

杭州前进齿轮箱集团股份有限公司

2013 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA 级

债项信用等级：AA⁺级

评级时间： 2017 年 5 月 31 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

杭州前进齿轮箱集团股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100143】

存续期间	5 年期, 4 亿元人民币, 2014 年 7 月 11 日—2019 年 7 月 11 日			
	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA 级	负面	AA+级	2017 年 5 月
前次跟踪:	AA 级	负面	AA+级	2016 年 5 月
首次评级:	AA 级	稳定	AA+级	2014 年 5 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一 季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	1.00	0.98	0.77	0.61
刚性债务	11.45	14.06	13.55	13.32
所有者权益	16.38	15.32	14.90	14.92
经营性现金净流入量	1.14	-1.67	0.03	-0.90
发行人合并数据及指标:				
总资产	39.21	39.81	38.52	37.88
总负债	20.80	22.55	21.24	20.54
刚性债务	13.34	15.00	14.62	14.00
所有者权益	18.40	17.26	17.28	17.34
营业收入	17.66	14.95	15.43	3.87
净利润	0.16	-1.14	0.19	0.05
经营性现金净流入量	1.53	-0.93	0.36	-0.80
EBITDA	2.24	0.99	1.99	—
资产负债率[%]	53.06	56.64	55.14	54.22
权益资本与刚性债务比率[%]	137.95	115.08	118.14	123.90
流动比率[%]	118.40	111.32	120.48	121.18
现金比率[%]	20.12	15.49	18.85	14.84
利息保障倍数[倍]	1.28	-0.63	1.29	—
净资产收益率[%]	0.88	-6.41	1.10	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.64	-4.29	1.64	-3.82
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.79	-6.37	4.10	-0.50
EBITDA/利息支出[倍]	3.59	1.39	3.07	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.07	0.13	—
担保人数据(合并口径):				
总资产	898.80	1022.42	1133.42	1163.15
营业收入	45.74	54.70	69.08	13.38
资产负债率[%]	65.58	65.25	64.97	65.53
经营性现金净流入量	-16.42	-11.15	47.98	-3.80

注: 分别根据杭齿前进及萧山国资经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 朱诗音

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

受下游工程机械行业回暖以及公司“降本增效”措施影响, 2016 年杭齿前进整体收入规模有所上升, 期间费用及资产减值损失有所下降, 主业利润实现增长, 加上非经营性收益上升和会计政策变更, 当年净利润扭亏为盈。同时公司债务规模有所下降, 财务结构相对稳健, 经营性现金流状况有所好转。此外, 萧山国资对本期债券的担保仍有效, 本期债券总体偿债能力强。

- 杭齿前进产品主要配套供应造船、工程机械、风力发电和汽车制造等下游行业。跟踪期内工程机械行业回暖, 对公司收入增长起到一定的支撑。2016 年杭齿前进收入规模、营业毛利和毛利率较上期相比均呈现不同程度的增长, 降本增效取得一定效果, 加上转让参股公司股权的投资收益、转让桥南区块土地和建筑物取得的营业外收入, 以及固定资产折旧会计估计变更, 当年整体实现扭亏为盈。
- 杭齿前进在齿轮传动装置领域具有品牌优势, 公司船用齿轮箱市场占有率继续位居全国第一。杭齿前进制造工艺保障能力强, 产品质量可靠; 公司拥有完善的研发体系, 技术研发和技术转化能力强, 其技术水平处于国内领先地位。
- 本期债券由萧山国资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 可增强本期债券本息到期偿付的安全性。跟踪期内, 萧山国资信用质量总体稳定。
- 杭齿前进下游行业中传统船舶行业景气度仍持续低迷, 齿轮行业市场竞争激烈, 公司仍面临较大的市场竞争压力。
- 受风电业务账期回笼慢影响, 杭齿前进应收账款周转速度进一步放缓, 占用资金规模较大, 公司账款回笼压力加大。
- 2016 年末杭齿前进流动比率及速动比率均有所提高, 流动性压力有所缓解。但公司刚性债务仍以短期为主, 速动资产相对有限, 整体仍

本报告表述了新世纪评级对杭齿前进2013年公司债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期债券的一种建议。报告中引用的资料主要由杭齿前进提供, 所引用资料的真实性由杭齿前进负责。

面临一定流动性压力。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照杭州前进齿轮箱集团股份有限公司(以下简称“杭齿前进”、“该公司”或“公司”)2013 年公司债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据杭齿前进提供的经审计的 2016 年财务报表及相关经营数据,对杭齿前进的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证监会“证监许可[2014]260 号”文核准,该公司获准公开发行不超过 4 亿元的公司债券。公司于 2014 年 7 月发行 4 亿元人民币的“杭州前进齿轮箱集团股份有限公司 2013 年公司债券”(债券简称“13 杭齿债”),期限为 5 年(附第 3 年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权),用于偿还银行借款。根据《杭州前进齿轮箱集团股份有限公司公开发行 2013 年公司债券募集说明书》中所设定的公司债券回售条款,13 杭齿债持有人可按规定在本次回售申报期(2017 年 7 月)将其所持有的全部或部分债券进行回售申报。新世纪评级将持续关注其回售情况。此外,公司 2016 年 4 月发行的 2 亿元短期融资券已于 2017 年 4 月 6 日完成兑付。截至 2017 年 4 月末,公司尚有本金合计 4 亿元债券仍处于存续期。

