

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【943】号

浙江锋龙电气股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的浙江锋龙电气股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 A+。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年九月九日

浙江锋龙电气股份有限公司
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：





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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【943】号 02

分析师

姓名：
党雨曦 田珊
电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.co
m

评级日期：
2020 年 09 月 18 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

浙江锋龙电气股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：A+

发行主体长期信用等级：A+

发行规模：不超过 24,500 万元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

增信方式：股票质押担保

债券偿还方式：未转股部分每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江锋龙电气股份有限公司（以下简称“锋龙股份”或“公司”）本次拟公开发行总额不超过 24,500 万元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 A+，该级别反映了本期债券债务安全性较高，违约风险较低。该等级的评定是考虑到公司客户资质及稳定性较好，产品布局多元化，新业务带来较好的利润和收入增长点；公司资本实力有所增长，负债率较低，以及控股股东提供的股票质押担保为本期债券的本息偿还提供了一定保障。同时中证鹏元也关注到，公司面临一定汇率波动风险和国际贸易政策变化风险；客户集中度较高，并面临一定的成本控制压力；此外，对公司在建项目完工投产后的产能消化情况需予以关注。

正面：

- 公司客户资质及稳定性较好，产品布局多元化，新业务带来较好的利润和收入增长点。公司 2019 年通过收购行为新增液压零部件板块业务，2019 年和 2020 年 1-6 月分别贡献收入 5,010.12 万元和 5,594.00 万元，毛利率水平分别为 22.79%和 25.44%，成为公司新的收入和利润增长点。目前公司主要收入来源于园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件的生产和销售，产品布局多元化，下游客户包括 MTD、卡特彼勒集团、克诺尔集团等国内外知名企业，资质及稳定性较好。
- 公司资本实力有所增长，负债率较低。2018 年公司成功 IPO，2019 年收购杜商精机 51%股权并将其纳入合并范围，以及经营累积使得净资产规模保持增长，截至 2020 年 6 月末公司资产负债率为 22.71%，负债程度较低。

- 控股股东的股票质押担保为本期债券的本息偿还提供了一定保障。公司控股股东绍兴诚锋实业有限公司（以下简称“诚锋实业”）作为出质人将其合法拥有的价值 3.43 亿元的公司股票作为质押资产进行质押担保，为本期债券的本息足额兑付提供了一定保障。

关注：

- 公司面临一定汇率波动风险和国际贸易政策变化风险。虽然公司近年海外业务收入敞口逐年下降，2019 年来自国外的收入下降至 54%，但仍处于较高水平，且基本以外币结算，公司面临一定汇率波动风险。此外，中美贸易摩擦余波未平，额外强加的关税会降低公司的产品竞争力，且公司部分生产用液压零配件部件仍需进口，需关注国际贸易政策变化对公司生产经营可能产生的不利影响。
- 公司面临一定成本控制压力。2017-2019 年直接材料占公司营业成本的比重均在 64% 以上，其中主要为铝材，近年其价格呈波动趋势，公司面临一定成本控制压力，未来若上游原材料价格持续高企，将对公司盈利能力产生一定不利影响。
- 公司客户集中度较高。截至 2019 年末，公司园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件业务板块的前五大客户占比分别为 76.48%、89.29%和 95.50%，三大类别产品客户均非常集中，公司整体面临一定的客户集中度风险。
- 公司各业务板块均处于产能扩张阶段，需关注产能释放后的消化情况。2018 年公司 IPO 募投项目包括对园林机械零部件和汽车零部件的产能提升项目，本期债券募投项目为液压零部件产能扩张项目，建成后将在较大程度上提升公司产能。若是公司下游行业发生重大不利变化或客户自身经营陷入困境，则会降低对公司的产品需求，需关注未来产能释放后的消化情况。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	80,650.30	78,904.40	61,426.94	33,967.39
归属于母公司所有者权益	55,327.72	53,609.23	49,623.85	22,156.81
有息债务	6,925.02	3,516.38	4,500.00	3,100.00
资产负债率	22.71%	23.68%	19.21%	34.77%
流动比率	2.88	2.80	3.91	1.75
速动比率	2.25	2.13	3.26	1.24
营业收入	23,481.49	41,007.35	31,516.57	31,340.88

营业利润	3,857.14	6,899.95	5,299.96	5,550.12
净利润	3,444.91	6,064.17	4,575.77	4,781.09
综合毛利率	30.99%	31.67%	31.62%	35.62%
总资产回报率	-	10.12%	11.30%	18.33%
EBITDA	-	9,312.30	6,906.20	6,929.65
EBITDA 利息保障倍数	-	45.06	60.92	50.99
经营活动现金流净额	3,819.45	6,499.99	2,453.68	5,706.04

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年未经审计的半年度财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身系绍兴锋龙电机有限公司（以下简称“锋龙有限”），由董剑刚、应明哲（台湾）、李中、卢国华、雷德友成立于2003年6月，为中外合资企业，注册资本为36.3万美元，五人出资比例分别为35.01%、30.03%、11.65%、11.65%和11.65%。2006年6月，经锋龙有限公司董事会决议，同意董剑刚、李中、卢国华、雷德友将所持公司69.97%的股权转让给上虞市诚锋电气有限公司（以下简称“诚锋电气”）；同年公司使用未分配利润转增注册资本至200万美元。2010年，应明哲将所持30.03%股份转让给东纬有限公司（香港）（以下简称“东纬香港”）。2011年诚锋电气将10%股权转让给上虞市威龙投资管理有限公司。2015年3月，东纬香港减少其所持公司58.06万美元注册资本并予以注销。2016年东纬香港将公司1.41%股权作价94.78万元转让给董剑刚，公司的企业性质变更为内资企业；同年公司使用未分配利润转增注册资本至4,500万元，并整体变更为浙江锋龙电气股份有限公司；增加股本2,166万股，注册资本增至6,666万元。2018年4月，公司登陆深圳证券交易所中小企业板，股票代码为002931.SZ。2019年公司通过收购取得杜商精机（嘉兴）有限公司（以下简称“杜商精机”）51%股权，主营业务扩充到液压零部件的生产和销售。

截至2020年6月末，公司注册资本与实收资本均为14,220.80万元，总股本为14,220.80万股，前十大股东如表1所示。诚锋实业持有公司43.34%的股权，为公司控股股东；董剑刚先生通过直接和间接方式合计控制公司61.43%的股份，为公司实际控制人，持股明细见图1。截至2020年8月末，诚锋实业质押的公司股份为1,456.00万股，占其持有股份数的23.63%。

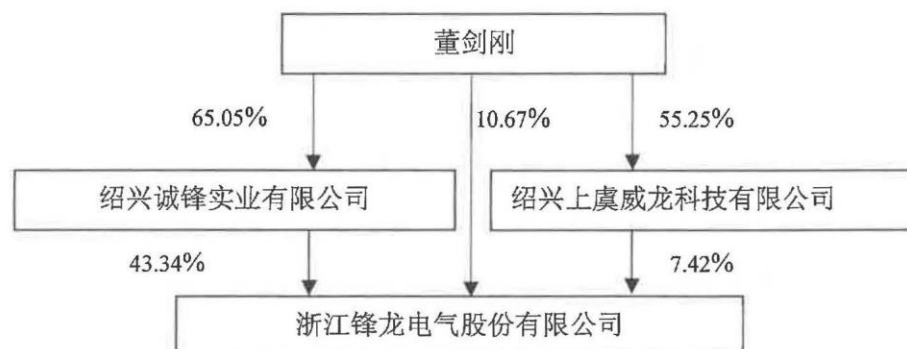
表1 截至2020年6月末公司前十大股东情况

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
绍兴诚锋实业有限公司*	境内一般法人	61,628,064	43.34%
董剑刚	境内自然人	15,170,016	10.67%
绍兴上虞威龙科技有限公司*	境内一般法人	10,546,656	7.42%
桐庐浙富桐君股权投资基金合伙企业（有限合伙）	境内一般法人	5,328,000	3.75%
宁波哥特投资合伙企业（有限合伙）	境内一般法人	5,328,000	3.75%
厉彩霞*	境内自然人	2,880,000	2.03%
李中	境内自然人	1,443,968	1.02%
卢国华	境内自然人	1,443,968	1.02%
雷德友	境内自然人	1,443,968	1.02%
郑圣园	境内自然人	414,500	0.29%

注：*为公司实际控制人的一致行动人

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图1 截至2020年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要从事园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件的设计和生 产，主要产品包 括产品主要包括点火器、飞轮、汽缸、刹车系统零部件、液压阀等。截至2020年6月末，公 司纳入合并范围子公司合计5家，见表2。

表2 截至2020年6月末纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江昊龙电气有限公司	780 万美元	100%	汽车零部件制造业
绍兴毅诚电机有限公司	40 万美元	100%	机电制造业
锋龙电机香港有限公司	490 万美元	100%	投资管理业
杭州锋龙科技有限公司	1,000 万元	100%	研发与服务业
杜商精机（嘉兴）有限公司	2,910 万美元	51%	液压零部件制造业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：浙江锋龙电气股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过24,500.00万元（含）；

债券期限和利率：本次发行的可转换公司债券为固定利率，期限为6年；

还本付息方式：每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息；

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

转股价格：本次发行可转债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股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则

对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者。在本次发行之后,当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)使公司股份发生变化时,公司将按照相应规则调整转股价格;当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时,公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。

转股价格向下修正条款:在本次发行的可转换公司债券存续期间,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%时,公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。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。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。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形,则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算,在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

如公司决定向下修正转股价格时,公司将在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告,公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日(即转股价格修正日),开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后,转换股份登记日之前,该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

赎回条款:公司拟行使赎回权时,需将行使赎回权事项提交董事会审议并予以公告,但公司章程或募集说明书另有约定除外。公司决定行使赎回权的,将在满足赎回条件后的五个交易日内至少发布三次赎回公告。赎回公告将载明赎回的条件、程序、价格、付款方式、起止时间等内容。

(1) 到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转换公司债券,具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。

（2）有条件赎回条款

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

①在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

②当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

回售条款：在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格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面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

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，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，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，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。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价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售

申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

增信方式：本次可转换公司债券由控股股东诚锋实业提供股票质押担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过24,500.00万元（含），资金投向明细如下：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产 325 万套液压零部件项目	21,927.34	19,500.00	88.93%
补充流动资金	5,000.00	5,000.00	-
合计	26,927.34	24,500.00	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1.项目建设内容

