

2019 年浙江今飞凯达轮毂股份有限公司
可转换公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：




报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【24】号 01

债券简称：今飞转债
增信方式：第三方担保
担保主体：富源今飞房
地产开发有限公司
债券剩余规模：
36,791.68 万元
债券到期日期：2025 年
02 月 28 日
债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次，附
债券赎回条款及回售条
款

分析师

姓名：
杨培峰 毕柳

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.co
m

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2019 年浙江今飞凯达轮毂股份有限公司 可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	A+	A+
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 4 月 26 日	2019 年 6 月 17 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江今飞凯达轮毂股份有限公司（以下简称“今飞凯达”或“公司”，股票代码：002863.SZ）及其 2019 年 2 月 28 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体长期信用等级维持为 A+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司云南基地逐步投产，有助于公司取得成本优势，金华厂区土地收储事项若进展顺利，其补贴款项将一定程度上增强公司资本实力；同时中证鹏元也关注到，国内汽车销量持续下滑叠加外需疲软，拖累汽车零部件行业收入下降，公司存货存在一定贬值风险，且面临较大建设支出压力和短期偿债压力，新增产能存在一定消化风险及金华基地搬迁对公司正常经营有不确定影响等不利因素。

正面：

- 云南基地逐步投产，有助于公司取得成本优势。近年公司积极推进云南基地的生产建设，其中部分生产线已投产，由于云南地区电解铝资源丰富，且电价优惠力度较大，有助于公司通过低成本取得竞争优势。
- 金华厂区土地收储事项若进展顺利，其补贴款项将一定程度上增强公司资本实力。根据《关于收到实施规划搬迁、土地收储通知的公告》，公司仙华南街 800 号用地已列入金华市开发区规划搬迁、土地收储范围，其中土地面积 127,602 平方米，建筑面积 74,229.54 平方米，考虑到公司该地块占地面积较大，若收储进展顺利，其补贴款项将在一定程度上增强公司资本实力。

关注:

- **国内汽车销量持续下滑叠加外需疲软，拖累汽车零部件行业收入下降。**2019 国内乘用车累计销量同比下降 9.56%，叠加受反倾销、贸易战等影响因素，全年公司实现主营业务收入 20.68 亿元，同比减少 16.59%，受“COVID-19”疫情影响，2020 年汽车零部件需求降幅可能走阔，公司面临较大经营压力。
- **存货存在一定去化及贬值风险。**“COVID-19”疫情影响，2020 年一季度以来上游金属原材料价格大幅下滑，考虑到 2019 年末公司账面存货规模达 9.48 亿元，存在一定去化及贬值风险。
- **公司面临较大建设支出压力。**公司目前正积极推进云南生产基地、金华新厂区、泰国生产基地的建设，但主体工程尚未完工，待投资规模较大，后续公司面临较大资金支出压力。
- **资产负债水平较高，面临较大短期偿债压力。**2019 年末公司资产负债率为 76.31%，资产负债水平仍较高，流动比率和速动比率分别为 0.70、0.35，流动资产对流动负债保障较弱，同期有息债务进一步增长至 29.31 亿元，占负债总额比重上升至 86.06%，有息债务压力较重，同时需注意，2020 年即将到期有息债务占有息债务总额的比重达 81.70%，公司面临较大短期偿债压力。
- **新增产能存在一定消化风险，金华基地搬迁对公司正常经营有不确定影响。**目前公司在云南、泰国仍有较大规模扩产项目，考虑到“COVID-19”疫情影响下，全球整车需求下降明显，新增产能存在一定消化风险，此外金华基地搬迁补偿方案尚未最终确定，搬迁工作涉及的资金支出及产能转换等问题对公司能否保持正常生产经营有不确定影响。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	446,291.35	408,582.01	380,894.64
归属于母公司所有者权益合计	104,392.00	95,261.68	90,810.89
有息债务	293,087.25	267,052.19	244,900.30
资产负债率	76.31%	76.39%	75.82%
流动比率	0.70	0.68	0.74
速动比率	0.35	0.38	0.46
营业收入	294,585.89	287,799.95	258,029.51
营业利润	7,431.50	6,189.18	7,356.31
净利润	5,944.07	6,571.15	6,340.33

综合毛利率	15.35%	16.23%	16.57%
总资产回报率	4.92%	4.74%	5.29%
EBITDA	37,092.09	36,375.54	33,212.51
EBITDA 利息保障倍数	2.72	2.89	3.19
经营活动现金流净额	24,226.10	35,848.67	-18,043.13

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
总资产	71,569.93	41,092.24
所有者权益	39,999.76	40,932.16
资产负债率	44.11%	0.39%
营业收入	0.00	0.00
净利润	-932.40	-67.84
经营活动现金流净额	5,155.40	-40,998.27

资料来源：公司提供

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年2月28日发行6年期3.68亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目、年产500万件摩托车铝合金轮毂项目和偿还银行贷款。根据公司2019年4月9日公告，公司董事会通过了全资子公司使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案，其中，云南富源今飞轮毂制造有限公司使用不超过16,651.22万元募集资金暂时补充流动资金，公司全资子公司云南今飞摩托车配件制造有限公司使用不超过9,000.00万元募集资金暂时补充流动资金。截至2019年12月31日，用于补充流动资金的募集资金为21,230.00万元，其余募集资金（含利息收入）248.57万元存放于募集资金监管专户中。