图表 1. 截至 2017 年 4 月末该公司存续债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
13 杭齿债	4	5 年	6.30	2014-7-11	未到期

资料来源:杭齿前进

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

该公司为 A 股上市公司。跟踪期内,公司股权结构稳定,截至 2016

年末，杭州市萧山区国有资产经营总公司（以下简称“萧山国资”）持有公司 45.01% 的股份，萧山国资的控股地位较为稳定，杭州市萧山区财政局通过持有萧山国资 100% 的股权为公司实际控制人。

该公司法人治理较为规范，能够按照《公司章程》的规定独立开展经营活动。在人事变动方面，2017 年以来，姜国勇先生、顾昶女士和李立峰先生、胡瑾玮女士分别辞去公司董事和监事职务，上述辞职董事、监事原分别为公司第二、三大股东中国东方资产管理股份有限公司和中国华融资产管理股份有限公司委派，中国东方资产管理股份有限公司同时提出了新的董事和监事人选，该人事变动对公司治理影响有限。公司根据股东结构变化情况，对照上海证券交易所《上市公司章程指引》（2016 年修订），修订和完善《公司章程》相应部分条款。在内部管理方面，公司将管理机构从 23 个部门压缩至 19 个，组织结构详见附件一；同时制（修）订了一系列关于人才考核管理、收入分配管理、专利管理、计算机信息网络安全等内容的管理制度，以加强企业内部管理。

（二）业务运营

2016 年，我国国民经济表现逐渐企稳，宏观经济增速依旧处于中低水平，全年 GDP 增速 6.7%，2017 年增长目标下调为 6.5% 左右。我国在适度扩大总需求的同时，强调经济增长质量、促进经济结构优化、推进节能减排，加强供给侧结构性改革，工业结构不断优化升级，高技术产业和装备制造业增速超过一般工业，倒逼传统制造企业转型升级。同时，伴随宏观经济进入探底区间，债券市场刚性兑付正在逐渐打破，信用违约事件频繁发生，从而增加了银行信贷、票据及债券等信用市场的违约风险，从行业属性来看，违约现象集中在钢铁、商业贸易、采掘、建筑装饰、机器设备和船舶制造等产能过剩行业及周期性较强的行业。

齿轮传动装置属于支持国民经济发展的基础产品，其需求受下游行业发展的驱动。齿轮传动装置行业企业众多、行业集中度低，但重点企业在细分应用领域具有各自优势。该公司主业经营船用齿轮箱和工程机械变速箱等产品，其需求受船舶、机械、风电、汽车等下游行业发展的影响较大。

（1）船舶：根据中国船舶工业行业协会发布的 2016 年船舶工业经济运行主要数据显示，2016 年三大造船指标同比下降，全国造船完工量为 3,532 万载重吨，同比下降 15.6%；承接新船订单量为 2,107 万载重

吨，同比下降 32.6%；截至 2016 年末，手持船舶订单量为 9,961 万载重吨，同比下降 19%。受国际船舶市场持续深度调整的影响，我国船舶企业面临承接订单竞争激烈、完成船舶交付困难、融资贷款审查严格、全行业手持订单下滑、盈利水平大幅下滑等问题，船舶工业面临的形势更为严峻。2016 年 1-11 月，全国规模以上船舶工业企业有 1,459 家，实现主营业务收入 6,975.7 亿元，同比下降 1.6%；实现利润总额 147.4 亿元，同比下降 1.9%，降幅虽较上期有所下降，船舶企业仍面临一定的经营压力。

(2) 工程机械：工程机械行业在经历 5 年的去库存后，于 2016 年 8 月开始回暖。2016 年工程机械行业中 9 类主要产品全年累计销售 54.46 万台，同比增长 10.2%。根据中国工程机械工业协会统计，2016 年挖掘机累计销售 70,320 台，同比增长 24.79%，五年来增速首次转正；压路机累计销售 11,959 台，同比增长 15.10%；平地机累计销售 3,184 台，同比增长 21.50%；装载机累计销售 67,375 台，同比下降 8.43%，但降幅有所缩窄。从行业需求来看，工程机械产品的需求来源主要包括出口需求、折旧替换需求以及下游添置需求。持续 5 年的行业探底导致行业销售基数较低，为后续同比增长给出了发展空间；2006-2008 年我国工程机械产品销量持续上涨，10 年左右的使用周期以及“国三”标准的强制实施将增加设备折旧替换需求；“一带一路”、“京津冀一体化”以及设立雄安新区等政策将有力地推动轨道交通建设和各项基础设施建设，从而增加工程机械产品的下游添置需求。从行业供给来看，连续 5 年的行业低迷造成工程机械行业产能过剩，产能利用率仅为 10%-30%；部分中小企业在行业洗牌中被淘汰或被兼并收购，行业集中度加强，各大厂商目前采取以销定产的生产模式，有利于行业实现平稳复苏。总体来看，工程机械行业的复苏将为主机厂及上下游配套产品生产厂商提供新的发展机遇。

