

浙江万里扬股份有限公司

2014 年公司债券 2016 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【2016】跟踪第
【51】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体:

万里扬集团有限公司

债券剩余规模: 7.5 亿元

债券到期日期: 2019 年
08 月 26 日

债券偿还方式: 按年付
息, 到期一次还本, 附
投资者回售选择权

分析师

姓名:

刘书芸 张伟亚

电话:

021-51035670

邮箱:

zhangwy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

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

浙江万里扬股份有限公司

2014 年公司债券 2016 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	2016 年 4 月 29 日	2015 年 5 月 25 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对浙江万里扬股份有限公司 (以下简称“万里扬”或“公司”) 及其 2014 年 8 月 26 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2016 年跟踪评级结果为: 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公司营业收入增长较快, 综合毛利率小幅提升; 融资租赁业务为公司收入和利润提供重要补充; 非公开发行股票事宜若顺利实施, 将有助于公司丰富和完善变速箱产业链。同时我们也关注到, 受经济下行影响, 汽车行业产量及销量增速均明显下滑; 公司融资租赁业务规模较大导致投资性支出增加, 经营风险有所上升; 公司资产负债率大幅上升, 有息债务规模较大, 存在一定的偿债压力; 公司通过收购金兴汽车内饰股份有限公司 (以下简称“金兴股份”) 发展汽车内饰业务, 存在一定经营和管理风险。

正面:

- 公司营业收入增长较快, 综合毛利率小幅提升。公司通过收购吉利乘用车变速器资产和金兴股份, 乘用车变速器收入大幅增加, 且新增汽车内饰件收入, 2015 年公司营业收入为 19.73 亿元, 较上年增长 42.74%, 综合毛利率为 28.48%, 较上年提升 1.07 个百分点。
- 融租租赁业务为公司利润提供重要补充。2015 年实现融资租赁业务收入 9,164.21 万元, 较上年增长 63.22%, 毛利率达到 99.92%, 公司融资租赁业务发展较快, 毛利率水平较高, 为公司利润形成重要补充。

- **非公开发行股票若顺利实施，将有助于公司丰富和完善变速箱产业链。**公司拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买奇瑞汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞股份”）持有的芜湖奇瑞变速箱有限公司（以下简称“奇瑞变速箱”）全部股权，并募集配套资金不超过 151,204.46 万元，若收购顺利完成，公司将获得奇瑞股份在变速箱领域的相关业务资源和技术成果，进一步丰富和完善变速器产业链。

关注：

- **受经济下行影响，全国汽车产销量增速均明显下滑。**2015 年全国汽车产量 2,483.80 万辆，同比增长 2.7%，销量 2,459.76 万辆，同比增长 4.68%，受制于外部经济环境的弱化，汽车产量和销量增速均出现明显下滑，公司可能经营面临一定增长压力。
- **公司融资租赁业务规模较大，经营风险有所上升。**截至 2015 年末，公司应收融资租赁款为 13.44 亿元，较上年末增长 29.98%；公司融资租赁业务中房地产领域客户占比较大，房地产市场不确定性较大；融资租赁业务规模扩张依赖于资金规模，公司融资租赁业务规模增加，面临一定的信用风险和流动性风险，经营风险有所上升。
- **公司资产负债率大幅上升，有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。**由于业务规模扩大，公司负债规模大幅增长，截至 2015 年末，公司资产负债率为 60.24%，有息债务规模为 20.90 亿元，较上年增长 110.53%，占债务总额的比重为 57.06%，存在一定的偿债压力。
- **公司通过收购金兴股份发展汽车内饰业务，存在一定经营和管理风险。**公司于 2015 年 9 月完成对金兴股份收购，支付现金合计 1.40 亿元，持有金兴股份 70.00% 股份，金兴股份成为公司控股子公司；但由于金兴股份资产负债水平较高，盈利水平较差，短期内可能影响公司经营业绩，且存在一定的业务整合管理风险。

主要财务指标：

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	639,837.84	608,219.19	406,179.21	341,936.88
归属于母公司所有者权益合计（万元）	247,190.31	231,536.78	217,171.92	203,142.30
有息债务（万元）	229,956.95	209,039.54	99,293.62	63,158.45
资产负债率	61.37%	60.24%	44.39%	38.16%
流动比率	1.07	1.14	3.15	1.48
速动比率	0.88	0.93	2.77	1.16
营业收入（万元）	75,674.89	197,264.56	138,203.21	142,530.14
营业利润（万元）	8,397.99	23,529.06	22,601.44	16,956.34

利润总额（万元）	8,550.06	25,523.86	23,447.13	17,621.86
综合毛利率	25.56%	28.48%	27.41%	22.33%
总资产回报率	-	6.38%	7.49%	12.46%
EBITDA（万元）	-	44,403.64	36,463.81	29,428.53
EBITDA 利息保障倍数	-	6.50	7.97	7.99
经营活动现金流净额（万元）	-5,026.26	35,427.22	20,869.19	11,168.66

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

一、 本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2014年8月26日，经中国证券监督管理委员会《关于核准浙江万里扬变速器股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2014】262号）批准，公司公开发行7.50亿元公司债券，票面利率为7.40%，债券期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期债券的起息日为2014年8月26日，到期日为2019年8月26日，本期债券按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。若投资者部分或全部行使回售选择权，则回售部分债券的利息和本金于2017年8月26日一起支付。公司于2015年8月26日正常支付本期债券利息5,550.00万元，截至2016年3月31日，本期债券本息兑付情况详见下表。

表1 截至2016年03月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付金额	利息支付	期末本金余额
2015年8月26日	0.00	5,550.00	75,000.00

资料来源：公司提供

截至2015年末，本期债券募集资金全部用于偿还银行借款和补充流动资金，已使用完毕。

二、 发行主体概况

2015年公司控股股东及实际控制人未发生重大变更，控股股东万里扬集团有限公司（以下简称“万里扬集团”）直接持有公司33.27%的股份。实际控制人自然人黄河清和吴月华，分别持有万里扬集团52%和47%股份，黄河清和吴月华属夫妻关系，系一致行动人。跟踪期内，公司以2014年12月31日的总股本340,000,000股为基数，将资本公积向全体股东按每10股转5股的比例转增股本，共计增加注册资本17,000.00万元，转增股份完成后公司注册资本及实收资本均为51,000.00万元。

2016年1月26日公司发布公告，公司完成名称变更，名称由“浙江万里扬变速器股份有限公司”变更为“浙江万里扬股份有限公司”，经营范围由“研制、生产、销售汽车变速器及其它汽车零部件”变更为“研制、生产、销售汽车变速器及其它汽车零部件，缓释肥料的研究、批发，机械设备、自有房屋、汽车的租赁，信息技术咨询及技术服务，从事汽车零部件的进出口业务”。

跟踪期内，公司新增2家纳入合并范围内的子公司。为进一步完善公司产业链，公司以现金1.40亿元收购辽阳国跃投资有限责任公司持有的金兴股份70%股权，收购完成后，金兴股份成为公司控股子公司，公司自2015年10月起将其纳入合并财务报表范围，截至2015年12月31日，公司已全部支付股权收购款。为进一步发展农业装备，2015年4月，公司和山东平邑沃土

商贸有限公司共同出资设立山东卫禾传动科技有限公司（以下简称“山东卫禾”），公司出资350万元占其注册资本的70%，拥有对山东卫禾的实质控制权，自该公司成立之日起，将其纳入合并财务报表范围。截至2015年12月31日，山东卫禾尚处于筹备期，暂未开展业务。

表2 2015年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
金兴汽车内饰股份有限公司	70.00%	7,400.00	汽车零部件用模具以及汽车内饰件和外饰件的研发、生产、销售	股权收购
山东卫禾传动科技有限公司	70.00%	500.00	农业装备传动系研发、制造、销售	投资新设

资料来源：2015年公司审计报告，鹏元整理

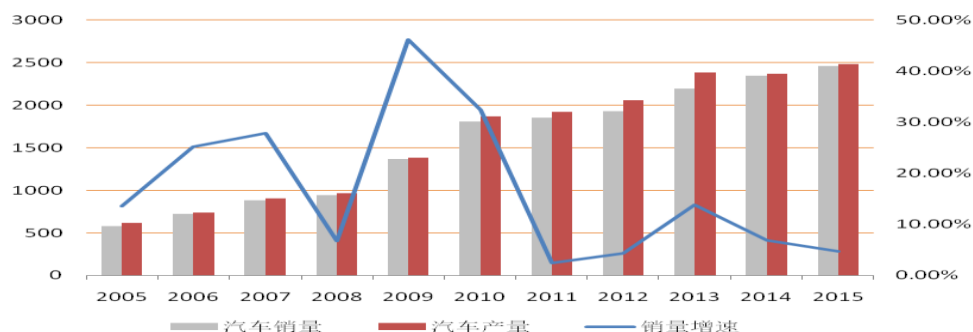
截至2015年12月31日，公司资产总额为60.82亿元，归属于母公司的所有者权益为23.15亿元，资产负债率为60.24%。2015年度，公司实现营业收入19.73亿元，利润总额2.55亿元，经营活动现金净流入3.54亿元。

