

# 许昌远东传动轴股份有限公司公开发行可转换公 司债券跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：商思仪 [syshang@ccxi.com.cn](mailto:syshang@ccxi.com.cn)

项目组成员：汤梦琳 [mltang@ccxi.com.cn](mailto:mltang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月19日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0945 号

## 许昌远东传动轴股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“远东转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日

**评级观点：**中诚信国际维持许昌远东传动轴股份有限公司（以下简称“远东传动”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“远东转债”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了领先的行业地位和规模优势、财务结构稳健及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到2020年以来，公司收入和净利润下滑以及在建设项目存在产能释放和市场拓展压力等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

### 概况数据

远东传动（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	27.26	28.06	40.25	40.70
所有者权益合计（亿元）	23.48	24.40	28.94	29.43
总负债（亿元）	3.78	3.66	11.31	11.27
总债务（亿元）	0.03	0.09	6.79	6.89
营业总收入（亿元）	15.23	17.20	17.54	3.36
净利润（亿元）	1.87	2.71	2.73	0.50
EBIT（亿元）	2.19	3.07	3.15	--
EBITDA（亿元）	3.04	4.04	4.23	--
经营活动净现金流（亿元）	1.82	1.50	2.56	0.57
营业毛利率(%)	30.04	30.82	32.94	32.19
总资产收益率(%)	8.34	11.10	9.24	--
资产负债率(%)	13.87	13.06	28.10	27.69
总资本化比率(%)	0.14	0.37	19.01	18.97
总债务/EBITDA(X)	0.01	0.02	1.61	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	575.41	--

注：中诚信国际根据2017~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

- **保持了领先的行业地位和规模优势。**公司是国内最大的非等速传动轴生产企业，规模优势显著；凭借其领先的研发能力、先进的生产技术以及优质的产品品质，公司积累了一大批稳定的知名客户，市场占有率较高。
- **财务结构稳健。**公司债务水平很低，盈利和获现能力良好，经营性现金流持续净流入，货币资金充裕且无受限，能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供较强的资金保障，整体财务结构稳健。

### 同行业比较

部分装备制造企业主要指标对比表（亿元、%）

公司名称	2019			2020.3	
	营业总收入	净利润	经营活动净现金流	总资产	资产负债率
双环传动	32.36	0.75	4.93	83.48	56.65
蓝黛传动	11.36	-1.60	0.79	34.78	56.84
宁波动力	10.20	0.22	0.99	17.06	65.18
<b>远东传动</b>	<b>17.54</b>	<b>2.73</b>	<b>2.56</b>	<b>40.70</b>	<b>27.69</b>

注：“双环传动”为“浙江双环传动机械股份有限公司”简称；“蓝黛传动”为“重庆蓝黛动力传动机械股份有限公司”简称；“宁波动力”为“宁波动力股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（万元）	存续期
远东转债	AA	AA	8.94	89,394.09	2019/09/23~2025/09/23

- **融资渠道畅通。**公司为A股上市公司，融资渠道较为畅通，2019年发行可转换公司债券募集资金。此外，截至2020年3月末，公司获得各家银行授信额度共计8.40亿元人民币，全部尚未使用。

### 关注

- **2020年以来，公司收入和净利润下滑。**2020年以来，新冠肺炎疫情的爆发及其全球蔓延，对公司生产和销售造成不利影响，一季度公司收入和净利润均同比下滑。
- **在建项目产能释放以及市场拓展压力。**公司正在建设的年产200万套等速驱动轴项目产能规模较大，并计划于今年内投产，但大幅增长的产能规模如遇市场拓展不及预期，公司产能释放的压力将增大，需对公司产能释放以及市场开发情况保持关注。

### 评级展望

中诚信国际认为，许昌远东传动轴股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**行业景气度上升带动收入及盈利能力显著提升；经营获现及偿债能力大幅增强，债务结构持续优化。
- **可能触发评级下调因素。**受宏观经济或行业供需等因素影响，订单及收入规模超预期下滑，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅扩大，偿债能力显著弱化，面临较大流动性压力。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

