

浙江万里扬股份有限公司

2014 年公司债券

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：

浙江万里扬股份有限公司 2014 年公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【493】号 01

债券简称：14 万里债
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：7.50 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

分析师

姓名：
党雨曦 张伟亚

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
汽车及汽车零部件评级
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

	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	2019 年 6 月 18 日	2018 年 06 月 12 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”）对浙江万里扬股份有限公司（以下简称“万里扬”或“公司”，股票代码“002432.sz”）及其 2014 年 8 月 26 日发行的 7.5 亿元公司债券（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 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：公司系行业内知名企业，具有一定的品牌优势；公司继续加大研发投入，技术实力进一步增强。同时中证鹏元也关注到，汽车行业景气度下行，对公司主营业务造成一定负面影响；公司营业收入和利润明显下降；应收账款规模较大，存在一定回收风险；商誉规模较大，存在一定商誉减值风险及面临一定的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司系行业内知名企业，具有一定的品牌优势。公司是国内首家实现产品覆盖商用车、乘用车两大市场，分别实现了手动挡变速器和自动挡变速器研发、生产的企业。“万里扬”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。公司先后被评为中国汽车零部件变速器行业龙头企业、中国汽车零部件百强企业（2017 年和 2018 年）、中国优秀汽车零部件企业。
- 公司继续加大研发投入，技术实力进一步增强。2018 年公司研发投入金额为 31,817.84 万元，较上年增长 21.17%，占营业收入比例为 7.28%；研发人员数量为 676 人，较上年增长 4.00%，研发人员占员工数量比重为 13.32%，公司技术实力进一步增强。

关注:

- **汽车行业景气度下行，对公司主营业务造成一定负面影响。**2018 年下半年以来，国内汽车产销量持续下滑，公司内饰件及变速器业务遭受一定负面影响。考虑到目前汽车行业下行趋势并未得到有效缓解，预计公司业绩短期内仍将承压。
- **公司营业收入和利润明显下降。**受汽车行业行情影响内饰件和乘用车变速器收入有所下降影响，2018 年公司营业收入 437,075.14 万元，同比下降 13.11%；受营业收入有所下降及期间费用有所增加影响，2018 年公司利润总额 42,368.35 万元，同比下降 45.98%。
- **公司应收账款规模较大，存在一定回收风险。**2018 年末公司收入下降，但应收账款及应收票据账面价值上升至 214,224.20 万元，同比增加 4.57%，占资产总额比例为 21.76%；应收账款主要为应收汽车变速器货款，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄 1 年以内的应收账款内占比为 89.63%，存在一定回收风险，且规模较大，对营运资金形成一定占用。
- **公司商誉规模较大，存在一定商誉减值风险。**2018 年公司商誉余额为 129,224.53 万元，计提减值准备 4,214.92 万元；未来宏观经济、汽车行业整体环境、公司自身经营管理等因素都可能对标的资产盈利带来不确定性，存在一定的商誉减值风险。
- **公司尚面临一定的短期偿债压力。**受公司短期借款增加影响，2018 年末公司有息债务规模为 237,781.43 万元，规模同比增加 66.32%，有息债务占债务总额比重为 63.16%，同时流动比率及速动比率分别为 1.08 和 0.87，短期偿债能力仍处于较弱水平，公司仍面临一定的短期偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,003,721.12	984,472.37	911,586.34	988,099.54
归属于母公司所有者权益合计	607,682.64	600,161.66	609,220.24	558,410.72
有息债务	250,615.96	237,781.43	142,963.13	209,094.00
资产负债率	38.69%	38.24%	32.32%	42.84%
流动比率	1.06	1.08	1.75	1.35
速动比率	0.84	0.87	1.37	1.09
营业收入	96,843.59	437,075.14	503,019.66	373,225.43
营业利润	12,218.71	42,454.85	78,553.00	35,199.31
净利润	11,403.86	35,248.91	64,817.41	30,762.00
综合毛利率	27.67%	24.14%	22.93%	23.75%

总资产回报率	-	5.42%	8.95%	6.19%
EBITDA	-	86,465.41	119,166.56	72,266.49
EBITDA 利息保障倍数	-	9.96	18.03	6.51
经营活动现金流净额	40,898.80	55,062.62	23,727.05	22,164.24

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季度财报，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月26日发行5年期7.50亿元公司债券，募集资金原计划用于偿还银行借款和补充流动资金。截至2018年末，本期债券募集资金余额为4.09万元。

二、发行主体概况

2018年公司主营业务、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”）仍直接持有公司28.45%的股份。截至2019年3月末，公司实际控制人自然人仍为黄河清和吴月华，分别持有万里扬集团51%和49%股份，黄河清和吴月华属夫妻关系，系一致行动人。

表1 2019年3月末公司前10名股东持股情况（单位：股）

项目	股东性质	持股比例	持股数量	质押情况
万里扬集团有限公司	境内非国有法人	28.66%	384,075,744	264,710,744
香港利邦实业有限公司	境外法人	14.64%	196,165,000	
奇瑞汽车股份有限公司	国有法人	12.34%	165,289,256	
金华市众成投资有限公司	境内非国有法人	3.94%	52,785,000	52,785,000
浙江万里扬股份有限公司—第一期员工持股计划	其他	2.24%	30,000,000	
浙江万里扬股份有限公司回购专用证券账户	其他	2.04%	27,400,000	
盛春林	境内自然人	1.94%	26,000,000	26,000,000
蔡锦波	境内自然人	1.79%	24,000,000	24,000,000
张正明	境内自然人	1.49%	20,000,000	20,000,000
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	0.81%	10,870,800	

资料来源：公司2019年第一季度报告、鹏元整理

2018年公司新增5家纳入合并财务报表范围内的子公司，具体如下表所示。2018年公司合并范围共28家子公司。

表2 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
浙江智昌电子科技有限公司	70.00%	1,000.00	服务：电子科技领域内的技术研发、技术咨询、技术服务、成果转让，电子产品的研发、销售	新设
金华智昌电子科技有限公司	70.00%	1,000.00	车用电子控制系统及其零部件，混合动力汽车和电动汽车的电机、电池组及其零部件	新设

浙江万里航天科技有限公司	100.00%	10,000.00	航空、航天科学技术研究服务；汽车零部件、航空、航天器及设备的研发、生产、销售	新设
浙江万里扬新能源驱动科技有限公司	100.00%	60,000.00	新能源汽车驱动总成、电机、汽车电子装置、传动部件、汽车变速器、汽车零部件与配件的研发、制造和销售。自有设备、自有房屋、汽车的租赁	新设
湘潭金兴汽车零部件有限公司	100.00%	500.00	汽车内、外装饰件的研发、生产，销售本公司产品及提供相关服务；汽车配件的生产、销售	新设