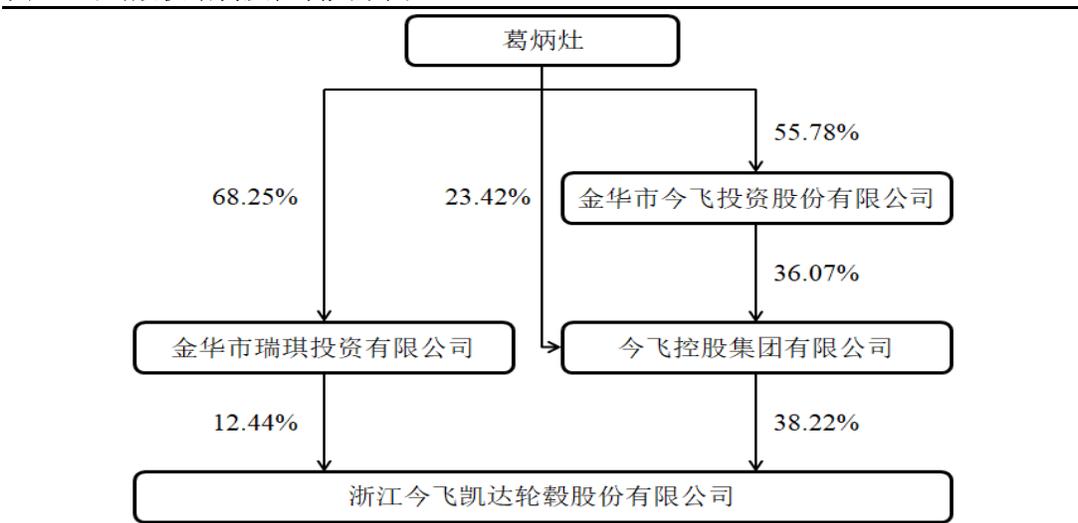
本期债券存续期限为2019年2月28日至2025年2月28日，转股期为2019年9月6日至2025年2月28日，初始转股价格为6.80元/股，因实施了2018年度权益分派，转股价格自2019年5月23日调整为6.78元/股。截至2020年3月31日，剩余可转债公司债券金额为367,916,800元，未转换比例为99.98%。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生改变，注册资本仍为37,655万元，控股股东仍为今飞控股集团有限公司（以下简称“今飞集团”），实际控制人仍为葛炳灶。截至2019年末，公司股权结构及实际控制关系如下。根据公司披露的股东股份质押公告，截至2020年3月31日，公司控股股东今飞集团累计质押所持公司股份11,039.08万股，占其总持股的76.70%，占总股本的29.32%，金华市瑞琪投资有限公司累计质押所持公司股份4,200.00万股，占其总持股的89.66%，占总股本的11.15%，公司实际控制人累计质押所持公司股份15,239.08万股，占其总持股的79.88%，占总股本的40.47%。

根据公司2020年3月12日公告的非公开发行股票预案（修订稿），公司拟通过非公开发行股票募集资金用于投资在建项目并偿还银行贷款，若顺利实施，将有助于缓解公司资金压力，并在一定程度上降低债务压力。目前该预案尚未拿到监管批文，该事项能否顺利推进存在一定不确定性。

图1 公司股权结构及控制关系图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，主营业务仍为汽车、摩托车轮毂及组件生产销售，2019年公司合并报表范围新增子公司7家，未发生不再纳入合并范围情况。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	股权取得时点	出资额	持股比例	合并方式
沃森制造（泰国）有限公司	2019-1-9	2,443.44	100%	收购
浙江今飞智造摩轮有限公司	2019-6-25	10,000.00	100%	新设
浙江今飞新材料有限公司	2019-6-25	3,000.00	100%	新设
浙江今飞国际贸易有限公司	2019-9-30	1,000.00	100%	新设
富源今飞汽车配件制造有限公司	2019-7-9	1,000.00	100%	新设
云南飞速汽车轮毂制造有限公司	2019-8-9	4,000.00	100%	新设
金华市今科新材料有限公司	2019-11-14	900.00	100%	新设

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

中国汽车销量持续下滑，拖累汽车零部件行业收入负增长；受“COVID-19”疫情影响，2020年汽车零部件需求降幅可能走阔

2019年乘用车销量同比持续下滑，受整车市场行情拖累，汽车零部件行业收入首次呈现负增长。2019年国内乘用车累计销量2,144.42万辆，销量同比下跌9.56%，汽车行业营业收入同比下降1.80%，利润总额同比下降15.90%，但自6月份以来，在前期基数下降以及较大的终端优惠下同比跌幅均已逐步收窄。受整车市场拖累，2019年1-11月中国汽车零部件行业的主营业务收入为31,900.17亿元，同比下降0.22%，利润总额同比下降9.31%，各项指标降幅均小于整车市场，自6月份以来降幅亦有所收窄。整体来看，2019

年汽车零部件行业收入首次呈现负增长，但表现优于整车市场，主要系汽车后市场的稳定发展在一定程度上削弱了整车销售市场不景气对零部件行业造成的负面影响，保证了下游行业对零部件产品的基本需求。

中证鹏元认为，受“COVID-19”疫情影响，2020年汽车零部件需求降幅可能走阔。我国经济增速持续放缓带来消费者收入预期下降，房价高企导致居民杠杆率持续走高，以及贫富差距等因素成为制约汽车发展的重要因素。“COVID-19”疫情作为“黑天鹅事件”因素加入，对乘用车暂时性消费需求形成抑制，且整车企业普遍延迟复工，对汽车零部件短期需求冲击显著。但从全年来看，中证鹏元认为疫情对于零部件需求的影响程度主要取决于疫情的发展，若疫情能够在3月份前有效控制，那么当下被抑制的购置需求会部分迁移至后期，全年影响可能会相对有限；反之，若疫情仍延续到4月份乃至更靠后，无疑将会对抗风险能力较弱的私营企业与个体单位形成明显冲击，而这部分人群数量占全部就业人口比重接近50%，社会就业问题将会面临严峻考验，最终疫情的影响将会体现在居民消费能力与意愿端，后续即使疫情得到有效控制，但汽车消费需求已经被明显削弱，势必影响全年汽车零部件需求的综合表现。受“COVID-19”疫情影响，2020年汽车零部件需求降幅可能走阔。

图2 乘用车销量同比持续下降，但降幅逐步收窄

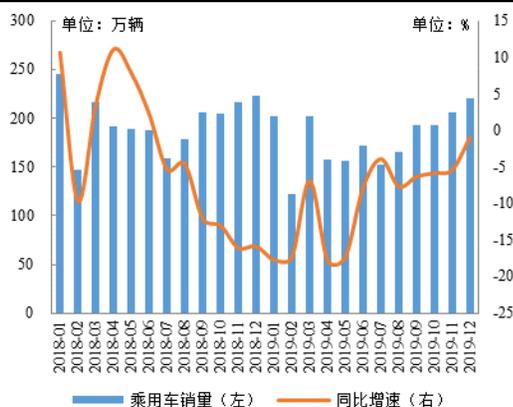


图3 受“COVID-19”疫情影响，2020年汽车零部件需求降幅可能走阔



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，受“COVID-19”疫情影响，短期新能源汽车零部件需求将受到不利影响。根据此前财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委于2015年5月联合发布的《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，2020年新能源补贴政策将正式全面取消，但2020年1月工信部发言人表示2020年新能源政策将保持相对稳定，不会大幅退坡，在一定程度上缓解了新能源汽车零部件需求降幅。