远东转债发行日为2019年9月23日，实际发行规模为8.94亿元，债券期限6年，其中转股期间为2020年3月27日至2025年9月23日。截至2019年末，上述债券募集资金扣除保荐承销及其他发行费用后，募集资金净额已使用1.72亿元，均按照募集约定用途使用。截至2020年3月末，本次债券已转股5.91万元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1~2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部

因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽

管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

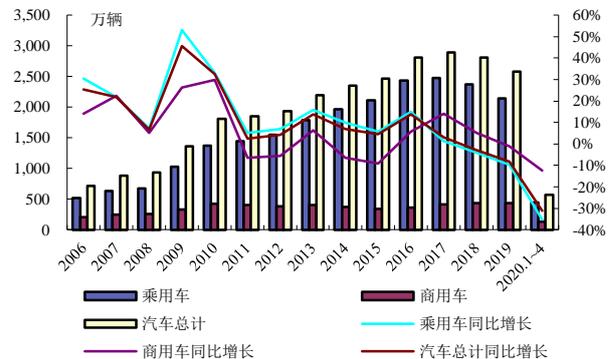
**2019 年以来汽车行业景气度持续低迷，新冠肺炎疫情加大了宏观经济短期下行压力，汽车市场需求复苏压力犹存；但受益于逆周期调控政策效果的逐渐显现，基建投资增速逐步企稳，工程机械主要产品销量持续上涨，行业景气度保持高位**

传动轴是指带有万向节的管状轴或实心轴，或两只万向节直接连接的用来传递扭矩和旋转运动的总成。按照所使用万向节的不同传动轴可以分为等速驱动轴和非等速传动轴，其中等速驱动轴主要应用于轿车，非等速传动轴则主要应用于除轿车以外的汽车和工程机械。作为汽车与工程机械的重要零部件产品，传动轴市场需求直接受汽车行业与工程机械行业的景气度和发展规模的影响。

我国汽车行业周期性较强，同时受政策影响显著，产、销量波动剧烈。2019年，我国汽车产、销量分别为2,572.1万辆和2,576.9万辆，同比分别减少7.5%和8.2%，降幅同比分别扩大3.3个百分点和5.4个百分点。2020年以来，新冠肺炎疫情进一步加大

了车市复苏的不确定性。4月以来，随着国内疫情防控形势持续好转，我国汽车产销量也逐步恢复。1~4月，我国汽车产、销量分别为559.6万辆和576.1万辆，同比分别减少33.4%和31.1%，降幅与一季度相比，分别收窄11.8个百分点和11.3个百分点。此外，4月份，财政部、工信部、科技部和发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底，新能源补贴政策实施期限延长及退坡节奏放缓有助于缓解新能源车企的经营压力。但中诚信国际认为，2019年，受购置税优惠政策退出、前期销售透支以及经济增长放缓等因素影响，我国汽车行业景气度持续低迷。在新冠肺炎疫情影响下，汽车市场调整周期将被拉长，汽车市场复苏压力仍将在一段时间内存在，对传动轴市场也将产生一定影响。

图1：近年来我国汽车销量及增速情况（万辆）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

工程机械行业具有较强的周期性，与我国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关，易受经济周期影响。我国工程机械行业景气度经历了 2018 年的大幅提升后，仍维持上行趋势。根据工程机械行业协会统计数据，2019 年国内各类挖掘机、汽车起重机、装载机及压路机销量分别为 23.57 万台、4.25 万台、12.36 万台和 1.70 万台，由于前期增速过高以及更新、环保以及外销需求拉动效果有限，整体增速较上年有所回落，但受益于逆周期调控政策的落地，三季度以来销量增速企稳回升。

