

浙江银轮机械股份有限公司公开发行可转换 公司债券信用评级报告

项目负责人：商思仪 syshang@ccxi.com.cn

项目组成员：高洁 jgao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年9月25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，充分履行了实地调查和诚信义务，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）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]3799D 号

浙江银轮机械股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“浙江银轮机械股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年九月二十五日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
浙江银轮机械股份有限公司	不超过7亿元	6年	每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息	用于新能源商用车热管理系统项目、新能源汽车热泵空调系统项目和补充流动资金

评级观点：中诚信国际评定浙江银轮机械股份有限公司（以下简称“银轮股份”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“浙江银轮机械股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司行业地位领先、竞争实力较强、营业总收入和经营活动获现能力持续提升、具备一定的财务弹性等因素对其信用实力提供的有力支撑；但中诚信国际也关注到汽车行业景气度持续低迷、公司股权结构较为分散以及债务规模持续上升、期限结构有待改善等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

银轮股份（合并口径）	2017	2018	2019	2020.6
总资产（亿元）	66.78	78.59	84.24	90.60
所有者权益合计（亿元）	36.89	40.97	40.84	42.67
总负债（亿元）	29.90	37.62	43.40	47.93
总债务（亿元）	11.98	18.85	21.56	26.99
营业总收入（亿元）	43.23	50.19	55.21	30.10
净利润（亿元）	3.43	3.98	3.49	2.22
EBIT（亿元）	4.49	5.29	4.78	--
EBITDA（亿元）	6.07	7.25	7.29	--
经营活动净现金流（亿元）	2.78	3.05	6.89	-0.81
营业毛利率(%)	26.16	25.53	24.12	24.75
总资产收益率(%)	7.82	7.28	5.87	--
资产负债率(%)	44.77	47.87	51.52	52.91
总资本化比率(%)	24.51	31.51	34.55	38.75
总债务/EBITDA(X)	1.97	2.60	2.96	--
EBITDA 利息倍数(X)	13.46	10.71	9.28	--

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

正面

■ **行业地位领先，竞争实力较强。**公司系国内热交换器行业龙头企业，在油冷器、中冷器、冷却模块等细分领域均占据一定市场份额，产品种类完整，下游客户较为优质，竞争实力较强。

■ **营业总收入和经营活动获现能力持续提升。**随着公司在热管理和尾气处理领域的业务扩张，近年来营业总收入逐年上升；受益于公司调整应收票据使用方式，2019 年经营活动净现金流大幅提升，经营获现能力进一步增强。

■ **具备一定的财务弹性。**截至 2020 年 6 月末，公司获得各家金融机构综合授信额度为 35.25 亿元，其中未使用额度为 14.86 亿元。此外，作为 A 股上市企业，公司直接融资渠道较为畅通。

关注

■ **汽车行业景气度持续低迷。**近年来，我国汽车整车销量及增速均呈持续下行趋势，或对汽车零部件企业带来一定负面影响，以钢材、有色金属等为主的大宗原材料价格高位波动，亦对企业的成本控制能力提出挑战。

■ **公司股权结构较为分散。**受改制上市等历史因素影响，公司第一大股东为员工持股平台天台银轮实业发展有限公司（以下简称“银轮实业”），截至 2020 年 6 月末持股比例为 10.16%；同期末，实际控制人徐小敏通过直接和间接方式共控制公司 18.30% 股权，其他股东持股相对分散。

■ **债务规模持续上升，期限结构有待改善。**随着业务规模扩大及融资需求增加，近年来公司总债务持续增长；截至 2020 年 6 月末，短期债务占比超过 95%，债务期限结构有待改善。

评级展望

中诚信国际认为，浙江银轮机械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。**公司资本实力显著增强，资产质量不断提升，盈利能力和经营获现水平大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**汽车零部件等行业景气度下滑，导致公司收入、利润水平大幅下降；坏账规模大幅增加，获现能力显著弱化；债务规模迅速扩大，流动性压力加大。

同行业比较

2019 年部分装备制造企业主要指标对比表

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
远东传动	40.25	28.10	17.54	2.73	2.56
银轮股份	84.24	51.52	55.21	3.49	6.89

注：“远东传动”为“许昌远东传动轴股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

浙江银轮机械股份有限公司前身系创建于1958年的浙江省天台机械厂，1999年1月经浙江省人民政府证券委员会浙证委[1999]11号文批准，在原天台机械厂改制的基础上，由浙江银轮机械集团有限公司工会（后更名为浙江银轮机械股份有限公司工会委员会）和徐小敏等15名自然人¹发起设立了股份有限公司，注册资本为7,000万元，原天台机械厂335名职工以工会名义持有公司股份。2003年9月，浙江银轮实业发展股份有限公司（后更名为天台银轮实业发展有限公司）受让公司工会所持有的本公司股权。2007年4月，公司公开发行3,000万股人民币普通股，并于深圳证券交易所上市。后经资本公积金转增股本及非公开发行股票增发，截至2020年6月末，公司注册资本增至7.92亿元。

公司主营业务围绕“节能、减排、智能、安全”四条主线，专注于油、水、气、电介质间的热交换、车用空调等热管理产品及后处理排气系统相关产品的研发、生产与销售。公司产品广泛应用于汽车、工程机械、农业机械、压缩机、风力发电、火车机车、轮船、空调等热交换及尾气后处理领域。

产权结构：截至2020年6月末，公司实收股本为7.92亿元，控股股东和实际控制人均为自然人徐小敏，其直接持有公司4.10%的股份，并通过天台银轮实业发展有限公司和宁波正奇投资管理中心（有限合伙）（GP）间接控制公司10.16%及4.04%的股份，合计控制公司总股本的18.30%。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
上海银轮热交换系统有限公司	上海银轮
山东银轮热交换系统有限公司	山东银轮
赤壁银轮工业换热器有限公司	赤壁银轮
广州银轮热交换系统有限公司	广州银轮
上海银轮投资有限公司	上海银轮投资
湖北美标汽车制冷系统有限公司	湖北美标
湖北宇声环保科技有限公司	湖北宇声
江苏唯益换热器有限公司	江苏唯益