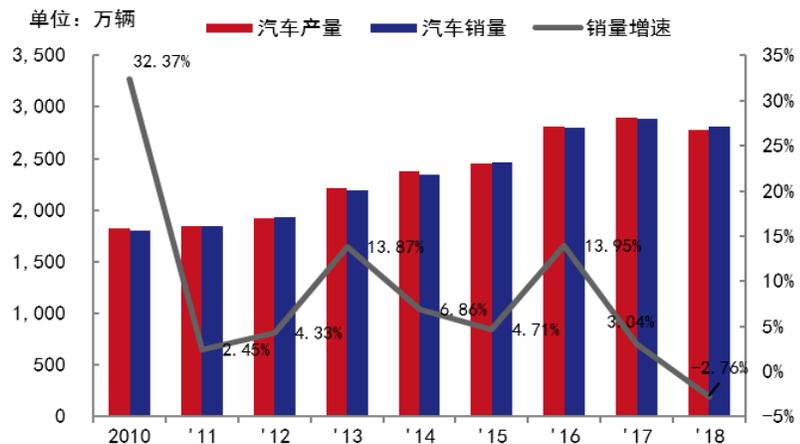
资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济下行压力较大以及居民杠杆水平较高等因素仍对汽车消费形成较大压制，且目前尚无实质性扶持政策出台，汽车行业景气度短期内仍将承压

2018年我国汽车销量首次出现了负增长情况，根据中国汽车工业协会的统计数据，2018年我国汽车行业总产量同比增速为-4.16%；总销量同比增速为-2.76%。2019年1-4月我国汽车累计产销量比上年同期分别下降11%和12.1%，跌势仍在延续且并未明显缓解。目前宏观经济下行压力较大导致居民收入预期下降，房价高企使居民普遍负债率较高，均对汽车消费形成一定负面影响。考虑到目前政府尚未出台实质性扶持政策，中证鹏元预计汽车行业景气度短期内仍将承压。

图 1 2010-2018 年我国汽车产销情况

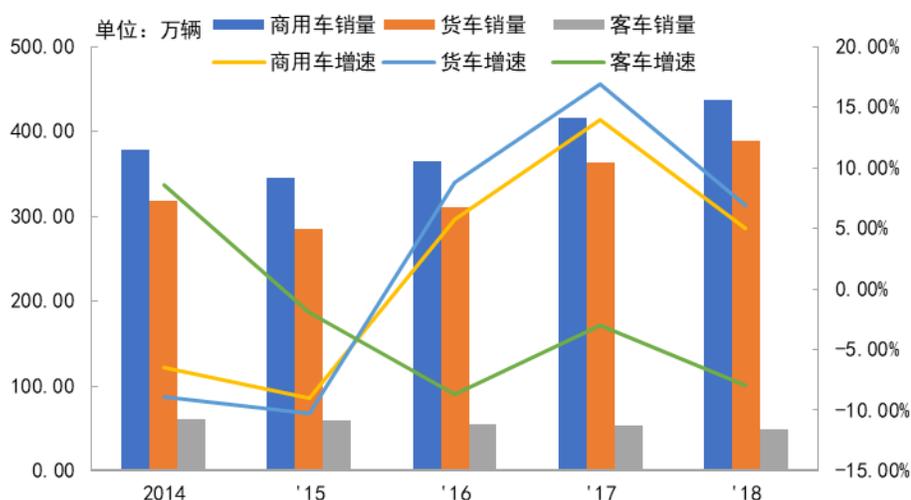


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

1、商用车

商用车方面，2018年中国商用车（货车、客车、专用车等）总销量为437.08万辆，同比增长5.05%，增速较上年下降8.9个百分点。从细分类型来看，在国内高铁运力与乘用车普及、新能源客车补贴政策退坡等因素影响下，2018年客车销量进一步下滑至48.52万辆，整体降幅较2017年有所加大，为-9.78%；货车2018年销量为388.56万辆，同比增长6.94%，增速较上年下降9.97个百分点，其中重型货车销量表现仍然较为出色，其销量较2017年大幅增长32.13%。2019年1-3月重卡累计产销31.30万辆和32.55万辆，同比增长2.20%和0.65%。

图2 近年来商用车分类型销量及增速情况

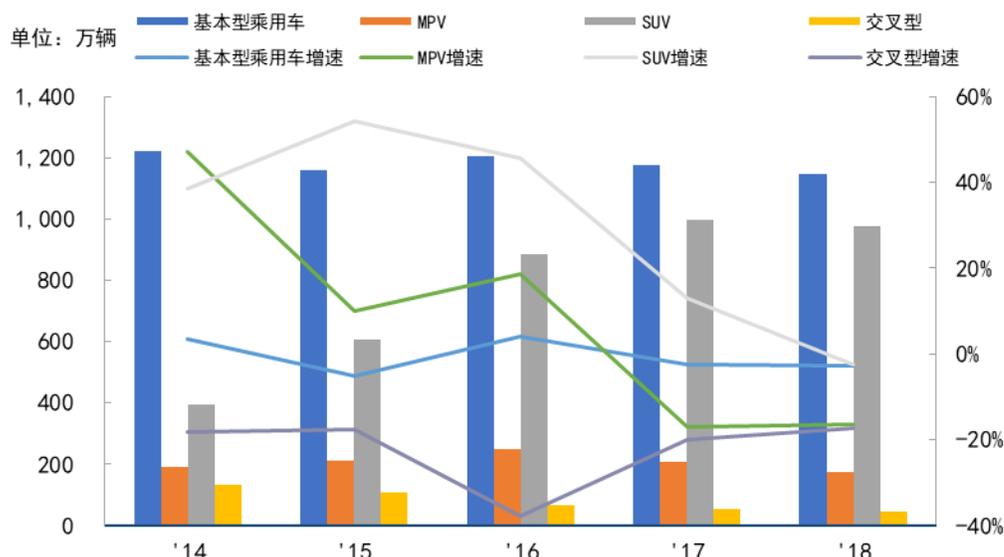


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

2、乘用车

乘用车方面，受宏观经济下行、股市跌幅较大、P2P持续暴雷、房价居高不下等因素影响，居民财富减少，收入预期下滑，杠杆率较高，进而导致2018年乘用车销量同比出现下滑。当年我国乘用车销量为2,370.98万辆，较上年下滑4.08%，其中MPV及交叉型乘用车降幅最大，分别为16.23%和17.26%。基本型乘用车及SUV当年分别销售1,146.01万辆和975.04万辆，分别同比减少2.63%和2.40%。

图3 近年来乘用车分类型销量及增速情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

2018年我国汽车产业集中度仍然较高，当年我国前十大汽车生产企业（按集团）销量合计占市场总量的89.16%，较2017年小幅上升0.64个百分点，仍保持较高水平。从企业构成及排名来看，2017年前十大车企与上年一致，排名的唯一变化则是中国长安汽车集团股份有限公司被北京汽车工业控股有限责任公司和广州汽车集团股份有限公司超越。

