

浙江五洲新春集团股份有限公司

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】第 Z
【339】号 01

分析师

姓名：
徐宁怡 田珊

电话：
021-51035670

邮箱：
xuny@cspengyuan.com

评级日期：
2019年7月5日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

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

浙江五洲新春集团股份有限公司

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：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过4.8亿元（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，同时设置债券赎回和回售条款

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”）对浙江五洲新春集团股份有限公司（以下简称“五洲新春”或“公司”，股票代码为603667.SH）本次拟发行总额不超过4.8亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了本期债券债务安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司具备一定的经营优势，销售规模逐年增加；公司主要客户为大型跨国公司，客户较为优质；公司具备一定的技术实力，研发投入持续增加，为公司研发能力持续提升提供保障。同时中证鹏元也关注到，汽配行业下行压力较大，滚动轴承出口数量增速与金额均出现下滑，未来发展存在不确定性；公司客户集中度相对较高；公司并购浙江新龙实业有限公司（以下简称“新龙实业”），整合方面存在不确定性，存在一定的商誉减值风险，新增产能未来消化情况可能不及预期；公司债务规模逐年增加，有息债务规模较大，存在较大的短期偿债压力等风险。

正面：

- 公司具备一定的经营优势，销售规模逐年增加。公司产品类别较多，能够满足不同客户需求；加工制造能力较为全面，有助于成本与品质管控；目前公司主要合作客户对于供应商的生产、技术指标具备严格的考核标准与程序，其他竞争者替代难度较大。在上述因素带动下，2016-2018年公司营业收入逐年增加，分别为10.73亿元、11.46亿元和13.74亿元，复合增长率为13.13%。
- 公司主要客户为大型跨国公司，客户较为优质。近年公司主要供货给斯凯孚、舍弗勒、恩斯克、恩梯恩、捷太格特、铁姆肯、法雷奥、海信日立与长虹空调等，

上述客户经营规模较大，实力较强，公司客户较为优质。

- **公司具备一定的技术实力，研发投入持续增加，为公司研发能力持续提升提供保障。**2016-2018 年公司研发费用逐年增长，分别为 0.31 亿元、0.36 亿元与 0.42 亿元，投入绝对值仍持续增长，受益于此，公司取得了一系列的研发成果，截至 2019 年 5 月末，公司共拥有 21 项发明专利，为国家级高新技术企业，建有国家级博士后工作站、国家 CNAS 认证实验室。

关注：

- **汽配行业下行压力较大，滚动轴承出口数量增速与金额均出现下滑，未来发展存在不确定性。**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，汽车行业景气度短期内仍将承压，汽配行业增长也面临下行压力。2018 年中国滚动轴承出口数量增速回落，出口金额较上年降低 15.83%，量价背离明显，未来发展存在不确定性。
- **公司客户集中度相对较高。**2016-2018 年与 2019 年 1-3 月公司前五大销售对象销售金额占公司销售收入的比重分别为 62.35%、57.01%、51.28%和 56.86%，客户集中度维持在较高水平，主要为舍弗勒、斯凯孚、双日（上海）有限公司、恩斯克投资有限公司与奥托立夫（江苏）汽车安全零部件有限公司等，其中公司对舍弗勒的销售比例在 20%-30%左右，处于相对较高水平。
- **公司并购新龙实业，整合方面存在不确定性，存在一定的商誉减值风险，新增产能未来消化情况可能不及预期。**2018 年公司并购新龙实业，整合方面存在不确定性，形成商誉 4.01 亿元，存在一定的商誉减值风险。目前公司在扩产能较多，但若市场环境、下游需求、竞争对手策略、相关政策或者公司市场开拓等方面出现重大不利变化，新增产能未来消化情况可能不及预期。
- **公司债务规模逐年增加，有息债务规模较大，存在较大的短期偿债压力。**2016-2018 年公司负债规模分别为 4.36 亿元、4.41 亿元和 11.89 亿元，复合增长率高达 65.25%。截至 2019 年 3 月末，公司有息债务规模为 6.38 亿元（含应付票据 0.90 亿元），全部为短期有息债务，存在较大的短期偿债压力。

主要财务指标（单位：万元）

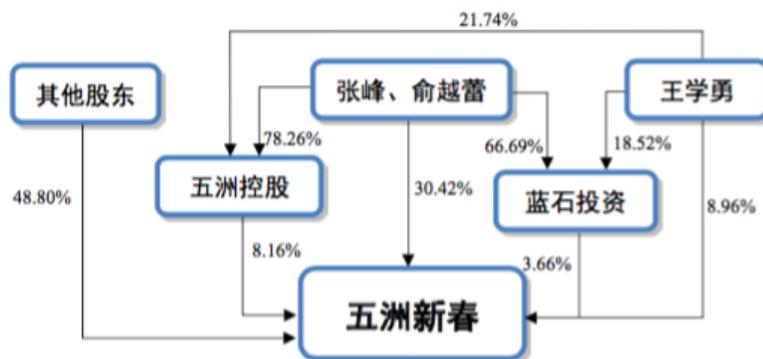
项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	303,630.53	297,871.80	171,001.88	163,572.51
归属于母公司的所有者权益	170,714.84	167,795.01	120,850.31	114,057.05
有息债务	63,809.38	58,686.64	13,539.65	15,709.84
资产负债率	40.07%	39.93%	25.81%	26.63%
流动比率	1.23	1.24	2.42	2.40
速动比率	0.67	0.66	1.21	1.40
营业收入	44,109.59	137,358.62	114,582.16	107,333.54
营业利润	3,191.85	11,961.01	11,440.69	9,962.05
净利润	2,559.49	10,207.63	10,020.90	9,053.60
综合毛利率	20.28%	22.91%	23.04%	23.15%
总资产回报率	-	5.63%	7.37%	8.36%
EBITDA	6,215.13	20,687.21	18,613.79	18,026.49
EBITDA 利息保障倍数	11.60	17.18	66.03	11.53
经营活动现金流净额	5,949.05	13,458.96	11,564.64	11,506.87

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身系成立于1999年11月12日注册成立的新昌县五洲实业有限公司（以下简称“五洲实业”），由张峰和张天中共同投资设立。2002年11月18日，五洲实业名称变更为浙江五洲新春集团有限公司。经历次股权变更后，浙江五洲新春集团有限公司以2012年9月30日为基准日，整体变更为股份有限公司，更名为浙江五洲新春集团股份有限公司。2016年10月公司股票在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“五洲新春”，公司公开发行股票5,060万股（A股），股票发行后，截至2016年末，公司股本增至20,240.00万元。2018年公司通过资本公积转增股本共计6,072.00万元，以及发行股份购买资产方式增加股本2,920.47万元，2018年末公司股本为29,232.47万元。截至2019年3月末，公司的股本仍为29,232.47万元，张峰先生直接持有公司23.82%的股份，为公司控股股东，实际控制人为张峰先生与俞越蕾女士¹。

图1 截至2019年3月末，公司股权关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年3月末，张峰先生直接持股的股份质押比例为86.31%，俞越蕾女士直接持股的质押比例为99.47%，张峰先生与俞越蕾女士控股的浙江五洲新春集团控股有限公司、新昌县蓝石投资合伙企业（有限合伙）直接持有股份质押比例分别为28.87%与2.76%，总体质押水平相对较高，考虑到实际控制人目前持有的股票均处于限售阶段，存在一定的实际控制人变更风险，且需关注其对于公司融资弹性的影响。

表1 截至2019年3月末公司主要股东的股份质押情况（单位：股）

股东	持股数量	质押数量	股份质押比例
张峰先生	69,621,123	60,090,000	86.31%
浙江五洲新春集团控股有限公司	23,863,421	6,890,000	28.87%

¹张峰先生与俞越蕾女士为夫妻关系。

俞越蕾女士	19,281,618	19,180,200	99.47%
新昌县蓝石投资合伙企业(有限合伙)	10,705,695	296,010	2.76%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司经营业务范围主要为成品轴承、轴承套圈、精密零配件及各类空调管路的研究、生产和销售。截至2019年5月末，公司纳入合并范围的子公司共二十二家，具体情况见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：浙江五洲新春集团股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过4.8亿元（含本数）；

债券期限：6年期；

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

转股期限：本期债券转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司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三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85.00%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日交易均价之间的较高者，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值和股票面值；

