

浙江银轮机械股份有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【108】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 浙江银轮实  
业发展股份有限公司

债券剩余规模: 5 亿元

债券到期日期: 2018 年  
01 月 29 日

债券偿还方式: 按年付  
息, 存续期后两年附回  
售选择权

分析师

姓名:  
杨涛 刘书芸

电话:  
021-51035670

邮箱:  
yangt@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

## 浙江银轮机械股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 05 月 19 日	2014 年 05 月 08 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对浙江银轮机械股份有限公司(以下简称“银轮股份”或“公司”)及其 2013 年 1 月 29 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA,发行主体长期信用等级维持为 AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司外部经营环境较好,公司收入持续增长,盈利能力进一步增强,且经营效率有所提高,同时我们也关注到了公司有息负债规模较大,面临一定短期偿债压力等风险因素。

### 正面:

- 2014 年汽车销量和保有量稳定增长;同时,随着环保要求趋严,尾气处理装置的市场空间将逐渐增大。2014 年汽车产销分别完成 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆,同比增长 7.26%和 6.86%。受到 2015 年全国全面实行国四标准的拉动,EGR 和 SCR 尾气后处理系统预计将具有强劲的市场需求。
- 公司主营业务收入大幅增长,尤其是尾气处理业务增速较快。由于客户开拓力度较大,且环保要求趋严,产品销售情况较好,2014 年公司主营业务收入合计达 237,902.68 万元,较上年增长 26.33%,增速较快;尾气处理业务收入同比大幅增长 282.76%,成为公司第二大业务板块。
- 随着营业收入增长和毛利率提高,公司盈利能力进一步增强。在销售收入和毛利率提高的影响下,2014 年公司利润总额同比增长 57.87%,达到 20,006.95 万元,盈利能力进一步增强。

### 关注：

- **公司面临一定的短期偿债压力。**整体来看，2014 年末公司的有息负债规模较上年增长 7.70%，有息负债占负债总额的比例为 55.05%，较上年末略有下滑，但仍较高；短期借款和应付票据余额合计较上年同比增长 23.57%，存在一定的短期偿债能力。
- **公司募投项目收益情况需持续关注。**截止到 2014 年底，公司 2011 年非公开增发募投项目均已达到预定可使用状态，2014 年分别产生收益 800.32 万元、173.16 万元和-68.24 万元，募投项目后期收益需持续关注。

### 主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	351,477.48	315,290.92	247,942.64
所有者权益合计（万元）	163,444.91	146,439.71	134,652.45
有息债务（万元）	103,517.25	96,115.89	68,298.22
资产负债率	53.50%	53.55%	45.69%
流动比率	1.44	1.64	1.41
速动比率	1.08	1.30	1.12
营业收入（万元）	241,452.73	191,448.83	168,422.38
营业利润（万元）	18,938.26	12,153.25	4,625.06
利润总额（万元）	20,006.95	12,673.15	5,623.66
综合毛利率	27.02%	25.90%	20.81%
总资产回报率	7.52%	6.10%	-
EBITDA（万元）	34,274.71	25,089.65	15,437.71
EBITDA 利息保障倍数	6.63	5.57	4.49
经营活动净现金流净额（万元）	18,126.01	15,161.42	17,347.18

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1617号文核准，公司于2013年1月29日公开发行公司债券，募集资金总额5亿元，票面利率5.89%，在债券存续期限的前3年内固定不变。

本期债券的起息日为2013年1月29日，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2014年至2018年每年的1月29日为上一个计息年度的付息日。公司有权决定是否在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率。公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第3个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。

若投资者行使回售选择权，则自2014年至2016年每年1月29日为回售部分债券的上一个计息年度的付息日。兑付日为2018年1月29日，若投资者行使回售选择权，则回售部分的兑付日为2016年1月29日。2015年1月29日，公司已如期足额支付当期债券利息。

本期债券募集资金用于偿还银行借款，调整负债结构，补充流动资金，已按计划使用完毕。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司以定向发行新股的方式向29名高管和核心技术人员授予预留限制性股票95万股，公司股本增加至32,754.00万股。跟踪期内公司名称、控股股东和实际控制人均未发生变化。跟踪期内公司合并范围新增四家子公司，明细如表1所示。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
天台银轮超亚精密模具技术有限公司	55%	200	模具、工装的研发、生产、销售	新设
宁波荣之机械科技有限公司	50%	500	设备的研发、生产、销售	新设
南昌银轮热交换系统有限公司	50%	1,200	汽车零部件的研发、生产、销售	新设
浙江昌宇达光电通信有限公司	100%	500.00	光电通信产品设计制造等	收购

