结构一方面体现出一国的工业发展水平，另一方面也代表该国钨制品行业的发展趋势。从全球钨消费结构看，硬质合金平均占到了所有钨消费的50%以上；发达国家中约72%的钨用于硬质合金的消费，而我国相当一部分钨制品还处于基础应用领域，只有约49%的钨用于硬质合金的消费。钨硬质合金因其具有很高的硬度和耐磨性，广泛应用到各个制造行业。钨硬质合金的最终用途主要有切削工具（30%）、耐磨零件（28%）、高压（金刚石合成等）工具（28%）和采矿与筑路工程机械（11%）。此外，硬质合金被列入新材料产业“十三五”规划，硬质合金产业将得到快速发展，且随着切削机床业、矿山采掘业、汽车制造业、石油钻井业及电子信息业等基础产业对高性能硬质合金需求的稳步增长，以及新应用领域的不断拓展，预计我国硬质合金的市场将保持一定的增长率，钨制品的消费结构将逐步向发达国家趋同，且钨硬质合金产业的发展将带动钨需求的增长。

近年国际钨需求持续恢复，出口钨品持续保持增长态势，但钨品以向发达国家出口初级产品的情况未发生改变

近年国际钨需求持续恢复，出口钨品持续保持增长态势。此前由于钨市场持续多年的低迷，国外停产、减产和停建的钨矿山较多，造成2016年全球钨精矿产量下降。在日前钨系产品价位下，外国钨矿山一时难以启动，供应趋紧的格局没有改变。日前全球经济正在进入全面复苏，钨消费量持续保持增长态势，国际钨市场供需矛盾继续改善。美国经济逐步复苏，2017年钨市场需求恢复明显，且美国钨战略储备依然处于低位，短期内美国钨市场需求将继续恢复；欧元区19个国家的经济增长在2017年上半年超过了美国，传统的经济增长引擎德国和荷兰增速明显，西班牙、法国、葡萄牙等在金融危机中遭受重创的国家也明显复苏，新兴市场国家维持向好态势，与钨消费有关的汽车、矿业和交通等行业保持增

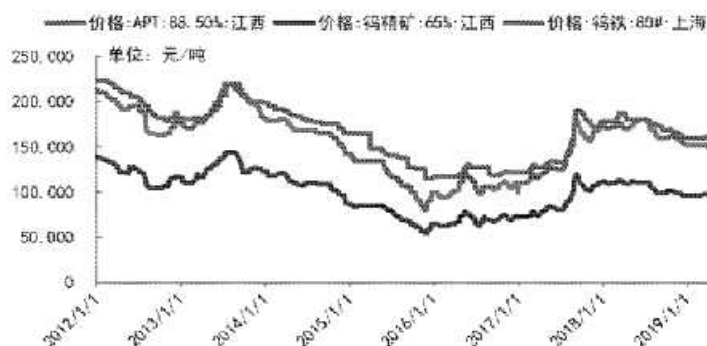
长，将持续拉动钨消费需求；日本市场方面，2020年日本奥运会临近，公共投资继续增长，将拉动钨消费需求保持增长。2018年我国出口钨品创2008年以来的历史高位，全年钨品累计出口3.92万吨，同比增长10.65%。“一带一路”战略政策效应逐步显现，发达经济体在工业化和制造业升级、新兴经济体的工业化与城镇化进程加快及全球范围内基础设施的互联互通推进将继续拉动国际钨需求的平稳增长，我国钨品出口量有望持续增长。

从钨制品出口结构看，初中级钨制品出口量占总出口量的比重由2010年的77.30%下降至2017年的61.03%，但我国主要以出口钨中间产品为主的格局依然没有发生根本性改变。从钨制品出口国家来看，欧洲、美国、日本、韩国是我国出口钨品的四大目的地。根据中国钨业协会公布的数据，2018年我国出口到日本、韩国、欧洲的钨品量（不含硬质合金）同比分别增长19.25%、8.91%和4.20%，受中美贸易摩擦的影响，出口到美国的钨品量同比下降11.29%，出口到上述4个国家和地区的钨品量占出口钨品总量的89.17%，较2017年下降1.59个百分点，总体上我国向发达国家出口初级产品的情况未发生变化。

钨品价格易受宏观经济及供需影响，2012年后钨品价格呈U型走势，未来钨产品价格在中长期内有望继续上升

2013年以来，钨精矿市场供应增长，而国内外市场需求低迷，钨产品出口减少、国内销售增加，国内钨精矿及钨产品价格持续下跌。经过近3年的价格下跌和去库存后，2016年开始钨精矿价格开始稳定。2017年以来，随着需求恢复，钨精矿及钨产品价格波动反弹。2018年7月以来，由于受到中美贸易摩擦的影响，国际市场需求减缓，钨市场价格出现震荡回落，但从全年来看，国内钨精矿年平均价格10.6万元/吨，同比上涨17.65%，涨幅较2017年缩小13.5个百分点，国内APT年平均价格16.78万元/吨，同比上涨20.89%，涨幅较2017年缩小9.41个百分点。鉴于钨金属重要的战略地位和世界范围内供应缺口的长期存在，以及中国对战略性矿产资源开采保护的加强，未来钨产品价格在中长期内有望继续上升。

图3 2012年以来钨品价格整体呈U型走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

1、公司治理

公司于2012年6月22日召开股份公司创立大会暨2012年第一次临时股东大会，审议通过了《广东翔鹭钨业股份有限公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》等制度，选举产生了公司第一届董事会、监事会成员。

股东大会是公司的权利机构，股东大会会议由各股东按照出资额比例行使表决权。截至2019年3月末，实际控制人陈启丰持有公司41.07%的股份，加上其配偶陈宏音、子女陈伟东、陈伟儿合计控制公司57.21%的股份。公司实际控制人及其亲属持股比例过半，可能通过公司董事会或行使股东表决权等方式对公司的人事、经营决策等进行不当控制，从而损害中小股东的利益。

董事会是股东大会的执行机构，对股东大会负责，公司董事会由7人组成，独立董事3人。陈启丰、陈伟东、陈伟儿、李晓生、高再荣、廖俊雄、肖连生为公司现任董事，其中高再荣、廖俊雄、肖连生为独立董事，陈启丰为董事长。公司董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和提名委员会4个专门委员会，按照职责履行相应的义务。

公司监事会由3名监事组成，其中股东代表监事2人，职工代表监事1人，设监事会主席1人。

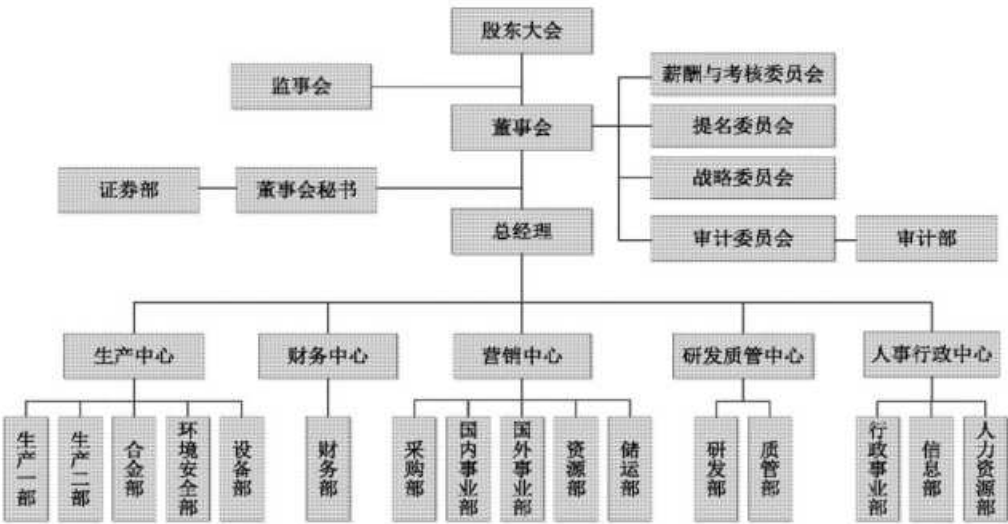
公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司日常经营管理由董事会授权给公司总经理全面负责，公司总经理由陈伟东担任。公司高级管理人员包括公司的总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监、总工程师等。