中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术的企业将在激烈竞争中脱

颖而出。随着补贴取消带来更加公平的市场竞争、消费者需求渡过培育阶段以及充电桩等基础设施逐步完善后，传统合资企业开始加速入局新能源市场，特斯拉上海工厂以及国内造车新势力也将迎来量产阶段。长期来看，政府力推新能源的方针并未改变，未来新能源汽车市场扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

2020 年汽车零部件行业继续出清；市场分化加剧，配套日系德系、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强；市场并购重组保持活跃，需防范并购风险

中证鹏元认为，2020 年汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧并购重组保持活跃，全球化发展机遇即将来临。下游整车行业需求下降，年降幅度扩大、资金回款压力激增等因素导致大量零部件供应商业务停滞或倒闭。自 2018 年至今，汽车零部件行业涉及破产的案件多达 188 起，甚至部分头部企业如轮胎与车身板件制造商永泰集团、刹车片制造商信义集团、汽车电器国威科技、银亿股份等也相继申请破产，裁员瘦身的供应商持续增多。其中，国威科技作为华晨汽车等 14 家主机厂部分车型配件的唯一供应商，其破产直接导致部分主机厂被迫停产。整车行业不景气压力转嫁，部分主机厂经营不善拖欠账款，进一步挤压供应商生存空间，导致供应链断裂影响汽车生产，此类恶性循环将对整个汽车产业链造成非常严重的影响。

市场出清势必伴随着分化加剧，配套日系德系、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强。将 132 家 A 股上市的零部件企业按营业收入规模排名，前 20 家头部企业 2019 年前三季度营业利润合计为 171.27 亿元，较上年同期下降 8.44%，降幅低于同期行业平均水平 6.31 个百分点，而非头部企业营业利润合计 251.84 亿元，较上年同期下降 18.57%，头部供应商在上游整车市场低迷影响下降幅更小抗压能力相对较强。从汽车品牌来看，2019 年日系品牌销量大幅上扬，市场占有率逆势上升至 22%，德系品牌市场占有率亦较 2018 年末上升 2.5 个百分点至 24.7%，依附于强劲的整车厂力量，配套日系车与德系车的零部件供应商相对于配套韩系车、我国自主品牌乘用车等的供应商来说未来发展更有保障，抗压能力相对更强，信用风险较小。此外，掌握核心技术、出口占比较高的供应商如宁德时代、岱美股份等企业的抗压能力亦相对较强。

图 4 日系与德系品牌地位强势，自主品牌份额跌幅最大



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

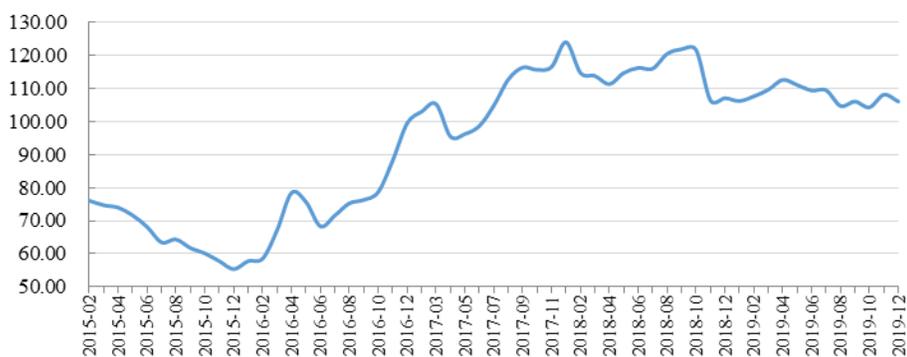
预计 2020 年零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑将为中国零部件企业提供新的发展机遇，但需防范企业并购风险。近年来，全球乘用车销量增速整体呈现下滑趋势，迫使国际车企需要通过降成本来维持盈利能力的平稳，这就提供了重新选择零部件供应商的可能。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，且部分国内零部件已具备进入车企供应链重新配套的能力。此外，国际零部件龙头剥离或出售业务为国内零部件供应商提供配套可能，近年零部件市场不断整合资源，跨界并购企业重组增多。2018 年以来，中资汽车零部件企业共发生 20 多宗跨境投资和并购交易，如郑煤机收购博世电机业务、均胜电子收购高田资产、继峰股份收购全球领先的汽车座椅及内饰供应商格拉默、德赛西威全资收购德国先进天线技术公司 ATBB 等，主要集中在新能源和智能网联领域。随着国内零部件市场出清，头部企业亦可把握时机，将遭遇生存危机的技术型企业兼并重组，从而快速提升核心竞争力。但需注意，企业并购尤其是海外并购存在不容忽视的风险，如国家和地区监管部门的审批风险、并购融资的财务风险、整合过程中的经营体制和文化的冲突风险、市场份额相互渗透加剧内耗的风险、跨国经营的政策与汇率风险等。

2020 年钢材需求启动推迟，后期钢价存在反弹动力，预计全年钢价将震荡下行，有利于压缩汽车零部件行业的整体成本

2019 年钢材价格有所下滑，释放盈利空间，在一定程度上缓解零部件厂商压力。汽车零部件的原材料主要是钢铁及其合金材料，据统计钢材成本占汽车原材料成本的比重在 70% 以上。截至 2019 年末，中国钢材价格指数降至 106.10，回落至 2017 年年中水平。近两年整车市场低迷转嫁成本延长账期，导致零部件厂商盈利空间不断被压缩，钢价的下滑在一定程度上缓解了部分厂商的生存压力。