表3 2018年我国前十大汽车生产企业（按集团）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	701.25	24.97%
2	东风汽车集团股份有限公司	383.08	13.64%
3	中国第一汽车集团公司	341.84	12.17%
4	北京汽车工业控股有限责任公司	240.21	8.55%
5	广州汽车集团股份有限公司	214.28	7.63%
6	中国长安汽车集团股份有限公司	213.78	7.61%
7	吉利汽车控股有限公司	152.31	5.42%
8	长城汽车股份有限公司	105.30	3.75%
9	华晨汽车集团控股有限公司	77.86	2.77%
10	奇瑞汽车股份有限公司	73.71	2.62%
	合计	2,503.63	89.16%

资料来源：中国汽车工业协会

在乘用车领域，销售量排名前十大乘用车厂商以合资品牌为主，2018年合计销量达1,386.41万辆，销量占比58.47%，其中上海大众汽车有限公司、上海通用汽车有限公司、一汽一大众汽车有限公司和上汽通用五菱汽车股份有限公司为销量第一梯队；浙江吉利控

股集团有限公司、东风汽车有限公司（本部）、长城汽车股份有限公司和重庆长安汽车股份有限公司为第二梯队。商用车方面，2018年前十大商用车厂商销量合计销量达317.97万辆，销量占比为72.75%，前十大厂商包括东风汽车股份有限公司、北汽福田汽车股份有限公司、上汽通用五菱汽车股份有限公司、中国第一汽车集团公司、中国重型汽车集团有限公司、江铃控股有限公司、安徽江淮汽车股份有限公司、重庆长安汽车股份有限公司、陕西汽车控股集团有限公司和长城汽车股份有限公司。总体来看，我国商用车与乘用车市场集中度均维持在较高水平。

下游需求走弱，上游原材料价格维持高位，汽车零部件行业整体盈利能力受到一定压力

汽车零部件行业作为汽车整车行业的上游行业，是汽车工业发展的基础，目前已基本形成以整车配套市场为主的依附式发展模式，汽车零部件行业与整车制造业之间表现出高度地正相关。2018年下半年以来，国内汽车销量遇冷，下游需求走弱，导致零部件行业指数相应地持续下行。

此外，我国汽车零部件行业开放程度相对较高，多数零部件生产企业，由于受到生产规模、技术实力及品牌认同等因素的制约，仅能依靠价格成本优势争取部分低端的整车配套市场（OEM）和售后服务市场（AM），在竞争中处于相对被动的地位，对于主机厂的议价能力较弱。

上游方面，汽车原材料主要构成为钢材、铜、铝、橡胶、PP等，其中钢材是汽车制造的主要原料，据统计钢材成本占汽车原材料成本的比重在70%以上。根据wind资讯数据，2019年4月12日，上海1mm冷轧普通薄板价格为4,553元/吨，仍然维持在相对的高位。

图4 近年上海1mm冷轧普通薄板价格



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务主要包括汽车零部件业务和融资租赁业务，汽车零部件业务主要为研发、生产、销售乘用车和商用车变速器以及汽车内饰件产品，融资租赁业务主要为机械设备、医疗设备、节能环保及企业技术改造等领域的融资租赁。2018年公司实现营业收入437,075.14万元，同比下降13.11%，系内饰件和乘用车变速器收入有所下降所致。公司营业收入仍然以内饰件和变速器销售收入为主。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，2018年融资租赁业务收入为3,882.58万元，收入规模较上年大幅下降，系公司收缩融资租赁业务所致。2019年第一季度公司获得营业收入96,843.59万元，同比下降5.14%；利润总额12,240.04万元，同比下降16.30%。

毛利率来看，受汽车内饰件业务毛利率增加影响，2018年公司综合毛利率为24.14%，同比增加1.21个百分点。2018年，乘用车变速器毛利率相对稳定；轻卡和中卡变速器毛利率略有下降，主要系公司生产技术工艺难度较高的G系列变速器，使成本有所增加所致。2018年公司汽车内饰件毛利率为14.22%，较上年增加5.83个百分点，主要系当年模具支出下降所致。2018年公司融资租赁业务毛利率为98.86%，依然保持较高水平。

表4 2017-2018年公司营业收入分产品构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年			2017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
汽车内饰件	64,509.02	14.22%	14.76%	83,696.83	8.39%	16.64%
乘用车变速器	181,530.73	22.41%	41.53%	230,034.84	22.21%	45.73%
轻卡变速器	121,164.60	25.00%	27.72%	119,010.22	27.78%	23.66%
中卡变速器	38,728.24	28.40%	8.86%	36,161.57	30.30%	7.19%
重卡变速器	67.58	-42.80%	0.02%	218.20	-43.40%	0.04%
配件	7,072.64	30.19%	1.62%	13,351.36	30.79%	2.65%
农机变速器	7,372.58	20.67%	1.69%	5,492.84	20.97%	1.09%
融资租赁收入	3,882.58	98.86%	0.89%	5,998.00	99.66%	1.19%
其他	12,747.17	24.15%	2.92%	9,055.80	23.45%	1.80%
合计	437,075.14	24.14%	100.00%	503,019.66	22.93%	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司系行业内知名企业，具有一定的品牌优势；受汽车行业市场低迷影响，2018年公司乘用车和商用车变速器销量均有所下降，公司营业收入同比有所下降

公司是国内首家实现产品覆盖商用车、乘用车两大市场，分别实现了手动挡变速器和自动挡变速器研发、生产的企业，产品涵盖轿车、SUV、MPV、微卡、轻卡、中卡、重卡、

客车等所需的变速器。“万里扬”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。公司先后被评为国家火炬计划重点高新技术企业、中国汽车零部件变速器行业龙头企业、中国优秀民营科技企业、全国文明单位、中华全国工商业联合会科技创新企业、国家知识产权优势企业、中国汽车零部件百强企业（2017年和2018年）、中国优秀汽车零部件企业、全国百家优秀汽车零部件供应商、浙江省创新型领军企业、浙江省技术创新示范企业等。

2018年，公司获得营业收入437,075.14万元，同比下降13.11%。其中汽车内饰件营业收入64,509.02万元，同比下降22.93%，主要系公司内饰件配套的车辆销量较低所致。

乘用车方面，乘用车变速器营业收入181,530.73万元，同比下降21.09%，主要系乘用车消费低迷，客户需求下降所致。

商用车方面，轻卡变速器仍是公司收入的重要来源，2018年轻卡变速器收入为121,164.60万元，同比增长1.81%；中卡变速器收入为38,728.24万元，营业收入和毛利率均相对稳定；重卡变速器毛利率仍为负值，但由于收入占比较小且非重点业务，对公司整体影响有限。