2、内部控制

公司根据自身经营管理需要设立了经营管理机构，包括生产中心、财务中心、营销中心、研发质管中心和人事行政中心5个一级部门，生产一部、生产二部、合金部、财务部、采购部、质管部、行政事业部等16个二级部门。其中，生产一部负责仲钨酸铵及氧化钨的生产；生产二部负责钨粉、碳化钨粉及合金粉的生产；合金部负责硬质合金的生产；财务部负责会计核算、财务管理、公司融资、税务等工作，参与制订公司资金计划；采购部负责拟订物资的采购计划及实施，确保各类物资有效供应；质管部负责建立及实施质量管理体系，负责公司原辅材料、半成品及产成品的质量检验与质量监控，对各道生产工序与生产过程进行质量监控；行政事业部负责公司各项管理制度、规章制度与作业程序（工作流程）执行情况的监督检查。公司设立的组织结构权责明确，相互独立，基本满足了公司的

正常经营。

图 4 截至 2018 年末公司架构图



资料来源：公司提供

公司结合自身实际情况制定了涉及对外担保、对外投资、关联交易、信息披露、财务总监工作细则等方面的管理制度。

3、公司员工

截至2018年末，公司共有员工1,059人。从员工构成来看，公司员工以生产人员、技术人员和行政人员为主，三者分别占比58.73%、19.83%和15.01%；从教育程度来看，公司员工以大专及以下为主。整体来看，公司相关职能部门的人员配备能基本满足经营需要。

表 4 截至 2018 年末公司员工构成情况（单位：人）

专业结构	人数	占比
生产人员	622	58.73%
销售人员	36	3.40%
技术人员	210	19.83%
财务人员	32	3.02%
行政人员	159	15.01%
合计	1,059	100.00%
教育程度	人数	占比
本科及本科以上	141	13.31%
大专	175	16.53%
大专以下	743	70.16%

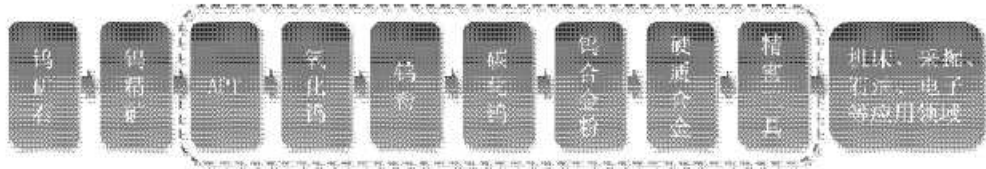
合计	1,059	100.00%
----	-------	---------

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

六、经营与竞争

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、钨合金粉及钨硬质合金等。通过多年的发展，公司形成了从APT到硬质合金的产品体系，公司产品结构在产业链中的位置如图5所示。

图 5 公司产品结构在产业链中的位置



注：虚框内为公司主要生产的产品。
资料来源：公司提供

2016-2018年，公司分别实现营业收入71,475.43万元、97,582.42万元和167,515.52万元，复合增长率为53.09%。受钨制品市场行情持续回暖影响，公司产品整体销量和均价同比均有所提高，2017年公司营业收入同比大幅增长36.53%；受益于钨行情稳中向好，公司碳化钨粉订单量大幅增长，再加上江西翔鹭纳入合并范围，2018年公司营业收入同比大幅增长71.67%。分产品看，近年氧化钨收入持续增长，主要受钨及钨制品出口配额及氧化钨关税的取消，外国客户采购力度加大所致。碳化钨粉近年收入规模持续增长，近三年复合增长率为56.56%。公司合金粉收入规模较小，主要系公司为生产硬质合金导致自用比例较大，对外销售量降低所致；近年公司硬质合金收入逐年提高，主要系近年公司硬质合金产品性能不断提升及市场持续开拓所致。2018年公司实现APT销售收入17,004.62万元，主要系江西翔鹭纳入合并范围所致。加工收入主要包括APT、碳化钨等产品的代加工收入；其他副产品主要包括对矿山采选一体过程中产生的铜砂，锡砂等的销售。

毛利率方面，钨制品产业链上各种产品的联动性较强，其中钨精矿价格变动、钨制品销售价格、原材料单耗、产品销售结构是影响公司毛利率变动的主要因素。受益于当年新增毛利较高的APT产品，2018年综合毛利率较2017年小幅上涨0.17个百分点至15.50%。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
----	--------	--------	--------

	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
APT	17,004.62	19.80%	-	-	-	-
氧化钨	24,492.46	9.37%	23,861.90	8.28%	21,170.67	10.70%
钨粉	7,834.30	10.49%	5,367.22	13.17%	1,331.28	12.90%
碳化钨粉	103,931.23	14.87%	59,067.52	15.87%	42,402.17	16.56%
合金粉	726.67	19.40%	1,026.58	20.68%	604.52	19.82%
硬质合金	10,199.36	30.78%	8,105.83	32.89%	5,958.31	33.74%
加工收入	772.66	-3.25%	-	-	-	-
精密工具	779.65	-21.78%	-	-	-	-
其他副产品	1,151.38	78.66%	-	-	-	-
其他业务	623.20	5.51%	153.36	9.73%	8.49	2.50%
合计	167,515.52	15.50%	97,582.42	15.33%	71,475.43	16.22%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

钨制品行业进入壁垒较高，公司具有钨品直接出口资质且在碳化钨粉制备方面具有一定技术优势

受行业准入条件、出口资质准入资格、产品质量等因素的影响，钨制品行业进入壁垒较高。

公司地处广东省潮州市，结合当地钨矿资源相对缺乏的实际情况，公司重视钨冶炼相关环节的技术升级、产品线的丰富，形成了一定的产品及品牌优势。硬质合金具体性能主要受碳化钨粉粒度（晶粒度）大小和粘结剂含量的影响。在硬质合金粘结含量不变的情况下，碳化钨晶粒越细，硬质合金的硬度就越高；碳化钨晶粒越粗，硬质合金的断裂韧性越高。近年围绕高质量碳化钨粉的制备，公司从钨矿分解、氧化钨制备以及钨粉制备等各个环节整体提升技术实力，形成了白钨矿磷酸盐分解技术、高钠氧化钨生产制备技术、针状紫色氧化钨的制备技术、高压坯强度钨粉生产技术、超细晶粒硬质合金生产技术等多种技术，从而使得公司具有一定的技术领先优势。此外，公司在碳化钨粉的粒度分布、颗粒集中度、减少团聚和夹粗等方面取得了领先的技术水平，目前已经能够生产粒度在0.05 μm ~60 μm 的碳化钨粉，高于3 μm ~8 μm 的行业平均水平。公司生产的碳化钨粉先后获得了“国家重点新产品”、“广东省高新技术产品”等多项称号。