¹ 参与发起设立股份有限公司的15名自然人分别为徐小敏、袁银岳、王鑫美、王达伦、季善魁、陈邦国、陈铭奎、周益民、郭伟、冯宗会、高敏、

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

本期债券概况

表 2：本期债券基本条款

	基本条款
债券名称	浙江银轮机械股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模	不超过人民币70,000万元（含70,000万元）
债券期限	自发行之日起6年
偿还方式	每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格确定	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A股股票交易均价（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A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。前二十个交易日公司A股股票交易均价=前二十个交易日公司A股股票交易总额/该二十个交易日公司A股股票交易总量；前一个交易日公司A股股票交易均价=前一个交易日公司A股股票交易总额/该日公司A股股票交易总量。
赎回条款	（1）到期赎回条款：本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。 （2）有条件赎回条款：在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司有权决定按照以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债：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当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。
回售条款	（1）有条件回售条款：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

洪健、茅昌溪、褚卫明、陈能卯。

	<p>司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>(2) 附加回售条款：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。</p>
募集资金用途	<p>本次发行募集资金扣除发行费用后，用于新能源商用车热管理系统项目、新能源汽车热泵空调系统项目和补充流动资金。</p>

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，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。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

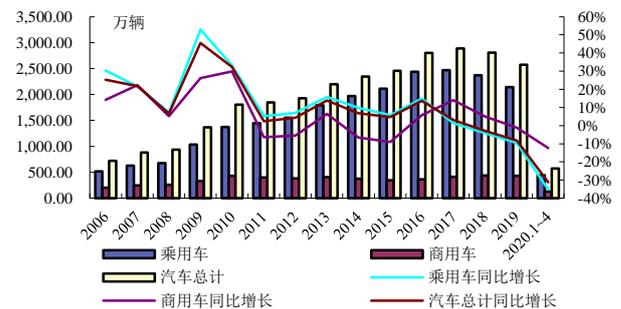
2019年以来，我国汽车行业景气度持续低迷，新冠肺炎疫情导致宏观经济短期下行，汽车市场需求复苏压力犹存；但受益于逆周期调控政策效果逐渐显现，加之更新周期来临、海外需求不断完善、环保政策趋严，工程机械行业景气度保持高位

我国汽车行业周期性较强，同时受政策影响显著，产、销量增速波动剧烈。2019年，我国汽车产销量分别为2,572.1万辆和2,576.9万辆，同比分别下降7.5%和8.2%，产销量降幅比上年分别扩大3.35个百分点和5.47个百分点。具体来看，2019年乘用车产销量分别为2,136.02万辆和2,144.42万辆，同比分别下降9.22%和9.56%，导致我国汽车产销量整体呈下滑趋势；商用车产销量分别为436.05万辆和432.45万辆，产量同比增长1.89%，销量同比下降1.06%，受益于基建投资回升、国三汽车淘汰、新能源物流车快速发展、治理超载加严，产销情况优于乘用车。受乘用车进入传统销售旺季、终端优惠力度较大、商用车市场需求有所改善及基数下降等因素影响，2019年下半年以来我国汽车市场产销降幅有所收窄，消费信心缓慢修复。

2020年以来，新冠肺炎疫情进一步加大了汽车市场复苏的不确定性，在疫情影响下，车企的经营和资金压力有所增大。2020年4月，随着国内疫情

防控形势持续好转，汽车行业产销也逐步恢复到正常水平，当月产销环比继续保持较快增长，同比也结束下降趋势，呈小幅增长。其中商用车同比增长较为明显，产销量创月度历史新高；乘用车市场尚未完全启动，产销量仍低于上年同期水平。2020年1~6月，汽车产销分别完成1,011.2万辆和1,025.7万辆，同比下降16.8%和16.9%，降幅持续收窄，总体表现好于预期。

图1：近年来中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

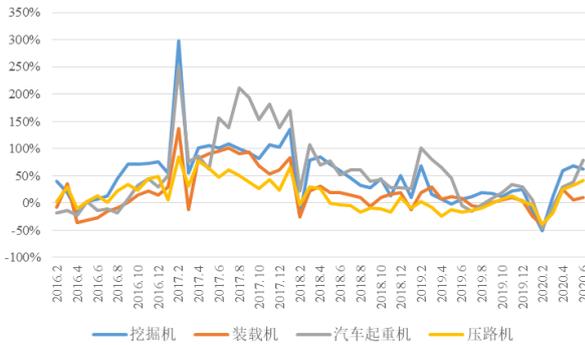
工程机械行业亦具有较强的周期性，与我国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关，易受经济周期影响。2019年我国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）和房地产开发投资增速分别为3.8%和9.9%，随着项目逐渐落地以及新冠肺炎疫情后逆周期调节力度加大，预计2020年的基建与房地产投资力度有望边际改善并带动工程机械行业的新增需求。

此外，工程机械产品存量更换需求增加亦带动行业基本面回暖。目前国内工程机械行业市场保有量在720万台，产品寿命周期一般为8~10年，上一轮销售高峰集中在2008~2011年，预计2016~2021年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。此外，多省市现已公告提前执行国六排放标准，同时对国五禁售、国四全天限行、国三不再年检，环保要求日趋严格将加速淘汰高排放机械，进一步提升工程机械设备的更新需求。

海外需求是驱动我国工程机械行业发展的另一重要因素。虽然贸易摩擦升级对我国机械产品的出口造成一定影响，但近年来我国工程机械出口量

和出口金额仍呈快速增长态势。以挖掘机为例，2019 年我国挖掘机出口量达到 2.66 万台，同比增长 39.4%，远超同期内销增长率，成为拉动销量增长的重要驱动因素。

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，中诚信国际整理

2020 年上半年，在疫情影响和经济降速的背景下，国家不断加强逆周期调节力度，房地产开发投资完成额降幅不断收窄，二季度以来工程机械市场需求好转，主要产品月度销量增速转正；上半年挖掘机、汽车起重机及压路机销量分别同比增长 24.20%、15.68% 和 7.28%，2020 年全年行业需求仍有望保持。

