

2019 年浙江今飞凯达轮毂股份有限公司  
可转换公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【319】号 01

债券简称：今飞转债

增信方式：第三方担保

担保主体：富源今飞房  
地产开发有限公司

债券剩余规模：3.68 亿  
元

债券到期日期：2025 年  
02 月 28 日

债券偿还方式：按年计  
息，每年付息一次，附  
债券赎回条款及回售条  
款

分析师

姓名：  
杨培峰 毕柳

电话：  
021-51035670

邮箱：  
yangpf@cspengyuan.co  
m

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
汽车及零部件制造企业  
主体长期信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2019 年浙江今飞凯达轮毂股份有限公司 可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	A+	A+
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 17 日	2018 年 8 月 23 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江今飞凯达轮毂股份有限公司（以下简称“今飞凯达”或“公司”，股票代码：002863.SZ）及其 2019 年 2 月 28 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体长期信用等级维持为 A+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：跟踪期内公司资产和收入进一步增长，经营活动现金流同比大幅改善，云南生产基地逐步投产将有助于公司在成本上取得竞争优势；同时中证鹏元也关注到，下游整车市场需求疲软，公司期间费用率较高，综合盈利水平受到侵蚀，在建项目尚未完工，后续面临较大的资金压力，资产负债水平较高，存在较大短期偿债压力，金华基地搬迁对公司正常生产经营有不确定影响等风险因素。

### 正面：

- **资产和收入进一步增长。**随着业务规模的扩张，2018 年公司资产总额及归属于母公司所有者权益别增至 40.86 亿元和 9.53 亿元，同比分别增长 7.27%和 4.90%，同时受益于摩轮及中间业务收入增长，2018 年公司实现营业收入 28.78 亿元，同比增长 11.54%。
- **经营活动现金流同比大幅改善。**2018 年公司加强了应收款项的管理，经营性应收规模有所下降，同期公司对下游经营占款有所增加，营运资本投入较上年减少明显，全年实现经营活动现金净流入 3.58 亿元，较上年大幅改善。
- **云南生产基地逐步投产，有助于公司在成本上取得竞争优势。**2018 年公司进一步

推进云南生产基地的建设，其中部分生产线已投产，由于云南地区电解铝资源丰富，且电价优惠力度较大，有助于公司通过低成本取得竞争优势。

## 关注：

- **下游整车市场需求疲软。**2018 年国内汽车、摩托车及电动自行车产量同比分别下滑 4.16%、9.14% 和 16.37%，下游整车市场需求疲软，将导致轮毂行业竞争加剧，压缩行业利润空间。
- **期间费用率较高，公司综合盈利水平受到侵蚀。**2018 年公司期间费用为 4.17 亿元，同比增长 14.04%，期间费用率进一步上升至 14.51%，期间费用率水平较高，受此影响，公司同期营业利润率下滑至 2.15%，综合盈利水平受到侵蚀。
- **公司面临较大资金压力。**公司目前正积极推进云南生产基地及宁夏厂区的建设，但主体工程尚未完工，待投资规模较大，后续公司面临较大资金支出压力。
- **资产负债水平较高，面临较大短期偿债压力。**2018 年公司资产负债率增至 76.39%，同比上升 0.57 个百分点，资产负债水平较高，流动比率和速动比率分别为 0.68、0.38，流动资产对流动负债保障较弱，同期有息债务进一步增长至 26.71 亿元，占负债总额比重上升至 85.56%，有息债务压力较重，同时需注意，2019 年即将到期有息债务占有息债务总额的比重达 89.11%，公司面临较大短期偿债压力。
- **金华基地搬迁对公司正常生产经营有不确定影响。**根据金华市经济技术开发区发展规划要求，公司金华市仙华南街 800 号厂区需进行搬迁，目前该搬迁工作方案及补偿方案尚未最终明确，搬迁工作涉及的资金支出及产能转换等问题对公司能否保持正常生产经营有不确定影响。

## 发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	460,917.89	408,582.01	380,894.64	290,186.02
归属于母公司所有者权益合计	105,980.59	95,261.68	90,810.89	58,839.09
有息债务	295,692.81	267,052.19	244,900.30	197,704.43
资产负债率	76.73%	76.39%	75.82%	79.37%
流动比率	0.79	0.68	0.74	0.68
速动比率	0.45	0.38	0.46	0.46
营业收入	52,699.10	287,799.95	258,029.51	229,419.31
营业利润	1,089.86	6,189.18	7,356.31	6,174.77
净利润	953.98	6,571.15	6,340.33	7,598.22

综合毛利率	22.71%	16.23%	16.57%	17.34%
总资产回报率	-	4.74%	5.29%	6.26%
EBITDA	-	36,375.54	33,212.51	31,303.73
EBITDA 利息保障倍数	-	2.89	3.19	3.47
经营活动现金流净额	4,201.92	35,848.67	-18,043.13	16,399.24

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和 2019 年一季报，中证鹏元整理

#### 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年
总资产	41,092.24
归属于母公司所有者权益合计	40,932.16
资产负债率	0.39%
营业收入	0.00
净利润	-67.84
经营活动现金流净额	-40,998.27

资料来源：公司提供

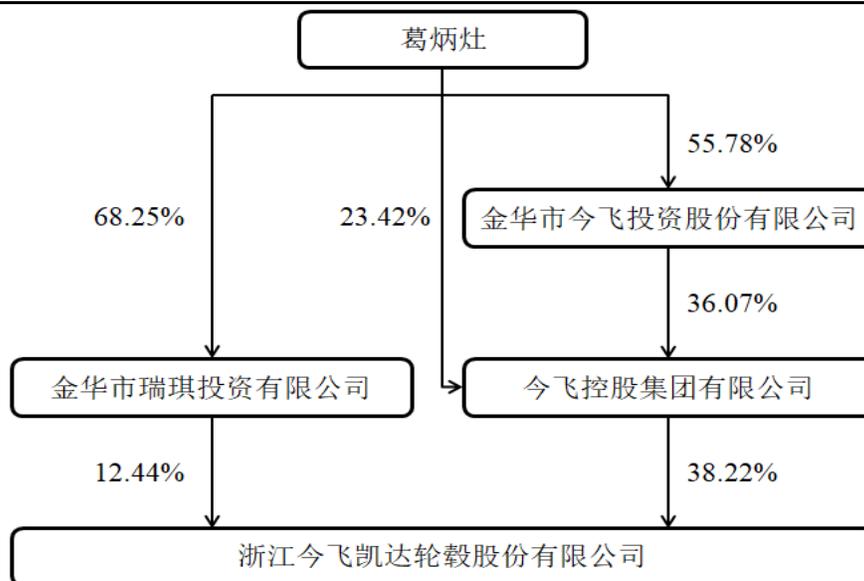
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年2月28日发行6年期3.68亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目、年产500万件摩托车铝合金轮毂项目和偿还银行贷款。根据公司2019年4月9日公告，公司董事会通过了全资子公司使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案，其中，云南富源今飞轮毂制造有限公司使用不超过16,651.22万元募集资金暂时补充流动资金，公司全资子公司云南今飞摩托车配件制造有限公司使用不超过9,000.00万元募集资金暂时补充流动资金。截至2019年5月14日，本期债券募集资金专项账户余额为142.57万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生改变，注册资本仍为37,655.00万元，控股股东仍为今飞控股集团有限公司（以下简称“今飞集团”），实际控制人仍为葛炳灶。截至2019年3月末，公司股权结构及实际控制关系如下。根据公司披露的股东股份质押公告，截至2019年5月22日，公司控股股东今飞集团累计质押所持公司股份12,039.076万股，占其总持股的83.65%，占总股本的31.97%，金华市瑞琪投资有限公司累计质押所持公司股份3,200.00万股，占其总持股的68.31%，占总股本的8.50%，公司实际控制人累计质押所持公司股份15,239.08万股，占其总持股的79.88%，占总股本的40.47%。