图 2：主要工程机械产品月度销量增速变动情况（%）



资料来源：choice

2020年初，受新冠疫情影响，中国经济运行受到一定冲击，1~2月全国固定资产投资同比下降24.5%，基础设施建设、房地产开发等下游产业复工推迟，原燃料运输成本上升，加之海外疫情蔓延趋势不容乐观，外销需求有所减弱，或对工程机械企业一季度业绩产生一定的负面影响。但目前国内疫情已得到全面控制，全国工业基本面初步实现稳定，截至3月28日规模以上工业企业平均开工率已达到98.6%。此外，在疫情影响和经济降速的背景下，预计国家会加强逆周期调节力度，2020年全年行业需求仍有望保持。同时，考虑到工程机械行业正处于上升周期，企业偿债能力及盈利水平均有所改善，应对危机能力显著增强，预计本次疫情对我国工程机械行业及企业信用水平带来的长期影响有限。

中诚信国际认为，2019年，我国固定资产投资和基建投资增速低于预期，但受益于逆周期调控不断加码，基建投资增速逐步企稳，房地产投资保持稳定增长态势，同时在更新周期来临、环保政策趋严、海外布局不断完善等因素的影响下，当年工程机械行业销量仍保持上升趋势，对非等速传动轴产品亦带来一定积极影响。未来，在基础设施建设投资规模增加的预期带动下，工程机械行业有望保持稳步发展，疫情或对短期需求造成一定影响，但长期影响较为有限。

2019年公司经营较为稳定，收入同比变化不大；但2020年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，下游需求减少，公司收入下滑

公司主要从事非等速传动轴、等速驱动轴及相关零部件的研发、生产与销售，产品主要应用于商用车、工程机械、特种车辆以及乘用车。2019年公司经营较为稳定，全年实现营业收入总收入17.54亿元，同比增加2.01%。2020年1~3月，受新冠疫情肺炎影响，公司营业收入同比减少28.25%至3.36亿元。

表 1：公司分板块收入情况（亿元）

收入	2018	2019
整轴产品	13.32	13.82
其中：重型系列	6.95	6.94
中型系列	1.38	1.48
轻微型系列	2.84	3.08
工程机械系列	1.85	2.12
其他系列	0.30	0.20
配件产品	2.50	2.38
其他业务	1.38	1.34
合计	17.20	17.54
占比	2018	2019
整轴产品	77.44%	78.79%
其中：重型系列	40.41%	39.57%
中型系列	8.02%	8.44%
轻微型系列	16.51%	17.56%
工程机械系列	10.76%	12.09%
其他系列	1.74%	1.14%
配件产品	14.53%	13.57%
其他业务	8.02%	7.64%
合计	100.00%	100.00%

注：部分小数点后差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司行业地位稳固、生产布局合理，采用以销定产模式，2019年产量增长

公司是国内规模最大、品种最多、规格最全的专业非等速传动轴制造商，生产基地包括许昌、北京、柳州、潍坊、包头、合肥、长沙和重庆等，基地布局与国内主要大型汽车及工程机械制造基地临近，区域布局合理。同时，公司积极参与整车厂新产品的同步开发，最大程度满足客户需要，并建

立有完善的售后服务体系，能够对整车制造商的售后要求能作出快速反映。目前公司本部主要负责传动轴各项零部件的生产及部分总装，大部分总装工序由各地子公司完成，并就近配套客户销售。截至2020年3月末，公司具备年产600万套非等速传动轴的生产能力。此外，公司正在进行年产200万套高端驱动轴智能制造生产线建设项目，主要用于生产高端等速驱动轴，该项目投产后，将带动整轴产品业务规模大幅增长。

**表 2：公司产能区域布局**

生产基地	主要配套厂家
公司本部	郑州宇通重工有限公司、郑州日产汽车有限公司、郑州宇通客车股份有限公司、中联重科股份有限公司、三一重工股份有限公司、陕西重型汽车有限公司、江铃汽车股份有限公司等
北京北汽远东传动部件有限公司	北汽福田汽车股份有限公司、北汽福田戴姆勒有限公司等
柳州宇航传动轴有限公司、柳州远腾传动部件有限公司	上汽通用五菱汽车股份有限公司、广西柳工机械股份有限公司、东风柳州汽车有限公司等
潍坊远东传动轴有限公司	山东临工工程机械有限公司、雷沃重工股份有限公司、山东德工机械有限公司、卡特彼勒（青州）有限公司、中国重型汽车集团有限公司、北汽福田汽车股份有限公司诸城工厂等
包头远东传动轴有限公司	北奔重型汽车集团有限公司
合肥远东传动轴有限公司	安徽江淮汽车集团股份有限公司、安徽华菱汽车有限公司、安徽安凯汽车股份有限公司、集瑞联合重工有限公司等
重庆重汽远东传动轴有限责任公司	上汽依维柯红岩商用车有限公司、重庆力帆汽车有限公司等

