

2020 年浙江五洲新春集团股份有限公司  
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：

谭璇

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【293】号 01

债券简称：新春转债

债券剩余规模：3.3 亿元

债券到期日期：2026 年  
03 月 05 日

债券偿还方式：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，同时设  
置债券赎回与回售条款

#### 分析师

姓名：  
田珊 张伟亚

电话：  
021-51035670

邮箱：  
tiansh@cspengyuan.com

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](http://www.cspengyuan.com)

## 2020 年浙江五洲新春集团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	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 22 日	2019 年 07 月 05 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）及其 2020 年 3 月 6 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 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到客户资质较优与配套下游行业的分散性继续为公司经营提供一定安全性；销售规模进一步增加，经营获现能力依然较强；同时中证鹏元也关注到，汽车行业景气度下滑与新冠疫情持续蔓延恶化了行业环境；外销比例与客户集中度较高，面临一定的经营风险敞口以及存在短期有息债务偿债压力等风险因素。

#### 正面：

- 客户资质较优与配套下游行业的分散性继续为公司经营提供一定安全性。2019 年公司依旧在斯凯孚与舍弗勒等国内外大型企业供应链体系中，空调管路产品仍对法雷奥、四川长虹与海信空调等国内外大型企业供货，客户资质相对优质；配套行业分布在汽车、工程机械与农业机械等众多行业，能够缓释单个行业经营风险，有助于保障经营业绩平稳性。
- 销售规模进一步增加，经营获现能力依然较强。受益于浙江新龙实业有限公司（以下简称“新龙实业”）收购，公司销售规模进一步增加，2019 年营业收入增幅为 32.32%；经营活动现金流净额提升至 23,390.05 万元，表现较佳。

## 关注:

- **汽车行业景气度下滑与新冠疫情持续蔓延恶化了行业环境。**目前国内汽车行业销售表现目前有所回落且短期内改善的迹象尚未显现，可能会削减其对于上游配件的需求；加之新冠疫情引致全球经济表现疲软，行业环境明显恶化，2020年1-3月公司营收同比下滑15.86%，净利润同比下滑61.22%。
- **外销比例与客户集中度较高，面临一定的经营风险敞口。**2019年度公司外销比例约40%，外销比例相对较高；公司前五大客户占比为54.59%，集中度较高，若海外需求下滑亦或是核心客户订单减少，可能会使得公司面临业绩下滑的风险。
- **资产负债率进一步抬升，且存在短期有息债务偿债压力。**截至2020年3月末，公司资产负债率增至45.58%，有息债务规模达到12.30亿元，其中短期有息债务为9.11亿元，规模较大，速动比率仅为0.96，存在一定的短期偿债压力。

## 发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	347,398.98	311,119.73	297,871.80	171,001.88
归属于母公司所有者权益合计	179,928.32	173,022.95	167,795.01	120,850.31
有息债务	122,918.24	85,293.14	57,667.33	13,465.49
资产负债率	45.58%	41.43%	39.93%	25.81%
流动比率	1.45	1.21	1.24	2.42
速动比率	0.96	0.70	0.66	1.21
营业收入	37,112.37	181,759.94	137,358.62	114,582.16
营业利润	1,271.31	11,178.12	11,961.01	11,440.69
净利润	992.60	10,490.02	10,207.63	10,020.90
综合毛利率	18.68%	22.18%	22.91%	23.04%
总资产回报率	-	4.95%	5.63%	7.37%
EBITDA	-	25,559.52	20,687.21	18,613.80
EBITDA利息保障倍数	-	8.37	17.18	66.03
经营活动现金流净额	8,039.67	23,390.05	13,458.96	9,124.94

资料来源：公司2017-2019年审计报告与未经审计的2020年一季度报，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

