

浙矿重工股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【386】号 01

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，但不对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

浙矿重工股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
浙矿转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：浙矿重工股份有限公司（以下简称“浙矿股份”或“公司”，股票代码：300837.SZ）中高端的产品定位仍符合砂石行业供给侧改革趋势，同时公司账面货币资金对债务保障程度较优，财务政策维持稳健；但是中证鹏元也关注到，砂石领域缩量竞争背景下，公司市场调整成效不足，以致经营业绩承压，而由于下游景气度不佳引致的客户开工进度延缓和资金链趋紧，公司回款周期及发货进度延迟，坏账风险敞口亦继续扩大，进一步侵蚀利润水平并弱化资金周转效率，同时募投项目进度受相关资源回收行业需求低迷影响继续延缓，面临实施进度或效益不达预期的风险。

评级日期

2025年06月24日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	22.85	23.64	21.77	15.99
归母所有者权益	14.20	14.05	13.52	12.27
总债务	3.81	4.10	3.72	0.43
营业收入	1.71	6.53	5.48	6.95
净利润	0.18	0.80	1.07	1.87
经营活动现金流净额	-0.59	0.52	0.27	0.26
净债务/EBITDA	--	-1.82	-1.72	-1.44
EBITDA 利息保障倍数	--	10.76	21.71	2,940.42
总债务/总资本	20.70%	22.12%	21.12%	3.38%
FFO/净债务	--	-31.65%	-32.78%	-55.54%
EBITDA 利润率	--	23.21%	30.87%	35.21%
总资产回报率	--	4.32%	7.17%	13.95%
速动比率	1.91	1.71	1.97	1.70
现金短期债务比	6.65	5.74	8.13	9.90
销售毛利率	26.31%	32.43%	41.53%	41.55%
资产负债率	36.07%	38.95%	36.15%	23.29%

注：2022-2024年，公司净债务均为负。
资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司中高端的产品定位符合砂石行业供给侧改革趋势，且仍具备市场竞争优势。**公司产品主要应用于砂石骨料生产，近年环保趋严促使机制砂渗透率及矿山集中度持续提升，中高端破碎筛分成套设备企业仍拥有结构性机会。公司核心产品稳定性、耐用性更强且能耗更低，在技术、质量及服务等方面较国内竞争对手而言仍具备一定优势。
- **公司杠杆压力及债务负担较轻，流动性风险较低。**公司维持较为稳健的财务政策，存量债务仍以可转债融资为主，杠杆水平仍处低位，现金储备亦可对总债务形成全额覆盖，且短期债务中较大比例为可滚续的应付票据，整体债务负担较轻。

关注

- **砂石领域缩量竞争背景下，公司市场调整成效不足，经营业绩有所承压。**2024 年地产周期深度调整及基建投资增速放缓加剧下游砂石需求萎缩态势，公司主力产品销量继续下滑，而当年贡献较大收入增量的 EPC 项目对营收的支撑作用不具有持续性，导致 2025 年 1 季度营收同比下滑 38.73%。预计短期内我国砂石行业供需宽松局面难以扭转，而公司在金属矿及海外市场开拓尚未有显著的成效，难以抵御砂石需求减弱的冲击，未来经营业绩可能持续承压。
- **业务结构调整、产能利用不足及坏账敞口扩大等因素共同削弱公司盈利水平。**受低毛利的 EPC 项目拖累叠加产能利用率不足推高折旧压力，公司销售毛利率持续走低，同时客户回款滞后加剧坏账风险进一步挤压利润水平，2024 年及 2025 年 1 季度公司归母净利润分别同比下滑 25.36%和 73.65%，EBITDA 利润率和总资产回报率亦同步走弱。
- **货物交付及回款周期进一步延长，弱化资金周转效率。**由于下游矿山客户现金流紧张及开工节奏放缓，公司资金回笼进度及生产线交付周期进一步延长，以致存货和应收账款周转效率持续走低，其中存货周转率仍明显弱于同业，受此影响 2025 年 1 季度经营活动现金流转为净流出，推升营运资金周转压力。
- **募投项目实施进度继续延缓。**本期债券募投项目拟向建筑垃圾和废旧新能源电池的回收再利用领域拓展，但政策推动力度不足及碳酸锂价格下探导致上述行业仍处弱需求周期，公司继续暂缓募投项目实施进度以规避经营风险，需持续关注政策及行业环境变化对下游市场需求及募投项目推进和预期收益实现的潜在影响。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内破碎筛选设备细分行业头部企业之一，仍具备一定的技术实力和市场竞争力，货币资金对债务保障能力较优，整体财务风险表现稳健。