资料来源：公司官网，中诚信国际整理

公司非等速传动轴产品涵盖了重型、中型、轻微型和工程机械四大系列多个品种，主要应用于商用车、工程机械和特种车辆等。公司产品实施以销定产，2019年主要受益于工程机械行业发展，装载机及起重机等非公路用车销量增加带动非等速传动轴产量增长。

**表 3：公司主要产品产能及产量情况（万套/年、万套）**

产品	2018		2019	
	产能	产量	产能	产量
非等速传动轴	600.00	430.79	600.00	438.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司生产所需原材料主要为钢材（圆钢及钢管）、万向节及中间支承总成等，2019年原材料成本占比达73.54%。2019年钢材采购量受产量增加影响同比小幅提升；钢材采购均价受钢材价格下降影响同比下降。公司全资子公司许昌中兴锻造有限公司专门为公司提供传动轴主要零部件的毛坯件，但仍不能完全满足公司生产需求，部分（占比不到10%）毛坯件需通过从外部采购。为保证批量采购的成本优势以及原材料质量的稳定性，毛坯件加工厂生产所需钢材由公司统一采购。

公司与主要供应商合作年限较长，合作关系稳定，2019年向前五大供应商采购额占比为51.22%，主要为大型钢厂，采购集中度较高。结算方面，公司钢材采购需全额预付，其余原材料采购一般可获得3个月账期，主要以银行承兑汇票及银行转账方式结算。

**表 4：2019 年公司前五大供应商采购情况（亿元）**

供应商	采购金额	占比
A	2.77	22.17%
B	1.44	11.55%
C	0.81	6.49%
D	0.70	5.59%
E	0.68	5.42%
合计	6.40	51.22%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2019 年下游需求增长以及公司业务拓展带动产品销量小幅增加；但需关注下游客户压价对公司盈利水平的影响

公司传动轴以直销方式供应给主机制造商；少量的产品销售给境外的汽车零部件经销商或进入国内的维修服务市场。公司客户涵盖国内主要重卡、中轻卡、工程机械和客车制造商，包括陕汽、上汽通用五菱、福田、柳汽、江淮、江铃、三一重工、中联重工、徐工、柳工和宇通等，与国内知名汽车及工程机械制造厂商建立了长期战略配套合作关系，业务关系稳定，客户资源优质。2019年，随着下游需求增加以及公司客户拓展，公司各主要产品销量均有所增加。2019年公司前五大销售客户销售

金额占比为 44.76%，客户集中度较高。结算方面，公司一般给予国内主机厂 90 天账期，主要以银行承兑及银行转账方式结算；出口业务平均结算周期约 90 天，结算货币为美元。从销售区域来看，目前公司产品仍以内销为主，2019 年国内市场销售收入占营业总收入的比重为 95.26%。

表 5：2019 年公司前五大销售客户情况（亿元）

客户	销售金额	占比
A	2.73	15.59%
B	1.70	9.67%
C	1.65	9.43%
D	0.97	5.55%
E	0.79	4.52%
合计	7.85	44.76%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售价格方面，公司针对不同客户采取不同的定价方式。对主要客户，公司一般综合客户的信用和需求等因素，根据与客户之间的协商和沟通，签订年度或月度供货协议，约定价格或价格区间，如遇原材料上涨等突发因素时，再另行协商；对其他客户，公司一般以市场价格协商确定。但下游整车制造商较为强势，公司议价能力不足，在主要原材料钢材价格大幅上涨的情况下，产品价格提升乏力，成本压力无法完全传导至下游。此外，整车厂一般对公司产品价格实行“年降”政策，公司通过开发新产品、改进工艺流程、拓展销售提升规模效益等措施弥补盈利空间，2019 年公司各系列产品销售均价稳中有降，未来仍需关注下游客户压价对公司盈利水平的影响。

