

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【80】号 01

分析师

姓名：
熊冲 钟继鑫

电话：
0755-82872123

邮箱：
xiongch@cspengyuan.co
m

评级日期：
2019年3月20日

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

江西金力永磁科技股份有限公司 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-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过 43,900.00 万元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：按年计息，每年付息一次，到期一次还本和最后一年利息，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”）对江西金力永磁科技股份有限公司（以下简称“金力永磁”或“公司”，股票代码：300748）本次拟发行总额不超过 43,900.00 万元（含）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务安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司产品应用领域扩展多样，行业前景广阔，客户资质较好，并得益于细分领域市场业务的快速扩张，近年营业收入持续增长，加之公开发行股票使得公司资本实力大幅增加；同时中证鹏元也关注到，受原材料价格上涨和产品售价调整滞后等因素影响，公司主业毛利率整体有所波动，并存在客户集中度较高、应收账款和存货持续增长以及存在一定的短期偿债压力等风险。

正面：

- **公司产品应用领域扩展多样，行业前景广阔，客户资质较好。**近年公司产品由风力发电逐步扩展至新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调等领域，产品运用领域扩展，行业前景广阔；目前公司下游客户主要以新疆金风科技股份有限公司、美的集团股份有限公司等相关领域的知名龙头企业为主，资质较好，并与公司保持稳定合作关系，未来产品销售有一定保障。
- **受益于细分领域市场业务快速增长，近年公司营业收入持续增长。**受益于新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调等业务快速扩张，2016-2018年，公司营业收入分别为 80,634.15 万元、91,242.72 万元和 128,933.99 万元，逐年保持增长，近三年复合增长率为 26.45%，保持较快增长。

- **公司公开发行股票，资本实力大幅增强。**2018 年公司公开发行股票募集资金净额 1.86 亿元，其中增加股本 4,160.00 万元，增加资本公积 14,410.35 万元；公司净资产快速增长，2016-2018 年复合增长率为 25.16%，截至 2018 年末，公司净资产达 110,780.67 万元，资本实力大幅增强。

关注：

- **受原材料价格上涨和产品售价调整滞后等因素影响，公司主业毛利率有所波动。**稀土等原材料在产品成本占比均在 70% 以上，公司盈利能力受稀土价格影响较大，加上产品售价调整滞后于稀土原材料价格波动，2016-2018 年公司综合毛利率分别为 24.38%、28.87%、22.70%，有所波动。
- **公司面临客户集中度较高的风险。**2016-2018 年，公司对前五大客户的销售占比分别为 77.14%、70.24%、68.37%，下游客户集中度较高。若公司主要客户需求发生变化，将对公司生产经营带来一定影响。
- **公司应收款项和存货持续增长。**2016-2018 年，公司应收票据、应收账款和存货合计分别为 67,303.90 万元、82,133.76 万元、112,153.56 万元，近三年复合增长率为 29.09%，规模持续增长。
- **存在一定的短期偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息负债总额为 52,168.00 万元，其中短期有息债务占比为 86.73%，且近年公司经营性活动现金流整体波动较大，存在一定的短期偿债压力。

主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	207,029.97	144,093.62	121,237.87
归属于母公司所有者权益（万元）	111,149.20	81,903.82	70,965.70
有息债务（万元）	52,168.00	28,070.00	18,900.00
资产负债率	46.49%	43.37%	41.67%
流动比率	1.90	2.38	2.26
速动比率	1.16	1.58	1.51
营业收入（万元）	128,933.99	91,242.72	80,634.15
营业利润（万元）	16,009.79	15,507.49	5,975.01
净利润（万元）	14,652.41	13,903.44	6,881.89
综合毛利率	22.70%	28.87%	24.38%

总资产回报率	10.42%	13.22%	9.06%
EBITDA（万元）	21,965.62	20,366.15	12,241.80
EBITDA 利息保障倍数	9.28	11.23	8.92
经营活动现金流净额（万元）	5,809.30	10,023.37	-10,908.78

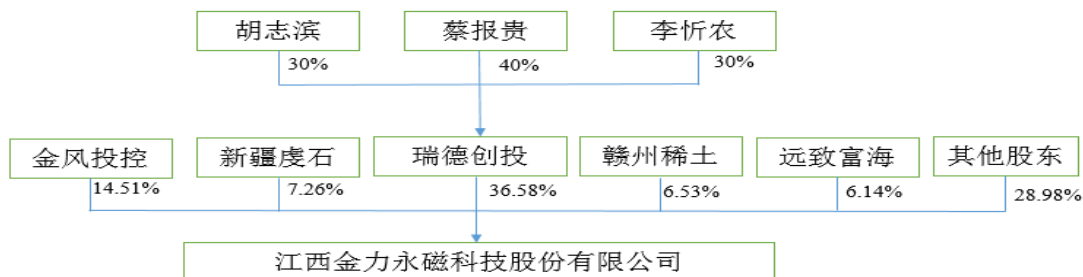
资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为江西金力永磁科技有限公司，成立于2008年8月19日，初始注册资本为2,000万元，由江西瑞德创业投资有限公司（以下简称“瑞德创投”）出资设立。2008年8月20日，公司注册资本变更为10,000.00万元。2009年2月17日，瑞德创投与新疆金风科技股份有限公司（以下简称“金风科技”）、赣州稀土矿业有限公司（以下简称“稀土矿业”）签署股权转让协议，将其持有公司的34%、10%股权分别转让给金风科技、稀土矿业。2010年5月，金风科技将持有的公司34%股权作价出资成立金风投资控股有限公司（以下简称“金风投控”）。2011年8月17日，经股东会决议，公司新增注册资本1,111.00万元，由新疆虔石股权投资管理有限合伙企业认缴。2015年5月25日，根据赣州市国资委出具的《关于赣州稀土矿业有限公司持有部分股权无偿划转的批复》，稀土矿业将持有公司9%的股权无偿转让给赣州稀土集团有限公司（以下简称“赣州稀土”）。2015年6月3日，公司股东会同意以截至2014年12月31日经审计的净资产按照1.7648:1的折股比例折合为15,000万股，剩余净资产计入资本公积，公司整体变更为股份有限公司，并更名为江西金力永磁科技股份有限公司。2015年12月2日，公司获得《关于同意江西金力永磁科技股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函【2015】8242号），并于2015年12月18日在新三板挂牌。后经多次增资及股权转让，截至2017年年末，公司注册资本和实收资本均为37,182.42万元。

2018年8月，经中国证监会证监许可[2018]1379号文《关于核准江西金力永磁科技股份有限公司首次公开发行股票的批复》批准，公司向社会公开发行境内上市内资股（A股）不超过4,160万股，公司股票于2018年9月21日在深圳交易所挂牌上市。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均增加至41,342.42万元，控股股东为瑞德创投，实际控制人为自然人蔡报贵、胡志滨、李忻农¹。

图1 截至2018年12月末公司产权及控制关系图



¹2018年3月31日，蔡报贵、胡志滨、李忻农签署了《一致行动人协议》，约定三位股东在向公司股东大会和董事会各项议案的表决权等事项上保持充分一致。

注：新疆虔石为新疆虔石股权投资管理有限合伙企业、远致富海为深圳远致富海九号投资企业（有限合伙）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要从事高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产和销售，产品被广泛运用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、机器人及智能制造等领域。截至2018年12月31日，公司纳入合并范围的子公司情况见下表。

表1 截至 2018 年 12 月 31 日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
赣州劲力磁材加工有限公司	2,000.00	100.00%	生产
金力稀土永磁（香港）有限公司	1,510.98 万港币	100.00%	贸易及投资
江西金力粘结磁有限公司	2,000.00	80.00%	生产
JLMAG Rare-earth CO.(Europe) B.V	100 欧元	85.00%	贸易
JLMAG RARE-EARTH JAPAN	3,000.00 万日元	100.00%	技术交流
金力永磁（宁波）投资有限公司	2,100.00	100.00%	投资
JLMAG RARE-EARTH (U.S.A.) INC.	-	100.00%	贸易

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，公司资产总额为207,029.97万元，归属于母公司的所有者权益为111,149.20万元，资产负债率为46.49%；2018年度，公司实现营业收入128,933.99万元，净利润14,652.41万元，经营活动现金净流入5,809.30万元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年江西金力永磁科技股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过43,900.00万元（含）；

债券期限：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；计息起始日为可转换公司债券发行首日；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十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；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 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。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

债券赎回条款：本期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；在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本期债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，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本次可转债；

债券回售条款：本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，本期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情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次回售的权利。本期债券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；