三、运营环境

2015年汽车行业保持增长，总体发展态势向好；商用车市场受到经济环境影响更为明显，近年来销售增速趋缓

2015年，在经济下行仍然较大的背景下，国内汽车产销量持续增长，巩固了全球最大汽车市场的地位。全年汽车产量2,483.80万辆，同比增长2.7%，销量2,459.76万辆，同比增长4.68%，但受制于外部经济环境的弱化，增速均出现明显下滑。分类别来看，2015年乘用车（包含轿车、MPV、SUV等）销量1,969.99万辆，商用车（货车、客车、专用车等）销量378.86万辆，占比分别为83.87%和16.13%。相比乘用车，商用车作为运营和商务用车，受经济波动影响更为明显，2015年销量同比下降6.81%。

图1 2005-2015年我国汽车产销情况（单位：万辆）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

进出口方面，根据中国汽车工业协会整理的海关进出口数据显示，2015年汽车商品进出口总体呈现双双下降态势。①整车方面，汽车出口数量下滑明显，汽车进口数量下滑幅度更大。全年共进口整车110.19万辆，增幅由上年的19.35%下滑至-22.72%，进口金额450.88亿美元，其中越野车进口量保持最多。另外一方面，汽车整车出口于2013年出现下滑，2015年下滑幅度进一步扩大，全年共出口72.82万辆，维持弱势格局，出口金额为27.47亿美元，同比下降24.76%。分品种来看，乘用车出口下滑18.03%，商用车则表现更不乐观，出口下滑18.47%。②汽车零配件方面，2015年出口形势也呈现下滑态势，四大类汽车零部件品种（发动机，汽车零件、附件及车身，汽车、摩托车轮胎，其他汽车相关产品）出口金额，发动机和汽车零件、附件及车身出口金额较上年基本持平，其余均较上年呈下降态势，其中发动机出口金额16.92亿美元，汽车零件、附件及车身出口金额351.85亿美元，较上年基本持平；汽车、摩托车轮胎和其他汽车相关商品出口金额分别为126.63亿美元和122.86亿美元，同比下降16.42%和1.13%。

汽车工业固定资产投资有所回升，随着自主品牌产能扩张较快，结构性产能过剩现象突出

根据中国汽车工业协会发布的数据，2015年汽车工业固定资产投资额为11,859.03亿元，同比上升14.20%。在市场需求下滑的背景下，一方面受过往固定资产投资惯性的影响，另一方面受新能源汽车持续扩张的影响，行业投资情况持续好转。其中汽车整车固定资产投资增速达到16.62%，高于零部件制造业14.98%的水平。从产能利用率来看，合资品牌的美系、德系产品由于较为贴合市场需求产能利用率较高，甚至超过100%；而自主品牌汽车以低端车居多，在地方政府支持下产能扩张较快，产能利用率大约为60%，但企业间分化较大，部分销量下滑的企业产能利用率严重偏低，低水平重复建设导致我国自主品牌车企面临较大的产能过剩压力。

汽车行业具有垄断竞争的市场竞争特点，近年来产业集中度保持较高水平

我国汽车市场表现出明显的规模经济，具有垄断竞争的市场竞争特点。大型的汽车厂商在产业链中的话语权较强，能够获得较有优势的采购价格，对于终端销售的价格控制能力也较强；产品线相对丰富，对于市场需求的变化适应性较好，增强了其抗风险能力；此外，大型厂商的资金、技术优势明显，产品更新换代速度较快，整体竞争实力较强。

随着政策面对于汽车行业整合并购的支持力度加大，汽车产业集中度较高，2015年，前十大汽车生产企业的销量合计占市场总量的89.47%，较2014年小幅下降0.23个百分点，但仍保持较高水平。

表3 2015年我国前十家汽车生产企业销量排名（单位：万辆）

序号	集团名称	销量	市场份额
1	上海汽车集团股份有限公司	586.35	23.84%
2	东风汽车集团股份有限公司	387.25	15.74%
3	中国第一汽车集团公司	284.38	11.56%

4	中国长安汽车集团股份有限公司	277.65	11.29%
5	北京汽车工业控股有限责任公司	248.90	10.12%
6	广州汽车集团股份有限公司	130.31	5.30%
7	华晨汽车集团控股有限公司	85.61	3.48%
8	长城汽车股份有限公司	85.27	3.47%
9	安徽江淮汽车股份有限公司	58.79	2.39%
10	吉利汽车控股有限公司	56.19	2.28%
	合计	2,200.70	89.47%

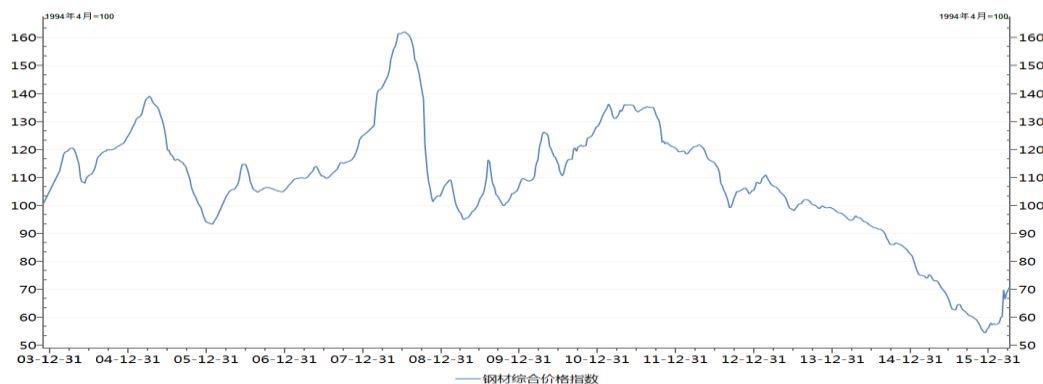
资料来源：中国汽车工业协会

钢铁行业产能依然过剩，2015年以来价格持续下行，短期内有利于降低汽车制造企业成本

2015年钢铁行业粗钢产量8.04亿吨，同比下降2.3%，近30年来首次出现下降。国内粗钢表观消费7亿吨，同比下降5.4%，连续两年出现下降，降幅扩大1.4个百分点。钢材（含重复材）产量11.2亿吨，同比增长0.6%，增幅下降3.9个百分点。中国粗钢产量占全球比重为49.54%。

在钢材市场供大于求的形式下，近年来，全国钢材价格总体水平不断走低。我国钢材价格已连续4年下降，2015年跌幅加大。钢材综合价格指数由年初的81.91点下跌到56.37点，下降25.54点，降幅31.1%。从品种上看，板材下降幅度大于长材，其中板材价格指数由83.99降至56.79点，降幅32.4%，长材价格指数由81.38降至56.92点，降幅30.1%。

图2 2005-2016年3月我国钢材价格综合指数变动情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

钢铁作为汽车及零部件制造行业最主要的原材料，虽然短期内钢铁价格的下滑有助于汽车制造厂商降低成本、提升盈利空间，但从长期来看，随着全球经济步入复苏通道，预计未来能源和原材料价格将有所恢复并传导至相关产品，汽车制造企业面临一定的成本控制压力。此外，钢铁价格的频繁波动不利于汽车及零部件制造企业锁定利润空间，加大了相关生产企业的经营风险。

汽车行业未来总体发展前景较好，但受产业和地方政策影响较大，产业结构正在发生调整

2015年全年，国家层面密集出台或实施了涉及到汽车行业的近十余项政策，涵盖了加强一致性检查、油耗限值、新能源汽车免购置税等等。从地方政府来说，为解决交通拥堵以及环

境问题，先后有北京、上海、广州、深圳等多个地方政府出台汽车限购政策。这些城市本身经济较为发达，汽车需求量较强，汽车限购政策也在一定程度上影响了汽车行业总体销量。

从未来的发展前景来看，得益于我国宏观经济的持续稳定增长，新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化的深入推进，以及城乡居民收入水平的不断提高，国内汽车市场仍有较大增长空间，但由于交通拥堵，能源紧缺以及环保污染等压力，预计针对汽车行业的整体性刺激政策将难以出台，汽车增速将趋于平稳。但应关注到，与节能减排有关的政策，如燃油消费税调整等对车型结构可能产生较大影响。同时，2015年国家和地方政府先后调整或出台补贴政策扶持新能源汽车产业发展，节能与新能源汽车产业化步伐加快，汽车行业结构正在发生调整。

四、经营与竞争

公司主营业务为汽车变速器和汽车内饰件的生产销售以及融资租赁业务。2015年公司实现营业收入19.73亿元，较上年增长42.74%。轻卡和中卡变速器是仍是公司营业收入的主要来源，2015年轻卡和中卡变速器收入为7.76亿元和3.43亿元，分别较上年增长2.52%和下降18.77%，受商用车市场需求下滑影响，中卡变速器收入有所下滑。由于公司收购吉利汽车乘用车变速器资产，2015年公司乘用车变速器收入为3.84亿元，较上年增长464.93%。公司通过收购金兴股份进入汽车内饰件市场，自2015年10月起将其纳入合并财务报表范围，2015年公司汽车内饰件收入为2.67亿元。公司融资租赁业务由子公司浙江万融融资租赁有限公司（以下简称“万融租赁”）经营，2015年融资租赁业务收入为0.92亿元，较上年增长63.22%，融资租赁业务发展较好。

从毛利率来看，受益于钢铁价格持续下跌，公司原材料成本下降，同时通过技术改造提高生产效率，2015年轻卡、中卡和乘用车变速器毛利率达28.51%、29.81%、27.17%，分别较上年提高了3.43、4.37和11.68个百分点。与公司汽车变速器业务相比，公司汽车内饰件毛利率相对较低，2015年毛利率为9.53%。2015年公司融资租赁业务毛利率为99.92%，依然保持较高水平。总的来看，2015年公司综合毛利率小幅提升，由上年的27.41%增长至28.48%。