2018年配件收入为7,072.64万元，同比下降47.03%；2018年农机变速器收入7,372.58万元，收入规模同比增加34.22%。

从产能情况来看，2018年公司产能维持2017年水平。

从销售情况来看，受2018年我国汽车行业28年首次出现负增长，销售情况低迷影响，公司各类变速器产品销量均出现不同程度下降。2018年公司商用车变速器销量共66.73万台，同比下降3.86%，其中轻卡、中卡和重卡销量分别同比下降3.26%、6.52%和62.32%。2018年公司乘用车变速器销量55.22万台，同比下降3.41%。公司采取以销定产的策略。2018年轻卡、乘用车变速器产销率分别为99.49%和100.55%，同比略有增加，主要系公司产量有所下降。近年公司削减重卡销量，致使其产销率大幅增加。从销售均价来看，受原材料价格上涨及市场因素，2018年公司轻卡和中卡变速器的均价均小幅增加，分别增加5.23%和14.55%。乘用车变速器受公司开发新产品单价较高影响，均价同比增加28.70%。

表5 2017-2018年公司主要变速器产品销量、销售均价和产销率情况（单位：台、元/台）

产品	项目	2018年	2017年
轻卡变速器	销量	557,280	576,067
	销售均价	2,174	2,066
	产销率	99.49%	98.25%
中卡变速器	销量	109,813	117,469
	销售均价	3,526	3,078
	产销率	100.55%	97.36%
重卡变速器	销量	211	560

乘用车变速器	销售均价	3,202	3,896
	产销率	260.49%	135.59%
	销量	552,181	571,703
	销售均价	3,287	2,554
	产销率	101.17%	102.46%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产量和产能利用率来看，2018年公司商用车变速器整体产量共66.95万台，同比下降5.37%，产能利用率由上年的70.74%下降至66.95%，其中轻卡、中卡和重卡的产量分别同比下降4.47%、9.49%和80.39%，产能利用率分别同比下降3.27、6.36和1.01个百分点。2018年公司乘用车变速器整体产量共54.58万台，同比下降19.33%，产能利用率由上年的45.10%下降至36.39%。2018年，受汽车市场销量大幅下滑影响，公司产品销量有所下降，致使产量随之下降。公司各类变速器产能利用率均处于一般水平。未来一段时间汽车市场可能仍维持低迷状态，需关注公司各类变速器尤其是乘用车变速器产能利用率情况。

表6 2017-2018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）

类别	产品	项目	2018年	2017年
商用车变速器	轻卡变速器	产能	800,000	800,000
		产量	560,163	586,350
		产能利用率	70.02%	73.29%
	中卡变速器	产能	180,000	180,000
		产量	109,208	120,655
		产能利用率	60.67%	67.03%
	重卡变速器	产能	20,000	20,000
		产量	81	413
		产能利用率	1.06%	2.07%
乘用车变速器	乘用车变速器	产能	1,500,000	1,500,000
		产量	545,810	676,558
		产能利用率	36.39%	45.10%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，受2018年汽车市场不景气影响，公司当年各类变速器销量均有不同程度的下降。公司各类变速器产能利用率均一般，未来一段时间内汽车市场可能仍处于低迷状态，需要关注公司各类变速器的产能利用率情况和公司产品的销售情况。

公司目前在建项目主要为变速器生产线项目和车床安装项目，项目预算总投资130,724.42万元，预计未来尚需投资49,464.99万元，公司面临一定的资金压力。该生产线主要为产能替换，为公司未来产能影响不大。

2016年公司完成购买奇瑞汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞汽车”）下属的芜湖里扬变速器有限公司（以下简称“芜湖万里扬”）100%股权的事宜，芜湖万里扬原为奇瑞

汽车内部变速箱生产部门，其功能在于为奇瑞自主品牌乘用车提供变速箱配套。芜湖万里扬与奇瑞汽车签署了《奇瑞汽车股份有限公司采购主合同》及《奇瑞汽车股份有限公司采购主合同补充协议》，合同期限为2016年-2019年。奇瑞汽车承诺，芜湖万里扬股权交割后，在奇瑞变速箱产品满足奇瑞汽车的整车产品规划要求且价格符合市场价格水平的前提下，奇瑞汽车将优先采购芜湖万里扬与奇瑞汽车销售车型匹配的变速箱产品，承诺与万里扬建立长期稳定的战略合作关系。根据《盈利预测补偿协议》，奇瑞汽车确认利润补偿期间为2016年、2017年、2018年和2019年，芜湖万里扬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。2016和2017年芜湖万里扬均完成业绩承诺。

2018年芜湖万里扬实现净利润2.24亿元，扣除芜湖万里扬与除奇瑞汽车及奇瑞汽车的关联方外的第三方所产生的净利润及芜湖万里扬的非经常性损益后的净利润为2.27亿元，低于承诺数2.42亿元。芜湖万里扬2016-2018年度经审计的累计净利润为66,070.68万元，扣除芜湖万里扬公司与除奇瑞汽车及奇瑞汽车的关联方外的第三方所产生的净利润及芜湖万里扬公司的非经常性损益后的累计净利润为66,783.06万元，超过2016-2018年度累计承诺数583.06万元。2018年奇瑞汽车无需履行补偿义务。2018年，芜湖万里扬商誉仍为120,095.56万元，未发生减值。

芜湖万里扬2018年及2019年上半年已开拓一汽、比亚迪、吉利等客户，仍需关注其未来发展情况。

受内饰件配置的车型销量不佳，订单减少影响，2018年公司内饰收入有所下降；但汽车内饰业务仍是公司营业收入的重要补充部分

公司于2015年10月以人民币1.40亿元的价格收购了辽宁金兴汽车内饰有限公司（以下简称“金兴内饰”）70%股份，开始合并金兴内饰营业收入；并于2016年5月以人民币0.60亿元的价格收购了金兴内饰剩余30%股份，金兴内饰成为公司的全资子公司。金兴内饰产品包括仪表板、门板、中控台、立柱、护板、保险杠等，主要为奇瑞汽车、吉利汽车、华晨宝马、北京奔驰、弗吉亚、MOBIS、长城汽车、比亚迪汽车、北汽股份、一汽集团、汉腾汽车、华晨汽车等汽车厂的相关车型提供配套。。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。

由于公司内饰件配套的车型销量不佳，致使内饰件订单下降，2018年汽车内饰收入为64,509.02万元，同比下降22.39%，汽车内饰收入占比由2017年的16.64%下降至14.76%，但汽车内饰业务仍然是公司收入的重要补充。公司内饰业务盈利能力较差，2018年金兴内饰公司净利润为-3,343.94万元。需关注内饰业务未来的盈利情况。

公司采购渠道保持稳定且生产成本构成变化不大；客户集中程度较高，需关注客户集中风险

公司汽车变速器生产原料主要包括钢铁、生铁和废钢等，由于上游钢材市场价格上涨，采购成本有所提升，相对于2017年全年，2018年公司钢材、生铁和废钢平均采购价格分别提升13.85%、10.99%和66.72%。2018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17.48%，较上年下降0.79个百分点，公司采购渠道未发生较大变动。