本项目由公司的控股子公司杜商精机负责实施，拟于浙江省嘉善县姚庄镇经济开发区新建生产基地，实施年产325万套液压零部件项目，预计总投资额21,927.34万元，主要投资内容包括为土建工程、设备购置及安装费用、工程建设其他费用、基本预备费和铺底流动资金，其中投入土建工程8,940.00万元、设备购置及安装费10,060.00万元；拟投入募集资金19,500.00万元，占比为88.93%。

2.项目建设及投产规划

本期债券募投项目建设周期36个月，项目预计逐步达产期为三年，其中项目建设第三年预计达产率为50%，第四年预计达产率为90%，第五年全部达产。项目完全达产后，公司每年可新增325万套液压零部件的生产能力。

3.项目备案情况

本期债券募投项目已于2020年在嘉善县经济和信息化局完成项目备案变更，项目代码为2017-330421-35-03-004780-000。截至本报告出具日，尚未取得环境影响评估批复。

4.预计未来收益情况

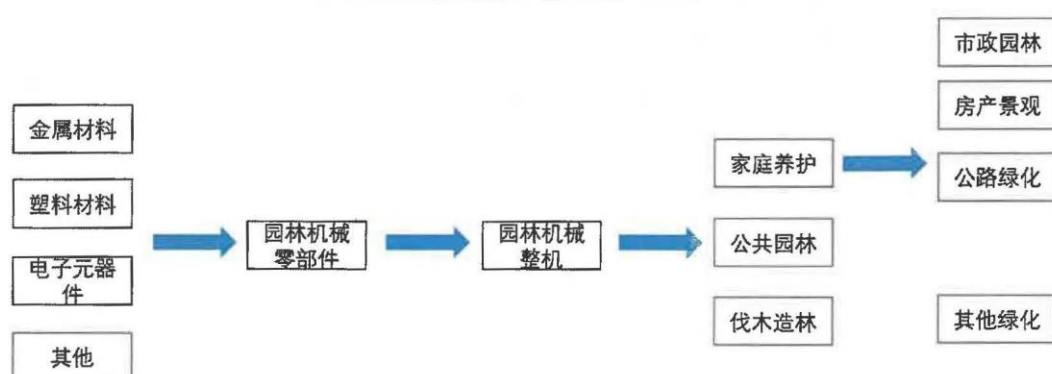
根据公司公告，本期债券募投项目正式达产后，预计可实现年均销售收入23,500.00万元、年均净利3,027.34万元，税后收益率为17.13%，税后投资回收期为7.08年，经济效益尚可，但在本期债存续期内，项目利润难以完全覆盖本息，偿还仍要部分依靠公司自身收入与现金流。但是中证鹏元关注到，若是未来项目建设进度不及预期或是液压零部件市场需求发生重大波动，则未来项目收入及经济效益可能存在不及预期的风险。

四、运营环境

园林机械行业的下游需求较为稳定，周期性不强，主要市场仍位于海外发达国家，发展中国家市场提供边际增量需求

园林机械行业的产品包括割草机、油锯、绿篱机等，广泛应用于公共园林和家庭绿地的养护以及伐木造材的使用过程，点火器、汽缸和飞轮等是整机机械主要的构成零部件。

图2 园林机械行业产业链结构



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

受全球各地经济水平差异的影响，发达国家更高的收入水平、独栋房屋数量、绿地面积规模使其成为园林器械需求的主要市场，整体行业较为成熟，市场容量也趋于稳定。就需求而言，因园林机械多为耗材，其使用寿命业内通常以小时计算，故替换需求较有保障；此外，园林机械产品的消费群体和终端客户较为分散，产品应用领域广泛，与经济周期的相关性较弱，需求较为稳定。而发展中国家的园林养护市场方兴未艾，正处于持续发展阶段，受益于收入提升和绿地面积的持续扩大，势必会增加对园林机械设备的使用，发展中国家将在边际上持续提供新增需求。

表4 园林机械行业的主要消费与生产区域分布

地区	欧洲	北美	亚洲	大洋洲
主要消费区域	德国、英国、法国、意大利、荷兰等	美国、加拿大	日本、中国、印尼等	澳大利亚、新西兰
主要生产区域	德国、英国、法国、意大利等	美国	日本、中国	澳大利亚

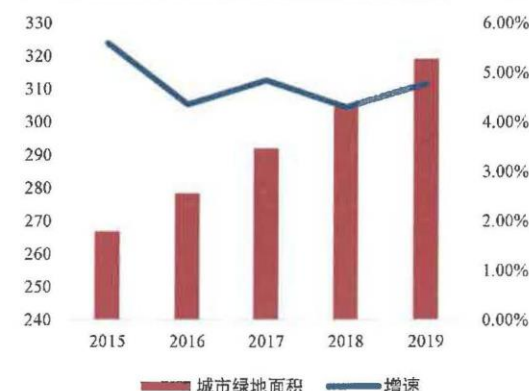
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图3 我国居民收入水平不断提升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 我国城市绿地面积持续上升（单位：万公顷）



资料来源：智研资讯，中证鹏元整理

就生产区域而言，近年来发展中国家更低的人力成本也在吸引产业链上生产过程的部分转移，外国厂家选择在当地建设厂房、购买当地零部件进行组装、或与当地的生产厂商进行包括OEM/ODM在内的合作方式，也在一定程度上提升了本地生产商的生产管理水平和技术进步。

性能认证、客户认证和资金规模构成园林机械行业的主要壁垒。欧美发达国家是园林机械产品的主要消费市场，客户相对更严格的环保、节能以及性能安全要求，对已达准入标准门槛的企业形成了较高的壁垒；另一方面，园林机械行业也在不断经历产品自动化和多功能化程度提高的过程，资金实力将继续扮演园林机械行业的另一护城河角色。

竞争格局方面，欧美龙头企业占据园林机械整机以及零部件市场高端件的主要份额，国内零部件企业多为中低端产品或为外资企业进行贴牌生产，议价能力不高

发达国家园林机械行业发展历史较长，凭借其积累的资金、技术、品牌和销售渠道等优势，国外厂商是园林机械整机的主要厂商，在国际竞争中占据优势地位，目前的主要整机厂商包括德国STIHL、意大利的GGP、美国的MTD、瑞典的HUSQVARNA等。零部件市场而言，发达国家的生产厂商在高端产品的市场仍具有较强的竞争优势，如Walbro、Fenix和Ikeda。

表5 国际园林机械市场的主要企业

公司名称	细分领域	主要产品	主要市场
STIHL	整机	油锯、割灌机、绿篱机等	全球
GGP	整机	割草机	欧洲

MTD	整机	割草机	欧洲、北美
TORO	整机	割草机	欧洲、北美
HUSQVARNA	整机	各式园林机械	全球
TTI	整机	手持式园林机械、草坪修剪机械;	全球
Walbro	零部件	点火器、飞轮、化油器等	全球
Fenix	零部件	点火器、调整器、控制器等	全球
Ikedo	零部件	飞轮磁电机等	全球
锋龙股份	零部件	点火器、飞轮、汽缸等	美国、欧洲

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

就国内市场而言，参与竞争的企业大致可分为外资企业和国内企业两大类，外资企业主要为整机厂商，凭借其多年积累的技术优势和品牌认可度，在中高端市场占据较大份额，如STIHL、HUSQVARNA等；国内的整机厂商包括中坚科技、沃施股份等，占据中低端品牌市场，同时也已OEM/ODM的形式为外资企业进行贴牌生产，国内主要的零部件企业包括锋龙股份、瑜欣电子和余姚奥鑫等；随着近年的经验、技术和销售渠道积累，整体产品也在向高端部件延伸。总体而言，国内园林机械零部件企业对下游的议价能力不强。

表6 国内的园林机械行业主要公司

公司名称	细分领域	主要产品	主要市场
中坚科技	整机	油锯、割灌机、绿篱机等	欧洲、大洋洲
沃施股份	整机	手工具类、装饰类等园艺用品	美洲、欧洲
派尼尔科技	整机	油锯、割灌机、绿篱机等	欧洲、北美、南美
中马园林	整机	油锯等	巴西、印尼、俄罗斯等
锋龙股份	零部件	点火器、飞轮、汽缸等	美国、欧洲
瑜欣电子	零部件	点火器、调压器、飞轮等	中国、美国
余姚奥鑫	零部件	点火器、飞轮	中国

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

贸易政策变动以及电力驱动对内燃机驱动的替代会对相关企业的经营状况形成一定掣肘

2018年以来，中美贸易摩擦余波未平，关税等贸易政策的调整对涉及产品的进出口形成掣肘，相关产品竞争力受到一定程度削弱，需关注后续国际贸易关系的变动对行业内外销企业经营状况的波及情况。

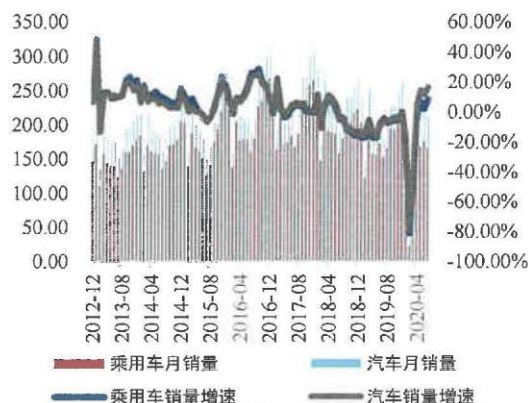
此外，随着电池技术的逐步成熟，其能量密度和便携性近年有所提升，部分园林机械终端产品开始采用锂电驱动的动力模式，而电机所需零部件与内燃机相关零部件不尽相同，若是行业出现较大技术变革，电机驱动形成替代，则会对上游零部件厂商的现有的产品结

构形成较大冲击，可能会造成供应商内部的行业洗牌。

近年中国汽车销量的持续下滑，拖累汽车零部件行业收入负增长；但近期有所反弹，需求端有所改善，同时中美贸易摩擦与2020年初新冠肺炎疫情影响逐渐淡化，短期内汽车零部件行业收入有望企稳

汽车工业作为国民经济重要的支柱产业，其与经济状况、消费市场的景气度密切相关，具备较强的周期性特征。随着我国宏观经济增速的放缓，高位徘徊的房价使得居民部门的杠杆水平高企，社会贫富差距也在一定程度上限制了居民消费水平的提升，汽车作为可选消费品受到需求端负面影响的一定波及。