向原股东配售安排：本期债券可向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体数量提请股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。

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 43,900.00 万元（含），资金投向明细如下：

表2 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
智能制造工厂升级改造项目	38,369.98	30,900.00	80.53%
补充流动资金	13,000.00	13,000.00	-
合计	51,369.98	43,900.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目概况

公司拟投资 38,369.98 万元于智能制造工厂升级改造项目，其中拟使用募集资金

30,900.00万元，公司为项目实施主体，项目选址位于江西省赣州经济技术开发区金岭西路81号现有厂区内，项目建设期为3年。本项目主要建设内容具体如下：

项目新建成品大楼和成品仓库，并优化现有厂房生产布局，购置坯料设备、渗透设备、机加设备、表面处理设备、包装设备、机器人及信息化设备、技术研发及检测设备、仓库设备等，实现设备更新和工厂智能化、信息化升级改造。

2、项目批复情况

本项目已取得赣州市经济技术开发区经济发展局出具的《江西省企业投资项目备案通知书》（项目统一代码为：2019-360799-33-03-000514）以及赣州市环境保护局开发区分局出具的《关于对<江西金力永磁科技股份有限公司智能制造工厂升级改造项目环境影响报告表>的批复》（赣市环开发【2019】15号）。

3、项目收益预测

根据《智能制造工厂升级改造项目可行性研究报告》，本项目预计财务内部收益率为15.7%（税后），投资回收期（含建设期）为6.79年。但中证鹏元关注到，在项目实施过程中和项目实际建成后，可能由于市场环境发生重大不利变化等风险造成项目收益达不到预期。

四、运营环境

钕铁硼永磁材料性能优良，具备较好的发展前景

钕铁硼永磁材料是以金属间化合物 $Nd_2Fe_{14}B$ 为基础的第三代稀土永磁材料，其主要成分为稀土元素铁（63.9-68.7%）、钕（29-32.5%）及硼（1.1-1.2%）。钕铁硼永磁材料作为稀土永磁材料的代表，是目前磁性能最好、综合性能最优的磁性材料，被称为“万磁之王”。

按照生产工艺不同，钕铁硼永磁材料可分为烧结、粘结和热压三种。其中，烧结钕铁硼永磁材料是应用粉末冶金工艺，将预烧料制成微粉，压制成型制成坯料，再进行烧结而制成，具有高磁性能、高矫顽力和高工作温度等特性，主要应用于电动机、发电机、伺服电机等领域；粘结钕铁硼永磁材料是把钕铁硼磁粉与高分子材料及各种添加剂均匀混合，再用模压或注塑等成型方法制造的磁体，性能不如烧结钕铁硼磁材，但具有工艺简单、成本低、体积小、精度高，主要用于信息技术、办公自动化等领域；热压钕铁硼永磁材料是通过热挤压、热变形工艺制成的磁性能较高的磁体，具有致密度高、矫顽力高等优点，但专利壁垒和制作成本高。根据中国稀土行业协会统计数据显示，2018年我国烧结钕铁硼永磁材料毛坯产量约为15.5万吨，而粘结钕铁硼永磁材料毛坯产量仅为0.7万吨，可见烧

钕铁硼永磁材料是目前产量最大、应用最广的稀土永磁材料。

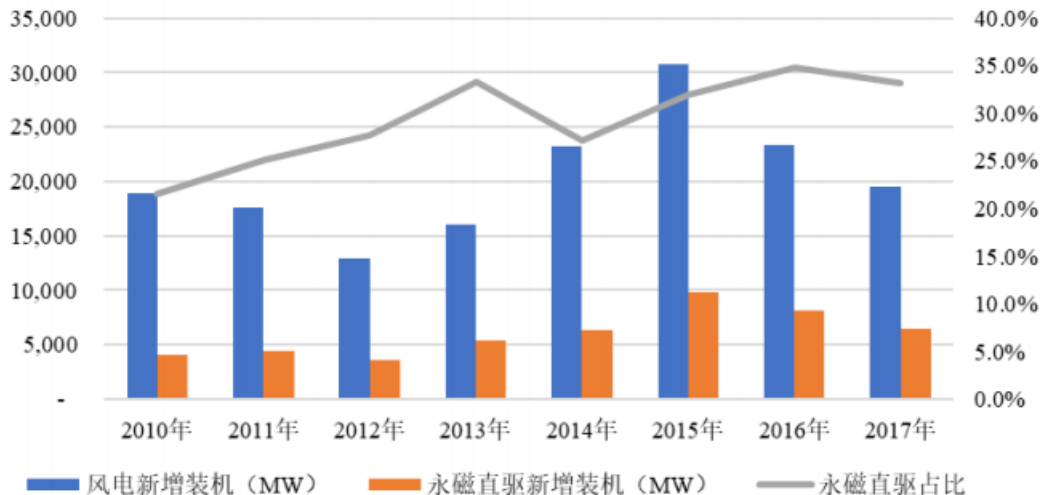
此外，国务院、工信部、科技部等部门发布的《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》（国发【2016】67号）、《新材料产业发展指南》（工信部联规【2016】454号）等文件，提及高性能稀土永磁材料作为关键战略材料，应推动其在节能风电、伺服电机等领域的应用，形成中国标准产品系列。国家对相关产业的政策支持为高性能钕铁硼磁材等新材料的快速发展提供了机遇和挑战。

下游风力发电、新能源汽车等领域的快速发展，为高性能钕铁硼材料的市场需求提供了一定支撑

烧结钕铁硼磁材的品种和牌号随着时间推移不断扩展，性能不断提升。N、M系列主要应用于音响家电、消费电子领域，H系列主要应用于电机和传感器等领域、SH系列主要应用于风力发电机等领域，UH系列主要应用于汽车电机和空调压缩机等领域。

目前，风力发电是我国高性能钕铁硼磁钢主要的应用领域。高性能钕铁硼磁钢主要用于生产永磁直驱风机，与双馈异步风机相比具有结构简单、运行与维护成本低、使用寿命长等特点，故近年永磁直驱风机装机占比整体呈上升趋势。为改善弃风现象，国家能源局对新的风电项目核准趋严，加之2015年之后上网风电标杆价格下调，2016年以来我国新增风电装机容量逐年下滑，2017年为1,966.00万千瓦，较2015年下降了35.09%，但仍占全球风电新增装机容量的37.92%，居全球首位。根据彭博新能源财经发布的2018年中国风电整机制造商新增装机容量排名，2018年中国风电市场新增吊装总容量达21GW，较2017年回升17%。其中，陆上及海上风电新增吊装容量分别为19.3GW以及1.7GW。金风科技新增吊装容量高达6.7GW，市场占比为32%。

图2 2010-2017年我国风力发电新增装机情况



资料来源：公开资料

高性能钕铁硼磁材主要应用于新能源汽车三大核心部件之一的驱动电机，随着新能源汽车销量持续增长，对高性能钕铁硼磁材的需求也持续扩张。根据中国汽车工业协会数据，2018年我国新能源汽车销量为125.6万辆，近五年复合增长率为102.43%，保持快速增长。根据工信部编制的《汽车产业中长期发展规划》，明确2020年我国新能源汽车年产量将达到200万辆，为高性能钕铁硼磁材需求提供较好支持。

在空调领域，高性能钕铁硼磁材主要应用于变频压缩机。近年，节能变频空调以低频启动、快速制冷制热、节能等特点获得消费者的青睐，其产量占空调产量的比重也整体呈上升趋势。2018年，我国变频空调产量为6,333.00万台，较2014年增长42.79%，当期占空调产量的比重也上升至30.91%。

总体来看，我国风电新增装机容量虽然有所下滑，但仍居全球首位，尤其是永磁直驱风机占比呈上升趋势；近年国内新能源汽车和节能变频空调发展较快，产销量整体保持较快增长，此外节能电梯、机器人及智能制造等领域也处于快速发展期，上述下游领域的发展为高性能钕铁硼永磁材料的市场需求提供一定支撑。

我国钕铁硼永磁材料产量居全球首位，但国内钕铁硼永磁材料生产厂商主要以低端生产商为主，竞争激烈，而高性能钕铁硼永磁材料企业主要以上市公司为主，且头部企业效应明显

钕铁硼永磁材料按工艺可分为烧结、粘结、热压三类，其中烧结技术由日本住友金属发明，粘结技术由美国麦格昆磁发明。国外的钕铁硼永磁材料制造商主要集中于日本和欧洲。我国由于拥有充足的稀土资源和巨大的市场需求，我国已成为全球钕铁硼永磁材料的重要生产和消费国。2016年，我国钕铁硼永磁材料产量占全球产量的84.94%，其中高性能钕铁硼永磁材料产量占全球产量的55.56%。