表4 2014-2015年公司营业收入分产品构成（单位：万元）

项目	2015 年			2014 年		
	金额	毛利率	占营业收入比重	金额	毛利率	占营业收入比重
轻卡变速器	77,579.53	28.51%	39.33%	75,669.44	25.08%	54.75%
中卡变速器	34,298.30	29.81%	17.39%	42,223.58	25.44%	30.55%
乘用车变速器	38,441.78	27.17%	19.49%	6,804.64	15.49%	4.92%
农机变速器	909.11	34.92%	0.46%	1.69	3.57%	0.00%
重卡变速器	598.17	-21.10%	0.30%	706.92	-9.24%	0.51%
分动箱	306.32	54.68%	0.16%	-	-	0.00%

配件销售	7,923.76	17.45%	4.02%	6,568.22	16.85%	4.75%
汽车内饰件	26,741.15	9.53%	13.56%	-	-	0.00%
融资租赁收入	9,164.21	99.92%	4.65%	5,614.74	99.77%	4.06%
主营业务	195,962.33	28.70%	99.34%	137,589.23	27.19%	99.56%
其他业务	1,302.22	-3.63%	0.66%	613.98	77.17%	0.44%
合计	197,264.55	28.48%	100.00%	138,203.21	27.41%	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

受商用车市场疲软影响，公司商用车变速器产量和产能利用率有所下滑；通过收购吉利乘用车变速器资产，乘用车变速器产量和销量提升明显，公司整体经营保持平稳增长

由于2015年国内经济继续下行，商用车市场持续疲软，公司主要用于商用车的轻卡、中卡和重卡变速器产能均和上年保持不变。由于国内乘用车市场发展较好，公司通过收购吉利乘用车变速器资产扩大产能，相应产能由上年的年产5万台增长至年产45万台。

从产量和产能利用率来看，由于国内商用车市场持续低迷，2015年公司商用车变速器产量共59.19万台，较上年下降3.20%，由于公司无新增商用车变速器产能，商用车变速器产能利用率由上年的56.62%下降至54.80%。其中轻卡变速器产量和产能利用率同上年相比较为稳定；中卡变速器产量较上年下滑17.08%，产能利用率下降11.93个百分点；重卡变速器产量较上年提升14.07%，但由于绝对量较小，产能利用率提升幅度较小。通过收购吉利汽车乘用车变速器资产，2015年公司乘用车变速器产量较上年提升496.95%，由于吉利乘用车变速器资产于2015年7月纳入合并报表范围，乘用车变速器产能利用率较上年下降27.31个百分点。

表5 2014-2015年公司主要变速器产品的产能、产量和产能利用率情况（单位：台）

产品	项目	2015 年	2014 年
轻卡变速器	产能	800,000	800,000
	产量	474,671	470,579
	产能利用率	59.33%	58.82%
中卡变速器	产能	200,000	200,000
	产量	115,787	139,641
	产能利用率	57.89%	69.82%
重卡变速器	产能	80,000	80,000
	产量	1,435	1,258
	产能利用率	1.79%	1.57%
商用车合计	产能	1,080,000	1,080,000
	产量	591,893	611,478
	产能利用率	54.80%	56.62%
乘用车变速器	产能	450,000	50,000
	产量	242,068	40,551
	产能利用率	53.79%	81.1%

注：商用车合计=轻卡变速器+中卡变速器+重卡变速器

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司商用车变速器销量共59.85万台，较上年下降9.00%，公司根据市场需求情况减

少相应产品的生产，并主动消化库存，因此在商用车变速器销量有所下滑的情况下，公司轻卡和重卡变速器产销率有所下滑，中卡变速器产销率有所提升。由于公司收购吉利汽车变速器资产，2015年公司乘用车变速器销量共22.15万台，较上年增长451.10%，产销率为91.52%，较上年减少了7.61个百分点。从销售均价来看，公司中卡和重卡变速器销售均价下滑明显，分别较上年下滑7.59%和15.45%；轻卡和乘用车变速器销售均价有所提升，分别较上年增长11.63%和2.51%，由于乘用车变速器产能扩大且乘用车市场环境好于商用车市场环境，公司乘用车变速器收入占比提升明显。

表6 2014-2015年公司主要变速器产品销售情况（单位：台、元/台）

产品	项目	2015 年	2014 年
轻卡变速器	销量	471,232	513,081
	销售均价	1,646.31	1,474.80
	产销率	99.28%	109.03%
中卡变速器	销量	126,052	143,396
	销售均价	2,720.96	2,944.54
	产销率	108.87%	102.69%
重卡变速器	销量	1,246	1,245
	销售均价	4,800.72	5,678.06
	产销率	86.83%	98.97%
乘用车变速器	销量	221,538	40,199
	销售均价	1,735.22	1,692.74
	产销率	91.52%	99.13%

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，公司凭借多年的经营，在汽车变速器细分领域具备一定的竞争优势，但受商用车市场疲软影响，公司商用车变速器产量和产能利用率有所下降；公司通过收购吉利乘用车变速器资产，乘用车变速器产量和销量提升明显，公司整体经营保持平稳增长。

跟踪期内，受益于市场钢铁价格的持续下跌，公司原材料采购成本进一步下降，毛利率有所提升，公司采购渠道较为稳定且生产成本构成变化范围不大；由于公司收购吉利乘用车变速器资产，相应产品专供吉利汽车，客户集中度有所提高

公司汽车变速器生产原料主要包括钢铁、生铁和废钢等，受益于上游钢材市场价格不断下滑，公司采购成本得以持续降低，相对于2014年全年，2015年公司钢材、生铁和废钢平均采购价格分别下降了25.85%、27.91%和30.46%。原材料成本下降有助于提升公司产品盈利空间，2015年公司主要产品毛利率保持稳定增长，其中轻卡、中卡和乘用车变速器毛利率分别较上年提升3.43、4.37和11.68个百分点。2015年公司主要供应商未发生重大变化，前五大供应商占年度采购总额的比例合计22.02%，较上年略有提升，采购渠道较为稳定。

表7 2014-2015年公司主要原材料采购价格（单位：元/吨）

原材料名称	采购单价	
	2015 年	2014 年
钢材	2,472.44	3,334.29
生铁	1,716.93	2,381.50
废钢	1,407.33	2,023.81

资料来源：公司提供

2015年，公司汽车变速器生产模式和生产成本构成未发生重大变化，主要成本仍为钢铁等原材料成本。通过收购金兴股份，公司新增汽车内饰件生产销售业务，由于汽车内饰原材料成本占比较高，对公司整体汽车零部件制造生产成本构成形成一定影响，直接材料占成本比重由上年的72.26%提高至77.54%。公司通过生产设备改造和提升劳动效率，制造费用占成本比重由上年的17.89%下降至13.94%。公司通过压降费用和人工开支，生产成本中人工工资占比较上年下降1.33个百分点。总体来看，公司生产成本变化范围不大。

表8 2014-2015年公司汽车零部件制造生产成本构成情况表（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占成本比重	金额	占成本比重
直接材料	107,883.83	77.54%	72,374.50	72.26%
人工工资	11,848.75	8.52%	9,869.81	9.85%
制造费用	19,396.85	13.94%	17,916.14	17.89%
合计	139,129.43	100.00%	100,160.45	100.00%

资料来源：公司提供

公司国外销售收入占比较少，绝大部分为内销，公司与北汽福田汽车股份有限公司（以下简称“北汽福田”）、吉利汽车控股有限公司（以下简称“吉利汽车”）、东风汽车股份有限公司和中国重汽集团等国内主要商用车厂商保持了良好的合作关系。2015年公司前五大客户收入占比由上年的48.71%提高至54.75%，客户集中度有所提高。由于公司收购吉利乘用车变速器资产，相应产品专供吉利汽车，专供协议有效期至2018年12月31日，因此新增乘用车变速器销售收入绝大部分来源于吉利汽车，吉利汽车成为公司第二大客户。公司第一大客户仍为北汽福田，2015年销售金额为4.04亿元，较上年下降11.07%，但由于公司营业收入增长较快，北汽福田营业收入占比由上年的32.84%下降至20.46%，占比下降较大。

跟踪期内，公司研发资金投入保持较大规模，研发实力不断增强

公司作为国内知名的汽车变速器生产商，近年一直保持规模较大的研发投入，以市场为导向，持续推进技术升级，大力提升公司技术研发能力和自主创新能力，提高产品附加值。2015年公司研发人员数量为480人，较上年增长46.34%，研发人员占员工数量比重为12.68%，较上年提高0.42个百分点。2015年公司研发投入金额为7,140.10万元，较上年增长36.73%；由于公司营业收入增长较快，研发投入占营业收入比例由上年的3.78%下降至3.62%。

表9 2014-2015年公司研发投入占营业收入的比重情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
研发人员数量（人）	480	328
研发人员数量占比	12.68%	12.26%
研发投入金额	7,140.10	5,221.95
研发投入占营业收入比例	3.62%	3.78%

资料来源：公司提供

截至2015年年末，公司拥有专利141项，其中发明专利9项，实用型专利114项，外观专利18项。公司拥有较多的专利，能在一定程度上保障公司技术实力优势，并促进公司调整产品结构和转型升级，提升公司市场上的竞争力。

表10 截至2015年底公司已拥有的专利情况

名称	数量	专利用途
发明专利	9	自行实施
外观专利	18	自行实施
实用型专利	114	自行实施

资料来源：公司提供

公司融资租赁业务发展较快，毛利率水平较高，能为公司营业收入和利润提供重要补充；但融资租赁业务资本支出较大，对融资和风险控制能力要求较高，公司投资性支出增加，整体经营风险有所上升