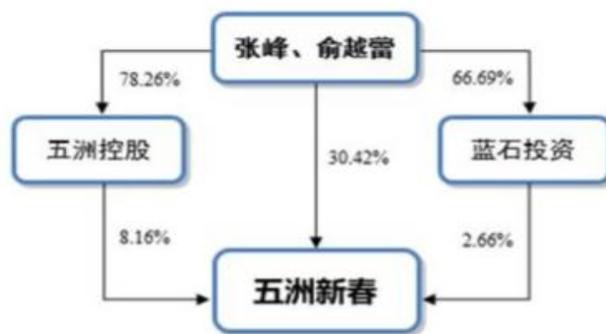
公司于2020年3月6日发行6年期3.3亿元可转换公司债券，募集资金拟用于智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目、技术研发中心升级项目以及补充流动资金。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.92亿元<sup>1</sup>。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、股本、控股股东及实际控制人均未发生变化，2019年末控股股东仍为自然人张峰，直接或间接合计持股比例为34.64%，实际控制人仍为张峰与俞越蕾，直接或间接合计持股比例为38.58%。值得注意的是，截至2020年5月7日，张峰累计质押股票数占其持有股票数的比例为79%，质押比例较高。

截至2019年末，公司的主营业务变化不大，仍以轴承及配件行业、汽车配件以及空调管路为主；但销售收入结构有所变化，得益于新龙实业收购并表，空调管路相关收入大幅提升。

图 1 截至 2019 年末公司产权与控制关系



资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

2019年公司合并范围变动情况见下表。

表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
XCC-ZXZ NORTH AMERICA, INC	60%	50 万美元	轴承研发及销售业务	新设
XCC XINLONG AUTOMOTIVE PARTS S. DE R.L. DE C.V.	100%	2,000	轴承及管路件研发销售	新设

<sup>1</sup> 根据公司提供的对账单测算。

## 2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
捷姆轴承集团常山研究试验中心有限公司	100%	10	轴承研发	注销
捷姆轴承集团常山进出口有限公司	100%	500	轴承进出口业务	注销
捷姆轴承集团常山滚子有限公司	100%	1000	生产、销售轴承滚子	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 三、运营环境

滚动轴承行业景气度有所下滑，新冠疫情对该行业发展产生负面影响，行业运营情况存在较大不确定

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；因国内外需求略有下滑等因素影响，2019 年全国滚动轴承行业完成主营业务收入 1,577.12 亿元，同比增长-4.09%，利润方面，滚动轴承行业利润总额为 94.65 亿元，较上年增长-2.93%，行业整体略有下滑。

轴承行业外向型发展特征显著，产品外销比例较大，2019 年出口金额与出口数量均大幅降低，出口金额增速为-18.73%，出口数量增速为-13.55%。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

2020 年随着新冠疫情的持续影响，国外目前经济复苏情况存在较大不确定，国内经济表现虽较一季度有所改善，但仍然较为疲软，下行压力显著，滚动轴承行业作为配套行业，若下游需求放缓加之国外经济景气度下滑，势必也会对其产生负面影响。

**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。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。

## 四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事成品轴承、轴承套圈、精密零配件及各类空调管路的研发、生产和销售。从营收规模来看，2019年营业收入较上年增长32.33%，但细分业务收入增长情况差异明显，汽车配件产品营收有所下滑，轴承产品与调管路收入增幅明显，空调管路收入大幅增加原因主要为2019年新龙实业全年业绩并表，而2018年只有11-12月业绩并表。从毛利率方面来看，轴承及配件行业与空调管路行业毛利率略有下滑，原因系产品销售结构以及部分产品年降<sup>2</sup>等因素综合影响，但整体上看，公司毛利率表现相对稳定。

**表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）**

类型	项目	2019 年		2018 年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
轴承及配件行业	轴承套圈与成品轴承	120,007.81	21.14	113,198.11	22.79
汽车配件行业	汽车安全气囊气体发生器部件	4,613.50	2.89	9,503.52	3.18
	汽车齿坯、传动轴凸片等	4,716.14	16.03	4,019.88	21.79
	小计	9,329.64	9.53	13,523.40	8.71
空调管路行业		47,513.46	23.05	6,399.04	25.91
其他业务	废料销售	3,610.76	73.26	2,662.15	98.73
	材料销售	1,204.39	9.86	1,271.12	9.45
	房租水电收入等	93.88	0.77	304.79	30.46
	小计	4,909.03	56.32	4,238.06	67.04
合计		181,759.94	22.18	137,358.62	22.91