中证鹏元认为 2020 年钢材需求启动推迟，后期钢价存在反弹动力，预计全年钢价将震荡下行，有利于压缩汽车零部件行业的整体成本。短期来看，考虑到“COVID-19”疫情对钢铁行业的影响主要集中一季度，且对下游需求端的影响大于钢铁生产端，供需错配下，导致钢材库存增长较快，可能会对钢价造成短期冲击。短流程钢厂普遍推迟复工时间，若钢价持续处于低位，不排除长流程钢厂进一步限产、减产，而随着下游行业的陆续复工，部分需求或将阶段性的大幅增长，行业可能呈阶段性的供需紧平衡，钢价存在反弹动力。纵观 2020 年全年，钢材供给量增速将高于需求增速，供应偏宽松，未来钢价下行压力较大，但企业库存仍处于低位，在社会库存后可充当第二层“蓄水池”吸收过剩供给、打赢蓝天保卫战下继续严格环保限产，将缓解钢价的下降幅度。供给端方面，在禁止“一刀切”和钢厂产能置换后环保达标的产能越来越多，大背景下 2020 年环保政策的限产边际作用将减弱，预计 2020 年粗钢产量将保持增长。需求端方面，从地产、基建和机械制造业三个方面分析，2020 年房地产开发投资规模增速将缓慢回落，地产用钢需求增量放缓；2020 年基建投资力度难以触及及高峰，整体继续缓慢复苏；2020 年机械制造仍将保持平稳发展，对钢材需求保持稳定增长。整体来看，中证鹏元预计 2020 年钢价震荡下行，库存的“蓄水池”作用可维持供需弱平衡。

图 5 2019 年中国钢材价格指数有所下滑，未来钢材供需弱平衡，预计 2020 年钢价将震荡下行



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务主要系汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮的生产及销售，2019年实现营业收入29.46亿元，同比增长2.36%。具体来看，汽轮仍是公司营业收入的主要来源，但2019年国内汽车一级市场销量继续下滑，公司汽轮销售规模同比下滑22.36%至12.67亿元；摩轮业务也出现一定下滑，全年实现业务收入7.07亿元，降幅为

10.72%，主要系印度市场需求波动所致；电轮业务增长明显，全年实现收入0.95亿元，同比增长67.74%。此外，2019年公司房屋租赁、废料销售及中间合金等其他业务同比大幅增长120.41%至8.77亿元，其中中间合金业务即铝合金中间产品销售，2019年销售收入大幅增长，是其他业务收入增长的主要来源。

毛利率方面，2019年汽轮业务和摩轮业务毛利率分别为22.22%和13.62%，较上年均有所上升，主要得益于成本端的积极控制，此外毛利较高的产品销售收入占比有所上升，对毛利率也有一定提振作用，电轮业务毛利率同比回升0.33个百分点，但仍维持较低水平，其他业务毛利率有所回升，主要系毛利较高的租赁业务收入大幅增长所致。综合来看，虽然轮毂业务整体毛利率水平均有所回升，但毛利较高的汽轮业务规模出现萎缩，同时毛利率较低的其他业务规模进一步上升，导致2019年公司整体毛利率同比下滑0.88个百分点至15.35%。

表2 2018-2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
汽轮	126,701.10	22.22%	163,195.13	21.19%
摩轮	70,660.04	13.62%	79,143.35	11.72%
电轮	9,480.24	2.03%	5,651.70	1.70%
主营业务合计	206,841.38	18.36%	247,990.19	17.72%
中间合金	77,934.51	1.63%	32,036.05	0.72%
房租收入	3,509.56	87.97%	1,398.30	87.52%
废料及铝渣锭收入	2,625.33	80.24%	2,229.35	44.16%
其他收入	3,675.11	20.90%	4,146.06	7.92%
其他业务合计	87,744.51	8.25%	39,809.76	6.95%
合计	294,585.89	15.35%	287,799.94	16.23%

资料来源：公司提供

受国内汽车市场销量下滑及贸易战影响，2019年公司汽轮销售规模同比下降，大客户销售占比随之下滑，同期摩轮销售收入随印度市场需求波动有所下滑，考虑到汽车消费需求延续低迷、贸易战的不利影响尚存，叠加“COVID-19”疫情的短期冲击，后续公司主营业务仍面临较大下行压力

公司实行“以销定产”的订单拉动式生产模式，每月由营销部根据订单的总体情况以及产能情况，总体分配OEM和AM的产能份额，以及分配各个客户的产能，因此近年公司产销率保持较高水平。2019年，公司汽轮销售545.14万只，同比下滑22.87%，主要系国内汽车一级市场销量疲软，整车厂对上游零部件需求随之下滑，但“以销定产”的生产模式保证了产品的正常销售，全年汽轮产销率为102.11%，较上年提升7.85个百分点。同期摩

轮销量为737.53万只，同比减少10.95%，主要系印度市场需求波动导致下游拿货进度放缓所致，全年产销率为95.93%，较上年下降8.51个百分点，摩轮库存有所上升。

销售价格方面，为规避铝价波动带来的成本风险，公司在与整车制造厂签订供货协议时，会以当时的基准铝价约定产品价格，并约定在一定周期内根据该周期内的平均铝价对产品价格进行相应调整。2019年国内铝价呈震荡走势，对产品售价影响较小，但公司产品结构继续调整，高端产品销售占比进一步提升，汽轮平均售价随之上涨，2019年上升至233.26元/只，同期摩轮平均售价为95.81元/只，同比变化不大。

表3 2018-2019年公司主要产品销售情况（单位：万只、元/只）

产品名称	项目	2019年	2018年
汽轮	销量	545.14	706.77
	平均价格	233.42	230.90
	产销率	102.11%	94.26%
摩轮	销量	737.53	828.18
	平均价格	95.81	95.56
	产销率	95.93%	104.44%

资料来源：公司提供

分区域及市场来看，2019年国内整车市场销量继续下滑，公司汽轮销售规模随之下降，全年国内汽轮销售收入6.30亿元，占汽轮销售总收入比重约49.73%，较上年下滑4.71个百分点，其中国内OEM市场销售收入5.72亿元，同比下降31.56%，系国内汽轮销量下降的主要原因。相比之下，国外市场对公司汽轮业务的重要性不断提高，2019年国外销售收入占该业务收入比重超过50%，但国外市场的销售收入主要来源于AM市场，由于AM市场竞争较为激烈，且贸易战等政治因素对以美国为主的国外市场产生较大不利影响，2019年国外市场汽轮销售收入6.37亿元，较上年下降14.34%，其中AM市场销售收入3.81亿元，较上年下降21.21%，OEM市场基本保持稳定。

摩轮销售则以国外市场为主，且全部系OEM市场，2019年实现国外销售收入4.48亿元，同比下降16.70%，主要系印度市场需求波动所致。国内摩轮市场同样以OEM市场为主，2019年实现销售收入2.57亿元，同比保持稳定。

表4 2018-2019年公司主要产品分市场销售情况（单位：万元）

产品	项目	2019年		2018年		
		收入	占比	收入	占比	
汽轮	国内	AM	5,809.44	2.81%	5,259.87	2.12%
		OEM	57,202.81	27.66%	83,585.87	33.71%
		小计	63,012.25	30.47%	88,845.74	35.83%
	国外	AM	38,065.46	18.40%	48,314.30	19.48%