(3) 风电行业：受 2015 年抢装影响，2016 年我国风电产业新增装机容量增速快速下滑，风电投资趋于理性。2016 年我国全年新增风电发电设备容量 1,873 万千瓦，同比减少 36.76%，而并网风电装机容量及发电量仍维持在高位，累计并网装机容量达到 1.49 亿千瓦，占全部发电装机容量的 9%。同时弃风现象仍较严峻，2016 年全年弃风电量增至 497 亿千瓦时，较上年增加 46.61%。国家能源局发布的《风电发展“十三五”规划》明确提出将“有效解决风电消纳问题”作为风电发展的重点任务。

(4)汽车行业：2016 年我国汽车产销增长较快，汽车行业发展态势良好，新能源汽车为行业发展热点。根据中国汽车工业协会的数据显示，2016 年汽车产销分别完成 2,811.9 万辆和 2,802.8 万辆，比上年同期分别增长 14.5%和 13.7%，分别高于上年同期 11.2 和 9.0 个百分点，其中新能源汽车产销分别为 51.7 万辆和 50.7 万辆，比上年同期分别增长 51.7%和 53%。在国家新能源汽车产业政策影响下，客车新能源化将成为常态，新能源客车对传统客车的替代和客车企业的转型调整态势逐渐明朗。2017 年我国新能源汽车产业受“补贴退坡”和“推荐目录重申”政策的双重影响，1 月产销量大幅下降，2 月和 3 月产量有所上升，2017 年 1-3 月，新能源汽车产销分别为 258,317 辆和 55,929 辆，同比分别下降 7.7%和 4.7%。我国新能源汽车产业已经形成了完整的产业链，且国家将新能源汽车产业明确纳入新兴战略产业发展规划之中。此次政策调整虽然会在短期内降低新能源汽车的产销量，但从长期来看，新能源汽车仍为行业发展热点，并将由井喷式增长步入持续稳定增长的新阶段。

2016 年，该公司实现营业收入 15.43 亿元（其中主营业务收入 15.19 亿元），较 2015 年增长 3.23%。主要受益于下游工程机械行业回暖及风电行业的发展，公司工程机械变速箱产品及风电及工业传动产品收入同比增加，部分抵消了船用齿轮箱产品收入继续下滑的负面影响。

图表 2. 2014-2016 年公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
船用齿轮箱产品	13.27	53.26	11.78	55.44	10.98	51.07
工程机械变速箱产品	4.47	17.96	2.54	11.93	3.12	14.51
风电及工业传动产品	1.08	4.32	1.61	7.57	1.90	8.84
汽车变速器产品	0.52	2.07	0.70	3.28	0.44	2.05
其他	5.58	22.40	4.62	21.78	5.06	23.53
内部抵销数 ¹	-7.88	-	-7.07	-	-6.31	-
主营业务收入合计	17.04	100	14.18	100	15.19	100

资料来源：杭齿前进

该公司生产所需的外购配套件包括轴承等标准件以及变矩器、操纵阀等配套件。外购零配件占公司产品成本的比例最高，约为 60%左右。2016 年公司采用集中采购和子公司自行采购相结合的模式，对于钢材、

¹由于下属生产型控股子公司为公司配套提供所需的铸锻件毛坯、外购配套件等，而铸锻件毛坯、外购配套件在公司各大类产品之间具有一定的通用性，按产品、分地区划分，进行合并抵销，不仅数据量巨大，且对于通用件的领用无法分配至具体产品，不具有可行性，因而，公司采用总数合并抵销的方法，对营业收入、营业成本、毛利率及变动情况进行披露。

轴承、煤炭等大宗商品，公司大多通过招标进行集中采购，对于标准件、自制件、铸件、锻件等子公司间共享物料程度较低的物料组，大多由子公司自行采购，原材料采购由供应管理部和采购配套部协同进行。2016 年公司零配件、铸件、锻件及钢材等原材料采购规模均较 2015 年有所下降。从供应商集中度看，2016 年公司向前五大供应商累计采购金额占全部采购金额的比为 11.99%，公司采购集中度仍较低。

图表 3. 公司原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2014年	2015年	2016年
外购零配件	7.90	6.76	6.08
铸件	1.30	1.12	0.86
其中：内部供应	1.03	0.75	0.65
锻件	1.74	1.77	1.42
其中：内部供应	1.48	1.28	0.98
钢材	1.33	0.98	0.88
合计	12.26	10.63	9.24

资料来源：杭齿前进

该公司生产基地设在萧山和绍兴地区，由 9 家生产分厂负责产品的生产。公司产品类别较多，基本采用订单式、多品种和小批量的生产方式。公司产品领域较广，尤其是船用产品和工程机械等产品品种众多，市场需求变化导致生产计划须随不同产品工艺路线进行相应调整，对产能利用有明显影响。2016 年受船舶行业景气度低迷影响，公司船用齿轮箱产品产量有所下降，产能利用率由 84.00%下降至 78.92%；受益于工程机械行业景气度回暖，公司工程机械变速箱产量有所上升，产能利用率上升 4.20 个百分点至 26.79%；随着新能源客车主机厂调整配套政策，公司将原供应电机和变速箱成套驱动装置改为专供新能源汽车变速箱，汽车变速器产量较上年下降 2,282 台至 6,477 台，虽然产能利用率下降至 31.60%，但去库存取得一定效果，库存量同比减少 19.21%，加上调整销售结构，汽车变速器产品首次实现转亏为盈；由于风电行业 2016 年新增装机容量增速放缓，公司风电及工业传动产品的产量和产能利用率均有所下降，当年销售增长主要系出售了较多 2015 年生产的产品，库存量同比减少 11.59%。