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**客户资质较优以及配套行业分散性将继续为公司经营提供一定的安全边际**

<sup>2</sup> 部分客户为降低成本以及公司为锁定长期订单，会签订年降合同，即每年会适当调低产品价格。

跟踪期内，公司依旧在斯凯孚与舍弗勒等国内外大型企业供应链体系中，空调管路产品仍对法雷奥、四川长虹与海信空调等国内外大型企业供货，客户资质相对优质；基于公司在细分领域经营多年，积累丰富的制造技术并持续的研发投入（2019年研发投入绝对值为0.64亿元，占营业收入比例为3.5%），核心客户出于产品质量、供货能力与协同开发等维度的考虑，可能将会继续稳定与公司的合作关系，核心客户稳定性较高；此外，公司下游客户分布汽车、机械等众多行业，能够较大程度缓解单个行业效益下滑带来订单萎缩风险，整体看来，公司经营效益存在一定的安全性。

值得关注的是，公司外销比率高（约40%）且客户集中度相对较高（2019年前五大占比为54.59%，舍弗勒单一客户销售占比接近20%），短期内随着新冠疫情在国外持续蔓延，部分核心客户目前经营效益下滑，可能会对公司经营业绩产生负面影响，但中长期我们仍会对公司产品的销售前景保持相对乐观。

**表 3 公司业务前五大客户情况（单位：万元）**

期间	客户名称	销售金额	比例（%）
2019 年	舍弗勒	34,215.86	18.83
	四川长虹	31,193.01	17.16
	斯凯孚	23,310.68	12.83
	法雷奥	11,982.86	6.59
	海信空调	8,631.31	4.75
	<b>合计</b>	<b>99,221.08</b>	<b>54.59</b>
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
	<b>合计</b>	<b>70,440.83</b>	<b>51.28</b>

注：舍弗勒总部位于德国，斯凯孚总部位于瑞典，法雷奥总部位于法国，长虹与海信是中国企业。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**短期内，预计公司核心产品的产能利用率略有下滑，固定费用将会拖累公司盈利表现；新增产能消化情况存在一定不确定性**

从公司产能利用率来看，2019 年轴承产品产能利用率与上年基本持平，空调管路产能利用率较上年明显改善，但因中美贸易争端影响，公司汽车安全气囊气体发生器部件在美国销售下滑，产能利用率明显降低。中证鹏元认为在 2020 年虽然公司目前采取在墨西哥设新生产基地、拓展汽车配件行业新客户等手段来对冲需求下滑风险，但考虑本轮需求下滑是全球性的，上述措施无法逆转下行趋势，公司核心产品销售仍将明显承压，将会驱

动其产能利用率下滑，折旧摊销等固定费用支出将会影响其盈利表现。

**表 4 公司产品的产能与产能利用率等情况**

年度	项目	产能	产能利用率
2019 年	轴承产品（万套）	40,000.00	93.99%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	1,500.00	57.29%
	空调管路（万件）	15,800.00 <sup>3</sup>	93.58%
2018 年	轴承套圈（万件）	50,000.00	92.32%
	成品轴承（万套）	13,000.00	94.24%
	汽车安全气囊气体发生器部件（万支）	1,500.00	96.99%
	空调管路（万件）	2,634.00	84.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前，公司还在新扩产能，在建项目主要为本期债券募投项目，即智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目，分三年投入，整体资金压力一般，但投产后效益实现情况将视下游需求情况，存在不确定性。

**表 5 截至 2019 年末，公司主要投资项目情况（单位：万元）**

类型	项目	计划投资额	已投额	尚需投资额
在建	智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目*	22,280.00	1,371.71	20,908.29
拟建	技术研发中心升级项目*	3,000.00	0.00	3,000.00
-	合计	25,280.00	1,371.71	23,908.29

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司继续面临原材料采购价格波动风险，但原材料短缺风险不高，整体供给侧经营风险相对可控**

跟踪期内，材料成本仍为公司生产主要的成本构成（60%左右），按照公司针对不同产品或客户采用差异化的调价措施<sup>4</sup>，考虑部分成品轴承与车用空调管路件无价格风险转嫁机制，面临价格波动风险，但从近年钢铁价格与有色金属价格波动情况来看，波动幅度不大，且公司还可以利用套期等工具缓释，整体影响相对可控。