中诚信国际认为，我国中长期汽车市场仍拥有增长潜力，但短期内受宏观经济增速放缓、物价上涨过快、居民杠杆水平高企叠加疫情因素影响，汽车市场复苏压力仍然在一定时间内存在；但 2019 年以来工程机械行业销量仍呈上升趋势，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。

汽车零部件行业以外资背景厂商为主，但国产化趋势渐显，新能源汽车产业政策、排放标准升级等因素为热管理及尾气处理领域提供了较好发展空间

从行业格局来看，外资控制了汽车零部件领域的绝大部分市场份额，国产零部件销售收入仅占全行业的 20~25%，拥有外资背景的汽车零部件厂商占整个行业的 75% 以上，其中独资企业占 55%，中外合资企业占 45%，本土零部件主要应用于自主品牌汽车，市场占有率低。而在汽车电子和发动机零

部件等高科技含量领域，外资厂商占比高达 90%，德国博世、法国法雷奥、德尔福、日本爱信、大陆集团等龙头企业，凭借其拥有的先进设计和研发技术、与整车制造商长期稳固的合作关系等先行优势，在关键汽车零部件制造领域起到了主导作用。但随着我国汽车行业不断发展和产业技术水平升级，部分本土企业已拥有精密零部件的制造工艺，具备成本低、近距离配套和快速响应的同步开发能力等优势，国内厂商将有望受益于零部件国产化进程而获取更多订单，部分国际厂商基于产业转型、竞争优势缩小等原因，或将主动退出相关市场。

具体来看，热交换器在汽车和工程机械车辆上应用广泛，指将热量从热流体传递到冷流体的设备。汽车上使用的热交换器品种较多，发动机系统使用有油冷器、散热器、中冷器，排放相关的有 EGR 冷却器，变速箱和液压系统也有使用油冷器，空调系统有冷凝器、蒸发器和暖风散热器，应用范围广泛，具有相对良好的发展空间。目前全球热管理市场主要参与者为外资品牌和自主品牌，外资品牌一般以与国内整车厂合资的方式存在于国内热管理领域，主要客户以合作的主机厂为主，包括上海贝洱、富奥伟世通等，以银轮股份为首的独立热管理生产商则更加市场化，下游客户覆盖更广泛且涉及产品出口，对本土化适应性方面优于外资品牌，多个产品亦在全球具有一定竞争力。

近年来，国家密集出台了鼓励新能源汽车发展的产业政策，涉及购置补贴、免征车辆购置税、充电设施建设、购买新能源汽车等诸多领域。在政策扶持以及市场需求两方面作用下，我国新能源汽车销量由 2013 年的 1.75 万辆增至 2019 年的 120.60 万辆，为汽车零部件企业提供了新的市场机遇，同时也促使其在技术创新、产品制造等方面向节能型、环保型、高技术型升级转型。新能源汽车热管理作为新生需求，法雷奥、德纳等国际热管理供应商龙头介入较早，但成本较高；国内厂商如银轮股份、三花智控等企业凭借快速响应、成本控制和地缘优势快速配套国内新能源汽车企业，获得大批量量产

的经验，未来有望逐步渗透国际整车厂，进一步提升热管理市场份额。

在尾气处理方面，我国相关产业起步较晚但发展较快，巴斯夫、博世等外资厂商主要优势在于技术含量较高的催化剂技术，国内厂商则以封装和系统集成为主。2016年以来，轻型汽车、重型柴油车等国六排放标准陆续发布，在NO_x、PM（颗粒物质量）等指标限值上，国六标准要求至少收紧33%，并统一了汽油和柴油的排放标准。由于国六排放标准技术要求提升，DOC+DPF+SCR成为柴油车的必要零部件，EGR是汽油车主要技术路线之一，汽车发动机需要装载的后处理部件增加，且工艺更加复杂，尾气处理领域的市场空间亦随之扩大。

业务运营

公司主营业务包括热交换器、尾气处理和车用空调三大板块，其中2017~2019年核心产品热交换器的收入占比达到70%以上，系其收入和利润的主要来源。近年来，随着公司全球化布局完善、技术升级以及综合实力的提升，加之外部市场中商用车、工程机械需求较为旺盛，各主营业务板块收入规模均呈逐年增长态势。分地区来看，公司近三年来对外销售收入占比保持在20%以上，海外市场主要包括美国、欧洲、日本、印度等国家和地区；分应用领域来看，2017~2019年商用车、乘用车和工程机械板块收入占比分别在45%、22%和20%左右。2020年上半年，受益于公司率先复工复产，积极组织人力确保EGR等产品新增订单的交付需求，同时紧跟商用车、工程机械等重要客户的发展步伐，不断拓展北美、欧洲和日系战略客户，新冠疫情对其生产经营影响较为可控，公司营业总收入同比增加11.66%至30.10亿元，但由于海外疫情蔓延，同期对外销售收入占比降至17%左右。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1-6
热交换器	32.80	36.48	38.95	20.59
尾气处理	3.42	5.40	6.21	4.25
车用空调	4.00	4.83	6.60	3.64
其他	3.02	3.49	3.45	1.61

合计	43.23	50.19	55.21	30.10
占比	2017	2018	2019	2020.1-6
热交换器	75.86	72.68	70.54	68.43
尾气处理	7.91	10.75	11.25	14.12
车用空调	9.25	9.63	11.96	12.09
其他	6.99	6.95	6.24	5.36
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；其他业务主要系贸易和铸件、原料、废料等产品的处理。

资料来源：公司提供

在手订单方面，受益于合作客户对热交换器及尾气处理供应商资格认证较为严格，存在较高准入门槛，加之公司拥有较强的批量化生产能力与技术储备，近年来新签订单较为充裕，截至2020年6月末热交换器和尾气处理板块在手订单分别为25.85亿元和2.69亿元，为未来营业收入的稳定性提供了有力保障。