根据稀土行业协会统计，我国目前烧结钕铁硼永磁材料生产商有200多家，但大部分企业生产规模较小、技术水平偏低，以箱包扣、门扣等中低端产品为主，进入门槛低，竞争激烈，而高性能钕铁硼生产商主要以上市公司为主，进入门槛较高，且头部企业效应明显。我国磁性材料主要的上市公司共有5家，其中北京中科三环科技股份有限公司、宁波韵升股份有限公司等公司的实力较强，头部效应明显。

表3 国内高性能钕铁硼永磁材料主要上市公司情况（单位：亿元）

序号	上市公司简称	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	毛利率（%）
1	中科三环	60.89	51.76	38.95	4.28	22.37
2	宁波韵升	55.60	44.97	18.81	4.94	29.25

3	正海磁材	38.60	28.43	11.92	0.72	21.60
4	英洛华	28.05	21.70	18.57	1.31	23.33
5	金力永磁	17.97	10.73	9.12	1.57	28.87

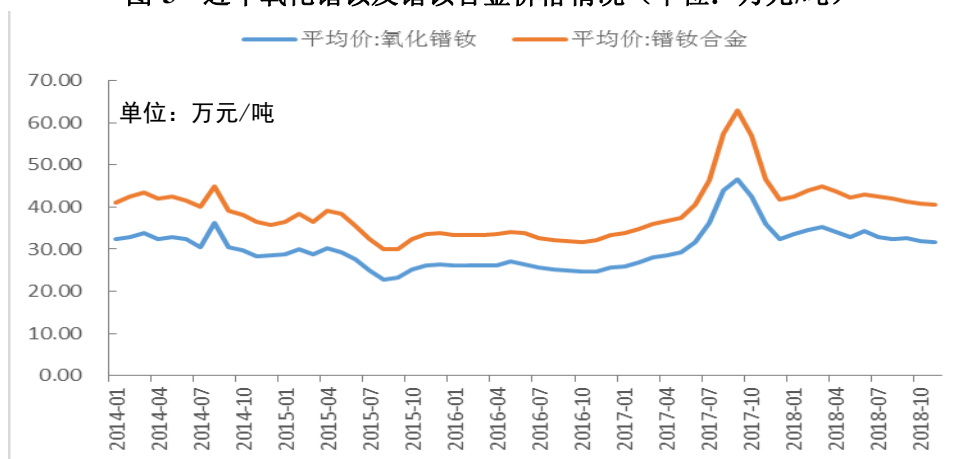
注：表中资产总额、所有者权益数据为 2018 年 9 月末，营业收入、利润总额和毛利率数据为 2017 年度。
资料来源：WIND 资讯，中证鹏元整理

国内稀土价格波动较大，影响钕铁硼永磁材料制造企业的盈利稳定性

钕铁硼永磁材料的主要原材料为钕、镨等稀土原材料，故稀土价格的波动对钕铁硼永磁材料行业具有重要的影响。稀土作为我国不可再生的重要战略资源，受到国家政策严格管控。2015 年以来，工信部等部门推动稀土行业转型升级，同时继续推进稀土六大集团²的组建，以六大集团为主导的行业格局基本形成。稀土开采、冶炼分离生产指标也向六大稀土集团集中。

受行业集中度提升及稀土国储影响，稀土氧化物产品价格一度有所回升；但受下游需求疲软及市场供给过剩等因素影响，2014 年 6 月-2016 年国内稀土氧化物价格持续低迷。2016 年以来，稀土供给侧改革等诸多政策切实落地，稀土行业开展专项整治行动及稀土国储措施得以实施，使得市场稀土处于供不应求状态，进而推升了 2017 年上半年稀土产品价格普遍上涨。稀土价格大幅上涨之后，引致中游加工企业补库存、贸易商顺势囤货，市场需求在阶段性补库存后迎来短暂真空，稀土产品价格经历了由缓慢上涨、快速上涨到回落企稳的先扬后抑波动过程，整体价格水平有所上涨。至 2017 年末，氧化镨钕、氧化钕平均价格分别同比上涨 24.23%、25.00%，2018 年价格虽有所回落，但整体均价仍高于 2017 年。

图 3 近年氧化镨钕及镨钕合金价格情况（单位：万元/吨）



资料来源：WIND 资讯，中证鹏元整理

²六大稀土集团是指：中国铝业公司、中国五矿集团公司、厦门钨业股份有限公司、中国南方稀土集团有限公司、广东省稀土产业集团及中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司。

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》、《证券法》、中国证监会和深圳证券交易所的法律法规、规范性文件的要求，修订内部控制规章制度，完善公司治理结构，建立健全内部控制制度。

1、公司治理

根据公司章程，股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，行使选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告等职权。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由九名董事组成，其中独立董事三名；董事会设董事长一人，副董事长一人，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生；董事会每年至少召开两次定期会议，由董事长召集。董事会具有决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案等职能，并制定了董事会议事规则以确保落实股东大会决议。董事会可根据需要设立提名、战略、审计、薪酬与考核等专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成。

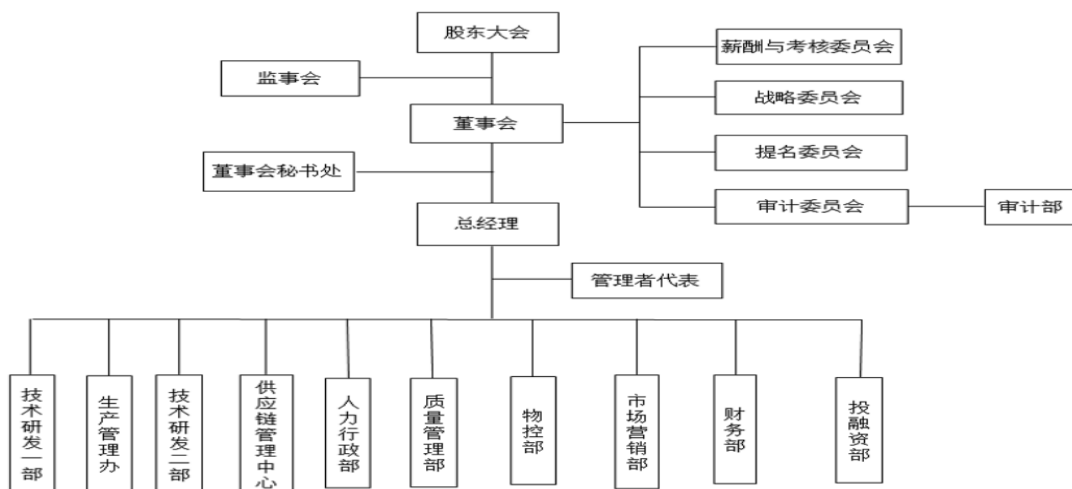
公司监事由股东代表和公司职工代表担任，监事任期每届为三年，任期届满，连选可以连任。公司设监事会，监事会由七名监事组成，监事会设主席一人，由监事担任，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

2、公司管理

自公司成立以来，实际控制人未发生变更，高层领导团队较为稳定，主要管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验。董事长兼总经理蔡报贵先生系公司创始人之一，1971年生，本科学历，清华大学EMBA在读，2008年8月至今担任公司董事长、总经理。

公司根据自身业务经营与生产管理的特点，制定了《对外投资管理制度》、《重大信息内部报告制度》、《关联方交易管理制度》、《内部审计制度》、《对外担保管理制度》等制度，并设立了研发部、生产管理办、质量管理部、财务部、市场营销部等相关部门，保障了公司产品开发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序合规开展。在资金预算上，公司根据制定的采购计划以及对应收款项的回款预估来整体安排资金的周转。信息披露方面，公司自上市以来通过中国证券监督管理委员会指定的网站以及选定的媒体披露定期报告、募集资金使用情况、重要资产收购等信息。但我们也注意到，目前公司经营规模不断扩大，组织结构日益复杂，且本期债券募投项目全部投产后，公司的资产、人员规模、管理机构等都将进一步增加，对管理层的管理水平将会形成一定的考验。

图4 截至2018年末公司组织结构



资料来源：公司提供

截至2018年12月31日，公司（含子公司）拥有员工1,983人，以生产人员、品管人员和技术人员为主。从教育程度看，本科及以上学历人员为175人，专科及以下学历的员工为1,808人，人员配备基本能够满足公司生产经营需求。