融资租赁业务由公司全资子公司万融租赁经营，万融租赁于2013年9月被确认为第十一批内资融资租赁业务试点企业，客户主要包括浙江、山东、江苏等地的房地产开发企业、制造业企业和政府融资平台等。截至2015年末，万融租赁注册资本2.00亿元，资产总额14.91亿元，资产负债率为82.66%。公司融资租赁业务主要采取售后返租的方式，租赁物包括商品房、城市基础设施和设备等，租赁期多为2-3年，实际利率根据客户情况而有所不同，实际利率区间为10%-16%。截至2015年末，公司应收融资租赁款为13.44亿元，较上年末增长29.98%；2015年实现融资租赁业务收入9,164.21万元，较上年增长63.22%，毛利率达到99.92%。

跟踪期内，公司在政府PPP项目和环保领域进行了融资租赁业务方面的积极探索。万融租赁与财通证券股份有限公司签订了《战略合作协议》，共同合作加快和推进浙江省城乡基础设施、公用事业和社会事业三大重点项目领域建设。万融租赁与环境保护部下属的中环国投控股集团有限公司签订了《战略合作协议》，为其在水处理、大气污染治理、节能环保改造以及环保装备等环保产业的投资提供融资租赁服务，由于相关环保项目于2015年12月开展运作，环保领域的融资租赁业务尚处于起步阶段，规模相对较小。2015年初，万融租赁对浙江佳宏电子科技有限公司应收融资租赁款为2,478.00万元，年内以1,239.00万元的价格将债权转让给浙江浩岚投资有限公司，剩余1,239.00元作应收款项核销处理，对浙江浩岚投资有限公司的应收款已于2016年1月收回。

总的来看，公司融资租赁业务发展较快，毛利率水平较高，能为公司营业收入和利润提供重要补充。但目前房地产领域客户占比较大，且该类型项目主要集中于四线城市，2015年以来在政策面宽松的影响下行业有所回暖，但房地产市场长期来看仍具有较大的不确定性，可能对公司产生一定影响。此外，融资租赁属于资金密集型行业，投资性支出远高于传统制造行业，业务规模的扩张主要依赖于公司的资金规模，对于融资和风险控制能力的要求较高。但公司在该领域的管理经验相对较少，公司投资性支出增加，且面临一定的信用风险和流动性风险，整体经营风险有所上升。

表11 截至2015年末公司融资租赁业务主要客户情况（单位：万元）

客户名称	应收融资租赁款	租赁期	担保方式
安吉县城西北开发有限公司	34,412.10	2015.9.21-2017.9.22	安吉县资产经营有限公司 保证担保
长兴绿宇房地产开发有限公司	16,137.65	2014.3.31-2016.3.31	房产抵押+保证金
金华市百事达市场开发有限公司	14,840.00	2015.6.17-2017.6.2	房产抵押+公司担保+个人 担保
浙江瑞城发展有限公司	11,322.33	2014.1.6-2017.1.10	房产抵押+保证金
金华市龙湾置业有限公司	9,351.50	2014.7.2-2016.1.15	房产抵押+保证金
合计	86,063.58	-	-

资料来源：公司提供

公司通过收购吉利乘用车变速器资产，新增乘用车变速器产能40万台，有利于公司优化产业结构和开拓乘用车市场，并大幅度增加了乘用车变速器销售收入

由于商用车市场景气度持续下滑，公司现有商用车变速器产能已能够满足生产所需，投资需求减弱，目前投资需求主要集中于乘用车市场和产业多元化发展。2015年，公司将“年产50万台乘用车变速器项目”变更为收购吉利汽车拥有的乘用车变速器（5MT、6MT）产品生产线及相关资产。公司与浙江吉润汽车有限公司（以下简称“浙江吉润”）及宁波吉利罗佑发动机零部件有限公司（以下简称“宁波吉利”）于2015年6月签订的《资产转让协议》，根据万隆（上海）资产评估有限公司于2015年5月27日出具的《浙江吉润汽车有限公司、宁波吉利罗佑发动机零部件有限公司拟资产转让所涉及的指定范围的存货、机器设备、在建工程和非专利技术截止2015年3月31日市场价值评估报告》（沪万隆评报字（2015）第1189号），公司以3.00亿元向浙江吉润及宁波吉利收购其持有的5MT、6MT生产线相关的存货、机器设备、在建工程和非专利技术。截至2015年12月31日，公司已向浙江吉润及宁波吉利支付资产转让款2.10亿元。

通过收购吉利乘用车变速器资产，公司新增乘用车变速器产能40万台，较现有产能有大幅提升。该项资产收购业务有利于公司开拓乘用车市场，优化产品结构和产业布局，降低市场风险，增强公司抗风险能力。此外公司被纳入吉利汽车核心供应商并与其签署《5MT、6MT产品买卖协议》，相关产品的销售具有较好保障，较大幅度增加了公司乘用车变速器的销售收入。

需要关注的是，公司与吉利汽车签署的产品专供协议于2018年末到期，公司未来乘用车变速器销售存在一定不确定性并面临一定的市场风险。

公司通过收购金兴股份发展汽车内饰业务，有助于在营销渠道和客户市场等方面与汽车变速器业务实现资源共享和优势互补；但金兴股份财务状况较差，短期内可能影响公司经营业绩，且存在一定的业务整合管理风险

2015年8月19日，公司与辽阳国跃投资有限责任公司（以下简称“国跃投资”）以及韩国跃、韩冬、韩冰就公司收购金兴股份70%股份事项签订了《投资合作框架协议》。2015年9月30日，公司与国跃投资签署了《股份转让协议》，以人民币1.40亿元的价格收购国跃投资持有的金兴股份70%股份，交易完成后，金兴股份成为公司的控股子公司。

金兴股份成立于1998年8月28日，经营范围包括：生产汽车零部件用模具、夹具以及车用方向盘、仪表盘、汽车内饰件、外饰件等。经天健会计师事务所审计，截至2015年6月30日，金兴股份资产总额12.13亿元，负债总额10.74亿元，净资产1.39亿元；2015年1-6月，金兴股份实现营业收入3.06亿元，净利润为-0.10亿元。股份转让价格以经天健会计师事务所审计的截至2015年6月30日的净资产为定价依据，最终确定金兴股份70%交易价格为人民币1.40亿元，收购溢价率为143.48%。

金兴股份产品涵盖汽车方向盘、汽车内饰仪表板、门板、中控台、立柱、护板、出风口、烟灰缸、茶杯托架、保险杠等，是国家级高新技术企业，拥有先进的研发技术和设备，具有较强的生产能力。金兴股份主要为华晨宝马、北京奔驰、华晨汽车、北京现代、长安汽车、奇瑞汽车、江铃汽车、一汽集团、华泰汽车、众泰汽车等整车厂商配套。公司发展汽车内饰业务，可以在营销渠道和客户市场等方面与汽车变速器业务实现资源共享和优势互补，有助于进一步开拓市场领域，提高产品市场占有率，为公司创造新的发展空间。

但需要关注的是，金兴股份由于业务规模扩张速度较快，经营管理和成本控制能力相对较弱而导致亏损，且资产负债率较高，在短期内可能会对公司整体经营业绩产生一定影响。公司收购金兴股份后将对其进行全面整合，由于公司与金兴股份存在地域性传统文化以及经营管理理念等方面的差异，存在一定的业务整合管理风险。

公司涉足小额贷款、农业和房地产领域以开展多元化经营，但业务多处于拓展期，且与传统汽车变速器业务差异较大，公司面临一定的市场风险和投资回收风险

公司在汽车变速器制造和融资租赁业务之外，为降低经济周期带来的经营风险，近年来不断拓宽业务范围尝试多元化发展，涉足委托贷款、农业化肥、小额贷款以及房地产领域。

公司于2013年向金华金西投资开发有限公司（以下简称“金西投资”）发放的5.00亿元委托贷款已于2015年6月全部收回，年内产生利息收入合计为6,990.64万元，对公司营业利润进行

了重要补充。利用闲置资金进行委托贷款有助于提高公司的资金使用效率，但受政策影响，政府融资平台类企业融资渠道较宽，2015年公司无新增委托贷款业务。农业板块业务由公司子公司唐山欧润尼农业科技有限公司负责经营。截至2015年末，公司20万吨木质素有机缓释肥项目已经基本完工，该项目累计投资约为2.00亿元，厂房主体工程以及配套基础设施建设均已完成，可进行生产销售，预计2016年将逐步投产，但未来市场情况存在一定不确定性。

公司通过对金华市婺城区万通小额贷款有限公司（以下简称“万通小贷”）投资参与小额贷款业务，万通小贷为公司子公司联营企业，截至2015年末公司间接持有万通小贷27.75%的股份。万通小贷主要面向金华市的中小企业发放小额贷款，受经济下行影响，2015年万通小贷净利润为-41.11万元，公司按权益法下确认的投资收益为-11.41万元。由于万通小贷出现亏损，且小额贷款的业务性质本身存在较大的风险，受宏观经济影响明显，可能会对公司整体经营带来一定影响。万融租赁于2014年与万里扬集团、杭州美通家居集团有限公司共同出资设立杭州万汇通置业有限公司（以下简称“万汇通置业”），其中万融租赁出资390万元，占其注册资本的39%。万汇通置业为公司子公司联营企业，主要从事杭州市转塘区商业地块的开发，目前开发土地出让金已缴纳，仍处于前期开发阶段，尚未产生收益。