债券赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回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。另外，在转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）或者本期债券未转股余额不足人民币3,000万元（含）时，公司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：本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，可转换公司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债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，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，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。在本次发行的可转债存续期内，若公司根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或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以当期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本期债券的权利；

向原股东配售的安排：本次发行的可转换公司债券给予公司原股东优先配售权，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具体情况确定，并在本次发行可转债的发行公告中予以披露。公司原 A 股股东优先配售之外的余额和原 A 股股东放弃优先配售后部分采用通过上海证券交易所交易系统网上发行的方式进行，或者采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上发行相结合的方式，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过4.8亿元（含），扣除发行费用后，募集资金用于以下项目：

表2 本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额
1	智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目	22,280.00	22,000.00
2	技术研发中心升级项目	3,000.00	3,000.00
3	支付收购新龙实业 22.50% 股权现金对价	13,452.16	13,000.00
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计		48,732.16	48,000.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（1）智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目

智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目规划建设期 36 个月，实施主体为五洲新春，选址于浙江新昌省级高新技术产业园区。项目达产后每年新增净利润 2,775 万元（生产期平均），本项目内部收益率（所得税后）为 10.22%，项目投资回收期为 9.02 年（含

建设期)。截至 2019 年 4 月 29 日，公司尚未投入资金。

(2) 技术研发中心升级项目

技术研发中心升级项目所需主要设备将根据经济性原则采用进口与国产相结合的方式购进，经济效益体现在公司经营业绩的整体提升中，旨在增强公司的研发能力，不涉及新增产能，不单独核算经济效益指标。截至 2019 年 4 月 29 日，公司尚未投入资金。

(3) 支付收购新龙实业 22.50%股权现金对价

2018 年 4 月 8 日，公司召开第二届董事会第十四次会议，审议通过《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易方案的议案》等相关议案；同意公司以发行股份和支付现金相结合的方式，购买浙江五洲新春集团控股有限公司、新昌县五龙投资管理有限公司、吴岳民、吴晓俊、张鉴、潘国军、新昌县俊龙投资管理合伙企业（有限合伙）、新昌县悦龙投资管理合伙企业（有限合伙）合计持有的新龙实业 100.00% 股权，其中股份对价 46,347.84 万元，现金对价 13,452.16 万元。后经审慎研究，公司董事会决议终止前次重组非公开发行股票募集配套资金事项，改为拟通过申请公开发行可转换公司债券的方式支付收购新龙实业 22.50% 股权的现金对价。

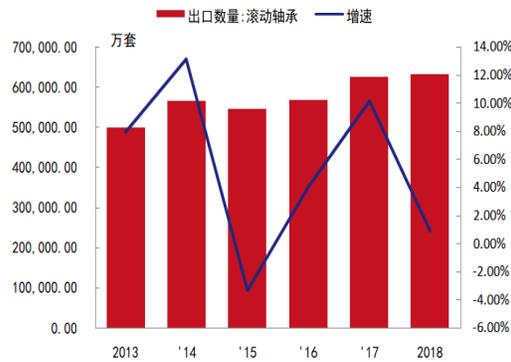
四、运营环境

滚动轴承行业继续保持增长，具备核心技术与优质合作客户的企业抗风险能力较强，但需关注出口美国占比较高的企业面临的贸易不确定性风险

轴承行业广泛运用于汽车、电机、家电、摩托车、农机、工程机械、重型机械、电力、铁路与机床等多种行业；由于我国近年来大力发展机械制造业，轴承行业下游产业快速发展，轴承产品的需求不断增长，2018 年全国滚动轴承行业完成主营业务收入 1,623 亿元，同比增长 6.41%，利润方面，滚动轴承行业利润总额为 94 亿元，较上年增长 2.61%，行业整体运营相对平稳，但值得关注的是利润总额的增速弱于主营业务收入的增速，表明滚动轴承行业盈利能力的削弱。

国内轴承行业外向型发展特征显著，产品外销比例较大，从近年中国滚动轴承出口数量来看，2015-2017 年随着海外需求的持续增加，出口数量增速逐年增加，2017 年增速增至 10.19%，但 2018 年出现了明显的回落；从出口金额来看，近年滚动轴承的出口金额波动加大，2018 年出口金额大幅降低，较上年降低 15.83%，量价背离明显，行业整体盈利面临较大下行压力。轴承行业市场集中度较低，随着竞争愈发激烈，规模较小且技术薄弱的企业经营面临较大不确定性，但具备核心技术与优质合作客户等经营优势的企业经营抗风险能力较强。

图 2 滚动轴承的出口数量与增速



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

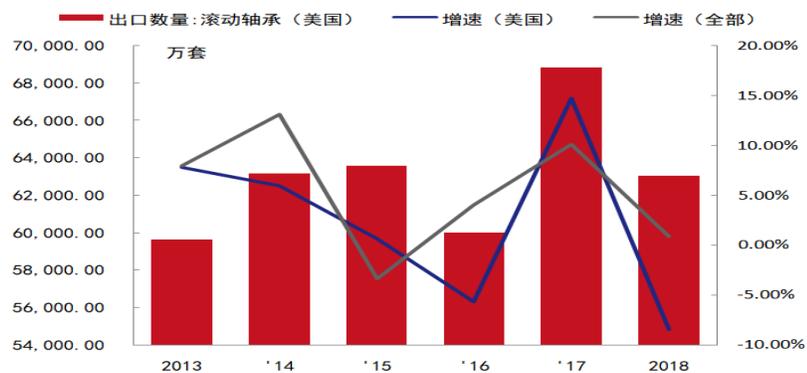
图 3 滚动轴承的出口金额与增速



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

近期中美关系愈发紧张,自 2018 年起美国对中国出口的商品多轮加税,其中 2019 年美国再次将轴承列入加税清单,税率增至 25%。受 2018 年中美贸易环境恶化的影响,当年中国对美国的滚动轴承出口数量大幅降低,出口数量为 63,042.94 万套,全年增速为 -8.42%,占行业出口数量的比重约为 10%,考虑到目前中美贸易局势仍错综复杂,不确定性较强,若未来中美贸易关系的持续恶化,将会对轴承出口产生一定影响,行业增长面临较大压力。

图 4 滚动轴承出口美国市场情况



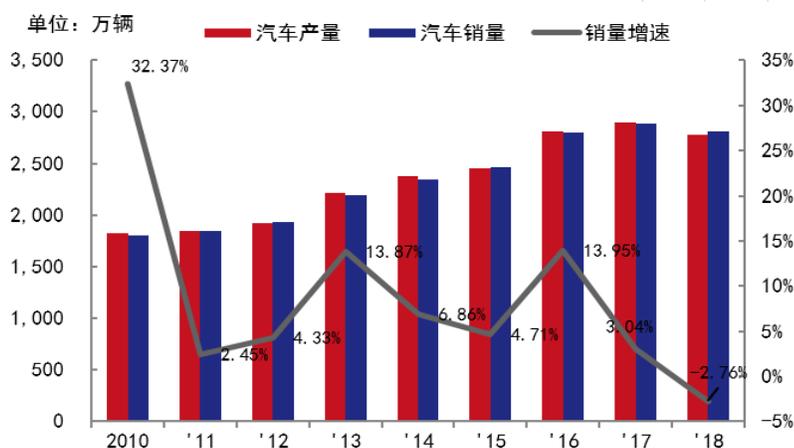
资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

汽车配件行业与下游整车行业运营情况关联度较强,目前汽车行业尚无有效的扶持政策出台,汽配行业未来发展存在不确定性

汽车配件行业市场景气度主要取决于整车行业,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%,其中商用车(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，商用车尤其是中重卡行业运营相对平稳；但2018年乘用车销量为2,370.98万辆，较上年下滑4.08%，销量下滑。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，预计汽车行业景气度短期内仍将承压，汽配行业增长也面临下行压力。