同业比较（单位：亿元）

指标	大宏立	南矿集团	公司
总资产	10.31	21.41	23.64
营业收入	3.72	7.77	6.53
净利润	-0.01	0.66	0.80
销售毛利率	27.20%	32.89%	32.43%
资产负债率	16.60%	34.23%	38.95%
应收账款周转率	2.81	1.79	2.41
存货周转率	1.32	1.23	0.68

注：以上各指标均为 2024 年数据。
 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
工商企业通用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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
浙矿转债	3.20	3.20	2024-6-24	2029-3-9

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于建筑垃圾资源回收利用设备生产基地建设项目（一期）（以下简称“建筑垃圾设备基地”）和废旧新能源电池再生利用装备制造示范基地建设项目（以下简称“废旧新能源电池设备基地”）。截至2025年3月31日，浙矿转债募集资金专项账户余额为2.97亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司股权结构基本保持稳定，控股股东及实际控制人仍为陈利华，直接持股比例32.55%，并通过君渡投资¹间接控制公司7.50%（表决权口径）的股份，此外，其一致行动人陈利群、陈连方、陈利刚、段尹文各持有公司6.675%的股份。截至2025年6月9日，控股股东、实控人陈利华及君渡投资分别累计质押股份1,100.00万股、210.00万股，占各自所持公司股份的33.79%和28.00%。

公司主营业务仍为破碎、筛选成套设备的生产和销售，下游主要应用于砂石矿山和金属矿山资源破碎加工。2024年及2025年1季度，为拓展海外市场业务布局，公司合计新设5家境内外子公司以及1家进出口贸易公司负责海外营销布点及外贸业务，同时寻求合适的矿产投资机会。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激

¹ 全称为湖州君渡投资管理有限公司，系公司员工持股平台，持有公司 7.50%的股份，由陈利华控股。

有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年国内砂石行业供需矛盾持续升级，延续“需求减弱，量价走低”的弱势运行状态，预计短期内供需宽松局势较难扭转，并将进一步抑制砂石企业的投资意愿及其对破碎筛分设备的需求

破碎筛选设备制造行业属于矿山机械制造行业的细分行业，其中砂石骨料行业是其下游应用最为广泛的领域，其终端需求主要取决于基建及房地产市场的发展。2024年，我国经济发展仍面临多重挑战，房地产投资继续探底，开发投资全年降幅为10.6%，与此同时，政策约束下基建项目建设收紧，增速放缓至4.4%，对砂石市场的拉动作用有限，整体来看砂石有效需求继续萎缩；从供给端来看，伴随着2023年以来新增产能集中释放，砂石供应能力持续宽松。行业供需矛盾升级不仅导致了价格的持续探底，还直接影响了砂石矿山产能的释放，2024年全国砂石产量152亿吨，同比下降9.4%，砂石价格亦持续回落10.8%。总体来看，2024年我国砂石行业经济运行延续“需求减弱，量价走低”的特征。

展望2025年，房地产宽松政策落地预期将进一步改善房企融资环境，但房企信心不足和资金紧张仍将对房地产开发投资形成掣肘，预计房地产市场仍然面临调整压力，投资降幅或将收窄；基建方面，2025年财政端定调积极，叠加超长期特别国债、地方政府专项债加速发行对部分基建领域提供资金支持，预计基建投资市场表现有望向好。综合来看，中证鹏元认为2025年我国砂石需求降幅有望收窄，但考虑到供给端市场供应充足，部分砂石企业库存高企，预计行业供需环境仍将维持宽松格局，同时供需失衡将加大砂石价格下行的压力，需求不足及价格下行将进一步抑制砂石企业的扩产意愿。