图表 4. 2014 年以来公司主要产品产能、产量情况 (单位: 台, %)

项目	2014年			2015年			2016年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
船用齿轮箱 ²	69,000	60,814	88.14	69,000	57,960	84.00	69,000	54,455	78.92
工程机械变速箱	47,000	20,427	43.46	47,000	10,619	22.59	47,000	12,593	26.79
汽车变速器	20,500	6,925	33.78	20,500	8,759	42.73	20,500	6,477	31.60
风电及工业传动产品	500	123	24.60	500	314	62.80	500	240	48.00

资料来源: 杭齿前进

该公司产品销售模式分为直接销售和间接销售。由于齿轮箱客户分散, 公司建立了覆盖率较高的经销网络和完善的全国服务站网络, 拥有国内 4 家销售公司, 分别在香港和马来西亚设有全资、合资子公司, 在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲及中东等 40 多个国家和地区拥有 45 家代理商; 船机产品有一级经销商 55 家, 售后服务网点 123 家; 工程产品服务站 217 家; 汽车产品服务站 55 家。跟踪期内公司开发中高端产品市场, 船舶推进系统和高端产品销售额同比分别增长 78.82% 和 26.68%, 但由于目前占比不大, 对收入的贡献有限。公司工程机械产品销售收入同比增长 22.91%, 扭转了连续 4 年下滑态势, 特别是路面机械所配的电液控制变速箱销量大幅度上升, 继续保持平地机、压路机变速箱市场占有率第一的地位。

图表 5. 2014 年以来公司主要产品销量、库存情况 (单位: 台, %)

项目	2014年			2015年			2016年		
	销量	库存量	产销率	销量	库存量	产销率	销量	库存量	产销率
船用齿轮箱 ³	54,353	6,968	100.14	45,899	9,190	95.38	40,791	9,201	99.97
工程机械变速箱	20,653	5,471	101.11	11,888	4,202	111.95	12,927	3,868	102.65
汽车变速器	7,141	4,290	103.12	9,420	3,629	107.55	7,174	2,932	110.76
风电及工业传动产品	117	37	95.12	187	164	59.55	259	145	107.92

资料来源: 杭齿前进

² 由于船用产品规格相差巨大, 无法相互比较产能, 因此引入船用齿轮箱单位为“标准台份”, 即以 135 型船用产品的传递功率为基数, 按其它船用产品的传递功率倍数, 计算每一型号的当量台份数即“标准台份”。对应产量也按照“标准台份”折算。

³ 该表中公司船用齿轮箱销量和库存量数据来自企业年报, 未按“标准台份”计算。

该公司收入区域分布较为稳定，2016 年国内外客户收入占比分别为 91.49%和 8.51%，与 2015 年变化不大。公司海外销售区域包括东南亚、欧洲、中东和其他地区，其中以东南亚地区为主，主要为船用齿轮箱产品，公司国外销售收入较 2015 年增长 1.88%。同时，公司外销产品主要以美元结算，人民币汇率波动会对公司的利润产生一定影响。

在技术研发方面，2016 年该公司研发支出 0.89 亿元，同比增长 4.77%。全年新增授权专利 23 项（其中发明专利 6 项）。截至 2016 年末，公司拥有国内有效专利 269 项，其中发明专利 28 项，此外公司主持或参与制订修订的国家和行业标准共计 22 项，承担的国家科研项目 5 项。

2016 年以来该公司未投资新项目。截至 2016 年末，公司在建的项目主要包括强基项目及 1#机加工综合仓库、3#综合仓库项目，计划总投资额为 0.92 亿元，已完成投资 0.76 亿元，投资进度较缓慢。其中，强基项目建成后将形成年产 1 万台大功率工程机械机电液控制自动换挡变速器的生产能力，1#机加工综合仓库、3#综合仓库建设内容为年产 500 台运输船用大型主推动传动装置改造项目及扩建部分厂房。此外，临江厂房项目为 500 套大功率风电增速箱的扩容项目，已于 2015 年末完工。总体上，公司在建项目投资规模不大，但在当前行业环境下，面临较大的产能释放压力。

图表 6. 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目全称	项目简称	项目总投资额	项目进度	截至2016年末已投资额
大功率工程机械机电液控制自动换挡变速器项目	强基项目	0.73	88%	0.55
1#机加工综合仓库、3#综合仓库项目	1#机加工综合仓库、3#综合仓库	0.19	98%	0.21
合计	-	0.92	-	0.76