图 5 近期的汽车销量恢复正增长（单位：万辆）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

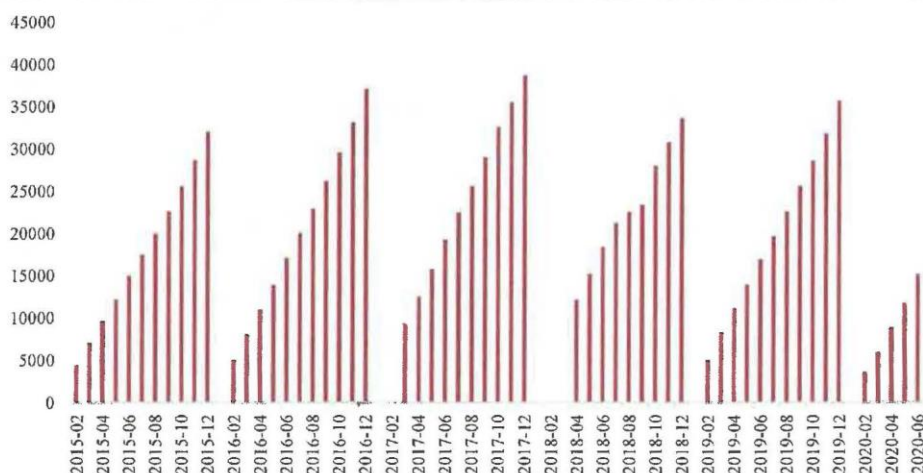
图 6 新能源汽车和商用车销量也实现反弹（单位：万辆）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

汽车配件行业的表现主要取决于整车的市场销量情况。自2016年以来，我国汽车销量增速不断下滑，2018年开始步入负增长区间，2019年国内乘用车累计销量2,144.42万辆，销量同比下跌9.56%，而新能源汽车和商用车销量也在2019年出现下滑，从而对汽车零部件的行业表现形成一定拖累，2019年行业内企业合计实现主营业务收入35,757.70亿元，同比仅微增0.35%。

图7 汽车零部件行业主营业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年初，受疫情下停产停工的影响，国内汽车相关行业受到供给和需求两方面的冲击，整体销量增速出现跳水，1月和2月分别下降18.68%和79.10%。随着疫情的逐渐消退，宏观经济的反弹、政策的支持以及基建的加码，叠加疫情期间抑制的购车需求逐步释放背景下，2020年5-7月，汽车销量增速分别达14.48%、11.62%和16.40%，自2018年下半年步入负增长区间以来，首次实现持续正增长。在此背景下，2020年1-6月汽车零部件行业实现主营收入15,198.21亿元，接近2019年的同期水平的90%，行业需求较年初有所改善。随着供需两方面的逐步回暖，未来汽车零部件行业收入有望企稳。

国内汽车铸造行业低端产能过剩，整车市场的疲软进一步加剧了行业的竞争；高端产能规模靠前的企业未来将在规模化效益以及盈利空间方面获得较大竞争优势，行业集中度预计将逐渐上升

我国汽车工业发展迅速，已成为铸件的最主要应用领域。2018年，汽车领域铸件用量占国内铸件总需求量的近三分之一，达29.99%。从国内铸造行业现状来看，仍与发达国家存在较大的差距，行业集中度低，企业规模较小，低端件产能过剩，高端铸造件仍主要依靠进口。此外，整车市场的销量不佳，进一步加剧了业内竞争。展望未来，国内高端汽车铸铝件产品的产能则仍然有一定提升空间根据中国汽车工程学会的预测，到2025年，单车用铝量将超过250kg，车辆整备质量较2015年减重20%。

表7 国内部分压铸企业基本情况比较（单位：亿元）

公司名称	主要产品	资产规模	营业收入	主要客户
------	------	------	------	------

广东鸿图	精密铝合金压铸件，主要用于汽车和通讯	78.88	59.06	通用、克莱斯勒、本田等
文灿股份	汽车铝合金压铸件	40.15	15.38	奔驰、通用、长城、采埃孚天合等
锋龙股份	园林机械零部件、汽车零部件、液压零部件	7.91	4.10	Dayco、克诺尔集团、东风富士汤普森等

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

液压零部件下游主要用于工程机械，周期性强，短期内收入有一定保障

动力元件泵、控制元件阀、执行元件马达、辅助元油箱以及介质油构成了一个完整的液压系统，其中液压泵、液压阀和马达作为最重要的核心之一，是工程机械的关键零部件，广泛应用于工程机械、工程车辆、冶金机械和航空航天等领域。

基础设施建设的推进强度直接决定了对上游液压零部件的需求状况。以挖掘机为例，随着固定资产投资增速在总体水平上的下滑，挖掘机销量增速有所下降，但逐渐企稳，尤其是后疫情时代的基建托底政策，作为主要的工程机械之一，挖掘机的销量将继续得到一定程度支撑。此外，挖掘机的更新替换以及未来的非道路机械的国标升级，将持续在边际上提供新增需求。除挖掘机外，起重机、混凝土机械等同样需要用到泵、阀、马达等液压系统，其作为工程机械的核心零部件，短期内收入有一定保障。

目前国外厂商仍占据液压零部件市场的主要地位，国内企业总体规模较小，集中度不高；但疫情发酵与国际贸易摩擦加速了液压零部件国产化，国产液压件未来市场广阔。

图8 液压零部件的主要应用领域

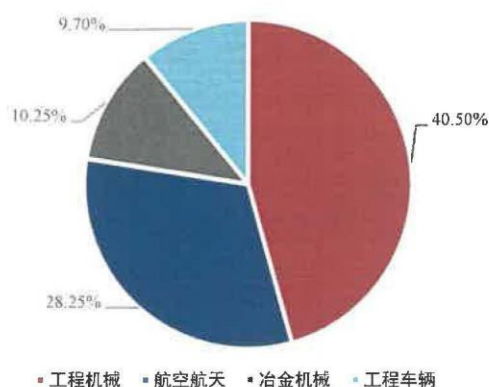
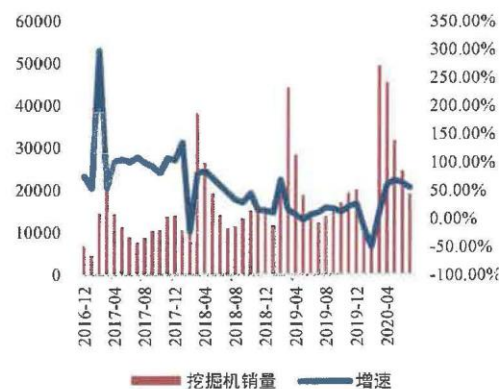


图9 挖掘机销量增速保持在较高水平



资料来源：智研咨询，中证鹏元整理

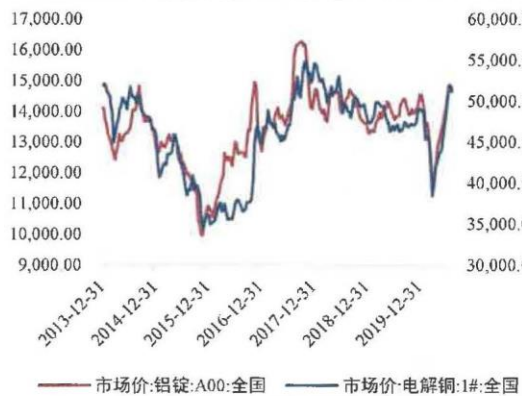
资料来源：Wind，中证鹏元整理

原材料和汇率的价格波动对出口为主的零部件生产商带来一定的利润水平波动压力

以出口为主的零部件企业的利润水平受到原材料价格和汇率的波动的一定影响，其生产成本主要为钢铁、铝锭等大宗商品，价格近年存在波动，考虑到零部件企业对下游的成本转嫁不充分，并且存在时滞，原材料的价格变化会对公司的利润水平造成一定的压力。

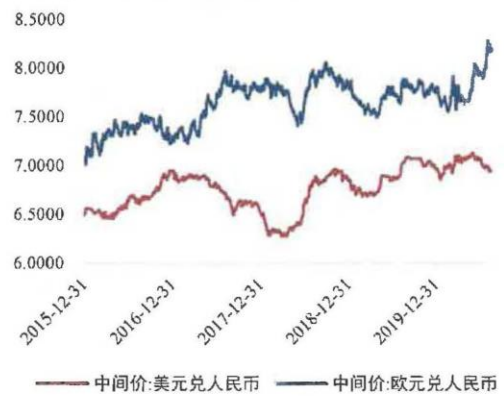
另一方面，行业内企业产品外销比例占比大，且多为外币结算，人民币对主要国家货币的汇率变化，对国内相关企业的盈利能力也会产生影响。

图 10 大宗原材料价格持续波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 汇率变动同样影响公司利润水平



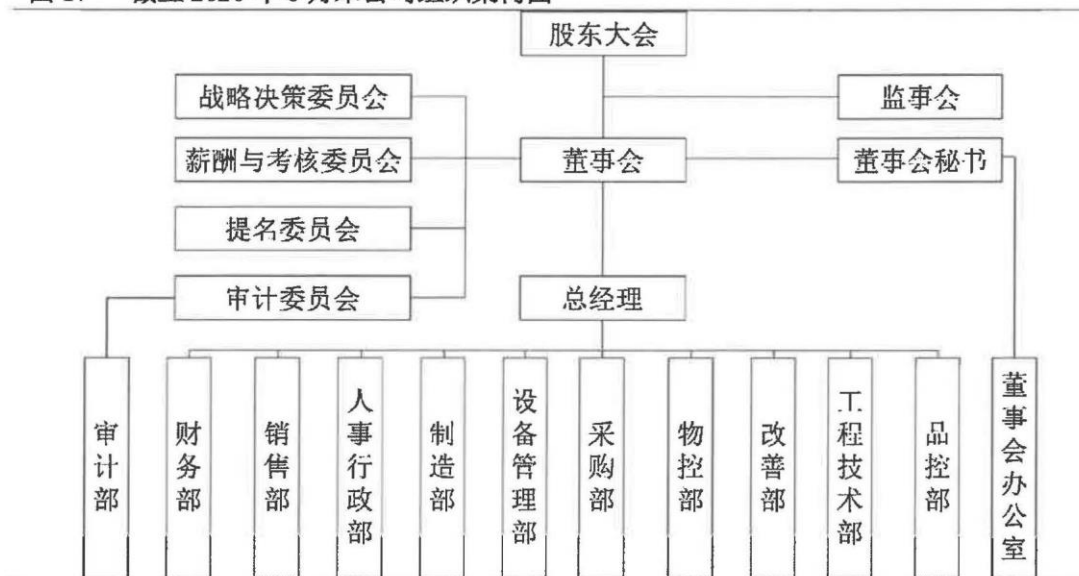
资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》和《公司章程》，设立了股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；董事会是公司的经营决策机构和执行机构，由 7 名董事组成，行使《公司章程》和股东大会赋予的职权，对股东大会负责，向其报告工作，在股东大会闭会期间管理公司事务。公司监事会由 3 名监事组成，负责检查公司财务，对董事和高级管理人员进行监督，设置的公司治理制度设置相对合理，根据公司公告能满足公司日常管理职责要求。公司 2020 年 7 月 16 日出具公告，最近五年未被交易所及证券监管部门采取监管措施或者行政处罚。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总理由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司在总经理下设置分管领导，分管财务部、销售部、制造部等具体的职能部门。董剑刚先生是公司董事长兼总计经理，系公司实际控制人，为高级经济师，历任卧龙控股集团有限公司微电机事业部副总经理和总经理、公司副董事长、董事长兼总经理等职务。截至 2019 年末，公司共有员工 773 人，其中生产人员 481 人，技术人员 110 人，行政人员 149 人，学历集中在高中及以下，人员素质整体较为一般，符合制造业特征，人员设置能够满足公司日常经营的需要。