图1 2024年我国砂石产量持续回落

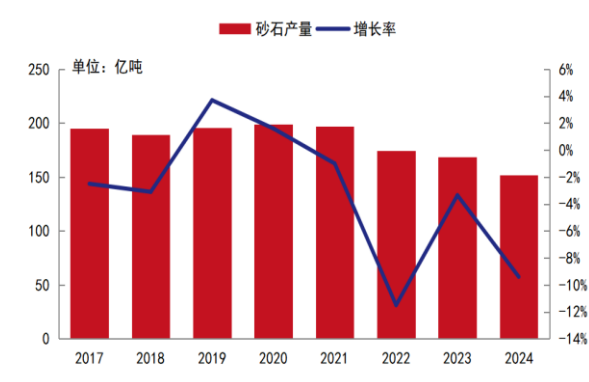
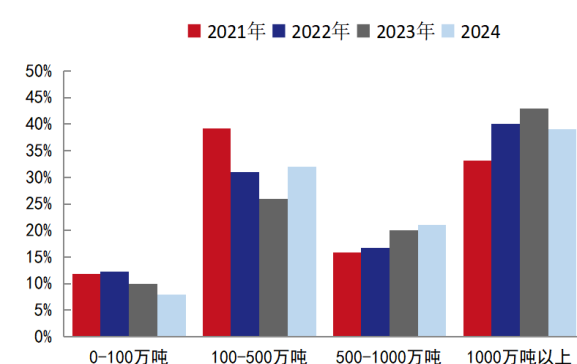


图2 2024年新设砂石矿权大型化趋势延续



资料来源：中国砂石协会，中证鹏元整理

资料来源：中国砂石协会，中证鹏元整理

砂石矿山及破碎筛分装备产业供给侧改革进程加快，行业内卷升级，缩量竞争局面下中小厂商面临淘汰整合压力

砂石及装备产业在政策与市场的双重驱动下呈现“结构性调整”特征，现已进入以减量、分化、整合为特征的深度调整期。从破碎筛分设备行业竞争格局来看，海外破碎筛分设备行业发展成熟，呈现高度集中的特点，相较之下，中国本土破碎筛分设备行业起步晚、发展快，市场竞争格局呈现金字塔型的多层次竞争特点：其中外资品牌芬兰美卓、瑞典山特维克、美国特雷克斯凭借技术与资本优势占据第一梯队，总市占率约5%；以公司、南矿集团、上海世邦为首的内资中高端品牌凭借技术创新和高性价比优势，已具备一定的国产替代基础，合计占据约20%的市场份额；剩余75%的市场则被众多中小企业瓜分，产品主要面向中低端市场，在当前行业供给侧改革进程加快的背景下面临被淘汰、整合的风险。

四、 经营与竞争

公司仍主营破碎、筛选成套生产线及单机设备，产品主要用于砂石、金属矿山和环保等领域，兼营少量运营管理及配件销售业务。2024年由于下游砂石行业景气度下行引致的矿山投资需求疲弱，公司主营的产品销售收入有所收缩，但得益于当年度确认两个EPC项目收入合计2.10亿元，带动成套生产线业务及公司总营收实现增长，考虑到EPC项目具备偶发性特征且规模分化明显，其对营收的支撑作用不具有持续性，受此影响，2025年1季度公司营业收入已同比下滑38.73%，短期内业绩或将有所承压。

受低毛利的EPC项目拖累，加之产能利用不足加大固定成本摊销压力，公司主营业务毛利率持续走低，且下行幅度高于同业上市公司。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
成套生产线	0.86	50.67	19.28	3.95	60.42	30.94	2.36	43.08	36.95
单机设备	0.21	12.32	37.75	1.09	16.75	31.75	2.20	40.12	44.65
运营管理	0.13	7.89	43.21	0.48	7.41	64.15	0.36	6.50	61.14
配件及其他	0.50	29.12	29.11	1.01	15.43	23.76	0.56	10.30	43.97
合计	1.71	100.00	26.31	6.53	100.00	32.43	5.48	100.00	41.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

下游砂石需求萎缩的背景下，公司主力产品销量继续下滑，但排产趋于谨慎带动产销率有所回升，公司积极布局金属矿及海外市场以对冲风险，但目前尚未形成规模效应，考虑到下游客户复购周期仍较久，缩量竞争背景下或进一步加大公司市场开拓难度