面对钢材价格上涨压力，公司通过将一部分原材料价格上涨压力转嫁给下游的汽车整车厂商，并通过充分整合供应商资源，凭借规模采购优势和商业信用，与主要原材料供应商建立战略合作伙伴关系，以保障原材料供应的稳定性，获得采购价格上的优惠；同时，公司通过生产技术和工艺流程的改进，降低单位产品的原材料耗用量，从而减轻原材料价格上涨的压力。但原材料价格如果持续上涨，也将会蚕食部分公司利润。

表7 2017-2018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	
	2018年	2017年
钢材	4,170.00	3,662.69
生铁	2,196.00	1,978.60
废钢	2,351.00	1,410.11

资料来源：公司提供

公司汽车零部件制造生产成本主要包括汽车变速器和汽车内饰件生产成本。2018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。受销量及产量下降影响，2018年汽车零部件制造生产成本为318,909.65万元，同比下降15.27%。2018年，公司变速器销售未完全匹配产能，原材料的成本增长低于人工工资和制造费用的增长。受此影响，2018年直接材料占成本比重由上年的78.36%下降至75.27%。2018年公司大力推广G系列高端变速器产品，因其技术和要求较高，致使公司制造费用有所提升，占成本比重为16.36%，占比较上年增加2.26个百分点。总体来看，公司生产成本构成变化不大。

表8 2017-2018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	2018年		2017年	
	金额	占零部件成本比重	金额	占零部件成本比重
直接材料	240,042.90	75.27%	294,933.57	78.36%
人工工资	26,693.46	8.37%	28,379.47	7.54%
制造费用	52,173.28	16.36%	53,081.36	14.10%
合计	318,909.65	100.00%	376,394.40	100.00%

资料来源：公司提供

2018年，奇瑞汽车仍是公司第一大客户，销售额占年度销售总额比例为36.23%，同比下降2.19个百分点。2018年公司前五大客户收入占当年销售总额的比重由上年的70.23%下降至65.99%，客户集中度仍较高。公司国外销售收入占比较少，绝大部分为内销，公司主要与奇瑞汽车、吉利汽车、北汽福田和中国重型汽车集团有限公司等国内主要厂商保持良好合作关系，公司通常给予下游整车厂商1-3个月的赊销期，与客户结算方式主要为现金和银行承兑汇票。

公司研发人员、研发资金投入均保持较快增长，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。2018年公司加强对汽车MT、AT、CVT、DCT、PHEV变速箱及新能源车动力总成范围内的研发工作。致使公司2018年研发人员数量和研发投入金额均快速增长，2018年公司研发人员数量为676人，较上年增长4.00%，研发人员占员工数量比重为13.32%，较上年提高0.06个百分点；2018年公司研发投入金额为31,817.84万元，较上年增长21.17%；公司研发投入占营业收入比例由上年的5.22%上升至7.28%。

表9 2017-2018年公司研发情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
研发人员数量（人）	676	650
研发人员数量占比	13.32%	13.26%
研发投入金额	31,817.84	26,259.23
研发投入占营业收入比例	7.28%	5.22%

资料来源：公司提供

公司融资租赁收入大幅下降，但毛利率保持较高水平，公司新增融资租赁订单较小，整体业务规模有所下降，未来收入存在不确定性

公司融资租赁业务由其全资子公司万融资租赁经营，客户主要包括机械设备、医疗设备、节能环保及企业技术改造等领域的融资租赁。公司融资租赁业务主要采取售后返租的方式，租赁物包括机械设备、医疗设备等，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%。

2018年实现融资租赁业务收入3,882.58万元，同比下降35.27%，毛利率为98.86%，维持较高水平；由于公司新增融资租赁订单规模较小且逐步收回融资租赁借款，截至2018年末应收融资租赁款为39,690.96万元，同比下降20.66%，整体融资租赁业务规模有所下降。2018年，公司融资租赁业务主要面向环保企业、学校等，风险有所分散。由于应收租赁款项均有相关担保，公司预计无法收回的可能较小，故未计提坏账准备。融资租赁属于资金密集型行业，业务规模扩张主要依赖于公司资金规模，对融资和风险控制能力要求较高，

投资性支出压力较大，且面临一定信用风险和流动性风险。

总的来看，公司融资租赁收入有所下降，毛利率保持较高水平，但新增融资租赁订单规模较小，整体业务规模有所下降，未来收入存在不确定性；融资租赁作为资金密集型行业，存在一定的信用风险、流动性风险。

表10 截至2018年末公司融资租赁业务主要客户情况（单位：万元）

客户名称	合同本金	已回笼本金	担保方式
北京华光普泰科贸有限公司	15,539.00	3,651.60	保证
昆明市晋宁区生态环境产业开发有限公司	6,000.00	470.00	保证
四川西南航空职业学院	5,000.00	1,600.00	保证
金华市上窑新型墙材有限公司	2,359.50	374.71	保证
平阳新纪元学校	2,500.00	650.97	保证
合计	31,398.50	6,747.28	-

资料来源：公司提供

公司其他业务收入主要来自废品销售收入和原材料的销售收入。公司将汽车内饰部分指定原材料销售给加工厂，以保证产品质量。

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2018年审计报告及2019年未经审计的第一季度报表，报告均采用新会计准则编制。2018年，会计师事务所根据财会【2018】15号规定的财务报表格式对公司2017年财务数据进行追溯调整。2017年数据采用的是2018年度审计报告期初数。2018年，公司合并范围新纳入5家子公司，详情见表二。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，应收账款规模较大且存在一定回收风险；商誉规模较大，标的资产盈利存在一定不确定性，存在一定减值风险

公司投入较多厂房设备，致使2018年末公司资产规模为984,472.37万元，同比增加8.00%。从资产结构来看，2018年末公司流动资产和非流动资产占比分别为40.74%和59.26%，由于公司投入厂房设备较多，固定资产和在建工程增加，非流动资产占比较上年有所增加；2019年3月末公司资产结构未发生明显变化。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、存货和其他流动资产。2018

年末,公司通过经营回款以及新增银行贷款存储较多货币资金,期末余额为66,019.77万元,同比增加76.56%。其中使用受限货币资金为25,980.65万元,包括银行承兑汇票或信用证保证金15,635.93万元。

2018年末,公司应收票据及应收账款期末余额214,224.20万元,同比增加4.57%,占资产比重的21.76%,其中应收票据期末余额115,987.82万元,同比增加29.82%,均为银行承兑汇票,其中总额的40.34%已质押。应收票据的增加主要系客户提高了用票据结算的比例。公司应收账款主要为应收汽车变速器和汽车内饰件货款。2018年因销售额下降,致使期末应收账款期末余额为98,236.38万元,同比下降14.96%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中,1年以内应收账款占比为89.63%,账龄较短,公司累计计提坏账准备6,461.23万元。从欠款客户来看,前五大应收账款客户账面余额为50,229.77万元,占比为47.98%,其中奇瑞汽车和北汽福田汽车股份有限公司占比分别为17.01%和10.16%。公司应收账款规模较大,在一定程度上影响资金运营效率。