资料来源：公司2014年度报告

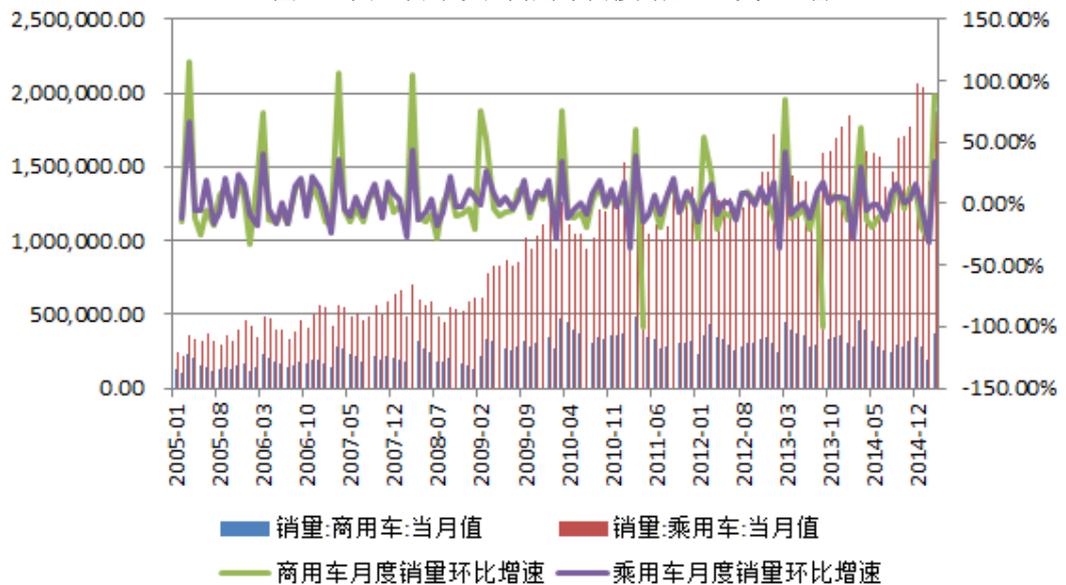
截至2014年12月31日，公司资产总额为351,477.48万元，归属于母公司的所有者权益为149,196.84万元，资产负债率为53.50%；2014年度，公司实现营业收入241,452.73万元，利润总额20,006.95万元，经营活动现金流净额18,126.01万元。

### 三、运营环境

2014年汽车销量和保有量稳定增长，带动汽车零部件产业的发展；同时，随着环保要求趋严，尾气处理装置的市场空间将逐渐增大

据中国汽车工业协会发布数据显示，2014年国内汽车产销总体呈平稳增长态势。2014年汽车产销分别完成2,372.29万辆和2,349.19万辆，同比增长7.26%和6.86%；其中，乘用车产销1,991.98万辆和1,970.06万辆，同比增长10.15%和9.89%；商用车产销380.31万辆和379.13万辆，同比下降5.69%和6.53%。从年度销量增速对比来看，2014年国内汽车销量增速较2013年全年增速（+13.9%）回落明显。目前国内经济处于转型期，固定资产投资增速下行，预计2015年商用车销售改善幅度有限。

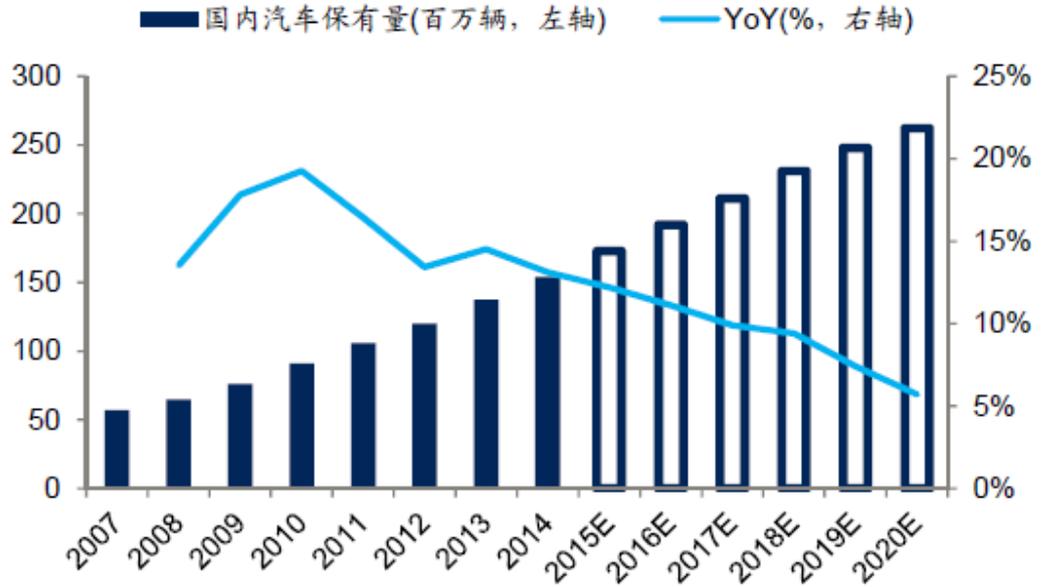
图1 中国乘用车和商用车月度销量（单位：台）



资料来源：WIND

从国内汽车后市场来看，根据中汽协、国家统计局资料显示，截至2014年底，国内汽车保有量接近1.5亿辆，同比增长12.1%。尽管国内汽车销售增速已进入低增长区间，但汽车保有量规模快速扩张，主要是汽车技术进步推动报废率下降，延长产品生命周期。预测2015、2016年汽车保有量增速分别为12.2%和11.1%，预计2020年国内汽车保有量接近2.7亿辆，较2013年保有量水平实现翻番增长。据中国汽车汽配用品行业联合会统计数据，2014年，我国汽车维修业的产值达到5,000亿元，并以每年10%以上的速度递增。专家预测，到2020年，我国维修业产值有望超过1万亿元。预计随着汽车保有量的稳定增长，汽车维修市场规模将平稳增长，带动汽车零部件产业的发展。