从终端应用领域来看，公司产品目前仍主要应用于砂石破碎筛分环节，同时在铁矿领域市场开拓亦

有一定成效，2024年相关客户销售占比超20%，而受制于公司进入有色金属矿山行业相对滞后，目前在上述领域尚未打开市场空间。从销售区域来看，公司目前仍主要面向国内市场，2024年外销收入占比进一步提升至7.81%，体现出公司积极布局海外市场的战略方向，但尚未形成规模效应。故此，公司业绩表现仍明显受到国内砂石骨料行业需求波动制约。

跟踪期内，公司与客户的结算政策未发生较大变化，仍主要以合同签订、发货、安装调试、质保期四大关键节点执行“3331”的梯度收款原则。由于公司对剩余35%-45%的货款设有一定信用期，下游砂石企业资金链趋紧导致部分客户回款周期拉长，考虑到下游客户存在一定比例的小型民企，在砂石行业供给侧改革的趋势下面临被整合的风险，需关注对应客户的尾款回收风险。

产销情况方面，下游需求疲软的背景下，公司生产策略更加谨慎，主要依据在手订单进行排产，2024年破碎及筛选设备产量均较上年明显下滑，带动产销率同比提升。由于矿山客户投资节奏持续放缓，公司成套生产线交付周期进一步延长至1年左右，以致产品期末库存量仍维持高位，存货积压或影响资金周转效率。为应对行业内竞争加剧的局面，公司对于部分央国企客户招投标订单会给予一定的价格让利，但受设备大型化趋势推动，公司破碎设备销售均价较上年有所抬升，筛选设备单价基本维持稳定，2024年主力产品销售规模收缩仍主要受销量下降影响。

表2 公司主要产品产销情况（单位：台、万元、万元/台）

产品	项目	2024 年	2023 年
破碎设备	产量	112	172
	销量	144	201
	库存量	160	192
	产销率	128.57%	116.86%
	销售金额	25,017.78	32,247.03
	销售均价	173.73	160.43
筛选设备	产量	474	603
	销量	486	475
	库存量	483	495
	产销率	102.53%	78.77%
	销售金额	10,236.90	10,091.70
	销售均价	21.06	21.25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户情况来看，由于下游客户扩产计划受矿山资源、环保政策等因素限制，加之设备存在3-5年更换周期，导致单一客户复购周期较长，因此公司客户结构变动仍较为频繁，但从下游应用领域来看，仍以砂石生产线客户为主，承德天卓矿山机械销售有限公司仍是唯一经销商，作为公司开拓下游铁矿市场的主要渠道。从销售集中度来看，2024年公司全额确认单个EPC项目收入1.64亿元，带动客户集中度明显提升，但该业务具备一定的偶发性特征，不反映常态化客户结构。

基于上述行业及产品属性，公司需具备持续开发新客户的能力以维持业绩稳定，考虑到砂石及装备产业目前处于以减量、分化、整合为特征的深度调整期，缩量竞争背景下或进一步加大公司市场开拓难度。

表3 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	序号	客户名称	销售标的	销售金额	占比
2024 年	1	客户一	砂石生产线（EPC 项目）	16,418.11	25.14%
	2	客户二	运营管理	4,837.06	7.41%
	3	客户三	砂石生产线（EPC 项目）	4,627.41	7.09%
	4	客户四	破碎筛选设备	4,141.70	6.34%
	5	客户五	砂石生产线	3,501.94	5.36%
	合计		-	33,526.22	51.34%
2023 年	1	客户一	破碎筛选设备	4,823.90	8.80%
	2	客户二	运营管理	3,563.51	6.50%
	3	客户三	砂石生产线	3,139.19	5.73%
	4	客户四	砂石生产线	3,032.74	5.53%
	5	客户五	砂石生产线	2,883.19	5.26%
	合计		-	17,442.52	31.82%

注：隶属同一实控人的公司销售金额已合并计算；
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主动淘汰部分落后产能，但未能有效遏制产能利用率下行颓势，同时本期债券募投项目因资源回收再利用行业需求疲弱导致实施进度持续延缓，需关注下游行业景气度波动对公司产能消化效率及募投项目运营效益的潜在影响