**图1 公司股权结构及控制关系图**



资料来源：公司提供

根据公司2018年11月28日公告，今飞凯达与全资子公司浙江今飞摩轮有限公司、浙江今泰汽车零部件制造有限公司共同出资收购沃森制造（泰国）有限公司，相关股权转让协议已于2018年9月11日披露。公司计划利用沃森制造（泰国）有限公司在泰国罗勇泰中工业园的土地，建设厂房及配置辅助设施、添置先进生产设备，建成海外生产基地。公司目前的生产基地主要集中在中国大陆，经常受限于国外的反倾销调查、关税变化、汇率变化等因素影响企业经营和效益，制约了企业的进一步发展，本次海外投资将有助于公司抵御上述风险，提高企业竞争力。但该项目在实施过程中，可能面临国家、地方以及行业相关政策的变更，导致项目不能如期实施的风险，在经营过程中可能面临技术和业务等方面风险，公司可能存在无法实现预期投资收益的风险。

2018年公司合并报表范围新增子公司1家，未发生不再纳入合并范围情况。

**表1 2018年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
富源今飞零部件有限公司	100.00%	500.00	摩托车零部件及配件制造	新设

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

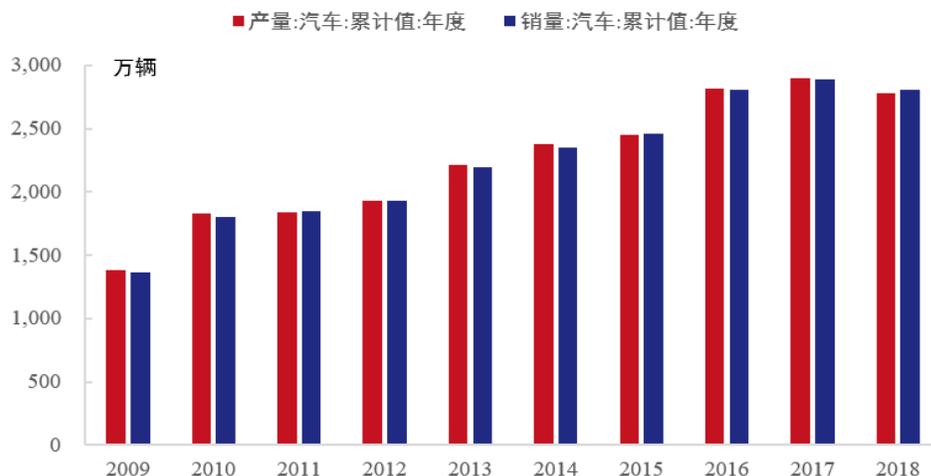
### 三、运营环境

**2018年国内汽车产销量出现下滑，或将压缩上游轮毂行业的利润空间并加剧头部企业市场竞争；同期铝轮出口规模进一步增长，但需关注中美贸易战及反倾销带来的不利影响**

汽车轮毂属于汽车零部件，是汽车工业产业链的重要分支，因此汽车轮毂制造行业发展状况与汽车工业景气度密切相关。根据进入市场渠道的不同，可以将汽车轮毂市场划分为整车配套市场（OEM市场）和售后服务市场（AM市场），其中OEM市场即汽车轮毂供应商为整车制造厂商提供配套的市场，AM市场即汽车使用过程中由于固件损耗而需要进行维修、更换或汽车外观美化、改装所形成的市场。我国汽车轮毂市场主要以OEM市场为主，而AM市场规模较小，主要系相对发达国家，我国汽车工业起步较晚，发展时间较短，汽车轮毂供应商尚未建立相对独立、完善的售后服务体系。国内汽车轮毂OEM市场与其他汽车零部件OEM市场类似，一级供应商、二级供应商等分级配套的金字塔结构明显，其中一级供应商直接向整车制造厂商供应产品，与整车制造厂商具有长期、稳定的合作关系，同时整车制造厂商对一级供应商要求较高，即需要有较高的技术水平，较高的质量保证，以及较大的生产规模以满足整车制造厂商规模化生产的要求。由于OEM市场的客户主要系整车制造厂商，因此整车产销量情况是影响其市场规模的主要因素，随着国民经济的快速发展，我国汽车工业发展迅速，现已成为世界第一汽车产销大国，为国内汽车轮毂行业的稳步发展提供了良好基础。同时我们也注意到，2018年国内汽车产、销量分别

为2,780.92万辆、2,808.06万辆，同比分别下滑4.16%和2.76%，2019年一季度产、销量分别为633.57万辆、637.24万辆，较上年同期分别下滑9.78%和11.28%，汽车产销量的下滑短期内对轮毂制造业将产生一定不利影响。

图2 2018年国内汽车产销量同比下滑



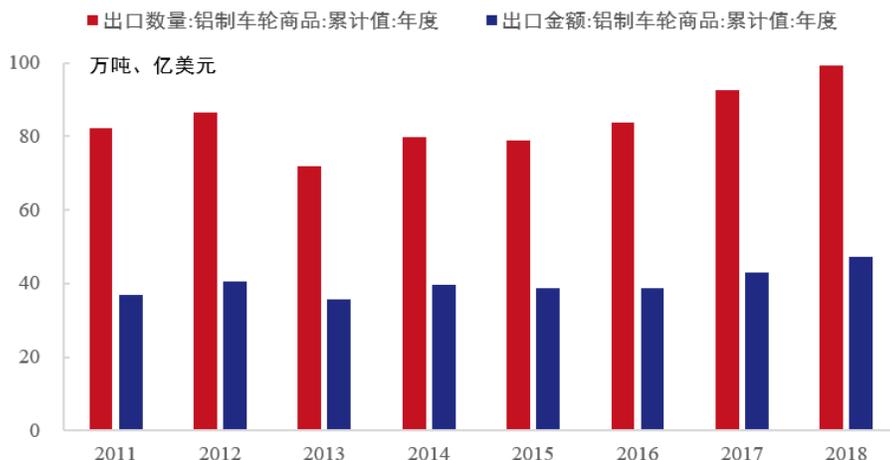
资料来源：中国汽车工业协会

相对国内汽车轮毂行业存在的重配套、轻售后的格局而言，发达国家汽车轮毂行业的OEM市场规模和AM市场规模相对均衡，但其整车制造厂商已拥有完善的零部件配套体系，国内零部件供应商较难进入国外OEM市场。而AM市场的低集中性，使得其对供应商的要求较低，因此国内轮毂供应商产品出口的对象主要系AM市场。由于AM市场的下游用户主要是已拥有汽车的消费者，产品主要通过专业零售店、连锁店、维修站以及改装厂等渠道销售给消费者，因此AM市场与汽车整车制造厂商联系较弱，受汽车保有量、消费者经济实力等因素影响较大。从近年国外主要汽车市场保有量来看，美国保有量稳定在2.7亿辆左右，日本接近8,000万辆，俄罗斯市场已突破5,000万辆，且增势强劲，为AM市场的稳步发展提供保障。

随着全球汽车工业专业化分工的日趋细致，整车制造商由传统的纵向经营、追求大而全的生产模式向精简机构、以开发整车项目为主的专业化生产模式转变，将汽车零部件制造进行剥离或转移至中国、印度、东南亚等综合制造成本较低的国家或地区。从目前国内零部件市场份额来看，汽车电子、发动机零部件等高技术含量领域，外资企业仍占据主导地位，而包含轮毂制造在内的众多低技术含量、低附加值、高耗材、高耗能、劳动密集型零部件生产则以内资企业为主。整体来看，受益于国内汽车工业的快速发展，汽车轮毂制造行业迅速扩大，国内汽车轮毂制造企业国际竞争力不断增强，除供应国内OEM市场外，同时正逐步拓展国外OEM市场，根据中国汽车工业协会（以下简称“中汽协”）数据，