总体而言，公司多元化发展的业务板块能够与现有业务形成补充，抵御经济周期波动的风险。但上述业务目前多处于开拓期，且业务性质与公司传统制造业差异性较大，受宏观经济环境影响，公司面临一定的市场风险和投资回收风险。

公司拟收购奇瑞股份持有的奇瑞变速箱全部股权，若收购完成，公司将在业务规模和盈利水平等方面将得到较大提升，抗风险能力将进一步增强，但存在一定的单一客户风险、资产估值风险和业绩承诺不能达标风险

2016年4月，万里扬拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买奇瑞股份持有的奇瑞变速箱100%股权，并募集配套资金不超过151,204.46万元。万里扬以发行股份方式向奇瑞股份合计支付160,000万元，占交易对价的61.54%；以现金方式向奇瑞股份合计支付100,006.80万元，占交易对价的38.46%。

奇瑞变速箱原为奇瑞股份内变速箱生产部门，其功能在于为奇瑞自主品牌乘用车提供变速箱的配套，奇瑞变速箱的研发、生产运营以及产品品质管理等方面的能力已实现与整车厂良好匹配。根据中水致远资产评估有限公司（以下简称“中水致远”）发布的《浙江万里扬股份有限公司拟发行股份及支付现金购买芜湖奇瑞变速箱有限公司股权项目资产评估报告》（中水致远评报字【2016】第2014号），以2015年12月31日为评估基准日，采用收益法确定的奇瑞变速箱股东全部权益价值评估值为260,006.80万元，增值率为111.43%。

万里扬发行股份及支付现金购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，募集配套资金

成功与否不影响发行股份及支付现金购买资产的履行及实施。如果募集配套资金出现未能实施或融资金额低于预期的情形，支付本次交易现金对价的不足部分万里扬将自筹解决。经奇瑞股份确认，该交易的利润补偿期间为2016年、2017年、2018年和2019年，奇瑞变速箱在利润补偿期间各年度的承诺净利润分别不低于2.00亿元、2.20亿元、2.42亿元和2.66亿元，净利润指因奇瑞变速箱向奇瑞股份及其关联方销售产品或提供服务所产生的净利润。奇瑞变速箱2016年度至2019年度的补偿金额（如有）单独计算，奇瑞股份以其在本次交易中获得的股份数量为上限进行补偿，应补偿股份数量按以下公式计算确定：

(1) 2016年度/2017年度/2018年度/2019年度当期应补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数－截至当期期末累积实现实际净利润数）÷2016年度至2019年度承诺净利润数之和×交易价格－累积已补偿金额

(2) 2016年度/2017年度/2018年度/2019年度当期应补偿股份数量=2016年度/2017年度/2018年度/2019年度当期应补偿金额÷标的股份的发行价格

以上所补偿的股份由万里扬以人民币1.00元总价回购并在其后10日内注销。奇瑞变速箱近2年模拟资产和经营状况如下表：

表12 2014-2015年奇瑞变速箱主要财务指标（单位：万元）

项目	2015年12月31日	2014年12月31日
流动资产合计	68,699.74	73,251.76
非流动资产合计	116,740.17	125,756.78
资产总计	185,439.91	199,008.55
流动负债合计	60,821.10	74,728.82
非流动负债合计	1,179.16	840.08
负债合计	62,000.27	75,568.90
所有者权益合计	123,439.65	123,439.65
项目	2015年度	2014年度
营业收入	129,052.21	143,592.20
营业利润	14,738.22	17,808.64
利润总额	14,738.22	17,808.64
净利润	11,053.66	13,356.48
归属于母公司所有者的净利润	11,053.66	13,356.48

资料来源：华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的会审字【2016】2762号无保留意见审计报告。

公司拟发行股份购买资产的市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日股票交易均价，该市场参考价的90%为8.83元/股，经交易双方协商，最终确定发行价格为9.68元/股，发行股份数量为165,289,256股。交易完成后，公司将持有奇瑞变速箱100%股权，奇瑞股份将持有公司12.24%的股份。同时，公司拟向包括公司控股股东万里扬集团在内的不超过7名特定投资者发行股份募集配套资金不超过151,204.46万元，募集配套资金扣除中介费用后，用于支付购买标的资产的现金对价、偿还公司银行借款及补充奇瑞变速箱所需流动资

金。该交易前后公司主要财务指标比较如下：

表13 2015年12月31日/2015年度公司主要财务指标比较（单位：万元）

项目	财务数据	备考财务数据	变动幅度
总资产	608,219.19	930,226.26	52.94%
归属于母公司所有者的权益	231,536.78	491,543.58	112.30%
营业收入	197,264.56	326,316.77	65.42%
利润总额	25,523.86	40,222.53	57.59%
归属于母公司股东净利润	21,164.87	32,178.99	52.04%
每股收益（元/股）	0.41	0.41	-

资料来源：天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的天健审【2016】5026号《审阅报告》

通过收购奇瑞股份下属的奇瑞变速箱，公司能够获得奇瑞股份相关的业务资源和乘用车变速箱领域丰富的技术成果，壮大自身的变速箱业务布局，进一步丰富和完善公司产业链，在满足奇瑞股份的变速箱需求外，能更好的为国内其它整车厂提供配套服务，公司在业务规模、盈利水平等方面将得到提升，抗风险能力将进一步增强。

需要关注的是，由于奇瑞变速箱一直是作为奇瑞股份的内部配套部门，若未能在市场开拓上取得显著进展，其单一客户结构将可能对奇瑞变速箱经营的长期发展带来不利影响。由于奇瑞变速箱资产估值采用收益法，标的资产的估值较账面净资产增值较高，未来宏观经济和汽车行业整体环境的变化、公司自身的经营决策等因素都将对盈利带来不确定性，存在标的资产评估增值较大的风险。业绩承诺最终能否实现将取决于行业发展趋势的变化和经营管理团队的经营管理能力，公司存在承诺期内实际业绩达不到承诺业绩的风险。

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告和未经审计的2016年一季度财务报表，报告采用新会计准则编制。跟踪期内公司合并报表范围变化情况详见表2，合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

资产结构与质量

通过对外收购，公司资产规模不断扩大，流动资产占比下降；随着融资租赁业务不断发展，应收融资租赁款项增长较快，资产的收益性和风险性同时增加

截至2015年末，公司资产总额为60.82亿元，较上年增长49.74%，系由于公司收购吉利汽车乘用车变速器资产和金兴股份导致资产总额大幅增长；由于公司固定资产、无形资产和长期

应收款增长较快，流动资产比重较上年明显下降，2015年末流动资产占总资产比重为51.25%，较上年下降17.51个百分点。截至2016年3月末，由于其他应收款和长期股权投资增长较快，公司资产总额为63.98亿元，较上年末小幅增长。

公司流动资产主要为货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货。截至2015年末，公司货币资金为6.11亿元，较上年下降11.39%，其中银行存款4.21亿元；使用受限的货币资金合计为2.23亿元，包括银行承兑汇票或信用证保证金1.90亿元，以及用于开具银行承兑汇票而质押的银行存款0.33亿元。截至2015年末，公司应收票据为2.28亿元，规模较上年小幅下降，全部为银行承兑汇票，回收较有保障，期末公司已质押的应收票据1.00亿元。

由于2015年第四季度全国汽车行业景气度回升，公司第四季度产品销售规模较大，受产品平均3个月的账期影响，截至2015年末公司应收账款为8.54亿元，较上年增长幅度较大。从应收账款账龄来看，1年以内的占比为96.73%，账龄较短，公司对不同期限的应收账款计提了对应的坏账准备。从欠款客户来看，公司应收账款前五大客户账面余额为6.09亿元，占比为67.39%，其中浙江吉利汽车零部件采购有限公司占比为33.30%。由于应收账款客户主要为知名汽车整机厂商，应收账款回收风险较小，但较大规模的应收账款在一定程度上影响了公司资金运营效率。截至2016年3月末，公司应收账款为9.67亿元，受营业收入扩大和产品账期影响，规模进一步上升。

公司其他应收款主要为应收融资租赁款，截至2015年末，公司其他应收款为7.76亿元，较上年增长11.52%。由于融资租赁业务发展较快，公司应收融资租赁款增长较快，在一定程度上带动资产规模上升。截至2015年末，公司应收融资租赁款合计13.44亿元，较上年末增长29.98%；未实现融资收益合计1.07亿元，收取融资租赁保证金合计4.52亿元。一年内到期的融资租赁款计入其他应收款，年末余额为6.87亿元；一年以上的融资租赁款计入长期应收款，年末余额为6.57亿元。2015年初，万融租赁对浙江佳宏电子科技有限公司应收融资租赁款为2,478.00万元，年内以1,239.00万元的价格将债权转让给浙江浩岚投资有限公司，剩余1,239.00元作应收款项核销处理，对浙江浩岚投资有限公司的应收款已于2016年1月收回，故公司对该笔债权转让款未计提坏账准备。公司其他应收款前五大客户期末余额占比为64.52%，均为房地产项目开发企业，行业集中度较高，由于客户均提供房产抵押和较高比例保证金（房地产项目保证金比率为40%-55%），且自2015年下半年以来房地产市场受政策影响逐步回暖，公司回收风险有所下降。截至2016年3月末，由于融资租赁业务发展较快，公司其他应收款为9.98亿元，规模较上年进一步增长。