2024年，公司根据生产经营需要淘汰部分老旧产线，导致破碎设备产能明显缩减，筛选设备产能维持稳定，同时下游需求疲软以致产能利用效率进一步下滑。公司主营的破碎、筛选设备在砂石骨料行业应用比例较高，中证鹏元预计短期内砂石行业供大于求的局面较难扭转，需关注下游需求持续走弱带来的产能消化不足风险。

表4 公司主要产品产销率情况

年份	产品种类	设备系数 (台/套)	总产能 (工时)	加工工时	利用率
2024 年	破碎设备	11.42	27,408	17,050	62.21%
	筛选设备	8.00	19,200	13,460	70.10%
2023 年	破碎设备	16.00	38,400	25,460	66.30%
	筛选设备	8.00	19,200	14,320	74.58%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产基地仍位于浙江湖州长兴县内，并发行本期债券投资建设建筑垃圾设备基地和废旧新能源电池设备基地以拓宽下游应用场景。建筑垃圾和废旧新能源电池回收再利用符合国家政策导向，长期市

场前景较好，但行业目前均处于起步阶段，且建筑垃圾回收再利用行业发展主要依赖于政策推动，与地方政府财政支出安排息息相关，目前整体处于弱需求周期，而碳酸锂价格持续“下杀”亦使得电池回收企业盈利空间大幅收缩，相关厂商对废旧电池的采购意愿不足。为规避经营风险，公司继续暂缓募投项目实施进度²，需持续关注政策动态及行业环境变化对下游市场需求及募投项目推进节奏和运营效益的影响。

表5 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	拟投入募集资金	已投资	设计总产能	资金来源
建筑垃圾资源回收利用设备生产基地建设项目（一期）	1.54	0.70	0.87	年产 100 台用于建筑垃圾再生利用的破碎、筛选设备	可转债募集资金、自有资金
废旧新能源电池再生利用装备制造示范基地建设项目	4.06	2.50	0.41	年产废旧新能源电池破碎再生利用的破碎分选设备 10 套、年处理废旧新能源电池 21,000 吨	可转债募集资金、自有资金
合计	5.60	3.20	1.28	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍呈现资本密集型企业特征，成本结构灵活性一般，但钢价走势趋稳有效缓解了成本端压力

公司仍维持以直接材料为主的成本结构，并采用“以产定购”与提前储备相结合的采购模式，原材料主要包括钢材、铸锻件、轴承、电机等，跟踪期内与供应商结算模式未发生较大变化。2024年钢材采购单价随钢价中枢下移而略有下降，而轴承、铸锻件等标准件由于品种结构差异采购单价呈现一定波动，总体而言成本端压力相对可控。

从供应渠道来看，2024年EPC项目外购产品增加导致前五大供应商集中度进一步降至28.06%，公司核心供应链合作关系仍较为稳固，同时主要原材料市场竞争充分、流通性较高，不存在明显的断供风险。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

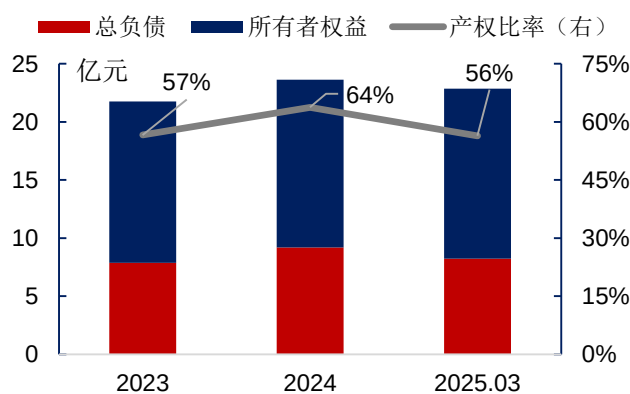
跟踪期内，下游需求趋弱使得公司存货和应收账款周转效率持续走低，坏账规模亦进一步扩大，加之毛利率下降明显侵蚀利润水平，但公司维持较为稳健的财务政策，杠杆压力和债务负担较轻，需关注 2025 年 1 季度业绩下滑及经营现金流走弱带来的资金周转压力