表 6：公司产品销售情况（万套、元/套）

产品	2018		2019	
	销量	销售均价	销量	销售均价
重型系列	76.25	911.92	76.29	909.86
中型系列	38.82	356.62	41.50	355.87
微型系列	208.81	135.93	219.81	140.12
工程机械系列	43.18	427.88	49.73	425.48
配件	50.52	493.94	48.52	491.12
其他	8.11	365.93	5.70	357.47
合计	425.70	--	441.55	--

注：部分小数点后差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供

## 公司在建项目未来仍有一定规模资本支出，但可转债的成功发行可为公司提供部分资金支持

目前公司在建项目主要为汽车传动系智能制造产业园项目，项目共分三期，计划总投资 30.03 亿元。其中，项目一期为募投项目，内容为年产 200 万套高端驱动轴智能制造生产线，用于生产高端等速驱动轴，该项目计划总投资 9.57 亿元，截至 2019 年末累计已投资约 2.15 亿元，预计将于 2021 年投产。和非等速传动轴相比，乘用车用等速驱动轴技术壁垒较高，市场空间大，毛利率也较高，是公司实现战略转型的重要方面；二期和三期项目主要为对现有年产 600 万套非等速传动轴生产线的搬迁以及建设年产 10 万吨非等速传动轴锻件生产线，目前上述两期项目均未开工建设，具体投资金额和进度将根据实际情况进行调整。

表 7：截至 2019 年末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	2019 年末累计投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
汽车传动系智能制造产业园项目	30.03	2.15	6.15	1.28

资料来源：公司提供

中诚信国际关注到，一期项目建成后，公司将从非等速传动的单一发展模式转变为等速和非等速双轮并进的发展态势，可为未来发展奠定基础。但大幅增长的产能规模如遇市场拓展不及预期，公司产能释放的压力将增大，需对公司等速驱动轴项目产能释放以及市场开发情况保持关注。

## 财务分析

以下分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。中诚信国际在分析时使用的 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

## 2019 年公司各业务板块稳步发展，盈利能力提升；但 2020 年以来，受疫情影响，公司经营性业务利润有所减少

2019 年各主要板块毛利率均有所提升带动公司营业毛利率小幅增长。2020 年 1~3 月，受疫情影响，公司毛利率小幅下降至 32.19%。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

收入	2018	2019
整轴产品	31.54	33.32
其中：重型系列	37.51	38.99
中型系列	24.98	28.52
轻微型系列	19.24	20.79
工程机械系列	34.57	37.56
其他系列	21.25	20.33
配件产品	31.69	32.51
其他业务	22.22	29.77
<b>合计</b>	<b>30.82</b>	<b>32.94</b>

资料来源：公司提供

公司债务规模很小，利息支出很少，2019 年利息收入增加，加之应付债券溢折价摊销 0.10 亿元，使得全年财务费用为负；但由于将研发费用统计到管理费用中，研发费用增加使得管理费用增长，推升了期间费用和期间费用率。**中诚信国际关注到**，尽管公司期间费用中管理费用占比较高，但 2019 年管理费用中研发费用占比为 51.18%，若剔除研发费用后，公司管理费用同比下降。同时，一定规模的研发费用支出有利于公司可持续发展。整体来看，公司期间费用控制较好。

经营性业务利润仍为公司利润最主要来源。2019 年，业务规模扩大，加之毛利率提升，公司经营性业务利润同比增加。2020 年 1~3 月，受疫情影响，公司经营性业务利润有所下滑。

2019 年，EBITDA 同比增加带动 EBITDA 利润率增长；但总资产规模增幅较大使得总资产收益率下降，但仍处于较好水平。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
管理费用	1.50	1.65	1.71	0.40
销售费用	0.98	1.00	1.03	0.19