从采购对象来看，2019年前五大客户集中度较上年大幅提高，达到45.38%，主要原因是空调管路业务核算期限口径变动引致铜管核算量增加，从供应链安全性来看，除中信泰富钢铁贸易有限公司（以下简称：“泰富钢铁”）系客户指定外，其余原料市场供应充足，短缺风险较低；泰富钢铁虽可能受制于产能等因素极端情况会出现供货不足等情况，但我

<sup>3</sup> 核算口径为 2018 年 11-12 月，2019 年为全年，导致产能数据大幅增加。

<sup>4</sup> 通常情况下对于轴承套圈所需钢材与空调管路件中的家用空调所需铜管，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（钢管一般为一季度调整一次，铜管为每月调一次），保持产品合理的利润；但对于部分成品轴承所需钢管与车用空调所需铝管（供货对象主要为法雷奥），不存在价格调整机制。

们认为可能性相对较低，整体看来，原材料短缺风险不大。

**表6 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	占比（%）
2019 年	中信泰富钢铁贸易有限公司	21,292.64	19.32
	重庆万州金龙铜管销售有限公司	11,650.80	10.57
	金龙精密铜管集团股份有限公司	7,656.33	6.95
	亚太轻合金（南通）科技股份有限公司	6,298.76	5.71
	浙江三基钢管有限公司	3,119.77	2.83
	<b>合计</b>	<b>50,018.29</b>	<b>45.38</b>
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
	<b>合计</b>	<b>31,627.74</b>	<b>29.87</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告与2020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。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模持续增加，整体资产流动性一般，需关注商誉减值风险

截至2019年末，公司资产总额继续增加至31.11亿元，同比增幅为4.45%，从公司资产构成来看，流动资产与非流动资产占比相当，从流动资产来看，2019年末未受限的货币资金金额为1.07亿元，2020年3月随着本期债券募集资金到账，货币资金规模大幅增加。应收票据与应收账款规模与上年变动不大，其中应收票据用于质押融资比例为55.07%，流动性受限；应收款项主要集中在一年内，考虑公司客户资质相对优质，坏账风险可控；存货规模与结构与上年变动不大，以销定产的业务模式，使得整体跌价风险可控。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产与商誉构成，固定资产主要为厂房与设备，在建工程主要为公司在建项目，无形资产主要为土地使用权，商誉主要为公司收购新龙实业产生，规模未发生变化，2019年新龙实业业绩有所增长，但需关注商誉减值情况取决于经营业绩，存在不确定性。

整体看来，公司资产结构中非流动资产占比接近一半，且商誉规模相对较大，整体资产流动性一般。

**表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	58,757.75	16.91%	20,643.22	6.64%	14,928.94	5.01%
应收票据	10,467.93	3.01%	12,774.63	4.11%	13,317.57	4.47%
应收账款	39,414.04	11.35%	41,237.92	13.25%	40,068.36	13.45%
存货	60,990.03	17.56%	61,328.62	19.71%	64,909.81	21.79%
<b>流动资产合计</b>	<b>179,761.90</b>	<b>51.75%</b>	<b>145,905.71</b>	<b>46.90%</b>	<b>138,237.35</b>	<b>46.41%</b>
固定资产	82,001.74	23.60%	82,404.80	26.49%	74,310.28	24.95%
在建工程	13,883.66	4.00%	10,798.01	3.47%	16,033.91	5.38%
无形资产	21,723.06	6.25%	21,888.97	7.04%	22,738.60	7.63%
商誉	40,755.31	11.73%	40,755.31	13.10%	40,755.31	13.68%
<b>非流动资产合计</b>	<b>167,637.08</b>	<b>48.25%</b>	<b>165,214.01</b>	<b>53.10%</b>	<b>159,634.45</b>	<b>53.59%</b>
<b>资产总计</b>	<b>347,398.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>311,119.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>297,871.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：2018年至2019年审计报告与2020年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 资产运营效率