截至2015年末，公司存货账面价值为5.64亿元，主要包括库存商品、在产品和原材料，由于公司收购吉利乘用车变速器资产和金兴股份，库存商品和在产品规模有所增加，导致年末存

货规模较上年增长66.67%。公司于2013年向金西投资发放的5.00亿元委托贷款已于2015年6月全部收回，截至2015年末公司一年内到期的非流动资产余额为0元，年内产生利息收入合计为6,990.64万元，对公司营业利润进行了重要补充。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016-3-31		2015-12-31		2014-12-31	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	41,902.25	6.55%	61,091.30	10.04%	68,942.08	16.97%
应收票据	21,910.20	3.42%	22,757.19	3.74%	24,268.81	5.97%
应收账款	96,699.94	15.11%	85,356.48	14.03%	30,486.86	7.51%
其他应收款	99,795.10	15.60%	77,607.72	12.76%	69,590.36	17.13%
存货	58,307.06	9.11%	56,406.05	9.27%	33,822.89	8.33%
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	50,000.00	12.31%
其他非流动资产	2,519.53	0.39%	41,577.00	6.84%	0.00	0.00%
流动资产合计	327,646.49	51.21%	311,693.94	51.25%	279,271.99	68.76%
长期应收款	62,054.41	9.70%	65,657.69	10.80%	33,900.38	8.35%
长期股权投资	42,280.18	6.61%	17,912.87	2.95%	13,228.34	3.26%
固定资产	96,161.57	15.03%	100,638.84	16.55%	58,246.35	14.34%
在建工程	11,932.89	1.86%	10,386.17	1.71%	5,866.14	1.44%
无形资产	35,939.22	5.62%	36,570.43	6.01%	11,515.78	2.84%
非流动资产合计	312,191.35	48.79%	296,525.25	48.75%	126,907.22	31.24%
资产总计	639,837.84	100.00%	608,219.19	100.00%	406,179.21	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要包括长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产。由于跟踪期内公司新增对金华新隆股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“金华新隆”）投资0.50亿元，2015年长期股权投资账面价值为1.79亿元，较上年增长35.41%。金华新隆主要投资于金华市范围内由金华市政府推动的汽车（包括新能源汽车）及其零部件行业（汽车变速器和汽车内饰件产品除外）的重大投资项目。金华新隆注册资本为6.00亿元，公司认缴2.90亿元，占比48.33%，截至2015年12月31日，金华新隆实收资本为1.60亿元，公司实际出资0.50亿元。由于联营企业山东雷沃桥箱有限公司（以下简称“山东雷沃”）和万通小贷出现小幅亏损，当年公司长期股权投资权益法下确认的投资损益为-244.94万元。截至2016年3月末，由于公司对金华新隆的剩余出资全部到位，公司长期股权投资账面价值为4.23亿元，较2015年末增长较快。

公司固定资产主要由房屋及建筑物和专用设备构成，截至2015年末，公司固定资产账面价值为10.06亿元，较上年增加4.24亿元，系由于公司对外收购资产较多，新增房屋及建筑物和专用设备规模较大。截至2015年末，公司在建工程账面价值1.04亿元，较上年增加0.45亿元，系由于公司通过收购金兴股份，增加汽车模具生产线、大连银兴厂房和综合楼等工程。根据万隆（上海）资产评估有限公司出具的资产评估报告，公司购入的乘用车变速器技术作价2.19亿

元（含税），计入无形资产中非专利技术科目，且公司通过收购金兴股份新增土地使用权0.67亿元，因此2015年末公司无形资产账面价值为3.66亿元，较上年大幅增长。

公司其他非流动资产全部为定向资产管理计划，公司与财通证券及宁波银行股份有限公司签订定向资产管理合同，投资金额为4.20亿元，委托期限为2年，到期日为2017年12月8日，未约定预期收益。截至2015年12月31日，公司确认资产管理计划成本41,577万元。由于委托资产主要投资于国债、企业债券、公司债券、混合资本债、中央银行票据、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据等，该资管计划存在一定的信用风险、利率风险和经济周期风险。

资产运营效率

公司资产运营效率有所提升，整体资产运营效率良好

由于公司2015年第四季度销售规模增长较快，受产品平均3个月账期影响，公司应收账款周转天数较上年略有增加，2015年应收账款周转天数为148.62天，较上年增长了9.13天。公司存货规模有所增长，受营业收入规模扩大影响，2015年公司存货周转天数为115.12天，存货周转天数有所减少。由于公司收购乘用车变速器资产和金兴股份，应付货款和设备款规模增加，且近年来钢铁市场行情低迷，公司与供应商之间结算议价能力较强，应付账款账期有所延长，2015年公司应付账款周转天数为255.63天，较上年提升86.70天。由于应收账款和应付账款周转天数增加，且存货周转天数减少，公司净营业周期为8.11天，净营业周期下降幅度较大，资产运营效率有所提升。

跟踪期内，公司流动资产、固定资产和总资产均有所增长，其中流动资产和固定资产增速均小于营业收入增长速度，公司流动资产、固定资产和总资产周转天数均有所减少，资产经营指标有所提升。

表15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	148.62	139.49
存货周转天数	115.12	134.97
应付账款周转天数	255.63	168.93
净营业周期	8.11	105.53
流动资产周转天数	539.24	614.04
固定资产周转天数	144.98	158.16
总资产周转天数	925.62	974.37

注：应收账款周转天数=180*（期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额）/营业收入；

应付账款周转天数=180*（期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额）/营业收入；

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

总体而言，公司资产运营效率有所提升，净营业周期有一定程度下降，总资产周转天数有所减少，整体资产运营效率良好。

盈利能力

公司营业收入增长较快，综合毛利率小幅提升；由于利息支出费用增长较快，期间费用支出上升较快

跟踪期内，公司通过收购吉利乘用车变速器资产和金兴股份，业务规模不断扩大，乘用车变速器收入增长较快，并新增汽车内饰件业务，2015年公司实现营业收入19.73亿元，较上年增长42.74%，实现利润总额为2.55亿元，较上年增长8.86%；受公司原材料成本下降和技术改造影响，轻卡、中卡和乘用车变速器毛利率均较上年有所提升；此外，公司融资租赁业务增长较快且毛利率水平较高，带动2015年公司综合毛利率小幅提升，由上年的27.41%增长至28.48%。2016年1-3月，公司实现营业收入7.57亿元，较2015年同期增长95.60%，实现利润总额0.86亿元，较2015年同期增长31.94%。

由于联营企业山东雷沃和万通小贷出现小幅亏损，2015年公司获得投资收益-154.47万元，由上年盈利转为亏损。公司将部分闲置资金用于委托贷款，2015年委托贷款利息收入合计6,990.64万元，利息总收入为7,899.37万元。由于公司业务规模扩大，财务费用中利息支出费用增长较快，且委托贷款利息收入同去年相比下降29.92%，公司财务净收益由上年的5,069.90万元下降至84.38万元，期间费用率由上年的10.11%提高至13.30%。

公司营业外收入主要来源于政府补助和非流动资产处置利得，2015年公司政府补助收入较上年有所增长，营业外收入为2,253.66万元，较上年增长10.40%，对公司利润总额形成一定补充。由于公司财务净收益下降幅度较大，期间费用支出上升较快，且投资收益出现亏损，2015年公司营业利润率为11.93%，较上年下降4.43个百分点，总资产回报率和净资产收益率也分别不同程度下滑。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
营业收入	75,674.89	197,264.56	138,203.21
投资收益	621.60	-154.47	1,257.26
营业利润	8,397.99	23,529.06	22,601.44
营业外收入	257.76	2,253.66	1,022.54
利润总额	8,550.06	25,523.86	23,447.13
综合毛利率	25.56%	28.48%	27.41%
期间费用率	14.37%	13.30%	10.11%
营业利润率	11.10%	11.93%	16.35%
总资产回报率	-	6.38%	7.49%

净资产收益率	-	9.06%	9.09%
--------	---	-------	-------

资料来源：公司 2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

总的来看，公司营业收入增长较快，综合毛利率小幅提升；由于利息支出费用增长较快，且委托贷款利息收入有所下降，财务净收益下降幅度较大，期间费用支出上升较快。

现金流

公司经营活动现金流较好，投资活动支出规模增长较快，由于公司涉及的融资租赁业务对资本金要求较高，未来资金需求预计继续增加

受益于营业收入规模扩大，公司净利润规模较上年有所增长，由于收购资产较多，导致折旧摊销等非付现费用规模增长较快，2015年公司FFO（经营所得现金）较上年增长59.96%，公司现金生成能力有所提升。公司应收账款和应付账款规模均增长较快，导致公司经营性应收项目和经营性应付项目均有所增加，同时公司存货规模有所增加，2015年公司营运资本减少954.26万元，较上年有所改善。2015年经营活动现金流净额为3.54亿元，较上年提升69.76%，经营性现金流情况良好。

表17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	21,183.17	19,881.44
非付现费用	16,305.39	9,274.73
非经营损益	-1,107.07	-6,412.65
FFO	36,381.49	22,743.52
营运资本变化	-954.26	-1,874.34
其中：存货减少（减：增加）	-8,832.63	7,214.82
经营性应收项目的减少（减：增加）	-34,104.48	-1,842.99
经营性应付项目的增加（减：减少）	41,982.85	-7,246.17
经营活动产生的现金流量净额	35,427.22	20,869.19
投资活动产生的现金流量净额	-51,355.03	-17,185.21
筹资活动产生的现金流量净额	18,032.70	2,739.11
现金及现金等价物净增加额	2,104.89	6,423.10
收现比	1.02	1.12