		OEM	25,623.38	12.39%	26,035.09	10.50%
		小计	63,688.84	30.79%	74,349.39	29.98%
摩轮	国内	AM	207.45	0.10%	8.81	0.00%
		OEM	25,690.33	12.42%	25,395.89	10.24%
		小计	25,897.78	12.52%	25,404.70	10.24%
	国外	AM	0.00	0.00%	0.00	0.00%
		OEM	44,762.26	21.64%	53,738.66	21.67%
		小计	44,762.26	21.64%	53,738.66	21.67%

资料来源：公司提供

客户集中度方面，公司汽轮及摩轮销售渠道均以OEM市场为主，而OEM市场客户主要系整车制造厂商，目前公司已经与下游客户建立了长期供货合作协议。从客户销售集中度来看，2019年公司前五大客户销售收入11.81亿元，占营业收入比重为40.09%，同比上升5.81个百分点。虽然客户集中度较上年有所提高，但从结构上看主要是中间合金销售增长所致，前五大客户中汽轮占比由2018年的23.52%下滑至17.79%。结算方面，公司与下游大客户货款结算主要以票据开展，期限通常在一年以内，账款回收风险可控。整体上看，2019年下游整车市场销量走低，公司汽轮大客户销售收入占比下滑明显，目前公司正积极拓展其他OEM客户，并通过转移生产基地、降低生产成本等方式提高产品竞争力，但近年国内汽车销量不断下滑，同时贸易战的不利影响尚存，叠加“COVID-19”疫情影响，公司国内汽轮销售仍面临较大下行压力。

表5 2018-2019年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占营业收入比重	产品类型
2019年	客户一	39,065.34	13.26%	中间合金
	客户二	26,622.17	9.04%	中间合金
	客户三	22,979.86	7.80%	汽轮轮毂
	客户四	15,234.82	5.17%	汽轮轮毂
	客户五	14,192.52	4.82%	汽轮轮毂
	合计	118,094.71	40.09%	-
2018年	客户一	31,894.55	11.08%	汽轮轮毂
	客户二	20,752.46	7.21%	汽轮轮毂
	客户三	15,566.98	5.41%	摩轮轮毂
	客户四	15,399.70	5.35%	摩轮轮毂
	客户五	15,038.97	5.23%	汽轮轮毂
	合计	98,652.66	34.28%	-

资料来源：公司提供

2019年公司汽轮产能有所调减，摩轮产能保持稳定，整体产能利用率仍较高，但当前公司在建项目较多，面临较大资金压力，且新增产能存在一定消化风险；金华厂区土地收

储事项若进展顺利，其补贴款项将一定程度上提升公司资本实力

生产方面，受国内整车市场需求下滑及贸易战影响，2019年公司对生产线进行了调整，关停了部分厂房，全年保留的汽轮产能约560.80万只/年，较上年减少289.44万只/年，同期公司摩轮产能约830.45万只，基本保持稳定。产能利用率方面，2019年公司汽轮产量为533.85万只，同比减少28.80%，主要系下游整车市场需求下滑所致，产能利用率为95.19%，较上年提高7.01个百分点；同期公司摩轮产量为768.82万只，同比下降3.04%，产能利用率为92.58%，较上年下降2.36个百分点，公司汽轮及摩轮整体产能利用水平较高。

表6 2018-2019年公司产能利用率情况（单位：万只）

产品名称	项目	2019年	2018年
汽轮	产能	560.80	850.24
	产量	533.85	749.78
	产能利用率	95.19%	88.18%
摩轮	产能	830.45	835.17
	产量	768.82	792.95
	产能利用率	92.58%	94.94%

资料来源：公司提供

产能分布方面，为节约生产成本，公司近年积极推进云南生产基地的建设，近年已有部分汽轮及摩轮生产线投产使用，同时公司逐步减产金华基地及贵州基地的部分老旧产能。截至2019年末，云南基地汽轮产能为130.00万只/年，同比增加41.50万只/年，摩轮产能为231.20万只/年，同比增加206.20万只/年。减产方面，2019年末公司金华基地汽轮产能为379.90万只/年，同比减少210.87万只/年，摩轮产能为599.25万只/年，同比减少210.92万只/年，贵州基地汽轮产能为50.90万只/年，同比减少120.08万只/年。同时，为实现资产保值增值，公司将上述停产厂房对外出租，全年实现租赁收入3,509.56万元，同比增长150.99%，且厂房租赁成本较少，有效补充了净利润。

表7 截至2019年末公司主要产品产能分布情况（单位：万只/年）

生产基地	汽轮	摩轮
金华	379.90	599.25
云南	130.00	231.20
贵州	50.90	0.00
合计	560.80	830.45

资料来源：公司提供

目前公司正积极推进的项目主要包括年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目、年产500万件摩托车铝合金轮毂项目和年产300万件铝合金汽车轮毂建设项目，前两个项目即本期债券募投项目，全部位于云南，主要系考虑到云南电解铝资源丰富，就近设厂便于公司铝材采购，节约运输成本以及熔化铝锭的燃料动力成本，第三个项目系公司为规避反

倾销、贸易战等影响在泰国投资建设的汽轮产能。考虑到目前国内汽车行业产销量逐步下滑，摩托车行业景气度仍偏弱，未来新增产能面临一定消化风险。

除上述在建项目外，根据公司2018年9月3日公布的《关于收到实施规划搬迁、土地收储通知的公告》，公司仙华南街800号用地已不符合金华经济技术开发区《秋滨吕塘单元控制性详细规划》，为推进规划实施，经金华经济技术开发区管委会讨论研究决定，公司该地块已列入开发区规划搬迁、土地收储范围，其中土地面积127,602平方米，建筑面积74,229.54平方米，目前收储补偿方案尚未确定，考虑到公司该地块占地面积较大，若收储进展顺利，其补贴款项将在一定程度上增强公司资本实力。为配合地方政府土地收储工作，公司金华厂区需进行搬迁，2019年新增年产300万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目和年产1,000万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目，其中汽轮项目拟通过非公开发行股票募集部分所需资金。上述产能置换项目已开工建设，考虑到厂区占地面积及建筑面积较大，预计搬迁投入资金规模较大，叠加云南及泰国的在建项目尚未完工，后续公司或面临较大投资压力。此外，搬迁过程中涉及的资金支出以及产能衔接转换等问题对公司能否保持正常生产经营有不确定影响。