图 17 截至 2020 年 6 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要经营园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件三大业务板块。2017-2019 年，公司营业收入实现较快增长，三年复合增长率为 14.39%。公司园林机械零部件基本皆为外销，受 2018 年中美贸易摩擦及汇率波动影响，该板块当年业务收入有所下降，但是汽车零部件板块实现业绩正向增长，以致当年营业收入微增至 31,516.57 万元。2019 年公司收购杜商精机 51% 股权，其主营业务为液压零部件的生产和销售，并包括部分汽车零部件业务收入，公司将其纳入公司合并报表范围¹，新增的液压零部件业务板块贡献收入 5,010.12 万元；此外下游商用车市场全年仍维持在较高景气度，公司汽车零部件内业务收入同比大幅增长 44.11%，以致公司总体营收规模扩张较快。2020 年虽受到 Covid-19 疫情的部分冲击，但是受益于疫情期间延后需求及基建刺激政策影响，商用车和工程机械行业需求有所扩张，以致 1-6 月公司营业收入实现正增长。

毛利率方面，2017 年公司主营业务毛利率为 35.62%。公司产品外销比例高，2018 年人民币汇率贬值，故以美元计价的产品价格有所下跌，且经与部分客户协商，公司对园林机械零部件产品条线的价格进行下调，该年度主营业务毛利率降至 31.21%；2019 年园林机械零部件毛利率有所反弹，同时主要原材料价格波动中有所下降，以致盈利能力有所提升；

¹2019 年公司对杜商精机的合并范围为该年度 7-12 月。

公司新增液压零部件业务的毛利率不高，综合影响下公司主营业务毛利率微增至31.76%，基本保持稳定。

表8 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
园林机械零部件	10,495.97	37.52%	21,095.30	36.91%	20,048.94	35.57%	22,089.52	41.05%
汽车零部件	5,969.12	24.21%	12,365.57	25.70%	8,580.51	21.48%	6,749.61	20.25%
液压零部件	5,594.00	25.44%	5,010.12	22.79%	-	-	-	-
其他产品	925.57	34.02%	1,777.25	38.14%	1,894.68	29.17%	1,414.26	24.18%
合计	22,984.66	30.98%	40,248.25	31.76%	30,524.14	31.21%	30,253.39	35.62%

资料来源：公司2017-2019年年报和2020年半年报，中证鹏元整理

公司产品类型较为多元化，产品种类丰富，具备一定的质量和品类优势；同时较为重视研发投入，具备一定的技术和制造优势

公司园林机械零部件和汽车零部件的产品较为丰富，包括点火器、飞轮、汽缸以及各种规格的汽车精密压铸件。园林机械核心零部件与整机设备运行的稳定性密切相关，为降低故障率，下游整机客户对零部件产品的可靠性、稳定性、安全性有着严格要求。同时，汽车精密压铸零部件的质量直接关系着汽车整车的行使安全，其质量也必须高度可靠。公司在点火控制技术、铝压铸、机加工制造工艺方面开拓与积累多年，严格遵照IATF16949、ISO9001质量管理和ISO14001环境管理体系的规范运营，并深度参与到MTD等国际大型园林机械零部件客户的产品标准研究与制定。公司2019年通过收购杜商精机新增液压零部件业务板块，其自成立以来致力于工程机械液压零部件的研发、生产和销售，产品包括各类精密液压阀、液压泵和泵马达，产品种类丰富，已通过了IATF16949体系认证，是国内少数具备提供世界一流液压零部件能力的企业。公司具有一定的产品质量和品类优势。

同时，为提高产品综合竞争力，公司重视对研发和技术的资金投入，以提高设备装备水平及自动化程度，加大对现有技术的改进和升级，并进一步提高产品质量和工艺水平。2018年公司上市后，IPO募投项目中包含浙江锋龙电气股份有限公司研发中心升级项目，拟投入募集资金金额3,987.65万元，预计将于2022年4月30日达到可使用状态。公司近两年研发支出占公司当年营业收入的比重均在5%以上，2020年上半年公司加大研发投入，研发费用支出达1,407.16万元，同比增长60.43%。截至2020年6月30日，公司累计已取得113项专利，其中发明专利18项（包含美国专利3项），实用新型专利95项。公司先后被认定为“中国内燃机零部件行业排头兵企业”、“省级高新技术研究开发中心”、“浙江省科技型中小企业”、“绍兴市专利示范企业”，研发项目被列入“国家火炬计划产业化示范项

目”、“国家科技型中小企业技术创新基金项目”。

1、园林机械零部件产品板块

公司园林机械零部件的产能利用率和产销率近年有所波动，但均维持在较好水平；部分园林机械的电动化将对公司现有产品结构形成一定负面影响

公司主要为园林机械主机厂代工生产相关零部件，主要产品包括点火器、飞轮和汽缸等，广泛用于割草机、油锯、绿篱机等园林器械。由于不同客户对产品的规格型号有差异化要求，公司绝大部分产品属于非标准件，需要根据客户具体的订单进行生产，故公司基本采用以销定产的OEM生产模式。公司主要是先与客户签订框架协议，再根据客户后期陆续下达的定期预测订单及正式订单，来安排研发、设计、送样，再到小批量试生产、量产。

公司目前的点火器、飞轮和汽缸产能分别为530万件、710万件和64万件，总产能基本保持稳定，产能利用率略有波动，但整体维持在高位，基本保持满负荷生产。2018年公司为了随时保持产品供给能力，公司增加部分备货，以致该年度主要园林机械零部件产品的产能利用率普遍有所提升，但受中美贸易摩擦和汇率波动影响，公司销售受到一定阻碍，库存规模也有所扩大；2019年公司产品需求有所恢复，因上年积累的部分存货件逐渐消耗，故整体产能利用情况略有下降，但仍维持在较好水平。

表9 公司主要产品生产情况（单位：万件）

主要产品	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
点火器	产能	265.00	530.00	530.00	480.00
	产量	249.52	517.21	577.69	541.92
	产能利用率	94.16%	97.59%	109.00%	112.90%
飞轮	产能	355.00	710.00	710.00	760.00
	产量	323.41	658.19	752.40	791.63
	产能利用率	91.10%	92.70%	105.97%	104.16%
汽缸	产能	32.00	64.00	49.00	45.00
	产量	28.98	60.03	54.11	43.11
	产能利用率	90.56%	93.80%	110.43%	95.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前产品的下游应用主要为汽油驱动，故生产的零部件基本皆为汽油机械零部件。相较而言，电动产品因其噪音小、环保、重量轻等优点，成为未来园林机械可能发展的一种趋势，因电机结构与汽油机结构存在差异，故其零部件大不相同，电动化趋势将会对目前公司的产品结构形成冲击。但是，从动力、性能和价格来看，汽油机仍占据最主要的市场份额。此外，为应对可能的电动化趋势，2019年公司和西藏浙富源沣投资管理有限公司（以下简称“西藏源沣”）及其他有限合伙人共同发起设立绍兴上虞锋龙园智股权投资合

伙企业（有限合伙），认缴出资额9,000万元，投资于智能及电动园林机械。

公司园林机械零部件海外客户占比高，面临汇率波动和国际贸易政策变动的一定影响；客户皆为行业内龙头企业，资质较好，但集中度较高

公司产品销售由销售部负责，开拓市场的方式包括新客户开拓和存量客户开拓两类。对于新客户开拓，公司主要依靠存量客户的口碑开拓或参加专业展会获取新客户。在与新客户沟通初步了解需求后，公司工程技术部试制样品并通过销售部与客户进行反复修改，直至客户确认最终样品，并确立合作关系；存量客户的拓展来自于销售人员对现有客户的持续跟踪。公司产品价格主要采取成本加成模式，与海外客户签订销售订单后，成交方式一般为FOB、DDP和DAP（目的地交货）形式，目前是以FOB为主，委托第三方代为报关出口；对国内客户，公司根据约定将产品运送至客户指定地点，客户负责对产品进行签收，并定期与公司进行对账结算。公司给予客户的账期在60-90天之间。

从产销率来看，公司主要按订单生产，故产销率近年均维持在较高水平。2018年受中美贸易摩擦及汇率波动影响，公司全线产品单价下跌，销售受阻，当年点火器和飞轮的产销率均有所下降，2019年得益于下游的需求逐步恢复，公司产销率均保持在100%左右的较好水平。截至2019年末，公司点火器、飞轮和汽缸分别实现收入8,718.96万元、8,427.88万元和1,592.39万元，是公司园林机械零部件板块收入的主要来源。

表10 公司主要产品销售情况（单位：万元、万件、元/件）

主要产品	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
点火器	销量	247.57	529.84	529.41	535.47
	产销率	99.22%	102.44%	91.64%	98.81%
	销售收入	3,936.07	8,718.96	8,397.64	8,797.12
	销售收入占主营业务收入比例	17.12%	21.66%	27.51%	29.08%
	均价	15.90	16.46	15.86	16.43
飞轮	销量	345.40	676.61	687.57	797.62
	产销率	106.80%	102.80%	91.38%	100.76%
	销售收入	4,557.40	8,427.88	8,408.92	10,611.97
	销售收入占主营业务收入比例	19.83%	20.94%	27.55%	35.08%
	均价	13.19	12.46	12.23	13.30
汽缸	销量	29.10	58.94	51.82	37.53
	产销率	100.41%	98.18%	95.77%	87.05%
	销售收入	868.56	1,592.39	1,305.20	1,025.50
	销售收入占主营业务收入比例	3.78%	3.96%	4.28%	3.39%

均价	29.85	27.02	25.19	27.33
----	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