表4 截至 2018 年 12 月 31 日公司员工构成及教育程度情况

专业构成类别	人数（人）	占员工总数的比例
生产人员	1,250	63.04%
销售人员	49	2.47%
技术人员	227	11.45%
财务人员	13	0.66%
行政人员	101	5.09%
品管人员	343	17.30%
合计	1,983	100.00%
教育程度类别	人数（人）	占员工总数的比例
硕士及以上	23	1.16%
大学本科	152	7.66%
大专学历	277	13.97%
大专以下	1,531	77.21%
合计	1,983	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司是一家集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料于一体的上市公司，主要产品

为钕铁硼磁钢，被主要运用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件和节能变频空调等领域。近年公司营业收入持续增长，2016-2018年分别为80,634.15万元、91,242.72万元和128,933.99万元，近三年复合增长率为26.45%，主要系近年公司积极开拓新能源汽车和节能变频空调等细分市场，提升产品性能，使得运用于新能源汽车及汽车零部件等领域的钕铁硼磁钢产品业务规模快速增长所致。从收入构成来看，钕铁硼磁钢收入占公司营业收入的比重由2016年的93.94%提升至99.43%，是公司收入的主要来源，而随着公司调整战略聚焦主业，导致以销售稀土原材料为主的其他业务收入逐年下滑。

从毛利率来看，受产品结构变化及原材料价格变动影响，近年公司综合毛利率有所波动，2016-2018年分别为24.38%、28.87%、22.70%。分产品来看，由于钕铁硼磁钢成品附加值较高，近年保持相对较高的毛利率，但近年有所波动，而钕铁硼磁钢毛坯基本不涉及后续加工处理工序，产品附加值较低，毛利率也较低。以稀土原材料销售为主的其他业务受稀土价格影响较大，导致近年其毛利率出现较大波动。

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
钕铁硼磁钢	128,200.25	22.71%	88,338.89	28.88%	75,745.88	25.71%
其中：钕铁硼磁钢成品	119,301.91	24.09%	83,213.47	30.11%	72,088.31	26.91%
钕铁硼磁钢毛坯	8,898.34	4.19%	5,125.42	8.89%	3,657.57	2.06%
其他业务	733.73	21.26%	2,903.83	28.48%	4,888.27	3.71%
合计	128,933.99	22.70%	91,242.72	28.87%	80,634.15	24.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调等细分领域产品业务规模的扩大，近年公司营业收入持续增长

公司自成立以来一直聚焦于高性能钕铁硼永磁材料，主要销售产品包括钕铁硼磁钢毛坯和钕铁硼磁钢成品，其中钕铁硼磁钢毛坯是指经过坯料工序生产而成，后续机械加工、表面处理等工序较少的产品，工序相对简单，附加值较低，主要为长期客户供应。近年公司通过不断的技术创新、自主开发和市场开拓，将公司主要产品由风电领域逐步扩张至新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调及智能机器人等细分领域，产品结构日益丰富。

表6 公司主要产品运用情况

应用领域	主要应用产品	主要客户
风力发电	永磁直驱风力发电机	新疆金风科技股份有限公司、Siemens Gamesa Renewable Energy A/S
新能源汽车及汽车零部件	汽车驱动电机、电子助力转向系统	比亚迪股份有限公司及其附属公司、罗

	(EPS)、防抱死制动系统 (ABS)	伯特-博世投资荷兰有限公司及其附属公司
节能变频空调	空调压缩机	三菱电机(广州)压缩机有限公司、广东美芝制冷设备有限公司及其附属公司、珠海凌达压缩机有限公司
节能电梯	电梯曳引机	通力电梯有限公司
机器人及智能制造	伺服电机	Bosch Rexroth AG

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2018年，公司钕铁硼磁钢成品收入由72,088.31万元增加至119,301.91万元，近三年复合增长率为28.64%，增速较快。从产品结构来看，受益于公司产品性能提升及新能源汽车等领域市场开拓，2016-2018年公司非风力发电产品收入占钕铁硼磁钢成品收入比重由32.22%提升至67.62%，而风力发电产品收入占比由67.78%下降至32.38%。从收入规模来看，2016-2018年公司风电产品收入分别为48,858.95万元、37,855.68万元、38,626.87万元，受风电市场低迷影响有所下滑，但仍是公司收入的主要来源之一。2016-2018年，公司新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调产品收入分别由7,734.80万元、6,876.20万元增加至31,778.14万元、37,146.63万元，近三年复合增长率分别为102.69%、132.43%，保持较快增速。

毛利率方面，近年公司毛利率有所波动。具体来看，2017年公司钕铁硼磁钢成品毛利率较2016年提升了3.2个百分点至30.11%，主要系公司原材料储备较充足，抵减了当期稀土原材料市场价格上升的压力以及生产效率提高，降低了单位成本，而2018年公司钕铁硼磁钢成品毛利率较2017年下滑了6.02个百分点至24.09%，主要系当期采购原材料成本上涨以及产品售价调整滞后于稀土原材料价格波动所致。

除钕铁硼磁钢成品外，为维护客户关系及回笼资金，公司还对外销售钕铁硼磁钢毛坯，2016-2018年分别实现收入3,657.57万元、5,125.42万元、8,898.34万元，增长较快，但由于附加值较低，易受原材料采购成本的影响，故近年毛利率较低且有所波动。

总体来看，随着产品性能的提升及新能源汽车等细分领域市场的开拓，公司产品结构日益多元化，收入规模保持较快增长。

公司产品产销率维持在较好水平，且境外业务逐步扩张

由于公司产品主要以定制化为主，直接对接下游客户。受益于公司新能源汽车等领域业务规模的扩大，2016-2018年，公司钕铁硼磁钢的产、销量逐年提升，近三年复合增长率分别为19.53%、16.61%，增速较快。在以销定产的模式下，2016-2018年公司钕铁硼磁钢的产销率也保持在较好水平，分别为100.78%、102.10%、95.92%。公司大部分钕铁硼磁钢毛坯用于生产钕铁硼磁钢成品，只有少部分用于外销。

表7 2016-2018年公司主要产品产销情况（单位：吨）

按产品分类	2018年			2017年			2016年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
钕铁硼磁钢	4,801.47	4,605.81	95.92%	3,451.65	3,524.26	102.10%	3,360.68	3,387.02	100.78%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售价格方面，公司产品售价基本根据成本加成定价，近年公司钕铁硼磁钢成品和毛坯的销售均价均呈增长趋势。具体来看，公司钕铁硼磁钢成品价格从2016年的230.78元/千克上涨至2018年的291.20元/千克，涨幅达26.18%，主要原因系新能源汽车等领域均价提升及高均价的新能源汽车及汽车零部件等领域产品销售占比增加，但由于扩展市场需要，公司新能源汽车及汽车零部件和节能变频空调领域产品价格有所下调。而2017年公司钕铁硼磁钢毛坯销售均价较2016年上涨21.80%，主要系当年采购稀土原材料价格大幅上涨所致。

销售结算方面，公司依据产品客户类型而采取不同的结算方式。对于风电领域产品客户，主要采取货到验收合格并开具发票后90天内支付95%货款，质保期起算后365日内并且公司出具保函后支付5%尾款；对于美的集团股份有限公司等领域客户，一般按月结算，货到验收合格并开票后60天付款。

销售区域方面，近年公司产品销售呈现内销为主，境外销售占比逐年提升的格局。目前公司境外客户主要以罗伯特-博世投资荷兰有限公司下属企业以及西门子歌美飒为主，产品以新能源汽车以及风力发电领域的产品为主。此外，为持续开拓境外业务，2018年12月公司在美国设立了全资子公司JL MAG RARE-EARTH (U.S.A.) INC，未来公司境外业务规模有望进一步扩大。

表8 2016-2018年公司营业收入地域分布（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	111,205.38	86.25%	81,965.04	89.83%	73,913.17	91.66%
境外	17,728.61	13.75%	9,277.68	10.17%	6,720.97	8.34%
合计	128,933.99	100.00%	91,242.72	100.00%	80,634.15	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与核心客户保持稳定的长期合作关系，业务稳定性较好，但需关注客户集中度较高风险