表8 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：万元、万只/年）

项目名称	所在省市	计划总投资	投资进度	产品类别	设计产能	计划投产时间
年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目	云南	36,417	40.16%	汽轮	300	2020.12
年产500万件摩托车铝合金轮毂项目	云南	21,744	24.78%	摩轮	500	2020.11
年产300万件铝合金汽车轮毂建设项目	泰国	37,630	14.40%	汽轮	300	2023.11
年产300万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目	金华	74,000	17.17%	汽轮	300	2022.10
年产1000万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目	金华	65,804	5.29%	摩轮	1,000	2021.06

资料来源：公司提供

云南基地逐步投产，成本优势逐步显现，产品毛利率同比回升

公司主要从事汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮生产加工销售业务，从近年公司轮毂制造成本构成来看，公司生产成本主要包括材料成本、人工成本、制造费用以及燃料动力成本，其中材料成本系主要成本支出，近年其采购金额占主要成本项目采购总额比重在60%以上，而材料成本中，铝材的采购系主要支出，因此铝材采购价格的波动系影响生产成本的主要因素之一。2019年国内铝价受供给端去产能、需求端波动、环保限产以及地缘政治等因素影响呈震荡走势，全年铝价位置较上年基本稳定，但公司云南基地在建项目逐步投产，对降成本的积极作用开始显现，全年铝采购均价进一步下降至12.06元/公斤。受益于产品结构升级及成本下降，2019年公司汽轮和摩轮销售毛利率同比

分别上升1.03个百分点和1.90个百分点。整体上看，铝价波动对公司毛利率有直接影响，考虑到近年国内铝价波动较大，后续需关注铝材采购价格变化对公司生产经营的影响。

表9 公司轮毂制造主要成本项目构成表（单位：万元）

成本项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	105,042.61	62.20%	123,915.12	60.73%
燃料及动力	18,071.16	10.70%	18,732.47	9.18%
直接人工	16,707.86	9.89%	17,698.02	8.67%
制造费用	28,782.75	17.05%	41,521.85	20.35%
进项税转出	264.40	0.16%	2,174.14	1.07%
合计	168,868.78	100.00%	204,041.60	100.00%

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，由于公司轮毂制造成本支出以铝材采购支出为主，因此公司前五大供应商主要系铝业公司或相关贸易公司。2019年，公司前五大供应商采购金额为17.03亿元，同比变化不大，前五大供应商占采购总额的比重为80.98%，供应商采购集中度较高，鉴于公司已经和主要原材料供应商签订了长期供货协议并锁定了采购价格，有助于公司降低采购价大幅波动风险。结算方式方面，公司与主要供应商货款结算以票据为主，账期较短。整体上看，公司供应商集中度水平较高，且已经与部分供应商达成长期供货协议，有助于公司控制铝材采购成本。

表10 2018-2019年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占采购总额比重
2019年	供应商一	91,612.38	43.57%
	供应商二	30,949.19	14.72%
	供应商三	21,857.16	10.39%
	供应商四	17,527.15	8.34%
	供应商五	8,321.90	3.96%
	合计	170,267.78	80.98%
2018年	供应商一	88,719.82	44.87%
	供应商二	42,551.32	21.52%
	供应商三	17,200.44	8.70%
	供应商四	10,852.65	5.49%
	供应商五	7,816.89	3.95%
	合计	167,141.11	84.53%

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告、经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

2019年公司资产规模继续增长，构成上非流动资产占比有所提高，且受限资产规模有所增长，资产整体流动性有所下降，需关注存货资产的去化、贬值情况及新增产能的利用情况

随着生产经营的不断扩张，近年公司资产规模持续增长，2019年总资产账面价值增至44.63亿元，较上年增长9.23%，其中流动资产和非流动资产占比分别为42.48%和57.52%。

公司货币资金主要包括少量现金、银行存款及各类保证金，2019年末账面余额为3.45亿元，其中2.05亿元使用受限，受限比例较高。2019年末应收票据账面余额0.64亿元，同比减少55.46%，主要系国内整车市场配套减少所致，期末应收票据已质押规模0.63亿元。应收账款主要是应收客户货款，2019年末账面价值4.01亿元，同比减少12.87%，其中账龄在1年以内的款项占比为95.26%，账龄结构较短，但考虑到款项规模较大，对公司资金周转效率仍有一定不利影响。存货资产主要包括原材料、在产品和库存商品，2019年末账面价值合计9.48亿元，同比增长10.54%，其中原材料、在产品和库存商品分别为0.52亿元、4.24亿元和4.71亿元，较上年末均有所增长，考虑到当前“COVID-19”疫情影响下，上游金属原材料价格大幅下滑，下游整车市场需求不振，公司存货存在一定去化及贬值风险。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	34,529.32	7.74%	37,245.68	9.12%
应收票据	6,444.96	1.44%	14,471.46	3.54%
应收账款	40,147.22	9.00%	46,077.42	11.28%
存货	94,815.46	21.25%	85,777.49	20.99%
流动资产合计	189,588.46	42.48%	198,128.31	48.49%
投资性房地产	29,825.92	6.68%	7,418.50	1.82%
固定资产	149,117.77	33.41%	137,920.73	33.76%
在建工程	46,280.17	10.37%	35,592.57	8.71%
无形资产	22,456.86	5.03%	20,200.30	4.94%

非流动资产合计	256,702.88	57.52%	210,453.70	51.51%
资产总计	446,291.35	100.00%	408,582.01	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司投资性房地产账目价值2.98亿元，同比增长302.05%，主要系从固定资产及在建工程转入较大规模租赁厂房所致，期末投资性房地产已对外抵押2.37亿元。固定资产主要系房屋及建筑物、机器设备等资产，2019年末为14.91亿元，同比增长8.12%，期末固定资产中5.39亿元用于借款抵押担保。在建工程主要包括金华、云南、贵州、宁夏等地的工程项目，2019年新增了汽车小镇厂区项目、智造厂区项目和泰国工厂项目，其中前两个项目系公司为配合地方政府发展规划而开展的产能置换项目，泰国工厂项目系2019年公司收购沃森制造后开展的固定资产投资项目，随着项目建设的持续投入，2019年账面价值增至4.63亿元，同比增长30.03%。无形资产主要系公司购置的土地使用权资产，2019年末账面价值为2.25亿元，其中1.58亿元已用于借款抵押担保。截至2019年末，公司受到限制的资产合计12.74亿元，占总资产比重为28.54%，较上年上升9.7个百分点。