图2 国内汽车保有量增速预测



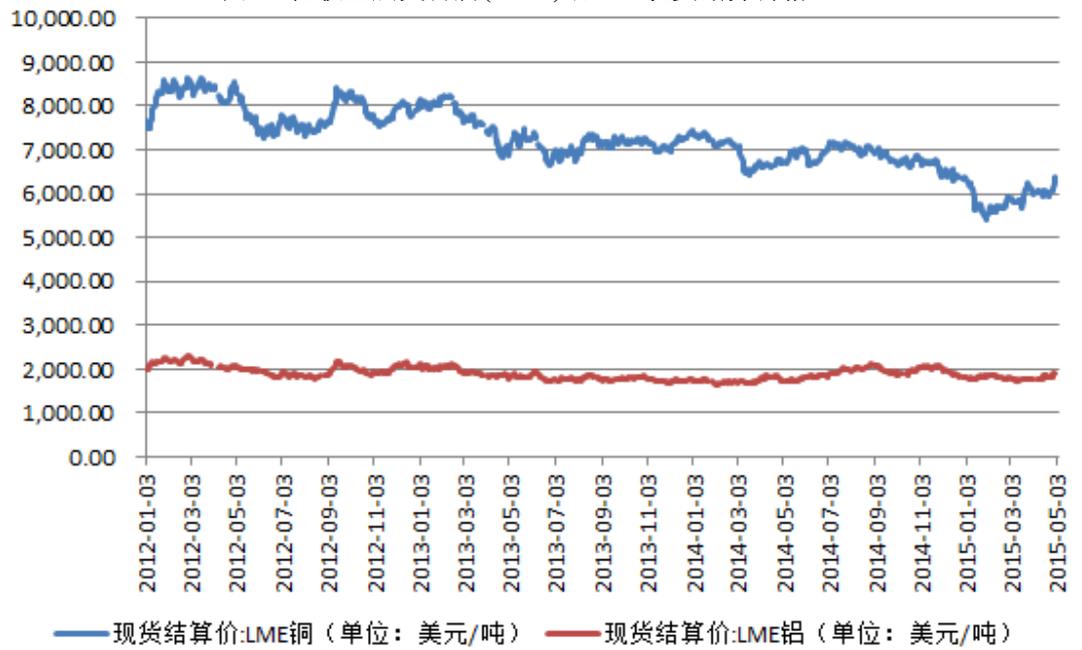
资料来源：WIND、海通证券研究所

近年来，随着环保要求的提高，全球各国和地区均在进行有计划的机动车尾气排放标准升级。欧洲、日本和韩国等发达国家在2014-2015年间均已达到欧5排放标准的水平，正在逐渐向欧6标准提升；美国则已在2013年达到EPA 10标准水平，并向更高标准GHG进发。相比之下，发展中国家则进展较为缓慢。在我国，北京已与2013年达到重型车欧4标准，目前正在进行欧5标准推广；对于全国，欧3标准于2013年达到，目前刚刚进入欧4推广中。可见，无论速度快慢，全球范围内的重型车尾气排放标准的升级是一个不可逆转的大趋势。目前，满足国4排放要求的尾气后处理技术，主要遵循两种路线，EGR和SCR。受到2015年全国全面实行国四标准的拉动，EGR和SCR尾气后处理系统都将具有强劲的市场需求。原国三发动机系统的车型需进行升级和换代，新车型的发动机标配也必须符合国四标准，预示了“增量+存量”双动力驱动的广阔市场。

**2014年，公司主要原材料铜价格不断走低，铝和不锈钢卷板价格在低位调整，波动较小**

公司原材料成本占主营业务成本的比例在80%以上，主要是不锈钢卷板、铝、铜等。2014年，公司主要原材料铜价格不断走低，铝和不锈钢卷板价格在低位调整。据生意社数据监测，2014年铜价大幅下跌，年初铜价52,201.25元/吨，年末跌为46,560元/吨，跌幅为10.81%。铝价走势相对比较平稳。

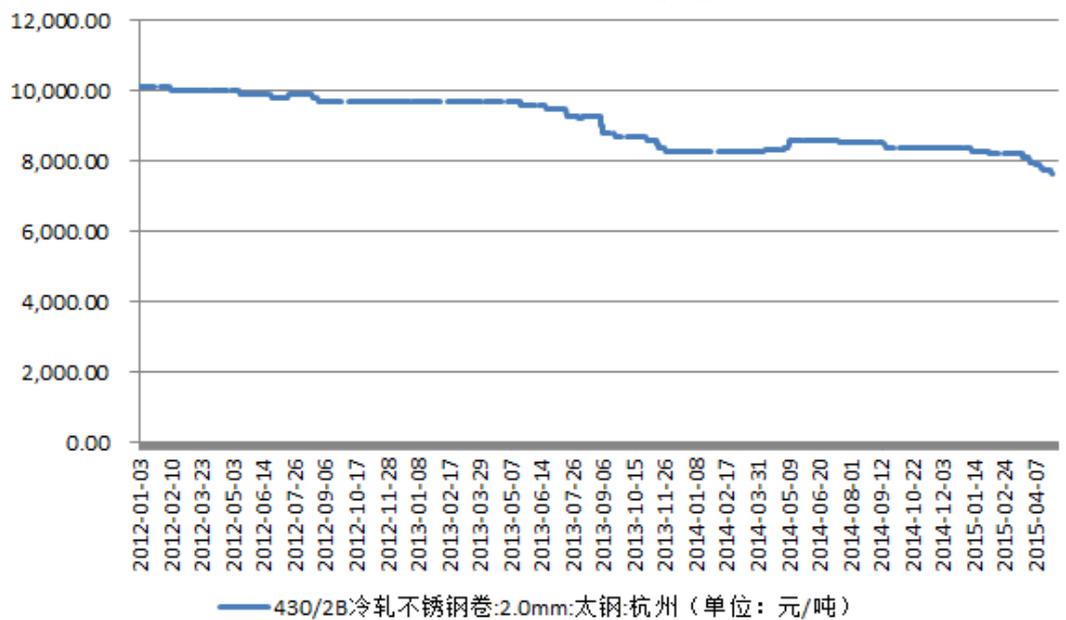
图3 伦敦金属交易所(LME)铜、铝现货结算价格



资料来源: WIND

2014年, 不锈钢价格在低位震荡。以2mm厚的430/2B冷轧不锈钢卷价格走势为例, 其年初价格为8,300.00元/吨, 年末价格为8,400.00元/吨, 整体上一季度价格较低, 二季度价格有所提升, 三季度又有所回落。总体来看, 主要原材料价格波动幅度不大, 便于控制生产成本。