公司销售模式可分为常规销售和指定销售。其中常规销售主要包括客户开发、产品研发、产品验证、批量销售等环节，一般进入批量生产阶段后，公司能够与客户建立长期、

稳定的合作关系。指定销售主要是指公司对金风科技及其指定供应商的销售。具体来看，2012年开始，金风科技进行业务调整，剥离大部分风力发电机组装业务。业务剥离后，金风科技主要从西安中车永电捷力风能有限公司、江苏中车电机有限公司等公司采购风力发电机，但保留了对磁钢等关键组件供应商的选择权。金风科技仍然按照自身产品设计要求制定磁钢的技术标准和质量标准，按计划与合格磁钢供应商签订框架合同，约定采购价格、采购数量等，并根据与西安中车永电捷力风能有限公司、江苏中车电机有限公司等公司的风力发电机采购合同，将相应的磁钢采购份额转让给西安中车永电捷力风能有限公司、江苏中车电机有限公司执行，转让磁钢采购权利和义务。2016年，金风科技引入南京汽轮机长风新能源股份有限公司作为发电机供应商之一，故公司对其也采取指定模式进行销售。

除风电领域外，随着公司产品结构的多元化，公司下游客户遍布新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调等领域。2016-2018年，公司前五大客户销售额合计占当年销售总额的比重分别为77.14%、70.24%、68.37%，占比较高。公司主要客户包括新疆金风科技股份有限公司、美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”）、比亚迪股份有限公司（以下简称“比亚迪”）等，其中金风科技作为国内风力发电领域的龙头企业，资质较好，与公司保持长期稳定的业务合作关系；美的集团和比亚迪分别作为空调和新能源汽车领域的龙头企业，实力雄厚。整体来看，公司大客户的资质较好，较为稳定的合作关系为公司未来的订单带来一定的保障。但同时也需要注意的是，公司近年前五大客户营收占比约高达七成，存在一定客户集中度较高的风险。

表9 2016-2018年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户	销售额	占年度销售总额比例
2018年	中国中车股份有限公司	29,846.73	23.15%
	美的集团股份有限公司	23,061.67	17.89%
	比亚迪股份有限公司	15,520.57	12.04%
	罗伯特·博世投资荷兰有限公司	14,615.64	11.34%
	Siemens Gamesa Renewable Energy A/S	5,105.91	3.96%
	合计	88,150.53	68.37%
2017年	中国中车股份有限公司	30,317.80	33.23%
	美的集团股份有限公司	13,475.18	14.77%
	罗伯特·博世投资荷兰有限公司	10,019.32	10.98%
	新疆金风科技股份有限公司	5,627.95	6.17%
	三菱电机（广州）压缩机	4,642.60	5.09%

	有限公司		
	合计	64,082.85	70.24%
2016年	中国中车股份有限公司	42,567.67	52.79%
	罗伯特·博世投资荷兰有限公司	7,991.13	9.91%
	三菱电机（广州）压缩机有限公司	4,692.87	5.82%
	赣州晨光稀土新材料股份有限公司	3,626.29	4.50%
	新疆金风科技股份有限公司	3,319.59	4.12%
	合计	62,197.55	77.14%

注：表中中国中车股份有限公司包括西安中车永电捷力风能有限公司、江苏中车电机有限公司等；罗伯特·博世投资荷兰有限公司包括联合汽车电子有限公司、Bosch Rexroth AG等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游供应商关系稳定，原材料供应较有保障，但仍存在原材料价格波动及供应商集中度较高风险

根据本行业的特点，原材料成本对产品质量和利润影响巨大，原材料成本占产品成本比重均在70%以上，公司为此实施严格的采购管理。公司生产采购原材料主要包括稀土原材料和辅助金属材料，其中稀土原材料采购额占比约在八成左右。在以销定产的生产销售模式下，公司根据在手订单情况提前采购稀土原材料及辅助金属材料。此外，公司会依据稀土价格走势，采购适量的稀土原材料作为安全库存，一般情况下会储备3个月左右的需求量。

表10 2016-2018年公司产品成本构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	76,933.78	77.64%	46,586.90	74.15%	43,793.16	77.83%
人工	9,245.13	9.33%	5,843.00	9.30%	4,922.29	8.75%
制造费用	7,174.14	7.24%	5,799.02	9.23%	3,539.70	6.29%
其他	5,737.33	5.79%	4,599.00	7.32%	4,014.94	7.14%
合计	99,090.40	100.00%	62,827.92	100.00%	56,270.09	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购原材料以稀土原材料为主，2016-2018年稀土原材料采购额占当期公司采购总额的比重分别为88.97%、80.27%、83.28%。而稀土原材料中又以镨钕为主，2016-2018年公司采购的镨钕均价涨幅达28.32%，这也是公司毛利率波动的重要原因之一。尽管公司产品定价以成本加成为主，一般会定期根据稀土价格的变动进行调整，但产品价格调整仍然有一定滞后性，稀土价格出现快速波动的情形，仍会对公司毛利率形成一定的影响。

表11 2016-2018年公司主要稀土原材料采购情况（单位：万元、吨、元/公斤）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
镨钕	49,523.65	67.75%	28,958.97	64.39%	34,300.24	67.16%
氧化镨钕	280.17	0.38%	7,452.65	16.57%	2,719.14	5.32%
镨铁	14,899.22	20.38%	5,574.79	12.40%	7,023.42	13.75%
氧化镨	1,183.28	1.62%	1,928.97	4.29%	2,312.06	4.53%
铽	4,730.89	6.47%	385.08	0.86%	1,850.37	3.62%
氧化铽	2,477.85	3.39%	673.50	1.50%	2,867.84	5.62%
合计	73,095.06	100.00%	44,973.97	100.00%	51,073.07	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

稀土作为我国的重要战略资源，我国稀土资源主要集中于中国南方稀土集团、中国铝业股份有限公司等六大稀土集团，且赣州市为促进当地稀土深加工产业的发展，对采购当地企业生产的稀土原材料进行稀土深加工的本地企业，根据销售额一定比例进行奖励，故近年公司上游供应商较为集中。2016-2018年，公司前五大供应商采购金额占采购总额的比重分别为80.25%、63.15%和72.10%，其中主要供应商包括赣州晨光稀土新材料股份有限公司、四川江铜稀土有限责任公司等。此外，考虑到赣州稀土持有公司6.53%的股份、四川江铜稀土有限责任公司与公司合资设立了四川江铜稀土磁材有限公司，合作关系较为稳定，公司原材料价格短缺风险较小。

表12 2016-2018年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	前五大供应商	采购额	占当期采购总额的比重
2018年	赣州晨光稀土新材料股份有限公司	29,263.50	27.38%
	虔东稀土集团股份有限公司	29,086.74	27.21%
	四川江铜稀土有限责任公司	8,122.19	7.60%
	内蒙古包钢稀土国际贸易有限公司	5,496.30	5.14%
	江西万弘高新技术材料有限公司	5,102.77	4.77%
	合计	77,071.50	72.10%
2017年	赣州晨光稀土新材料股份有限公司	18,527.95	31.56%
	四川江铜稀土有限责任公司	6,011.61	10.24%
	包头市三隆稀有金属材料有限责任	5,847.86	9.96%
	包头市玺骏稀土有限责任公司	4,124.02	7.03%
	江西万弘高新技术材料有限公司	2,556.41	4.35%
	合计	37,067.85	63.15%
2016年	赣州晨光稀土新材料股份有限公司	32,782.96	56.29%
	四川江铜稀土有限责任公司	7,649.04	13.13%
	赣州汇智金属材料有限公司	2,407.44	4.13%
	包头市玺骏稀土有限责任公司	2,327.01	4.00%

赣州市欧能吉矿业有限公司	1,565.81	2.69%
合计	46,732.26	80.25%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司产能规模有所提升，产能利用率较好，但仍需关注未来新增产能释放情况

公司实行以销定产、定制化的生产管理模式。公司根据客户整体产品方案，对钕铁硼磁钢进行具体的开发设计，并进行差异化生产。公司目前已基本具备全产品生产能力，具体涵盖产品研究与开发、模具开发与制造、坯料生产、成品加工等各环节，并对各工艺流程进行全面控制和管理。随着公司业务规模的扩大，公司产品产能和产量均有所提升，公司高性能钕铁硼磁钢毛坯产能和产量分别从2016年的4,500吨、4,267.13吨提升至2018年的7,000吨、6,730.70吨。

截至2018年末，公司在建项目主要有新建年产1,300吨高性能磁钢项目（IPO募投项目）、生产线自动化升级改造项目（IPO募投项目），上述项目预计2019年底建成投产，建成后预计将新增毛坯产能1,300吨，产能规模将进一步提升，未来需要对相关项目后续产能利用情况保持关注。