图5 2010-2018年我国汽车产销情况



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

钢材价格持续上升，对轴承与汽车配件行业盈利空间造成一定压缩，短期内钢价较难有大幅下降，轴承与汽车配件行业成本端仍将继续承压

轴承钢作为基础原材料，用于制成公司轴承套圈、成品轴承与汽车配件等产品，其价格波动对公司盈利能力的影响较大。2016年以来钢铁价格维持在高位波动运行，虽2018年第四季度钢价有所回落，但2019年上半年继续上升，价格中枢较2016年钢价相比仍处于高位状态。随着钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”取缔以及环保限产等因素影响，钢铁供给端收缩。需求端方面，虽然近年来基建投资增速下滑，但持续的调控政策加码下，地产领域韧性强于预期，新开工面积增速一路上行，而地产又是“钢需”的最大下游，对钢材需求形成有力支撑。供给端收缩，需求稳中偏好，导致近三年钢价中枢持续上行。2019年5月末，钢铁协会CSPI中国钢材价格指数为112.16，与2017年5月末的指数相比复合增长率高达7.94%，钢价的持续上升有可能导致公司的轴承套圈、成品轴承与汽车配件业务毛利率下降，挤压企业利润空间。

随着未来供给端产能压减任务大幅减轻，加上环保限产力度减弱叠加影响，中短期内钢材供给量可能会增加，但预计增量有限；而随着宏观经济下行压力加大，2019年基建

投资与房地产投资需求有所放缓，钢价稍有回落，但短期内钢材价格较难有大幅下降，轴承与汽车配件行业成本端仍将继续承压。

图 6 近年钢材价格综合价格指数



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

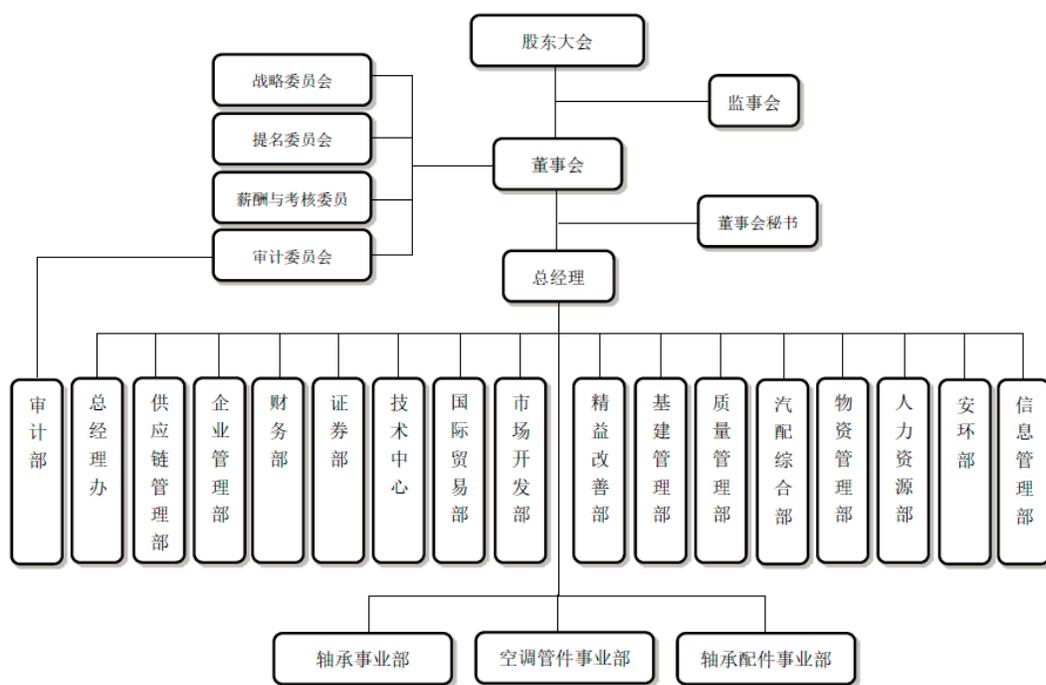
公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了明确的职责分工和制衡机制。

股东大会作为公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。2016-2018年及2019年1-3月公司能够正常召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，其中设董事长1名，副董事长1名，独立董事3名。董事会主要负责执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。公司监事会由3名监事组成，其中2名监事由股东代表担任并由股东大会选举产生，另1名监事由职工代表担任并由公司职工民主选举产生，监事会设主席1名。监事会成员通过列席董事会和股东大会，对公司经营活动、财务状况、重大决策、股东大会召开程序以及董事、高级管理人员履行职责情况等方面实施监督。公司设总经理1名，副总经理若干名，均由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期3年，连聘可以连任。

自1999年五洲新春创办以来，公司的实际控制人均为张峰先生与俞越蕾女士，未发生变更，高层领导团队较为稳定，主要管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验。公司自成立以来，根据自身业务经营与生产管理的特点，先后制定了《关联交易决策制度》、《对

外担保管理制度》、《对外投资决策制度》与《内部审计制度》等制度，并设立了技术中心、供应链管理部、国际贸易部、市场开发部、质量管理部、安环部等职能部门，保障了公司产品研发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序合规开展。公司明确了各部门的权利、责任，制定了相应的岗位职责和管理制度，各部门分工明确，职责清晰。公司各职能部门与下属子公司基本能够按照制定的管理制度规范运作，形成了与公司实际情况相适应的经营运作模式。总体看来，公司法人治理结构较为完善，各项规章制度较为健全，公司部门架构设置、内部管理制度建设及部门配置能够满足公司日常业务开发与经营管理的需要。

图7 截至2019年5月末，公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司及主要子公司共计拥有员工4,422人，其中生产人员3,154人，销售人员84人，技术人员419人。从教育程度看，本科及以上学历293人，大专学历人员538人，中专及以下学历的员工3,591人，人员配备基本能够满足公司生产经营需求。

表3 截至2018年末母公司和主要子公司的员工岗位分布情况及教育程度情况

岗位分布	人数	占职工总数的比例
生产人员	3,154	71.33%
销售人员	84	1.90%
技术人员	419	9.48%

财务人员	59	1.33%
行政人员	558	12.62%
仓储人员	86	1.94%
采购人员	62	1.40%
合计	4,422	100.00%
教育程度	人数	占职工总数的比例
本科及以上学历	293	6.63%
大专	538	12.17%
中专及以下	3,591	81.21%
合计	4,422	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事成品轴承、轴承套圈、精密零配件及各类空调管路的研发、生产和销售，主要分为轴承及配件行业、汽车配件行业、空调管路行业与其他业务。2016-2018年公司营业收入分别为10.73亿元、11.46亿元和13.74亿元，呈逐年上升趋势，三年复合增长率为13.13%，2019年1-3月营业收入为4.41亿元，较上年同期上升48.98%，主要系将新龙实业纳入合并范围所致。从构成来看，轴承及配件行业的轴承套圈与成品轴承销售为公司主营业务收入的主要来源，新龙实业负责的空调管路行业对收入贡献较大，汽车配件行业收入对公司收入形成一定的补充。除上述主营业务外，公司每年仍有小规模的其他业务收入规模，主要为生产过程中产生的废料销售收入、材料收入与房租水电收入等。

从毛利率方面来看，2016-2018年及2019年1-3月公司主营业务毛利率分别为22.61%、22.19%、21.51%和19.29%，综合毛利率分别为23.15%、23.04%、22.91%和20.28%。公司综合毛利率及主营业务毛利率均为20%左右，呈逐年小幅下降趋势，盈利能力尚可。

表4 2016-2018年与2019年1-3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

类型	项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
		金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
轴承及配件行业	轴承套圈	16,891.20	24.36	74,441.68	26.31	68,023.96	25.09	67,614.09	25.47
	成品轴承	11,310.39	16.21	38,756.43	16.01	30,658.46	19.23	27,625.54	18.05
	小计	28,201.59	21.09	113,198.11	22.79	98,682.42	23.27	95,239.63	23.32
汽车配件行业	汽车安全气囊气体发生器部件	1,361.97	1.25	9,503.52	3.18	6,437.30	3.40	3,946.74	3.49

	汽车齿 坏、传动 轴凸轮片 等	672.03	16.00	4,019.88	21.79	5,652.04	24.62	4,276.06	24.56
	小计	2,034.00	6.12	13,523.40	8.71	12,089.34	13.32	8,222.80	14.44
空调管路行业		12,224.44	17.33	6,399.04	25.91	-	-	-	-
其 他 业 务 收 入	废料销售	650.33	99.49	2,662.15	98.73	1,712.75	95.86	1,233.58	98.33
	材料销售	704.40	0.50	1,271.12	9.45	1,810.45	4.20	2,289.03	8.45
	房租水电 收入等	294.82	35.45	304.79	30.46	287.20	3.76	348.49	12.16
	小计	1,649.55	45.77	4,238.06	67.04	3,810.40	47.83	3,871.10	37.42
合计		44,109.59	20.28	137,358.62	22.91	114,582.16	23.04	107,333.54	23.15