图4 430/2B冷轧不锈钢卷价格走势



资料来源: WIND

## 四、经营与竞争

2014年，公司主营业务收入合计达237,902.68万元，较上年增长26.33%，增速较快。从收入结构来看，热交换器仍然是公司最主要业务板块，占主营业务收入的比例为76.67%。2014年，由于汽车尾气排放标准的日趋严格和公司2011年非公开增发募投项目产能的逐渐释放，尾气处理业务收入同比大幅增长282.76%，成为公司第二大业务板块。从毛利率来看，热交换器业务毛利率上升2.93个百分点，带动公司主营业务毛利率上升1.43个百分点。

**表2 公司收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
热交换器	182,403.56	28.89%	155,326.97	25.96%
尾气处理	26,567.08	17.43%	6,940.91	26.04%
车用空调	18,599.40	22.20%	15,472.89	24.46%
贸易	1,645.84	22.32%	4,255.89	23.12%
其他	8,686.80	18.37%	6,327.73	9.69%
<b>主营业务合计</b>	<b>237,902.68</b>	<b>26.66%</b>	<b>188,324.39</b>	<b>25.23%</b>
其他	3,550.05	51.60%	3,124.43	66.24%
<b>收入合计</b>	<b>241,452.73</b>	<b>27.02%</b>	<b>191,448.83</b>	<b>25.90%</b>

资料来源：公司年度报告

**2014年公司经营稳定，由于环保要求趋严，尾气处理业务收入大幅增长，预计募投项目完全达产后，公司效益将继续增强**

从本期公司产品产销来看，本期公司共销售各类零部件1,332.73万台，2014年生产量合计为1,332.74万台，产销率接近100%。从产销量来看，本期公司产品生产量和销量均较上年有较大幅度增长。

**表3 公司产品产销情况**

行业	项目	单位	2014年	2013年	同比增减
机械制造业	销售量	万台	1,332.73	979.10	36.18%
	生产量	万台	1,332.74	933.28	43.31%
	库存量	万台	157.18	152.41	3.13%

资料来源：公司年度报告

分市场看，2014年国内市场销售金额为177,613.61万元，收入同比增长29.78%，占主营业务销售比例的74.66%；国际销售收入60,289.07万元，同比上升17.15%，主要是公司加大了欧美市场开拓力度。公司销售收入大幅增长，主要是公司客户开拓力度加大，产销量增长；另一方面，环保要求趋严，公司尾气处理业务收入增速较快。另外，国际销售收入占

比约25.34%，并采用美元、欧元为计价结算货币。汇率波动对公司出口产品有一定的影响，存在一定汇率风险。

**表4 2014年公司产品内外销情况（单位：万元）**

类别	收入	收入同比变化	收入占比	毛利率	毛利率比上年增减
内销	177,613.61	29.78%	74.66%	24.79%	1.97%
外销	60,289.07	17.15%	25.34%	32.15%	0.51%

资料来源：公司年度报告

受原材料价格下降影响，2014年公司主要产品热交换器毛利率上升2.93%，由于公司尾气处理装置处于市场开拓期，给予客户适度的价格折扣，公司尾气处理业务2014年的毛利率较2013年降低8.61个百分点。车用空调业务收入同比增长20.21%，毛利率同比下降2.26个百分点，发展保持稳定。总体来看，由于占比最大的热交换器业务毛利率提升，公司总体毛利率上升至27.02%。

从采购和销售集中度来看，2014年公司采购自前五名供应商的采购额占年度采购总额的占比为25.35%，上年度这一比例为25.18%，公司采购比较分散，且公司采购的原材料为通用材料，采购风险较小；从销售端来看，2013年前五大客户销售额占年度销售总额的比例为24.25%，2014年这一比例为22.99%，总体上，公司销售不存在对单一客户依赖较大的情形。

公司2011年非公开增发募投项目包括年产6万套商用车冷却模块及年产4万套工程机械冷却模块生产建设项目、年产1万套SCR系统及年产8万套SCR转化器生产建设项目和山东生产基地建设项目。截止到2014年底，公司募投项目均已达到预定可使用状态，2014年分别产生收益800.32万元、173.16万元和-68.24万元。2014年公司尾气处理业务收入大幅增长282.76%，项目收益初步显现。目前，由于产能尚处于爬坡阶段，预计完全达产后，项目收益将继续提高。

**表5 募投项目实际效益和预测效益对比（单位：万元）**

项目	预测销售收入（含税）	预测利润总额	实际收益
年产6万套商用车冷却模块及年产4万套工程机械冷却模块生产建设项目	21,820	2,250	800.32
年产1万套SCR系统及年产8万套SCR转化器生产建设项目	30,660	3,150	173.16
山东生产基地建设项目	47,276	5,050	-68.24

资料来源：非公开发行股权预案、公司年度报告

由于工信部确定柴油车国四标准于2015年1月1日在全国强制实施，考虑技术成熟度及主流厂商准备情况，预计高压共轨SCR(尾气后处理器)将成为国四标准重卡的主流技术路线，公司SCR募投项目的前景看好，但不排除募投项目收益不达预期的可能。

## 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2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。报告期，公司合并范围新增4家子公司，具体见表1所示。2014年7月1日起公司执行财政部2014年1月26日起陆续发布的共七项具体企业会计准则。公司执行上述企业会计准则的主要影响如下：根据修订后的财务报表列报要求，资产负债表中的负债类应当单独列示递延收益、其他综合收益项目。相关科目调整对财务分析的影响较小。