2018年国内排名前7的头部铝轮制造商的海外市场均以OEM为主；在AM市场方面，由于国内汽车轮毂制造相对发达国家具有成本优势，使得国外AM市场已逐渐被以中国为代表的发展中国家瓜分。根据中汽协数据，近年我国铝制车轮出口规模整体上呈增长态势，铝制车轮出口量占总产量已超过50%，其中2018年出口规模99.41万吨，同比增长7.32%，出口金额合计47.38亿美元，同比增长10.37%，出口数量及金额均创历史新高。

**图3 2018年国内铝制车轮出口规模继续上升**



资料来源：中国汽车工业协会

国内铝制车轮出口目的地主要包括美国、日本、墨西哥、泰国、加拿大、俄罗斯联邦等国家和地区，其中2018年出口美国的铝制车轮总金额合计23.97亿美元，占同期出口总金额比重超过50%，2018年上述市场出口金额合计占出口总金额比重达到80%。同时我们也注意到，近年我国汽车铝合金车轮出口受到部分国家的反倾销调查，欧盟、印度及俄罗斯联邦等国家和地区陆续对中国汽车铝合金车轮产品出台了反倾销税政策，降低了我国汽车铝合金车轮出口产品在相关国家的竞争力。此外，2018年3月美国对华发动贸易战，根据贸易战征税名单，专为机动车辆的铝制零件被列入名录，美国作为国内铝制车轮出口的主要市场，关税的征收将降低出口铝轮在美国的竞争力。

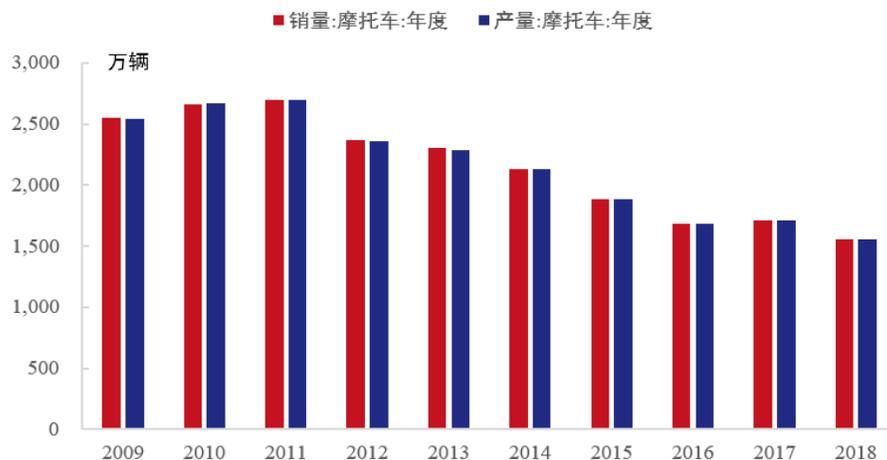
国内汽车铝合金车轮行业竞争格局方面，目前我国铝合金车轮生产企业约300家左右，但企业资质差异较大，行业内企业呈现较为明显的集群阶梯分布。由于整车制造商对配套供应商的规模、技术开发能力、产品质量和供货及时性要求较高，向整车配套的铝轮生产企业一般为行业生产规模领先、技术开发能力较强、产品质量一致性优良的大型企业。目前，我国只有少量铝轮生产企业进入了整车配套市场，如中信戴卡股份有限公司、浙江万丰奥威汽轮股份有限公司（以下简称“万丰奥威”）、立中车轮集团有限公司、今飞凯达、昆山六丰机械工业有限公司等，这些企业规模较大、实力较强，占领了国内大部分的OEM市场、并有部分企业出口到国际主要OEM市场。对于生产规模较小、技术研发能力较弱

的中小型铝轮厂商，则主要供应国内外AM市场。整体来看，目前国内汽车铝合金车轮市场集中度一般，少数大型生产厂商由于具有规模优势、技术优势以及稳定的OEM市场订单，受中小型生产厂商的威胁较小。但2018年以来国内汽车市场行情走势疲软，部分国产品牌整车制造商销量下滑明显，对上游轮毂需求随之减少，对相关供应商产生一定不利影响。此外，整车市场不景气将促使整机厂向上游传导降成本意愿，轮毂制造企业的利润空间将受到压缩。就目前中汽协公开的数据来看，2019年国内汽车市场销量跌势不改，且跌幅有扩大趋势，短期内对国内轮毂行业有一定不利影响，头部以OEM市场为主的轮毂制造企业间的竞争或将加剧。

#### 2018年国内摩托车及电动自行车产量同比均有所下降，对轮毂行业产生一定不利影响

摩托车轮毂属于摩托车零部件，是摩托车工业产业链的重要分支，因此摩托车轮毂制造行业发展状况与摩托车工业景气度密切相关。与汽车轮毂市场类似，根据进入市场渠道的不同，摩托车轮毂市场亦可划分为整车配套市场（OEM市场）和售后服务市场（AM市场）。从市场规模来看，摩托车轮毂市场以OEM市场为主，而AM市场规模较小，因此主流摩托车轮毂生产厂商均直接面向整车厂商。从生产方面来看，全球摩托车市场超过95%的产量集中在发展中国家，与整车生产相配套的摩托车铝合金车轮行业的竞争亦基本集中于摩托车主要生产国家，其中中国摩托车铝合金车轮产量占全球总产量超过50%，行业内部分大型生产厂商在全球范围内已具有较强的综合竞争力。但近年随着国内各地“禁摩令”的不断实施，国内摩托车市场销量自2012年以来快速下滑，整车市场需求的萎缩对轮毂市场带来一定不利影响，2018年国内摩托车产销量分别为1,558万辆和1,557万辆，分别同比下滑9.14%和9.13%。

图4 2018年国内摩托车产销量同比下滑

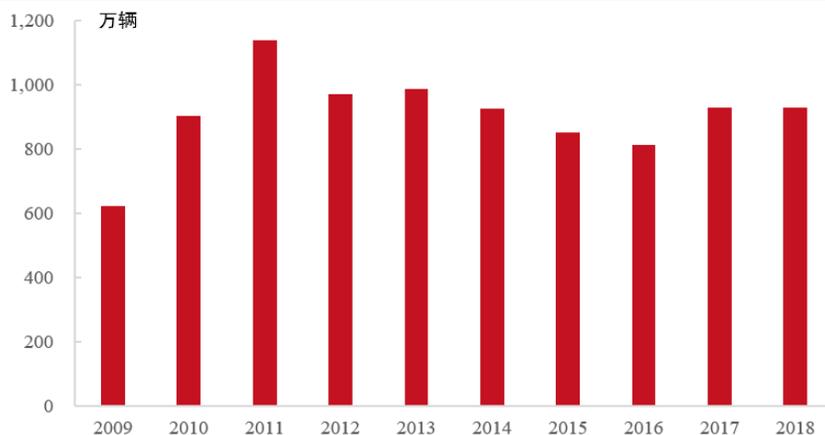


资料来源：中国汽车工业协会

近年，由于摩托车国内市场空间逐步缩小，摩托车制造商把市场开拓方向主要放在海

外，加大海外市场开发力度，转移来自国内市场的竞争压力。2009年至2018年，国内摩托车销量由2,547.01万辆下降至1,557.10万辆，同期出口销量由622.21万辆增至928.30万辆，摩托车行业对出口的依赖性不断上升，其中摩托车出口占总销量的比例由2009年的24.43%上升至2018年的59.62%，出口市场以东南亚、印度、墨西哥等发展中国家为主。在行业高度依赖国外市场同时，国外政治经济形势的变化对我国摩托车行业产生了较大影响。2009年以来，全球经济复苏进程的不均衡性、各国财政风险以及部分地区的政局动荡，导致国际经济形势不稳定，我国摩托车整车出口量存在一定波动。