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

从投资活动来看，由于公司跟踪期内收购了吉利乘用车变速器资产和金兴股份，购建固定资产、无形资产和其他长期资产和投资支付的现金增长较快，且随着融资租赁业务进一步开展，2015年公司投资活动产生的现金净流出5.14亿元。总体上投资活动现金净流出规模较上年增长较快，且随着公司融资租赁业务的发展，公司资本性投入需求预计将进一步增加。从筹资活动来看，2015年公司筹资活动产生的现金净流入规模为1.80亿元，流入规模较上年有所扩大，系由于公司对外收购资产资金需求较大，公司新增借款较多。

总的来看，跟踪期内公司经营活动现金流情况良好，投资活动支出规模增长较快，由于公司目前所涉及的融资租赁业务对资本金的投入要求较高，未来资金需求预计继续增加。

资本结构与财务安全性

公司资产负债率大幅上升，有息债务规模较大，债务压力有所加大，存在一定的偿债压力

由于公司收购吉利乘用车变速器资产和金兴股份，资金需求增加导致新增借款规模较大；随着业务规模扩大，且金兴股份应付项目较多，公司占用上游资金规模较大，应付账款和应付票据均增长较快，因此，公司负债规模较上年大幅增长。截至2015年末，公司负债总额为36.64亿元，较上年增长103.21%；所有者权益为24.18亿元，较上年小幅提升，负债与所有者权益比率由上年的79.82%上升至151.49%，所有者权益对负债的保障程度下降明显。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016-3-31	2015-12-31	2014-12-31
负债总额	392,647.53	366,377.23	180,292.07
所有者权益	247,190.31	241,841.96	225,887.14
负债与所有者权益比率	158.84%	151.49%	79.82%

资料来源：公司 2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

从债务结构来看，2015年由于公司短期借款、应付票据和应付账款规模较大，流动负债占总负债比重为74.59%，较上年提升25.41个百分点，公司债务结构以流动负债为主。

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款。由于公司收购吉利乘用车变速器资产和金兴股份，资金需求较大导致新增借款较多。随着业务规模扩大，且金兴股份应付项目较多，公司占用上游资金规模较大，应付货款和应付设备工程款增加较多，应付账款和应付票据均增长较快。截至2015年末，公司短期借款、应付票据和应付账款分别为6.62亿元、6.10亿元和9.69亿元，较上年分别增长819.44%、247.57%和289.15%。截至2015年末公司融资租赁业务收到保证金合计4.52亿元，其中一年内到期的融资租赁保证金为3.49亿元，计入其他应付款；一年以上到期的融资租赁保证金为1.03亿元，该部分债务计入长期应付款。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016-3-31		2015-12-31		2014-12-31	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	88,800.00	22.62%	66,200.00	18.07%	7,200.00	3.99%
应付票据	66,402.65	16.91%	61,029.11	16.66%	17,558.69	9.74%
应付账款	98,216.10	25.01%	96,871.03	26.44%	24,892.92	13.81%
其他应付款	41,282.69	10.51%	36,329.90	9.92%	31,950.55	17.72%
流动负债合计	306,684.65	78.11%	273,290.41	74.59%	88,674.15	49.18%
长期借款	0.00	0.00%	4,500.00	1.23%		0.00%
应付债券	74,754.30	19.04%	74,710.43	20.39%	74,534.93	41.34%

长期应付款	7,686.50	1.96%	10,290.50	2.81%	16,859.00	9.35%
非流动负债合计	85,962.88	21.89%	93,086.82	25.41%	91,617.92	50.82%
负债合计	392,647.53	100.00%	366,377.23	100.00%	180,292.07	100.00%
有息债务	229,956.95	58.57%	209,039.54	57.06%	99,293.62	55.07%

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

资料来源：公司2015年审计报告和未经审计的2016年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款，2015年公司非流动负债合计9.31亿元，规模较上年小幅增长，由于流动负债增长较快，非流动负债占负债比重由上年的50.82%下降至25.41%。由于公司对外收购资产资金需求较大，2015年末公司新增长期借款0.45亿元。截至2015年末，公司应付债券为7.47亿元，全部为本期债券。截至2015年末，公司有息债务规模为20.90亿元，较上年增长210.53%，占债务总额的比重为57.06%；其中短期有息债务余额为12.98亿元、长期有息债务为7.92亿元。总的来看，公司有息债务增长较快且规模较大，公司存在一定的偿债压力。

从偿债指标来看，公司新增负债规模较大，资产负债率较上年增长15.85个百分点。由于流动负债增长较快，公司流动比率和速动比率均较上年有所下降。得益于利润增长，2015年公司EBITDA为4.44亿元，较上年增长21.77%；但由于公司业务规模扩大，利息支出规模有所提高，EBITDA利息保障倍数有所下降。由于有息债务新增规模较大，有息债务/EBITDA倍数上升明显。整体来看，公司债务压力有所加大，面临一定的偿债压力。

表20 公司偿债能力指标

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
资产负债率	61.37%	60.24%	44.39%
流动比率	1.07	1.14	3.15
速动比率	0.88	0.93	2.77
EBITDA（万元）	-	44,403.64	36,463.81
EBITDA 利息保障倍数	-	6.50	7.97
有息债务/EBITDA	-	4.71	2.72
有息债务	229,956.95	209,039.54	99,293.62

资料来源：公司 2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

万里扬集团运营情况较为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债券偿付提供一定程度的保障

跟踪期内，担保方万里扬集团的注册资本、实际控制人、经营范围等均未发生重大变化。万里扬集团承担了集团内企业的控股职能，自身经营性业务较少，2015年收入来源仍主要由公司贡献。

表21 2014-2015年万里扬集团营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
汽车零部件收入	186,798.12	26.30%	131,974.49	24.11%
融资租赁业务	9,164.21	99.92%	5,614.74	99.77%
仓储、物流服务及运输收入	2,308.8	31.26%	2,697.53	37.31%
其他	319.18	37.18%	108.51	97.33%
主营业务收入小计	198,590.31	29.78%	140,395.26	27.44%
其他业务收入	1,311.62	-18.71%	2,248.93	88.09%
营业收入合计	199,901.93	29.46%	142,644.19	28.40%

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2015年末，万里扬集团资产总额为76.12亿元，所有者权益为25.79亿元，资产负债率66.11%；2015年度，万里扬集团实现营业收入19.99亿元，利润总额2.01亿元，经营活动现金净流入5.07亿元。作为万里扬集团的主要产业，2015年末公司资产总额占万里扬集团资产的79.90%，较上年小幅提升。2015年公司营业收入和利润总额分别占万里扬集团的98.68%和127.00%，仍然是集团收入和利润的主要来源。

表22 2014-2015年万里扬集团主要财务指标

项目	2015 年	2014 年
总资产（万元）	761,219.60	528,069.65
所有者权益（万元）	257,946.29	245,338.24
有息债务（万元）	302,039.53	159,792.60
资产负债率	66.11%	53.54%
流动比率	0.97	1.99
速动比率	0.78	1.70
营业收入（万元）	199,901.93	142,644.19
营业利润（万元）	17,392.51	20,706.88
利润总额（万元）	20,097.36	21,665.82
综合毛利率	29.46%	28.40%
总资产回报率	5.03%	6.05%
EBITDA（万元）	44,624.02	37,353.13
EBITDA 利息保障倍数	3.61	5.23
经营活动现金流净额（万元）	50,734.75	32,591.48

资料来源：万里扬集团审计报告，鹏元整理

总体来看，万里扬集团运营情况较为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债券偿付提供一定程度的保障。但是，万里扬集团与公司的业务同质性较强，存在一定的系统风险。

经鹏元综合评定，万里扬集团主体长期信用等级为AA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为本期债券提供一定的信用保障。

七、评级结论

2015年公司通过收购吉利乘用车变速器资产和金兴股份，乘用车变速器收入大幅增加，且新增汽车内饰件收入，因此2015年公司营业收入增长较快，综合毛利率小幅提升。2015年公司融资租赁业务收入增长较快且毛利率水平较高，为公司利润形成重要补充。公司拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买奇瑞股份持有的奇瑞变速箱全部股权，若收购顺利完成，公司将在业务规模和盈利水平等方面将得到较大提升，抗风险能力将进一步增强。