园林机械零部件企业必须持续、稳定地生产符合整机生产厂商在产品质量、性能和产能等方面制定的标准和要求，才能正式成为其合格供应商。但双方合作关系一旦确立，通常能长时间保持稳定。从客户情况来看，公司主要客户包括MTD、TTI、HUSQVARNA等园林机械主机厂，合作关系较为稳定，基本对业内前十厂商形成覆盖。公司给予外国客户的账期约为60-90天，整体客户资质情况较好，坏账风险不大，未来业务收入有一定保障；但是2020年二季度国外Covid-19疫情的爆发，对部分客户的正常生产经营带来一定影响，但其工厂在全球分散，对公司产品需求下降的风险总体可控，2020年1-6月，公司园林机械零部件实现收入10,495.97万元。公司下游客户集中度较高，2017-2019年，前五大客户销售额占比均在76%以上，若主要客户所在行业或自身经营状况陷入困境，将给公司的生产销售带来较大不利影响。虽为OEM零部件厂商，但公司进入行业历史较久，与主要客户合作多年，参与了部分客户产品标准的制定，故在面对下游客户时，公司具有一定议价能力。

表11 公司园林机械零部件前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	产品类型	销售收入	占园林机械零部件总收入的比例
2020年 1-6月	Global Sales Group	点火器、飞轮等	1,875.12	17.87%
	MTD	点火器、飞轮、汽缸等	1,855.44	17.68%
	Techtronic Industries Co., Ltd.	点火器、飞轮、汽缸等	1,785.57	17.01%
	Husqvarna AB	点火器、飞轮、汽缸等	1,432.65	13.65%
	STIHL	飞轮等	1,178.68	11.23%
	合计	-	8,127.46	77.43%
2019年	MTD	点火器、飞轮、汽缸等	5,449.27	25.83%
	Techtronic Industries Co., Ltd.	点火器、飞轮、汽缸等	3,131.99	14.85%
	Husqvarna AB	点火器、飞轮、汽缸等	3,039.58	14.41%
	Global Sales Group	点火器、飞轮等	2,869.07	13.60%
	STIHL	飞轮等	1,644.29	7.79%
	合计	-	16,134.21	76.48%
2018年	MTD	点火器、飞轮、汽缸等	5,295.43	26.41%
	Techtronic Industries Co., Ltd.	点火器、飞轮、汽缸等	3,297.75	16.45%
	Husqvarna AB	点火器、飞轮、汽缸等	3,124.08	15.58%
	Global Sales Group	点火器、飞轮等	2,433.63	12.14%
	STIHL	飞轮等	1,644.86	8.20%

	合计	-	15,795.75	78.79%
2017 年	MTD	点火器、飞轮、汽缸等	6,660.03	30.15%
	Techtronic Industries Co., Ltd.	点火器、飞轮、汽缸等	3,474.67	15.73%
	Husqvarna AB	点火器、飞轮、汽缸等	3,332.18	15.08%
	Global Sales Group	点火器、飞轮等	2,480.16	11.23%
	STIHL	飞轮等	1,863.82	8.44%
	合计	-	17,810.85	80.63%

注：客户为合并口径统计

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受行业特点影响，公司外销收入占比较大，2017-2019年公司园林机械零部件外销收入占比均在70%以上，且基本以外币结算，公司外销产品中，北美市场占比较大，2018年美国贸易代表办公室公布的加税清单涉及公司部分出口美国的产品，影响了其价格竞争力，同时汇率的波动也降低公司产品的售价，以致该业务板块2018年的收入有所下降。若美国对我国加征关税的产品范围继续扩大或者提高关税税率，双方贸易摩擦进一步加剧，将可能对公司产品的出口进一步产生不利影响，未来对汇率波动和国际贸易政策变动需加以关注。

表12 公司园林机械零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	6,566.35	62.56%	15,115.06	71.65%	14,899.59	74.32%	16,971.14	76.83%
国内	3,929.62	37.44%	5,980.25	28.35%	5,149.35	25.68%	5,118.38	23.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、汽车零部件产品板块

公司汽车零部件产能保持较快扩张规模，但是产能利用率有所下降，需关注未来产能消化情况

公司汽车零部件产品主要包括各种类型的制动系统零部件、传动系统零部件、调温系统零部件以及新能源汽车零部件等，生产模式与园林机械零部件类似，主要采用以销定产的生产策略。2017年公司产能为670万件，随着2018年公司成功IPO，公司拟投入资金6,523.93万元，启动其年产1,800万件汽车精密铝压铸零部件新建项目的建设；2019年公司铝铸件产能提升至1,230.00万件。从产能利用率来看，2017-2018年公司产能利用率皆超过100%，2019年下降至89.20%，主要系产能大幅扩张、完全释放尚需时间；2020年上半年受到Covid-19疫情的部分影响，一季度公司及下游客户的正常生产经营均受到一定限制，各地的隔离封城政策阻碍了卡车及货物的运输，公司的主要客户之一克诺尔集团，生产基

地位于湖北十堰，受疫情影响较大，公司产能利用率大幅下降至71%。

表13 公司汽车铝压铸零部件生产情况（单位：万件）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
产能	600.00	1,230.00	880.00	670.00
产量	425.97	1,097.13	911.93	672.71
产能利用率	71.00%	89.20%	103.63%	100.40%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司汽车零部件业务产销率水平较好；下游客户主要为商用车厂，需求受基建和更新替换影响较大；同样面临客户集中度较高和汇率的波动的风险

公司汽车零部件业务板块与园林机械零部件的销售模式类似。近年在国内整体乘用车市场遇冷的背景下，商用车表现依然较为稳健，也为公司提供了稳定的下游需求，从产销率角度来看，在产品销量不断提升的背景下，2017-2019年公司产销率依然维持在较好水平。2020年二季度，随着一季度积攒需求的爆发，2020年上半年实现销售475万件，以致产销率跃居111.68%。

2017-2019年，公司汽车零部件业务合计收入复合增长率达35.35%，是公司近年营收的主要增长点。公司产品定价采取成本加成模式，随着高端件的逐渐增加，产品价格也呈现出逐年提升的态势，2019年公司汽车铝压铸零部件的均价为8.62元/件，毛利率也提升至25.70%；2020年上半年，公司产品均价进一步提升至9.40元/件。基建带动下的商用车市场繁荣、重卡等使用寿命的更新替换周期、以及环保要求下的国六排放标准切换保证了短期内的下游需求，在产品提价的情况下，公司汽车零部件板块有望在2020年全年实现收入增长。

表14 公司汽车铝压铸零部件销售情况（单位：万元、万件、元/件）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
销量	475.71	1,048.54	793.91	648.24
产销率	111.68%	95.57%	87.06%	96.36%
销售收入	4,471.31	9,036.36	6,791.58	4,874.85
销售收入占主营业务收入比例	19.45%	22.45%	22.25%	16.11%
均价	9.40	8.62	8.55	7.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户群体总体而言较为稳定，Dayco、克诺尔集团和东风富士汤姆森一直位居前列，客户群体资质尚可。从客户集中度来看，公司汽车零部件方面前五大客户占比极高，2019年集中度有所下降，但前五大客户的销售额占比仍高达88.39%，若是下游企业的经营

生产出现变动，可能会对公司汽车零部件业务的开展造成较大负面影响。此外，公司身为二级汽车零部件供应商，对下游客户议价能力不强，从而在面临上游原材料及人力成本波动时，难以顺畅将成本进行转嫁，从而毛利率可能存在一定不稳定性。

表15 公司汽车零部件前五大客户情况

年份	客户名称	产品类型	销售收入 (万元)	占汽车零部件总 收入的比例
2020 年 1-6 月	克诺尔集团	汽车铝压铸件、其他汽车件	2,160.88	36.20%
	Dayco	汽车铝压铸件、其他汽车件	2,053.66	34.40%
	东风富士汤姆森 调温器有限公司	汽车铝压铸件、其他汽车件	465.18	7.79%
	Mori	其他汽车件	330.65	5.54%
	阿美德格	其他汽车件	294.22	4.93%
	合计	-	5,304.59	88.87%
2019 年	Dayco	汽车铝压铸件、其他汽车件	4,809.21	38.89%
	克诺尔集团	汽车铝压铸件、其他汽车件	3,295.28	26.65%
	东风富士汤姆森 调温器有限公司	汽车铝压铸件、其他汽车件	1,308.70	10.58%
	苏州佳可机械工 业有限公司	其他汽车件	1,013.47	8.20%
	上海匠奕实业有 限公司	其他汽车件	503.38	4.07%
	合计	-	10,935.05	88.39%
2018 年	Dayco	汽车铝压铸件、其他汽车件	3,670.29	42.77%
	克诺尔集团	汽车铝压铸件、其他汽车件	2,749.26	32.04%
	苏州佳可机械工 业有限公司	其他汽车件	1,070.97	12.48%
	东风富士汤姆森 调温器有限公司	汽车铝压铸件、其他汽车件	835.42	9.74%
	杜商精机（嘉兴） 有限公司	其他汽车件	157.25	1.83%
	合计	-	8,483.20	98.87%
2017 年	Dayco	汽车铝压铸件、其他汽车件	3,511.53	52.03%
	克诺尔集团	汽车铝压铸件、其他汽车件	1,660.38	24.60%
	苏州佳可机械工 业有限公司	其他汽车件	1,036.86	15.36%
	东风富士汤姆森 调温器有限公司	汽车铝压铸件、其他汽车件	322.34	4.78%
	北京中世信达机 电有限公司	汽车铝压铸件、其他汽车件	94.42	1.40%
	合计	-	6,625.53	98.16%

注：客户为合并口径统计

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司汽车零部件业务以内销为主，但国外仍存在部分大客户如Dayco，该部分收入以外币进行结算，因此同样面临汇率波动风险。

表16 公司汽车零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	2,511.91	42.08%	5,284.69	42.74%	3,713.90	43.28%	4,121.37	61.06%
国内	3,457.21	57.92%	7,080.88	57.26%	4,866.62	56.72%	2,628.25	38.94%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、液压零部件产品板块

公司2019年通过并购新增液压零部件业务，在2020年上半年基建加码叠加进口替代潮流的背景下，公司产品接近满负荷生产；但部分生产用配件仍需进口，若未来进口受限则可能会对公司正常生产造成一定影响