**图5 2018年摩托车整车出口规模保持稳定**



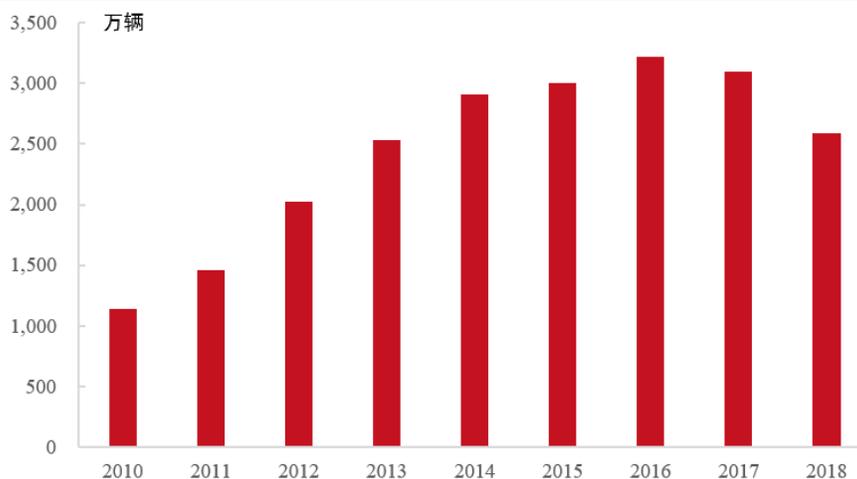
资料来源：中国汽车工业协会

竞争格局方面，从全球摩托车铝合金车轮行业竞争情况来看，发达国家摩托车铝轮企业基本以生产高档摩托车铝轮为主，如为哈雷、宝马、川崎、雅马哈等知名企业生产的摩托车配套，这类摩托车铝轮虽然价格高，但成本也高，且受目标市场类型和容量等限制，生产规模有限，相关摩托车铝轮企业总体竞争力不强。因此，全球摩托车车轮企业竞争主要是中国国内企业之间的竞争，且竞争主要集中于中低档市场。在中低档铝轮市场，由于产品技术成熟，且配套要求相对较低，铝轮生产厂家众多，竞争尤为激烈。目前国内摩托车车轮企业两极分化较严重，众多小型生产厂商年产能不足百万件，规模较小，而万丰奥威、今飞凯达、重庆捷力轮毂制造有限公司等骨干企业年产能已接近或超过1,000万件，且市场集中度逐步提升，小型制造商由于缺乏技术、资源、渠道以及成本优势，将逐步面临淘汰。

电动自行车车轮毂属于电动自行车零部件，是电动自行车产业链的重要分支，因此电动自行车车轮毂制造行业发展状况与电动自行车行业发展状况密切相关。电动自行车由于具有轻便、快捷、占用道路资源少以及相对廉价等特点，逐渐成为国内尤其是公共交通资源欠缺以及广大农村地区的主要交通工具，2010-2016年，国内电动自行车产量逐年上涨，

年均复合增长率达18.92%，2017年生产规模同比小幅下滑，主要是为了消化前期库存，同期销售规模较上年仍保持增长。但进入2018年后市场行情有所转变，新修订的《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准（以下简称“新国标”）出台，全国各地开始严查严管电动自行车，叠加电动自行车保有量已趋于饱和，销售端表现低迷，企业层面生产力度有所下调，全年国内电动自行车产量合计2,589.92万辆，同比下降16.37%。2019年4月15日，新国标正式实施，相较于旧国标，新的标准在电动自行车车速、重量、体积、功率等各方面的要求均有所提升，电动自行车实用性有所下降，对销售端或产生一定不利影响。

**图6 2018年国内电动自行车产量同比大幅下降**



资料来源：国家统计局

### 2018年国内铝价走势以震荡为主，下游铝轮企业成本上涨压力有所缓解

铝是生产铝合金车轮的主要原材料之一，因此铝价的波动对铝合金车轮制造厂商的制造成本影响较大。自2015年国内电解铝行业正式开始调产、减产等去产能工作以来，国内铝价开始大幅反弹，由低位不足10,000元/吨逐步回升至近17,000元/吨，2017年末有所回调。2018年国内铝价整体处于震荡走势，国内期货铝价整体运行区间在13,500-15,500元/吨。其中2018年一季度由于下游企业开工率偏低，需求持续疲软导致铝库存不断累积，社会库存达到了230万吨的历史高位，铝价快速下跌。二、三季度，受美国宣布对俄铝制裁、成本端氧化铝和阳极价格回落、中美贸易摩擦、海德鲁停产、美铝罢工、环保限产等因素影响，国内铝价呈震荡走势。但四季度国内经济基本面表现疲软，制造业PMI不断下探，需求不足导致国内铝价持续下跌。进入2019年，国内经济数据大幅好于预期，美国非农经济回暖明显，铝价有所回升。整体上看，受供给端去产能、需求端波动、环保限产以及地缘政治等因素影响，近期国内铝价呈高位震荡走势，预计后续铝价也将主要围绕上述因素上下波动，下游铝合金轮毂生产厂商的成本上涨压力或有所缓解。

图7 2018年以来国内铝价走势以震荡为主



资料来源：上海期货交易所

#### 四、经营与竞争

公司主营业务主要系汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮的生产及销售，2018年实现营业收入28.78亿元，同比增长11.54%。具体来看，汽轮仍是公司营业收入的主要来源，但2018年国内汽车一级市场销量出现下滑，公司汽轮销售规模同比下滑4.62%至16.32亿元；摩轮业务增长明显，全年实现业务收入7.91亿元，增幅为15.34%，主要系印度等海外市场需求放量所致；电轮业务受电动自行车整改影响进一步萎缩，全年实现收入0.57亿元。此外，2018年公司房屋租赁、零部件及中间合金等其他业务同比大幅增长291.90%至3.98亿元，其中中间合金业务即中间产品销售，2018年销售收入大幅增长，是全年营业收入增长的主要来源。

毛利率方面，2018年汽轮业务和摩轮业务毛利率分别为21.19%和11.72%，较上年均有所回升，主要系成本端压力有所缓解，此外毛利较高的产品销售收入占比有所上升，对毛利率也有一定提振作用，电轮业务毛利率仍维持较低水平，但其他业务毛利率随利润水平较低的中间合金业务收入大幅增长而下滑明显，一定程度上拉低了企业整体毛利率。综合影响下，2018年公司整体毛利率为16.23%，同比基本保持稳定。

表2 2017-2019年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
汽轮	27,736.14	29.55%	163,195.13	21.19%	171,094.41	19.11%
摩轮	9,610.69	27.44%	79,143.35	11.72%	68,619.55	10.86%
电轮	1,048.09	14.43%	5,651.70	1.7%	8,157.42	2.51%

其他	14,304.18	6.89%	39,809.76	6.95%	10,158.13	23.58%
<b>合计</b>	<b>52,699.10</b>	<b>22.71%</b>	<b>287,799.94</b>	<b>16.23%</b>	<b>258,029.51</b>	<b>16.57%</b>

资料来源：公司提供

受国内汽车市场销量下滑影响，2018年公司汽轮销售规模同比下降，大客户销售占比随之下滑，同期摩轮销售收入受益于海外市场需求增长有所上升，但考虑到汽车销量持续下滑、反倾销、贸易战等不利因素，后续公司主营业务仍面临较大市场竞争压力

公司实行“以销定产”的订单拉动式生产模式，每月由营销部根据订单的总体情况以及产能情况，总体分配OEM和AM的产能份额，以及分配各个客户的产能，因此近年公司产销率保持较高水平。2018年，公司汽轮销售706.77万只，同比下滑9.13%，主要系国内汽车一级市场销量疲软，整车厂对上游零部件需求随之下滑，但“以销定产”的生产模式保证了产品的正常销售，全年汽轮产销率为94.26%，2019年3月升至111.78%，主要受春节影响生产有所放缓所致。同期摩轮销量为828.18万只，同比增长12.53%，主要系印度等海外市场需求大幅增长所致，全年产销率为104.44%，仍维持较高水平，但2019年一季度摩轮销量仅99.63万只，主要系国内需求疲软及地缘政治等不确定因素影响，产销率随之下滑至78.73%，后续销量能否反弹仍存在一定不确定性。