公司存货主要包括原材料、在产品和库存商品,2018年末存货账面价值为80,659.37万元,同比下降1.09%。2018年存货跌价准备增加致使存货规模下降,2018年存货计提跌价准备2,299.21万元。需关注公司去库存情况。其他流动资产主要包括待抵扣增值税进项税和房产购置款,2018年末余额为19,154.24万元,同比增加12.53%,主要系待抵扣增值税进项税的增加。

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	98,871.29	9.85%	66,019.77	6.71%	37,392.05	4.10%
应收票据及应收账款	182,922.42	18.22%	214,224.20	21.76%	204,859.95	22.47%
存货	84,334.34	8.40%	80,659.37	8.19%	81,549.68	8.95%
其他流动资产	16,962.03	1.69%	19,154.24	1.95%	17,021.03	1.87%
流动资产合计	405,278.50	40.38%	401,118.93	40.74%	373,260.85	40.95%
长期应收款	28,461.35	2.84%	26,177.35	2.66%	28,113.25	3.08%
长期股权投资	42,120.16	4.20%	36,286.18	3.69%	32,089.16	3.52%
固定资产	153,675.70	15.31%	167,420.89	17.01%	148,750.44	16.32%
在建工程	89,362.31	8.90%	77,155.05	7.84%	62,524.90	6.86%
无形资产	56,878.53	5.67%	58,616.95	5.95%	56,649.01	6.21%
商誉	129,224.53	12.87%	129,224.53	13.13%	132,794.90	14.57%
其他非流动资产	72,288.33	7.20%	65,320.46	6.64%	58,554.38	6.42%
非流动资产合计	598,442.62	59.62%	583,353.44	59.26%	538,325.50	59.05%
资产总计	1,003,721.12	100.00%	984,472.37	100.00%	911,586.34	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季度财报，中证鹏元整理

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、商誉和其他非流动资产。公司一年以上到期应收融资租赁款计入长期应收款，2018 年末余额为 26,177.35 万元，加上一年以内到期应收融资租赁款和其他应收款中的融资租赁款，公司期末应收融资租赁款合计为 39,690.96 万元，同比下降 20.66%，公司新增融资租赁订单规模较小，融资租赁业务规模有所下降。2018 年末公司长期股权投资为 36,286.18 万元，包括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”）、山东雷沃传动有限公司（以下简称“山东雷沃”）和富源飞扬汽车零部件有限（以下简称“富源飞扬”）公司的股权投资。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，2018 年末公司累计已投资 29,000.00 万元，持有股份比例为 48.33%。2018 年公司收到金华新隆发放分红款 2,940.28 万元。公司持有山东雷沃控股 32.89% 股份。公司长期股权投资质量尚可。由于 2018 年新增对富源飞扬的投资，长期股权投资同比增加 13.08%。

公司固定资产主要由房屋及建筑物和专用设备构成，2018 年末账面价值为 167,420.89 万元，同比增加 12.55%，主要系芜湖万里扬生产线升级改造项目和吉孚传动车床安装工程部分完工，从在建工程转入所致。固定资产中 6,056.42 万元已用于抵押。公司在建工程主要为在建厂房和生产线，2018 年末余额为 77,155.05 万元，同比增长 23.40%，主要系公司对 CVT、MT、G 系列高端商用车变速器产能提升项目的投资。无形资产主要为土地使用权和专利技术，2018 年末账面价值 58,616.95 万元，较上年略有增加，主要系公司购置土地及新增专利技术所致。

2018 年末公司商誉余额为 129,224.53 万元，同比下降 2.69%，主要系当年子公司辽宁金兴汽车内饰有限公司发生减值准备 3,570.37 万元。公司商誉主要来自子公司芜湖万里扬，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可能对子公司盈利带来不确定性，存在一定的商誉减值风险。2018 年末公司其他非流动资产为 58,554.38 万元，主要为公司子公司浙江吉孚预付的生产线设备购置款。

总的来看，公司新增较多厂房设备，资产规模有所增加；公司应收账款规模较大且存在一定回收风险；商誉规模较大，外部环境和自身经营因素可能对标的资产盈利带来不确定性，仍存在一定减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期有所上升，营运资金压力进一步增加

由于2018年公司营业收入有所下降，且应收票据及应收账款回款速度略有下降，应收票据及应收账款周转天数较上年增加33.21天；由于销售规模有所下降，公司库存原材料和商品规模维持原状，存货周转天数上年增加8.27天；公司以销定产，受销量下降影响，公司产品产量大幅下降，营业成本随之下降，公司付款速度略有下降，应付票据及应付账款周转天数较上年增加6.31天，公司与供应商之间结算议价能力一般；受上述因素综合影响，公司净营业周期为69.79天，同比增加35.18天，营运资金压力有所增加。2018年公司流动资产、固定资产和总资产均保持较快增长，而同期营业收入下降，因此流动资产、非流动资产和总资产周转天数均有所增加。

表12 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	172.59	139.38
存货周转天数	88.06	79.78
应付票据及应付账款周转天数	190.86	184.55
净营业周期	69.79	34.61
流动资产周转天数	318.91	296.43
固定资产周转天数	130.21	111.84
总资产周转天数	780.85	679.78

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入有所下降，期间费用有所增加，致使利润规模有所下降

2018年公司实现营业收入437,075.14万元，同比下降13.11%，主要来自内饰件和乘用车变速器收入的下降。2018年内饰件毛利率受成本下降影响略有增加，致使当年综合毛利率为24.14%，同比增加1.21个百分点。2019年1-3月公司实现营业收入96,843.59万元，同比下降5.14%；利润总额12,240.04万元，同比下降16.30%。

2018年，公司固定资产和日常经营的现金需求增加，对银行的借款增加，致使利息支出大幅增加，财务费用大幅增加；同时，公司增加研发力度，致使当年研发费用大幅增加。2018年，公司期间费用率为15.82%，较上年增加4.19个百分点。投资收益主要包括金华新隆发放分红款2,940.28万元。2018年，公司获得政府补助12,103.61万元，同比下降39.33%，计入其他收益。

受营业收入下降，期间费用增加及政府补助下降影响，2018年公司营业利润和利润总额分别为42,454.85万元和42,368.35万元，同比分别下降45.95%和45.98%；由于利润总额有所下降，2018年公司总资产回报率为5.42%，同比下降3.58个百分点。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年
营业收入	96,843.59	437,075.14	503,019.66
投资收益	736.61	3,137.29	4,690.69
其他收益	5,205.91	12,103.61	19,949.63
营业利润	12,218.71	42,454.85	78,553.00
利润总额	12,240.04	42,368.35	78,424.13
净利润	11,403.86	35,248.91	64,817.41
综合毛利率	27.67%	24.14%	22.93%
期间费用率	17.73%	15.82%	11.63%
营业利润率	12.62%	9.71%	15.62%
总资产回报率	-	5.42%	8.95%
净资产收益率	-	5.81%	10.97%
营业收入增长率	-	-13.11%	34.78%
净利润增长率	-	-45.62%	110.71%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季度财报，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金保持净流入，且规模有所扩大；公司营运资金压力有所增加，在建项目资金需求较大，公司存在一定资金压力，对外部融资依赖程度加大