² 公司已于 2024 年 8 月公告将建设建筑垃圾设备基地达到预定可使用状态的日期延期至 2026 年 3 月 31 日；废旧新能源电池设备基地正在推进厂房主体建设，设备暂不入驻。

资本实力与资产质量

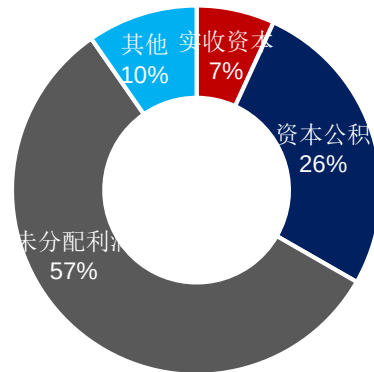
跟踪期内，公司固定资本开支节奏放缓，资产规模总体呈小幅增长的态势且资产结构较为稳定。受砂石行业需求走弱影响，下游矿山客户现金流紧张且生产节奏放缓趋势延续，导致公司成套生产线交付周期及客户回款进程进一步延长，因此存货和应收账款余额均有所增长。其中存货主要为已发出待验收的设备、在库的产成品以及提前储备的原材料，订单支撑下存货减值风险较小但周转速度显著低于同业；应收账款账龄结构进一步拉长，且其中约0.36亿元的货款已涉诉，截至2024年末坏账准备累计规模及单项计提的部分分别为0.66亿元、0.22亿元，较上年末均显著扩大。考虑到短期内下游砂石行业颓势较难扭转，上述因素或进一步影响公司营运资金周转效率并侵蚀盈利水平。但公司账面现金储备尚属充裕，且截至2025年3月末用于抵押的土地及厂房和保函、票据保证金等受限资产合计仅0.57亿元，整体资产流动性良好。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表6 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元)

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.79	25.33%	6.57	27.78%	6.58	30.20%
应收账款	3.31	14.48%	3.07	13.00%	2.36	10.82%
存货	6.38	27.90%	6.60	27.92%	6.01	27.59%
流动资产合计	16.47	72.09%	17.29	73.15%	15.66	71.91%
长期股权投资	1.00	4.39%	0.93	3.95%	0.83	3.79%
固定资产	3.33	14.57%	3.40	14.38%	3.45	15.84%
在建工程	0.70	3.04%	0.66	2.78%	0.52	2.41%
无形资产	0.99	4.33%	0.99	4.17%	0.99	4.55%
非流动资产合计	6.38	27.91%	6.35	26.85%	6.12	28.09%
资产总计	22.85	100.00%	23.64	100.00%	21.77	100.00%

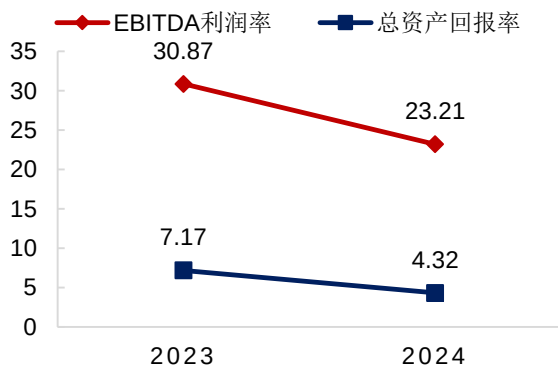
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司营业收入同比增长19.19%，其中期间费用率较上年变化不大，但在销售毛利率明显下滑以及应收账款信用减值损失增加的双重影响下，当年归母净利润同比下降25.36%，故而EBITDA利润率和总资产回报率亦同步走弱。

