

浙江正裕工业股份有限公司

2019 年公开发行可转换公司 债券信用评级报告



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員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。

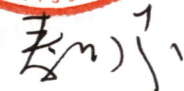
本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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】第 Z
【168】号 01

分析师

姓名：
党雨曦 刘师宇
电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

评级日期：
2019年05月06日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
汽车及汽车零部件行业
主体评级方法，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

浙江正裕工业股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：A+

发行主体长期信用等级：A+

发行规模：不超过2.9亿元(含)

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

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”）对浙江正裕工业股份有限公司（以下简称“正裕工业”或“公司”，股票代码：603089.SH）本次拟公开发行总额不超过2.9亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。该等级的评定是考虑到全球汽车售后市场规模持续增加、减震器行业出口金额也呈增长趋势，公司下游客户多为知名厂商、资质较好、未来订单有一定保障，公司主营业务收入持续增加，公司上市后资本实力得到增强。同时中证鹏元也关注到，汽车零部件行业增速放缓，公司进行产能扩张、需关注未来的扩张产能的利用率情况；公司面临汇率波动、贸易政策变动、原材料价格波动、客户集中度风险和一定的回收风险，此外，需关注公司并购企业后续经营情况等风险因素。

正面：

- 全球汽车售后市场规模持续增加；我国减震器行业出口金额也呈增长趋势。全球汽车售后市场规模持续增加，未来预计仍将继续增长；随着著名整车制造厂及汽车零部件生产和采购商逐渐布局全球采购，我国汽车减震器出口额有所增加，2017年约为24.9亿美元，同比增加约10%，减震器行业出口呈增长趋势。
- 公司下游客户多为知名厂商，资质较好，未来订单有一定保障。公司下游客户主要为知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购商，资质较好。公司与较多客户长期合作，关系较为稳定，未来订单有一定保障。
- 公司主营业务收入持续增加。2016-2018年，公司营业收入分别为69,186.68万元、84,312.94万元和108,267.43万元，减震器业务近三年保持增长。

- 公司上市后资本实力得到增强。公司于 2017 年 1 月首次公开发行股票，募集资金净额 26,256.64 万元，增强了资本实力的同时也拓宽了公司的融资渠道。

关注：

- 公司进行产能扩张，需关注未来的扩张产能的利用率情况。本期债券募投项目为年产 500 万件悬置减震产品项目，公司尚在建设年产 650 万支减震器项目；需关注未来公司扩张产能的利用率情况。
- 公司面临汇率波动风险和贸易政策变动风险。公司产品主要用于出口，2016-2018 年，公司产品直接外销比例分别为 85.71%、82.61%和 85.83%，汇率波动和外销国际贸易政策的变动对公司销售和盈利影响较大。
- 公司面临一定原材料价格波动风险。2016-2018 年直接材料占公司营业成本的比重约为 80%，其中最主要的原材料为钢制品。未来若上游原材料价格短时间波动较大，将对公司盈利能力产生一定不利影响。
- 公司面临一定的客户集中度风险。2016-2018 年，公司对前五大客户的销售占比分别为 39.92%、45.50%和 47.31%，下游客户集中度持续走高。未来若公司主要客户需求发生变化，将对公司生产经营带来一定影响。
- 公司应收账款规模持续增加，面临一定的回收风险。2016-2018 年公司应收票据及应收账款分别为 20,769.23 万元、19,296.01 万元和 32,733.76 万元，分别占总资产的比重为 29.32%、18.34%和 20.50%，占用了一定的营运资金，亦使公司面临一定的坏账损失风险。
- 公司近年投资并购活动频繁，商誉占比较高，需关注后续经营情况。2018 年 9 月，公司并购芜湖荣基密封系统有限公司（以下简称“芜湖荣基”）和芜湖安博帝特工业有限公司（以下简称“芜湖安博”）各自 51%股权，形成商誉账面价值 22,409.65 万元，占总资产比重的 14.09%；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，需关注后续经营情况。

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	154,021.47	159,642.10	105,194.90	70,832.84
归属于母公司所有者权益	80,943.40	77,945.84	71,070.04	40,547.12
有息债务	33,335.14	35,065.91	12,510.10	10,651.71

资产负债率	39.36%	43.86%	32.44%	42.76%
流动比率	1.27	1.20	2.33	1.64
速动比率	0.89	0.86	1.94	1.32
营业收入	28,373.07	108,267.43	84,312.94	69,186.68
营业利润	4,235.81	12,301.41	7,973.95	10,317.91
净利润	3,783.19	10,694.47	7,200.42	8,820.15
综合毛利率	30.55%	23.60%	25.42%	29.42%
总资产回报率	-	9.44%	9.60%	16.46%
EBITDA	-	15,224.56	10,475.41	12,592.99
EBITDA 利息保障倍数	-	59.56	26,559.44	34,597.55
经营活动现金流净额	4,305.77	9,317.02	10,189.59	6,932.89

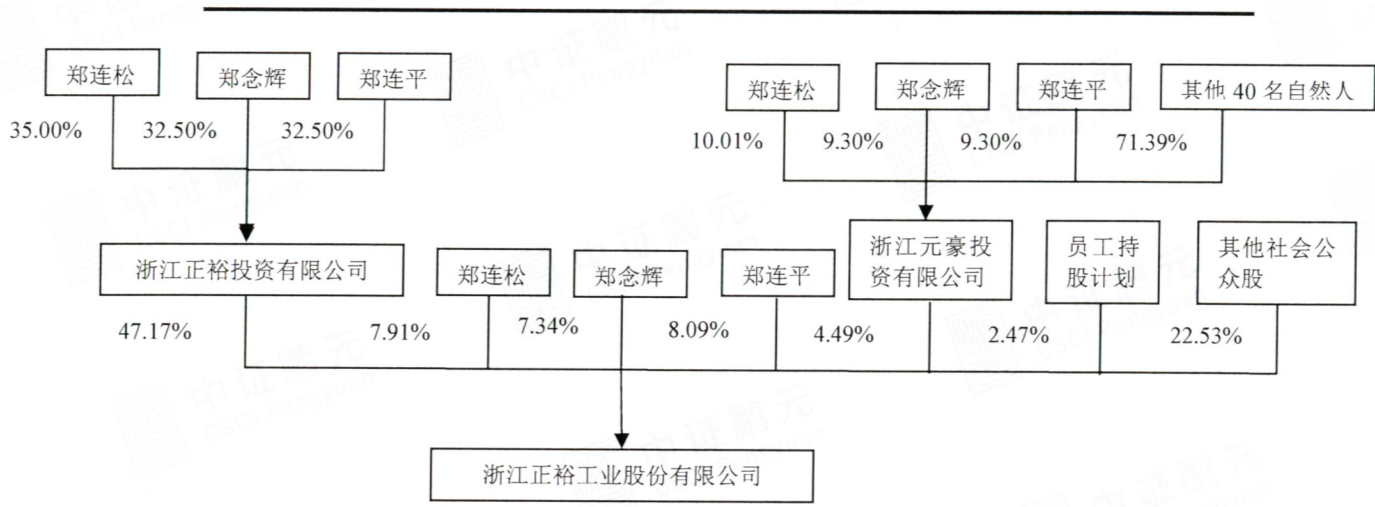
资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季报，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于1994年5月13日，前身为玉环县正裕汽配实业公司，成立时注册资金为108.00万元，为郑连松、郑连平和陈霞共同出资设立，持股比例分别为62.96%、18.52%和18.52%。1998年公司登记为有限责任公司，并更名为玉环县正裕汽配实业有限公司，出资人变更为郑连松、郑念辉和郑连平三兄弟，持股比例分别为35.19%、32.41%和32.41%。2000年，公司更名为玉环正裕实业有限公司，股东以货币和先期投入资金对公司增资至208.00万元，郑连松、郑念辉和郑连平持股比例变更为35.00%、32.50%和32.50%。2007年，公司合并了郑连松、郑念辉和郑连平于1998年出资设立的台州正裕工业有限公司（以下简称“台州正裕”），合并后公司注册资本变更为2,958万元，股东持股比例不变。2011年7月，郑连松、郑念辉和郑连平出资成立浙江正裕投资有限公司（以下简称“正裕投资”）。郑连松、郑念辉、郑连平分别将所持公司出资700万元、650万元、650万元按每份出资额1元的价格转让给正裕投资。变更后，公司股东为正裕投资、郑连松、郑念辉、郑连平，持股比例分别为67.61%、11.34%、10.53%和10.53%。同年公司变更为股份有限公司，并变更为现名。后经数次股权变更，2013年底，公司股东为正裕投资、郑连松、郑念辉、郑连平、浙江元豪投资有限公司（以下简称“元豪投资”），持股比例分别为62.89%、10.54%、9.79%、10.79%、5.98%。2017年1月26日，公司在上海证券交易所上市，股票代码为603089.SH。

截至2019年3月底，公司注册资本10,667.00万元，股份总数10,667万股。公司股东为正裕投资、郑连松、郑念辉、郑连平、元豪投资等，实际控制人仍为郑连松、郑念辉、郑连平。

图1 截至2019年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司属汽车零配件制造业，主要从事汽车悬架系统减震器、发动机密封件的研发、生产和销售，主要产品为汽车悬架系统减震器和发动机密封件。截至2018年12月31日，公司纳入合并范围子公司共6家，详情如下表。