同时我们也关注到，受制于外部经济环境的弱化，全国汽车行业产量和销量增速均明显下滑，公司经营面临一定增长压力。公司融资租赁业务规模较大，业务规模扩张依赖于资金规模，公司投资性支出增加，经营风险有所上升。由于业务规模扩大，公司负债规模大幅增长，负债率显著上升，有息债务规模较大，息税前利润对利息保障的程度有所降低，公司存在一定的偿债压力。公司通过收购金兴股份发展汽车内饰业务，但由于金兴股份资产负债水平较高，盈利水平较差，短期内可能影响公司经营业绩，且存在一定的业务整合管理风险。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016-3-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
货币资金	41,902.25	61,091.30	68,942.08	72,159.42
应收票据	21,910.20	22,757.19	24,268.81	29,698.09
应收账款	96,699.94	85,356.48	30,486.86	22,642.63
预付款项	6,512.41	3,926.52	1,530.55	1,535.85
应收利息	0.00	3.85	465.18	601.67
其他应收款	99,795.10	77,607.72	69,590.36	12,354.54
应收股利	0.00	0.00	0.00	1,373.65
存货	58,307.06	56,406.05	33,822.89	41,398.54
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	50,000.00	10,000.00
其他流动资产	2,519.53	4,544.83	165.27	422.25
流动资产合计	327,646.49	311,693.94	279,271.99	192,186.64
可供出售金融资产	3,000.00	3,001.00	3,000.00	0.00
长期应收款	62,054.41	65,657.69	33,900.38	3,407.38
长期股权投资	42,280.18	17,912.87	13,228.34	14,581.08
固定资产	96,161.57	100,638.84	58,246.35	63,188.38
在建工程	11,932.89	10,386.17	5,866.14	2,998.01
无形资产	35,939.22	36,570.43	11,515.78	10,170.77
商誉	13,456.51	13,456.51	757.18	757.18
长期待摊费用	2,586.10	4,097.80	59.65	0.00
递延所得税资产	3,203.47	3,226.94	333.38	242.01
其他非流动资产	41,577.00	41,577.00	0.00	54,405.44
非流动资产合计	312,191.35	296,525.25	126,907.22	149,750.24
资产总计	639,837.84	608,219.19	406,179.21	341,936.88
短期借款	88,800.00	66,200.00	7,200.00	40,200.00
应付票据	66,402.65	61,029.11	17,558.69	22,958.45
应付账款	98,216.10	96,871.03	24,892.92	28,735.92
预收款项	2,494.20	2,344.84	844.58	657.54
应付职工薪酬	1,706.81	1,875.01	1,220.35	1,292.61
应交税费	4,263.93	3,990.04	3,051.35	1,721.89
应付利息	3,518.27	2,050.49	1,955.70	58.03
其他应付款	41,282.69	36,329.90	31,950.55	3,686.94
一年内到期的非流动负债	0.00	2,600.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	30,918.81
流动负债合计	306,684.65	273,290.41	88,674.15	130,230.19
长期借款	0.00	4,500.00	0.00	0.00
应付债券	74,754.30	74,710.43	74,534.93	0.00
长期应付款	7,686.50	10,290.50	16,859.00	0.00
递延收益-非流动负债	3,522.08	3,585.89	224.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	256.00
非流动负债合计	85,962.88	93,086.82	91,617.92	256.00
负债合计	392,647.53	366,377.23	180,292.07	130,486.19

实收资本(或股本)	51,000.00	51,000.00	34,000.00	34,000.00
资本公积金	90,789.12	90,789.12	107,789.12	107,813.69
盈余公积金	9,859.19	9,859.19	8,368.47	7,033.59
未分配利润	86,966.42	79,888.47	67,014.33	54,295.02
归属于母公司所有者权益合计	238,614.73	231,536.78	217,171.92	203,142.30
少数股东权益	8,575.58	10,305.18	8,715.22	8,308.40
所有者权益合计	247,190.31	241,841.96	225,887.14	211,450.69
负债和所有者权益合计	639,837.84	608,219.19	406,179.21	341,936.88

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
营业总收入	75,674.89	197,264.56	138,203.21	142,530.14
营业收入	75,674.89	197,264.56	138,203.21	142,530.14
营业总成本	67,898.50	173,581.03	116,859.02	127,416.10
营业成本	56,335.55	141,077.88	100,314.97	110,704.93
营业税金及附加	649.52	2,008.44	1,740.02	1,197.71
销售费用	3,318.59	9,398.31	7,384.64	8,700.53
管理费用	6,574.35	16,928.03	11,658.00	12,505.32
财务费用	980.87	-84.38	-5,069.90	-6,069.51
资产减值损失	39.62	4,252.74	831.30	377.11
其他经营收益	621.60	-154.47	1,257.26	1,842.29
投资净收益	621.60	-154.47	1,257.26	1,842.29
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	-244.94	1,257.26	1,832.29
营业利润	8,397.99	23,529.06	22,601.44	16,956.34
加：营业外收入	257.76	2,253.66	1,022.54	1,000.01
减：营业外支出	105.69	258.86	176.85	334.48
其中：非流动资产处置净损失	0.00	41.11	35.59	0.85
利润总额	8,550.06	25,523.86	23,447.13	17,621.86
减：所得税	1,231.54	4,340.68	3,565.68	2,127.56
净利润	7,318.52	21,183.17	19,881.44	15,494.30
减：少数股东损益	240.57	18.31	727.26	938.15
归属于母公司所有者的净利润	7,077.95	21,164.87	19,154.18	14,556.15
综合收益总额	7,318.52	21,183.17	19,881.44	15,494.30
减：归属于少数股东的综合收益总额	240.57	18.31	727.26	938.15
归属于母公司普通股股东综合收益总额	7,077.95	21,164.87	19,154.18	14,556.15

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 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	69,484.83	200,975.56	154,844.96	162,722.80
收到的税费返还	0.00	343.06	75.48	66.59
收到其他与经营活动有关的现金	12,297.01	2,841.05	2,502.59	3,760.16
经营活动现金流入小计	81,781.84	204,159.67	157,423.04	166,549.55
购买商品、接受劳务支付的现金	69,153.86	116,295.59	99,354.94	115,113.83
支付给职工以及为职工支付的现金	6,563.15	21,299.47	15,459.06	14,725.70
支付的各项税费	5,017.46	15,202.40	12,825.15	9,893.37
支付其他与经营活动有关的现金	6,073.63	15,934.99	8,914.68	15,647.99
经营活动现金流出小计	86,808.09	168,732.45	136,553.84	155,380.89
经营活动产生的现金流量净额	-5,026.26	35,427.22	20,869.19	11,168.66
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	56,725.01	8,580.10	110.00
取得投资收益收到的现金	2,161.74	0.00	1,373.65	315.31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	132.00	245.99	176.27	14.30
收到其他与投资活动有关的现金	1,996.54	99,729.49	92,874.55	91,323.27
投资活动现金流入小计	4,290.28	156,700.49	103,004.57	91,762.88
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,457.53	33,500.14	8,801.99	10,022.98
投资支付的现金	25,040.00	113,296.52	98,887.79	161.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	8,981.86	0.00	770.89
支付其他与投资活动有关的现金	1,576.49	52,277.00	12,500.00	138,282.90
投资活动现金流出小计	32,074.02	208,055.52	120,189.78	149,237.76
投资活动产生的现金流量净额	-27,783.74	-51,355.03	-17,185.21	-57,474.89
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	150.00	0.00	150.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	150.00	0.00	150.00
取得借款收到的现金	56,388.00	67,900.00	45,200.00	66,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	29,880.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	74,473.50	0.00
筹资活动现金流入小计	56,388.00	68,050.00	119,673.50	96,230.00
偿还债务支付的现金	41,220.00	35,299.90	78,200.00	45,510.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,236.82	13,717.40	7,140.79	4,857.51
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	150.00	0.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,000.00	31,593.60	31,710.00
筹资活动现金流出小计	42,456.82	50,017.30	116,934.39	82,077.51
筹资活动产生的现金流量净额	13,931.18	18,032.70	2,739.11	14,152.49
现金及现金等价物净增加额	-18,878.82	2,104.89	6,423.10	-32,153.74
期初现金及现金等价物余额	37,794.29	35,689.40	29,266.30	61,420.05
期末现金及现金等价物余额	18,915.47	37,794.29	35,689.40	29,266.30

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	21,183.17	19,881.44	15,494.30
加：资产减值准备	4,252.74	831.30	377.11
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,316.82	8,041.96	7,747.45
无形资产摊销	1,697.93	397.21	374.94
长期待摊费用摊销	1,037.90	4.26	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-69.93	-94.56	-77.82
财务费用	-520.86	-4,969.45	-5,874.90
投资损失	154.47	-1,257.26	-1,842.29
递延所得税资产减少	-670.75	-91.38	13.34
存货的减少	-8,832.63	7,214.82	-5,015.92
经营性应收项目的减少	-34,104.48	-1,842.99	-18,329.16
经营性应付项目的增加	41,982.85	-7,246.17	18,125.05
其他	0.00	0.00	176.55
间接法-经营活动产生的现金流量净额	35,427.22	20,869.19	11,168.66
现金的期末余额	37,794.29	35,689.40	29,266.30
减：现金的期初余额	35,689.40	29,266.30	61,420.05
现金及现金等价物净增加额	2,104.89	6,423.10	-32,153.74

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	-	148.62	139.49	100.28
存货周转天数	-	115.12	134.97	74.00
应付账款周转天数	-	255.63	168.93	127.16
净营业周期	-	8.11	105.53	47.12
流动资产周转天数	-	539.24	614.04	234.20
固定资产周转天数	-	144.98	158.16	96.97
总资产周转天数	-	925.62	974.37	355.76
综合毛利率	25.56%	28.48%	27.41%	22.33%
期间费用率	14.37%	13.30%	10.11%	10.62%
营业利润率	11.10%	11.93%	16.35%	11.90%
总资产回报率	-	6.38%	7.49%	12.46%
净资产收益率	-	9.06%	9.09%	14.66%
负债与所有者权益比率	158.84%	151.49%	79.82%	61.71%
资产负债率	61.37%	60.24%	44.39%	38.16%
流动比率	1.07	1.14	3.15	1.48
速动比率	0.88	0.93	2.77	1.16
EBITDA（万元）	-	44,403.64	36,463.81	29,428.53
EBITDA 利息保障倍数	-	6.50	7.97	7.99
有息债务（万元）	229,956.95	209,039.54	99,293.62	63,158.45
有息债务/EBITDA	-	4.71	2.72	2.15

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，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%
	期间费用率	（销售费用+管理费用+财务费用）/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）
	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+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
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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+长期应付款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债
	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。