表13 2016-2018年公司产能及产量情况（单位：吨）

项目	2018年	2017年	2016年
产量	6,730.70	4,515.49	4,267.13
产能	7,000.00	4,800.00	4,500.00
产能利用率	96.15%	94.07%	94.83%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司重视技术创新，整体技术实力较强，有助于提升产品竞争力

公司作为高新技术企业，在产品配方和生产工艺方面具有一定的核心技术能力，拥有全部产品自主知识产权和多项国内外发明、专利。截至2018年末，公司累计拥有24项专利，其中美国、欧盟专利授权各一项。经过不断研发创新，公司目前形成并掌握了以配方体系、细晶技术、一次成型技术、生产工艺自动化技术、高耐腐蚀性新型涂层技术、晶界渗透技术等为核心的核心技术体系。2016-2018年，公司新能源汽车等领域产品收入分别为23,229.36万元、45,357.79万元和80,675.04万元。为进一步提升公司现有产品的品质和附加值，增强产品竞争力，2018年公司聘请了钕铁硼永磁材料发明人佐川真人先生为核心的顾问团队。

与此同时，公司对研发投入也较为注重，2016-2018年研发费用分别达到4,646.05万元、6,824.49万元和5,570.10万元，公司亦通过了高新技术企业的认定，符合享受企业所得税按15%缴纳的优惠条件。

表14 2016-2018年公司的研发投入情况（单位：万元）

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

研发费用	5,570.10	6,824.49	4,646.05
营业收入	128,933.99	91,242.72	80,634.15
研发费用占营业收入比重	4.32%	7.48%	5.76%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2018年6月审计报告及2018年度审计报告，报告均采用新会计准则编制，2017年年末数采用2018年年初数。截至2018年末，公司共有7家子公司纳入合并范围，其中2018年合并范围新增2家子公司分别为金力永磁（宁波）投资有限公司、JL MAG RARE-EARTH (U.S.A.) INC，2016-2017年合并范围无变化。

财政部于2018年6月15日发布了《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），对一般企业财务报表格式进行了修订。

资产结构与质量

近年公司资产规模保持较快增长，主要以应收账款、货币资金及存货为主，需关注应收账款资金占用及原材料等存货的跌价风险

随着经营规模的扩张，公司资产规模快速增长，截至2018年末为207,029.97万元，近三年复合增长率为30.68%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016-2018年，公司流动资产占总资产的比重分别为77.34%、75.18%和78.73%。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	46,281.34	22.35%	24,888.72	17.27%	24,865.39	20.51%
应收票据	15,350.35	7.41%	11,485.17	7.97%	13,109.21	10.81%
应收账款	36,988.61	17.87%	35,227.68	24.45%	24,416.54	20.14%
存货	59,814.60	28.89%	35,420.91	24.58%	29,778.15	24.56%
流动资产合计	162,993.46	78.73%	108,333.64	75.18%	93,759.91	77.34%
固定资产	32,849.42	15.87%	23,555.26	16.35%	19,609.66	16.17%
在建工程	906.34	0.44%	3,915.07	2.72%	853.53	0.70%

无形资产	3,153.18	1.52%	3,241.68	2.25%	3,311.45	2.73%
其他非流动资产	4,447.70	2.15%	2,231.40	1.55%	880.18	0.73%
非流动资产合计	44,036.51	21.27%	35,759.97	24.82%	27,477.96	22.66%
资产总计	207,029.97	100.00%	144,093.62	100.00%	121,237.87	100.00%

资料来源：公司2015-2018年6月审计报告及2018年度审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货等构成。公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金组成，2018年末为46,281.34万元，同比大幅增长85.95%，主要系当期新增借款、IPO募集资金到账所致。截至2018年末，公司受限的货币资金为6,612.76万元，主要为银行承兑汇票和锁汇业务的保证金以及被冻结的预收广西银河风力发电有限公司的2,000万元货款。票据作为公司主要的结算方式，受公司业务规模扩张及票据贴现或背书转让影响，近年公司应收票据有所波动，2018年末为15,350.35万元，其中银行承兑汇票占比66.28%。截至2018年末，公司应收账款为36,988.61万元，较2016年末大幅增长51.49%，主要系自2017年起公司对中国中车股份有限公司及美的集团的信用账期有所延长及新能源汽车等领域收入增加所致。截至2018年末，公司前五大应收对象的合计欠款占应收账款的比重为55.74%，集中度较高，从账龄来看，应收账款账龄主要集中在1年以内，账龄相对较短，考虑到公司主要的应收对象为国内大型知名企业，整体实力较强，总体回收风险可控，但需关注部分大客户信用账期延长造成的资金占用风险。

表16 截至2018年12月末公司前五大应收账款情况（单位：万元）

单位名称	应收账款	占应收账款合计数比例	坏账准备
江苏中车电机有限公司	6,459.89	17.23%	64.60
深圳市比亚迪供应链管理有限公司	5,454.82	14.55%	54.55
西安中车永电捷力风能有限公司	3,931.09	10.48%	39.31
安徽美芝精密制造有限公司	2,530.91	6.75%	25.31
SGRE GmbH & Co. KG	2,522.17	6.73%	25.22
合计	20,898.88	55.74%	208.99

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司存货主要包括原材料、在产品、库存商品和发出商品。由于公司采取以销定产生产销售模式，随着业务规模的扩张，公司采购原材料及在产品等均有所提升，2018年末公司存货规模为59,814.60万元，近三年复合增长率为41.73%。截至2018年末，公司计提的存货跌价准备为219.72万元，主要来自于库存商品和在产品，规模不大，但由于稀土作为我国重要战略资源，受到国家政策管控其价格易产生波动，未来需关注原材料发生跌价的风险。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产等。固定资产是公司资产的重要组成部分，主要包括房屋建筑物、机器设备等，2018年末为32,849.42

万元，较2016年末增长67.52%，主要系公司二期厂房等在建工程转入及新增购置机器设备所致。受完工结转影响，近年公司在建工程变动较大，2018年末为906.34万元，同比下降了76.85%，主要系部分待安装检验设备及二期厂区部分转入固定资产所致。公司无形资产主要为土地使用权，近年保持稳定。公司其他非流动资产为预付长期资产购置款，2018年末为4,447.70万元，较2016年末大幅增长405.32%，主要系随着公司二期厂房建设逐步完工，预付购置机器设备款项大幅增加所致。

受限资产方面，截至2018年末，公司受限资产账面价值合计15,766.93万元，其中货币资金6,612.76万元、固定资产中的部分房屋建筑物及生产设备6,110.72万元以及无形资产中的土地使用权3,043.45万元，资产受限比例为7.62%。

总体来看，受公司IPO以及公司自身经营积累影响，近年公司资产规模持续增长，但需注意受下游大客户对公司资金的占用及原材料价格变动造成的存货跌价风险。

资产运营效率

公司净营业周期有所波动，整体资产运营效率仍有待提升

受中国中车股份有限公司及美的集团信用账期延长30天的影响，公司应收账款周转天数由2016年的140.03天延长至2017年的166.18天，而受益于回款周期较短的新能源汽车等领域业务的扩大，2018年公司应收账款周转天数又下降至138.28天。受业务规模扩大，原材料储备规模增加等影响，近年公司存货周转天数整体有所提高。由于公司对部分供应商以现金折扣方式提前支付货款，降低了票据的结算比列，公司应付账款周转天数从2016年的124.41天缩短至2018年的95.11天。综合上述因素，2016-2018年公司净营业周期有所波动，低于行业平均水平。

受益于公司业务规模的快速增长，近年公司流动资产、固定资产和总资产周转天数整体保持稳定，2018年较上年均有所改善。

表17 公司主要运营效率指标

项目	2017年行业平均水平	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数（天）	126.45	138.28	166.18	140.03
存货周转天数（天）	128.64	171.99	180.82	165.64
应付账款周转天数（天）	85.40	95.11	105.84	124.41
净营业周期（天）	169.69	215.16	241.16	181.26
流动资产周转天数（天）	434.62	378.79	398.68	371.35
固定资产周转天数（天）	136.70	78.74	85.15	85.40
总资产周转天数（天）	716.80	490.19	523.44	490.30

注：行业选取依据申万行业分类中有色金属-金属非金属新材料-磁性材料，数据来源于 Wind 资讯。
 资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入增幅较大，但主业盈利能力略有下滑

公司营业收入主要来源于钕铁硼磁钢业务，近年其收入占营业收入比重均在90%以上。2016-2018年公司营业收入分别为80,634.15万元、91,242.72万元和128,933.99万元，近三年复合增长率为26.45%，增速较快，主要系新能源汽车等领域市场规模的扩张所致。此外，随着公司在美国设立全资子公司，未来境外业务有望进一步提升。此外，公司与主要客户的合作关系较为稳定，加之后续新增产能将逐步投产，未来公司主营业务收入有一定支撑。