销售价格方面，为规避铝价波动带来的成本风险，公司在与整车制造厂签订供货协议时，会以当时的基准铝价约定产品价格，并约定在一定周期内根据该周期内的平均铝价对产品价格进行相应调整。2018年国内铝价呈震荡走势，对产品售价影响较小，但公司产品结构有所调整，即高端产品销售占比有所提升，汽轮平均售价随之上涨，2018年上升至230.90元/只，同期摩轮平均售价为95.56元/只，同比变化不大。

**表3 2017-2019年3月公司主要产品销售情况（单位：万只、元/只）**

产品名称	项目	2019年3月	2018年	2017年
汽轮	销量	118.99	706.77	777.81
	平均价格	233.10	230.90	219.97
	产销率	111.78%	94.26%	94.85%
摩轮	销量	99.63	828.18	735.95
	平均价格	96.46	95.56	93.24
	产销率	78.73%	104.44%	104.79%

资料来源：公司提供

分区域及市场来看，2018年公司汽轮销售仍主要以国内市场为主，但占比有所下滑，全年国内汽轮销售收入占汽轮销售总收入比重约54.44%，较上年下滑10个百分点，主要系国内整车一级市场需求下滑，OEM市场订单量下降所致，2019年一季度，国内销售收入占比进一步下滑至49.52%。相比之下，国外市场对公司汽轮业务的重要性不断提高，2018

年国外销售收入占该业务收入比重已接近50%，但国外市场的销售收入主要来源于AM市场，由于AM市场竞争较为激烈，公司国外AM市场销量及销售收入增长较为缓慢，且贸易战等政治因素可能对以美国为主的国外市场产生一定不利影响。此外，随着汽轮生产规模的不断扩大以及技术研发能力的不断提升，公司国外OEM市场份额快速增长，2018年实现收入2.60亿元，同比增长100.77%，系国外市场增长的主要来源，2019年一季度，国外汽轮销售收入占比已超过50%。

摩轮销售则以国外市场为主，且全部系OEM市场，2018年实现国外销售收入5.37亿元，同比增长19.58%，主要系印度市场需求大幅增长所致。国内摩轮市场同样以OEM市场为主，2018年实现销售收入2.54亿元，同比增长7.29%。

**表4 2017-2019年3月公司主要产品分市场销售情况（单位：万元）**

产品	项目	2019年1-3月		2018年		2017年		
		收入	占比	收入	占比	收入	占比	
汽轮	国内	AM	1,070.45	2.79%	5,259.87	2.12%	3,288.63	1.33%
		OEM	12,664.69	32.99%	83,585.87	33.71%	106,957.77	43.15%
		小计	<b>13,735.15</b>	<b>35.77%</b>	<b>88,845.74</b>	<b>35.83%</b>	<b>110,246.40</b>	<b>44.48%</b>
	国外	AM	8,559.03	22.29%	48,314.30	19.48%	47,880.16	19.32%
		OEM	5,441.96	14.17%	26,035.09	10.50%	12,967.85	5.23%
		小计	<b>14,000.99</b>	<b>36.47%</b>	<b>74,349.39</b>	<b>29.98%</b>	<b>60,848.01</b>	<b>24.55%</b>
摩轮	国内	AM	8.17	0.02%	8.81	0.00%	316.19	0.13%
		OEM	2,194.91	5.72%	25,395.89	10.24%	23,363.36	9.43%
		小计	<b>2,203.08</b>	<b>5.74%</b>	<b>25,404.70</b>	<b>10.24%</b>	<b>23,679.56</b>	<b>9.55%</b>
	国外	AM	-	-	-	-	-	-
		OEM	7,407.61	19.29%	53,738.66	21.67%	44,940.00	18.13%
		小计	<b>7,407.61</b>	<b>19.29%</b>	<b>53,738.66</b>	<b>21.67%</b>	<b>44,940.00</b>	<b>18.13%</b>

资料来源：公司提供

客户集中度方面，公司汽轮及摩轮销售渠道均以OEM市场为主，而OEM市场客户主要系整车制造厂商，目前公司已经与下游客户建立了长期供货合作协议。从客户销售集中度来看，2018年公司前五大客户销售收入9.87亿元，占营业收入比重为34.28%，同比下降11.83个百分点，大客户集中度受汽车市场波动有所下降。结算方面，公司与下游大客户货款结算主要以票据开展，期限通常在一年以内，账款回收风险可控。整体上看，2018年下游整车市场销量走低，公司大客户销售收入占比下滑明显，目前公司正积极拓展其他OEM客户，并通过转移生产基地、降低生产成本等方式提高产品竞争力，但2019年以来国内汽车销量不断下探，公司国内汽轮OEM市场仍面临较大竞争压力。

**表5 2017-2018年公司前五大客户情况（单位：万元）**

年度	客户名称	销售金额	占营业收入比重
----	------	------	---------

2018年	客户一	31,894.55	11.08%
	客户二	20,752.46	7.21%
	客户三	15,566.98	5.41%
	客户四	15,399.70	5.35%
	客户五	15,038.97	5.23%
	合计	<b>98,652.66</b>	<b>34.28%</b>
2017年	客户一	39,341.94	15.25%
	客户二	37,701.02	14.61%
	客户三	18,868.07	7.31%
	客户四	13,043.30	5.05%
	客户五	10,024.09	3.88%
	合计	<b>118,978.42</b>	<b>46.11%</b>

资料来源：公司提供

**2018年公司整体产能保持稳定，其中摩轮产能利用率有所上升，但汽轮产能利用率有所下滑，同时公司在建项目及搬迁工作待投资规模较大，面临较大资金压力**

生产方面，2018年公司汽轮产能较上年变化不大，约850.24万只/年，同期公司摩轮产能约835.17万只，基本保持稳定。产能利用率方面，2018年公司汽轮产量为749.78万只，同比减少8.57%，主要系下游整车市场需求下滑所致，产能利用率为88.18%，较上年下滑8.81个百分点；同期公司摩轮产量为792.95万只，同比增加12.90%，主要受益于海外市场需求回暖，产能利用率为94.94%，较上年上升9.55个百分点，产能利用率水平较高。

**表6 2017-2018年公司产能利用率情况（单位：万只）**

产品名称	项目	2018年	2017年
汽轮	产能	850.24	845.49
	产量	749.78	820.04
	产能利用率	88.18%	96.99%
摩轮	产能	835.17	822.47
	产量	792.95	702.34
	产能利用率	94.94%	85.39%

资料来源：公司提供

产能方面，为节约生产成本，公司近年积极推进云南生产基地的建设，2018年已有部分汽轮及摩轮生产线投产使用，同时公司逐步减产金华基地及贵州基地的部分老旧产能，截至2018年末，公司金华基地产能为590.77万只/年，云南基地产能为88.50万只/年，贵州基地产能为170.98万只/年，摩轮产能方面，金华基地为810.17万只/年，云南基地为25.00万只/年。

**表7 截至2018年末公司主要产品产能分布情况（单位：万只/年）**

生产基地	汽轮	摩轮
------	----	----

金华	590.77	810.17
云南	88.50	25.00
贵州	170.98	0.00
<b>合计</b>	<b>850.24</b>	<b>835.17</b>