整体上看，2019年公司资产规模继续增长，但结构上来看厂房、设备等非流动资产占比有所上升，且2019年末受限资产规模较大，公司资产整体流动性有所下降，需关注存货资产的去化、贬值情况及新增产能的利用情况。

资产运营效率

2019年公司净营业周期有所缩短，但固定资产、在建工程等资产规模不断扩大，资产整体运营效率有所降低

2019年应收票据及应收账款规模同比均有所下降，同期公司营业收入基本稳定，其周转天数较上年缩短明显，由上年的78.91天下降至65.71天。但2019年末存货规模进一步增长，使得存货周转天数较上年延长11.10天至130.35天。同期，应付票据也增长较多，应付账款规模变化不大，2019年其周转天数同比延长10.53天至111.17天。综合上述影响因素，2019年公司净营业周期较上年缩短12.63天至84.88天，应收票据、应收账款的减少及应付票据的增长一定程度上提高了公司的资金周转效率，但存货规模的不断增长，对公司仍造成了一定资金周转压力。

2019年公司流动资产同比小幅减少，全年流动资产周转天数有小幅下降，同期固定资产规模有所增长，使得固定周转天数有所上升，2019年公司总资产周转天数为522.35天，较上年延长28.58天，公司资产整体运营效率小幅下滑。

表12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收票据及应收账款周转天数	65.71	78.91
存货周转天数	130.35	119.25
应付票据及应付账款周转天数	111.17	100.64
净营业周期	84.88	97.51
流动资产周转天数	236.91	246.91
固定资产周转天数	175.39	172.66
总资产周转天数	522.35	493.77

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司主营业务收入下滑，综合毛利率及净资产收益率均有所下滑，整体盈利能力仍较弱

公司主营业务收入主要包括汽轮、摩轮和电轮销售收入，2019年汽轮销售收入及摩轮销售收入有所下降，同期电轮销售收入有所增长，整体上看公司主营业务收入同比下降16.59%。毛利率方面，2019年公司汽轮业务、摩轮业务、电轮业务毛利率受益于原材料价格下跌、生产结构调整等因素影响均有所上升，但增幅较大的其他类业务的毛利率仍维持较低水平，综合影响下，公司2019年综合毛利率较上年下滑0.88个百分点。

期间费用方面，2019年公司销售费用有小幅增长，但管理费用、研发费用及财务费用均有所减少，2019年公司期间费用率水平较上年下降0.56个百分点至13.95%。得益于期间费用的压缩，2019年公司营业利润率同比回升0.37个百分点至2.52%，但整体上看公司盈利能力仍较弱。

虽然2019年公司综合毛利率有小幅下滑，但期间费用有所减少，叠加政府补贴增长，利润总额同比回升21.24%，总资产回报率随之小幅提高至4.92%。同期公司净利润受税费缴纳影响有所下滑，净资产收益率下滑至5.88%，公司资产规模的快速扩张未能有效形成收入及利润，资产收益率仍较低。此外，公司其他收益全部系政府补助，2019年收到的补助金额合计0.57亿元，占营业利润比重为76.38%，公司盈利对政府补贴依赖较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	294,585.89	287,799.95
其他收益	5,663.82	3,416.52
营业利润	7,431.50	6,189.18
利润总额	7,415.72	6,116.37

净利润	5,944.07	6,571.15
综合毛利率	15.35%	16.23%
期间费用率	13.95%	14.51%
营业利润率	2.52%	2.15%
总资产回报率	4.92%	4.74%
净资产收益率	5.88%	6.97%
营业收入增长率	2.36%	11.54%
净利润增长率	-9.54%	3.64%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司投资活动现金流持续净流出，整体现金流平衡主要依赖于外部融资，考虑到公司目前债务结构以短期为主，且部分在建项目尚未完工，后续仍面临较大资金压力

2019年公司营运资本投入有所增长，经营活动现金净流入2.42亿元，同比有所下降。

投资活动方面，2019年公司投资活动主要集中于购建固定资产、无形资产等方面，现金回收来源较少，因此投资活动现金流持续净流出，考虑到目前公司仍有部分在建项目，后续投资活动现金流或仍将持续现金净流出。

筹资活动方面，公司外部融资主要以银行短期借款为主，因此2019年通过银行借款取得的现金以及偿还债务支付的现金规模均维持较大规模。整体来看，公司对外部筹资活动的依赖度较高，考虑到目前公司债务主要以短期为主，且部分在建项目尚未完工，后续仍面临较大资金压力。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	5,944.07	6,571.15
非付现费用	16,568.53	18,028.60
非经营损益	11,945.74	10,177.17
FFO	34,458.35	34,776.92
营运资本变化	-10,205.04	1,071.75
其中：存货减少（减：增加）	-12,140.60	-12,640.25
经营性应收项目的减少（减：增加）	7,775.91	2,995.73
经营性应付项目的增加（减：减少）	-5,840.35	10,716.26
经营活动产生的现金流量净额	24,226.10	35,848.67
投资活动产生的现金流量净额	-50,410.27	-47,991.52
筹资活动产生的现金流量净额	18,477.33	-3,667.98
现金及现金等价物净增加额	-7,329.52	-14,940.58

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债水平仍较高，面临较大短期偿债压力

随着经营规模的不断扩大，公司负债及净资产规模均不断增长，截至2019年末，负债总额及净资产账面价值分别为34.06亿元和10.57亿元，产权比率为322.17%，同比变化不大，公司净资产对负债的保障仍较弱。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	340,577.51	312,106.19
所有者权益	105,713.84	96,475.82
产权比率	322.17%	323.51%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

短期借款系公司负债的主要构成，2019年末账面余额为17.23亿元，占负债总额比重达50.60%，借款类型主要包括质押借款、抵押借款、保证借款等。应付票据全部系银行承兑汇票，其规模随票据结算时点的不同有所波动，2019年末账面余额为6.02亿元。应付账款主要系应付工程款、设备款及贷款，2019年末账面余额为2.00亿元，其中一年以内款项占比86.99%。一年内到期的非流动负债全部系即将到期的长期借款，2019年内需偿还规模为0.69亿元。