注：配件及其他主要是配件、输送线销售、项目改造、技术服务维修等；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品门类较多，能够满足客户不同的需求；研发投入持续增加，具备一定的技术实力；合作的客户为大型跨国企业，较为优质

公司的产品包括成品轴承、轴承套圈、精密零配件及各类空调管路，成品轴承主要包括精密汽车轴承、精密电机轴承及高性能轴承等，产品门类较多，能够满足不同客户的需求。公司生产的轴承套圈定位高端客户，稳定供应于世界排名前六位²的轴承制造商瑞典斯凯孚（SKF）、德国舍弗勒集团（Schaeffler）、日本恩斯克（NSK）、恩梯恩（NTN）、捷太格特（JTEKT）与美国铁姆肯（TIMKEN）等。公司生产的成品轴承主要为中小型精密轴承，主要为国内外汽车、工业机械、电机、农用机械等产业提供主机配套，其中转向管柱专用四点角接触轴承已经配套北美宝马和尼桑汽车，第三代球环滚针轴承已向福特、丰田等多个品牌汽车客户批量供货。其中，圆锥滚子轴承产品主要应用于汽车变速箱、差速器、轮毂、车桥、刹车盘以及部分农业机械、工程机械等配套，主要用户包括波兰FLT、吉凯恩（GKN）、雪铁龙、菲亚特、戴克斯车桥、奇瑞汽车、杰牌传动等。

公司的轴承产品属于通用设备，轴承行业的下游企业覆盖面比较广，主要包括汽车、各类机械、工程机械、重型机械、航天航空、电机、家电、电力、铁路、机床、农业机械等多个行业，下游客户具有行业跨度大和较为分散的特点。此外，公司通过收购新龙实业，持续布局开拓汽车零部件和制冷配件产业。整体看来，公司产品多样化，能够满足不同客户需求，此外，公司产品配套行业分布广泛，能够在一定程度上缓释单一行业需求下滑带来的经营风险。

²根据 2017 年全球轴承制造企业的主营业务收入排名。

表5 公司主要产品类别情况

产品大类	产品种类
轴承套圈	公司轴承套圈主要分为汽车轴承套圈和非汽车轴承套圈。
成品轴承	公司成品轴承产品主要有精密球轴承、圆锥滚子轴承、各类滚针轴承。包括精密汽车轴承、精密电机轴承、精密工业轴承、新型电梯轴承、农用机械轴承等。
精密零部件	公司生产的精密零部件主要涉及汽车安全气囊气体发生器部件、变速箱及差速器齿轮、同步器齿套、各类精密传动件等产品。
空调管路	公司生产的空调管路主要用于连接空调压缩机、蒸发器、冷凝器等主要部件，满足该等部件中热交换介质的传递，主要分为汽车空调管路和家用空调管路两类。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具备一定的经营优势，目前公司已具备精密锻造、冷成形、机加工、热处理、磨加工、装配的生产加工能力，有助于控制成本与提升品质；此外，公司已经培育出斯凯孚、舍弗勒、恩斯克、恩梯恩、捷太格特、铁姆肯等世界知名轴承跨国公司客户，上述客户对其供应商的各项生产、技术指标均订立了严格的考核标准与程序，存在较高的准入门槛；我们还关注到，公司具有一定的技术优势，生产工艺和管理水平较为成熟、稳定，可保障产品质量的可靠性，公司重视研发投入，2016-2018年公司研发费用³逐年增长，分别为0.31亿元、0.36亿元与0.42亿元，投入绝对值仍持续增长，截至2019年5月末，公司共拥有21项发明专利，为国家级高新技术企业，建有国家级博士后工作站、国家CNAS认证实验室。

表6 2016-2018年及2019年1-3月公司研发投入情况（单位：万元）

研发费用项目	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
职工薪酬	502.28	1,230.23	765.81	603.58
直接投入	391.71	2,214.88	2,190.66	1,888.09
资产折旧和摊销	172.02	541.14	622.68	564.09
委托外部研发开发费用	-	8.03	-	-
其他	41.08	228.68	53.41	9.43
合计	1,107.10	4,222.96	3,632.55	3,065.19
研发费用占营业收入比例(%)	2.51%	3.07%	3.17%	2.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料中轴承钢占比较高，采购供应商集中度一般，需关注成品轴承原材料价格波动风险

公司总体采用“以销定产”的经营模式，同时，公司也会根据对市场的预期以及以往客户的需求等进行综合分析判断，对部分产品提前生产与备货，应对市场变化。公司产品的原材料是轴承钢，具体分为轴承钢钢棒和轴承钢钢管，采购主要依据客户的订单，材料价格一般每季度按市场情况确认一次，轴承钢采购成本在直接材料成本中占比较高。

³根据财政部于2018年6月15日发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），对一般企业财务报表列报进行了修订：原“管理费用”拆分为“管理费用”与“研发费用”，此处对实际发生的研发费用进行单独分析。

2016-2018年公司轴承钢钢棒与轴承钢钢管的采购单价呈逐年上升态势，主要系轴承钢市场价格逐年上升所致。通常情况下对于轴承套圈，公司会与其客户根据原材料价格的变化情况定期调整产品的单价（一般为一季度调整一次），保持产品合理的利润，价格波动影响较低；但对于成品轴承，不存在价格调整机制，因此原材料价格的上涨对成品轴承盈利形成侵蚀。结算方面，公司的钢材采购以月结为主，结算方式采取银行转账与票据结算方式。

表7 2016-2018年与2019年1-3月公司主要采购项目成本情况（单位：吨、万元/吨、万元）

项目		2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
轴承钢钢棒	采购量	13,050.26	58,463.39	55,495.22	49,306.54
	采购单价	0.65	0.68	0.63	0.54
	采购金额	8,424.10	39,595.44	34,892.47	26,830.33
轴承钢钢管	采购量	1,466.49	7,465.06	9,512.33	6,986.03
	采购单价	0.93	1.04	0.95	0.78
	采购金额	1,362.88	7,792.30	9,081.42	5,434.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从采购对象来看，2016-2018年公司前五大供应商的采购金额占比分别为28.01%、35.61%与29.87%，整体采购供应商集中度一般，前五大供应商变动不大。但我们关注到公司对钢材供应商江阴泰富兴澄特种材料有限公司⁴（以下简称“兴澄特钢”）的采购比例较大，主要是由于舍弗勒、斯凯孚等客户指定钢材供应商，考虑到公司采购的原材料市场供给均较为充裕，原材料短缺风险不大，但由于兴澄特钢系客户指定，兴澄特钢可能受产能与出货计划等方面因素影响，导致公司部分产品的原材料出现短暂性短缺，进而会对生产经营产生一定影响。

表8 2016-2018年与2019年1-3月公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	占营业成本比例 (%)
2019年1-3月	金龙精密铜管集团股份有限公司	5,839.14	16.61
	中信泰富特钢有限公司	4,340.84	12.35
	江苏亚太轻合金科技股份有限公司	1,013.07	2.88
	宁波长振铜业有限公司	642.58	1.83
	石家庄钢铁有限责任公司	403.11	1.15
	合计	12,238.74	34.81

⁴2019年一季度的公司因将新龙实业纳入合并范围，前五大供应商变动较大；中信泰富特钢有限公司与江阴泰富兴澄特种材料有限公司同属于江阴兴澄特种钢铁有限公司子公司。

2018年	江阴泰富兴澄特种材料有限公司	21,069.39	19.90
	浙江三基钢管有限公司	3,216.92	3.04
	常山县康乐轴承有限公司	2,648.69	2.50
	石家庄钢铁有限责任公司	2,442.22	2.31
	大冶特殊钢股份有限公司	2,250.51	2.13
	合计	31,627.74	29.87
2017年	江阴泰富兴澄特种材料有限公司	20,209.23	22.92
	浙江三基钢管有限公司	4,497.56	5.10
	常山县康乐轴承有限公司	3,069.90	3.48
	浙江健力股份有限公司	1,890.96	2.14
	石家庄钢铁有限责任公司	1,737.87	1.97
	合计	31,405.52	35.61
2016年	江阴泰富兴澄特种材料有限公司	15,256.02	18.5
	浙江三基钢管有限公司	2,880.97	3.49
	张家港市逸洋制管销售有限公司	2,391.24	2.90
	常山县康乐轴承有限公司	1,422.11	1.72
	浙江健力股份有限公司	1,151.92	1.40
	合计	23,102.25	28.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司境外销售比例相对较高，存在一定的汇率变动与出口退税政策风险，产销率水平较高，产品滞销风险较低，未来仍存在一定的发展空间