受营业收入有所下降影响，公司净利润规模较上年有所下降。由于2018年销量有所下降，库存商品和在商品等存货规模略有上升；受汽车行业不景气影响，客户回款速度略有下降，对客户的应收款项增加，致使公司营运资本占用资金的规模增加。经营活动产生的现金流量净额为55,062.62万元，保持净流入且流入规模有所增加。

公司投资活动现金流主要包括对外收购支付款项、融资租赁业务资金投入及收回和厂房设备的投资等，2018年公司融资租赁业务规模大幅下降，致使投资收到的现金规模大幅下降，投资活动产生的现金流仍为净流出，规模为53,934.78万元，投资活动现金净流出规模大幅增加。2018年公司资金需求较大，对银行借款大幅增加，2018年筹资活动产生的现金流量净额为16,851.36万元，由净流出转为净流入。2018年，公司净营业周期同比增加，营运资金压力有所增加，截至2018年末，公司在建生产线项目尚需投入一定资金，公司面临一定的资金压力，对外部融资的依赖加大。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	35,248.91	64,817.41

营运资本变化	-25,704.95	-75,675.86
其中：存货减少（减：增加）	-469.98	7,274.47
经营性应收项目的减少（减：增加）	-31,155.21	-29,978.11
经营性应付项目的增加（减：减少）	5,920.23	-52,972.23
经营活动产生的现金流量净额	55,062.62	23,727.05
投资活动产生的现金流量净额	-53,934.78	-16,448.67
筹资活动产生的现金流量净额	16,851.36	-83,717.84
现金及现金等价物净增加额	17,979.21	-76,439.46

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务整体规模大幅增加且均为短期债务，存在一定的短期偿债压力

随公司获得较多短期借款，公司负债规模大幅增加，2018年末总额为376,459.98万元，同比增加27.79%。2018年，公司共回购3,090.00万股票，支付金额23,969.52万元，致使2018年末所有者权益同比下降1.45%至608,012.39万元，负债与所有者权益比率由上年的47.75%增加至61.92%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表15 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	388,336.62	376,459.98	294,603.35
所有者权益	615,384.50	608,012.39	616,982.99
产权比率	63.10%	61.92%	47.75%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季度财报，中证鹏元整理

从债务结构来看，公司依然以流动负债为主，2018年末和2019年3月末流动负债占总负债比重分别为98.21%和98.10%，流动负债占比较2017年存在一定波动。

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据及应付账款和一年内到期的非流动负债。2018年末公司短期借款为99,027.50万元，同比增加415.77%，其中保证借款和抵押及保证借款分别为51,840.00万元和37,000.00万元。2018年末，公司应付票据及应付账款余额为177,468.02万元，同比增加1.93%。其中应付票据余额为63,753.93万元，规模较上年有所增加，主要系公司支付货款中票据的比例增加。应付账款余额为113,714.09万元，同比下降9.29%，主要系当年产量下降及支付货款中现金比例下降所致。2018年末公司融资租赁业务收取保证金合计3,857.52万元，同比下降56.53%。其中一年内到期的融资租赁保证金为1,245.90万元，计入一年内到期的非流动负债；一年以上到期的融资租赁保证金为2,611.62万元，计入长期应付款。2018年，一年内到期的非流动负债余额为76,245.90万元，同比大幅增加，主要系本期债券需到期兑付。

表16 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	118,625.00	30.55%	99,027.50	26.30%	19,200.00	118,625.00
应付票据及应付账款	169,560.08	43.66%	177,468.02	47.14%	174,115.12	169,560.08
一年内到期的非流动负债	76,245.90	19.63%	76,245.90	20.25%	3,624.60	1.23%
流动负债合计	380,966.87	98.10%	369,735.36	98.21%	212,896.59	72.27%
应付债券	-	-	-	-	75,000.00	25.46%
长期应付款	2,929.62	0.75%	2,611.62	0.69%	3,198.74	1.09%
非流动负债合计	7,369.75	1.90%	6,724.62	1.79%	81,706.76	27.73%
负债合计	388,336.62	100.00%	376,459.98	100.00%	294,603.35	100.00%
其中：有息债务	250,615.96	64.54%	237,781.43	63.16%	142,963.13	48.53%

资料来源：公司2018年审计报告及2019年未经审计一季度财报，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期应付款。应付债券为本期债券，2018年已全部转入一年内到期的非流动负债。2018年末长期应付款为2,611.62万元，全部为一年以上到期的融资租赁业务保证金。

2018年末公司有息债务规模为237,781.43万元，规模同比增加66.32%，有息债务占债务总额比重为63.16%，规模和占比均大幅增加，且均为一年内到期的有息债务；2019年3月末，公司有息债务规模为250,615.96万元，占债务总额的比重为64.54%。公司有息债务整体规模大幅增加且均为短期债务，存在一定的短期偿债压力。

从偿债指标来看，由于公司获得较多借款，资产负债率由上年的32.32%增加至38.24%，但资产负债水平仍持续降低。由于公司获得借款多为短期借款，公司流动比率和速动比率随之下降，短期偿债能力有所下降。受利润有所下降影响，2018年公司EBITDA为86,797.15万元，同比下降27.16%，EBITDA利息保障倍数随之下降，为9.63；随EBITDA规模下降，有息债务/EBITDA倍数增加至2.76。整体来看，公司有息债务规模仍较大，资产负债水平略有增加，短期偿债能力有所下降，存在一定短期偿债压力。

表17 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	38.69%	38.24%	32.32%
流动比率	1.06	1.08	1.75
速动比率	0.84	0.87	1.37
EBITDA（万元）	-	86,797.15	119,166.56
EBITDA 利息保障倍数	-	9.63	18.03
有息债务/EBITDA	-	2.74	1.20

债务总额/EBITDA	-	4.35	2.47
经营性净现金流/流动负债	0.11	0.15	0.11
经营性净现金流/负债总额	0.11	0.15	0.08

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季度财报，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

第三方担保

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

2018年担保方万里扬集团的实际控制人、经营范围均未发生重大变化，万里扬集团承担集团内企业的控股职能，自身经营性业务较少，2018年营业收入来源仍主要由公司贡献。