表1 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江嘉裕工业有限公司	浙江嘉裕	5,000.00	100.00%	生产、销售：汽车关键零部件；货物进出口
宁波鸿裕工业有限公司	宁波鸿裕	13,630.26	100.00%	汽车减震器及其它汽车关键零部件的研发和生产；自营和代理各类货物和技术的进出口业务
台州嘉裕进出口有限公司	台州嘉裕	500.00	100.00%	货物进出口、技术进出口
芜湖荣基密封系统有限公司	芜湖荣基	2,800.00	51.00%	汽车零部件、密封件、塑料制品、模具制造、加工、销售；自营或代理各类商品和技术的进出口业务
芜湖安博帝特工业有限公司	芜湖安博	5,580.00	51.00%	密封件、减振件、汽车配件、橡胶制品、塑料制品制造、加工、销售；模具制造、销售；自营或代理各类商品和技术的进出口业务
ADD USA, INC	美国正裕	出资额1美元	100.00%	自营和代理汽车减震器及其他汽车关键零部件和技术的进出口业务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：浙江正裕工业股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过2.9亿元（含）；

债券期限与利率：自发行之日起6年；本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，不超过国务院限定的利率水平。

付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；

债券赎回条款：在本期债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或者未转股余额不足 3,000.00 万元时，公司董事会会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期债券最后 2 个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后 2 个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出

现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况与保荐机构（主承销商）确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和/或通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销团包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过2.90亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
汽车悬置减震产品生产项目	28,088.00	27,000.00	96.13%
补充流动资金项目	2,000.00	2,000.00	-
合计	30,088.00	29,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司提供的募集资金使用可行性分析报告，项目实施主体为公司控股子公司芜湖安博。项目用地坐落在芜湖县湾沚镇安徽新芜开发区内，经二路以东、阳光大道以南，用地面积34,578.20平方米，属于工业用地性质，系出让所得，芜湖安博已取得皖（2018）芜湖县不动产权第0002148号不动产权证书。

项目总投资为28,088.00万元，其中固定资产投资25,588.00万元、流动资金2,500.00万元。本期债券募集资金拟投入的金额为27,000.00万元。

项目建设期2年，本项目建成投产后，公司每年将新增500万件汽车悬置橡胶减震产品。项目完全达产当年预计可实现销售收入32,500.00万元，静态投资回收期为7.19年（含建设期，税后），内部收益率为15.13%（税后）。但需要关注的是，未来若工程进度不及预期，或者下游市场发生变化导致产能利用率较低或产品销售不达预期等，则募投项目收入存在不达预期的风险。

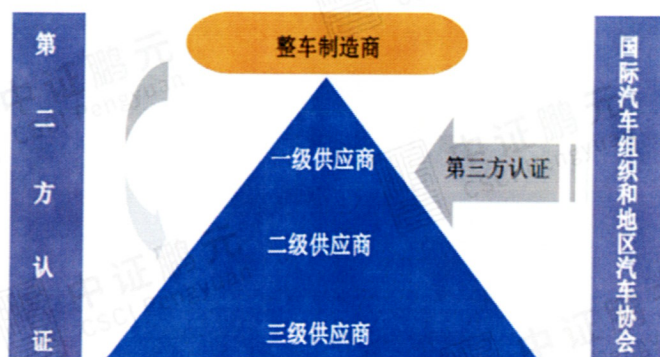
四、运营环境

我国汽车零部件行业规模持续增加；随着全球汽车保有量的增加，我国汽车零部件出口规模有所增加，需关注各国政策风险

汽车零部件是机动车辆及其车身的各种零配件。按性质分，汽车零部件可分为发动机系统类、传动系统类、悬挂系统类、制动系统类、转向系统类、电气系统类及其他（一般用品、装载工具等）。汽车零部件行业是汽车工业的基础，既位于汽车制造业的上游，为整车提供配套，同时又位于汽车制造业的下游，根据下游客户的不同，可以细分为整车配套市场和售后维修市场。

为了降低成本，提高竞争力，整车制造商逐渐减少零部件自制，面向全球采购汽车零部件，将更多的资金和精力投入整车的研发和配置上。在由整车制造商建立的汽车整车配套体系中，为适应整车制造企业提出的更高要求和汽车零部件本身复杂性及专业化生产的特点，按照“零件——部件——系统总成”的产业关系形成了金字塔式的多层次分工体系。其中一级零部件供应商主要为系统或者模块集成企业，规模较大，产品附加值较高，拥有较高的技术水平和自主研发能力，在供应体系中处于主导位置；二级零部件供应商主要为部件或组建生产企业，为一级零部件供应商配套，产品专业性较强，技术和管理方面具有优势。三级零部件供应商主要为大量规模较小的零件供应企业，产品附加值较低、规模较小。

图2 整车配套市场结构图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

汽车售后维修市场主要为在使用汽车提供维修、保养等服务。该市场中客户主要为汽车所有者，属于零售市场。售后维修市场中，汽车零部件供应商将产品供应给经销商，经销商再将产品销售给修理厂、专卖店、连锁店和零售店。汽车拥有者在上述店铺购入汽车零部件。在售后维修市场中，经销商拥有渠道和资源，是该市场中的主导者。

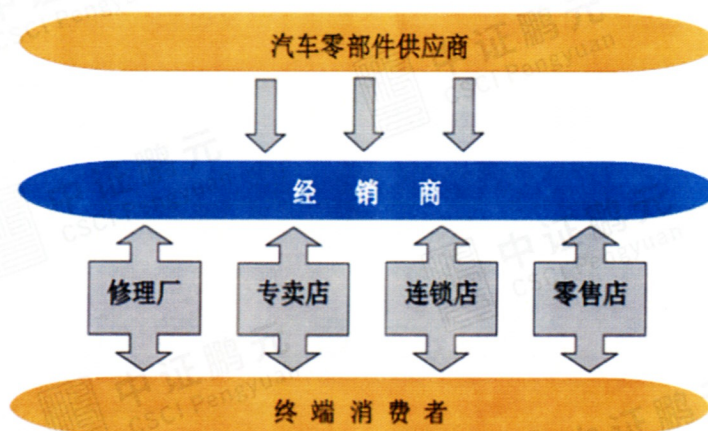
受汽车保有量、汽车使用年限及汽车使用习惯等因素影响，美国及欧洲仍是全球主要

的汽车售后维修市场。根据麦肯锡估计，2017年全球汽车售后维修市场价值约为8,000.00亿欧元，其中北美市场业务为全球第一约为2,700.00亿美元，欧洲市场业务排第二约为2,400.00亿欧元，中国市场业务约为900.00亿欧元。麦肯锡预计整体汽车售后市场将增长约3%，到2030年达到约1.2万亿欧元，其中北美地区的收入约为3,400亿欧元，欧洲的收入约为3,000亿欧元。

随着我国汽车保有量的增加和汽车使用年限的增长，我国汽车售后维修市场不断扩大。根据国家公安部统计，截至2018年底，全国汽车保有量达2.4亿辆，比2017年增加2,285万辆，增长10.51%。从车辆类型看，小型载客汽车保有量达2.01亿辆，首次突破2亿辆，比2017年增加2,085万辆，增长11.56%，是汽车保有量增长的主要组成部分。从分布情况看，全国有61个城市的汽车保有量超过百万辆，27个城市超200万辆，8个城市超300万辆，天津、武汉、东莞3个城市接近300万辆。麦肯锡预计，至2030年，随着我国汽车保有量的飙升，将使亚洲汽车售后市场业务超过4,300亿欧元。

未来全球汽车售后市场规模预计将持续增加，我国汽车售后市场规模占全球比重也将上升。

图3 售后维修市场结构图

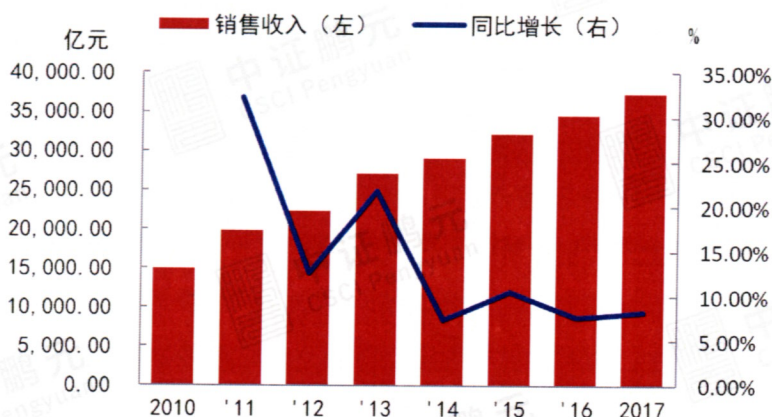


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

我国汽车零部件行业起步较晚，但发展较快。根据中国汽车工业协会统计数据显示，2017年，我国汽车零部件制造企业实现销售收入37,392亿元，同比增长8.20%。2010-2013年，我国汽车零部件行业销售收入持续大幅增长，但增速波动较大。2011年汽车零部件行业较2010年同比增长32.20%，为近年增速最高值。自2014年起，汽车零部件行业增速持续在8%左右波动。一方面近年我国汽车销量增速放缓，汽车市场出现疲软迹象，2018年全

国汽车产量2,780.92万辆，首次出现产量下降情况；另一方面，受我国与其他国家之间贸易形势影响，2015年我国汽车零部件出口首次下降，之后出口情况仍不容乐观。致使我国汽车零部件行业增速放缓。