因公司生产模式主要采取以销定产，因此近三年公司各产品产销率均保持在较高水平。结算方面，公司根据客户类别的不同，采取不同的资金结算方式，对于重点战略客户，采取先发货，后收款的方式，给予客户一定的信用期，其中对于实行无库存直接销售的重点战略客户，信用期为60天至90天，对于实行安全库存销售的重点战略客户，信用期一般为30天；其他的客户一般要求款到发货或支付一部分预付款再安排生产。

表9 2016-2018年与2019年1-3月公司主要产品的产销情况

年度	项目	生产量	销售量	产销率
2019年1-3月	轴承套圈（万件）	10,416.33	10,628.08	102.03%
	成品轴承（万套）	3,878.14	3,536.60	91.19%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	234.53	203.58	86.80%
	空调管路（万件）	4,043.35	4,411.29	109.10%
2018年	轴承套圈（万件）	46,158.51	44,621.28	96.67%

	成品轴承（万套）	12,251.20	11,073.26	90.39%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	1,454.84	1,403.40	96.46%
	空调管路（万件）	2,226.82	1,884.32	84.62%
2017年	轴承套圈（万件）	41,910.20	42,462.00	101.32%
	成品轴承（万套）	8,949.87	8,775.08	98.05%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	1,008.70	964.93	95.66%
	汽车齿坯、传动轴凸轮片（万件）	891.07	891.07	100.00%
2016年	轴承套圈（万件）	42,840.44	42,987.16	100.34%
	成品轴承（万套）	7,050.37	6,936.97	98.39%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	649.36	634.84	97.76%
	汽车齿坯、传动轴凸轮片（万件）	539.91	539.91	100.00%

注：新龙实业系 2018 年 10 月底完成过户，故本表只并入其 2018 年 11-12 月的产销量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售客户集中度来看，2016-2018年与2019年1-3月公司前五大销售对象销售金额占公司销售收入的比重分别为62.35%、57.01%、51.28%和56.86%，客户集中度存在一定的波动，整体维持在较高水平，主要为舍弗勒、斯凯孚、日本双立、恩斯克与奥托立夫等，其中2016-2018年公司对于舍弗勒的销售比例在20%-30%左右，处于相对较高水平，考虑到公司目前销售客户均为经营良好的跨国大企业，且合作关系稳定，销售风险相对可控。

表10 2016-2018年与2019年1-3月公司业务前五大客户情况（单位：万元）

期间	公司名称	销售金额	比例（%）
2019年1-3月	舍弗勒	8,370.12	18.98
	长虹空调	6,774.22	15.36
	斯凯孚	5,440.16	12.33
	法雷奥	2,562.08	5.81
	海信日立	1,935.35	4.39
	合计	25,081.93	56.86
2018年	舍弗勒	33,886.93	24.67
	斯凯孚	21,769.29	15.85
	日本双日	5,436.09	3.96
	恩斯克	5,317.96	3.87
	奥托立夫	4,030.56	2.93
	合计	70,440.83	51.28
2017年	舍弗勒	31,868.94	27.81
	斯凯孚	17,932.68	15.65

	恩斯克	6,055.98	5.29
	日本双日	4,960.49	4.33
	奥托立夫	4,504.12	3.93
	合计	65,322.21	57.01
2016年	舍弗勒	34,588.79	32.23
	斯凯孚	18,470.10	17.21
	日本双日	5,139.79	4.79
	恩斯克	4,939.42	4.60
	瓦轴股份	3,782.82	3.52
	合计	66,920.92	62.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品销售市场分布于国内与国外，2016-2018年公司外销与内销比例未发生重大变化，国内销售收入⁵占比在50%左右，国外客户方面，公司与舍弗勒、斯凯孚、法雷奥等主要客户的海外销售规模较大，贸易结算货币以美元、欧元为主，因此，汇率的波动对出口贸易业务规模、效益都有一定影响。2016-2019年3月公司的汇兑损失（负数为收益）分别为-835.37万元、660.59万元、-67.42万元和244.17万元。未来随着人民币汇率形成机制进一步市场化改革及其他国家形势、货币金融政策的变化，人民币汇率波动幅度可能会扩大，存在一定的汇率波动风险。

公司并购新龙实业，未来存在商誉减值可能；轴承产品产能利用率水平较高，目前在扩产能较多，能够有效缓解公司产能不足的瓶颈，但需关注未来投产后新增产能能否顺利消化风险

2018年10月31日，公司完成发行股份及支付现金并配套本期债券募集资金购买新龙实业100%股权，本次收购交易对价为5.98亿元，形成商誉4.01亿元。新龙实业主要从事空调制冷配件、汽车零部件等的研发与销售，因将其纳入合并范围，2018年公司营业范围新增空调管路收入0.64亿元，2019年1-3月该收入增至1.22亿元，对公司收入贡献较大。新龙实业空调管路产品主要分为汽车空调管路和家用空调管路，主要客户包括法雷奥、长虹空调、海信日立等国内外知名跨国企业供应零部件。公司通过并购新龙实业，持续布局开拓汽车零部件和制冷配件产业，拓展法雷奥、马勒贝洱、海信日立、长虹空调等优质企业客户，但考虑到公司整合方面仍存在不确定性，收购形成商誉规模较大，存在一定的商誉减值风险。

2018年公司轴承套圈、成品轴承与汽车安全气囊气体发生器部件均保持较高的产能利

⁵ 2018年滚动轴承的出口金额有所下滑，但公司未受明显影响的原因主要有三个，一是公司的国外客户都是世界知名的优质客户，是全球布局，某地区产品下滑，但其他地区订单有增加；二是公司在不断开拓新的客户，新订单；三是滚动轴承种类非常多，公司所生产的种类订单没有明显下滑。

用率，产能略显不足，为进一步扩充产能，公司在建投资项目主要为年产1,800万支汽车安全气囊气体发生器部件技改项目，此外公司拟建本期债券募投项目智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目和技术研发中心升级项目，上述项目的建设能够有效缓解公司产能不足的瓶颈，将进一步增强公司的盈利能力和核心竞争力，但须关注到在项目实施过程中，若市场环境、下游需求、竞争对手策略、相关政策或者公司市场开拓等方面出现重大不利变化，则公司可能面临新增产能不能及时消化的风险，未来需关注新增产能的利用情况。

表11 2016-2018年与2019年1-3月公司产品的产能与产能利用率等情况

年度	项目	产能	生产量	产能利用率
2019年1-3月	轴承套圈（万件）	12,500.00	10,416.33	83.33%
	成品轴承（万套）	4,000.00	3,878.14	96.95%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	375.00	234.53	62.54%
	空调管路（万件）	4,300.00	4,043.35	94.03%
2018年	轴承套圈（万件）	50,000.00	46,158.51	92.32%
	成品轴承（万套）	13,000.00	12,251.20	94.24%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	1,500.00	1,454.84	96.99%
	空调管路（万件）	2,634.00	2,226.82	84.54%
2017年	轴承套圈（万件）	45,000.00	41,910.20	93.13%
	成品轴承（万套）	10,000.00	8,949.87	89.50%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	1,000.00	1,008.70	100.87%
	汽车齿坯、传动轴凸轮片（万件）	800.00	891.07	111.38%
2016年	轴承套圈（万件）	42,000.00	42,840.44	102.00%
	成品轴承（万套）	8,000.00	7,050.37	88.13%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	700.00	649.36	92.77%
	汽车齿坯、传动轴凸轮片（万件）	800.00	539.91	67.49%

注：新龙实业系2018年10月底完成过户，故本表2018年度只并入其2018年11-12月的产量。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司在建与拟建项目计划总投资金额为3.45亿元，已投入资金0.58亿元，未来尚需投资规模为2.87亿元，公司存在一定的资金压力。