2019年公司收购杜商精机，新增液压零部件业务板块，主要业务仍主要由杜商精机经营，公司在资金和管理方面予以支持，生产方式模式与园林机械零部件类似，主要采取以销定产的生产策略。杜商精机产品主要包括各类精密液压阀组件、液压泵和泵马达等工程机械的较为核心的部件，细分来看，液压阀是公司的主要产品，包括电磁阀、溢流阀、单向阀、阀组等，具体分为液压阀零件和液压阀组件，相较单件，组件的价格与毛利更高。2019年公司生产液压阀类零件69.81万套，其中25.64万套用于直接销售，44.17万套用于生产组件；生产液压阀组件36.53万套。从产能利用率来看，毛利较高的组件一直保持在较高的产能利用水平，受益于上半年的基建需求，零件的产能利用率也大幅提升至107.19%，公司目前基本接近满负荷生产，待本期债券募投项目投产后公司将新增年产325万套液压零部件产能，在进口替代背景下，预计投产后可为公司贡献可观的收入。

但是，中证鹏元注意到，用于生产液压组件的部分零配件，目前国内还没有达到相应的技术层面生产要求，几乎全部依赖进口，若未来相应零件的进口受到限制，预计会对公司的正常生产造成一定程度的负面影响。

表17 公司液压阀类产品生产情况（单位：万套）

产品	项目	2020年1-6月	2019年
	产能	90.00	87.00
	产量	96.47	69.81
液压阀零件	其中：用于直接销售部分	26.66	25.64
	用于进一步生产组装部分	69.81	44.17
	产能利用率	107.19%	80.24%

液压阀组件	产能	30.00	36.00
	产量	29.85	36.53
	产能利用率	99.49%	101.46%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司液压零部件业务收入增长较快，主要为内销，客户皆为外资工程机械领域巨头，资质较好；国内市场未来发展空间较大，公司有望从中获益

公司液压零部件业务板块的销售模式基本与园林机械零部件相同。从销量来看，受益于疫情后基建领域的投资增强，挖掘机等销量走高，直接提升了对液压泵、阀的关键零部件的需求；此外，考虑到液压零部件精密程度要求较高，国内如徐工、三一等工程机械巨头的液压零部件基本皆为进口，而近两年的贸易摩擦以及二季度国外疫情的爆发，加速了国产化进程，2020年上半年公司液压阀组件销量达32.62万套，合计收入达4,408.50万元。此外产品结构也较2020年有所调整，毛利较高的液压阀组件销量增加，今年上半年产销率达109.28%，实现毛利率25.44%，增厚了公司的利润水平。

表18 公司液压阀类产品产销情况（单位：万元、万套、元/套）

产品	项目	2020年1-6月	2019年
液压阀零件	销量	22.32	25.82
	产销率	83.74%	100.70%
	销售收入	711.26	982.29
	销售收入占主营业务收入比例	3.09%	2.44%
	均价	31.86	38.04
液压阀组件	销量	32.62	30.09
	产销率	109.28%	82.37%
	销售收入	4,408.50	3,585.97
	销售收入占主营业务收入比例	19.18%	8.91%
	均价	135.15	119.18

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

卡特彼勒集团、博世集团、PARKER等国际工程机械巨头是公司的主要客户，2019年和2020年上半年，仅对卡特彼勒集团销售额就达到液压零部件板块总体收入的约60%，整体客户资质较好，且合作多年，未来订单有一定保障。此外，随着进口替代的逐步推进，公司作为掌握较高生产水平及工艺技术的液压零部件生产商，预计将会从中获益，若是国内工程机械设备厂商对公司的自有品牌开放供应商准入体系，则预计未来液压零部件板块的市场空间将会得到极大拓展。

表19 公司液压零部件板块前五大客户情况

年份	客户名称	产品类型	销售收入 (万元)	占液压零部件总收入的比例
2020 年 1-6 月	卡特彼勒集团	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	3,313.76	59.24%
	博世集团	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	834.73	14.92%
	TUSON CORPORATION	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	469.21	8.39%
	西安双特	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	457.02	8.17%
	PARKER	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	215.63	3.85%
	合计	-	5,290.33	94.57%
2019 年	卡特彼勒集团	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	3,024.41	60.37%
	博世集团	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	893.38	17.83%
	TUSON CORPORATION	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	509.71	10.17%
	西安双特	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	179.29	3.58%
	PARKER	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	177.82	3.55%
	合计	-	4,784.61	95.50%

注：客户为合并口径统计

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，因公司液压零部件主要销往国内的外资厂商，故该板块销售区域集中在国内，2020年1-6月，国内收入占比达76.15%，较2019年提升3.32个百分点。

表20 公司液压零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
国外	1,334.08	23.85%	1,361.35	27.17%
国内	4,259.93	76.15%	3,648.77	72.83%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产成本中原材料占比较大，主要为市场定价的大宗商品，公司为价格接受者，原材料价格的变动为公司带来一定的成本控制压力

公司的采购需求主要分为样品需求和量产需求，其中样品需求指令由工程技术部下达，其根据客户的要求试制样品、发出物料采购指令，由采购部具体负责采购；量产需求指令由物控部下达，其根据客户订单进行生产排程并编制物料采购计划。采购部在多家合格供应商之间比价，选定后将其联系方式、采购价格等信息报送至物控部，审核无误后正式下单。

公司的生产成本包括直接材料、直接人工和制造费用，主要为原材料采购成本，公司园林机械零部件的主要原材料包括铝材、漆包线、冲压件等；汽车零部件的主要原材料为铝材；液压零部件的主要原材料为钢材和液压阀等零配件。综合来看，在公司的直接原材料成本构成中，铝锭是最主要的构成部分，2019年公司铝锭采购额达6,675.77万元。铝锭为市场定价的大宗商品，近年价格呈波动态势，公司在价格低点时会增加储备量，近年公司购买铝锭的平均成本由2017年的13.26元/kg降至2019年的12.33元/kg，成本管控能力有所改善。但是公司为价格接受者，若是铝价未来出现剧烈波动而公司未能踩准备货节奏，原材料价格的波动将给公司会带来一定的成本控制压力，从而影响到公司的利润水平。

表21 公司生产成本的构成情况（单位：万元）

业务板块	项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
园林机械零件	直接材料	4,449.91	67.86%	9,524.87	71.57%	8,922.32	69.07%	9,161.91	70.36%
	直接人工	1,002.84	15.29%	1,939.68	14.57%	1,923.12	14.89%	1,837.35	14.11%
	制造费用	1,105.16	16.85%	1,844.23	13.86%	2,072.89	16.05%	2,022.88	15.53%
	总计	6,557.92	100.00%	13,308.78	100.00%	12,918.32	100.00%	13,022.14	100.00%
汽车零部件	直接材料	2,586.89	57.19%	5,142.17	55.97%	3,899.41	57.88%	3,185.56	59.18%
	直接人工	649.41	14.36%	1,420.03	15.46%	1,099.28	16.32%	769.30	14.29%
	制造费用	1,287.40	28.46%	2,625.50	28.58%	1,738.39	25.80%	1,427.80	26.53%
	总计	4,523.70	100.00%	9,187.69	100.00%	6,737.08	100.00%	5,382.65	100.00%
液压零件	直接材料	2,786.69	66.81%	2,754.10	71.19%	-	-	-	-
	直接人工	210.43	5.05%	262.90	6.80%	-	-	-	-
	制造费用	1,173.85	28.14%	851.51	22.01%	-	-	-	-
	总计	4,170.97	100.00%	3,868.50	100.00%	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表22 公司采购的主要原材料（单位：万千克、万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	采购量	采购额	采购量	采购额	采购量	采购额	采购量	采购额
铝材	195.98	2,364.59	541.30	6,675.77	471.03	6,205.33	473.72	6,283.44
冲压件	1,451.18	510.95	2,539.80	1,081.26	2,624.09	1,078.88	3,199.49	1,367.07
电子元器件	5,649.77	721.70	10,837.62	1,213.21	8,140.81	841.29	7,946.76	762.32
漆包线	5.38	304.65	14.20	839.77	14.56	860.85	12.86	713.69

钢材类	74.97	394.67	128.65	734.44	112.43	551.73	109.28	532.58
液压零配件	444.54	2,968.86	453.79	2,504.40	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从供应商角度来看，公司铝材前五大供应商集中度较高，2017-2019年的铝材前五大供应商集中度分别为99.56%、97.76%和94.92%，主要供应商包括兰溪市博远金属有限公司、绍兴市育才冶炼有限公司等，铝材皆为大宗商品供应，短缺风险不大。

表23 公司铝材前五大供应商情况

年份	供应商名称	采购金额 (万元)	占同类采购总额 的比例
2020年 1-6月	顺博合金江苏有限公司	934.89	39.54%
	苏州崇和金属有限公司	637.10	26.94%
	兰溪市博远金属有限公司	315.55	13.34%
	怡球金属资源再生(中国)股份有限公司	224.87	9.51%
	绍兴市育才冶炼有限公司	160.59	6.79%
	合计	2,272.99	96.13%
2019年	兰溪市博远金属有限公司	4,785.99	71.69%
	绍兴市育才冶炼有限公司	554.29	8.30%
	顺博合金江苏有限公司	425.04	6.37%
	怡球金属资源再生(中国)有限公司	412.80	6.18%
	南通众福新材料科技有限公司	158.74	2.38%
	合计	6,336.85	94.92%
2018年	兰溪市博远金属有限公司	3,683.78	59.36%
	上海众福金属制品有限公司	1,419.79	22.88%
	绍兴市育才冶炼有限公司	534.53	8.61%
	怡球金属资源再生(中国)有限公司	263.21	4.24%
	南京云海特种金属股份有限公司	165.09	2.66%
	合计	6,066.39	97.76%
2017年	南京云海特种金属股份有限公司	2,046.39	32.57%
	怡球金属资源再生(中国)股份有限公司	1,699.59	27.05%
	上海众福金属制品有限公司	1,647.62	26.22%
	绍兴市育才冶炼有限公司	671.62	10.69%
	南通鸿劲金属铝业有限公司	190.34	3.03%
	合计	6,255.55	99.56%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司各板块业务近年来均处于或筹划产能扩张阶段，需关注在建和拟建项目完工投产

后的产能消化情况

为满足下游客户需求增长，公司各版块业务近年来均处于或筹划产能扩张阶段。2018年IPO上市后，公司合计募集资金22,882.77万元，除研发中心外，公司对园林机械零部件和汽车精密铝压铸件分别投资12,371.19万元和6,523.93万元，建成后公司相关板块产能将分别增加1,600万件和1,800万件。公司2019年收购杜商精机后，新增液压零部件板块，为抓住进口替代背景下的国内增长需求，拟发行本期债券募集资金用于投资建设年产325万套液压零部件项目，项目总投资21,927.34万元。截至2020年6月末，公司在建项目未来尚需投资金额37,057.80万元。公司客户总体资质较好，但中证鹏元注意到，若政策变动、下游整体行业环境恶化或者客户单体经营陷入困境，则会对公司产能利用率造成负面影响，需关注未来在建项目投产后的产能利用情况。