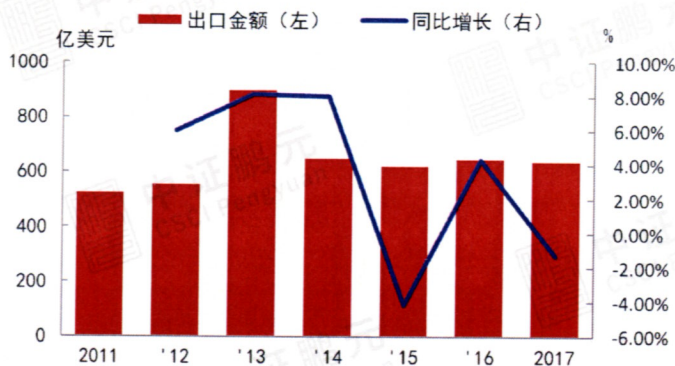
图4 我国汽车零部件行业销售收入情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

为了进一步压缩成本，提高竞争力，汽车零部件制造企业逐渐从劳动力成本较高的欧美发达国家外移。其中，中国是近年汽车零部件生产转入的主要国家之一。我国低廉的劳动力成本也使我国生产的汽车零部件产品在全球更有竞争优势。2011-2014年，我国汽车零部件出口持续增长，虽然增速持续下降。自2015年起，受国际贸易形势影响，尤其中美贸易摩擦影响，我国汽车零部件出口金额出现下降。根据海关总署统计，2018年汽车零部件出口金额3,627.7亿元，同比增长7.9%。汽车零部件出口有一定的复苏，但是中美贸易仍在协商中。作为我国汽车零部件出口最主要国家的美国如果坚持对500亿美元商品清单上的汽车零部件产品征收25%的关税，或将对我国汽车零部件出口造成不利影响。

图5 我国汽车零部件行业出口情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

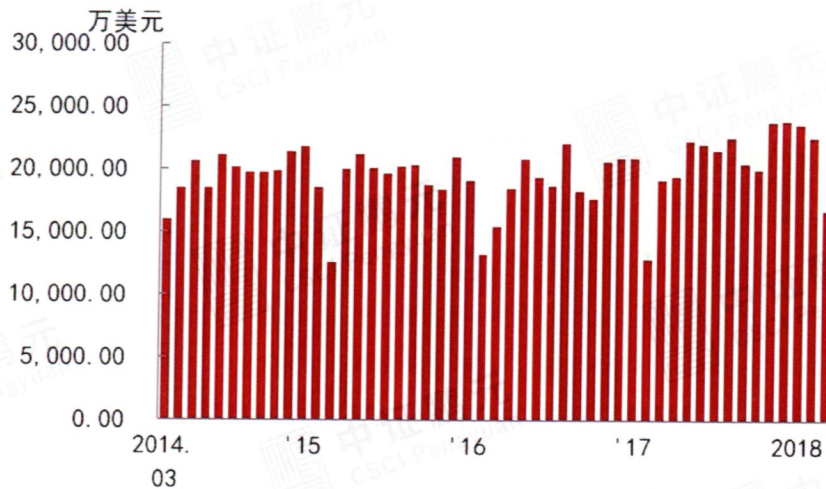
根据wind数据，2018年我国汽车零部件行业生产企业超过10,000家。我国汽车零部件行业企业仍以私营企业和外资企业为主。近年，随着我国汽车市场的发展和汽车及汽车零部件生产商全球采购战略的实施，国际著名汽车零部件企业多数以独资或合资的形式进入我国市场。虽然数量上外资企业仅占我国汽车零部件企业的22.20%，但因其资金雄厚、技术领先，其产品占我国汽车零部件市场份额的70%以上，在发动机等核心零部件领域占比超过90%。我国私营企业规模较小，技术相对落后，多数营业收入在亿元以下。企业多且散，造成我国汽车零部件私营企业竞争力较低，多处于低端市场。

我国汽车减震器出口金额呈增长趋势；但企业技术相对国外落后

汽车减震器是汽车零部件中的重要产品，主要销售给整车配套市场或者汽车售后市场。我国汽车减震器行业市场化程度高、竞争充分、集中度低。汽车减震器厂商主要集中在东北、京津、华中、西南、长三角、珠三角等汽车零部件的产业集中区，其中长三角地区占比尤为突出。我国汽车减震器生产企业主要分为三类：（1）国际著名整车制造厂或汽车零部件制造厂在国内的独资或合资企业，资金雄厚，技术领先，主要为国外知名品牌汽车提供整车配套；（2）部分外企在国内的合资企业及内资企业，有一定的自主研发能力，产品定位于中高端市场，向国内整车制造厂提供配套或以OEM/ODM方式向国际知名减震器生产或销售商供货；（3）国内中小民企，规模较小，自主研发能力较弱，产品较为低端，主要面向国内售后市场。

近年我国汽车减震器市场不断发展，2015年我国汽车悬挂减震器行业销量约16,642万只，销售市场规模约133.1亿元，其中国内企业产品销售规模约85亿元，进口产品销售市场规模约48亿元。近年我国减震器出口规模较为平稳，根据wind汽车减震器出口月度数据汇总，2014-2016年，我国减震器出口额在23亿美元左右。2017年随着知名整车制造厂及汽车零部件生产和采购商逐渐布局全球采购，我国汽车减震器出口额有所增加，约为24.9亿美元，同比增加约10%。

图6 我国汽车减震器2014年3月-2018年3月出口情况



资料来源: wind, 中证鹏元整理

未来,我国悬架系统减震器技术发展趋势主要体现在三个方面:首先是提高减震器的质量检测标准,加强其工作性能,使减震器能够满足不同振动源的震动要求,同时改善减震器的生产工艺,使其使用寿命达到国外先进产品水平;其次是研发生产减震器的新兴复合材料,同时要推动减震器关键零部件技术的研发进度,实施进口替代战略;其三是研发新型减震器阻尼介质和阀系结构,提高减震器工作的舒适度。

近年中美贸易摩擦升级、人民币汇率波动较大以及人工成本上升,对企业盈利或将有一定影响

近年来,国际贸易保护主义势头上升,部分国家和地区采取反倾销、反补贴、加征关税等手段加大对当地产业的保护力度。2018年7月,美国政府公布拟对华2000亿美元输美产品增加10%的关税清单中,包括公司产品所属汽车零部件品类。美国政府公布拟对华500亿美元输美产品增加25%的关税清单中,仍包括汽车零部件品类。目前中美贸易问题仍在协商中。后续如果美国对中国汽车零部件增加关税,将对公司产品出口产生重大不利影响。目前多边国际贸易关系敏感复杂,大宗商品价格、外汇结算、税收政策、市场消费等方面亦存在诸多不确定因素。2017年人民币兑美元中间价累计升值6.16%,结束此前连续三年年度贬值走势,并创九年来最大年度涨幅,2018年年初以来人民币兑美元汇率短暂走弱后持续走强,2月至4月中旬高位震荡后,又转入单边弱势行情。

五、公司治理与管理

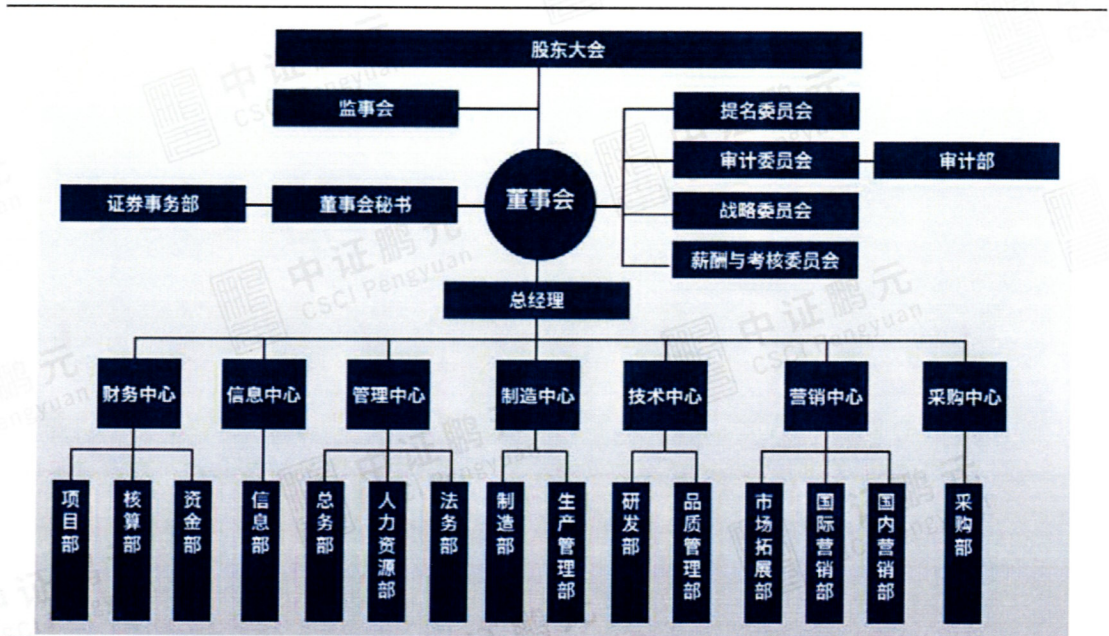
公司作为上海证券交易所主板上市公司，根据《公司法》、《上市公司治理准则》以及中国证监会、上海证券交易所有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名，独立董事 3 名。董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满可以连任。公司同时设立了战略、审计、提名、薪酬与考核四个专门委员会，委员会成员由不少于三名董事组成，可为董事会的决策提供了专业的意见和参考。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，监事会中职工代表监事的比例不低于三分之一，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履职情况进行监督并发表意见。