资料来源：杭齿前进

2017 年第一季度，该公司实现营业收入 3.87 亿元，同比增长 14.86%。其中母公司高端新产品销售收入达 0.94 亿元，同比增长 23%。

（三）财务质量

天健会计师事务所对该公司 2016 年财务报表进行了审计，并出具了带强调事项段的无保留意见审计报告。强调事项提醒财务报表使用者关

注，公司自 2016 年 7 月 1 日起对若干类别固定资产的折旧年限进行变更，及公司将其持有的萧山经济技术开发区桥南区块土地使用权、房屋及建筑物等资产转让给萧山区国有资产经营总公司，导致 2016 年度归属于母公司所有者的净利润共增加 3,302.53 万元。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。2014 年，财政部陆续修订和发布了八项具体会计准则⁴，公司于 2014 年 7 月 1 日（施行日）起施行上述准则，并对期初相关报表项目列报及其金额进行了追溯调整。

根据 2017 年 4 月 6 日天健会计师事务所出具的《关于杭州前进齿轮箱集团股份有限公司会计估计变更的说明》，该公司自 2016 年 7 月 1 日起对若干类别固定资产的折旧年限予以变更。天健会计师事务所认为，公司部分生产设备、房屋建筑物按照原来执行的折旧年限已经提足折旧，这部分固定资产运营使用情况良好，资产状态及产能发挥仍属正常水平。经与同行业对比，公司各类固定资产年限单一且总体偏短，原来执行的折旧年限已不能合理反映公司固定资产实际可使用状态。根据《企业会计准则第 28 号——会计政策、会计估计变更和差错更正》的相关规定，公司本次会计估计变更适用未来适用法，不会对公司 2016 年上半年度及以往年度的经营成果产生影响。本次会计估计的变更增加公司 2016 年度合并净利润 1,322.76 万元（其中归属于母公司所有者的净利润 1,256.66 万元）。

图表 7. 公司固定资产折旧年限变更情况

类别	变更前折旧年限（年）	变更后折旧年限（年）
房屋及建筑物	20	20-40
机器设备	10	10-15
电子设备	5	3

资料来源：杭齿前进

2016 年主要受益于船用齿轮箱中高端产品市场份额增加，工程机械变速箱产品销量提升及汽车变速器产品结构调整，该公司主营业务毛利和毛利率较 2015 年均有所增长。2016 年公司实现主业毛利 3.48 亿元，同比增长 0.47 亿元，主营业务毛利率为 22.89%，同比增长 1.69 个百分点。

⁴ 《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》、《企业会计准则第 9 号-职工薪酬》、《企业会计准则第 30 号-财务报表列报》、《企业会计准则第 33 号-合并财务报表》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》、《企业会计准则第 39 号-公允价值计量》、《企业会计准则第 40 号-合营安排》和《企业会计准则第 41 号-在其他主体中权益的披露》

点。从细分业务毛利率角度看，公司在船用齿轮箱领域优势较明显，跟踪期内随着中高端产品市场占比的增长，船用齿轮箱产品毛利率同比上升 2.79 个百分点至 18.06%，毛利同比增加 0.18 亿元至 1.98 亿元；2016 年以来工程机械行业呈现回暖迹象，全年公司工程机械变速箱销售收入同比增长 22.91%，毛利率同比上升 3.72 个百分点至 12.22%，实现毛利 0.38 亿元；公司对汽车变速器产品进行结构调整，由公司供应电机和变速箱成套驱动装置改为专供新能源汽车变速箱，自 2013 年以来首次实现盈利，2016 年汽车变速器产品实现毛利 112.46 万元，毛利率 2.58%；2016 年，风电行业新增装机容量增速放缓，公司风电及工业传动产品毛利率较上年下降 3.24 个百分点至 3.70%，毛利较上年下降 411.14 万元至 704.74 万元，盈利贡献整体规模有限。

图表 8. 公司近年来主要业务毛利及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
船用齿轮箱产品	2.24	16.91	1.80	15.27	1.98	18.06
工程机械变速箱产品	0.41	9.12	0.22	8.50	0.38	12.22
风电及工业传动产品	0.07	6.38	0.11	6.94	0.07	3.70
汽车变速器产品	-0.09	-17.13	-0.12	-16.77	0.01	2.58
主营业务合计	3.60	21.15	3.01	21.20	3.48	22.89

资料来源：杭齿前进

该公司期间费用以管理费用为主，受益于公司采取的“降本增效”措施，期间费用有所下降但仍维持在较高水平，极大的侵蚀了主业利润。2016 年公司期间费用减少 0.18 亿元至 3.67 亿元，期间费用率下降 1.96 个百分点至 23.76%。当年公司资产减值损失为 0.80 亿元，其中坏账损失 0.12 亿，计提存货跌价损失 0.68 亿元。当年公司投资收益为 0.89 亿元，主要包括公司转让参股公司杭维柯变速器和杭维柯传动的股权收益 0.48 亿元和公司对于合营、联营企业投资取得的投资收益 0.40 亿元。全年公司营业利润为-0.28 亿元，同比上升 80.20%。2016 年公司营业外净收入 0.47 亿元，主要包括公司转让萧山经济技术开发区桥南区块土地、建筑物取得收益 0.21 亿元及公司获得的政府补助 0.26 亿元。桥南区块土地出售前，公司将其出租给子公司杭州前进马森船舶传动有限公司（简称“前进马森”），租赁期自 2015 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，年租金 120 万元。为提高单位面积产出和空间运行效率、盘活资产，公司拟将前进马森的产业整合到本部厂区或临江厂区，并于 2016 年 10 月 31 日在杭州产权交易中心公开挂牌转让桥南区块土地。经