表12 截至2018年末，公司主要投资项目情况（单位：万元）

类型	项目	计划投资金额	已投资金额	尚需投资金额
在建	年产1800万支汽车安全气囊气体发生器部件技改项目	9,220.00	5,832.56	3,387.44
拟建	智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目*	22,280.00	-	22,280.00

拟建	技术研发中心升级项目*	3,000.00	-	3,000.00
-	合计	34,500.00	5,832.56	28,667.44

注：标“*”项目为本期债券募投项目。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2019年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2019年5月末，公司纳入合并范围情况见附录二，2016-2018年与2019年1-3月公司合并报表范围新增5家子公司，减少2家子公司，其中2016年新增子公司1家，2017年新增子公司2家，减少子公司2家，2018年新增子公司2家，2019年1-3月合并范围无变化。

表13 2016-2018年公司合并范围新增子公司情况（单位：万元）

1、近三年新纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	持股比例 (%)	注册资本	主营业务
2018年	浙江新龙实业有限公司	100.00	4,308.00	生产销售：制冷配件、汽车零部件、机械产品等
	捷姆轴承集团有限公司（以下简称“捷姆轴承”）	51.00	1,000.00	轴承滚子制造、销售；轴承及零配件、轴承原辅材料及相关设备销售。
2017年	安徽五洲新春冷成形技术有限公司	100.00	1,000.00	精密冷成形设备及配件的研发、制造、销售等
	浙江新春同合电梯部件有限公司	60.00	1,000.00	电梯及配件的技术开发、技术咨询，会议会展服务等
2016年	安徽金越轴承有限公司	100.00	800.00	轴承及其配件、汽车零部件的制造、销售。
2、近三年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
年份	子公司名称	持股比例 (%)	注册资本	不再纳入合并范围的原因
2017年	绍兴富进机械有限公司	100.00	5,250.00	被富立钢管吸收合并
	新昌县新泰实业有限公司	100.00	8,455.00	被五洲新春吸收合并

资料来源：公司提供，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，资产质量尚可，但商誉规模较大，需关注其减值风险

2016-2018年公司资产规模分别为16.36亿元、17.10亿元和29.79亿元，保持持续增长态

势，三年复合增长率为34.95%。截至2019年3月末，公司资产总额增至30.36亿元。从资产构成来看，公司主要以非流动资产为主，截至2019年3月末公司资产中的流动资产与非流动资产占比分别为46.43%与53.57%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款与存货。2016-2018年公司货币资金规模存在波动，其中2017年末货币资金较上年大幅减少，主要系支付了较大金额的工程及设备款项所致。从2018年末的货币资金构成来看，货币资金主要包括库存现金、银行存款与其他货币资金，受限的金额为0.39亿元，占货币资金规模为25.89%，受限比例不高，2019年3月末，公司货币资金规模上升至1.79亿元。2018年末公司应收票据及应收账款规模增至5.34亿元，同比大幅增加，主要系公司销售规模增加以及收购新龙实业所致，新龙实业的客户法雷奥、长虹空调等主要客户的应收款项并入，使得应收账款增幅较大。截至2019年3月末，公司应收票据及应收账款账面价值为5.33亿元，从应收账款账龄来看，公司1年以内应收账款的占比为98.12%，1-2年账龄的款项占比0.87%，2-3年账龄的款项占比为0.57%，3年及以上账龄的款项占比合计为0.43%，2018年公司共计计提坏账准备0.23亿元（其中0.06亿元为合并增加的坏账准备）。2018年末公司的应收账款的前五大应收对象合计欠款规模为1.88亿元，占应收账款的比重为44.40%，考虑到公司主要的应收对象主要为大型跨国企业，经营相对稳健，但仍需关注其回收风险。2016-2018年公司存货规模分别为4.02亿元、4.70亿元与6.49亿元，复合增长率为27.07%，其中2018年末存货余额较2017年增加38.12%，主要系当年公司合并新龙实业、捷姆轴承所致。从存货构成来看，公司存货主要由原材料、库存商品、在产品、发出商品和委托加工物资构成，截至2019年3月末，原材料与库存商品分别为1.20亿元和2.39亿元，考虑到公司的轴承套圈和成品轴承大部分已签订销售合同，公司存货滞销风险相对较低。

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程、无形资产与商誉。公司固定资产主要由专用设备和房屋及建筑物构成，截至2019年3月末公司固定资产规模增为7.61亿元，2016-2018年三年复合增长率为26.37%，主要系近年来公司的合并范围增加，新增子公司捷姆轴承、新龙实业等。公司在建工程主要为年产50万套高速精密数控机床轴承、冶金轧机轴承技改项目等，截至2018年末，账面价值为1.60亿元。公司无形资产主要为土地使用权，2016-2018年无形资产账面价值分别为1.08亿元、1.21亿元和2.27亿元，2018年末无形资产变动幅度较大主要系2018年收购新龙实业和捷姆轴承所致。截至2019年3月末，公司商誉账面价值合计为4.08亿元，规模相对较大，其中收购新龙实业形成商誉4.01亿元，整合方面存在不确定性，存在一定商誉减值风险。

表14 2016-2019年3月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	17,852.59	5.88%	14,928.94	5.01%	9,532.08	5.57%	17,846.03	10.91%
应收票据及应收账款	53,250.85	17.54%	53,385.93	17.92%	31,692.97	18.53%	30,468.10	18.63%
存货	64,512.04	21.25%	64,909.81	21.79%	46,993.54	27.48%	40,197.27	24.57%
流动资产合计	140,971.94	46.43%	138,237.35	46.41%	93,920.49	54.92%	96,416.77	58.94%
固定资产	76,051.57	25.05%	74,310.28	24.95%	51,832.21	30.31%	46,536.03	28.45%
在建工程	14,421.24	4.75%	16,033.91	5.38%	11,259.26	6.58%	7,942.66	4.86%
无形资产	22,564.67	7.43%	22,738.60	7.63%	12,072.07	7.06%	10,821.01	6.62%
商誉	40,755.31	13.42%	40,755.31	13.68%	18.68	0.01%	18.68	0.01%
非流动资产合计	162,658.59	53.57%	159,634.45	53.59%	77,081.38	45.08%	67,155.75	41.06%
资产总计	303,630.53	100.00%	297,871.80	100.00%	171,001.88	100.00%	163,572.51	100.00%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及2019年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

总体看来，公司资产主要以应收票据及应收账款、存货、固定资产与商誉为主，其中公司的存货中轴承套圈和成品轴承大部分已签订销售合同，公司存货滞销风险相对较低，应收账款回收风险可，但商誉规模相对较大，存在减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期持续增加，总资产运营效率逐年降低

公司对于不同客户采取不同的结算方式与信用条件，受公司客户结构的影响，公司应收账款余额相对较大，且2016-2018年公司应收账款周转天数保持增长，2018年增至88.36天，主要系2018年末新龙实业纳入公司合并报表所致，整体水平略高于同行业平均水平。因公司需要对部分产品提前备货，导致存货规模维持在较高水平且持续增加，使得2016-2018年公司存货周转天数较长，呈现逐年上升态势，2018年达190.22天，高于同行业平均水平；为匹配下游客户账期，公司对于上游供应商支付的货款账期也进行调整，使得近年公司应付账款周转天数持续增长。受上述因素影响，公司净营业周期持续增加，运营效率不断下滑。

公司的流动资产与固定资产周转天数也不断增加，在净营业周期增加与流动资产、固定资产周转率降低的影响下，2016-2018年公司总资产周转天数逐年上升，分别为497.31天、525.62天与614.44天，复合增长率为11.15%。

表15 2016-2018 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	88.36	84.17	78.11
存货周转天数	190.22	177.97	166.47
应付账款周转天数	83.03	77.12	69.44
净营业周期	195.56	185.02	175.13
流动资产周转天数	304.23	299.00	276.12
固定资产周转天数	165.30	154.53	148.11
总资产周转天数	614.44	525.62	497.31

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入规模逐年上升，盈利能力尚可，未来收入短期内有一定保障

公司主要从事成品轴承、轴承套圈、精密零配件及各类空调管路的研发、生产和销售，2016-2018年公司营业收入分别为10.73亿元、11.46亿元和13.74亿元，呈逐年上升趋势，复合增长率为13.13%，2019年1-3月营业收入为4.41亿元，较上年同期上升48.98%。考虑到公司与大客户均已签订框架销售合同，未来收入短期内有一定保障。毛利率方面，公司与主要客户产销合作关系稳定，客户订单量稳定增长，毛利率水平保持较为稳定，综合毛利率分别为23.15%、23.04%、22.91%和20.28%，盈利能力尚可。