公司设立了内部审计部，制定了《内部审计制度》、《内部审计管理手册》，定期向董事会审计委员会报告工作，在董事会的领导下负责审核公司的经营、财务状况及对外披露的财务信息、审查内部控制的执行情况和外部审计的沟通、监督和核查工作，对公司日常经营管理、内控制度和公司关联交易及对外担保进行控制。

公司拥有较为完整的生产、供应、销售、技术、管理系统，主要分为制造中心、采购中心、营销中心、技术中心、管理中心等，并根据需要设置下一级机构。同时，公司制定了与生产经营相匹配的各项制度。

图 7 截至 2019 年 3 月 31 日公司组织架构图



资料来源：公司提供

公司的内部控制活动要涵盖公司所有营运环节，包括但不限于：销售及收款、采购和费用及付款、固定资产管理、存货管理、资金管理（包括投资融资管理）、财务报告、信息披露、人力资源管理和信息系统管理等。

投资决策方面，公司股东大会、董事会为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内对公司的对外投资做出决策。公司指定专案小组负责对公司重大投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜进行专门的研究，监督重大投资项目的执行进展。

财务管理方面，公司制定了较为完善的财务管理制度，明确规定公司会计核算、资产核算、负债及所有者权益核算、成本、费用与利润核算，财务报告及财务分析等内容，并对财务管理内控制度进行了明确规定。

截至 2019 年 3 月末，公司共有员工 2,824 人，主要以生产人员为主，占比达到 75.00%。从公司员工的学历构成来看，大专以下的占比约为 80%，整体受教育程度较低。

表3 截至2019年03月31日公司人员构成情况

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	2,118	75.00%
销售人员	69	2.44%
技术人员	284	10.06%
财务人员	37	1.31%
行政人员	316	11.19%
合计	2,824	100.00%
学历	人数	占员工总数的比例
本科及以上学历	143	5.06%
大专	350	12.39%
大专以下	2,331	82.54%
合计	2,824	100.00%

资料来源：公司 2018 年年报

发展战略方面，公司将持续以汽车悬架系统减震器的“市场化同步研发、柔性化精益生产、规模化集约供应”作为发展战略核心，并将相应的研发和制造技术向纵深方向发展。公司在继续致力于汽车减震器售后市场、整车配套的研发、生产、销售的同时，将加大悬架支柱总成等高附加值产品比重，并逐步发展成为为客户提供汽车悬架系统设计和制造的整体解决方案提供商。根据公司自身规划，公司将沿着“减震器——悬架支柱总成——悬架总成——悬架系统”这一产品路径持续推进产品技术升级，继续实施国际化营销战略，同时加强国内市场营销力度，努力提高公司产品的国内市场份额。

六、经营与竞争

公司主要从事减震器的生产和销售，2018年10月新增发动机密封件的生产和销售。2016-2018年，公司主营业务收入分别为69,089.70万元、84,220.73万元和107,971.55万元，近三年保持增长。毛利率方面，2016-2018年，公司主营业务毛利率分别为29.34%、25.36%和23.57%，呈下滑态势。近年公司主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
汽车悬架系统减震器	102,494.46	22.79%	84,220.73	25.36%	69,089.70	29.34%
发动机密封件	4,273.37	43.63%				
其他汽车零部件	1,203.72	18.87%				
合计	107,971.55	23.57%	84,220.73	25.36%	69,089.70	29.34%

注：芜湖荣基和芜湖安博仅合并 2018 年 11-12 月营业收入

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游供应商关系稳定，原材料短缺风险较低，但其价格波动仍会对公司产品盈利带来一定影响

2016-2018年，公司原材料在主营业务成本中占比较高，原材料价格的波动对公司主营业务成本有较大影响。

表5 公司主营业务成本构成及占比情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占主营业务成本比重	金额	占主营业务成本比重	金额	占主营业务成本比重
原材料	66,395.73	80.46%	50,673.87	80.61%	38,218.27	78.29%
人工成本	10,768.71	13.05%	7,511.82	11.95%	6,401.40	13.11%
制造费用	5,357.58	6.49%	4,678.86	7.44%	4,195.77	8.60%
合计	82,522.02	100.00%	62,864.55	100.00%	48,815.43	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司悬架系统减震器和发动机密封件结构较为复杂，因此所需原材料种类较为繁杂。其中悬架系统减震器主要原材料包括钢制品（包括连杆、钢管及钢板类等）、包装物、橡胶等；发动机密封件主要原材料包括不锈钢、铁、冷轧板、铝板等金属材料和橡胶、无石棉、石棉等。公司原材料主要从国内市场采购，大部分来自江浙地区内各生产厂商。

表6 公司主要原材料采购额和占比情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占主营业务成本比重	金额	占主营业务成本比重	金额	占主营业务成本比重

连杆	10,341.95	12.53%	7,783.56	12.38%	5,825.11	11.93%
钢管及钢板类	9,064.19	10.98%	5,846.89	9.30%	4,159.49	8.52%
包装	7,909.43	9.58%	5,295.56	8.42%	3,728.60	7.64%
弹簧及弹簧盘	7,627.17	9.24%	6,620.25	10.53%	4,415.07	9.04%
橡胶	7,273.87	8.81%	6,355.80	10.11%	4,881.01	10.00%
支架类	4,046.72	4.90%	2,913.68	4.63%	2,444.82	5.01%
总成类	2,801.76	3.40%	3,887.24	6.18%	2,340.08	4.79%
粉末冶金	2,797.56	3.39%	2,052.71	3.27%	1,919.06	3.93%
减震器油	2,564.44	3.11%	1,799.36	2.86%	1,521.37	3.12%
其他	11,968.65	14.50%	8,118.82	12.91%	6,983.66	14.31%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料中除包装物、橡胶、减震油、油封等少数材料外，其他均属于钢制品。公司在橡胶、油封、总成类等原材料上有较强的议价能力。而钢材为充分竞争市场，价格由市场决定，钢材价格的变动对公司成本影响较大。近年公司部分原材料价格上涨，致使公司主营业务成本上升。

表7 2016-2018年公司主要原材料采购价格

项目	2018年	2017年	2016年
连杆（元/支）	7.83	7.21	6.74
钢管及钢板类（元/公斤）	6.11	5.71	4.80
包装（元/个）	1.79	1.91	1.81
弹簧及弹簧盘（元/只）	2.72	2.99	2.33
橡胶（元/个）	1.84	2.03	1.86
支架类（元/只）	2.44	2.50	2.33
总成类（元/只）	6.26	6.30	4.56
粉末冶金（元/支）	0.93	1.04	1.09
减震器油（元/公斤）	9.67	9.31	8.95

资料来源：公司提供

公司总部和子公司的采购业务由采购部统一负责。采购部根据往年销售业绩制定原材料年度采购预算，并汇同品质管理部、生产管理部根据所需原材料的质量、价格、供应商供应能力、运输情况和实际订单情况等因素筛选符合条件的供应商。公司对新接触供应商有三个月到半年的考察期。对于合作中的大型供应商会每年进行走访，考察。通过考察确定各零件的主要供应商。

在原材料采购中，对于新材料，公司向供应商提供设计图纸。供应商根据自身能力向公司报价。公司根据材料市场价格及供应商生产过程中的耗损，加上一定的加工利润确定采购价格。结合供应商的报价、生产能力、质量、供货能力等确定供应商。对于已有材料，

公司根据历史采购价格并结合市场当前价格向供应商报价，双方洽谈后签订采购协议。

公司与长期合作供应商签订年度采购框架协议，采购部门根据订单生产计划提前3-4周向供应商下单采购。公司一般按月向供应商下单。公司给供应商的货款结算方式一般按货到检验合格后1-3个月付款，采用现金和银行承兑汇票结合的方式付款。近年公司上游主要的供应商相对稳定，公司与其维持了较好的合作关系。由于公司原材料众多，公司供应商较为分散。2016-2018年公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重分别为27.91%、28.77%和27.25%。2017年以来，公司第一大供应商为芜湖安博，主要向公司提供上支撑盘总成、缓冲块等原材料。公司为了保证原材料供给的稳定性，已于2018年9月将芜湖安博收购。

表8 2016-2018年公司供应商情况（单位：万元）

前五名供应商	采购原材料品种	2018年	
		采购金额	占采购总额的比例
芜湖安博帝特工业有限公司	上支撑盘总成、缓冲块	5,650.25	8.29%
宁波市鄞州石伟汽配有限公司	活塞杆、吊环、油封座等	4,250.65	6.24%
宁波金恒汽车零部件有限公司	导向器等	2,977.27	4.37%
江苏立万精密制管有限公司	钢管	2,911.13	4.27%
玉环广宸机械有限公司	连接支架等	2,772.60	4.07%
合计		18,561.90	27.25%
前五名供应商	采购原材料品种	2017年	
		采购金额	占采购总额的比例
芜湖安博帝特工业有限公司	上支撑盘总成、缓冲块	4,763.27	8.38%
宁波市鄞州石伟汽配有限公司	活塞杆、吊环、油封座等	3,657.82	6.43%
江苏立万精密制管有限公司	钢管	2,824.98	4.97%
玉环广宸机械有限公司	连接支架等	2,596.61	4.57%
玉环新裕隆汽车零部件有限公司	弹簧座	2,516.85	4.43%
合计		16,359.53	28.77%
前五名供应商	采购原材料品种	2016年	
		采购金额	占采购总额的比例
宁波市鄞州石伟汽配有限公司	活塞杆、吊环、油封座等	2,684.89	6.27%
芜湖加德耐减振系统有限公司	上支撑盘总成、缓冲块	2,531.97	5.91%
玉环广宸机械有限公司	连接支架等	2,416.84	5.64%
宁波金恒汽车零部件有限公司	导向器等	2,220.94	5.18%
张家港保税区永业钢管有限公司	钢管	2,106.85	4.92%