北京中企华资产评估有限责任公司出具的《资产评估报告》(中企华评报字(2016)3943号),公司桥南区块土地的评估价值为5,410.23万元。2016年11月28日,萧山国资的全资子公司杭州萧山国有资产投资有限公司参与竞拍并取得该项资产,最终成交价为5,411万元。2016年12月9日,公司收到上述资产转让款5,411万元。整体来看,公司2016年毛利实现增长,虽然仍低于期间费用,但受益于投资收益和营业外收入的补充,当年实现净利润0.19亿元,整体转亏为盈。2017年第一季度,公司实现营业毛利0.81亿元,实现净利润0.05亿元,同比下降33.60%,主要系投资收益较上期同比减少所致。

图表9. 公司盈利贡献构成情况(单位:亿元)

项目	2014年度	2015年度	2016年度	2017年第一季度
营业毛利	3.63	3.05	3.51	0.81
投资净收益	0.17	0.42	0.89	0.10
营业外净收入	0.78	0.26	0.47	0.06
合计	4.58	3.73	4.87	0.97

资料来源:杭齿前进

2016年末,该公司负债总额为21.24亿元,较上年末下降5.78%,资产负债率较2015年末下降1.50个百分点至55.14%,负债经营程度相对适中。从债务期限结构看,公司负债以流动负债为主,2016年末流动负债在总负债中的占比为71.88%。从构成看,公司负债仍主要集中于刚性债务、应付账款及递延收益,其中应付账款余额为3.07亿元,较2015年末减少8.95%,主要是应付供应商货款和设备工程款;递延收益为0.94亿元,为各项政府补助款。2016年末公司刚性债务为14.62亿元,较2015年末减少0.37亿元,包括6.58亿元的短期借款、2.06亿元的应付票据、2亿元短期融资券以及3.98亿元公司债券,其中短期刚性债务为10.64亿元,占刚性债务总额的72.77%。总体上,公司债务仍集中于短期债务,面临一定的即期债务偿还压力。2017年3月末,公司负债总额为20.54亿元,较上年末减少3.31%,刚性债务余额为14.00亿元,刚性债务构成未发生明显变化。

图表10. 公司资金来源结构及资产负债率变化情况(单位:亿元,%)

资金来源构成	2014年末	2015年末	2016年末	2017年3月末
流动负债	14.60	16.45	15.27	14.61
非流动负债	6.20	6.09	5.97	5.93
所有者权益	18.40	17.26	17.28	17.34

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
资产负债率	53.06	56.64	55.14	54.22

资料来源：杭齿前进

图表 11. 公司刚性债务构成分析 (单位：亿元)

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
短期借款	7.24	3.90	6.58	6.56
应付票据	2.13	2.12	2.06	1.46
其他流动负债(短期融资券、PPN)	-	5.00	2.00	2.00
应付债券	3.97	3.98	3.98	3.98
合计	13.34	15.00	14.62	14.00

资料来源：杭齿前进

现金流方面，该公司船用齿轮箱一般采取款到发货的方式，其他产品的销售一般会给予客户一定的账期。2016 年公司现金回笼水平有所下降，营业收入现金率降至 101.18%。公司全年经营性净现金流入为 0.36 亿元，较 2015 年（净流出 0.93 亿元）有所好转，主要系公司通过消化库存降低采购支出现金所致。在投资方面，公司全年投资性现金净流入为 0.54 亿元，较 2015 年（净流出 0.45 亿元）也有所好转，主要系公司收到参股公司杭维柯传动和杭维柯变速器股权转让款以及萧山经济技术开发区桥南区块土地、建筑物等资产转让款，同时公司固定资产投入较上年同期减少所致。在筹资方面，公司全年筹资性现金净流出为 1.01 亿元，主要系公司当期融资总额较去年同期下降所致。2017 年第一季度，公司经营性现金净流出为 0.80 亿元，净流出同比上升 158.97%，主要系由于工程及风电业务信用账期未到，相关款项未收回，当期营业收入现金率减少至 79.23%。

图表 12. 公司现金流量分析 (单位：亿元，%)

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年第一 季度
经营活动产生的现金流量净额	1.53	-0.93	0.36	-0.80
投资活动产生的现金流量净额	-1.37	-0.45	0.54	0.69
筹资活动产生的现金流量净额	-0.43	0.99	-1.01	-0.09
营业收入现金率	109.49	107.65	101.18	79.23

资料来源：杭齿前进

2016 年末，该公司资产总额为 38.52 亿元，较上年末下降 3.23%。当年末公司流动比率为 120.48%，较上年末提升 9.16 个百分点，资产流动性有所加强。2016 年随着工程机械、风电产品的去库存，公司年末存