公司热交换器产品技术领先、行业地位突出，近年来产销情况均持续向好发展，且下游客户较为优质，全球化布局逐步完善，具备较强竞争力

公司系国内热交换器行业龙头企业，在油冷器、中冷器、冷却模块等领域具备较强竞争力与一定的市场份额，产品从发动机、电池、电机、电控到车身热管理配套种类完整，并广泛应用于商用车、乘用车、新能源汽车、工程机械、农业机械、压缩机、火车机车和轮船等领域，近年来该板块业务规模不断扩大，且未来市场空间较为广阔。

采购方面，公司生产所需原材料主要为铝、钢、铁、铜等原料及对应材质配件，随着公司热交换器产品生产规模的扩大，2017年以来采购总量持续上升；其中2018年铝材及铝制件采购量略有下降主要系铝制热交换器订单有所下降，2019年受钢铁市场价格回落影响，钢材及钢制件采购额相应减少。同时，在满足正常生产需求的前提下，公司综合考虑供应商供货能力和周期，制定了安全库存，供应商可根据采购计划进行生产备料，采用“以产定采”的业务模式。价格方面，由于上游原材料供应商定价权较大，公司将产品价格与原材料价格挂钩，当原材料成本变动较大时，产品销售价格亦会相应调

整，避免了价格变化对公司盈利带来的较大影响。结算方面，公司以支付承兑汇票为主，随着业务规模与行业地位的提升，近年来议价能力不断增强，应付账款规模逐年提高。2019年，公司前五大供应商采购金额占总采购金额的比重为13.97%，采购集中度较低。

表4：近年来公司主要原材料采购情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~6
原材料及零配件	28.18	30.23	32.43	16.25
其中：铝材及铝制件	12.83	11.67	12.03	5.49
钢材及钢制件	5.74	6.03	4.04	2.48
铁材及铁制件	1.73	1.51	2.62	1.02
铜材及铜制件	0.63	0.47	0.45	0.21
辅助材料及其他	3.52	4.76	4.76	1.76
采购总额	31.69	34.99	37.18	18.01

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

生产与研发方面，公司设立了商用车及工程机械热管理事业部、乘用车及新能源热管理事业部和汽车尾气处理事业部，分别为下游客户进行同步开发与规划工作。目前，公司在浙江、上海、山东、湖北、江苏等地以及北美和欧洲等海外地区均建有生产基地和研发中心，主要产品的生产模式为“以销定产”，生产计划依据销量情况制定，公司从接到客户订单到采购原材料、组织生产至产品交付的周期一般为15~25天左右。近年来，随着热交换器订单的增长，产量及产能利用率均稳定上升。此外，公司建立了产品发展战略规划体系、产品研究开发系统以及产品试制试验系统，截至2020年6月末，公司拥有专利500余项，牵头及参与制订行业标准27项，同时系中国热交换器行业标准牵头制订单位、中国工程机械零部件品牌100强企业。2017~2019年公司研发投入分别为1.52亿元、1.86亿元和2.20亿元，占营业总收入比重维持在3%以上且逐年增长，一定规模的研发投入为公司提升技术实力提供了较好的资金保障。

表5：近年来公司热交换器产销情况（万台、%、元/台）

	2017	2018	2019	2020.1~6
产能	2,100.00	2,150.00	2,200.00	1,100.00
产量	1,580.88	1,685.62	1,756.71	769.20
产能利用率	75.28	78.40	79.85	69.93

销量	1,542.15	1,654.77	1,718.77	749.74
单价	212.66	220.44	226.59	274.68
产销率	97.55	98.17	97.84	97.47

注：2020年1~6月产能未经年化处理。

资料来源：公司提供

销售方面，公司可根据客户提供的产品需求特点进行开发与设计，通过客户测试认可后，与其签订销售框架协议，并根据订单情况安排生产，其中80%以上的产品直接销往主机厂，此外公司也会与实力较强的一级供应商合作，向主机厂提供集成零部件。公司产品面向全球市场，下游客户较为优质，通过国内、北美及欧洲的属地化生产模式，开拓了宝马、戴姆勒、奥迪、法拉利、通用、日产、康明斯、卡特彼勒等众多国际知名发动机、整车厂商以及广汽、上汽、潍柴、徐工等国内主要自主品牌。受益于技术的积累和多年的市场开拓经验，近年来公司热交换器销售情况向好发展，产品单价及销量持续上升，其中海外销售收入规模逐年增长，2019年占营业收入比重为23.00%；此外，由于采用以销定产的生产模式，因此产销率始终保持高位。结算方面，销售回款账期一般在90~120天左右，客户通过现金和票据进行支付，均为全款结算，公司对于规模较小的客户会收取一定比例的预付款。2019年，公司前五大客户（按同一控制下合并口径）销售收入占比为34.07%，对单一客户依赖程度及可能产生的订单波动风险尚可。

表6：2019年公司前五大客户销售情况（亿元、%）

客户名称	主要产品	销售金额	收入占比
一汽集团	车用空调、热交换器	6.82	12.36
卡特彼勒	热交换器	4.04	7.32
吉利汽车	热交换器	3.04	5.51
徐工集团	热交换器	2.46	4.45
潍柴集团	尾气处理、热交换器	2.45	4.43
合计	--	18.81	34.07

资料来源：公司提供

公司在巩固国内市场地位的同时，积极开拓海外市场，分别于2016年5月和2019年4月出资2.57亿元和0.50亿元收购TDI和Setrab AB全部股权，TDI主要从事北美市场热交换器的生产与销售，Setrab AB在小批量高端跑车冷却模块设计领域具有很大优势，将有效带动高端客户的引入。目前，

公司在海外拥有 2 个研发中心、5 座制造基地以及 10 处销售网点，其中德国和美国均具备从研发、生产到销售的全流程布局，波兰制造基地亦在扩建中，全球化产业布局日趋完善，公司在该领域的竞争实力持续增强。

尾气处理和车用空调产品产销规模持续增长，收入占比亦不断攀升，为公司利润提供了较好补充

在核心产品热交换器制造与销售的基础上，公司拓展了尾气处理和车用空调等产品，凭借热交换领域积累的生产技术与客户资源，加之国家尾气排放技术标准升级，近年来上述领域发展较快，以 EGR²、SCR³、DPF⁴ 系统为主的尾气后处理产品和车用空调系统销售情况较好，收入规模持续增长，同时多元化的业务结构亦有助于提升公司的整体抗风险能力。