公司运营效率与上年大体持平，短期内核心客户经营效益的恶化可能会对运营效率产生负面影响

跟踪期内，公司收款政策未发生变动，但账面显示应收账款周转效率略有改善，我们认为改善的主要原因系应收账款保理业务的开展、应收票据的重分类以及新龙实业并表影响，若考虑保理规模以及应收账款融资等因素影响后，实际周转情况与上年大体持平；存货周转效率较上年略有改善，应付账款周转天数略有下滑，在上述因素共同影响下，整体上，2019年公司营运资金的周转效率有所改善的，净营业周期下降26天。固定资产周转天数也是降低的，使得总资产周转天数降至603天，整体运营效率是提升的。但值得关注的是，目前部分海外客户因疫情扰动，正常经营受影响，可能会对其付款节奏、提货结算时点产生影响，进而影响公司的运营效率。

**表8 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	81	88
存货周转天数	161	190
应付账款周转天数	71	83
净营业周期	<b>170</b>	<b>196</b>
流动资产周转天数	281	304
固定资产周转天数	155	165
总资产周转天数	603	614

资料来源：2018年至2019年审计报告，中证鹏元整理

### 盈利能力

公司经营业绩表现出增收不增利的情况，短期经营业绩表现承压显著，可能出现回落

2019年新龙实业业绩全年并表，使得公司营业收入明显增加，但在期间费用尤其是财务利息支出的增加以及非经常性损益影响下，2019年净利润规模与上年大体持平，表现出增收不增利情况。未来，中证鹏元认为公司空调管路业务因并购时签署业绩补偿协议，补偿期内业绩较有保障，但仍需关注原股东无力补偿的风险；轴承产品短期内需求存在不确定性；汽车配件行业产品发展前景受制于汽车行业景气度下行影响，业绩增幅可能存在不确定；基于上述分析，2020年公司经营业绩可能出现回落，2020年1-3月业绩表现（2020年1-3月公司营收同比下滑15.86%，净利润同比下滑61.22%）也印证了公司短期业绩承压较大；但中长期来看，客户资质的优质度以及配套行业分散性仍有助于稳定公司经营业绩。

**表9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	37,112.37	181,759.94	137,358.62
营业利润	1,271.31	11,178.12	11,961.01
利润总额	1,261.23	12,006.33	12,002.44
净利润	992.60	10,490.02	10,207.63
综合毛利率	18.68%	22.18%	22.91%
期间费用率	15.48%	14.37%	13.52%
营业利润率	3.43%	6.15%	8.71%
总资产回报率	-	4.95%	5.63%
净资产收益率	-	5.81%	6.68%
营业收入增长率	-15.86%	32.33%	19.88%
净利润增长率	-61.22%	2.77%	1.86%

资料来源：2018年至2019年审计报告与2020年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

公司收现情况表现较好，经营活动现金流继续净流入，但在建项目尚需投入以及偿债支出，存在资金支出压力

2019年公司收现比指标表现与上年变动不大，回款表现较好；从营运资本方面来看，因应收款项有所增加，使得营运资本是增加的，但增加幅度明显低于上年；在经营业绩改善（考虑折旧摊销前的收益情况）的主要带动下，经营活动现金流较上年大幅改善，但考虑构建固定资产等长期资产相关支出，整体资金面存在一定缺口，公司主要依赖银行借款予以补充。值得关注的是，公司在建项目尚需投入以及债务偿付，尚存在一定的资金支出压力。

**表 10 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.06	1.05
净利润	10,490.02	10,207.63
营运资本变化	-2,434.73	-5,590.79
其中：存货减少（减：增加）	2,001.25	-6,090.32
经营性应收项目的减少（减：增加）	-3,904.17	-3,850.09
经营性应付项目的增加（减：减少）	-531.81	4,349.62
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>23,390.05</b>	<b>13,458.96</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-30,364.75</b>	<b>-22,725.03</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>6,343.49</b>	<b>13,674.73</b>
现金及现金等价物净增加额	-375.78	4,373.16

资料来源：2018 年至 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 债务规模持续增加，存在一定的短期偿债压力