合计

11,961.48

27.91%

注：2018年芜湖安博采购金额为2018年1-10月份采购金额
对受同一实际控制人控制的供应商采购额进行了合并计算。
资料来源：公司提供

公司悬架系统减震器产品种类丰富，产能利用率较高；需关注未来公司的扩张产能的利用率情况

公司生产悬架系统减震器，主要为中高端汽车售后市场及整车配套企业提供产品。截至2018年末，公司拥有涵盖筒式减震器、支芯式减震器、托盘式减震器、托盘支架式减震器、悬架支柱总成减震器、转向减震器、驾舱减震器、可调式减震器、气囊式减震器9个系列超过10,000种型号的汽车减震器产品。公司汽车减震器生产业务主要由公司本部及全资子公司宁波鸿裕负责。公司目前有玉环和宁波北仑两个生产基地，其中玉环为公司本部所在，自1994年投产起一直生产至今；宁波北仑为宁波鸿裕所在，成立于2003年，自2011年起投入使用。

公司2018年9月收购芜湖荣基，新增发动机密封件业务，产品主要包括金属密封件和橡胶密封件，产品主要销往向汽车售后市场。公司发动机密封件采购、销售流程均于悬架系统减震器一致。

表9 公司主要生产基地产能

工厂名称	设计产能	2018年产量	产能利用率	主要产品
玉环正裕工厂（万支）	600.00	645.25	107.54%	悬架系统减震器
宁波鸿裕工厂（万支）	700.00	635.31	90.76%	悬架系统减震器
芜湖荣基工厂（万套）	350.00	318.14	90.90%	发动机密封件
芜湖安博工厂（万套）	750.00	697.67	93.20%	减震器配件、密封条配件等

资料来源：公司2018年年报，中证鹏元整理

公司客户有小批量、多批次的采购特点以及客户订单普遍具有的产品型号繁杂、不同客户之间的订单以及同一客户不同批次订单之间差异性较大的个性化特征。公司和客户签订框架销售协议后，进行产品研发，样品获得客户认可后进行标准化生产。公司主要减震器品种的生产流程包括部件制作、零件组装、喷漆包装三个主要工序，M系列产品在喷漆包装工序后，还将增加一个总成组装工序以将公司减震器成品与外购的减震弹簧、上支撑盘等组装为成品。

公司采取“订单式”生产模式。公司根据客户的框架销售协议、实际订单等组织生产。根据每季度的订单情况，公司将制订季度生产计划，并于每月月底召开生产工作会议制订下一月详细的生产执行计划。

公司活塞杆等零部件交由外协工厂生产。公司控制外协厂商的产品质量，外协厂商交货时需提供产品质量报告（尺寸和物理性能），公司根据企业质量标准中规定的试验方法

对每批外协产品进行抽查，以保证产品质量。公司委托加工费占公司主营业务成本比重较低。

2016-2018年，公司产能稳中有增；公司以销定产，随着公司减震器销量的上升，产量增速较快，目前公司产能利用率接近饱和。公司正在建设年产650万支减震器项目，预计2020年6月投产，未来公司产能有望大幅上升，需关注未来公司新增产能的利用率情况。截至2019年3月末，公司主要在建项目总投资37,256.64万元，已投资16,967.71万元，未来尚需投入20,288.93万元。其中年产650万支减震器项目及汽车减震器研发、检测中心为公司公开发行股票募投项目，募集资金已到位，未来资金压力较低。

表10 2016-2018年公司主要产品产能、产量情况（单位：万支）

产品	项目	2018年	2017年	2016年
汽车悬架系统减震器	产能（万支）	1,300.00	1,100.00	1,038.00
	产量（万支）	1,280.55	1,027.73	890.10
	产能利用率	98.50%	93.43%	94.85%
	销量（万支）	1,275.03	991.02	853.66
	库存量（万支）	134.31	128.79	93.49
	产销率	99.57%	96.43%	95.91%
发动机密封件	产能（万套）	750.00	-	-
	产量（万套）	697.28	-	-
	产能利用率	92.97%	-	-
	销量（万套）	645.05	-	-
	其中：内部销售（万套）	299.22	-	-
	对外销售（万套）	345.83	-	-
	库存量（万套）	1,048.94	-	-
	产销率	92.51%	-	-

注：发动机密封件各项数据仅为芜湖荣基与芜湖安博2018年11-12月数据
 公司产量、销量与库存量数据匹配差异为其他出入库，如领用样品试验、寄送客户检验等
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至2019年3月末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	设计总产能	负责公司
年产650万支汽车减震器项目	22,021.64	9,483.54	650万支	正裕工业
汽车减震器研发、检测中心	4,235.00	3,385.96	-	宁波鸿裕
减震器连杆及连杆镀铬生产项目	6,000.00	927.82	-	宁波鸿裕
安博帝特厂房建设工程	5,000.00	3,170.39	-	芜湖安博
合计	37,256.64	16,967.71		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品以出口为主，主要客户资质较好，未来订单有一定保障；但公司仍面临一定的客户集中度风险，此外汇率波动和贸易政策变动对公司影响较大

公司营业收入主要来自D系列-托盘支架式减震器、M系列-悬架支柱总成、A系列-筒式减震器和C系列-托盘式减震器。D系列是公司的主导产品，主要用于小轿车的前震和高档小轿车的前后震，因产品结构复杂，工艺要求较高，产品附加价值较高，销售单价相对较高。D系列销售额占公司减震器销售总额的40%左右，是公司营业收入的重要构成。M系列是在D系列的基础上增加了支撑盘总成、轴承、弹簧、上弹簧盘、橡胶片等众多部件组装而成，车主可以自行安装，不需要专业人员操作，销售单价较高。近年M系列销售额及在减震器销售总额的占比波动上升，逐渐成为公司的主要产品之一。A系列主要用于小面包车、货车等的前后震以及拖车等大车的前后震，产品结构相对D系列较简单，附加值较低，销售单价相对较低。C系列主要用于小轿车后震。小轿车后震对各项性能指标的要求低于前震，因此C系列销售单价低于D系列。且后减震器的使用寿命长于前减震器，同时高档轿车后减震器对性能要求较高，也多用D系列，C系列的市场需求低于D系列，销售额也远低于D系列。近年A系列和C系列销售额均持续上升，但在销售总额中的占比均持续有所下滑。

表12 2016-2018年公司主要产品销售情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
D系列-托盘支架式减震器	45,701.23	42.33%	32,287.77	38.34%	32,649.79	47.26%
M系列-悬架支柱总成	22,836.47	21.15%	22,705.27	26.96%	11,091.42	16.05%
A系列-筒式减震器	16,509.98	15.29%	13,324.67	15.82%	11,648.72	16.86%
C系列-托盘式减震器	13,799.99	12.78%	11,726.26	13.92%	10,322.78	14.94%
B系列-支芯式减震器	1,756.37	1.63%	1,386.25	1.65%	943.70	1.37%
其他	3,094.14	2.87%	2,790.51	3.31%	2,433.28	3.52%
发动机密封件	4,273.37	3.96%	-	-	-	-
合计	107,971.55	100.00%	84,220.73	100.00%	69,089.70	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品主要出口销售，以美元、欧元等货币计价，客户主要为全球知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购商，如加百利、天纳克、AC德科、天合等，客户资质较好。公司通过参加国内外大型汽车及零部件展会展示公司的产品及技术，与意向客户建立联系。公司通过客户对工艺、质量等指标的验证，进入客户供应商名单。随后，公司销售人员会定期及不定期拜访客户，根据客户质量要求、技术参数以及原材料价格、汇率波动、本年度生产设备产能及总体订单等情况向客户报价并确定向客户的供货比例。客户与公司签订框架购买协议，客户根据自身需求每月向公司下一次或多次订单，每月订单金额差异较大。在外销市场，客户在获得提单的60-90天内支付货款，一般通过T/T、LC信用证等方

式结算，对于新客户，公司会要求其提供20%左右的预付款；在内销市场，公司根据客户资质情况，给予客户0-90天的货款支付期限。

2016-2018年，公司悬挂减震器销售收入分别为69,089.70万元、84,220.73万元和102,494.46万元，呈增长趋势，主要系客户对公司产品需求不断增加所致。公司产品主要采取成本加成模式销售，公司有一定的议价能力，但公司与客户签订销售合同多为一年以上，产品价格合同周期内较难调整。产品价格变动相对于汇率变动和原材料价格变动存在一定的滞后性。2016-2018年，悬挂减震器毛利率分别为29.34%、25.36%和22.79%，主要系产品价格调整、汇率波动及主要原材料价格波动所致。