表18 2017-2018年万里扬集团主营业务收入构成（单位：万元）

项目	2018年			2017年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
汽车变速器	348,563.79	24.12%	80.04%	398,776.19	24.78%	80.93%
汽车内饰件	64,509.02	14.22%	14.81%	83,696.83	8.39%	16.99%
融资租赁收入	3,882.58	98.86%	0.89%	5,998.00	99.66%	1.22%
仓储、物流、运输和其他	18,527.90	13.45%	4.25%	4,289.17	10.33%	0.87%
主营业务收入小计	435,483.29	24.29%	100.00%	492,760.19	23.04%	100.00%

注：汽车变速器收入中含配件收入

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，万里扬集团资产总额为1,376,826.06万元，归属于母公司所有者权益为130,070.68万元，资产负债率57.13%；2018年度，万里扬集团实现营业收入495,857.46万元，利润总额37,130.17万元，经营活动现金净流入110,045.50万元。作为万里扬集团的重要资产部分，2018年末公司资产总额占万里扬集团资产比例为71.50%，较上年小幅下降；公司营业收入和利润总额分别占万里扬集团的88.15%和114.11%，仍然是万里扬集团收入和利润的主要来源。

表19 2016-2018年万里扬集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产（万元）	1,376,826.06	1,127,552.22	1,215,012.50
归属于母公司所有者权益	130,070.68	133,827.08	128,278.66
有息债务	542,007.68	323,503.57	424,559.00
资产负债率	57.13%	48.70%	55.76%
流动比率	0.87	1.31	1.12
速动比率	0.73	1.04	0.91

营业收入	495,857.46	504,497.09	375,539.66
营业利润	36,759.31	49,692.53	65,949.45
投资收益	12,555.45	4,549.71	42,726.00
净利润	28,789.89	55,770.35	67,519.61
综合毛利率	24.58%	22.97%	23.77%
总资产回报率	5.14%	7.22%	8.53%
EBITDA	108,038.35	118,590.03	108,855.37
EBITDA 利息保障倍数	3.97	7.79	6.25
经营活动现金流净额	110,045.50	63,483.82	-57,683.52

资料来源：万里扬集团 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

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担保能为本期债券偿付提供一定程度的保障。但需要注意的是，公司是万里扬集团营业收入和利润的主要来源，存在一定的系统风险。

经中证鹏元综合评定，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担保能够为本期债券提供一定的信用保障。

七、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，2016年1月1日至报告查询日（2019年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

公司系行业内知名企业，具有一定的品牌优势。2018年公司研发投入金额为31,817.84万元，较上年增长21.17%，占营业收入比例为7.28%；研发人员数量为676人，较上年增长4.00%，研发人员占员工数量比重为13.32%，公司技术实力进一步增强。

同时中证鹏元也关注到，2018年下半年以来，国内汽车产销量持续下滑，公司内饰件及变速器业务遭受一定负面影响。考虑到目前汽车行业下行趋势并未得到有效缓解，预计公司业绩短期内仍将承压。2018年公司营业收入437,075.14万元，同比下降13.11%。2018年公司利润总额42,368.35万元，同比下降45.98%。营业收入和利润下降明显。2018年末公司应收账款及应收票据账面价值为214,224.20万元，存在一定回收风险。2018年公司商誉余额为129,224.53万元，存在一定商誉减值风险。公司面临一定的短期偿债压力。

基于以上情况，中证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 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	98,871.29	66,019.77	37,392.05	113,198.11
应收票据及应收账款	182,922.42	214,224.20	204,859.95	184,637.19
其他应收款	13,367.25	10,123.46	7,529.96	48,199.46
存货	84,334.34	80,659.37	81,549.68	90,285.87
流动资产合计	405,278.50	401,118.93	373,260.85	455,138.80
可供出售金融资产	-	3,000.00	3,000.00	3,000.00
长期股权投资	42,120.16	36,286.18	32,089.16	41,594.78
固定资产	153,675.70	167,420.89	148,750.44	163,782.53
在建工程	89,362.31	77,155.05	62,524.90	13,117.63
无形资产	56,878.53	58,616.95	56,649.01	64,611.29
其他非流动资产	72,288.33	65,320.46	58,554.38	59,508.72
非流动资产合计	598,442.62	583,353.44	538,325.50	532,960.74
资产总计	1,003,721.12	984,472.37	911,586.34	988,099.54
短期借款	118,625.00	99,027.50	19,200.00	83,700.00
应付票据及应付账款	169,560.08	177,468.02	174,115.12	223,372.77
一年内到期的非流动负债	76,245.90	76,245.90	3,624.60	-
流动负债合计	380,966.87	369,735.36	212,896.59	336,115.08
应付债券	-	-	75,000.00	74,885.93
长期应付款	2,929.62	2,611.62	3,198.74	7,610.50
非流动负债合计	7,369.75	6,724.62	81,706.76	87,218.88
负债合计	388,336.62	376,459.98	294,603.35	423,333.95
有息债务	250,615.96	237,781.43	142,963.13	209,094.00
所有者权益合计	615,384.50	608,012.39	616,982.99	564,765.59
营业收入	96,843.59	437,075.14	503,019.66	373,225.43
营业利润	12,218.71	42,454.85	78,553.00	35,199.31
净利润	11,403.86	35,248.91	64,817.41	30,762.00
经营活动产生的现金流量净额	40,898.80	55,062.62	23,727.05	22,164.24
投资活动产生的现金流量净额	-11,740.28	-53,934.78	-16,448.67	-102,209.61
筹资活动产生的现金流量净额	14,739.87	16,851.36	-83,717.84	140,750.44
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	-	172.59	139.38	141.19
存货周转天数	-	88.06	79.78	92.78
应付票据及应付账款周转天数	-	190.86	184.55	129.60
净营业周期	-	69.79	34.61	104.37

流动资产周转天数	-	318.91	296.43	369.83
固定资产周转天数	--	130.21	111.84	127.53
总资产周转天数		780.85	679.78	769.88
综合毛利率	27.67%	24.14%	22.93%	23.75%
期间费用率	17.73%	15.82%	11.63%	14.54%
营业利润率	12.62%	9.71%	15.62%	9.43%
总资产回报率	-	5.42%	8.95%	6.19%
净资产收益率	-	5.81%	10.97%	7.91%
营业收入增长率	-	-13.11%	34.78%	89.20%
净利润增长率	-	-45.62%	110.71%	45.22%
资产负债率	38.69%	38.24%	32.32%	42.84%
流动比率	1.06	1.08	1.75	1.35
速动比率	0.84	0.87	1.37	1.09
EBITDA（万元）	-	86,797.15	119,166.56	72,266.49
EBITDA 利息保障倍数	-	9.63	18.03	6.51
有息债务/EBITDA	-	2.74	1.20	2.94
债务总额/EBITDA	-	4.35	2.47	5.86
经营性净现金流/流动负债	0.11	0.15	0.11	0.07
经营性净现金流/负债总额	0.11	0.15	0.08	0.05

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季度财报，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
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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 年内到期的非流动负债去除 1 年内到期的长期应付款 + 应付债券

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。