从2016年起，商务部对钨及钨制品实行出口许可证管理，公司是2016年全国14家获得钨品直接出口企业之一；商务部于2017年12月28日公布了《2018-2019年度钨、锑、白银出口国营贸易企业名单》，公司是14家获得钨品直接出口企业之一，近年持续为广东省最大的钨制品生产和出口企业。但值得注意的是，在环保问题受到越来越多关注的背景下，需关注未来环保政策风险。

受益于钨制品行业回暖，公司营业收入保持较快增长，但盈利易受原材料价格影响而

波动

公司主要产品为APT、氧化钨及钨粉、碳化钨粉、硬质合金等。2016-2018年，公司分别实现营业收入71,475.43万元、97,582.42万元和167,515.52万元。目前公司产品主要以氧化钨、碳化钨粉等中间产品为主，产品毛利率不高且易受原材料价格波动影响，2016-2018年公司综合毛利率分别为16.22%、15.33%和15.50%。

销售区域方面，日本、美国、欧洲、韩国等发达国家或地区是我国主要的钨制品出口区域，占营业收入的比例维持在20%以上。国内产品销售区域主要集中在华东、华中和华北等经济较发达地区，近年该三个地区销售额合计均占公司销售总额的50%以上，销售呈现出一定的区域性特征。

表 6 公司营业收入分区域情况（单位：万元）

地区	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	43,675.33	26.07%	23,041.71	23.61%	15,571.90	21.79%
华中	27,384.80	16.35%	22,127.88	22.68%	20,136.92	28.17%
华北	15,694.60	9.37%	10,455.39	10.71%	4,348.54	6.08%
西南	9,414.82	5.62%	5,148.65	5.28%	3,164.02	4.43%
华南	20,397.79	12.18%	5,241.63	5.37%	3,628.24	5.08%
东北	9,240.52	5.52%	1,945.38	1.99%	5,807.82	8.13%
西北	96.73	0.06%	275.85	0.28%	7.44	0.01%
境内合计	125,904.57	75.16%	68,236.49	69.92%	52,664.88	73.69%
亚洲	33,068.16	19.74%	21,777.00	22.32%	15,177.43	21.23%
北美洲	4,396.17	2.62%	4,438.44	4.55%	1,467.64	2.05%
欧洲	4,146.63	2.48%	3,130.49	3.21%	2,165.49	3.03%
境外合计	41,610.96	24.84%	29,345.93	30.08%	18,810.56	26.31%
合计	167,515.52	100.00%	97,582.42	100.00%	71,475.43	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要产品为APT、氧化钨、钨粉及碳化钨粉等，根据生产工艺流程，其中APT、氧化钨、钨粉主要用于下道工序的生产，部分用于销售，故近年三者的产销率相对较低。2018年，公司新增APT产品产销量，主要得益于江西翔鹭产能的逐步释放。碳化钨粉是公司主要对外销售产品，除少部分用于合金粉及硬质合金外，是公司收入的主要来源，产销率处在较高水平。合金粉和硬质合金为公司钨制品产业链的终端产品，全部对外出售，因此产销量基本维持在100%左右。得益于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部分投产，2018年，公司新增精密工具业务，但由于尚处于建设初期，相关产能、销售渠道等均未完善，故产销量规模较小。

表 7 公司产品产销量情况

产品	项目	2018 年	2017 年	2016 年
APT	产量 (吨)	7,707.61	-	-
	销量 (吨)	1,325.24	-	-
	产销率	17.19%	-	-
氧化钨	产量 (吨)	7,927.87	5,846.82	6,008.71
	销量 (吨)	1,461.11	1,915.36	1,990.05
	产销率	18.43%	32.76%	33.12%
钨粉	产量 (吨)	4,948.63	3,198.53	3,177.60
	销量 (吨)	370.44	300.53	92.14
	产销率	7.49%	9.40%	2.90%
碳化钨粉	产量 (吨)	5,241.57	3,610.61	3,241.09
	销量 (吨)	4,542.44	3,378.44	2,932.90
	产销率	86.66%	93.57%	90.49%
合金粉	产量 (吨)	31.40	59.05	39.23
	销量 (吨)	30.40	59.10	40.68
	产销率	96.82%	100.08%	103.70%
硬质合金	产量 (吨)	301.00	250.79	194.34
	销量 (吨)	272.68	246.76	194.34
	产销率	90.59%	98.39%	100.00%
精密工具	产量 (万支)	89.68	-	-
	销量 (万支)	65.95	-	-
	产销率	73.54%	-	-
其他副产品	产量 (吨)	1,021.61	-	-
	销量 (吨)	622.85	-	-
	产销率	60.97%	-	-

注 1：部分产品涉及对外代加工业务，其产量和销量已经归入相应产品中。

注 2：表中所列销量为公司对外销售的销量。

资料来源：公司提供

产品售价方面，公司产品大部分为定制化产品，不同客户对同一产品的性能、品质、纯度甚至个别指标都有不同的要求。因此，各产品的售价根据同期钨精矿市场价格换算出各系列产品金属量，再加上不同品级的加工费用及相应利润，同时分析市场主流报价及参考报价网站（伦敦金属导报，亚洲金属网，中华商务网）制定出产品的“价格标准”。公司的产品定价策略是在“价格标准”的基础上根据原材料价格预期、客户信用情况、指标要求、生产作业安排等因素对不同客户情况作价格微调。公司产品的销售均价易受行业景气度影响，钨及钨制品价格在2014年进入下降通道，于2016年缓慢企稳，2017年以来整体保持持续上涨，公司各产品价格变动趋势与行业趋势相同。

表 8 公司产品均价情况（单位：万元/吨、万元/万支）

产品	2018 年	2017 年	2016 年
APT	14.07	-	-
氧化钨	16.76	12.46	10.64
钨粉	22.36	17.86	14.45
碳化钨粉	22.94	17.48	14.46
合金粉	23.90	17.37	14.86
硬质合金	37.40	32.85	30.66
精密工具	33.20	-	-

资料来源：公司提供

公司产品主要以直销为主，且对主要大客户有一定的依赖性，不利于分散经营风险

公司钨制品销售渠道由直销和经销组成，根据公司产品特点，近年公司采取了直销为主，经销为辅的销售模式。具体来看，直销模式下，公司销售人员直接联系客户推广，客户向公司提出产品的具体要求，公司再安排生产、销售及售后服务；经销模式下，公司产品直接销售给经销商，经销商负责产品销售并自负盈亏，同时，公司为经销商的下游客户提供技术指导，下游客户的使用反馈也直接提供给公司。无论是直销还是经销均属于买断式销售，即交易完成后产品的风险和收益也随之完全转移给客户。

在信用政策方面，直销和经销客户基本保持一致。公司根据客户的合作年限、规模、未来合作前景和结算方式进行分级，对不同级别的客户分别给予30天、45天、60天的信用期。在结算方式上，公司与内销经销商的结算模式主要通过银行汇款以及银行承兑汇票结算，与外销经销商主要通过信用证、电汇结算，其中境外业务以美元进行结算，易受汇率波动影响，存在一定的汇率风险。近年公司信用措施未发生变化，受公司营业规模扩大的影响，近三年应收账款及票据规模持续上升。