表13 2016-2018年公司主要产品平均价格变化（单位：元/支）

项目	2018年	2017年	2016年
A系列-筒式减震器	53.15	54.24	51.64
B系列-支芯式减震器	47.14	48.57	51.82
C系列-托盘式减震器	58.35	56.82	60.40
D系列-托盘支架式减震器	82.54	83.63	87.85
M系列-悬架支柱总成	219.04	219.84	213.35
悬挂减震器均价	80.39	84.98	80.93
发动机密封件（元/套）	12.36	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自成立以来主要发展汽车零部件售后市场，主要通过ODM方式直接销售。近年公司计划拓展国内零部件市场，尤其是整车配套市场。公司是众泰汽车的减震器供应商，同时为比亚迪等整车制造厂提供少量配件。2016和2017年，受公司向众泰汽车提供减震器数量较多影响，公司从整车厂商获得的销售收入增加。2018年，公司从整车厂商获得的销售收入下降较多。目前，公司产品仍主要供应海外汽车售后市场。

表14 公司营业收入按整车厂商和一级零部件供应商分类的情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一级零部件供应商	106,280.87	98.18%	80,663.21	95.67%	65,762.45	95.05%
整车厂商	1,974.16	1.82%	3,649.73	4.33%	3,424.23	4.95%
营业收入	108,255.03	100.00%	84,312.94	100.00%	69,186.68	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2018年，公司产品直接外销比例分别为85.71%、82.61%和85.83%，外销产品占比高。公司产品主要外销美洲、欧洲、亚洲、大洋洲和非洲。其中美洲占比超过40%，且占比逐年增加。欧洲占比超过25%，呈逐年下降趋势。

公司营业收入中外销占比较高，其中美国是主要外销市场，如果中国与美国等国家的

贸易摩擦进一步升级，将可能导致公司外销业务交易量下降、毛利率下滑等潜在的经营风险。且公司产品享受国家出口退税政策，需关注未来国家出口退税政策的变化。此外，亦需关注汇率波动对公司的影响。

表15 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
美洲	55,276.35	51.20%	38,605.71	45.84%	30,344.04	43.92%
欧洲	28,887.71	26.75%	23,515.68	27.92%	21,854.85	31.63%
亚洲（除中国）	4,029.68	3.73%	4,517.75	5.36%	4,909.01	7.11%
大洋洲	2,813.78	2.61%	1,844.85	2.19%	1,302.18	1.88%
非洲	1,664.27	1.54%	1,090.66	1.29%	807.91	1.17%
中国	15,299.76	14.17%	14,646.08	17.39%	9,871.71	14.29%
合计	107,971.55	100.00%	84,220.73	100.00%	69,089.70	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2018年，公司前五大客户销售总额分别为27,620.93万元、38,360.70万元和51,216.41万元，占营业收入的比重分别为39.92%、45.50%和47.31%，客户集中程度有所提升。随着公司向自主品牌整车配套市场发展及不断开发新客户，公司近年前五大客户存在一定变动。公司主要客户中，天纳克、加百利、天合、墨西哥高维和奥普迪马等均为全球知名汽车零部件生产商和采购商，浙江众泰汽车制造有限公司（以下简称“众泰汽车”）为国内知名自主品牌。温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司为减震器采购商，采购后将产品转销海外。整体来看，公司大客户主要为国内或全球知名厂商，资质较好，近年与公司持续合作，能为公司提供较为稳定的订单。截至2018年末，公司在手订单487万支，订单总金额3.90亿元。但公司近年前五大客户销售额占营业收入的比重持续上升，2016-2018年均存在单一客户占比20%左右情形，客户集中程度较高，存在一定风险。

表16 2016-2018年公司前五大客户情况（单位：万元）

客户	2018年		2017年		2016年	
	金额	占营业收入的比例	金额	占营业收入的比例	金额	占营业收入的比例
天纳克（TENNECO）	20,573.18	19.00%	18,168.21	21.55%	-	-
加百利（GABRIEL）	12,882.00	11.90%	9,376.25	11.12%	16,429.56	23.75%
采埃孚（ZF）	8,440.80	7.80%				
天合（TRW）			3,660.40	4.34%	2,499.76	3.61%
浙江众泰汽车制造有限公司			3,597.64	4.27%	3,401.55	4.92%
墨西哥高维（GOVI）	6,483.56	5.99%	3,558.19	4.22%	2,830.27	4.09%

温州市冠盛汽车零部件集团 股份有限公司	2,836.87	2.62%	-	-	-	-
奥普迪马 (OPTIMAL)	-	-	-	-	2,459.79	3.56%
德国梅尔 (MEYLE)	-	-	-	-	-	-
合计	51,216.41	47.31%	38,360.70	45.50%	27,620.93	39.92%

注：公司对受同一实际控制人控制的销售客户销售额进行了合并计算

资料来源：公司提供

公司加大了投资并购力度，需关注并购企业后续经营情况

2018年公司新增对外投资，向公司上游等行业发展。2018年9月，公司以现金人民币26,700.00万元收购林忠琴持有的芜湖荣基51%股权。芜湖荣基主要从事汽车发动机密封件的研发和制造，主要客户为国际知名汽车零部件生产商和销售商及比亚迪等整车厂商，与公司客户有一定的重合。2017-2018年，芜湖荣基净利润分别为4,884.70万元和5,855.43万元，业务经营较为稳定。

表17 公司并购企业财务情况（单位：万元）

项目	芜湖荣基		芜湖安博	
	2018年	2017年	2018年	2017年
资产	26,223.49	22,984.24	16,967.90	13,282.19
股东权益	15,589.33	9,733.89	5,901.57	5,155.96
营业收入	24,978.16	20,847.05	9,645.42	6,988.35
利润总额	6,679.52	5,658.63	842.45	-273.19
净利润	5,855.43	4,884.70	745.61	-254.91

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2018年9月，公司以现金人民币7,300.00万元收购林忠琴、林松梅持有的芜湖安博51%股权。芜湖安博主要从事汽车减振件、发动机及变速箱用油封件研发与生产，是公司的主要供应商之一。公司合并芜湖安博有助于整合上游产业，获得采购环节利润。2017-2018年，芜湖安博净利润分别为-254.91万元和745.61万元。

根据股权收购协议，2018年度芜湖安博和芜湖荣基扣除非经常性损益后归属母公司所有的净利润合计将不低于5,200万元。2018年，芜湖安博和芜湖荣基扣除非经常性损益后归属母公司所有的净利润合计为6,110.23万元，完成业绩承诺。后续需持续关注公司并购企业的经营情况。

七、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2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1季报，报告均采用新会计准则编制。2016-2017年，公司合并范围未发生变动；2018年，公司合并范围新增美国正裕（新设）、芜湖荣基和芜湖安博3家，详情见表一。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，但需关注应收账款的回收风险、存货的跌价风险和商誉的减值风险

随着公司业务不断发展和上市，公司资产大幅增长。2016-2018年公司资产分别为70,832.84万元、105,194.90万元和159,642.10万元。2019年3月末，公司资产总额154,021.47万元。2016-2018年，公司资产以流动资产为主，占比波动性较大。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、存款和其他流动资产。公司货币资金主要为银行存款和银行承兑汇票的保证金，2016-2018年，货币资金规模分别为17,273.44万元、25,430.48万元和22,570.37万元。截至2018年末，货币资金中受限资金7,959.67万元，占总额的35.27%，均为银行承兑保证金。

公司应收票据及应收账款主要为应收的客户货款。公司产品主要外销，客户需在获得产品提单后至货物到达海外目的港口前支付货款，支付周期为海运时长（1-2月），对于优质客户，公司会给予2-3个月的延期支付信用期。新客户需向公司支付一定比例的预付款。对于内销客户，公司根据客户信用情况给予客户0-90天的货款支付期限。2016-2018年公司应收票据及应收账款分别为20,769.23万元、19,296.01万元和32,733.76万元，分别占总资产的比重为29.32%、18.34%和20.50%。2018年公司应收票据及应收账款同比增长69.64%，应收票据及应收账款增长较快，主要系芜湖荣基、安博帝特纳入合并范围及收入增长所致。2018年末公司应收账款账面余额34,816.80万元，计提坏账准备2,251.45万元；从账龄来看，1年以内的占比95.90%，对于3年以上的公司全额计提了坏账准备。从应收对象来看，前五名欠款方应收账款金额之和占应收账款总额的38.36%，应收账款集中度较高，存在一定的回收风险。

存货主要包括原材料和库存商品，分别占存货总额的30%和60%左右，2018年受公司收购子公司芜湖荣基和芜湖安博影响，原材料占比上升至40%。公司主要采用以销定产模式，根据客户框架销售协议和实际订单组织生产，期末留存的库存商品主要为已生产待向客户交货产品及销售备货。2016-2018年公司存货分别为9,200.73万元、13,116.85万元和23,212.57万元，分别占当期营业收入的比例为13.30%、15.56%和21.44%，占比有所增加，

主要系公司合并范围增加、销售备货增加等因素所致。公司存货在总资产中占比较低，存货周转效率较高，但仍需关注存货的跌价风险。

2017年，公司其他流动资产主要为理财产品，公司在上交所上市获得较多募集资金，公司用未使用募集资金购买理财产品获得一定收益。2018年末，理财产品到期，其他流动资产规模大幅下降。