财务费用	-0.02	-0.08	-0.01	0.06
期间费用合计	2.45	2.58	2.73	0.65
期间费用率(%)	16.09	14.98	15.58	19.34
经营性业务利润	2.07	2.66	3.14	0.52
资产减值损失	0.02	0.04	0.05	-0.001
利润总额	2.19	3.07	3.15	0.57
EBITDA	3.04	4.04	4.23	--
EBITDA 利润率(%)	19.98	23.50	24.09	--
总资产收益率(%)	8.34	11.10	9.24	--

注：管理费用含研发费用；资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**中诚信国际关注到**，2020 年以来，受疫情影响，公司生产和销售受到不利影响，盈利能力有所下滑，需对下游行业恢复及其对公司生产经营的影响保持关注。

## 发行可转债推升公司总资产、总负债和权益规模；财务杠杆水平有所上升，但仍处于很低水平

随着业务发展以及发行可转债获得资金，2019 年末公司总资产大幅上升，且流动资产占比有所提升，2019 年末流动资产占比升至 68.79%。其中，收到可转债募集资金净额 8.78 亿元带动货币资金大幅增加，且货币资金无受限；购买理财产品使得以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅增加；业务规模扩大推升应收账款规模，应收账款坏账准备余额为 0.51 亿元。同期末应收账款前五名金额合计为 2.54 亿元，占应收账款的 44.64%，大部分为 1 年以内，但占比较高，需关注其回收风险。非流动资产方面，2019 年末固定资产和无形资产同比变化不大；新厂区工程建设投入增加带动在建工程增长。截至 2020 年 3 月末，公司总资产小幅增加。

表 10：2019 年末公司应收账款前五名情况（亿元）

债务人	余额	占比	坏账准备期末余额
1	0.79	13.99%	0.04
2	0.69	12.26%	0.03
3	0.63	11.06%	0.03
4	0.21	3.68%	0.01
5	0.21	3.65%	0.01
<b>合计</b>	<b>2.54</b>	<b>44.64%</b>	<b>0.12</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，公司债务规模大幅增长，主要为发

行可转债计入应付债券金额 6.78 亿元所致。公司债务基本全部为长期债务，债务规模较小且债务期限结构好。

2019 年公司将发行的可转债分类核算至权益工具部分，使得年末其他权益工具同比增加 2.10 亿元，加之利润积累，年末所有者权益增至 28.94 亿元。但总债务和总负债增幅较大，资产负债率和总资本化比率均有所上升，但仍处于很低水平。截至 2020 年 3 月末，权益规模小幅增长使得财务杠杆水平下降。

**表 11: 近年来公司主要资产、负债及资本结构情况**  
(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	6.15	3.88	9.62	10.10
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	--	--	5.94	5.99
应收账款	3.68	4.14	5.16	5.01
流动资产/总资产	61.47	57.01	68.79	68.97
固定资产	7.49	7.56	7.54	7.31
无形资产	2.28	3.25	3.17	3.15
在建工程	--	0.56	0.90	1.04
总资产	27.26	28.06	40.25	40.70
总债务	0.03	0.09	6.79	6.89
总负债	3.78	3.66	11.31	11.27
所有者权益	23.48	24.40	28.94	29.43
资产负债率	13.87	13.06	28.10	27.69
总资本化比率	0.14	0.37	19.01	18.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年公司经营获现能力提升；投资和筹资活动净现金流波动较大；各项偿债指标均处于较好水平

2019 年，公司收到现金回款、利息收入、政府补助和退税增加，带动经营活动净现金流大幅增加；购买理财产品使得投资活动净现金流出增加；分配股利支付现金减少，加之发行可转债收到募集资金，筹资活动净现金流入大幅增加。2020 年 1~3 月，支付材料款增加，但收到政府补助和退税减少，公司经营活动净现金流同比减少 43.05%。