表 9 按销售渠道分类公司营业收入情况（单位：万元）

销售渠道	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	156,008.42	93.13%	87,443.15	89.61%	66,030.67	92.38%
经销	11,507.10	6.87%	10,139.27	10.39%	5,414.76	7.62%
合计	167,515.52	100.00%	97,582.42	100%	71,475.43	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户方面，公司境外业务客户集中度较高，而国内业务客户相对分散。国内业务方面，公司与株洲硬质合金集团有限公司、河南省大地合金股份有限公司等部分大客户签订《战略合作框架合同》，合同约定公司优先供应客户，客户优先采购公司产品，此举有利于保持客户稳定性。韩国TAEGUTEC.LTD是韩国最大的综合刀具制造商，现逐步发展成为国

际性的钨化硬质合金刀具供应商，公司境外业务对其依赖较大，2016-2018年其销售占比逐年上升，且占公司境外收入的比重达60%以上。从客户集中度来看，2016-2018年，公司前五大客户销售额占收入的比重分别为45.46%、42.52%和37.91%，集中度呈现下降趋势。公司对主要大客户有一定的依赖性，不利于分散经营风险。

表 10 2016-2018 年前五大客户的销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占收入的比重
2018 年	韩国 TAEGUTECH LTD	27,345.76	16.32%
	河南省大地合金股份有限公司	10,976.99	6.55%
	肯纳金属（中国）有限公司	10,175.12	6.07%
	IMC 国际金属切削（大连）有限公司	9,240.52	5.52%
	百利精密刀具（南昌）有限公司	5,761.51	3.44%
	合计	63,499.90	37.91%
2017 年	韩国 TAEGUTECH LTD	20,084.41	20.58%
	晋城鸿刃科技有限公司	6,133.63	6.29%
	自贡市和吉贸易有限责任公司	5,095.36	5.22%
	株洲硬质合金集团有限公司及其关联方	5,105.18	5.23%
	株洲肯特硬质合金有限公司	5,077.72	5.20%
	合计	41,496.29	42.52%
2016 年	韩国 TAEGUTECH LTD	12,185.43	17.05%
	株洲硬质合金集团有限公司	7,256.03	10.15%
	IMC 国际金属切削（大连）有限公司	5,807.44	8.13%
	河南省大地合金股份有限公司	4,139.38	5.79%
	株洲肯特硬质合金有限公司	3,103.91	4.34%
	合计	32,492.18	45.46%

注：株洲硬质合金集团有限公司及其关联方包括株洲硬质合金集团有限公司及其控股子公司株洲硬质合金进出口有限责任公司（持股比例：95%）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司根据自身业务特点建立了较为完备的生产体系，近年通过技改和扩建增加产能，硬质合金成为公司新的利润增长点

公司生产模式以订单式生产为主。公司根据销售部门接受的订单安排生产计划，组织人员进行生产，同时结合销售预测、库存情况及生产周期进行中间产品的备货生产。采购部按照生产计划采购原辅材料，质管部负责公司原辅材料、半成品及产成品的质量检验与质量监控；产品生产完成后由国内事业部和国外事业部组织销售。截至2018年末，公司主要的生产基地位于湖安县官塘镇庵头工业区，生产基地刚建成时含有氧化钨、钨粉、碳化钨粉和合金粉的生产线，且通过“高性能超细碳化钨循环技改项目”等项目不断对生产线进行技改和扩建。公司硬质合金产品处于市场开拓阶段，销售规模相对较小。但随着产品性能不断提升及市场持续开拓，近年硬质合金产能逐步进入饱和状态，收入也逐年提升，

成为公司新的利润增长点。随着IPO募投项目“年产300吨特种硬质合金产业化项目”于2017年逐步投产，公司硬质合金生产能力大幅提升，生产工艺体系将进一步完善，产品深加工程度和附加值将有所提高，硬质合金有望持续为公司利润增长做出贡献。2018年，IPO另一个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部分开始投产，但由于该项目尚处于建设期，2018年精密工具产品的毛利率为负，未来能否实现预期收益存在一定不确定性。

此外，公司于2017年以自有资金14,025.00万元收购了江西翔鹭，使得APT、碳化钨的产能得以大幅提升。江西翔鹭拥有年产5,000吨APT、3,945吨钨粉、1,500吨碳化钨粉的生产能力，2018年11月13日，公司公告收到大余县人民政府出具的《关于同意翔鹭控股大余隆鑫泰钨业有限公司扩产有关事项的批复》，同意江西翔鹭由年产5,000吨APT产能扩能至年产10,000吨APT产能。江西翔鹭还拥有铁苍寨矿区钨矿采矿权，该矿区采矿权面积5.96平方公里，开采矿种为钨锡铜矿，有助于补充公司产业链上游的空白，实现产业链上游钨矿资源布局。2018年10月公司取得铁苍寨矿区试生产备案，并于2019年1月顺利取得安全许可证，目前矿山已正式运行。但铁苍寨矿区钨矿的采矿权有效期限截止至2021年3月15日，需关注到期后续期问题。

表 11 2016-2018 年公司产品产能、产量情况

产品	项目	2018 年	2017 年	2016 年
APT	产能（吨）	9,200.00	-	-
	产量（吨）	7,707.61	-	-
	产能利用率	83.78%	-	-
氧化钨	产能（吨）	9,400.00	7,350.00	7,000.00
	产量（吨）	7,927.87	5,846.82	6,008.71
	产能利用率	84.34%	79.55%	85.84%
钨粉	产能（吨）	5,560.00	3,700.00	3,400.00
	产量（吨）	4,948.63	3,198.53	3,177.60
	产能利用率	89.00%	86.45%	93.46%
碳化钨粉	产能（吨）	5,200.00	3,600.00	3,400.00
	产量（吨）	5,241.57	3,610.61	3,241.09
	产能利用率	100.80%	100.29%	95.33%
硬质合金	产能（吨）	300.00	260.00	200.00
	产量（吨）	301.00	250.79	194.34
	产能利用率	100.33%	96.46%	97.17%
精密工具	产能（万支）	90.00	-	-
	产量（万支）	89.68	-	-



其他副产品	产能利用率	99.65%	-	-
	产能(吨)	1,022.00	-	-
	产量(吨)	1,021.61	-	-
	产能利用率	99.96%	-	-

注：该表中的产品包括自产、代加工及委外加工产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料供应商集中度下滑，采购价格易受市场因素影响

原材料成本及质量对产品质量和利润影响巨大，公司为此实施严格的供应商管理和采购管理。公司建立合格供应商制度，严格挑选和考核供应商。资源部负责矿产资源的信息收集、整理，进行价格评估；采购部门根据销售订单、生产计划及对原辅材料价格走势来制定采购计划，并通过询价、招标等方式确定主要原材料合格供应商；质管部负责公司原辅材料的检验与质量监控；储运部负责运输及仓库管理；财务部按照采购合同的付款方式审核付款。

公司采购原材料主要包括钨精矿、APT及水、电和煤炭等能源产品。其中，水和煤炭主要在冶炼环节，电力主要集中在氢气制备环节，公司生产经营所消耗的能源金额比重较小，能源价格的波动对公司盈利能力不构成重大影响。

公司采购的钨精矿、APT为原材料的主要组成部分。公司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。综合考虑正常采购流程及突发情况两方面因素，公司钨精矿通常保持1-2个月的安全库存。公司通过钨精矿加工产出APT的每日产能约为25.56吨，近年随着氧化钨销量的提升，公司自产APT的数量已经无法满足后段工序的需求，因而需根据自产APT数量与所需APT的耗用量之间的缺口进行补充采购，故逐步增加了APT的采购量。采购价方面，2016年以来，钨精矿价格持续上涨，2018年钨精矿、APT采购均价分别达到9.11万元/吨、14.61万元/吨，比2016年上涨60%以上。