期间费用方面，公司的期间费用主要由销售费用、管理费用、财务费用与研发费用构成，随着销售规模扩大、债务融资总额增加与研发投入的持续增加等因素综合影响下，近三年公司期间费用与期间费用率逐年上升，主要系合并新龙实业、捷姆轴承导致。利润方面，2016-2018年公司利润总额分别为1.08亿元、1.20亿元和1.20亿元，利润水平相对稳定。

表16 2016-2018 年及 2019 年 1-3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	44,109.59	137,358.62	114,582.16	107,333.54
营业利润	3,191.85	11,961.01	11,440.69	9,962.05
利润总额	3,204.06	12,002.44	12,047.76	10,833.49
净利润	2,559.49	10,207.63	10,020.90	9,053.60
综合毛利率	20.28%	22.91%	23.04%	23.15%
期间费用率	13.24%	13.52%	12.44%	12.44%
营业利润率	7.24%	8.71%	9.98%	9.28%
总资产回报率	-	5.63%	7.37%	8.36%
净资产收益率	-	6.68%	8.12%	15.09%
营业收入增长率	-	19.88%	6.75%	14.22%

净利润增长率	-	1.86%	10.68%	4.26%
--------	---	-------	--------	-------

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营资金回笼情况较为及时，经营活动现金流表现尚可，投资项目尚需投入资金，需关注其资金支出压力

公司经营业务资金回笼情况相对较为及时，2016-2018年与2019年1-3月公司收现比分别为1.02、1.07、1.05与1.04，整体销售回款表现良好。随着经营规模逐年上升，公司FFO（经营所得现金）也逐年增加，2018年度FFO增至1.90亿元；营运资本方面，2016-2018年，公司营运资本逐年上升，2018年度增加了0.56亿元，在经营所得现金增加与营运资本增加的综合影响下，经营活动现金净流入为1.35亿元，表现较上年有所上升，整体看来，公司经营活动现金流表现尚可。

投资活动方面，2016-2019年3月公司投资活动现金流净流出规模呈逐年上升态势，分别为1.16亿元、1.18亿元、2.27亿元和0.61亿元，其中2017年度公司IPO募投项目投入生产设备以及建设厂房的资金支出较大，2018年度投资活动产生的现金流量净流出较上年大幅增加，主要系公司现金收购所致。

筹资活动方面，2016-2019年3月公司筹资活动现金流表现波动较大，其中2016年度公司筹资活动产生的现金流量主要系公司首次公开发行募集资金到账形成；2017年度，公司偿还部分借款导致筹资活动现金流量为负；2018年度，为配合公司收购的战略目标，公司新增部分短期借款，导致筹资活动产生的现金流量净额大幅增加；2019年度一季度公司的筹资活动现金流量主要系公司增加短期借款所致。截至2018年末，公司在建的投资项目尚需投入资金2.87亿元，存在一定的资金压力。

表17 2016-2018年与2019年1-3月公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
收现比	1.04	1.05	1.07	1.02
净利润	2,559.49	10,207.63	10,020.90	9,053.60
FFO	6,014.05	19,049.75	17,023.01	15,706.61
营运资本变化	-65.00	-5,590.79	-5,458.36	-4,279.75
其中：存货减少（减：增加）	241.91	-6,090.32	-6,818.03	-3,413.75
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,523.70	-3,850.09	-3,281.49	-9,091.08
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,216.78	4,349.62	2,201.46	8,225.08
经营活动产生的现金流量净额	5,949.05	13,458.96	11,564.64	11,506.87
投资活动产生的现金流量净额	-6,133.08	-22,725.03	-14,285.46	-11,672.75

筹资活动产生的现金流量净额	2,768.29	13,674.73	-5,833.36	10,041.34
现金及现金等价物净增加额	2,428.31	4,373.16	-8,755.77	10,117.47

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模逐年扩大，净资产对于负债总额的保障水平大幅下降，存在一定的资金周转压力

得益于公司2016年公开发行股票、2018年并购重组以及持续经营的积累，截至2018年末，公司所有者权益规模达到17.89亿元，2016-2018年复合增长率为22.10%，截至2019年3月末，公司所有者权益继续增至18.20亿元。2016-2018年公司负债规模分别为4.36亿元、4.41亿元和11.89亿元，复合增长率高达65.25%，其中2018年较上年同比大幅上升169.51%，主要原因有两个方面，一是2018年度，公司以银行贷款方式并购捷姆轴承，加上新龙实业与捷姆轴承纳入合并报表后，使得合并报表层面短期借款有所增加；二是随着公司经营规模的扩大，资金需求量不断增加，公司通过短期借款补充营运资金。受此影响，2016-2018年公司产权比率大幅上升至66.48%，净资产对于负债总额的保障水平明显下降。

表18 2016-2019年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
负债总额	121,678.81	118,948.63	44,134.91	43,559.73
所有者权益	181,951.72	178,923.18	126,866.96	120,012.79
产权比率	66.87%	66.48%	34.79%	36.30%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司负债主要以流动负债为主，流动负债占负债总额的比重为93.77%，其中流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款与其他应付款构成。截至2018年末，短期借款主要为信用借款、抵押借款和质押借款等，账面总余额达到4.83亿元；应付票据主要为银行承兑汇票，账面余额为0.94亿元；应付账款主要为应付材料成本采购款和应付长期资产购置款，账面余额为2.97亿元；公司其他应付款主要为应付新龙实业股权收购款、土地购置款和拆借款等，账面余额为1.79亿元。公司非流动负债主要为递延收益，截至2018年末，递延收益账面余额为0.53亿元，主要为以前年度收到的政府补助以及土地出让金返还款。

表19 2016-2019年3月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	53,953.96	44.34%	48,285.54	40.59%	6,000.00	13.59%	8,400.00	19.28%
应付票据及应付账款	37,571.94	30.88%	39,051.80	32.83%	26,638.19	60.36%	25,748.73	59.11%
其他应付款	17,838.89	14.66%	17,909.68	15.06%	1,173.71	2.66%	1,386.13	3.18%
流动负债合计	114,158.32	93.82%	111,539.73	93.77%	38,806.36	87.93%	40,182.01	92.25%
递延收益	5,483.98	4.51%	5,335.09	4.49%	5,328.55	12.07%	3,357.66	7.71%
非流动负债合计	7,520.49	6.18%	7,408.89	6.23%	5,328.55	12.07%	3,377.72	7.75%
负债合计	121,678.81	100.00%	118,948.63	100.00%	44,134.91	100.00%	43,559.73	100.00%
其中：有息债务	63,809.38	52.44%	58,686.65	49.34%	13,539.65	30.68%	15,744.39	36.14%

注：有息债务=短期借款+应付票据+其他应付款中的有息拆借款+一年内到期的非流动负债
资料来源：公司2016-2018年审计报告及2019年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司有息债务规模为6.38亿元（含应付票据0.90亿元），均为短期有息负债，在负债总额中占比为52.44%，存在较大的短期偿债压力。

从偿债指标来看，2016-2018年公司资产负债率存在波动，分别为26.63%、25.81%和39.93%，2019年3月末公司资产负债率继续增至40.07%，债务水平相对不高。2016-2018年公司流动比率虽有波动但大体上呈现下降趋势，速动比率逐年下降，截至2019年3月末，公司流动比率与速动比率分别为1.23与0.67，短期偿债能力不强。2016-2018年公司EBITDA逐年上升，2018年度借款融资规模的增大，利息支出增幅较大，EBITDA利息保障倍数降至17.18，使息税折旧摊销前利润对于公司债务利息的保障程度大幅下降，保障程度适中。

表20 2016-2019年3月公司偿债能力指标

指标名称	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	40.07%	39.93%	25.81%	26.63%
流动比率	1.23	1.24	2.42	2.40
速动比率	0.67	0.66	1.21	1.40
EBITDA（万元）	6,215.13	20,687.21	18,613.79	18,026.49
EBITDA 利息保障倍数	11.60	17.18	66.03	11.53
有息债务/EBITDA	-	2.84	0.73	0.87
债务总额/EBITDA	-	5.75	2.37	2.42
经营性净现金流/流动负债	-	12.07%	29.80%	28.64%
经营性净现金流/负债总额	-	11.31%	26.20%	26.42%