### 资产结构与质量

**随着在建工程完工，公司固定资产增速较快，2014年公司资产规模随之增长**

2014年末，由于固定资产规模增速较快，公司资产规模较上年增长11.48%，达到351,477.48万元。从资产结构来讲，公司资产仍以流动资产为主，但2014年末公司流动资产占比较上年末降低4.17个百分点。

**表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,761.68	10.46%	53,295.09	16.90%
应收票据	27,680.09	7.88%	22,046.51	6.99%
应收账款	66,863.88	19.02%	60,790.60	19.28%
存货	47,578.74	13.54%	37,517.19	11.90%
<b>流动资产合计</b>	<b>189,442.91</b>	<b>53.90%</b>	<b>183,079.62</b>	<b>58.07%</b>
可供出售金融资产	9,510.05	2.71%	-	0.00%
长期股权投资	7,664.41	2.18%	13,377.17	4.24%
固定资产	88,097.34	25.06%	61,658.94	19.56%
在建工程	28,336.95	8.06%	24,512.30	7.77%
无形资产	21,845.02	6.22%	21,595.00	6.85%
<b>非流动资产合计</b>	<b>162,034.57</b>	<b>46.10%</b>	<b>132,211.30</b>	<b>41.93%</b>
<b>资产总计</b>	<b>351,477.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>315,290.92</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款和存货。货币资金主要包括现

金、银行存款和其他货币资金，其他货币资金主要是银行承兑汇票保证金。应收票据主要为银行承兑汇票和商业承兑票据，其中3,508.00万元已质押。公司应收账款中，账龄在一年以内的部分净额占按账龄分析法计提坏账准备的应收账款净额的比例为99.13%，公司对应收账款采取较为严格的计提政策，其中账龄在一年以内的部分计提比例为5%，超过三年全额计提，其中来自前五名欠款单位的应收账款净额为应收账款合计数的16.05%，公司应收账款集中度较低。

存货主要是原材料、在产品和库存商品，其中公司原材料成本占主营业务成本的比例在80%以上，由于原材料的价格波动，公司对存货部分计提了一定的跌价准备。由于短期内，原材料价格波动不大，公司跌价准备的计提比例不大。

公司非流动资产主要是可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产。由于本期公司增加对杭州兆富投资合伙企业（有限合伙）的投资2,500.00万元，公司本期执行财政部于2014年修订及新颁布的准则，对2013年长期股权投资共6,740.05万元重分类为可供出售金融资产，故可供出售金融资产增速较快，长期股权投资相应有所减少。公司固定资产主要是房屋建筑物和机器设备，本期银轮股份山东基地生产建设项目、在安装设备转入固定资产的金额较大，固定资产同比增加42.88%。公司无形资产基本和上年持平，主要是土地使用权。期末公司在建工程主要是新型高效环保节能冷却系统模块化产品生产建设项目和在安装设备。总体上，随着募投项目逐渐完工，公司资产固定化比例有所上升，总体资产流动性有所减弱。

## 资产运营效率

### 2014年公司营业收入增长较快，公司资产运营效率有所提高

从公司2014年收入增长率和应收账款增长率来看，收入增长26.12%，应收账款同比增长为9.99%，公司应收账款周转天数较上年下降4.93天。备货基本和收入规模扩大一致，公司存货周转天数变化不大。公司应付账款周转天数有所延长，整体来看，净营业周期较上年降低10.29天，公司经营效率有所提升。由于2014年度，较多在建工程转固，公司固定资产增速较快，固定资产周转天数有所延长。

从总资产周转来看，周转效率进一步提升，主要是收入增速相对较快。预计随着募投项目的逐步达产，公司总资产周转率将进一步提升。

**表7 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	95.16	100.10

存货周转天数	86.93	85.18
应付账款周转天数	110.31	103.20
净营业周期	71.79	82.08
流动资产周转天数	277.71	306.86
固定资产周转天数	111.64	107.84
总资产周转天数	497.07	529.55

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 随着营业收入增长和毛利率提高，公司盈利能力进一步增强

在客户开拓力度加大，且在环保要求趋严的背景下，2014年公司热交换器业务稳步增长，尾气处理装置收入大幅增长282.76%，公司营业收入合计较上年增长26.12%。本期，公司热交换器业务（占主营业务收入比例为76.67%）毛利率提升2.93个百分点，带动公司综合毛利率提升1.12个百分点，达到27.02%。在销售收入和毛利率提高的影响下，公司利润总额同比增长57.87%，达到20,006.95万元，盈利能力进一步增强。

费用控制方面，除管理费用同比增长32.54%之外，销售费用和财务费用均小幅增长。公司管理费用增长主要系研发支出和薪酬调整。本期研发支出同比增长37.70%，研发支出占净资产的比重为5.41%，上年这一比例为4.39%。本期研发支出大幅增加，产品结构有所优化。本期盈利能力改善，公司营业利润率、总资产回报率和净资产收益率均较上年有所提升，预计随着在建项目的逐步达产，盈利能力有望进一步改善。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
营业收入	241,452.73	191,448.83
营业利润	18,938.26	12,153.25
利润总额	20,006.95	12,673.15
净利润	16,318.14	10,588.14
综合毛利率	27.02%	25.90%
期间费用率	17.74%	18.11%
营业利润率	7.84%	6.35%
总资产回报率	7.52%	6.10%
净资产收益率	10.53%	7.53%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 现金流

2014年公司经营活动净现金流和筹资活动净现金流不能覆盖投资活动现金支出，预计

### 随着募投项目逐渐完工，资金压力将缓解

2014年，公司净利润大幅增长54.12%，但由于本期公司存货增加金额较大、经营性应收项目增加金额较大，公司经营活动产生的现金流净额同比增长19.55%，达到18,126.01万元。本期公司的投资活动现金流出主要是募投项目建设，由于募投项目本期支出资金规模较大，本期投资活动现金净流出34,126.86万元。2014年，公司筹资活动现金流入规模较小，主要是上期公司收到发行本期债券募集资金。