表 12 2016-2018 年公司主要原材料采购情况（单位：万元/吨、万元）

品种	2018 年		2017 年		2016 年	
	均价	金额	均价	金额	均价	金额
钨精矿	9.11	87,968.40	7.69	48,537.43	5.69	32,258.38
APT	14.61	49,852.72	11.28	48,939.54	8.83	24,702.37

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司钨精矿和APT均在国内进行采购。公司与部分主要的供应商均建立了合作伙伴关系，同时也会根据不同供应商的报价以及对原材料的需求，通过询价、招标等方式灵活选择部分小型供应商。从供应商集中度来看，2016-2018年前五大供应商采购金额占原材料

采购的比例分别为66.14%、41.55%和33.63%，供应商集中度持续下降。近年公司部分供应商发生变动，其中一个方面的原因是公司根据供应商报价等因素调整了与他们的合作，另一方面的原因是部分供应商自身业务的调整，减少甚至不再从事钨精矿销售业务。

值得注意的是，中国钨矿资源的分布主要位于湖南、江西、安徽、甘肃等地区，而公司本部位于广东省，相对于上述地区的钨行业公司，公司由于离原材料产地较远，不得不花费一部分物流费用，一定程度上提高了公司原材料的采购成本。

表 13 2016-2018 年公司前五大供应商的采购情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购内容	采购金额	占比
2018 年	黄学华、黄学森控制企业	钨精矿、APT	18,761.12	13.22%
	黄学海、胡宏开控制企业	钨精矿、APT	12,787.97	9.01%
	大余县海盛矿产品有限公司	钨精矿、APT	5,818.98	4.10%
	赣州广升源科技有限公司	钨精矿、钨酸钠	5,203.41	3.67%
	大余县鑫兴矿业有限公司	钨精矿、APT	5,145.64	3.63%
	合计	-	47,717.11	33.63%
2017 年	黄学华、黄学森控制企业	钨精矿、APT	14,206.86	13.63%
	黄学海、胡宏开控制企业	钨精矿、APT	9,507.06	9.12%
	赣州市南康区智阳矿业有限公司	钨精矿、APT	6,863.10	6.58%
	赣州宇浩矿业有限公司	钨精矿、APT	6,477.77	6.21%
	洛阳奥川铝业集团销售有限公司	APT	6,252.30	6.00%
	合计	-	43,307.10	41.55%
2016 年	五矿有色金属股份有限公司及其子公司	钨精矿、APT	16,188.79	26.97%
	黄学海、胡宏开控制企业	钨精矿、APT	9,589.91	15.97%
	黄学华、黄学森控制企业	钨精矿、APT	6,165.24	10.27%
	郴州俊腾矿业有限公司	钨精矿	4,367.67	7.28%
	廖建湘、胡金雄控制企业	钨精矿	3,392.65	5.65%
	合计	-	39,704.26	66.14%

注 1：五矿有色金属股份有限公司及其子公司包括五矿有色金属股份有限公司及其控股公司赣州市赣南钨业有限公司；

注 2：黄学海、胡宏开控制企业包括赣州市南康区众鑫矿业有限公司、赣州市南康区康飞矿业有限公司以及赣州八一钨业有限公司；

注 3：廖建湘、胡金雄控制企业包括郴州市联晨矿业有限公司及郴州市湘林矿业有限公司；

注 4：黄学华、黄学森控制企业包括赣州市南康区汇丰矿业有限公司及赣州市南康区源广矿业有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

IPO募投项目及对江西翔鹭的收购弥补公司产业链上下游的空白，但能否实现预期收益尚需市场检验

公司采用纵向一体化战略向产业链上下游发展。2017年10月，公司投资设立翔鹭精密制造，且IPO募投项目增加“特种硬质合金材料及高精密硬质合金工具智能制造项目”，拟向硬质合金精密切削刀具领域发展。如公司上下游发展顺利，公司将打通从钨矿石到钨

制品应用领域的产业链，产业链上下游环节的协同发展可增强公司的风险抵御能力，且可形成一定的成本优势。2017年9月，公司以自有资金14,025.00万元完成了对江西翔鹭51%的股权的收购，江西翔鹭旗下子公司大余隆鑫泰矿业有限公司拥有铁苍寨矿区钨矿采矿权，公司计划加大对铁苍寨矿区钨矿设施的投入，对江西翔鹭的收购补充公司产业链上游的空白，实现产业链上游钨矿资源布局。2018年11月，公司以自有资金2,750万元收购王爱军持有的江西翔鹭10%股权，并以自有资金向江西翔鹭增资1.25亿元，此次交易后公司持有江西翔鹭73.19%股权。2019年3月，公司以自有资金10,725万元收购王爱军持有的江西翔鹭26.81%股权，此次交易后江西翔鹭成为公司的全资子公司。根据业绩承诺协议，王爱军承诺，2018年度、2019年度、2020年度江西翔鹭的净利润应分别不低于人民币3,000.00万元、人民币3,500.00万元和人民币4,000.00万元。

截至2018年末，公司主要在建项目为生产二部2号车间建设工程、研发中心改造工程、大余隆鑫泰矿业有限公司窿道工程、江西翔鹭钨业有限公司基建工程等项目，预计总投资为49,405.00万元，建设资金主要来源于IPO募集资金（扣除发行费用后募集资金总额24,801.37万元）和自筹资金，此外本期债券募集资金占募投项目总投资规模的81.96%，存在一定的资金缺口。

但值得注意的是，2018年特种硬质合金材料及高精密硬质合金工具智能制造项目部分开始投产，但由于该项目尚处于建设期，在销售渠道、产品运营方面仍有待完善，2018年精密工具产品的毛利率为负。随着IPO募投项目和本期债券募投项目的实施，公司在硬质合金和精密工具的产能将大幅提升，未来这部分产能能否有效消化并实现预期收益存在一定不确定性。

七、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正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，报告均采用新会计准则编制，2016年数据采用2017年审计报告期初数。2016年，公司无纳入合并范围的子公司，2017年公司新增7家子公司纳入合并范围，2018年公司合并范围无变化。截至2018年末，公司纳入合并范围子公司共7家，明细见表2。