非流动负债方面，截至2019年末，公司长期借款账面余额为2.01亿元，主要包括保证借款和质押及保证借款，应付债券即应付本期债券，期末账面余额为3.35亿元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	172,315.97	50.60%	200,866.11	64.36%
应付票据	60,216.47	17.68%	53,428.67	17.12%
应付账款	19,967.21	5.86%	20,408.69	6.54%
一年内到期的非流动负债	6,910.66	2.03%	6,350.00	2.03%
流动负债合计	271,677.46	79.77%	291,899.26	93.53%
长期借款	20,141.14	5.91%	5,700.00	1.83%
应付债券	33,503.00	9.84%	-	-
非流动负债合计	68,900.04	20.23%	20,206.93	6.47%
负债合计	340,577.51	100.00%	312,106.19	100.00%
其中：有息债务	293,087.25	86.06%	267,052.19	85.56%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司有息债务规模进一步增长，年末账面余额为29.31亿元，同比增长10.04%，

占负债总额比重为86.06%，有息债务压力较大。同时需注意，公司2020年到期的有息负债规模为23.94亿元，占有息债务比重达81.70%，公司面临较大短期偿债压力。

偿债指标方面，2019年末公司资产负债率为76.31%，较上年变化不大，债务率水平依然较高。短期偿债压力方面，由于公司负债主要集中于流动负债，使得流动比率和速动比率维持较低水平，流动资产对流动负债保障程度较弱。随着营业收入的增长，2019年息税折旧摊销前利润小幅上升，但同期财务利息亦有所增长，其对利息的保障程度同比有所下降。整体上看，公司资产负债水平较高，经营利润的债务负担较重，经营性现金流对债务的覆盖不足，面临较大的偿债压力。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	76.31%	76.39%
流动比率	0.70	0.68
速动比率	0.35	0.38
EBITDA（万元）	37,092.09	36,375.54
EBITDA 利息保障倍数	2.72	2.89
有息债务/EBITDA	7.90	7.34
债务总额/EBITDA	9.18	8.58
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.12
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.11

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

富源今飞房地产开发有限公司为本期债券提供了担保

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

今飞房地产成立于2018年3月，出资人系今飞集团，注册资本为41,000.00万元，今飞集团持有100.00%股权。今飞房地产主要从事房地产开发、销售、经营，截至2019年末，今飞房地产总资产为71,569.93万元，所有者权益为39,999.76万元，资产负债率为44.11%，由于担保方成立时间较短，尚未实现营业收入。中证鹏元未对今飞房地产进行评级，其为本期债券提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保的增信效果无法判断。

表18 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
总资产	71,569.93	41,092.24
所有者权益	39,999.76	40,932.16
有息债务	0.00	0.00
资产负债率	44.11%	0.39%
流动比率	2.17	256.66
速动比率	1.21	167.47
营业收入	0.00	0.00
营业利润	-932.53	-67.04
净利润	-932.40	-67.84
经营活动现金流净额	5,155.40	-40,998.27

资料来源：公司提供

七、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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

2019年公司云南基地逐步投产，由于云南地区电解铝资源丰富，且电价优惠力度较大，其产能释放有助于公司取得成本优势；公司仙华南街800号土地已被列入当地政府收储计划，考虑到该地块面积较大，若土地收储事项进展顺利，其补贴款项将一定程度上增强公司资本实力。

同时中证鹏元也关注到，国内汽车销量持续下滑叠加外需疲软，拖累汽车零部件行业收入下降，公司主营业务收入同比有所减少；公司存货规模较大，当前原材料价格大幅下滑，存货存在一定贬值风险；公司在建项目较多，面临较大建设支出压力；资产负债水平较高，短期偿债压力较大；云南、泰国等地的新增产能存在一定消化风险以及金华基地搬迁对公司正常经营有不确定影响。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	34,529.32	37,245.68	45,552.67
应收账款	40,147.22	46,077.42	46,972.33
存货	94,815.46	85,777.49	73,936.30
流动资产合计	189,588.46	198,128.31	196,652.10
固定资产	149,117.77	137,920.73	138,137.55
非流动资产合计	256,702.88	210,453.70	184,242.54
资产总计	446,291.35	408,582.01	380,894.64
短期借款	172,315.97	200,866.11	176,259.10
应付票据	60,216.47	53,428.67	37,399.84
流动负债合计	271,677.46	291,899.26	266,918.35
长期借款	20,141.14	5,700.00	6,550.00
应付债券	33,503.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	707.41	2,291.36
非流动负债合计	68,900.04	20,206.93	21,889.87
负债合计	340,577.51	312,106.19	288,808.21
有息债务	293,087.25	267,052.19	244,900.31
所有者权益合计	105,713.84	96,475.82	92,086.43
营业收入	294,585.89	287,799.95	258,029.51
营业利润	7,431.50	6,189.18	7,356.31
净利润	5,944.07	6,571.15	6,340.33
经营活动产生的现金流量净额	24,226.10	35,848.67	-18,043.13
投资活动产生的现金流量净额	-50,410.27	-47,991.52	-28,178.53
筹资活动产生的现金流量净额	18,477.33	-3,667.98	69,260.52
财务指标	2019年	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	65.71	78.91	79.32
存货周转天数	130.35	119.25	98.38
应付票据及应付账款周转天数	111.17	100.64	117.00
净营业周期	84.88	97.51	60.70
流动资产周转天数	236.91	246.91	230.81
固定资产周转天数	175.39	172.66	185.13
总资产周转天数	522.35	493.77	468.14
综合毛利率	15.35%	16.23%	16.57%
期间费用率	13.95%	14.51%	14.19%
营业利润率	2.52%	2.15%	2.85%

总资产回报率	4.92%	4.74%	5.29%
净资产收益率	5.88%	6.97%	8.35%
营业收入增长率	2.36%	11.54%	12.47%
净利润增长率	-9.54%	3.64%	-16.56%
资产负债率	76.31%	76.39%	75.82%
流动比率	0.70	0.68	0.74
速动比率	0.35	0.38	0.46
EBITDA (万元)	37,092.09	36,375.54	33,212.51
EBITDA 利息保障倍数	2.72	2.89	3.19
有息债务/EBITDA	7.90	7.34	7.37
债务总额/EBITDA	9.18	8.58	8.70
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.12	-0.07
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.11	-0.06

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收款项融资} + \text{期末应收款项融资}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。