货规模同比减少 5.92%，为 9.22 亿元；速动比率相应提升 8.02 个百分点，至 57.30%。公司存货规模较大，2016 年末存货在资产总额中占比达 23.94%，剔除存货及预付账款等变现较慢的流动资产后，公司实际资产流动性尚不够强。公司采用按需采购方式组织生产，存货中的原材料占比较低，而产成品和在产品的占比较高。2016 年公司存货周转率为 1.25 次，与上年持平。公司当年计提存货跌价准备 0.68 亿元，较 2015 年减少 0.25 亿元，主要是随着原材料价格下降、可变现净值较上年增加而相应减少对风电及工业传动产品、汽车变速器产品存货跌价准备的计提。2016 年末应收账款净额较上年末增加 0.20 亿元至 4.86 亿元，主要是风电增速箱产品的应收账款同比增加 0.21 亿元，其中一年以内风电应收账款增加 0.40 亿元。公司风机产品的主要客户为国有企业，风电行业的合同均为分期付款方式，且一般质保期限均在 24 个月以上，下游企业付款信用期延长导致公司应收账款周转速度放缓。当年公司应收账款周转率进一步下降至 3.24 次，计提坏账准备 0.10 亿元。2017 年公司工作计划将更加注重应收账款管理，严格控制客户信用额度，降低坏账风险。年末公司货币资金余额为 1.25 亿元，其中受限制的货币资金 0.75 亿元，主要为保证金，当年现金比率上升至 18.85%，现金存量对即期债务的覆盖程度有所回升。非流动资产方面，2016 年末公司固定资产为 10.90 亿元，较 2015 年末下降 3.28%；长期股权投资 5.82 亿元，较 2015 年末下降 7.68%，主要系公司转让了合营企业杭维柯变速器公司和杭维柯传动公司的股权所致。2017 年 3 月末，公司资产总额为 37.88 亿元，较上年末减少 1.65%，资产结构未发生重大变化。

图表 13. 公司核心资产分布及变化分析（单位：亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款	4.01	10.22	4.67	11.72	4.86	12.62	5.86	15.47
货币资金	1.70	4.33	1.68	4.23	1.64	4.24	1.25	3.29
存货	9.21	23.50	9.80	24.63	9.22	23.94	9.09	23.99
固定资产	11.05	28.19	11.27	28.32	10.90	28.30	10.59	27.96
长期股权投资	5.94	15.16	6.31	15.85	5.82	15.12	6.01	15.87
无形资产	2.23	5.69	2.18	5.47	2.00	5.19	2.12	5.61

资料来源：杭齿前进

该公司为上市公司，核心业务具有较明显的技术优势，具有一定的资本市场融资能力，融资渠道呈现多样化。且公司已与多家商业银行建立了合作关系，截至 2016 年 12 月末，公司共获得银行授信额度是