具体来看，尾气处理和车用空调产品与热交换器生产模式基本一致，均为订单驱动型生产，公司根据客户在技术、质量、成本、周期等方面要求，为其配套开发产品并安排采购和生产计划；销售层面则以直销为主，公司作为各大整车及发动机生产厂商的一级配套供应商，直接向整车及发动机厂商销售产品。目前尾气处理领域已有玉柴、潍柴、重汽和康明斯等战略客户，正在进行卡特彼勒的前期许可申请；车用空调领域已有江铃汽车和吉利汽车等合作厂商，亦在向国际知名电动汽车厂商拓展。近年来，尾气处理和车用空调产品产销量规模稳定上升，产能利用率和产销率亦维持高位，销售收入占比亦逐年攀升，2020 年上半年合计占营业收入比重超过 25%，为公司收入及利润提供了较好补充。

表 7：近年来公司尾气处理产销情况（万台、%、元/台）

	2017	2018	2019	2020.1-6
产能	55.00	73.00	75.00	45.00
产量	39.37	57.81	60.35	38.54
产能利用率	71.58	79.20	80.46	85.65
销量	38.34	56.20	58.38	37.54

² 尾气再循环系统 EGR 将发动机产生废气的一部分经冷却后再送回气缸，减少汽油机泵气损失，并降低缸内燃烧温度，进而实现降低汽油机油耗的目标。

³ 选择性催化还原技术 SCR 是针对柴油车尾气排放中 NOx 的一项处理工

单价	891.56	960.10	1,064.28	1,132.33
产销率	97.38	97.21	96.73	97.40

注：2020 年 1~6 月产能未经年化处理。

资料来源：公司提供

表 8：近年来公司车用空调产销情况（万台、%、元/台）

	2017	2018	2019	2020.1-6
产能	200.00	240.00	320.00	170.00
产量	151.30	185.54	260.53	139.65
产能利用率	75.65	77.31	81.42	82.15
销量	146.07	181.15	253.91	135.17
单价	273.68	266.76	260.04	269.25
产销率	96.54	97.63	97.46	96.79

注：2020 年 1~6 月产能未经年化处理。

资料来源：公司提供

战略规划及管理

公司坚持发展热交换和排放后处理相关产业为主，在建项目投资压力可控

公司提出“加快国际化发展步伐、实现技术引领、不断提升综合竞争力”的三大战略目标，制订了“属地化生产、全球化运营”的经营策略和指导思想，致力于在热交换和排放后处理领域提供解决方案。国际化方面，公司将陆续在北美和欧洲建立总部；技术方面，整合全球研发资源，实现产品从零部件供货到系统集成配套，功能从普通换热到智能热管理，生产模式从传统制造向智能制造转型；此外，公司还将从管理、制造、质量和人才等四个方面提升综合竞争力。

目前，公司主要在建项目为 2017 年非公开发行的募投项目，因国家尾气排放法规实施推迟，加之疫情影响乘用车行业需求整体下滑，项目投资期限有所延长。截至 2020 年 6 月末，公司在建项目计划总投资 6.28 亿元，累计已投资 2.36 亿元，未来投资压力可控。本次可转债募投项目包括新能源汽车热泵空调系统项目和新能源商用车热管理系统项目，预计总投资 6.39 亿元，其中募集资金拟投资额 5.70 亿元。

艺，即在催化剂作用下，喷入还原剂氨或尿素，把尾气中的氮氧化物还原成氮气和水。

⁴ 颗粒过滤器 DPF 指安装在柴油车发动机排气系统中，能降低排气中颗粒物(PM)排放污染物的装置。

表 9：截至 2020 年 6 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2020 年剩余计划投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资	预计投产日期
新能源汽车热管理项目	1.57	0.74	0.40	0.42	--	2021 年 12 月
乘用车 EGR 项目	1.50	0.24	0.10	0.66	0.50	2022 年 6 月
乘用车水空中冷器项目	1.14	0.89	0.10	0.15	--	2021 年 6 月
DPF 国产化建设项目	0.93	0.12	0.10	0.71	--	2021 年 12 月
研发中心项目	1.15	0.37	0.15	0.62	--	2021 年 12 月
合计	6.28	2.36	0.85	2.57	0.50	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

法人治理结构完善，管理体系较为健全，但股权结构较为分散

股东大会是公司的权力机构，下设董事会和监事会，经营层下设乘用车及新能源热管理事业部、汽车尾气处理事业部和商用车及工程机械热管理事业部，还设置了战略与资源规划部、财务总部、质量策划与重大项目办公室等职能部门，公司法人治理结构较为完善。但同时中诚信国际关注到，受改制上市等历史因素影响，公司第一大股东银轮实业为员工持股平台，其股东均为自然人，且股权相对分散，该平台持有公司 10.16% 股份。徐小敏先生为公司实际控制人，合计控制公司 18.30% 的股份，持股比例不高。

公司在生产管理方面，采取精益管理的方式，采用信息化、自动化、智能物联和防错技术，不断提高产品质量、降低成本并缩短交付周期；此外，公司加大对海外子公司的管理，在管理制度和组织模式上不断适应海外子公司发展需求；财务管理方面，公司对货币资金的管理制定了详细的操作流程，对投融资和对外担保亦制定了相关管理制度，以积极防范财务风险。整体来看，公司管理体系较为健全。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年半年度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编

制。各期财务数据均为审计报告期末数。

公司于 2018 年 4 月和 7 月分别收购江苏朗信电气有限公司 55% 股权和江苏唯益 57.16% 股权，均于合并当月将其纳入合并报表范围；又于 2019 年 5 月股权收购取得 Setrab AB 100% 股权并将其纳入合并范围，上述三家子公司资产、负债及收入规模较小，对财务报表影响相对不大。