资料来源：公司提供

目前公司正积极推进的项目主要包括年产200万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目（二期工程）、年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目和年产500万件摩托车铝合金轮毂项目，上述扩产项目全部位于云南，主要系考虑到云南电解铝资源丰富，就近设厂便于公司铝材采购，节约运输成本以及熔化铝锭的燃料动力成本。整体来看公司在建项目设计产能规模较大，考虑到目前国内汽车行业产销量逐步下滑，摩托车行业景气度仍偏弱，未来新增产能或面临一定消化风险。此外上述项目尚未完工，除配套的募集资金外，剩余部分资金仍需自筹，给公司带来一定投资压力。

**表8 截至2018年末公司主要在建项目情况（单位：万元、万只/年）**

项目名称	计划总投资	投资进度	产品类别	设计产能	计划投产时间
年产200万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目（二期工程）	25,460	89.75%	汽轮	200	2019.06
年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目	36,417	1.68%	汽轮	300	2020.12
年产500万件摩托车铝合金轮毂建设项目	21,744	16.16%	摩轮	500	2020.11

资料来源：公司提供

除上述在建项目外，根据公司2018年9月3日公布的《关于收到实施规划搬迁、土地收储通知的公告》，公司仙华南街800号用地已不符合金华经济技术开发区《秋滨吕塘单元控制性详细规划》，为推进规划实施，经金华经济技术开发区管委会讨论研究决定，公司该地块已列入开发区规划搬迁、土地收储范围，其中土地面积127,602平方米，建筑面积74,229.54平方米。目前公司尚在研究具体搬迁方案，并与金华经济技术开发区管委会协商搬迁补偿政策，考虑到厂区占地面积及建筑面积较大，预计搬迁投入资金规模较大，或对公司造成一定资金压力。此外，搬迁过程中涉及的资金支出以及产能衔接转换等问题对公司能否保持正常生产经营有不确定影响。

### 2018年公司铝采购成本有所降低，产品毛利率小幅回升

公司主要从事汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮生产加工销售业务，从近年公司轮毂制造成本构成来看，公司生产成本主要包括材料成本、人工成本、制造费用以及燃料动力成本，其中材料成本系主要成本支出，近年其采购金额占主要成本项目采购总额比重在60%以上，而材料成本中，铝材的采购系主要支出，因此铝材采购价格的波动系影响生产成本的主要因素之一。2018年国内铝价受供给端去产能、需求端波动、

环保限产以及地缘政治等因素影响呈震荡走势，全年铝价位置较上年基本稳定，但公司云南基地投产对降低原材料采购成本有一定正面影响，2018年公司铝材采购均价为12.16元/公斤，较上年有所下降。受益于产品结构升级及成本下降，2018年公司汽轮和摩轮销售毛利率同比分别上升2.08个百分点和0.86个百分点。整体上看，铝价波动对公司毛利率有直接影响，考虑到近年国内铝价波动较大，后续需关注铝材采购价格变化对公司生产经营的影响。

**表9 公司轮毂制造主要成本项目构成表（单位：万元）**

成本项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	123,915.12	60.73%	132,829.63	64.01%
燃料及动力	18,732.47	9.18%	23,199.07	11.18%
直接人工	17,698.02	8.67%	17,841.66	8.60%
制造费用	41,521.85	20.35%	32,731.49	15.77%
进项税转出	2,174.14	1.07%	907.99	0.44%
<b>合计</b>	<b>204,041.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>207,509.85</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，由于公司轮毂制造成本支出以铝材采购支出为主，因此公司前五大供应商主要系铝业公司或相关贸易公司。2018年，公司前五大供应商采购金额为16.71亿元，同比增加40.11%，前五大供应商占采购总额的比重上升至84.53%，比重较上年提高26.18个百分点，主要系云南生产基地部分项目完工投产，公司集中采购规模上升所致。结算方式方面，公司与主要供应商货款结算以票据为主，账期较短。整体上看，公司供应商集中度水平较高，且已经与部分供应商达成长期供货协议，有助于公司控制铝材采购成本。

**表10 2017-2018年公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年度	供应商名称	采购金额	占采购总额比重
2018年	供应商一	88,719.82	44.87%
	供应商二	42,551.32	21.52%
	供应商三	17,200.44	8.70%
	供应商四	10,852.65	5.49%
	供应商五	7,816.89	3.95%
	<b>合计</b>	<b>167,141.11</b>	<b>84.53%</b>
2017年	供应商一	58,639.18	28.68%
	供应商二	25,185.60	12.32%
	供应商三	16,501.35	8.07%
	供应商四	10,393.17	5.08%
	供应商五	8,575.65	4.19%

合计

119,294.95

58.35%

资料来源：公司提供

## 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2017年审计报告、经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告和未经审计的2019年一季度报，报告均采用新会计准则编制。

### 资产结构与质量

**2018年公司资产规模持续增长，资产构成保持稳定，但受限资产规模仍较大，资产整体流动性一般**

随着生产经营的不断扩张，近年公司资产规模持续增长，2018年总资产账面价值增至40.86亿元，较上年增长7.27%，2019年3月末进一步增至46.09亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为52.81%和47.19%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、存货等资产构成。货币资金主要包括少量现金、银行存款及各类保证金，2018年末账面余额为3.72亿元，其中2.30亿元使用受限，受限比例较高。2018年应收票据及应收账款规模同比减少7.72%至6.05亿元，其中应收票据1.45亿元，同比减少22.38%，年末应收票据已质押1.00亿元。应收账款主要是应收客户货款，2018年末账面价值4.61亿元，同比变化不大，其中账龄在1年以内的款项占比为96.62%，账龄结构较短，但考虑到款项规模较大，对公司资金周转效率仍有一定不利影响。存货资产主要包括原材料、在产品和库存商品，2018年末账面价值合计8.59亿元，同比增长16.02%，其中原材料0.45亿元，较上年末有所减少，在产品和库存商品分别为4.00亿元和4.14亿元，较上年末均有所增长，主要系生产规模增加带来的备货增加以及云南基地投产使得在途半成品及成品规模增加，2019年3月末进一步增至10.37亿元，主要系年初备货增加所致。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	67,117.97	14.56%	37,245.68	9.12%	45,552.67	11.96%
应收票据及应收账款	54,828.78	11.90%	60,548.87	14.82%	65,615.42	17.23%

存货	103,679.10	22.49%	85,777.49	20.99%	73,936.30	19.41%
<b>流动资产合计</b>	<b>243,389.10</b>	<b>52.81%</b>	<b>198,128.31</b>	<b>48.49%</b>	<b>196,652.10</b>	<b>51.63%</b>
固定资产	135,922.81	29.49%	137,920.73	33.76%	138,137.55	36.27%
在建工程	41,280.27	8.96%	35,592.57	8.71%	13,186.84	3.46%
无形资产	23,307.17	5.06%	20,200.30	4.94%	18,705.54	4.91%
<b>非流动资产合计</b>	<b>217,528.79</b>	<b>47.19%</b>	<b>210,453.70</b>	<b>51.51%</b>	<b>184,242.54</b>	<b>48.37%</b>
<b>资产总计</b>	<b>460,917.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>408,582.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>380,894.64</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季度报，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产，2018年末账面价值为21.05亿元，同比增长14.23%，主要系在建工程增长所致。固定资产主要系房屋及建筑物、机器设备等资产，2018年末为13.79亿元，其中2.91亿元用于借款抵押担保。在建工程主要包括神丽路厂区项目、今泰厂区项目、贵州今飞厂区项目、云南今飞厂区项目、宁夏今飞厂区项目等工程，随着项目建设的持续投入，2018年账面价值增至3.56亿元，2019年3月末进一步增至4.13亿元，公司主要在建工程的投资情况详见下表。

**表12 公司主要在建工程情况（单位：万元）**

项目名称	预算投资	投资进度	尚需投资
贵州今飞厂区项目	23,000.00	95.00%	1,150.00
云南今飞厂区项目	54,800.00	75.39%	13,486.28
云南今飞摩配厂区项目	9,589.00	70.48%	2,830.67
宁夏今飞厂区项目	14,500.00	53.00%	6,815.00
今泰厂区项目	45,000.00	97.49%	1,129.50
神丽路厂区项目	24,000.00	95.95%	972.00
<b>合计</b>	<b>170,889.00</b>	<b>-</b>	<b>26,383.45</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