毛利率方面，2016-2018年公司综合毛利率分别为24.38%、28.87%、22.70%，整体有所下滑，其中2017年综合毛利率上调得益于公司原材料储备较充足，抵减了当期稀土原材料市场价格上升的压力以及生产效率提高，降低了单位成本，而2018年下滑则系当期采购原材料成本上涨以及产品售价调整滞后于稀土原材料价格波动所致。后续仍需关注原材料价格及产品售价变动等因素对公司盈利能力的影响。2016年公司资产减值损失为-1,879.33万元，主要系当期公司冲回了计提的坏账损失所致。近年公司其他收益规模较大，2017-2018年分别为4,845.01万元、4,636.84万元，主要系稀土钨深加工及应用产品奖励、上市奖励等政府奖励补助款。

期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用，主要由工资、研发费用及股份支付费用等构成，近三年分别为12,221.69万元、10,671.88万元和10,854.21万元，其中2016年管理费用较高主要系当期向董事、高级管理人员等发行股票产生股份支付费用4,409.00万元。受业务规模及银行借款规模增加影响，近三年公司销售费用和财务费用逐年提升。但公司期间费用率逐年下滑，处于行业中等水平。

2017年起受益于新能源汽车及汽车零部件等领域业务的扩张，公司营业收入和净利润均同比好转，2018年同比分别增长41.31%、5.39%。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	128,933.99	91,242.72	80,634.15
营业利润	16,009.79	15,507.49	5,975.01
资产减值损失	624.58	584.20	-1,879.33
其他收益	4,636.84	4,845.01	-

营业外收入	0.71	253.08	2,607.68
利润总额	15,918.32	15,726.07	8,573.69
净利润	14,652.41	13,903.44	6,881.89
综合毛利率	22.70%	28.87%	24.38%
期间费用率	12.72%	15.65%	18.45%
营业利润率	12.42%	17.00%	7.41%
总资产回报率	10.42%	13.22%	9.06%
营业收入增长率	41.31%	13.16%	-3.32%
净利润增长率	5.39%	102.03%	-32.88%

资料来源：公司2015-2018年6月审计报告及2018年度审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金流波动较大，且投资规模增大，整体现金流对筹资活动存在一定依赖

公司经营业务的主要客户为金风科技等风电领域客户及美的集团等领域客户，客户资质较好，且受益于盈利能力的提升，公司经营现金生成能力持续改善，2016-2018年FFO分别为9,880.11万元、19,362.98万元和21,558.96万元。在备货扩张及票据背书转让等影响下，近年公司经营活动现金流净额有所波动，2016-2018年分别为-10,908.78万元、10,023.37万元和5,809.30万元，公司经营活动现金流整体表现一般。

投资活动方面，近年公司投资活动现金流持续净流出，主要系购置机器设备及二期厂房等在建工程的投入。2016-2018年，公司筹资活动累计净流入48,112.28万元，主要来自于银行借款及股东投入款、IPO募集资金。近年公司持续保持了较大规模的投资支出，未来公司仍存在一定的资金支出压力。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	0.91	0.93	0.90
净利润	14,652.41	13,903.43	6,881.89
非付现费用	4,305.22	3,410.82	416.99
非经营损益	2,601.33	2,048.73	2,581.23
FFO	21,558.96	19,362.98	9,880.11
营运资本变化	-15,749.66	-9,339.63	-20,788.89
其中：存货的减少（减：增加）	-24,333.71	-5,724.56	-2,655.47
经营性应收项目的减少（减：增加）	-8,489.74	-9,296.12	-13,366.12
经营性应付项目的增加（减：减少）	17,073.79	5,681.05	-4,767.30
经营活动产生的现金流量净额	5,809.30	10,023.37	-10,908.78
投资活动产生的现金流量净额	-10,853.50	-9,407.33	-2,845.90

筹资活动产生的现金流量净额	23,791.78	4,609.34	19,711.16
现金及现金等价物净增加额	19,137.05	5,222.83	6,136.26

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平逐年提升，有息债务规模增加较快，短期偿债压力增大

随着生产经营规模的扩大，公司负债规模有所上升，2018年末为96,249.30万元，近三年复合增长率为38.02%。得益于首次公开发行股票及经营积累，公司所有者权益持续增长，2018年末为110,780.67万元，近三年复合增长率为25.16%。2016-2018年，公司产权比率呈上升趋势，但整体水平仍尚可。

表20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年	2016年
负债总额	96,249.30	62,491.37	50,523.26
所有者权益	110,780.67	81,602.25	70,714.61
产权比率	86.88%	76.58%	71.45%

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债。公司短期借款全部为信用借款，2018年末为36,100.00万元，较2016年末增长3倍多。公司应付票据均为银行承兑汇票，公司结合自身采购规模及资金等情况调整了票据结算比例，故相比2016年，2017-2018年的应付票据规模有所下降。受公司采购规模的扩大及票据结算下降影响，2016-2018年公司应付账款的规模持续增长，2018年末为23,603.96万元，较2016年末增加近4倍。公司预收款项逐年下降，截至2018年末为3,821.92万元，其中账龄在3年以上的2,191.89万元预收款，为预收广西银河风力发电有限公司的货款仍处于诉讼阶段；账龄在1-2年的预收款规模为1,200.02万元，主要系购进生产设备尚未到结算期。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，2018年末账面余额为9,144.00万元。

公司非流动负债主要为长期借款和递延收益。截至2018年末，公司长期借款为6,924.00万元，以抵押借款为主，借款利率区间为4.75%-6.95%。公司递延收益主要系技术改造等政府补助，2016-2018年分别为3,988.51万元、3,981.58万元和3,707.39万元。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	36,100.00	37.51%	11,100.00	17.76%	7,900.00	15.64%

应付票据	8,549.52	8.88%	8,079.18	12.93%	12,933.25	25.60%
应付账款	23,603.96	24.52%	12,429.79	19.89%	4,723.30	9.35%
预收款项	3,821.92	3.97%	4,893.36	7.83%	5,600.75	11.09%
一年内到期的非流动负债	9,144.00	9.50%	4,000.00	6.40%	6,000.00	11.88%
流动负债合计	85,617.91	88.95%	45,539.79	72.87%	41,534.75	82.21%
长期借款	6,924.00	7.19%	12,970.00	20.75%	5,000.00	9.90%
递延收益	3,707.39	3.85%	3,981.58	6.37%	3,988.51	7.89%
非流动负债合计	10,631.39	11.05%	16,951.58	27.13%	8,988.51	17.79%
负债合计	96,249.30	100.00%	62,491.37	100.00%	50,523.26	100.00%
有息负债	52,168.00	54.20%	28,070.00	44.92%	18,900.00	37.41%

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款组成，2018 年末为 52,168.00 万元，近三年复合增长率为 66.14%，且主要以短期债务为主，公司短期刚性债务偿债压力较大。

从偿债指标来看，随着债务融资规模的不断扩大，公司资产负债率呈现上升趋势，2018 年末为 46.49%，较 2016 年末增加了 4.82 个百分点。受短期债务规模增长较快影响，近年公司流动比例和速动比率均呈下滑趋势，短期偿债能力减弱。受益于盈利规模扩大，近年公司 EBITDA 持续增长，EBITDA 利息保障倍数虽有所波动，但息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度仍较好。

表 22 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	46.49%	43.37%	41.67%
流动比率	1.90	2.38	2.26
速动比率	1.16	1.58	1.51
EBITDA（万元）	21,965.62	20,366.15	12,241.80
EBITDA 利息保障倍数	9.28	11.23	8.92
有息债务/EBITDA	2.37	1.38	1.54
经营性净现金流/流动负债	0.07	0.22	-0.26
经营性净现金流/负债总额	0.06	0.16	-0.22

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息偿付资金主要来源于本期债券募投项目收益和公司日常经营产生的现金流。

根据《智能制造工厂升级改造项目可行性研究报告》，本项目预计财务内部收益率为15.7%（税后），投资回收期（含建设期）为6.79年。但中证鹏元关注到，在项目实施过程中和项目实际建成后，可能由于市场环境发生重大不利变化等风险造成项目收益达不到预期。