2019 年，受发行可转债影响，公司债务增长并形成利息摊销支出，但利息支出及总债务规模相较于 EBITDA 和经营活动净现金流仍较小，公司偿债

能力很强。

**表 12: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X、%)**

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	1.82	1.50	2.56	0.57
投资活动净现金流	1.21	-1.98	-5.31	-0.08
筹资活动净现金流	-0.71	-1.79	8.50	--
EBITDA 利息保障倍数	--	--	575.41	--
经营活动净现金流/利息支出	--	--	348.14	--
总债务/EBITDA	0.01	0.02	1.61	--
经调整后的 CFO/总债务	3,031.52	-324.49	33.52	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持；无受限资产，无或有风险

备用流动性方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信总额为 8.40 亿元，全部尚未使用，可为公司提供一定的流动性支持。同时，公司作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，跟踪期内公司成功发行可转债募集资金，整体财务弹性较好。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司无受限资产。此外，同期末，公司控股股东及其一致行动人持有公司股权无质押。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保和影响正常经营的重大未决诉讼。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

### 外部支持

**作为实际控制人控制的最核心企业，其对公司支持意愿极强；但由于实际控制人为自然人，对公司支持能力较弱**

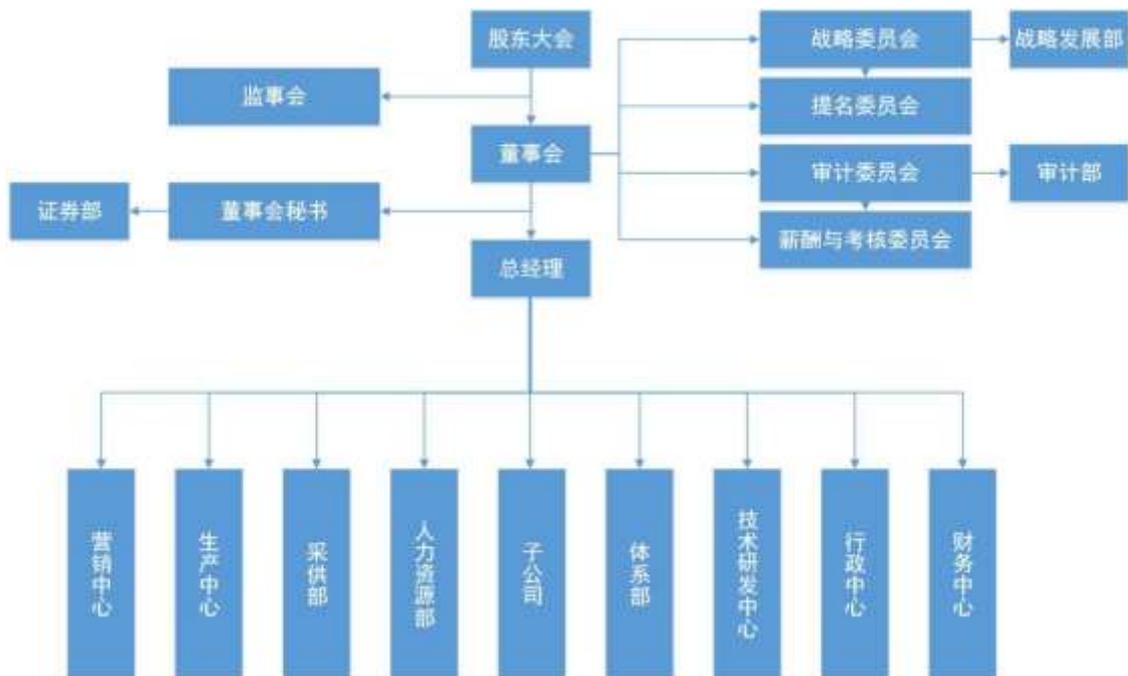
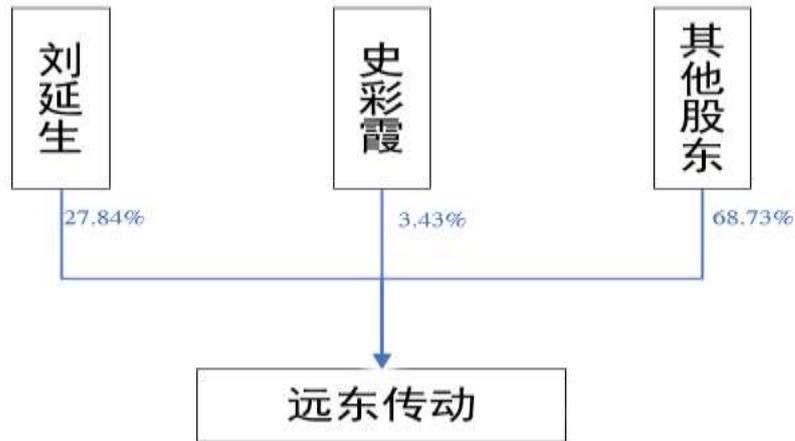
公司实际控制人为自然人刘延生，除公司外无其他实体企业，公司系实际控制人控制的最核心企业，其对公司支持意愿极强。但由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能