表 10：近年来公司收购的主要主体财务状况

	资产	负债	收入	净利润
江苏朗信	1.68	1.12	1.90	0.15
江苏唯益	0.94	0.14	0.59	0.05
Setrab AB	0.48	0.30	0.99	0.01

注：江苏朗信和江苏唯益财务数据为 2017 年度数据，单位为亿元人民币；Setrab AB 财务数据为 2018 年数据，单位为亿瑞典克朗。

资料来源：公司提供

盈利能力

受行业竞争和汽车行业景气度下行影响，近三年公司盈利水平呈小幅下降趋势；2020 年上半年，尾气处理业务趋于成熟，带动公司整体盈利能力有所提升；期间费用对利润形成一定侵蚀，未来仍有压缩空间

近年来公司营业毛利率整体相对稳定，但整体有所下降。由于市场竞争加剧、产品迭代，且汽车行业景气度下行等因素影响，2017~2019 年热交换器毛利率水平逐年小幅降低；尾气处理方面，2018 年公司转变产品生产模式，由 SCR 封装转换为系统总成的集成化生产，当年外部购件较多，造成毛利率较大程度下滑，2019 年以来受益于国六排放标准升级逐步推行产生市场增量需求，该类产品毛利率大幅回升；此外，由于 2018 年汽车空调产品均价下

降，当年毛利率亦有所下滑，2019年回升主要系公司拓展批量供货客户、产生规模效益所致。2020年上半年，受益于尾气处理业务成熟、产生规模效益，且市场增量需求进一步释放，其毛利率上升带动营业毛利率小幅增加。

表 11：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.1-6
热交换器	26.46	26.34	23.61	24.31
尾气处理	19.91	9.90	17.41	25.02
汽车空调	26.79	25.40	30.25	22.57
营业毛利率	26.16	25.53	24.12	24.75

资料来源：公司提供

近三年随着公司业务规模的扩大，期间费用上升，期间费用率亦小幅增长，2019年达到17.82%，对利润形成较大侵占，其中，为开拓渠道和竞争实力，公司保持了较高的销售支出及研发支出，且快速增长；此外，随着业务整合的推进，还维持了一定管理费用支出；公司财务费用较低，但随着债务规模的增加，利息支出逐年增长。2020年上半年受益于贷款利率下降，融资成本降低，且汇兑收益大幅增加，公司财务费用同比下降，带动期间费用率降至15.50%，但未来仍有一定压减空间。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，近年来呈波动态势，其中受汽车行业景气度下行加之期间费用增加影响，2019年经营性业务利润有所下滑，但2020年上半年受益于尾气处理业务收入规模增加和毛利大幅提升，经营性业务利润同比有所增长。近年来资产减值损失主要为存货跌价损失，加之2019年公司对多家子公司计提商誉减值合计0.14亿元，当年资产减值损失规模相对较大。此外，近年来公司逐年增加了理财产品的购买，带来一定投资收益，成为利润总额的有效补充。

2017~2019年，公司EBIT和EBITDA随利润总额有所波动，EBITDA利润率亦呈现先增后减的波动态势；但由于总资产增长较快，总资产收益率逐年下降。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-6
期间费用合计	6.96	8.24	9.84	4.67

期间费用率(%)	16.09	16.42	17.82	15.50
经营性业务利润	4.24	4.51	3.60	2.87
资产减值损失	0.42	0.41	0.95	0.44
投资收益	0.23	0.40	0.76	0.54
利润总额	4.04	4.62	4.00	2.60
EBITDA 利润率(%)	14.04	14.44	13.20	--
总资产收益率(%)	7.82	7.28	5.87	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司业务发展和收购使得总资产和总负债保持增长，资产负债率及总资本化率逐年上升，但仍控制在较好水平，以短期债务为主的债务期限结构仍有待优化

近年来随着业务规模的扩大和多项收购完成，资产总额不断提升。公司在经营获现能力增强的同时加大融资力度，货币资金较为充裕且逐年增长，截至2020年6月末增至6.29亿元且受限规模很小。同期末，以理财产品为主的交易性金融资产小幅上升。随着经营规模逐年扩大，近年末应收账款和存货整体呈上升态势，但2020年上半年存货有所减少，主要系公司尾气处理产品销售大幅增长所致。公司非流动资产占比不高，主要由固定资产、无形资产和长期股权投资构成，为扩大在新能源汽车热管理及尾气处理领域的业务布局，近年来公司持续加强厂房建设、产线及设备投资的投资力度，并通过收购兼并、新设经营主体等方式不断拓展产品、生产及技术布局，使得固定资产规模逐年增长。此外，随着陆续完成对多家公司收购和非主业联营公司增持，近年来公司长期股权投资及商誉亦保持增长趋势，截至2020年6月末分别为3.71亿元和2.30亿元。

受外部收购影响，公司营运资金需求逐年提升，2018年末短期借款大幅上升，且随着业务规模的扩大，应付账款及应付票据亦逐年增加，带动负债规模上升；其中，流动负债占负债总额比重超过90%。有息债务方面，近年末总债务呈上升态势，截至2020年6月末，短期债务为26.28亿元，占总债务的比重达到97.39%，同期末货币资金和交易性

金融资产合计为 10.76 亿元，对短期债务的覆盖能力仍有待提升，债务期限结构有待优化。

所有者权益方面，2017 年为投资建设上海基地项目，公司非公开发行 0.80 亿股，募集资金总额 7.21 亿元。近年来受益于利润的积累，未分配利润和盈余公积增长，带动公司所有者权益整体呈上升态势，但 2019 年末所有者权益下降，主要系为实施股权激励，当年回购股份使得股本和资本公积中的股本溢价减少所致，公司计划以不超过 9 元/股的价格回购不低于 5,000 万元、不超过 10,000 万元股份；同期末少数股东权益下降，主要系注销部分子公司并收购部分子公司少数股东股权所致。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	2.99	5.08	6.05	6.29
应收账款、应收票据和应收款项融资	18.88	22.91	27.27	33.68
存货	7.59	8.90	9.66	8.10
交易性金融资产	0.00	0.00	4.19	4.47
其他流动资产	6.45	5.27	0.23	0.24
固定资产	12.32	18.46	19.87	19.82
短期债务	10.67	17.04	19.44	26.28
长期债务	1.30	1.82	2.11	0.71
应付账款	14.03	14.86	16.92	16.03
股本	8.01	8.01	7.92	7.92
资本公积	10.83	10.83	9.82	9.82
所有者权益	36.89	40.97	40.84	42.67
未分配利润	12.40	15.24	18.14	19.61
少数股东权益	3.21	4.91	3.54	3.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着债务规模增长，公司财务杠杆持续上升，截至 2020 年 6 月末资产负债率和总资本化比率分别为 52.91% 和 38.75%，仍有一定的再融资空间。