资产结构与质量

近年公司资产规模整体保持增长趋势，需关注固定资产、在建工程等经营性资产大幅增加带来的产能提升能否有效消化并实现预期收益

得益于公司IPO、借款规模增长及留存收益积累，截至2018年末，公司资产规模为200,235.40万元，近三年复合增长率为64.93%，增速较快。截至2019年3月末，公司资产为197,072.08万元，较2018年末下降1.58%。从资产结构来看，公司主要以流动资产为主，截至2018年末，公司流动资产占比59.72%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产构成。截至2018年末，公司货币资金为28,784.09万元，近三年复合增长率为17.57%，主要系广东翔鹭精密制造有限公司、江西翔鹭纳入合并报表范围及业绩增长所致。由于收购了公司少数股东股权，2019年3月末公司货币资金较2018年末下降了36.85%。截至2018年末，货币资金中有12,722.70万元为银行承兑汇票设置质押担保而使用受限。随着公司业务规模扩大，2018年末应收票据较2016年末增长209.36%。近年公司应收账款规模持续增长，2018年末应收账款为18,761.86，较2016年末增长99.05%，从集中度来看，2018年末按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总金额为8,388.19万元，占应收账款期末余额合计数的比例为40.59%。截至2019年3月末，公司应收账款为34,079.16万元，较2018年末增长81.64%，主要系公司销售额增长及应收货款未到收款期所致。随着公司业务增长，公司原材料等备货相应增加，2016-2018年公司存货复合增长率为59.75%。截至2018年末，公司存货增长至48,987.04万元，其中原材料、在产品及库存商品分别占比42.45%、15.21%和42.34%，原材料和库存商品占比较大，需关注APT及钨精矿等原材料和最终产品价格波动带来的减值风险。公司其他流动资产主要以待抵扣增值税进项税额为主。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18,178.21	9.22%	28,784.09	14.38%	27,735.11	18.26%	20,824.30	28.29%
应收票据	5,945.71	3.02%	7,054.51	3.52%	5,447.45	3.59%	2,280.38	3.10%
应收账款	34,079.16	17.29%	18,761.86	9.37%	10,758.97	7.08%	9,425.87	12.81%
存货	40,470.03	20.54%	48,987.04	24.46%	41,819.46	27.53%	19,194.82	26.08%
其他流动资产	7,272.70	3.69%	8,296.04	4.14%	6,016.15	3.96%	2,866.79	3.89%
流动资产合计	110,562.31	56.10%	119,587.43	59.72%	98,038.10	64.53%	56,686.61	77.01%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	1,376.35	0.69%	6,376.35	4.20%	1,276.35	1.73%
固定资产	36,004.07	18.27%	36,637.38	18.30%	17,397.79	11.45%	9,885.54	13.43%
在建工程	26,652.67	13.52%	18,498.04	9.24%	8,230.28	5.42%	1,199.36	1.63%
无形资产	10,704.05	5.43%	10,789.55	5.39%	8,002.12	5.27%	3,967.31	5.39%

商誉	4,938.08	2.51%	4,938.08	2.47%	4,938.08	3.25%	-	-
非流动资产合计	86,509.77	43.90%	80,647.97	40.28%	53,877.75	35.47%	16,923.61	22.99%
资产总计	197,072.08	100.00%	200,235.40	100.00%	151,915.85	100.00%	73,610.22	100.00%

注：2016 年数据为 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。截至2018年末，公司可供出售金融资产为1,376.35万元，较2017年末减少78.41%，主要系处置湖州民营投资股份有限公司投资所致。此外，公司还持有潮州市湘桥区兆丰小额贷款股份有限公司账面余额为1,276.35万元的股权，持有广州民营投资股份有限公司账面余额为100万元的股权。2019年3月末，公司可供出售金融资产为0元，主要系当年将其重分类至其他权益工具投资所致。近年公司固定资产规模整体呈现增长趋势，2018年末为36,637.38万元，较2016年增长270.69%，主要系新增购买机器设备及部分在建项目转入。随着研发中心、合金车间改造工程等项目的逐步投入，公司在建工程余额持续增长，截至2019年3月末，公司在建工程为26,652.67万元。公司无形资产主要是土地使用权和采矿权，截至2018年末，公司无形资产为10,789.55万元，同比增长34.83%，其中354.34万元为公司银行借款及银行承兑汇票设置抵押担保而使用受限。公司商誉主要系收购江西翔鹭形成的商誉，2019年3月末公司商誉为4,938.08万元，尚未计提减值准备。

整体而言，得益于公司IPO、对外融资规模扩张及留存收益积累，近年公司资产规模整体保持增长趋势，且主要以货币资金和存货等流动资产为主，受限资产规模较小。但随着固定资产、在建工程等经营性资产增加，未来公司产能将大幅提升，需关注公司产能提升后能否顺利消化并实现预期收益。

资产运营效率

公司营运资产周转效率尚可，但整体资产周转效率有所下降

公司应收款项主要来自钨类产品的销售货款，根据客户资质不同给予不同期限的账期，结算方式主要采取票据、汇款及信用证等。近年公司营业收入持续快速增长，使得2018年公司应收账款周转天数呈下降趋势。由于近年钨产品景气度的提升，公司订单规模增多，存货规模整体呈现增长态势，公司存货周转天数由2016年的104.45天上升至2018年的115.47天。公司应付账款主要系应付钨精矿和APT等原材料采购款，2018年公司应付账款周转天数为101.48天。受以上因素的影响，公司经营周期有所波动，整体上看，营运资产周转效率尚可。

近年来，公司不断向钨制品产业链的两端拓展，营业收入快速增长，流动资产占比逐

年下降，流动资产周转天数和固定资产周转天数分别由2016年的271.90天和50.91天调整为2018年的233.84天和58.06天。随着公司总资产规模持续扩大，公司总资产周转天数整体有所上升，整体资产周转效率有所下降。

表 15 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	45.15	51.49	68.10
存货周转天数	115.47	132.92	104.45
应付账款周转天数	101.48	99.08	104.18
净营业周期	59.15	85.33	68.37
流动资产周转天数	233.84	285.40	271.90
固定资产周转天数	58.06	50.32	50.91
总资产周转天数	378.40	416.00	356.69

注：2016 年数据为 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入持续增长，但盈利能力有待改善

公司营业收入主要来源于碳化钨粉、氧化钨、APT 等钨制品的销售。2016-2018 年公司分别实现营业收入 71,475.43 万元、97,582.42 万元和 167,515.52 万元，年复合增长率为 53.09%，主要得益于钨行业行情稳中上涨，订单量增长以及江西翔鹭纳入合并范围；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 42,444.30 万元，较上年同期增长 25.16%。公司营业收入受行业景气度影响较大，近年公司固定资产、在建工程等经营性资产规模大幅扩张，需关注新增产能后续消化压力以及钨精矿价格变动对公司利润水平的冲击。

毛利率方面，2016-2018 年公司综合毛利率分别为 16.22%、15.33% 和 15.50%，整体水平不高，主要系公司产品以氧化钨、钨粉、碳化钨粉等粗加工产品为主，盈利空间易受原材料钨精矿价格变动的挤压。但随着江西翔鹭逐步投入运营，公司自产钨精矿规模将逐步增加，有望减少原材料采购成本，提升公司盈利能力。

期间费用方面，随着公司销售收入的增长，公司运输费及销售人员薪酬等销售费用相应增加；公司管理费用主要为技术开发费、职工薪酬、折旧与摊销等，近年随着技术开发费及职工薪酬的提高而增加；受汇率波动影响，2016 年外币账户结汇产生汇兑收益，使得当期财务费用为负，而随着有息债务规模的增加及汇兑损失，导致 2017 年公司财务费用大幅提高。2018 年，由于公司营业收入大幅增长，带动期间费用率有所下降。

综合来看，受益于钨行业下游回暖及江西翔鹭子公司合并新增产能，2018 年公司营业

收入大幅增长，但公司产品以氧化钨、钨粉、碳化钨粉等粗加工产品为主，毛利水平不高，利润空间易受原材料钨精矿价格挤压，盈利能力有待改善。

表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	42,444.30	167,515.52	97,582.42	71,475.43
营业利润	2,958.12	13,536.59	7,472.94	6,138.27
利润总额	2,981.13	13,420.25	7,688.89	6,582.64
净利润	2,522.16	11,710.15	6,899.45	5,711.19
综合毛利率	14.86%	15.50%	15.33%	16.22%
期间费用率	4.81%	7.02%	7.92%	7.15%
营业利润率	6.97%	8.08%	7.66%	8.59%
总资产回报率	-	9.03%	7.50%	9.91%
净资产收益率	-	12.87%	10.39%	12.95%
营业收入增长率	25.16%	71.67%	36.53%	-1.91%
净利润增长率	20.38%	69.73%	20.81%	9.52%

注：2016 年数据为 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动净现金流有所波动，且公司资本支出扩张速度较快，后续面临一定的资金需求