无形资产主要系公司购置的土地使用权资产，2018年末账面价值为2.02亿元，其中1.48亿元已用于借款抵押担保。截至2018年末，公司受到限制的资产合计7.68亿元，占总资产比重为18.81%。

整体上看，2018年公司资产规模继续增长，资产结构总体保持稳定，但考虑到公司非流动资产规模仍较大，且2018年末受限资产规模较大，公司资产整体流动性一般。

## 资产运营效率

**2018年公司存货周转效率继续下滑，营运资金周转效率下降，同时资产整体运营效率有所降低**

2018年应收票据及应收账款规模同比有小幅下降，同期公司营业收入有所增长，其周

转天数较上年变化不大，为78.91天。但2018年存货规模增幅相对较大，使得存货周转天数较上年延长20.87天至119.25天。此外，应付票据及应付账款规模也增长较多，但受前期高基数影响，2018年其周转天数仍趋于下降。综合上述影响因素，2018年公司净营业周期较上年延长36.81天至97.51天，存货占款及应付款的快速偿还一定程度上降低了营运资金的周转效率。

2018年公司流动资产同比小幅增长，但受前期低基数影响，全年流动资产周转天数仍有小幅上升，同期固定资产规模保持稳定，使得固定周转天数有所下降，2018年公司总资产周转天数为493.77天，较上年延长25.62天，公司资产整体运营效率小幅下滑。

**表13 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	78.91	79.32
存货周转天数	119.25	98.38
应付票据及应付账款周转天数	100.64	117.00
净营业周期	97.51	60.70
流动资产周转天数	246.91	230.81
固定资产周转天数	172.66	185.13
总资产周转天数	493.77	468.14

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2018年公司营业收入稳步增长，但期间费用率维持较高水平，综合盈利水平受到侵蚀**

公司营业收入主要来源于汽轮、摩轮和电轮销售收入，2018年汽轮销售收入受整车销量下滑影响有所下降，摩轮销售收入受益于海外市场需求提振有所增长，电轮销售收入受国内电动自行车整治影响有所下降，整体上看公司主营业务收入同比保持稳定，但公司中间合金业务收入大幅增长，使得2018年营业收入同比增长11.54%至28.78亿元。毛利率方面，2018年公司汽轮业务及摩轮业务毛利率受益于原材料价格下跌、生产结构调整等因素影响有小幅回升，电轮业务毛利率仍维持较低水平，但增幅较大的其他类业务的毛利率同比下滑明显，综合影响下，公司2018年综合毛利率较上年基本维持稳定。

期间费用方面，随着生产经营规模的不断扩大，2018年公司销售费用同比保持稳定，但管理费用、研发费用及财务费用均有所增长，2018年公司期间费用率水平较上年小幅上升0.32个百分点至14.51%。较高水平的期间费用率侵蚀了公司的盈利水平，2018年公司营业利润率同比下滑0.70个百分点至2.15%，公司盈利能力有所下降。

虽然2018年公司营业收入有所增长，但利润总额有所下降，叠加资产规模不断扩张，

使得总资产回报率进一步下滑，2018年下滑至4.74%，净资产收益率下滑至6.97%，公司规模快速扩张未能有效形成收入及利润，资产收益率有所下降。此外，公司其他收益全部系政府补助，2018年收到的补助金额合计0.34亿元，占营业利润比重为55.20%，公司盈利对政府补贴依赖较大。

**表14 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	52,699.10	287,799.95	258,029.51
其他收益	898.73	3,416.52	3,914.27
营业利润	1,089.86	6,189.18	7,356.31
利润总额	1,102.07	6,116.37	7,358.80
净利润	953.98	6,571.15	6,340.33
综合毛利率	22.71%	16.23%	16.57%
期间费用率	21.63%	14.51%	14.19%
营业利润率	2.07%	2.15%	2.85%
总资产回报率	-	4.74%	5.29%
净资产收益率	-	6.97%	8.35%
营业收入增长率	-12.13%	11.54%	12.47%
净利润增长率	-33.24%	3.64%	-16.56%

资料来源：公司2017-2018年审计报告和未经审计的2019年一季度报，中证鹏元整理

## 现金流

**2018年公司经营活动现金流大幅改善，但投资活动现金流持续净流出，整体现金流平衡主要依赖于外部融资，考虑到公司目前债务结构以短期为主，且部分在建项目尚未完工，后续仍面临较大资金压力**

2018年公司净利润为0.65亿元，同比小幅增长，同期公司固定资产折旧、长期待摊费用摊销等非付现费用继续增长，叠加财务费用持续维持较大规模，使得公司FFO同比增长8.69%至3.48亿元，经营业务的现金生成能力较好。2018年公司加强了应收款项的管理，经营性应收规模小幅下降，同期公司对下游经营占款有所增加，抵消存货规模增长的影响后，2018年公司营运资本投入有所减少，经营活动现金流大幅改善。

投资活动方面，2018年公司投资活动主要集中于购建固定资产、无形资产等方面，现金回收来源较少，因此投资活动现金流持续净流出，考虑到目前公司仍有部分在建项目，后续投资活动现金流或仍将持续现金净流出。

筹资活动方面，公司外部融资主要以银行短期借款为主，因此2018年通过银行借款取得的现金以及偿还债务支付的现金规模均维持较大规模。整体来看，公司对外部筹资活动

的依赖度较高，考虑到目前公司债务主要以短期为主，且部分在建项目尚未完工，后续仍面临较大资金压力。

**表15 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
净利润	6,571.15	6,340.33
非付现费用	18,028.60	16,222.99
非经营损益	10,177.17	9,433.02
FFO	34,776.92	31,996.34
营运资本变化	1,071.75	-50,295.73
其中：存货减少（减：增加）	-12,640.25	-30,208.25
经营性应收项目的减少（减：增加）	2,995.73	-21,282.23
经营性应付项目的增加（减：减少）	10,716.26	1,194.75
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>35,848.67</b>	<b>-18,043.13</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-47,991.52</b>	<b>-28,178.53</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3,667.98</b>	<b>69,260.52</b>
现金及现金等价物净增加额	-14,940.58	22,354.31

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 2018年公司资产负债率进一步上升，面临较大短期偿债压力

随着经营规模的不断扩大，公司负债及净资产规模均不断增长，截至2018年末，负债总额及净资产账面价值分别为31.21亿元和9.65亿元，产权比率为323.51%，同比小幅上升，公司净资产对负债的保障仍较弱。

**表16 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	353,646.64	312,106.19	288,808.21
所有者权益	107,271.25	96,475.82	92,086.43
产权比率	329.68%	323.51%	313.63%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司债务构成以流动负债为主，流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债，2018年末账面余额为29.19亿元，占负债总额比重为93.53%。短期借款系公司负债的主要构成，2018年末账面余额为20.09亿元，占负债总额比重达64.36%，借款类型主要包括质押借款、抵押借款、保证借款、信用借款等。应付票据全部系银行承兑汇票，其规模随票据结算时点的不同有所波动，2018年末账面余额为5.34亿元。应付账款主要系应付工程款、设备款及贷款，2018年末账面余额为2.04亿元，2019年3月

末上升至3.28亿元。一年内到期的非流动负债全部系即将到期的长期借款，2019年内需偿还规模为0.64亿元。

公司非流动负债规模较小，主要系长期借款，随着本期债券的成功发行，2019年一季度新增应付债券2.60亿元，截至2019年3月末，公司非流动负债账面余额为4.64亿元。