现金流及偿债能力

2019 年公司调整收款方式，经营活动净现金流大幅上升，投资活动持续呈净流出态势；受益于较好的盈利水平及获现能力，债务本息的偿付能力较强

受益于盈利水平的提升，2017~2019 年公司经营活动净现金流逐年上升，其中 2019 年同比大幅增加，主要系公司由以应收票据支付供应商货款的方式，调整为到期托收，并相应延长了采购货款的支付时间，使得当期收现比上升、付现比下降。近三年公司投资活动现金呈净流出态势，主要系股权投资及购买理财产品的现金支出，但净流出规模逐年减少，主要系 2018 年赎回理财产品，2019 年减少股权投资和资本支出所致。筹资活动方面，2017 年公司完成非公开发行股票募集资金，筹资活动净流入规模较大；2018 年公司进行债务融资，筹资活动现金亦呈净流入态势，但规模有所减少；2019 年受分红规模较大影响，筹资活动现金转为净流出态势。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，个别客户付款周期延长，经营活动现金转为净流出态势；公司进行理财投资，投资活动保持净流出；此外，为应对疫情的不利因素，公司加大债务融资力度，筹资活动现金转为净流入。

随着债务规模的增加，近年来公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数有所弱化；经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所波动，其中由于 2018 年经营活动净现金流较为平稳，但债务规模上升使得当年对债务本息保障程度有所下降，但 2019 年受益于经营活动净现金流的回暖而大幅回升，整体处于较好水平。扣除利息支出和股利后，近三年经调整的经营活动净现金流对总债务的覆盖程度亦有所波动，对债务本息形成一定的保障力度。整体来看，EBITDA 和经营活动净现金流对利息覆盖程度较好，但短期债务占比较高，货币资金对短期债务覆盖能力偏弱。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~6
经营活动净现金流	2.78	3.05	6.89	-0.81
投资活动净现金流	-10.53	-5.39	-2.13	-1.93
筹资活动净现金流	8.42	4.20	-4.10	3.31
总债务/EBITDA(X)	1.97	2.60	2.96	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.46	10.71	9.28	--
经营活动净现金流/总债务	0.23	0.16	0.32	-0.06*
经营净现金流/利息支出(X)	6.16	4.50	8.77	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	16.56	9.44	25.24	--
货币资金/短期债务(X)	0.28	0.30	0.31	0.24

注：加“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

外部授信和股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持，受限资产降低了相应资产的流动性，或有事项风险相对较小

截至 2020 年 6 月末，公司共获得各家金融机构授信额度 35.25 亿元，其中未使用额度为 14.86 亿元，备用流动性尚可；同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，具有一定的财务弹性。

截至 2020 年 6 月末，公司受限资产合计为 8.35 亿元，主要为票据质押金、借款抵押金和保证金，占总资产规模的 9.22%，降低了相应资产的流动性。同期末，实际控制人徐小敏所控制的银轮实业质押 1,500 万股持有的公司股票，占银轮实业持股比例的 18.65%，占公司总股本比例为 1.89%。

表 15：截至 2020 年 6 月末公司受限资产情况（亿元）

项目	规模	原因
货币资金	0.64	保证金
应收票据	5.54	票据质押
应收款项融资	1.82	票据质押
固定资产	0.23	借款抵押
无形资产	0.13	借款抵押
合计	8.35	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司不存在涉诉金额 1 亿元以上、对经营产生重大影响的未决诉讼及仲裁事项，亦无对外担保情况。

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，2017~2020 年 7 月 30 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

公司业务属于当地政府重点发展的产业，有望受益于相应产业政策；实际控制人为自然人，对公司支持能力相对较弱

浙江省是公司本部的所在地，其未来计划打造绿色石化、节能与新能源汽车、数字安防和现代纺

织四大世界级产业集群。公司作为新能源汽车零部件供应商，有望受益于相应的产业政策，2019 年公司收到政府补助 0.85 亿元。

公司第一大股东银轮实业股权相对分散，股东均为自然人；且公司实际控制人作为自然人，除公司外控股其他产业规模较小，对公司支持能力相对较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定浙江银轮机械股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“浙江银轮机械股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于浙江银轮机械股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