总体来看，2014年经营活动净现金流和筹资活动净现金流不能覆盖投资活动现金支出，预计随着募投项目逐渐完工，投资活动现金流出规模将减小，且公司经营活动现金流净额将改善，公司的资金压力将减小。

**表9 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
净利润	16,318.14	10,588.14
非付现费用	9,190.97	7,908.92
非经营损益	2,444.20	2,375.18
FFO	27,953.31	20,872.24
营运资本变化	-13,053.97	29,870.96
其中：存货减少（减：增加）	-11,648.65	-9,249.59
经营性应收项目的减少（减：增加）	-10,207.53	-9,388.54
经营性应付项目的增加（减：减少）	7,545.40	8,626.71
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>18,126.01</b>	<b>15,161.42</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-34,126.86</b>	<b>-29,998.62</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,356.23</b>	<b>19,147.74</b>
现金及现金等价物净增加额	-18,375.21	4,272.70

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司偿债压力主要表现在流动负债，有息债务占比较高，总体来看，公司面临一定短期偿债压力

2014年，随着负债规模增长和净利润的积累，本期末负债与所有者权益的比率依然为1.15，公司净资产对负债的保障和上年持平。

**表10 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014年	2013年
负债总额	188,032.57	168,851.21
所有者权益	163,444.91	146,439.71

负债与所有者权益比率	1.15	1.15
------------	------	------

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司负债以流动负债为主，期末流动负债占比为69.75%，较上年上升3.58个百分点。主要是由于短期借款和应付账款增速较快。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	23,487.74	12.49%	18,564.40	10.99%
应付票据	30,207.80	16.07%	24,888.70	14.74%
应付账款	58,272.84	30.99%	49,708.78	29.44%
应付职工薪酬	7,538.26	4.01%	5,538.95	3.28%
<b>流动负债合计</b>	<b>131,153.73</b>	<b>69.75%</b>	<b>111,736.47</b>	<b>66.17%</b>
应付债券	49,821.71	26.50%	49,662.79	29.41%
递延收益	6,044.56	3.21%	-	0.00%
其他非流动负债	-	0.00%	6,596.26	3.91%
<b>非流动负债合计</b>	<b>56,878.84</b>	<b>30.25%</b>	<b>57,114.74</b>	<b>33.83%</b>
<b>负债合计</b>	<b>188,032.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>168,851.21</b>	<b>100.00%</b>
有息负债/负债合计	103,517.25	55.05%	96,115.89	56.92%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

期末，公司流动负债主要包括短期借款、应付票据和应付账款。短期借款主要是抵押借款和信用借款。随着公司经营规模扩大所需流动资金扩大，期末短期借款规模增长26.52%。公司应付票据全部为银行承兑汇票。期末应付账款主要为应付供应商款项，其中账龄在一年以内的部分占比为95.83%；期末应付账款规模增速为17.23%，而同期营业成本的增速为24.21%，应付账款余额增长主要是因为生产规模扩大。公司非流动负债主要为应付债券，应付债券为本期债券的期末余额。本期末，公司将政府补助余额记在递延收益科目，上年期末公司将政府补助记在其他非流动负债科目。政府补助主要是技改补助和研发项目补助，该部分根据项目持续时间，在一定年限内摊销。

整体来看，2014年末公司的有息负债规模较上年增长7.70%，有息负债/负债合计为55.05%，较上年末略有下滑，但仍较高。短期偿债压力主要集中在短期借款和应付票据，且短期借款和应付票据余额合计较上年同比增长23.57%，存在一定的短期偿债能力。

从各项财务指标来看，公司资产负债率基本和上年持平，负债水平控制较好。随着募投项目的推进，期末货币资金同比减少31.02%，公司流动比率和速动比率均较上年有所减小。本期公司利润总额同比增长57.87%，盈利改善，EBITDA达到34,274.71万元，对有息债务的保障有所增强。

**表12 公司偿债能力指标**

指标名称	2014年	2013年
资产负债率	53.50%	53.55%
流动比率	1.44	1.64
速动比率	1.08	1.30
EBITDA (万元)	34,274.71	25,089.65
EBITDA 利息保障倍数	6.63	5.57
有息债务/EBITDA	3.02	3.83

注：计入财务费用的利息支出包括利息支出、票据贴息；

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

股东经营表现较为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券的偿付能提供一定的保障

本期公司债券由浙江银轮实业发展股份有限公司（以下简称“银轮实业”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

银轮实业成立于2003年9月，由徐小敏等350名自然人以现金出资共同发起设立。截至2014年12月31日，银轮实业注册资本为1,400万元，股东为徐小敏等15位自然人，第一大股东为徐小敏。

银轮实业为股权投资公司，目前除持有浙江银轮机械股份有限公司（以下简称“银轮股份”）股权外，无其他经营活动。跟踪期，公司控股股东、实际控制人无变化；公司无重大资产重组、收购及出售资产、对外并购等事项。

截至2014年12月31日，银轮实业总资产19,831.32万元，长期股权投资占总资产的比重为97.54%；归属于母公司的所有者权益18,656.80万元。银轮实业2014年1-12月无营业收入，利润主要来源于长期股权投资的投资收益，2014年1-12月份实现投资收益1,543.47万元。

**表13 担保方主要财务指标**

项目	2014年	2013年
总资产 (万元)	19,831.32	18,281.19
所有者权益合计 (万元)	18,656.80	17,111.45
资产负债率	5.92%	6.40%
流动比率	0.41	0.41
营业收入 (万元)	-	-
投资收益 (万元)	1,543.47	1,391.07