在净利润不断增加以及固定资产大幅扩张带来的折旧增长影响下，近年公司现金生成能力逐步增强，2016-2018 年公司 FFO 分别为 7,421.46 万元、9,026.58 万元和 18,005.33 万元。2017 年，由于受到原材料价格上涨的影响，公司运营资产占用资金显著增加，经营活动现金流由 2016 年的净流入转为 2017 年的净流出。2018 年，公司加大对原材料钨精矿的采购以及生产设备的投资，对上游供应商资金占用规模增加，经营活动现金流转变为净流入。

近年公司投资活动现金流入主要是赎回的理财产品和收回投资；投资活动现金流出的现金主要为对 IPO 募投项目及江西翔鹭投资等支付的现金，随着公司扩张速度加快，新增购买机器设备及在建项目投入增加，导致公司投资活动现金净流出规模大幅增加。为弥补经营活动和投资活动现金的不足，公司筹资规模也不断扩大，主要通过 IPO 和银行借款筹集资金。

近年来，随着业务规模持续扩大，公司不断新建、改扩建厂区以及新增机器设备以扩充产能以及 IPO 等项目投入运营后仍需投入一定的运营资金，未来公司投资活动支出仍将维持在较高水平，存在一定的外部融资需求。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
净利润	11,710.15	6,899.45	5,711.19
非付现费用	4,138.72	1,663.80	1,275.41
非经营损益	2156.46	463.33	434.86
EFO	18,005.33	9,026.58	7,421.46
营运资本变化	5,337.83	-18,828.95	1,080.80
其中：存货减少（减：增加）	-7,139.80	-20,659.93	-3,641.15
经营性应收项目的减少（减：增加）	-10,175.29	-662.72	4,061.53
经营性应付项目的增加（减：减少）	22,652.92	2,493.70	660.42
经营活动产生的现金流量净额	23,343.13	-9,802.35	8,502.26
投资活动产生的现金流量净额	-29,862.14	-28,945.72	-1,339.11
筹资活动产生的现金流量净额	2,712.62	42,219.71	-2,807.73
现金及现金等价物净增加额	-3,806.39	3,471.64	4,355.42

注：2016 年数据为 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司有息债务规模持续增长，短期偿债压力较大，债务结构有待改善

近年公司负债总额持续上升，截至2018年末，公司负债总额合计104,448.43万元，近三年复合增长率为96.58%，2019年3月又继续上升至105,803.67万元；受益于留存收益积累及IPO，截至2018年末，公司所有者权益合计为95,786.97万元，近三年复合增长率为43.40%。综合影响下公司产权比率整体呈现上升趋势，截至2019年3月末公司产权比率为115.93%，较2016年末提升了57.91个百分点，所有者权益对负债的覆盖程度削弱。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	105,803.67	104,448.43	65,670.91	27,027.56
所有者权益	91,268.42	95,786.97	86,244.94	46,582.66
产权比率	115.93%	109.04%	76.14%	58.02%

注：2016 年数据为 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

负债结构方面，近年公司负债主要以流动负债为主，2018年末流动负债占比92.68%，公司存在以短期借款投资固定资产等长期资产建设的情况，债务结构有待改善。公司负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款及其他应付款。近年公司销售规模扩大导致公司需通过增加流动资金贷款以满足采购原材料等日常经营资金需求，加大了短期借款力度。

截至2018年末，公司短期借款余额为37,781.00万元，近三年复合增长率为143.16%，主要以抵押、保证借款为主。公司应付票据均为原材料采购形成的银行承兑汇票，随着业务规模扩大而增加，2018年末应付票据为45,394.00万元，近三年复合增长率为75.37%。公司应付账款主要为原材料采购款，由于较多采用应付票据支付，使得近年公司应付账款规模较小。2018年末公司其他应付款为1,387.94万元，较上一年减少68.12%，主要是因为其他个人往来款部分偿付。

非流动负债方面，2018年末长期借款账面价值为5,880.00万元，均为以公司持有的子公司江西翔鹭14,025万股股权做质押的借款，利率为5.225%。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	49,181.00	46.48%	37,781.00	36.17%	28,220.00	42.97%	6,390.00	23.64%
应付票据	36,839.45	34.82%	45,394.00	43.46%	24,432.30	37.20%	14,760.50	54.61%
应付账款	7,380.44	6.98%	6,708.28	6.42%	3,265.26	4.97%	3,021.87	11.18%
其他应付款	1,440.62	1.36%	1,387.94	1.33%	4,353.74	6.63%	0.00	0.00%
流动负债合计	98,675.45	93.26%	96,800.74	92.68%	63,542.30	96.76%	25,549.18	94.53%
长期借款	5,460.00	5.16%	5,880.00	5.63%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	7,128.21	6.74%	7,647.69	7.32%	2,128.61	3.24%	1,478.38	5.47%
负债合计	105,803.67	100.00%	104,448.43	100.00%	65,670.91	100.00%	27,027.56	100.00%
其中：有息债务	93,160.45	88.05%	90,735.00	86.87%	52,652.30	80.18%	21,150.50	78.26%

注：2016年数据为2017年审计报告期初数。

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

公司有息债务主要包括短期借款、应付票据和长期借款，近年随着短期融资规模和应付票据的持续增长，截至2018年末公司有息债务规模为90,735.00万元，近三年复合增长率为107.12%。2018年末公司有息债务占负债的比重为86.87%，主要为短期债务。2019年公司需偿还的有息债务规模为84,855.00万元，再加上公司资本支出主要以固定资产、在建工程等长期资产为主，回收期较长，存在资金期限错配的问题，短期偿债压力较大。

从偿债能力指标来看，由于公司对外融资规模的增加，近年公司资产负债率呈现增长态势，2019年3月末为53.69%，较2016年末上升16.97个百分点。受短期债务及存货规模大幅增加影响，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，短期偿债能力弱化。受益于公司利润总额的提升，公司EBITDA逐年攀升，但由于利息支出规模增长较快，导致EBITDA对有息债务及债务总额的覆盖程度减弱。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	53.69%	52.16%	43.23%	36.72%
流动比率	1.12	1.24	1.54	2.22
速动比率	0.71	0.73	0.88	1.47
EBITDA (万元)	-	19,595.31	10,133.72	8,279.01
EBITDA 利息保障倍数	-	7.90	13.18	19.08
经营性净现金流/流动负债	-0.07	0.24	-0.15	0.33
经营性净现金流/负债总额	-0.07	0.22	-0.15	0.31

注：2016年数据为2017年审计报告期初数。

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的重要来源。本期募投项目为年产800t特种超硬合金智能化生产项目、年产600万支精密特种硬质合金切削工具智能制造项目，上述项目完工投产后分别可实现800吨/年的硬质合金产能及年产精密切削工具600万支产能。根据本期债券募投项目可研报告，上述两项目在本期债券存续期内预计可分别实现收入159,216.00万元、104,249.76万元，税后项目投资财务内部收益率分别为22.23%、21.71%，具有较好的经济效益。但考虑到目前公司硬质合金的业务规模相对较小，且精密工具也尚处于市场开拓阶段，上述项目能否达到预期收益仍存在一定的不确定性。

其次，本期债券的本息偿付资金还来源于公司募投项目以外的日常经营活动产生的现金流入。2016-2018年公司分别实现营业收入7.15亿元、9.76亿元和16.75亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为7.56亿元、9.09亿元和14.28亿元。近年公司通过收购江西翔鹭以及逐步推进IPO募投项目，向钨制品上下游进行延伸，降低公司生产成本，提高产品附加值，培育新的利润增长点，预计未来经营活动产生的现金流可为本期债券能偿付提供保障。但中证鹏元也关注到，公司产品盈利能力受矿产品价格及经济周期波动影响较大，未来盈利存在一定波动。