表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19,693.20	12.79%	22,570.37	14.14%	25,430.48	24.17%	17,273.44	24.39%
应收票据及应收账款	30,545.72	19.83%	32,733.76	20.50%	19,296.01	18.34%	20,769.23	29.32%
存货	22,332.21	14.50%	23,212.57	14.54%	13,116.85	12.47%	9,200.73	12.99%
其他流动资产	966.82	0.63%	628.35	0.39%	18,459.23	17.55%	27.57	0.04%
流动资产合计	74,684.32	48.49%	81,553.61	51.09%	77,206.42	73.39%	47,935.80	67.67%
固定资产	40,358.33	26.20%	40,404.45	25.31%	15,870.81	15.09%	14,651.05	20.68%
在建工程	6,666.52	4.33%	5,268.11	3.30%	4,875.57	4.63%	1,418.92	2.00%
无形资产	8,530.74	5.54%	8,610.69	5.39%	6,098.25	5.80%	6,248.57	8.82%
商誉	22,490.65	14.60%	22,490.65	14.09%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	79,337.15	51.51%	78,088.49	48.91%	27,988.48	26.61%	22,897.04	32.33%
资产总计	154,021.47	100.00%	159,642.10	100.00%	105,194.90	100.00%	70,832.84	100.00%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1季报，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、无形资产和商誉。公司固定资产主要为厂房和生产设备。2018年受公司合并范围增加及募投项目基建转固影响，固定资产规模同比增加154.58%。2018年末，固定资产账面价值40,404.45万元，其中10,294.76万元固定资产已用于抵押，账面价值185.14万元的污水处理站尚未获得产权证书。在建工程主要为芜湖安博厂房建设工程、设备安装工程、年产650万支汽车减震器项目等项目。在建工程规模随着项目投入的增加而增加。无形资产主要为公司拥有的土地使用权，其中净额的30.41%已用于抵押。商誉为公司收购芜湖荣基与芜湖安博所形成。芜湖荣基与芜湖安博2018年已完成业绩承诺；经减值测试，商誉并未出现减值损失，故未计提减值准备。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盈利带来不确定性，存在一定的商誉减值风险。

总体而言，随着公司自身发展和上市，公司资产规模增长较快；公司应收账款集中程度较高，需关注其回收风险；存货规模较大，需关注跌价风险；同时需关注商誉的减值风险。

资产运营效率

公司资金周转效率尚可，营运资金压力较小

2016-2018年，公司应收票据及应收账款周转天数分别为89.49天、85.54天和86.50天，略有波动。随公司销售规模扩大，公司存货增加，存货周转天数持续增加；2018年公司合并范围扩大，致使存货规模大幅增加，存货周转天数进一步上升，但仍位于样本企业中等水平。公司应付票据及应付账款周转天数略有下降。随着存货周转天数的增加，公司净营业周期不断延长。但公司资金周转效率仍尚可，营运资金压力较小。

公司流动资产周转天数略低于样本企业，2017年因公开发行股票募集资金到账致使流动资产大幅增加，流动资产周转天数略有上升，但仍位于样本企业中上水平。公司收购芜湖荣基和芜湖安博，同时部分生产线改造项目完工转入固定资产，致使2018年固定资产周转天数有所增加。综合影响下，公司总资产周转天数持续上升，但资产运营效率仍较高，且优于样本企业中部分公司。

表19 公司及样本企业主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年			2017年			2016年		
	正裕工业	首控集团	凯众股份	正裕工业	首控集团	凯众股份	正裕工业	首控集团	凯众股份
应收票据及应收账款周转天数	86.50	-	151.79	85.54	109.61	155.47	89.49	123.96	169.11
存货周转天数	79.06	-	155.60	63.89	56.98	179.35	55.63	51.79	163.74
应付票据及应付账款周转天数	151.79	-	80.05	154.02	160.53	92.92	159.65	172.35	77.50
净营业周期	13.77	-	227.34	-4.60	6.06	241.90	-14.54	3.40	255.35
流动资产周转天数	263.95	-	468.27	267.17	1,000.00	434.42	215.56	734.69	371.13
固定资产周转天数	93.56	-	72.76	65.16	160.71	69.05	78.94	155.84	86.12
总资产周转天数	440.30	-	606.12	375.80	1,565.22	552.46	335.36	1,125.00	500.00

注：未获得首控集团2018年数据

资料来源：公司2016-2018年审计报告，wind资讯，中证鹏元整理

盈利能力

近年，公司营业收入保持增长，营业利润随汇率波动而波动；需关注汇率变动对公司利润的影响

公司业务主要为悬挂减震器的生产和销售，2018年新增发动机密封件的生产和销售。2016-2018年，公司营业收入分别为69,186.68万元、84,312.94万元和108,267.43万元，同比

增长较快。2019年1-3月，公司营业收入28,373.07万元。目前国内外汽车保有量较高，减震器市场需求旺盛。但公司产品主要外销美洲和欧洲，需关注中美贸易摩擦对公司产品出口的影响。公司定价采用成本加成模式，有一定的议价能力，可以将上游原材料价格波动及人民币汇率变动传递给下游客户。但由于公司产品价格在合同期内较难调整，对原材料价格变动和人民币汇率变动敏感度较低。2016-2018年，公司综合毛利率分别为29.42%、25.42%和23.60%，持续下降，主要受产品价格调整、人民币汇率波动而变动。近年公司开展远期结汇业务，规避部分汇率波动风险。但公司远期结汇额度较低，仍需关注汇率变动对公司的影响。公司期间费用规模略大，主要由销售费用、管理费用和研发费用构成。公司管理费用中职工薪酬和研发费用占比较高，主要系公司产品种类较多，相应研发费用较高所致。2016-2018年，公司期间费用率有所波动，主要系公司的汇兑损益波动所致。随着人民币汇率的波动，公司2016和2018年分别获得汇兑收益1,237.44万元和1,239.00万元，2017年产生汇兑损失1,012.86万元。公司营业利润也随汇兑收益的波动而波动。需持续关注人民币汇率变动给公司带来的影响。

表20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
营业收入	28,373.07	108,267.43	84,312.94	69,186.68
营业利润	4,235.81	12,301.41	7,973.95	10,316.19
利润总额	4,229.81	12,239.14	8,448.95	10,606.83
净利润	3,783.19	10,694.47	7,200.42	8,820.15
综合毛利率				
公司	30.55%	23.60%	25.42%	29.42%
首控集团	-	27.91%	25.52%	28.33%
凯众股份	43.17%	42.47%	44.90%	48.01%
期间费用率	16.76%	12.09%	15.17%	12.86%
营业利润率	14.93%	11.36%	9.46%	14.91%
总资产回报率	-	9.44%	9.60%	16.46%
净资产收益率	-	13.31%	12.90%	23.25%
营业收入增长率	41.75%	28.41%	21.86%	21.03%
净利润增长率	-	48.53%	-18.36%	31.30%

注：2016年数据取2017年审计报告期初数

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年1季报，wind资讯，中证鹏元整理

现金流

公司近年收现比有所波动，但获现能力尚可；公司加大了对外投资力度，需关注未来的资金压力

公司产品主要外销，客户主要为全球知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购。公司根据客户资质给予客户一定的账期。公司近年收现比有所波动，但总体经营活动现金回款情况较好，2016-2018年收现比分别为0.88、0.98和0.86。近年公司盈利情况较好，因人民币对美元汇率变动导致2017年产生非经营性损失，但现金生成能力保持增长。营运资本方面，公司经营性应收项目和经营性应付项目波动较大。2016-2018年公司经营活动现金净流入额为6,932.89万元、10,189.59万元和9,317.02万元，经营活动净现金流表现存在一定的波动，但总体表现良好。

2016-2018年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1,736.17万元、-25,126.93万元和-16,672.04万元，呈现持续净流出状态，主要系公司扩建厂房、购置生产设备所致及并购子公司所致。2017年度公司投资活动产生的现金净流出规模较2016年大幅增长，主要系公司当年上市获得大量募集资金，公司使用闲置募集资金进行理财产品投资所致。2018年9月公司以现金26,700.00万元和7,300.00万元收购芜湖荣基和芜湖安博，2018年12月公司出资1.00美元成立境外子公司。公司近年对外投资活动频繁，需关注公司未来的资金压力。

2016-2018年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-4,100.36万元、23,046.13万元和1,236.70万元。其中2016年公司筹资活动产生的现金流净流出主要系公司向股东分配股利所致；2017年公司筹资活动现金流转为净流入主要系公司公开发行股票募集资金到账所致。

综上所述，公司近年收现比有所波动，但获现能力尚可；公司加大了对外投资并购力度，需关注公司未来的资金压力。

表21 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	0.86	0.98	0.88
净利润	10,694.47	7,200.42	8,820.15
FFO	13,166.9	10,429.86	10,038.32
营运资本变化	-3,468.27	-90.49	-3,010.15
其中：存货减少（减：增加）	135.95	-4,437.16	-3,354.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	-14,079.80	-293.47	-7,828.76
经营性应付项目的增加（减：减少）	10,475.58	4,640.14	8,173.01
经营活动产生的现金流量净额	9,317.02	10,189.59	6,932.89
投资活动产生的现金流量净额	-16,672.04	-25,126.93	-1,736.17
筹资活动产生的现金流量净额	1,236.70	23,046.13	-4,100.36
现金及现金等价物净增加额	-6,029.56	7,877.61	1,457.72