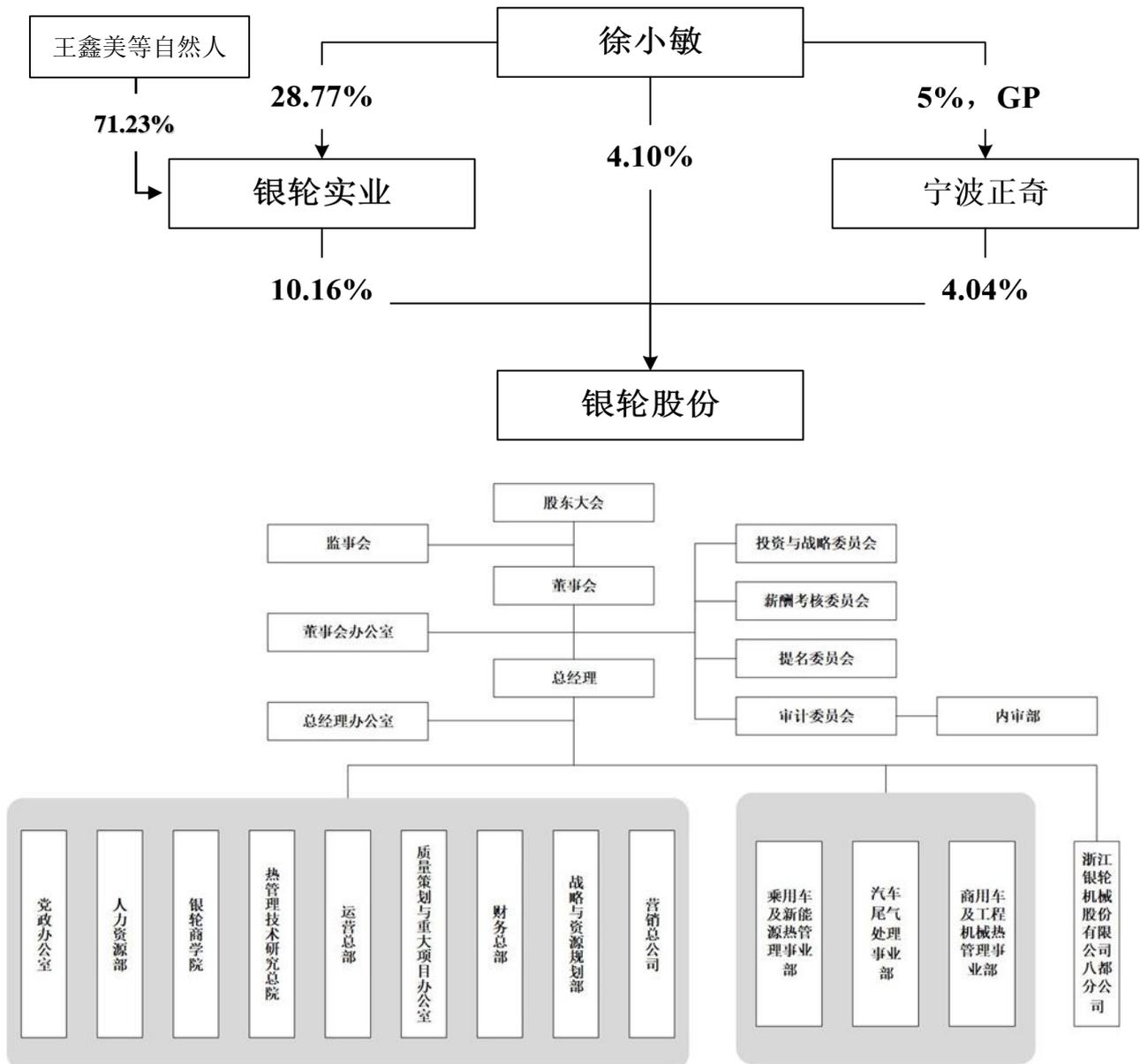
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 9 月 25 日

附一：浙江银轮机械股份有限公司股权结构图及组织机构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附二：浙江银轮机械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	2020.6
货币资金	29,889.31	50,779.28	60,462.58	62,915.21
应收账款净额	142,630.42	165,083.67	193,160.46	225,415.70
其他应收款	3,000.39	5,284.58	1,768.28	1,961.22
存货净额	75,872.85	89,025.72	96,614.11	81,000.45
长期投资	62,732.05	57,213.53	59,115.68	59,828.68
固定资产	123,198.29	184,572.51	198,724.54	198,197.83
在建工程	49,416.16	23,818.69	20,579.32	27,118.95
无形资产	37,608.95	43,285.90	45,563.82	46,983.57
总资产	667,810.71	785,882.32	842,410.66	905,982.82
其他应付款	3,853.97	4,730.45	3,525.36	3,062.57
短期债务	106,713.55	170,357.51	194,440.55	262,838.98
长期债务	13,043.91	18,167.21	21,147.25	7,052.33
总债务	119,757.46	188,524.72	215,587.80	269,891.32
净债务	89,868.15	137,745.44	155,125.22	206,976.11
总负债	298,960.63	376,191.03	434,023.44	479,310.71
费用化利息支出	4,508.16	6,768.93	7,850.23	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	368,850.08	409,691.29	408,387.23	426,672.11
营业总收入	432,326.31	501,924.15	552,074.36	300,960.13
经营性业务利润	42,356.36	45,104.02	36,031.46	28,697.10
投资收益	2,334.06	3,973.00	7,579.51	5,449.92
净利润	34,325.54	39,833.52	34,941.65	22,178.81
EBIT	44,864.13	52,944.73	47,827.58	--
EBITDA	60,678.62	72,500.92	72,863.29	--
经营活动产生现金净流量	27,773.05	30,483.91	68,858.48	-8,119.82
投资活动产生现金净流量	-105,273.63	-53,926.19	-21,326.16	-19,315.40
筹资活动产生现金净流量	84,167.49	41,963.42	-41,045.73	33,078.60
资本支出	34,904.07	50,145.31	36,032.69	16,072.85
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
营业毛利率(%)	26.16	25.53	24.12	24.75
期间费用率(%)	16.09	16.42	17.82	15.50
EBITDA 利润率(%)	14.04	14.44	13.20	--
总资产收益率(%)	7.82	7.28	5.87	--
净资产收益率(%)	10.99	10.23	8.54	10.62*
流动比率(X)	1.32	1.24	1.21	1.17
速动比率(X)	1.05	0.99	0.97	0.99
存货周转率(X)	4.82	4.53	4.51	5.10*
应收账款周转率(X)	3.51	3.26	3.08	2.88*
资产负债率(%)	44.77	47.87	51.52	52.91
总资本化比率(%)	24.51	31.51	34.55	38.75
短期债务/总债务(%)	89.11	90.36	90.19	97.39
经营活动净现金流/总债务(X)	0.23	0.16	0.32	-0.06*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.26	0.18	0.35	-0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.16	4.50	8.77	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	16.56	9.44	25.24	--
总债务/EBITDA(X)	1.97	2.60	2.96	--
EBITDA/短期债务(X)	0.57	0.43	0.37	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.46	10.71	9.28	--
EBIT 利息保障倍数(X)	9.95	7.82	6.09	--

注：1、2020 年半年报未经审计；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

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

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。