**表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	200,874.99	56.80%	200,866.11	64.36%	176,259.10	61.03%
应付票据	52,755.10	14.92%	53,428.67	17.12%	37,399.84	12.95%
应付账款	32,827.24	9.28%	20,408.69	6.54%	23,561.56	8.16%
一年内到期的非流动负债	9,850.00	2.79%	6,350.00	2.03%	22,400.00	7.76%
<b>流动负债合计</b>	<b>307,199.56</b>	<b>86.87%</b>	<b>291,899.26</b>	<b>93.53%</b>	<b>266,918.35</b>	<b>92.42%</b>
长期借款	5,700.00	1.61%	5,700.00	1.83%	6,550.00	2.27%
应付债券	26,037.34	7.36%	-	-	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>46,447.08</b>	<b>13.13%</b>	<b>20,206.93</b>	<b>6.47%</b>	<b>21,889.87</b>	<b>7.58%</b>
<b>负债合计</b>	<b>353,646.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>312,106.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>288,808.21</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	295,692.81	83.61%	267,052.19	85.56%	244,900.31	84.80%

资料来源：公司2017-2018年审计报告和未经审计的2019年一季度报，中证鹏元整理

2018年公司有息债务规模进一步增长，年末账面余额为26.71亿元，同比增长9.05%，占负债总额比重为85.56%，有息债务压力较大。同时需注意，公司2018年到期的有息负债规模为26.35亿元，占有息债务比重达89.11%，公司面临较大短期偿债压力。

偿债指标方面，2018年公司资产负债率进一步升至76.39%，债务率水平依然较高。短期偿债压力方面，由于公司负债主要集中于流动负债，使得流动比率和速动比率维持较低水平，流动资产对流动负债保障程度较弱。随着营业收入的稳步增长，2018年息税折旧摊销前利润亦有所上升，但同期财务利息增长较快，其对利息的保障程度同比有所下降。整体上看，公司资产负债水平较高，经营利润的债务负担较重，经营性现金流对债务的覆盖不足，面临较大的偿债压力。

**表18 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	76.73%	76.39%	75.82%
流动比率	0.79	0.68	0.74
速动比率	0.45	0.38	0.46
EBITDA（万元）	-	36,375.54	33,212.51
EBITDA 利息保障倍数	-	2.89	3.19
有息债务/EBITDA	-	7.34	7.37

债务总额/EBITDA	-	8.58	8.70
经营性净现金流/流动负债	-	0.12	-0.07
经营性净现金流/负债总额	-	0.11	-0.06

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季度，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 富源今飞房地产开发有限公司为本期债券提供了担保

富源今飞房地产开发有限公司（以下简称“今飞房地产”）为本期债券提供无条件的不可撤销连带责任保证担保，担保范围为可转债总额的100%本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，保证期间为债券所应承担的第一笔主债务产生之日起，至债券所应承担的最后一笔主债务履行期限届满之日起两年。

今飞房地产成立于2018年3月，出资人系今飞集团，注册资本为41,000.00万元，今飞集团持有100.00%股权。今飞房地产主要从事房地产开发、销售、经营，截至2018年末，今飞房地产总资产为41,092.24万元，归属于母公司所有者权益为40,932.16万元，资产负债率为0.39%，由于担保方成立时间较短，尚未实现营业收入。中证鹏元未对今飞房地产进行评级，其为本期债券提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保的增信效果无法判断。

**表19 担保方主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018年
总资产	41,092.24
归属于母公司所有者权益	40,932.16
有息债务	0.00
资产负债率	0.39%
流动比率	256.66
速动比率	167.47
营业收入	0.00
营业利润	-67.04
净利润	-67.84
经营活动现金流净额	-40,998.27

资料来源：公司提供

## 七、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月7日），公司本部共发生1笔欠息，欠息发生日期为2019年4月21日，结清日期为2019年4月22日，欠息金额为5,915.06美元，根据中国建设银行股份有限公司金华分行出具的说明，此次逾期

是因美元贷款利息需从外汇账户扣去，而周末美元无法汇入到银行账户，导致欠息逾期1天，本次逾期为非恶意拖欠。

## 八、评级结论

随着经营规模的扩大，2018年公司资产和收入进一步增长，同期公司加强了账款管理，经营活动现金流同比改善明显；此外云南生产基地逐步投产，由于云南地区电解铝资源丰富，且电价优惠力度较大，将有助于公司在成本上取得竞争优势。

同时中证鹏元也关注到，下游整车市场需求疲软，将加剧轮毂行业市场竞争，压缩行业利润空间；此外公司期间费用率较高，综合盈利水平受到侵蚀，在建项目待投资规模较大，后续面临较大的资金压力，资产负债水平较高，有息债务规模进一步增长，存在较大短期偿债压力，金华基地搬迁对公司正常生产经营有不确定影响。

基于上述情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为A+，本期债券信用等级维持为A+，评级展望维持为稳定。

## 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：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	67,117.97	37,245.68	45,552.67	30,416.30
应收票据及应收账款	54,828.78	60,548.87	65,615.42	48,083.96
存货	103,679.10	85,777.49	73,936.30	43,728.05
流动资产合计	243,389.10	198,128.31	196,652.10	134,217.46
固定资产	135,922.81	137,920.73	138,137.55	127,243.78
非流动资产合计	217,528.79	210,453.70	184,242.54	155,968.56
资产总计	460,917.89	408,582.01	380,894.64	290,186.02
短期借款	200,874.99	200,866.11	176,259.10	104,130.73
应付票据及应付账款	85,582.34	73,837.36	60,961.41	78,969.61
流动负债合计	307,199.56	291,899.26	266,918.35	198,030.14
长期借款	5,700.00	5,700.00	6,550.00	22,000.00
应付债券	26,037.34	-	-	-
长期应付款	475.38	707.41	2,291.36	3,958.18
非流动负债合计	46,447.08	20,206.93	21,889.87	32,293.95
负债合计	353,646.64	312,106.19	288,808.21	230,324.08
有息债务	295,692.81	267,052.19	244,900.31	197,704.43
所有者权益合计	107,271.25	96,475.82	92,086.43	59,861.94
营业收入	52,699.10	287,799.95	258,029.51	229,419.31
营业利润	1,089.86	6,189.18	7,356.31	6,174.77
净利润	953.98	6,571.15	6,340.33	7,598.22
经营活动产生的现金流量净额	4,201.92	35,848.67	-18,043.13	16,399.24
投资活动产生的现金流量净额	-5,144.07	-47,991.52	-28,178.53	-18,263.39
筹资活动产生的现金流量净额	28,589.34	-3,667.98	69,260.52	-7,765.83
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数	-	78.91	79.32	66.11
存货周转天数	-	119.25	98.38	76.71
应付票据及应付账款周转天数	-	100.64	117.00	141.02
净营业周期	-	97.51	60.70	1.81
流动资产周转天数	-	246.91	230.81	207.41
固定资产周转天数	-	172.66	185.13	196.25
总资产周转天数	-	493.77	468.14	444.34
综合毛利率	22.71%	16.23%	16.57%	17.34%
期间费用率	21.63%	14.51%	14.19%	13.56%
营业利润率	2.07%	2.15%	2.85%	2.69%

总资产回报率	-	4.74%	5.29%	6.26%
净资产收益率	-	6.97%	8.35%	13.55%
营业收入增长率	-12.13%	11.54%	12.47%	7.62%
净利润增长率	-33.24%	3.64%	-16.56%	28.33%
资产负债率	76.73%	76.39%	75.82%	79.37%
流动比率	0.79	0.68	0.74	0.68
速动比率	0.45	0.38	0.46	0.46
EBITDA（万元）	-	36,375.54	33,212.51	31,303.73
EBITDA 利息保障倍数	-	2.89	3.19	3.47
有息债务/EBITDA	-	7.34	7.37	6.32
债务总额/EBITDA	-	8.58	8.70	7.36
经营性净现金流/流动负债	0.01	0.12	-0.07	0.08
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.11	-0.06	0.07

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

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

## 附录三 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。