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平较低，但资本实力一般，债务偿付压力尚可

近年公司所有者权益增长较快，2018年末公司所有者权益为89,622.41万元，较2016年末增长了121.03%。其中2017年公司所有者权益较2016年增加75.28%，主要系公司公开发行股票增加股本和资本公积所致。随着公司近年对外投资及应付采购款增加，公司负债规模持续上升，2018年末为70,019.69万元，较2016年末增加了131.20%。2018年末，公司负债与所有者权益比率为78.13%，权益对负债的覆盖程度有所下滑。2019年3月末，公司负债与所有者权益比率为64.90%。

表22 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
负债总额	60,615.87	70,019.69	34,124.86	30,285.71
所有者权益	93,405.60	89,622.41	71,070.04	40,547.12
产权比率	64.90%	78.13%	48.02%	74.69%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1季报，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，流动负债占总负债的比重超过96%。公司流动负债中主要包括短期借款、应付票据及应付账款、应付职工薪酬和其他应付款。2018年9月，公司收购芜湖荣基与安博帝特，公司短期借款增加。公司应付票据和应付账款主要为应付供应商采购款。2016-2017年公司应付款随公司原材料采购增加而增加，占公司负债总额的80%以上。2018年公司产品销售大幅增加，同时公司收购其他企业，致使应付款大幅增加。

公司应付职工薪酬随公司员工人数增加而增加。其他应付款主要为公司应付运费及保险费，随公司产品销量增加而增加。2018年公司其他应付款同比大幅增加主要系增加4,523.92万元借款及3,400.00万元收购股权尾款所致。

公司非流动负债主要为递延收益，主要为政府补助。

表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,295.00	16.98%	12,845.00	18.34%	0.00	0.00%	10.00	0.03%
应付票据及应付账款	35,055.81	57.83%	40,915.37	58.43%	28,837.46	84.51%	24,966.47	82.44%
应付职工薪酬	2,593.56	4.28%	3,388.91	4.84%	2,281.22	6.68%	2,200.11	7.26%
其他应付款	8,880.90	14.65%	9,025.35	12.89%	916.95	2.69%	763.15	2.52%
流动负债合计	58,716.26	96.87%	68,049.53	97.19%	33,117.02	97.05%	29,266.06	96.63%
递延收益-非流动负债	1,409.19	2.32%	1,421.09	2.03%	1,007.84	2.95%	1,019.65	3.37%

非流动负债合计	1,899.60	3.13%	1,970.17	2.81%	1,007.84	2.95%	1,019.65	3.37%
负债合计	60,615.87	100.00%	70,019.69	100.00%	34,124.86	100.00%	30,285.71	100.00%
其中：有息债务	33,335.14	54.99%	35,065.91	50.08%	12,510.10	36.66%	10,651.71	35.17%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季报，中证鹏元整理

公司有息债务主要包括短期借款、应付票据、其他应付款中的有息债务等，截至 2018 年末总额为 35,065.91 万元，占负债总额的 50.08%，其中短期债务 34,552.96 万元，占负债总额的 49.30%；截至 2019 年 3 月末总额为 33,335.14 万元，占负债总额的 54.99%，其中短期债务 32,827.58 万元，占负债总额的 54.16%，面临一定的短期偿债压力。

2016-2018 年和 2019 年 3 月，公司资产负债率分别为 42.76%、32.44%、43.86% 和 39.36%，其中 2017 年资产负债率大幅下降主要系当年公司发行股票，使所有者权益大幅增加所致；2018 年公司大幅增加对外借款用于日常经营，致使资产负债率大幅上升。公司流动比率和速动比率表现一般，其中 2017 年受公司募集资金到位，货币资金和理财产品大幅增加影响，流动比率和速动比率同比大幅上升；2018 年，受公司对外投资加大影响，固定资产及商誉大幅增加，流动比率和速动比率均大幅下降。2016-2018 年，公司 EBITDA 分别为 12,592.99 万元、10,475.41 万元和 15,224.56 万元，主要随利润总额波动而波动。2018 年公司有息债务大幅增加，EBITDA 利息保障倍数大幅下降，但对利息的覆盖情况仍然较好。

表 24 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	39.36%	43.86%	32.44%	42.76%
流动比率	1.27	1.20	2.33	1.64
速动比率	0.89	0.86	1.94	1.32
EBITDA (万元)	-	15,224.56	10,475.41	12,592.99
EBITDA 利息保障倍数	-	59.56	26,559.44	34,597.55
有息债务/EBITDA	-	2.30	1.19	0.85
债务总额/EBITDA	-	4.60	3.26	2.40
经营性净现金流/流动负债	0.07	0.14	0.31	0.24
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.13	0.30	0.23

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季报，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

首先，公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的募集资金使用可行性分析报告，本期债券募投项目完全达产当年可实现销售收入 32,500.00 万元，静态投资回收期为 7.19 年（含建设期，税后），内部收益率为 15.13%（税后）。但需要关注的是，未来若工程进度不及预期，或者下游市场发生变化导致产能利用

率较低或产品销售不达预期等，则募投项目收入存在不达预期的风险。

其次，公司经营活动产生的现金流入是本期债券按时还本付息资金的重要保障。2016-2018年，公司营业收入分别为69,186.68万元、84,312.94万元和108,267.43万元，维持20%的增速；销售商品、提供劳务收到的现金分别为61,120.46万元、82,925.82万元和93,178.33万元。目前公司下游客户资质较好且合作关系较为稳定，未来订单有较好保障。但同时中证鹏元也关注到，应收账款仍占用了公司一定的营运资金；此外我国与美国等国家的贸易摩擦进一步升级、原材料价格上涨以及汇率波动等因素，仍可能会对公司经营业绩造成一定影响，进而影响公司现金流。

再次，公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付。公司可通过流动资产变现来补充偿债资金，截至2018年末，公司流动资产为81,553.61万元，在公司现金流量不足的情况下，可以通过流动资产变现来获得必要的偿债资金。公司也可通过外部融资渠道筹集应急偿债资金，截至2018年末，公司从银行获得综合授信达49,950.00万元，尚有25,438.60万元的额度未使用，但也应关注因公司经营状况变化等原因而未达到授信条件的可能。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，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。

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	19,693.20	22,570.37	25,430.48	17,273.44
应收票据及应收账款	30,545.72	32,733.76	19,296.01	20,769.23
存货	22,332.21	23,212.57	13,116.85	9,200.73
流动资产合计	74,684.32	81,553.61	77,206.42	47,935.80
固定资产	40,358.33	40,404.45	15,870.81	14,651.05
商誉	22,490.65	22,490.65	-	-
非流动资产合计	79,337.15	78,088.49	27,988.48	22,897.04
资产总计	154,021.47	159,642.10	105,194.90	70,832.84
短期借款	10,295.00	12,845.00	-	10.00
应付票据及应付账款	35,055.81	40,915.37	28,837.46	24,966.47
其他应付款	8,880.90	9,025.35	916.95	763.15
流动负债合计	58,716.26	68,049.53	33,117.02	29,266.06
非流动负债合计	1,899.60	1,970.17	1,007.84	1,019.65
负债合计	60,615.87	70,019.69	34,124.86	30,285.71
有息债务	33,335.14	35,065.91	12,510.10	10,651.71
所有者权益合计	93,405.60	89,622.41	71,070.04	40,547.12
营业收入	28,373.07	108,267.43	84,312.94	69,186.68
营业利润	4,235.81	12,301.41	7,973.95	10,316.19
净利润	3,783.19	10,694.47	7,200.42	8,820.15
经营活动产生的现金流量净额	4,305.77	9,317.02	10,189.59	6,932.89
投资活动产生的现金流量净额	-3,844.61	-16,672.04	-25,126.93	-1,736.17
筹资活动产生的现金流量净额	-2,836.96	1,236.70	23,046.13	-4,100.36
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	-	86.50	85.54	89.49
存货周转天数	-	79.06	63.89	55.63
应付票据及应付账款周转天数	-	151.79	154.02	159.65
净营业周期	-	13.77	-4.60	-14.54
流动资产周转天数	-	263.95	267.17	215.56
固定资产周转天数	-	93.56	65.16	78.94
总资产周转天数	-	440.30	375.80	335.36
综合毛利率	30.55%	23.60%	25.42%	29.42%

期间费用率	16.76%	12.09%	15.17%	12.86%
营业利润率	14.93%	11.36%	9.46%	14.91%
总资产回报率	-	9.44%	9.60%	16.46%
净资产收益率	-	13.31%	12.90%	23.25%
营业收入增长率	41.75%	28.41%	21.86%	21.03%
净利润增长率	-	48.53%	-18.36%	31.30%
资产负债率	39.36%	43.86%	32.44%	42.76%
流动比率	1.27	1.20	2.33	1.64
速动比率	0.89	0.86	1.94	1.32
EBITDA (万元)	-	15,224.56	10,475.41	12,592.99
EBITDA 利息保障倍数	-	59.56	26,559.44	34,597.55
有息债务/EBITDA	-	2.30	1.19	0.85
债务总额/EBITDA	-	4.60	3.26	2.40
经营性净现金流/流动负债	0.07	0.14	0.31	0.24
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.13	0.30	0.23

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应收账款余额} + \text{期末应付票据及应收账款余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产净额} + \text{上年固定资产净额}) / 2] \}$
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 + 其他应付款中的有息债务 + 长期应付款 + 应付利息
FFO	净利润 + 计提的资产减值准备及少数股东本期权益 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 处置固定资产、无形资产和其它长期资产损失 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。