展望未来，预计短期内我国砂石行业供需宽松格局有望延续，而公司在金属矿及海外市场开拓尚未有显著的成效，难以抵御砂石需求减弱的冲击，未来经营业绩可能持续承压，同时产能利用率低迷带来的折旧摊销压力及客户回款滞后引发的坏账风险将进一步挤占公司利润水平，但考虑到低毛利的EPC项目对盈利的摊薄作用减弱，且钢价偏弱运行预期下成本端压力有望持续缓解，预计短期内公司盈利能力下行空间有限。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司业务经营外部融资需求不大，受应付票据变动及子公司中锐矿机(衢州)有限公司短期借款增加影响，公司总债务规模呈现窄幅波动的态势，截至2025年3月末以本期债券为核心构成，应付票据和银行借款亦可提供一定的流动性补给，由此形成的债务期限结构较为稳健，且短期债务中较大比例为可滚续的应付票据，集中偿付压力较小。此外，以应付账款和合同负债为主的经营性负债随原材料采购及下游客户项目验收进度滞后而波动增长。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.12	1.46%	0.03	0.33%	0.00	0.00%
应付票据	0.63	7.64%	1.01	10.95%	0.82	10.36%
应付账款	1.98	23.98%	2.21	24.04%	1.59	20.17%
合同负债	1.98	23.97%	2.23	24.21%	1.98	25.15%

一年内到期的非流动负债	0.17	2.06%	0.18	2.00%	0.02	0.20%
流动负债合计	5.28	64.03%	6.26	67.97%	4.90	62.24%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.15	1.91%
应付债券	2.87	34.84%	2.84	30.89%	2.73	34.66%
非流动负债合计	2.96	35.97%	2.95	32.03%	2.97	37.76%
负债合计	8.24	100.00%	9.21	100.00%	7.87	100.00%
总债务	3.81	46.28%	4.10	44.53%	3.72	47.31%
其中：短期债务	0.92	24.10%	1.22	29.81%	0.83	22.31%
长期债务	2.89	75.90%	2.88	70.19%	2.89	77.69%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

杠杆状况方面，公司仍维持较为稳健的财务政策，杠杆水平低位窄幅波动，且账面货币资金仍可对总债务形成全额覆盖，虽然利润下滑导致EBITDA利息保障倍数明显走弱，但仍处高位，公司整体债务负担较轻。

现金流方面，2024年公司FFO随利润缩减而略有下降，在上下游经营占款同时增加的综合影响下，当年经营活动净现金流较上年有所改善，但2025年1季度因客户回款滞后而转为净流出，营运资金压力加大。

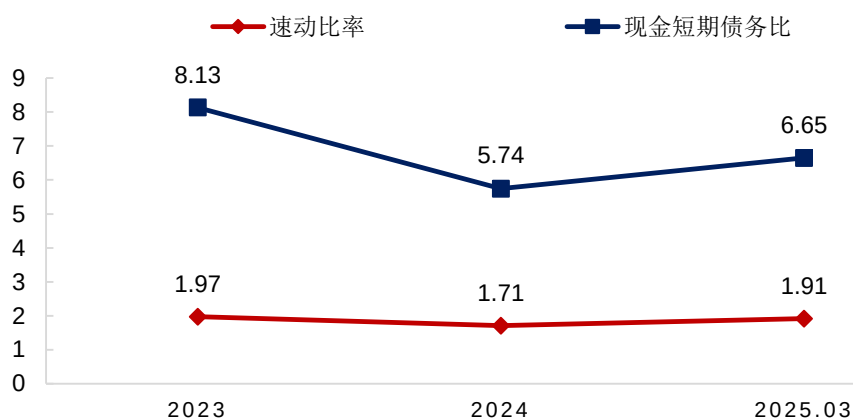
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.59	0.52	0.27
FFO（亿元）	--	0.88	0.95
资产负债率	36.07%	38.95%	36.15%
净债务/EBITDA	--	-1.82	-1.72
EBITDA 利息保障倍数	--	10.76	21.71
总债务/总资本	20.70%	22.12%	21.12%
FFO/净债务	--	-31.65%	-32.78%
经营活动现金流净额/净债务	26.05%	-18.64%	-9.23%
自由现金流/净债务	28.49%	-9.78%	7.03%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，随着2024年应付票据增加及长期借款即将到期，现金短期债务比有所走弱但仍在安全阈值内，速动比率表现稳定，短期偿债压力较小。考虑到截至2025年3月末公司未使用授信额度尚余6.72亿元，可新增信贷规模充足，且公司作为上市公司，融资渠道较为多元且通畅，稳定的再融资能力亦可对短期资金周转提供较好支持。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 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2022年1月1日至报告查询日（2025年5月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月9日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