表24 截至2020年6月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间
浙江锋龙电气股份有限公司研发中心新建项目	3,987.65	794.14	2022年4月30日
浙江锋龙电气股份有限公司年产1,600万件园林机械关键零部件新建项目	12,371.19	3,097.42	2022年4月30日
浙江昊龙电气有限公司年产1,800万件汽车精密铝压铸零部件新建项目	6,523.93	3,510.30	2021年4月30日
年产325万套液压零部件项目	21,927.34	350.45	-
合计	44,810.11	7,752.31	-

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

以下分析基于公司公开的经天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年未经审计的半年度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017-2018年公司合并报表范围无变化，2019年公司设立杭州锋龙科技有限公司，并且收购取得杜商精机51%股份，将其纳入合并范围。

资产结构与质量

公司资产规模保持较快增长，以流动资产为主，近年现金类资产比重均在20%左右，总体流动性表现尚可

公司近年在利润累计以及IPO募集资金到位等情况下，资产得到快速增长，资产结构

上以流动资产资产为主。

2017-2019年，公司货币资金余额呈现波动态势，因公司于2018年上市募资，故该年度货币资金余额大幅增长至16,032.79万元，随着对IPO募投项目的逐渐投入，以及支付股权转让款、购买理财等行为对资金的消耗，公司货币资金水平逐渐回归正常水平。截至2019年末，货币资金主要为银行存款，其中价值1,500.00万元的结构性存款和251.20万元的保证金的流动性受限，受限比重为17.61%。截至2019年末，公司交易性金融资产余额为6,175.00万元，为公司购入的保本浮动收益型理财产品，2019年公司采用新金融工具会计准则，由其他流动资产科目重分类至交易性金融资产，截至2020年6月末，余额为5,000.00万元。

近年公司应收账款规模有所波动，2019年公司将杜商精机纳入合并范围，营业收入有所增加，以致2019年应收账款同比增长61.11%，该年度公司前五大应收对象分别为MTD、东科克诺尔商用车制动技术有限公司、Dayco、Global Sales Group和卡特彼勒（中国）机械部件有限公司，占合计余额的比重为46.64%，以上客户在各自行业内排名均靠前，账龄也以1年内为主，面临的坏账风险可控，但对公司营运资金形成一定占用。截至2019年末，公司累计计提坏账559.71万元。

2017-2019年，公司存货保持较快的扩张速度，近三年复合增长率达42.84%，2019年的大幅增长一方面系公司将杜商精机纳入合并范围，另一方面公司在价格相对低点增加铝材购买，原材料及库存商品规模大幅增加，截至该年末，二者占存货的比重分别为31.75%和31.11%，计提存货跌价损失74.85万元和6.65万元，公司的生产对于铝锭和粗钢需求量较大，其价格波动使得公司面临一定的原材料跌价风险。公司其他流动资产主要为保本固定收益型的理财产品，截至2019年末，余额为8,000.00万元，预期年利率在3.26%-3.95%之间。

表25 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15,744.74	19.52%	9,946.70	12.61%	16,032.79	26.10%	6,233.94	18.35%
交易性金融资产	5,000.00	6.20%	6,175.00	7.83%	13.24	0.02%	0.00	0.00%
应收账款	12,811.95	15.89%	10,535.91	13.35%	6,539.75	10.65%	7,508.30	22.10%
存货	11,232.67	13.93%	12,137.10	15.38%	7,566.23	12.32%	5,948.34	17.51%
其他流动资产	3,237.88	4.01%	8,217.22	10.41%	12,342.25	20.09%	0.00	0.00%
流动资产合计	50,805.27	62.99%	50,767.85	64.34%	45,521.05	74.11%	20,617.78	60.70%
固定资产	17,607.52	21.83%	18,312.00	23.21%	12,594.95	20.50%	10,713.79	31.54%
无形资产	7,550.90	9.36%	7,715.43	9.78%	2,230.19	3.63%	2,165.07	6.37%
非流动资产合计	29,845.02	37.01%	28,136.56	35.66%	15,905.89	25.89%	13,349.61	39.30%
资产总计	80,650.30	100.00%	78,904.40	100.00%	61,426.94	100.00%	33,967.39	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年未经审计的半年度财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产主要为设备和厂房，2018年公司使用IPO募集资金购入部分生产设备，2019年公司将杜商精机纳入合并范围，增加固定资产8,371.35万元，截至2019年末，公司固定资产规模增至18,312.00万元，其中包括融资租入设备637.28万元。因固定资产规模扩大，计提折旧金额有所增加，2019年公司增加折旧4,025.28万元，需关注IPO募投项目及本期债券募投项目完工后，折旧的计提对于公司盈利能力的影响程度。2017-2018年，公司无形资产主要为土地使用权，2019年公司购置价值2,327.80万元的土地用于厂房建设，同时因公司收购杜商精机，分别增加土地使用权1,584.23万元和专利技术及商标资产1,767.14万元，无形资产占总资产的比重提升至9.78%。

公司资产现金类资产比重较高，应收账款和存货对公司营运资金形成一定占用，总体流动性尚可。

资产运营效率

公司净营业周期和资产周转天数均有所拉长，运营效率下降

2017-2019年，公司应收账款周转天数基本符合公司给予客户的60-90天的账期水平，呈逐年下降态势，公司在面对下游客户的资金占用能力有所提升。2018年受中美贸易摩擦和汇率波动影响，公司园林机械零部件业务收入和应收账款规模均有所下降，但内销比例占比较大的汽车零部件板块实现业绩正向增长，公司执行较严格账期策略，以致周转天数降至80.23天。2019年公司收购杜商精机，其给予客户的账期相较更短，2019年应收账款周转天数降至74.95天。2018年受贸易摩擦影响，公司部分产品销售受阻，但公司仍保持一定量的备货水平以致公司库存商品规模上升，2019年合并杜商精机后原材料规模大幅增加，存货周转天数逐年上升。公司应付账款周转天数略有下降，近年总体较为稳定。主要受存货周转天数增加的影响，公司净营业周期逐年拉长。

公司流动资产周转天数逐年增加，2018年公司IPO上市募资22,882.77万元，货币资金和理财产品余额大幅增加；2019年公司收购杜商精机，其以流动资产为主，故流动资产周转天数近三年呈上升态势。随着公司对募投项目的逐年投入以及杜商精机的并表，公司固定资产规模上升，周转天数同样有所增加。故总资产周转天数上升至2019年的615.98天，公司资产运营效率有所下降。

表26 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	74.95	80.23	82.89
存货周转天数	126.57	112.87	93.21

应付账款周转天数	75.16	75.86	76.53
净营业周期	126.36	117.24	99.57
流动资产周转天数	422.66	377.74	208.25
固定资产周转天数	135.66	133.12	117.42
总资产周转天数	615.98	544.82	355.95

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年营业收入保持增长，整体盈利能力尚可，但资产收益率有所下滑

2017-2019年，公司营业收入实现较快增长，三年复合增长率为14.39%。公司园林机械零部件外销比重大，受2018年中美贸易摩擦及汇率波动影响，该板块当年业务收入有所下降，但是汽车零部件板块实现业绩正向增长，以致当年营业收入微增至31,516.57万元。2019年公司收购杜商精机51%股权，其主营业务为液压零部件的生产和销售，并包括部分汽车零部件业务收入，公司将其纳入公司合并报表范围，新增的液压零部件业务板块贡献收入5,010.12万元；此外下游商用车市场全年仍维持在较高景气度，公司汽车零部件业务收入同比大幅增长44.11%，以致公司总体营收规模扩张较快。2020年虽受到Covid-19疫情的部分冲击，但是受益于疫情期间延后需求及基建刺激政策影响，商用车和工程机械行业需求有所扩张，以致1-6月公司营业收入实现正增长。

利润水平方面，2017年公司综合毛利率达35.62%。公司产品外销比例高，2018年人民币汇率贬值，故以美元计价的产品价格有所下跌，且经与部分客户协商，公司对园林机械零部件产品条线的价格进行下调，此外，毛利率相对较低的汽车零部件业务板块收入占比有所上升，该年度公司综合毛利率降至31.62%；2019年园林机械零部件毛利率有所反弹，同时公司汽车零部件向高端件转型，盈利能力有所提升；新增液压零部件业务板块以OEM模式为主，毛利率不高。综合影响下公司毛利率微增至31.67%，基本保持稳定。

从资产回报角度考虑，近年公司资产规模扩张较快，2018年IPO上市，2019年收购杜商精机，公司总资产收益率和净资产收益率均有所下滑，截至2019年末分别为10.12%和11.04%。随着公司资本结构的逐渐稳定和产能的逐步释放，资产收益率有望温和反弹。

表27 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
营业收入	23,481.49	41,007.35	31,516.57	31,340.88
营业利润	3,857.14	6,899.95	5,299.96	5,550.12
利润总额	3,869.65	6,892.88	5,278.70	5,544.53
净利润	3,444.91	6,064.17	4,575.77	4,781.09

综合毛利率	30.99%	31.67%	31.62%	35.62%
期间费用率	15.22%	15.82%	16.77%	16.62%
营业利润率	16.43%	16.83%	16.82%	17.71%
总资产回报率	-	10.12%	11.30%	18.33%
净资产收益率	-	11.04%	12.75%	24.18%
营业收入增长率	34.57%	30.11%	0.56%	24.62%
净利润增长率	14.47%	32.53%	-4.29%	12.35%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年未经审计的半年度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司近年经营活动现金流保持净流入，但波动较大，稳定程度一般

受2018年国际贸易摩擦和汇率波动影响，2018年公司净利润有所下滑，2019年得益于汽车零部件业务的大幅增长，以及收购杜商精机新增液压零部件业务，公司营收规模扩大，盈利水平有所回升，净利润大幅度增加。从营运资本对资金的占用来看，受外部因素影响，2018年公司产品销售受阻，公司保持一定备货以致存货规模有所增加，同时公司对上游供应商的资金占用有所减少，该年度营运资本占用的资金较2017年增加3,352.38万元，经营活动现金净流入规模大幅下降至2,453.68万元。2019年公司营收规模大幅增加，虽存货规模继续增长，营运资本对公司的资金占用有所增加，但增幅小于上年，故2019年公司经营活动现金净流入6,499.99万元。

近年公司投资活动现金流持续净流出，2018年较大的净流出规模主要系公司结构性存款和理财产品规模上升所致，2019年公司大量理财产品到期，公司收回投资收到的现金大幅增加，但公司持续对IPO募投项目进行投入，且支付收购杜商精机的相关款项，投资活动现金仍净流出5,972.44万元。