力较为有限，对公司支持能力整体较弱。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持许昌远东传动轴股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“远东转债”的债项信用等级为 **AA**。

### 附一：许昌远东传动轴股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：许昌远东传动轴股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	61,523.45	38,822.55	96,176.98	101,048.46
应收账款净额	36,764.93	41,446.51	51,567.55	50,075.71
其他应收款	278.04	194.64	338.86	327.93
存货净额	22,642.07	25,277.33	25,066.86	32,388.81
长期投资	200.00	200.00	499.87	800.24
固定资产	74,874.56	75,648.87	75,391.19	73,058.08
在建工程	0.00	5,566.24	9,003.80	10,446.07
无形资产	22,808.51	32,522.48	31,731.00	31,479.96
总资产	272,577.32	280,592.87	402,490.85	407,027.13
其他应付款	2,814.03	4,883.97	7,183.71	8,611.05
短期债务	322.82	910.49	73.45	141.03
长期债务	0.00	0.00	67,839.95	68,764.58
总债务	322.82	910.49	67,913.41	68,905.61
净债务	-61,200.63	-37,912.05	-28,263.58	-32,142.85
总负债	37,814.89	36,638.47	113,084.56	112,697.34
费用化利息支出	0.00	0.00	73.45	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	234,762.43	243,954.39	289,406.29	294,329.80
营业总收入	152,261.13	171,961.51	175,419.93	33,560.69
经营性业务利润	20,727.22	26,573.69	31,399.80	5,193.08
投资收益	283.21	1,225.41	309.72	0.38
净利润	18,732.85	27,143.96	27,268.10	4,969.83
EBIT	21,873.94	30,702.47	31,543.17	--
EBITDA	30,414.61	40,409.96	42,266.94	--
经营活动产生现金净流量	18,201.28	14,997.58	25,572.91	5,664.80
投资活动产生现金净流量	12,074.02	-19,847.10	-53,089.97	-793.32
筹资活动产生现金净流量	-7,121.40	-17,852.00	84,998.88	0.00
资本支出	12,402.30	10,068.07	7,284.67	493.32
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	30.04	30.82	32.94	32.19
期间费用率(%)	16.09	14.98	15.58	19.34
EBITDA 利润率(%)	19.98	23.50	24.09	--
总资产收益率(%)	8.34	11.10	9.24	--
净资产收益率(%)	8.16	11.34	10.23	6.81
流动比率(X)	4.57	4.83	7.45	7.80
速动比率(X)	3.95	4.06	6.78	6.90
存货周转率(X)	4.86	4.97	4.67	3.17*
应收账款周转率(X)	4.41	4.40	3.77	2.64*
资产负债率(%)	13.87	13.06	28.10	27.69
总资本化比率(%)	0.14	0.37	19.01	18.97
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	0.11	0.20
经营活动净现金流/总债务(X)	56.38	16.47	0.38	0.33*
经营活动净现金流/短期债务(X)	56.38	16.47	348.14	160.67*
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	348.14	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3,031.52	-324.49	33.52	--
总债务/EBITDA(X)	0.01	0.02	1.61	--
EBITDA/短期债务(X)	94.22	44.38	575.41	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	575.41	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	429.42	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。