考虑到下游砂石企业流动性趋紧，公司主动缩减为客户提供的供应链融资担保业务，截至2025年3月末，担保客户仅福建丽鑫晖建筑工程有限公司1家民企，担保余额176.00万元，且要求对方法人代表或实际控制人提供连带责任保证担保作为反担保措施，或有负债风险敞口大幅下降。

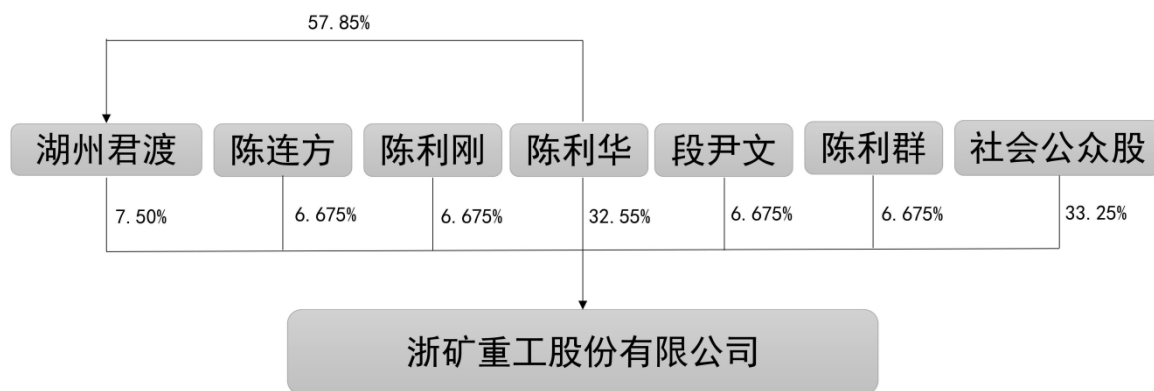
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	5.79	6.57	6.58	3.99
应收账款	3.31	3.07	2.36	1.61
存货	6.38	6.60	6.01	4.41
流动资产合计	16.47	17.29	15.66	10.61
固定资产	3.33	3.40	3.45	2.91
非流动资产合计	6.38	6.35	6.12	5.38
资产总计	22.85	23.64	21.77	15.99
短期借款	0.12	0.03	0.00	0.00
应付账款	1.98	2.21	1.59	1.71
合同负债	1.98	2.23	1.98	1.04
一年内到期的非流动负债	0.17	0.18	0.02	0.00
流动负债合计	5.28	6.26	4.90	3.64
长期借款	0.00	0.00	0.15	0.00
应付债券	2.87	2.84	2.73	0.00
非流动负债合计	2.96	2.95	2.97	0.08
负债合计	8.24	9.21	7.87	3.72
总债务	3.81	4.10	3.72	0.43
其中：短期债务	0.92	1.22	0.83	0.41
长期债务	2.89	2.88	2.89	0.02
所有者权益	14.61	14.43	13.90	12.27
营业收入	1.71	6.53	5.48	6.95
营业利润	0.25	0.97	1.29	2.18
净利润	0.18	0.80	1.07	1.87
经营活动产生的现金流量净额	-0.59	0.52	0.27	0.26
投资活动产生的现金流量净额	-0.05	-0.27	-0.75	-0.55
筹资活动产生的现金流量净额	0.04	-0.39	2.99	-0.30
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	1.52	1.69	2.45
FFO（亿元）	--	0.88	0.95	1.96
净债务（亿元）	-2.25	-2.76	-2.91	-3.53
销售毛利率	26.31%	32.43%	41.53%	41.55%
EBITDA 利润率	--	23.21%	30.87%	35.21%
总资产回报率	--	4.32%	7.17%	13.95%
资产负债率	36.07%	38.95%	36.15%	23.29%
净债务/EBITDA	--	-1.82	-1.72	-1.44
EBITDA 利息保障倍数	--	10.76	21.71	2,940.42

总债务/总资本	20.70%	22.12%	21.12%	3.38%
FFO/净债务	--	-31.65%	-32.78%	-55.54%
经营活动现金流净额/净债务	26.05%	-18.64%	-9.23%	-7.30%
速动比率	1.91	1.71	1.97	1.70
现金短期债务比	6.65	5.74	8.13	9.90

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 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+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

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号