营业利润（万元）	1,537.29	1,390.86
利润总额（万元）	1,537.29	1,390.86
总资产回报率	8.07%	7.94%
经营活动净现金流净额（万元）	-34.85	31.15

资料来源：银轮实业审计报告

## 七、评级结论

2014年汽车销量和保有量稳定增长；同时，随着环保要求趋严，尾气处理装置的市场空间将逐渐增大，公司外部发展环境较好。

由于客户开拓力度较大，且环保要求趋严，公司热交换器业务和尾气处理装置业务发展较好，2014年公司主营业务收入大幅增长，尤其是尾气处理业务收入同比大幅增长282.76%，成为公司第二大业务板块。随着营业收入增长和毛利率提高，公司盈利能力进一步增强。但我们注意到，公司仍面临一定的短期偿债压力、有息负债规模较大，且募投项目后期收益情况需关注。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA级，维持本期债券信用等级为AA级，评级展望维持为稳定。

## 附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
<b>流动资产：</b>				
货币资金	34,152.50	36,761.68	53,295.09	47,390.79
应收票据	22,949.49	27,680.09	22,046.51	13,629.83
应收账款	77,428.10	66,863.88	60,790.60	45,672.89
预付款项	3,149.04	1,729.96	1,874.67	1,221.01
应收利息			227.50	
其他应收款	4,154.42	3,461.17	6,964.52	5,764.18
存货	57,213.85	47,578.74	37,517.19	29,617.55
一年内到期的非流动资产	3,000.00	3,900.00		
其他流动资产	1,036.54	1,467.39	363.55	
<b>流动资产合计</b>	<b>203,083.93</b>	<b>189,442.91</b>	<b>183,079.62</b>	<b>143,296.26</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产	9,510.05	9,510.05		
长期股权投资	7,664.41	7,664.41	13,377.17	10,390.41
固定资产	86,076.99	88,097.34	61,658.94	53,043.98
在建工程	35,356.13	28,336.95	24,512.30	15,768.17
工程物资				1.47
无形资产	21,776.87	21,845.02	21,595.00	21,820.61
商誉	490.76	490.76	605.03	605.03
长期待摊费用	292.00	315.10	45.11	85.66
递延所得税资产	3,361.94	3,689.94	2,292.51	1,568.03
其他非流动资产	4,059.33	2,084.99	8,125.25	1,363.04
<b>非流动资产合计</b>	<b>168,588.49</b>	<b>162,034.57</b>	<b>132,211.30</b>	<b>104,646.39</b>
<b>资产总计</b>	<b>371,672.42</b>	<b>351,477.48</b>	<b>315,290.92</b>	<b>247,942.64</b>
<b>流动负债：</b>				
短期借款	31,345.55	23,487.74	18,564.40	41,295.42
应付票据	26,574.00	30,207.80	24,888.70	19,502.80
应付账款	73,515.99	58,272.84	49,708.78	31,627.22
预收款项	549.69	791.29	681.86	526.52
应付职工薪酬	4,615.22	7,538.26	5,538.95	3,603.84
应交税费	2,752.76	4,034.63	2,109.00	323.92
应付利息	548.19	2,756.94	2,759.81	96.37
应付股利	59.16	86.49	25.77	
其他应付款	2,864.43	2,585.48	4,459.20	1,847.99

一年内到期的非流动负债			3,000.00	3,000.00
其他流动负债	1,392.26	1,392.26		
<b>流动负债合计</b>	<b>144,217.24</b>	<b>131,153.73</b>	<b>111,736.47</b>	<b>101,824.07</b>
非流动负债：				
长期借款				4,500.00
应付债券	49,859.29	49,821.71	49,662.79	
专项应付款	229.09	267.27	305.45	343.64
递延所得税负债	745.29	745.29	550.25	566.46
递延收益-非流动负债	6,006.77	6,044.56		
其他非流动负债			6,596.26	6,056.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>56,840.44</b>	<b>56,878.84</b>	<b>57,114.74</b>	<b>11,466.12</b>
<b>负债合计</b>	<b>201,057.68</b>	<b>188,032.57</b>	<b>168,851.21</b>	<b>113,290.20</b>
所有者权益(或股东权益)：				
<b>实收资本(或股本)</b>	<b>32,754.00</b>	<b>32,754.00</b>	<b>32,659.00</b>	<b>31,800.00</b>
资本公积金	49,695.54	49,413.80	46,783.20	44,398.88
减：库存股	1,392.26	1,392.26		
其它综合收益	-88.49	-92.43		
盈余公积金	8,843.77	8,843.77	7,617.49	6,489.11
未分配利润	64,758.71	59,669.96	46,953.29	39,516.08
外币报表折算差额			-96.03	-62.85
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>154,571.27</b>	<b>149,196.84</b>	<b>133,916.95</b>	<b>122,141.22</b>
少数股东权益	16,043.46	14,248.07	12,522.77	12,511.22
<b>所有者权益合计</b>	<b>170,614.74</b>	<b>163,444.91</b>	<b>146,439.71</b>	<b>134,652.45</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>371,672.42</b>	<b>351,477.48</b>	<b>315,290.92</b>	<b>247,942.64</b>