得益于持续经营积累，2019年末公司所有者权益增至18.22亿元，2020年3月随着可转债的成功发行，可转债权益部分计入所有者权益，账面价值增至18.90亿元；但随着债务规模持续增加，产权比率持续增加，净资产对于债务保障明显削弱。

**表 11 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	158,351.37	128,903.22	118,948.63
所有者权益	189,047.61	182,216.51	178,923.18

产权比率	83.76%	70.74%	66.48%
------	--------	--------	--------

资料来源：2018年至2019年审计报告与2020年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末，公司负债总额为12.89亿元，其中债务结构主要以流动负债为主，2020年3月末负债总额为15.84亿元，债务结构略有优化；流动负债主要为短期借款与经营负债，2019年末短期借款规模大幅增加，偿债压力明显增加；应付债券系本期债券，从有息债务规模来看，截至2020年3月末，公司有息债务规模达到12.30亿元<sup>5</sup>，其中短期有息债务为9.11亿元，规模较大，考虑短期借款的偿还弹性以及资金充裕度，公司整体还是存在一定的短期偿债压力。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	76,606.39	48.38%	75,191.29	58.33%	48,285.54	40.59%
应付票据	14,506.72	9.16%	10,101.85	7.84%	9,381.78	7.89%
应付账款	25,620.94	16.18%	26,113.08	20.26%	29,670.01	24.94%
<b>流动负债合计</b>	<b>124,152.27</b>	<b>78.40%</b>	<b>120,555.82</b>	<b>93.52%</b>	<b>111,539.73</b>	<b>93.77%</b>
应付债券	25,997.34	16.42%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>34,199.09</b>	<b>21.60%</b>	<b>8,347.40</b>	<b>6.48%</b>	<b>7,408.89</b>	<b>6.23%</b>
<b>负债合计</b>	<b>158,351.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>128,903.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>118,948.63</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	122,918.24	77.62%	85,293.14	66.17%	57,667.33	48.48%

资料来源：2018年至2019年审计报告与2020年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司资产负债率为45.58%，进一步提高，流动比率与速动比率均表现不佳；短期偿债压力较大。从经营获利对于债务保障来看，EBITDA对于债务利息保障程度尚可，但对于有息债务总额保障表现相对一般。

**表 13 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	45.58%	41.43%	39.93%
流动比率	1.45	1.21	1.24
速动比率	0.96	0.70	0.66
EBITDA（万元）	-	25,559.52	20,687.21
EBITDA 利息保障倍数	-	8.37	17.18
有息债务/EBITDA	-	3.34	2.79
债务总额/EBITDA	-	5.04	5.75

<sup>5</sup> 中证鹏元有息债务测算口径包括应付票据，应付票据中部分需支付保证金，部分是利用票据池开具，但因期末余额无法对应拆分，因此，我们利用全口径票据规模来测算有息债务。

经营性净现金流/流动负债	-	0.19	0.12
经营性净现金流/负债总额	-	0.18	0.11

资料来源：2018 年至 2019 年审计报告与 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 六、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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月26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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

跟踪期内，公司销售规模进一步增加，经营获现能力仍较佳，考虑到公司核心客户资质相对优质，配套行业相对分散，能够缓释单个行业经营风险，有助于保障经营业绩平稳性，未来业务发展存在一定保障，综合来看，公司债务安全性仍较好。

但我们同时也关注到汽车行业景气度下滑与新冠疫情可能会恶化核心客户的经营效益，进而对公司经营业绩产生负面影响以及目前公司短期有息债务规模大，存在短期有息债务偿债压力等风险因素。