资料来源：公司2016-2018年审计报告及2019年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

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。根据公司提供的项目可行性研究报告，本期募投项目之一智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目建成达产后，公司将每年新增净利润2,775万元（生产期平均），本项目内部收益率（所得税后）为10.22%，项目投资回收期为9.02年（含建设期）。但需要关注的是，新增产能能否完全消化存在一定的风险。

公司经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的重要保障。2016-2018年及2019年1-3月公司经营活动产生的现金流量分别净流入11,506.87万元、11,564.64万元、13,458.96万元与5,949.05万元。考虑到公司与跨国轴承企业合作关系稳定，未来业务发展存在一定保障。但同时我们也关注到，目前滚动轴承与汽车配件行业面临一定的下行压力，未来公司经营情况存在不确定性。

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

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年6月21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，无到期未偿付或逾期偿付情况。2009-2014年，公司共计发生6笔关注类贷款和1笔关注类贸易融资，针对上述6笔关注类贷款，根据浙江新昌农村商业银行股份有限公司于2019年5月5日出具的说明，因五洲新春、五洲控股与新昌县新宸进出口有限公司的法定代表人张峰系该银行的关系人，因此该银行对上述三家企业十级分类认定为关注。针对上述1笔关注类贸易融资，根据中国工商银行股份有限公司新昌支行与2019年6月10日出具说明，五洲新春于2014年2月20日办理的美元出口押汇业务已于2014年5月21日结清，该笔业务在银行存续期间正常，无逾期欠息现象，因在贷款数据传输至人民银行期间，发生错误，导致五级分类显示关注。实际该笔贷款为正常结清。

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	17,852.59	14,928.94	9,532.08	17,846.03
应收票据及应收账款	53,250.85	53,385.93	31,692.97	30,468.10
存货	64,512.04	64,909.81	46,993.54	40,197.27
固定资产	76,051.57	74,310.28	51,832.21	46,536.03
商誉	40,755.31	40,755.31	18.68	18.68
总资产	303,630.53	297,871.80	171,001.88	163,572.51
短期借款	53,953.96	48,285.54	6,000.00	8,400.00
应付票据及应付账款	37,571.94	39,051.80	26,638.19	25,748.73
其他应付款	17,838.89	17,909.68	1,173.71	1,386.13
一年内到期的非流动负债	-	-	-	34.56
总负债	121,678.81	118,948.63	44,134.91	43,559.73
有息债务	63,809.38	58,686.64	13,539.65	15,709.84
营业收入	44,109.59	137,358.62	114,582.16	107,333.54
营业利润	3,191.85	11,961.01	11,440.69	9,962.05
净利润	2,559.49	10,207.63	10,020.90	9,053.60
经营活动产生的现金流量净额	5,949.05	13,458.96	11,564.64	11,506.87
投资活动产生的现金流量净额	-6,133.08	-22,725.03	-14,285.46	-11,672.75
筹资活动产生的现金流量净额	2,768.29	13,674.73	-5,833.36	10,041.34
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	84.10	88.36	84.17	78.11
存货周转天数	165.62	190.22	177.97	166.47
应付账款周转天数	75.94	83.03	77.12	69.44
净营业周期	173.79	195.56	185.02	175.13
流动资产周转天数	1,139.24	304.23	299.00	276.12
固定资产周转天数	613.60	165.30	154.53	148.11
总资产周转天数	2,453.99	614.44	525.62	497.31
综合毛利率	20.28%	22.91%	23.04%	23.15%
期间费用率	13.24%	13.52%	12.44%	12.44%
营业利润率	7.24%	8.71%	9.98%	9.28%
总资产回报率	-	5.63%	0.17%	1.05%
净资产收益率	-	6.68%	8.12%	15.09%
营业收入增长率	-	19.88%	6.75%	14.22%
净利润增长率	-	1.86%	10.68%	4.26%
资产负债率	40.07%	39.93%	25.81%	26.63%
流动比率	1.23	1.24	2.42	2.40

速动比率	0.67	0.66	1.21	1.40
EBITDA（万元）	6,215.13	20,687.21	18,613.79	18,026.49
EBITDA 利息保障倍数	11.60	17.18	66.03	11.53
有息债务/EBITDA	-	2.84	0.73	0.87
债务总额/EBITDA	-	5.75	2.37	2.42
经营性净现金流/流动负债	-	12.07%	29.80%	28.64%
经营性净现金流/负债总额	-	11.31%	26.20%	26.42%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告以及 2019 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 年 5 月末公司纳入合并范围的子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例		主营业务
			直接持股	间接持股	
浙江五洲新春集团销售有限公司	五洲销售	1,000.00	100.00	-	销售钢管钢材、轴承、轴承配件、汽车配件、五金配件、机械设备；生产性废旧金属回收；货物进出口。
五洲(香港)贸易有限公司	五洲香港	980.00 万美元	100.00	-	各类轴承、轴承车件、轴承配件、数控车床等领域的进出口贸易。
浙江森春机械有限公司	森春机械	11,285.00	100.00	-	生产销售机械零部件、汽车配件、轴承及配件；货物进出口。
浙江富日泰轴承有限公司	富日泰	1,100.00 万美元	75.00	-	精密轴承、轴承套圈精车件、汽车零部件及其他机械配件生产、销售。
五洲新春(上海)精密轴承有限公司	五洲上海	100.00	100.00	-	轴承、五金配件、汽车配件的销售，传动机械科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务，从事货物与技术的进出口业务。
新昌县富盛轴承配件有限公司	富盛轴承	2,450.00	100.00	-	制造、加工轴承及配件、机械配件。
浙江富立轴承钢管有限公司	富立轴承	2,655.00 万美元	86.14	13.86	生产轴承钢管、轴承套圈车件、精密轴承、汽车配件。
浙江新昌富迪轴承有限公司	富迪轴承	25.00 万美元	66.00	34.00	生产销售轴承套圈、机械零部件。
大连五洲勤大轴承有限公司	大连五洲	10,000.00	70.00	-	机械设备、轴承、液压及气压动力元件、汽车配件制造、加工、销售；货物及技术进出口业
合肥金昌轴承有限公司	金昌轴承	4,850.00	100.00	-	轴承及配件、汽车零部件、五金制品的生产、销售；自有房屋租赁；自营和代理各类商品和技术的进出口业务
安徽金越轴承有限公司	安徽金越	800.00	-	100.00	轴承及其配件、汽车零部件的制造、销售。
浙江新春同合电梯部件有限公司	同合电梯	1,000.00	60.00	-	电梯及配件的技术开发、技术咨询，会议会展服务等
安徽五洲新春冷成形技术有限公司	安徽冷成形	1,000.00	100.00	-	精密冷成形设备及配件的研发、制造、销售等
四川五洲长新科技有限公司	四川五洲	10,000.00	100.00	-	汽车零部件及空调零部件的技术研发及推广等
安徽森春机械有限公司	安徽森春	3,000.00	100.00	-	轴承及配件、汽车零部件、通用机械零部件制造、销售。
捷姆轴承集团有限公司	捷姆轴承	5,000.00	51.00	-	轴承的制造及营销；轴承原辅材料及设备营销等
捷姆轴承集团常山热处理有限公司	常山热处理	1,680.00	-	51.00	轴承套圈制造；轴承及其零配件、生产原辅材料、轴承设备销售。
捷姆轴承集团常山进出口有限公司	常山进出口	500.00	-	51.00	货物进出口，技术进出口
捷姆轴承集团常山滚子有限公司	常山滚子	1,000.00	-	51.00	轴承滚子制造、销售；轴承及零配件、轴承原辅材料及相关设备销售。

浙江新龙实业有限公司	新龙实业	4,308.00	100.00	-	生产销售：制冷配件、汽车零部件、机械产品等
新昌县五龙制冷有限公司	五龙制冷	100.00	-	100.00	生产销售制冷配件、空调管组件、注塑产品
四川长新制冷部件有限公司	长新制冷	2,000.00	-	65.00	空调压缩机配件、组件制造、销售。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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拆借款 + 一年内到期的非流动负债

附录四 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。