从筹资活动现金流来看，2018年公司成功上市，筹资活动现金净流入24,208.83万元。2019年公司短期借款部分到期，以及支付分红和股利款，故筹资活动现金净流出4,208.95万元。部分受此影响，2019年公司现金类资产有所下降。

表28 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
净利润	6,064.17	4,575.77	4,781.09
营运资本变化	-1,495.70	-3,352.38	-1,140.79
其中：存货减少（减：增加）	-1,229.67	-1,617.90	-1,447.42
经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,281.86	-801.64	-1,296.15
经营性应付项目的增加（减：减少）	2,015.83	-932.84	1,602.78
经营活动产生的现金流量净额	6,499.99	2,453.68	5,706.04

投资活动产生的现金流量净额	-5,972.44	-19,868.23	-1,956.23
筹资活动产生的现金流量净额	-4,208.95	24,208.83	-284.58
现金及现金等价物净增加额	-3,585.99	7,051.18	2,990.89
收现比	1.03	1.00	0.91

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平较低，自身经营业绩可对债务本息的支付形成较好保障

公司负债基本皆为流动负债，2017-2018年总体负债规模保持平稳，2019年因收购杜商精机并将其纳入合并报表范围，负债总额同比增长58.30%。所有者权益方面，得益于成功上市和收购活动，公司所有者权益保持较快增速，2017-2019年复合增长率达64.86%。近年公司产权比率有所波动，但在上市后整体保持较低水平，截至2020年6月末，公司产权比率为29.38%，所有者权益可对负债形成较好的覆盖。

表29 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年6月	2019年	2018年	2017年
负债总额	18,316.36	18,684.77	11,803.10	11,810.58
所有者权益	62,333.93	60,219.64	49,623.85	22,156.81
产权比率	29.38%	31.03%	23.79%	53.30%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年未经审计的半年度财务报表，中证鹏元整理

公司负债皆为流动负债。2017-2018年，公司短期借款皆为抵押借款，2019年结构有所调整，抵押借款与信用借款的占比分别为44.11%和55.89%。应付票据皆为银行承兑汇票，近年余额有所波动，但占总资产的比重逐年降低。公司应付账款主要为应付供应商的生产材料款，2019年余额大幅增加至7,458.97万元，系收购杜商精机所致。截至2019年末，公司其他应付款主要为公司收购杜商精机股权尚未支付的款项。公司有息债务主要为短期借款，近年余额有所波动，但总体规模可控。

表30 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6,908.08	37.72%	3,404.39	18.22%	4,500.00	38.13%	3,100.00	26.25%
应付票据	3,182.01	17.37%	1,861.16	9.96%	1,566.10	13.27%	2,758.53	23.36%
应付账款	6,049.24	33.03%	7,458.97	39.92%	4,241.13	35.93%	4,841.99	41.00%
其他应付款	52.29	0.29%	3,500.13	18.73%	11.12	0.09%	11.41	0.10%
流动负债合计	17,620.33	96.20%	18,124.29	97.00%	11,630.35	98.54%	11,810.58	100.00%

非流动资产合计	29,845.02	37.01%	28,136.56	35.66%	15,905.89	25.89%	13,349.61	39.30%
负债合计	18,316.36	100.00%	18,684.77	100.00%	11,803.10	100.00%	11,810.58	100.00%
有息债务	6,925.02	37.81%	3,516.38	18.82%	4,500.00	38.13%	3,100.00	26.25%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年未经审计的半年度财务报表，中证鹏元整理

公司总体负债率不高，但近年波动较大，2018年公司IPO上市，合计募资净额22,882.77万元，以致公司整体资产负债率下降至19.21%；2019年公司收购杜商精机，并将其纳入合并范围，负债规模大幅增加，故资产负债率有所提升。偿债来源方面，从短期资产的变现角度来看，公司短期偿债能力有所波动，但流动资产对流动负债的覆盖程度均处于较好水平，公司2018年上市募资后，货币资金和购买的理财产品大幅增加，以致当年流动比率和速动比率大幅走高，2019年有所回落。从公司自身盈利能力来看，近年EBITDA对于债务本息的偿还保障程度较好，整体偿债压力并不大。从现金流角度考虑，公司经营活动现金流近年均保持正向流入，可对公司存量负债的清偿形成一定支撑。

表31 公司偿债能力指标

指标名称	2020年6月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	22.71%	23.68%	19.21%	34.77%
流动比率	2.88	2.80	3.91	1.75
速动比率	2.25	2.13	3.26	1.24
EBITDA（万元）	-	9,312.30	6,906.20	6,929.65
EBITDA 利息保障倍数	-	45.06	60.92	50.99
有息债务/EBITDA	-	0.38	0.65	0.45
债务总额/EBITDA	-	2.01	1.71	1.70
经营性净现金流/流动负债	0.22	0.36	0.21	0.48
经营性净现金流/负债总额	0.21	0.35	0.21	0.48

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年未经审计的半年度财务报表，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

本期债券募投项目的收益是偿债资金的重要来源。预计募投项目建成并达产后，根据公司公告，本期债券募投项目正式达产后，预计可实现年均销售收入23,500.00万元、年均净利3,027.34万元，可在本期债券存续期内对本息的支付形成部分保障。但未来若工程进度不及预期，或者下游市场发生变化导致产能利用率较低或产品销售不达预期等，则募投项目收入存在不达预期的风险。

公司日常经营产生的收入和现金流是偿债资金的重要补充。2017-2019年，公司取得营

业收入31,340.88万元、31,516.57万元和41,007.35万元，经营活动现金流量净额分别为5,706.04万元、2,453.68万元和6,499.99万元，可为本期债券的本金和利息偿还提供一定保障。目前公司下游客户资质较好且合作关系较为稳定，未来订单有一定保障。但同时中证鹏元也关注到，应收账款和存货仍占用了公司一定的营运资金，未来产能扩张后的消化情况存在一定不确定性；此外，海外新冠疫情前景仍不明朗、我国与美国等国家的贸易摩擦不确定性、原材料价格及汇率波动等因素可能对公司经营成果产生一定负面影响。

此外，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，但需关注股价下跌致使债券持有人未进行转股的可能。

（二）本期债券保障措施分析

诚锋实业提供的股票质押为本期债券本金的偿还了提供了一定保障

诚锋实业作为出质人将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。根据西南证券股份有限公司（以下简称“西南证券”）与诚锋实业签订的《浙江锋龙电气股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），诚锋实业将持有的锋龙股份市值为3.43亿元的限售股份（以下简称“质押股票”）为本期债券提供担保。在办理初始股票质押手续时，出质股份为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的诚锋实业持有的锋龙股份市值为3.43亿元的股份，质押担保范围为公司因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（可转债的本金及利息）、公司违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用，期限为至公司履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

同时，双方在质押合同中约定，在合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，西南证券有权要求诚锋实业在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本息总额的比率高于140%；追加的资产限于公司人民币普通股，追加股份的价格为连续30个交易日内公司收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，诚锋实业应追加提供相应数额的公司人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的160%，诚锋实业有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的140%。

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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年8月3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。

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6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	15,744.74	9,946.70	16,032.79	6,233.94
交易性金融资产	5,000.00	6,175.00	13.24	0.00
应收账款	12,811.95	10,535.91	6,539.75	7,508.30
存货	11,232.67	12,137.10	7,566.23	5,948.34
其他流动资产	3,237.88	8,217.22	12,342.25	0.00
固定资产	17,607.52	18,312.00	12,594.95	10,713.79
无形资产	7,550.90	7,715.43	2,230.19	2,165.07
资产总计	80,650.30	78,904.40	61,426.94	33,967.39
短期借款	6,908.08	3,404.39	4,500.00	3,100.00
应付票据	3,182.01	1,861.16	1,566.10	2,758.53
应付账款	6,049.24	7,458.97	4,241.13	4,841.99
其他应付款	52.29	3,500.13	11.12	11.41
负债合计	18,316.36	18,684.77	11,803.10	11,810.58
有息债务	6,925.02	3,516.38	4,500.00	3,100.00
所有者权益	62,333.93	60,219.64	49,623.85	22,156.81
营业收入	23,481.49	41,007.35	31,516.57	31,340.88
营业利润	3,857.14	6,899.95	5,299.96	5,550.12
净利润	3,444.91	6,064.17	4,575.77	4,781.09
经营活动产生的现金流量净额	3,918.45	6,499.99	2,453.68	5,706.04
投资活动产生的现金流量净额	4,701.31	-5,972.44	-19,868.23	-1,956.23
筹资活动产生的现金流量净额	-1,569.09	-4,208.95	24,208.83	-284.58
财务指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	74.95	80.23	82.89
存货周转天数	-	126.57	112.87	93.21
应付账款周转天数	-	75.16	75.86	76.53
净营业周期	-	126.36	117.24	99.57
流动资产周转天数	-	422.66	377.74	208.25
固定资产周转天数	-	135.66	133.12	117.42
总资产周转天数	-	615.98	544.82	355.95
综合毛利率	30.99%	31.67%	31.62%	35.62%
期间费用率	15.22%	15.82%	16.77%	16.62%
营业利润率	16.43%	16.83%	16.82%	17.71%
总资产回报率	-	10.12%	11.30%	18.33%
净资产收益率	-	11.04%	12.75%	24.18%
营业收入增长率	34.57%	30.11%	0.56%	24.62%

净利润增长率	14.47%	32.53%	-4.29%	12.35%
资产负债率	22.71%	23.68%	19.21%	34.77%
流动比率	2.88	2.80	3.91	1.75
速动比率	2.25	2.13	3.26	1.24
EBITDA（万元）	-	9,312.30	6,906.20	6,929.65
EBITDA 利息保障倍数	-	45.06	60.92	50.99
有息债务/EBITDA	-	0.38	0.65	0.45
债务总额/EBITDA	-	2.01	1.71	1.70
经营性净现金流/流动负债	0.22	0.36	0.21	0.48
经营性净现金流/负债总额	0.21	0.35	0.21	0.48

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年未经审计的半年度财务报表，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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

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

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

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

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

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



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
类型 其他股份有限公司(非上市)
住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人 张剑文
成立日期 1993年03月17日

重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供
锋龙股份 使用
再复印无效



登记机关

2018 年 11 月 08 日



中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)
2018年12月21日

此复印件仅供
锋龙股份
再复印无效

中国证券业执业证书



姓名: 党雨曦

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030218080007

执业注册记录



证书取得日期 2018-08-08



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 田珊

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030218110003

证书取得日期 2018-11-14



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。