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

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	58,757.75	20,643.22	14,928.94	9,532.08
交易性金融资产	1,502.00	1,652.00	-	-
应收票据	10,467.93	12,774.63	13,317.57	4,330.43
应收账款	39,414.04	41,237.92	40,068.36	27,362.54
应收款项融资	4,073.94	4,250.53	-	-
预付款项	1,864.46	1,117.89	1,054.68	1,603.51
其他应收款	1,193.33	1,435.73	2,373.69	1,287.37
存货	60,990.03	61,328.62	64,909.81	46,993.54
其他流动资产	1,498.43	1,465.17	1,584.29	2,811.02
可供出售金融资产	-	-	2,827.67	706.77
其他权益工具投资	5,696.92	5,696.92	-	-
投资性房地产	993.48	1,010.97	1,285.86	-
固定资产	82,001.74	82,404.80	74,310.28	51,832.21
在建工程	13,883.66	10,798.01	16,033.91	11,259.26
无形资产	21,723.06	21,888.97	22,738.60	12,072.07
商誉	40,755.31	40,755.31	40,755.31	18.68
长期待摊费用	683.04	765.34	487.75	330.02
递延所得税资产	1,899.88	1,893.70	1,195.09	862.38
<b>资产总计</b>	<b>347,398.98</b>	<b>311,119.73</b>	<b>297,871.80</b>	<b>171,001.88</b>
短期借款	76,606.39	75,191.29	48,285.54	6,000.00
交易性金融负债	19.52	27.93	26.06	-
应付票据	14,506.72	10,101.85	9,381.78	7,465.49
应付账款	25,620.94	26,113.08	29,670.01	19,172.70
预收款项	679.45	538.15	207.66	298.97
应付职工薪酬	3,138.75	5,090.49	4,879.34	3,395.73
应交税费	852.19	1,366.02	1,179.65	1,299.77
其他应付款	2,659.12	2,127.01	17,909.68	1,173.71
应付债券	25,997.34	-	-	-
递延所得税负债	2,711.43	2,758.25	2,073.80	-
递延收益-非流动负债	5,490.32	5,589.15	5,335.09	5,328.55
<b>负债合计</b>	<b>158,351.37</b>	<b>128,903.22</b>	<b>118,948.63</b>	<b>44,134.91</b>
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>179,928.32</b>	<b>173,022.95</b>	<b>167,795.01</b>	<b>120,850.31</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>189,047.61</b>	<b>182,216.51</b>	<b>178,923.18</b>	<b>126,866.96</b>
营业收入	37,112.37	181,759.94	137,358.62	114,582.16

营业利润	1,271.31	11,178.12	11,961.01	11,440.69
净利润	992.60	10,490.02	10,207.63	10,020.90
经营活动产生的现金流量净额	8,039.67	23,390.05	13,458.96	9,124.94
投资活动产生的现金流量净额	-4,908.67	-30,364.75	-22,725.03	-11,845.76
筹资活动产生的现金流量净额	32,275.20	6,343.49	13,674.73	-5,833.36
<b>财务指标</b>	<b>2020年3月</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>
资产负债率	45.58%	41.43%	39.93%	25.81%
有息债务（万元）	122,918.24	85,293.14	57,667.33	13,465.49
流动比率	1.45	1.21	1.24	2.42
速动比率	0.96	0.70	0.66	1.21
产权比	83.76%	70.74%	66.48%	34.79%
EBITDA（万元）	-	25,559.52	20,687.21	18,613.80
EBITDA 利息保障倍数	-	8.37	17.18	66.03
有息债务/EBITDA	-	3.34	2.79	0.72
债务总额/EBITDA	-	5.04	5.75	2.37
综合毛利率	18.68%	5.81%	6.68%	8.12%
期间费用率	15.48%	14.37%	13.52%	12.44%
营业利润率	3.43%	6.15%	8.71%	9.98%
总资产回报率	-	4.95%	5.63%	7.37%
净资产收益率	-	5.81%	6.68%	8.12%
营业收入增长率	-15.86%	32.33%	19.88%	6.75%
净利润增长率	-61.22%	2.77%	1.86%	10.68%
收现比	1.07	1.06	1.05	0.93
应收款项周转天数（天）	-	80.52	88.36	84.17
存货周转天数（天）	-	160.64	190.22	177.97
应付款项周转天数（天）	-	70.98	83.03	77.12
净营业周期（天）	-	170.17	195.56	185.02
流动资产周转天数（天）	-	281.39	304.23	299.01
固定资产周转天数（天）	-	155.20	165.30	154.53
总资产周转天数（天）	-	603.09	614.43	525.59
经营性净现金流/流动负债	-	0.19	0.12	0.24

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告与未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
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	负债总额 / 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

## 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。