近年公司营业收入持续增长，2016-2018年分别为80,634.15万元、91,242.72万元和128,933.99万元，近三年复合增长率为26.45%。2016-2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为72,955.21万元、85,211.02万元和117,504.25万元，公司日常经营产生的现金流能为偿债提供一定保障。目前公司客户资质较好且合作关系较为稳定，未来订单有较好保障。但同时中证鹏元也关注到，应收账款仍占用了公司一定的营运资金；此外新能源汽车及其零部件、节能变频空调等下游领域产品更新换代较快，若公司产品未能及时更新，提升产品性能，可能对公司经营业绩造成一定不利影响。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

九、或有事项分析

截至2018年12月31日，公司尚有以下涉案金额较大的未决诉讼：

2012年，公司与广西银河风力发电有限公司（以下简称“广西银河”）签订销售合同，约定向广西银河销售钕铁硼磁钢25,920.00万元，并于2012年4、5月累计预收货款2,592.00万元。2013年4月，公司与广西银河签订了补充协议，预定变更销售价格，合同金额调整至20,088.00万元。2016年6月、2017年6月公司分别与广西银河签订了补充协议，约定将提货时间延长至2018年6月30日。2018年7月1日，广西银河就上述合同向广西北海市海州区人民法院提起诉讼，请求法院判决公司向广西银河返还预付款及自2018年7月1日起的利息，并由公司担受理费、保全费等诉讼相关费用。此外，公司在中国建设银行股份有限公司赣州开发区支行的账户被司法冻结人民币2,000万元，约定解冻日期为2019年11月4日。截至本报告出具日，该案尚未开庭审理。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
货币资金	46,281.34	24,888.72	24,865.39
应收票据	15,350.35	11,485.17	13,109.21
应收账款	36,988.61	35,227.68	24,416.54
预付款项	386.55	530.61	374.46
其他应收款	214.23	437.47	217.22
应收利息	14.28	24.47	52.62
存货	59,814.60	35,420.91	29,778.15
其他流动资产	3,869.12	318.61	946.33
流动资产合计	162,993.46	108,333.64	93,759.91
长期股权投资	1,015.81	1,308.18	1,485.07
固定资产	32,849.42	23,555.26	19,609.66
在建工程	906.34	3,915.07	853.53
无形资产	3,153.18	3,241.68	3,311.45
长期待摊费用	978.81	773.39	620.79
递延所得税资产	685.25	734.99	717.28
其他非流动资产	4,447.70	2,231.40	880.18
非流动资产合计	44,036.51	35,759.97	27,477.96
资产总计	207,029.97	144,093.62	121,237.87
短期借款	36,100.00	11,100.00	7,900.00
应付票据	8,549.52	8,079.18	12,933.25
应付账款	23,603.96	12,429.79	4,723.30
预收款项	3,821.92	4,893.36	5,600.75
应付职工薪酬	2,470.69	2,299.65	1,996.16
应交税费	111.52	1,125.86	171.69
应付利息	52.19	43.32	159.26
其他应付款	1,762.30	1,568.62	1,510.32
一年内到期的非流动负债	9,144.00	4,000.00	6,000.00
流动负债合计	85,617.91	45,539.79	41,534.75
长期借款	6,924.00	12,970.00	5,000.00
递延收益	3,707.39	3,981.58	3,988.51
非流动负债合计	10,631.39	16,951.58	8,988.51
负债合计	96,249.30	62,491.37	50,523.26
实收资本	41,342.42	37,182.42	18,591.21
资本公积	38,207.82	23,797.47	42,388.67

盈余公积金	4,560.71	3,067.49	1,697.77
未分配利润	26,711.98	17,575.68	7,797.75
归属于母公司所有者权益合计	111,149.20	81,903.82	70,965.70
少数股东权益	-368.53	-301.58	-251.09
所有者权益合计	110,780.67	81,602.25	70,714.61
负债和所有者权益合计	207,029.97	144,093.62	121,237.87

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
营业总收入	128,933.99	91,242.72	80,634.15
营业收入	128,933.99	91,242.72	80,634.15
营业总成本	117,379.82	80,327.26	74,448.97
营业成本	99,668.14	64,904.77	60,976.77
税金及附加	691.84	558.26	473.36
销售费用	2,490.78	1,576.75	1,281.96
管理费用	5,284.11	3,847.38	7,575.63
研发费用	5,570.10	6,824.49	4,646.05
财务费用	3,050.27	2,031.41	1,374.52
资产减值损失	624.58	584.20	-1,879.33
加：其他收益	4,636.84	4,845.01	-
资产处置收益	36.76	-76.09	-34.86
投资净收益	-292.37	-176.89	-175.30
公允价值变动净收益	74.38	-	-
营业利润	16,009.79	15,507.49	5,975.01
加：营业外收入	0.71	253.08	2,607.68
减：营业外支出	92.18	34.50	9.00
利润总额	15,918.32	15,726.07	8,573.69
减：所得税	1,265.91	1,822.63	1,691.80
净利润	14,652.41	13,903.43	6,881.89

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
销售商品、提供劳务收到的现金	117,504.25	85,211.02	72,955.21
收到其他与经营活动有关的现金	6,193.93	7,060.94	3,827.92
经营活动现金流入小计	123,698.19	92,271.96	76,783.14
购买商品、接受劳务支付的现金	89,204.51	61,265.73	65,346.58
支付给职工以及为职工支付的现金	18,372.75	12,783.81	10,057.10
支付的各项税费	5,498.03	3,898.20	5,343.33
支付其他与经营活动有关的现金	4,813.60	4,300.85	6,944.91
经营活动现金流出小计	117,888.89	82,248.59	87,691.92
经营活动产生的现金流量净额	5,809.30	10,023.37	-10,908.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	22.80	77.42	-
投资活动现金流入小计	22.80	77.42	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,876.30	9,484.75	2,845.90
投资活动现金流出小计	10,876.30	9,484.75	2,845.90
投资活动产生的现金流量净额	-10,853.50	-9,407.33	-2,845.90
吸收投资收到的现金	18,570.35	-	22,372.91
取得借款收到的现金	30,701.70	24,100.00	12,900.00
筹资活动现金流入小计	49,272.05	24,100.00	35,272.91
偿还债务支付的现金	19,563.00	14,930.00	10,900.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,917.27	4,560.66	4,661.76
筹资活动现金流出小计	25,480.27	19,490.66	15,561.76
筹资活动产生的现金流量净额	23,791.78	4,609.34	19,711.16
现金及现金等价物净增加额	19,137.05	5,222.83	6,136.26

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
净利润	14,652.41	13,903.43	6,881.89
加：资产减值准备	624.58	584.20	-1,879.33
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,230.50	2,467.11	2,106.19
无形资产摊销	94.03	90.55	85.79
长期待摊费用摊销	356.11	268.96	104.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-33.07	76.09	34.86
公允价值变动损失	-74.38	-	-
财务费用	2,366.66	1,813.46	1,371.79
投资损失	292.37	176.89	175.30
递延所得税资产减少	49.75	-17.71	1,043.70
递延所得税资产增加	-	-	-44.42
存货的减少	-24,333.71	-5,724.56	-2,655.47
经营性应收项目的减少	-8,489.74	-9,296.12	-13,366.12
经营性应付项目的增加	17,073.79	5,681.05	-4,767.30
经营活动产生的现金流量净额	5,809.30	10,023.37	-10,908.78

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年	2017 年	2016 年
有息债务（万元）	52,168.00	28,070.00	18,900.00
资产负债率	46.49%	43.37%	41.67%
流动比率	1.90	2.38	2.26
速动比率	1.16	1.58	1.51
综合毛利率	22.70%	28.87%	24.38%
总资产回报率	10.42%	13.22%	9.06%
EBITDA（万元）	21,965.62	20,366.15	12,241.80
EBITDA 利息保障倍数	9.28	11.23	8.92
应收账款周转天数（天）	138.28	166.18	140.03
存货周转天数（天）	171.99	180.82	165.64
应付账款周转天数（天）	95.11	105.84	124.41
净营业周期（天）	215.16	241.16	181.26
流动资产周转天数（天）	378.79	398.68	371.35
固定资产周转天数（天）	78.74	85.15	85.40
总资产周转天数（天）	490.19	523.44	490.30
期间费用率	12.72%	15.65%	18.45%
营业利润率	12.42%	16.99%	7.41%
营业收入增长率	41.31%	13.16%	-3.32%
净利润增长率	5.39%	102.03%	-32.88%

资料来源：公司 2015-2018 年 6 月审计报告及 2018 年度审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{研发费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货} - \text{预付款项} - \text{其他流动资产}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款}$

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。