资料来源：公司审计报告、2015年一季报报告

## 附录二 利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
营业总收入	66,884.88	241,452.73	191,448.83	168,422.38
营业收入	66,884.88	241,452.73	191,448.83	168,422.38
营业总成本	60,319.01	222,751.58	180,091.97	164,752.26
营业成本	48,887.13	176,204.67	141,861.86	133,380.67
营业税金及附加	160.32	1,261.25	828.23	676.66
销售费用	2,040.06	10,364.97	9,403.97	8,404.51
管理费用	7,151.93	28,340.45	21,382.64	18,542.31
财务费用	1,162.03	4,132.43	3,879.75	2,701.10
资产减值损失	917.53	2,447.82	2,735.51	1,047.01
其他经营收益	-97.62	237.11	796.40	954.93
投资净收益	-97.62	237.11	796.40	954.93
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-109.80	177.04	751.43	343.00
营业利润	6,468.25	18,938.26	12,153.25	4,625.06
加：营业外收入	266.20	1,669.43	1,398.48	1,172.07
减：营业外支出	49.08	600.74	878.58	173.47
其中：非流动资产处置净损失	14.04	303.26	501.46	28.17
利润总额	6,685.37	20,006.95	12,673.15	5,623.66
减：所得税	1,201.24	3,688.81	2,085.01	1,023.49
净利润	5,484.14	16,318.14	10,588.14	4,600.18
减：少数股东损益	395.39	1,122.69	943.02	460.59
归属于母公司所有者的净利润	5,088.75	15,195.45	9,645.13	4,139.59
加：其他综合收益	3.94	3.85	-35.18	-5.31
综合收益总额	5,488.08	16,322.00	10,552.96	4,594.86

资料来源：公司审计报告、2015年一季报

**附录三-1 现金流量表（单位：万元）**

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	43,498.43	170,679.77	123,297.90	119,492.38
收到的税费返还	1,846.69	8,081.89	4,357.07	4,757.07
收到其他与经营活动有关的现金	252.53	2,622.30	7,556.91	3,478.35
经营活动现金流入小计	45,597.65	181,383.96	135,211.87	127,727.80
购买商品、接受劳务支付的现金	24,087.77	101,644.18	71,944.54	65,240.65
支付给职工以及为职工支付的现金	11,630.50	29,798.96	22,378.75	17,798.06
支付的各项税费	3,655.79	11,967.65	8,708.05	7,657.28
支付其他与经营活动有关的现金	4,710.62	19,847.16	17,019.11	19,684.64
经营活动现金流出小计	44,084.68	163,257.95	120,050.45	110,380.62
经营活动产生的现金流量净额	1,512.97	18,126.01	15,161.42	17,347.18
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	312.18	1,413.50	3,340.98	100.00
取得投资收益收到的现金			597.88	594.31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	155.48	270.50	2.22	560.10
收到其他与投资活动有关的现金	113.05	3,027.29	653.00	2,087.00
投资活动现金流入小计	580.71	4,711.29	4,594.08	3,341.41
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,582.82	32,774.58	21,540.01	15,734.09
投资支付的现金	200.00	4,165.00	6,142.69	5,864.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		625.72		552.44
支付其他与投资活动有关的现金	2,342.79	1,272.85	6,910.00	365.18
投资活动现金流出小计	13,125.62	38,838.15	34,592.71	22,515.70
投资活动产生的现金流量净额	-12,544.90	-34,126.86	-29,998.62	-19,174.29
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	1,400.00	865.35	2,259.17	1,216.07
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金		340.00	600.00	1,216.07
取得借款收到的现金	9,516.25	41,272.75	32,644.24	59,795.42
收到其他与筹资活动有关的现金	3,553.00	1,927.32		
发行债券收到的现金			49,525.00	
筹资活动现金流入小计	14,469.25	44,065.43	84,428.41	61,011.49
偿还债务支付的现金	1,645.83	39,388.29	60,073.43	59,088.18
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,466.18	5,703.81	3,402.23	4,232.74

其中：子公司支付给少数股东的股利、利润			534.38	27.00
支付其他与筹资活动有关的现金	159.61	1,329.55	1,805.00	
筹资活动现金流出小计	5,271.62	46,421.65	65,280.67	63,320.92
筹资活动产生的现金流量净额	9,197.63	-2,356.23	19,147.74	-2,309.43
汇率变动对现金的影响	1.16	-18.13	-37.84	-11.33
现金及现金等价物净增加额	-1,833.15	-18,375.21	4,272.70	-4,147.87
期初现金及现金等价物余额	26,353.21	45,048.65	40,775.95	44,923.82
期末现金及现金等价物余额	24,520.06	26,673.44	45,048.65	40,775.95

资料来源：公司审计报告、2015 年一季报

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	16,318.14	10,588.14	4,600.18
加：资产减值准备	2,447.82	2,735.51	1,047.01
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,471.68	7,299.04	5,893.34
无形资产摊销	586.80	569.33	446.55
长期待摊费用摊销	132.49	40.55	36.83
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	233.49	436.07	-126.68
财务费用	4,347.84	4,048.60	3,384.62
投资损失	-237.11	-796.40	-954.93
递延所得税资产减少	-1,397.43	-724.47	-133.25
递延所得税负债增加	195.04	-16.21	-40.58
存货的减少	-11,648.65	-9,249.59	2,243.62
经营性应收项目的减少	-10,207.53	-9,388.54	3,731.46
经营性应付项目的增加	7,545.40	8,626.71	-2,744.98
其他	1,338.04	992.68	-36.00
经营活动产生的现金流量净额	18,126.01	15,161.42	17,347.18
现金的期末余额	26,673.44	45,048.65	40,775.95
减：现金的期初余额	45,048.65	40,775.95	44,923.82
现金及现金等价物净增加额	-18,375.21	4,272.70	-4,147.87

资料来源：公司审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	103,517.25	96,115.89	68,298.22
资产负债率	53.50%	53.55%	45.69%
流动比率	1.44	1.64	1.41
速动比率	1.08	1.30	1.12
综合毛利率	27.02%	25.90%	20.81%
总资产回报率	7.52%	6.10%	
EBITDA（万元）	34,274.71	25,089.65	15,437.71
EBITDA 利息保障倍数（万元）	6.63	5.57	4.49
EBIT（万元）	25,083.74	17,180.73	9,060.99

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×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%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 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。