22.37 亿元，未使用授信额额度为 15.79 亿元。

根据该公司 2017 年 4 月 12 日的《企业信用报告》，跟踪期内公司无信贷违约情况发生。

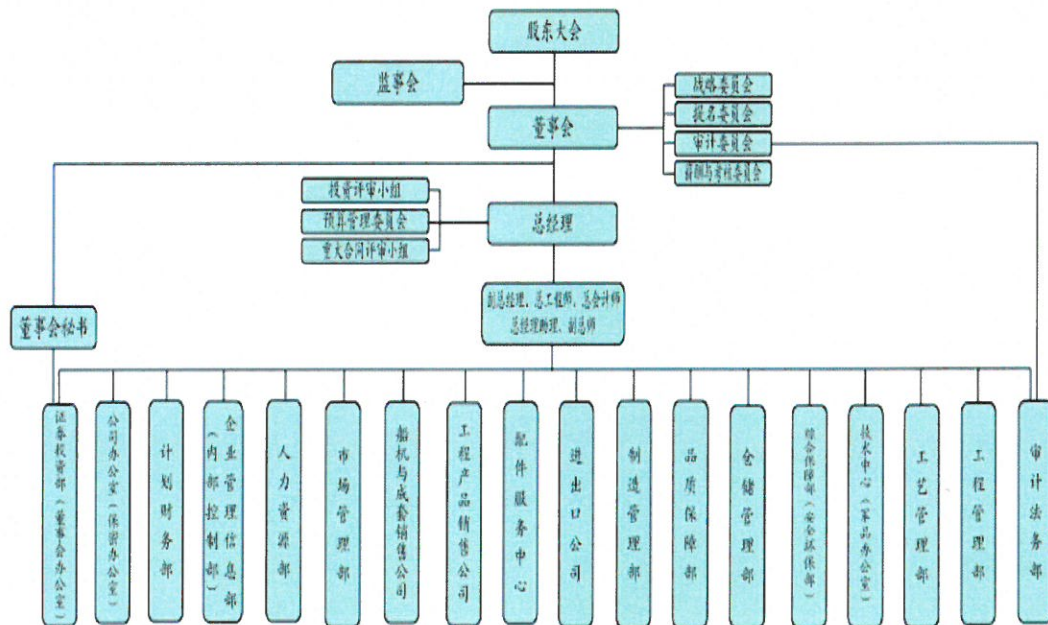
（四）担保方情况

本期债券由萧山国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。萧山国资是杭州市萧山区国有资产运营管理核心主体，主业涉及齿轮箱制造、城市水务、保障房开发和医药流通等领域，同时还是萧山区基础设施及土地开发建设主体。2016 年萧山国资实现营业收入 69.08 亿元，较上年同期增长 18.04%；实现净利润 8.14 亿元，同比减少 17.50%。萧山国资资本实力雄厚，货币资金储备充足。截至 2016 年末，萧山国资所有者权益为 397.08 亿元，较上年末增长 10.70%，资产负债率下降 0.28 个百分点，为 64.97%。公司期末货币资金余额为 105.86 亿元，整体偿债能力很强。2017 年 4 月 8 日，萧山国资通过中国工商银行萧山分行以委托贷款的方式向公司提供财务资助 6 亿元人民币，利率为基准利率下浮 10%，2017 年 4 月 6 日至 2017 年 12 月 31 内，公司可分次提取一年期借款，公司无需向萧山国资提供任何抵押或担保。此外，萧山国资在政策和资金上可获得萧山区政府的持续性支持，充足的土地储备进一步加强了萧山国资抗风险的能力。本评级机构维持其主体信用等级为 AA⁺（详见新世纪跟踪（2016）100445《杭州市萧山区国有资产经营总公司 2014 年度第一期及 2015 年度第一期中期票据跟踪评级报告》）。总体上，萧山国资综合实力强，萧山国资对本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可为本期债券本息偿付的安全性提供保障。

本评级机构仍将持续关注（1）船舶、工程机械、汽车、风电等下游装备制造业景气度及相关产业政策调整对杭齿前进经营的影响；（2）应收账款发生坏账的风险；（3）人民币汇率变动造成的汇兑损失风险；（4）本期债券担保方的经营与财务情况等。

附录一：

公司组织结构图



资料来源：杭齿前进（截至2016年末）

附录二：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称	母公司 持股比例	主营业务	2016 年（末）主要财务数据（万元）				
			刚性债务	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
母公司	-	-	135,525.97	148,992.21	127,591.65	-2,827.14	262.15
绍兴前进	100%	生产齿轮箱	2,943.85	9,490.08	15,023.57	279.62	-603.91
前进锻造	50%	生产锻件，冲压件	2,314.74	13,650.84	16,345.21	2,027.75	4,007.44
前进铸造	53.16%	制造、加工：机械配件（铸铁件）	4,654.50	6,285.42	16,075.40	432.86	-722.71
前进通用	50.1098%	机械加工	1,500.00	3,192.36	3,823.98	-111.46	1,122.16
前进联轴器	65%	高弹性联轴器、液压胶管总成制造、销售	-	3,040.04	3,418.23	667.25	1,123.22

资料来源：根据杭齿前进及其子公司经审计的 2016 年度财务数据整理、计算，其中母公司本部为母公司口径数据。

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一 季度
资产总额[亿元]	39.21	39.81	38.52	37.88
货币资金[亿元]	1.70	1.68	1.64	1.25
刚性债务[亿元]	13.34	15.00	14.62	14.00
所有者权益 [亿元]	18.40	17.26	17.28	17.34
营业收入[亿元]	17.66	14.95	15.43	3.87
净利润 [亿元]	0.16	-1.14	0.19	0.05
EBITDA[亿元]	2.24	0.99	1.99	—
经营性现金净流量[亿元]	1.53	-0.93	0.36	-0.80
投资性现金净流量[亿元]	-1.37	-0.45	0.54	0.69
资产负债率[%]	53.06	56.64	55.14	54.22
长期资本固定化比率[%]	89.08	92.03	86.55	86.71
权益资本与刚性债务比率[%]	137.95	115.08	118.14	123.90
流动比率[%]	118.40	111.32	120.48	121.18
速动比率 [%]	52.87	49.28	57.30	55.69
现金比率[%]	20.12	15.49	18.85	14.84
利息保障倍数[倍]	1.28	-0.63	1.29	—
有形净值债务率[%]	128.76	149.56	139.10	135.00
营运资金与非流动负债比率[%]	43.32	30.56	52.35	52.15
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	5.18	3.45	3.24	—
存货周转速度[次]	1.54	1.25	1.25	—
固定资产周转速度[次]	1.54	1.34	1.39	—
总资产周转速度[次]	0.46	0.38	0.39	—
毛利率[%]	20.54	20.41	22.71	21.01
营业利润率[%]	-3.28	-9.36	-1.79	-0.09
总资产报酬率[%]	2.08	-1.14	2.12	—
净资产收益率[%]	0.88	-6.41	1.10	—
净资产收益率*[%]	1.17	-7.15	0.45	—
营业收入现金率[%]	109.49	107.65	101.18	79.23
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	9.67	-6.00	2.27	-5.34
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	7.64	-4.29	1.64	-3.82
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	1.00	-8.89	5.66	-0.69
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	0.79	-6.37	4.10	-0.50
EBITDA/利息支出[倍]	3.59	1.39	3.07	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.07	0.13	—

注：表中数据依据杭齿前进经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
净资产收益率*	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1.上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2.刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3.EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。