最后，本期债券为可转换债券，在债券转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但中证鹏元也关注到股价下跌因素致使债券持有人未进行转股的可能。

（二）本期债券保障措施分析

本期债券由公司实际控制人陈启丰先生将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行

质押担保及其提供连带责任担保。出质人陈启丰与本期债券保荐机构签署《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“股份质押合同”）。

1、质押担保的主债权及法律关系

质押担保的主债权为公司本次发行的总额不超过人民币30,192.23万元的可转债（以下简称“主债权”）。质押担保的范围包括主债权（本金及利息，利息包括法定利息、约定利息、罚息等）、违约金、损害赔偿金、质押物保管费用、为实现债权而产生的合理费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、公证费用、执行费用等）、因债务人违约而给质权人造成的损失和其他所有应付费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。全体债券持有人为募集说明书项下的债权人及股份质押担保合同项下质押权益的受益人，本期债券保荐机构以质权人代理人的身份代表全体债券持有人行使相关质押权益。

股份质押合同所述的质权，是指在债务人不按募集说明书约定的期限支付本期债券的利息或兑付本期债券的本金时，债券持有人享有就股份质押担保合同项下的质押股票按合同约定的方式进行处置并优先受偿的权利。

2、质押数量

（1）初始质押数量

初始质押的公司股票数量=（本期债券发行规模×150%）/首次质押登记日前1交易日收盘价。不足一股按一股计算。

（2）后续质押数量

①质押物市场价值下降，追加质押的情形

在质权存续期内，如连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的130%，质权人代理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本期债券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，追加质押的具体股份数量计算如下：

追加质押的股份数量=（当期末偿还本息总额×150%）/办理质押登记日连续30个交易日内收盘价的均价-追加质押前质押的股份数量。不足一股按一股计算。

在出现上述须追加质押物情形时，出质人陈启丰保证追加提供相应数量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。

②质押物市场价值上升，解除质押的情形

在质权存续期内，如连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押登记日前1个交易日收盘价计算）不得低于当期尚未偿还债券本息总额的150%，具体解除质押的股份数量计算如下：

解除质押的股份数量=解除质押前质押的股份数量-（当期末偿还本息总额×150%）/办理解除质押登记日前1个交易日收盘价。

出质人陈启丰保证在股份质押合同签署后，不再在质押股权上设置其他质押权、优先权或者其他第三方权利，未经质权人代理人书面同意，不得采取转让该质押股权或作出其他损害质权人权利的行为。

在股份质押合同签订后及本期债券有效存续期间，如翔鹭钨业进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持翔鹭钨业的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量。

在股份质押合同签订后及本期债券有效存续期间，如翔鹭钨业实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金红利不作为股份质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

（2）质押期间

质押期间为自股份质押合同项下的质权登记之日起至以下两个时点中的较早者：（1）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；（2）主债权消灭之日。

股权质押合同经此次股份质押托管机构、出质人签章，并在公司收到中国证券监督管理委员会核准本次发行的批复文件之日起生效。质押权自质押登记相关主管部门完成质押登记手续之日起设立（股份质押托管机构应当于股权质押合同签订并生效后五个工作日内协助出质人前往中国证券登记结算有限公司深圳分公司办理质押股票登记手续）。

总体来看，中证鹏元认为，陈启丰先生以其合法持有的公司股权为本期债券的本息偿付提供质押担保，为本期债券的本息偿付提供了一定的保障。但中证鹏元也注意到，截至本报告日，出质人尚未办理出质登记手续，且质押股份属于限售股。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月23日），公司本部存在13笔已结清的贸易融资和3笔已结清票据贴现被列为不良和关注类的情况。

根据公司提供的子公司江西翔鹭的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月6日），江西翔鹭不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	18,178.21	28,784.09	27,735.11	20,824.30
应收票据	5,945.71	7,054.51	5,447.45	2,280.38
应收账款	34,079.16	18,761.86	10,758.97	9,425.87
存货	40,470.03	48,987.04	41,819.46	19,194.82
其他流动资产	7,272.70	8,296.04	6,016.15	2,866.79
流动资产合计	110,562.31	119,587.43	98,038.10	56,686.61
固定资产	36,004.07	36,637.38	17,397.79	9,883.54
在建工程	26,652.67	18,498.04	8,230.28	1,199.36
无形资产	10,704.05	10,789.55	8,002.12	3,967.31
商誉	4,938.08	4,938.08	4,938.08	-
非流动资产合计	86,509.77	80,647.97	53,877.75	16,923.61
总资产	197,072.08	200,235.40	151,915.85	73,610.22
短期借款	49,181.00	37,781.00	28,220.00	6,390.00
应付票据	36,839.45	45,394.00	24,432.30	14,760.50
一年内到期的非流动负债	2,000.04	2,000.04	319.04	271.66
流动负债合计	98,675.45	96,800.74	63,542.30	25,549.18
长期借款	5,460.00	5,880.00	-	-
非流动负债合计	7,128.21	7,647.69	2,128.61	1,478.38
总负债	105,803.67	104,448.43	65,670.91	27,027.56
有息债务	93,160.45	90,735.00	52,652.30	21,150.50
所有者权益合计	91,268.42	95,786.97	86,244.94	46,582.66
营业收入	42,444.30	167,515.52	97,582.42	71,475.43
营业利润	2,958.12	13,536.59	7,472.94	6,138.27
净利润	2,522.16	11,710.15	6,899.45	5,711.19
经营活动产生的现金流量净额	-7,166.32	23,343.13	-9,802.35	8,502.26
投资活动产生的现金流量净额	-6,696.84	-29,862.14	-28,945.72	-1,339.11
筹资活动产生的现金流量净额	4,961.34	2,712.62	42,219.71	-2,807.73
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	45.15	51.49	68.10
存货周转天数	-	115.47	132.92	104.45
应付账款周转天数	-	101.48	99.08	104.18
净营业周期（天）	-	59.15	85.33	68.37
流动资产周转天数	-	233.84	285.40	271.90
固定资产周转天数	-	58.06	50.32	50.91

总资产周转天数	-	378.40	416.00	356.69
综合毛利率	14.86%	15.50%	15.33%	16.22%
期间费用率	4.81%	7.02%	7.92%	7.19%
营业利润率	6.97%	8.08%	7.66%	8.59%
总资产回报率	-	9.03%	7.50%	9.91%
净资产收益率	-	12.87%	10.39%	12.95%
营业收入增长率	25.16%	71.67%	36.53%	-1.91%
净利润增长率	20.38%	69.73%	20.81%	9.52%
资产负债率	53.69%	52.16%	43.23%	36.72%
流动比率	1.12	1.24	1.54	2.22
速动比率	0.71	0.73	0.88	1.47
EBITDA (万元)	-	19,595.31	10,133.72	8,279.01
EBITDA 利息保障倍数	-	7.90	13.18	19.08
有息债务/EBITDA	-	4.63	5.20	2.55
债务总额/EBITDA	-	5.33	6.48	3.26
经营性净现金流/流动负债	-0.07	0.24	-0.15	0.33
经营性净现金流/负债总额	-0.07	0.22	-0.15	0.31

注：2016 年数据为 2017 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

附录二 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
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	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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 $\times 100\%$
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 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款

附录三 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

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