



2020年浙江五洲新春集团股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2020年浙江五洲新春集团股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-21	2020-06-22

债券概况

债券简称: 新春转债

债券剩余规模: 3.30 亿元

债券到期日期: 2026-03-06

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, 附债券赎回和回售条款

联系方式

项目负责人: 徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员: 党雨曦
dangyx@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司核心客户资质较优，产品应用广泛，经营性现金流表现较好；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性偏弱，需关注商誉减值风险，主要原材料价格上涨可能挤压盈利空间，较高的客户集中度与外销比例带来一定经营风险敞口，公司面临一定短期偿债压力，以及本期债券募投项目建设进度及运营效益或不达预期等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	37.13	33.95	31.11	29.79
归母所有者权益	18.31	17.98	17.30	16.78
总债务	11.75	10.22	8.53	5.77
营业收入	5.52	17.54	18.18	13.74
净利润	0.35	0.63	1.05	1.02
经营活动现金流净额	0.92	2.30	2.34	1.35
销售毛利率	18.95%	20.13%	22.18%	22.91%
EBITDA 利润率	--	14.84%	15.22%	15.18%
总资产回报率	--	3.57%	5.12%	5.77%
资产负债率	48.15%	44.33%	41.43%	39.93%
净债务/EBITDA	--	2.08	1.99	1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	6.07	9.06	17.31
总债务/总资本	38.07%	35.64%	33.08%	25.56%
FFO/净债务	--	28.29%	31.22%	39.34%
速动比率	0.90	1.00	0.70	0.66
现金短期债务比	0.70	0.71	0.41	0.49

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **核心客户资质较优，产品应用广泛。**2020 年公司轴承产品仍处于斯凯孚、舍弗勒等全球领先轴承厂商的供应链体系中，空调管路产品仍配套法雷奥、四川长虹等国内外大型企业，客户资质较优，且公司与核心客户的合作基础较稳定；公司产品应用广泛，可缓释单一行业周期波动风险，有助于保障经营业绩平稳性。
- **经营性现金流表现较好。**2020 年公司经营活动现金仍实现较大规模净流入，经营性现金流表现较好。

关注

- **资产流动性偏弱，需关注商誉减值风险。**公司资产中非流动资产占比较大，且商誉规模较大，整体资产流动性偏弱；公司的收购浙江新龙实业有限公司（以下简称“新龙实业”）未完成 2020 年度业绩承诺，2020 年公司计提较大规模商誉减值准备，未来需关注该新龙实业经营业绩及公司商誉减值风险。
- **主要原材料价格上涨可能挤压盈利空间。**铜管、钢材等基础原材料占公司营业成本的比重较大，2020 年二季度以来铜、钢材价格持续上涨，目前处于历史高位，预计 2021 年铜材和钢材价格中枢将明显上移，原材料成本上升可能对公司未来盈利产生不利影响。
- **较高的客户集中度与外销比例带来一定经营风险敞口。**公司产品客户集中度较高，销售业绩受核心客户经营波动影响较大；产品外销比例较高，海外疫情演化和国际贸易摩擦等因素可能对公司外销表现形成扰动。
- **面临一定短期偿债压力。**公司短期债务规模较大，考虑到其资产流动性一般，现金类资产对短期债务的覆盖程度偏低，公司面临一定短期偿债压力。
- **本期债券募投项目建设进度和未来运营效益或不达预期。**本期债券募投项目为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，受新冠疫情影响，募投项目工期延后一年。受全球疫情演化形势、行业环境、公司经营管理等因素影响，募投项目建设进度和未来运营效益存在不达预期的风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	五洲新春	龙溪股份	光洋股份
总资产	33.95	29.43	26.51
营业收入	17.54	11.59	14.34
净利润	0.63	1.39	0.50
毛利率	20.13%	25.51%	18.69%
资产负债率	44.33%	29.60%	44.46%

注 1：以上各指标均为 2020 年数据。

注 2：同行业可比公司为福建龙溪轴承（集团）股份有限公司（简称“龙溪股份”）和常州光洋轴承股份有限公司（简称“光洋股份”）。

资料来源：五洲新春、龙溪股份和光洋股份 2020 年年度报告，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年3月发行3.3亿元可转换公司债券“新春转债”¹，募集资金计划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²。截至2020年12月31日，募集资金专户合计余额为0.99亿元³。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化。根据《上海证券交易所股票上市规则》有关规定及《五洲新春公开发行可转换公司债券募集说明书》的规定，自2020年9月14日起，新春转债可转换为公司股份，截至2021年3月31日，累计已有7.5万元新春转债转换为公司股份，累计转股股数为8,405股，占可转债转股前公司已发行股份总额的0.0029%，转股后公司总股本变为292,333,088股。截至2020年末，公司控股股东仍为自然人张峰，直接或间接合计持股比例为31.98%，实际控制人仍为张峰与俞越蕾，直接持股和通过浙江五洲新春集团控股有限公司（以下简称“五洲控股”）间接持股合计比例为38.58%；截至2021年5月6日，张峰、俞越蕾和五洲控股累计质押股票数占其持有股票数的比例分别为53.26%、99.47%和96.76%，质押比例较高。跟踪期内，公司原董事会秘书沈洁女士、原副总经理王瑛女士、原证券事务代表杨上锋先生相继辞职，公司于2021年5月28日召开第三届董事会第二十二次会议，审议通过了《关于公司高级管理人员、证券事务代表辞职及聘任高级管理人员、董事会秘书、证券事务代表的议案》，同意聘任吴红英先生担任公司副总经理、崔翠平女士担任公司董事会秘书、彭超先生担任公司证券事务代表。

¹根据公司于2021年6月发布的《关于利润分配调整可转债转股价格的提示性公告》，根据《2020年度利润分配预案》，公司预计共分配股利48,325,379.80元（含税），根据《五洲新春公开发行可转换公司债券募集说明书》相关规定，将转股价从8.91元/股修正为8.75元/股，调整价格自2021年6月15日（除息日）起生效。

²2021年5月，公司发布《关于部分募投项目延期的公告》（以下简称“公告”），根据公告，受新冠疫情影响，本期债券募投项目进口设备选型及采购存在实质性障碍，相关设备无法在预定时间内到货及安装；公司及相关建设方复工复产时间延迟，导致募投项目整体的施工和设备安装进度延后。故公司拟将本期债券募投项目之“智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目”达到预定可使用状态日期由2021年11月延长至2022年11月，将“技术研发中心升级项目”达到预定可使用状态日期由2021年5月延长至2022年5月。

³截至2020年12月31日，公司对本期债券募投项目（包括补充流动资金）累计投入1.01亿元，使用闲置募集资金临时补充流动资金中尚未归还的金额为1.19亿元，使用期限未超过12个月。

跟踪期内，公司主营业务未发生较大变化，仍主要从事轴承及其配件、汽车配件以及空调管路等产品的研发、生产和销售。截至2020年末，公司合并报表范围减少一家子公司，即捷姆轴承集团常山热处理有限公司，该公司被吸收合并后注销。截至2020年末，公司合并报表范围共21家子公司，详见附录四。2021年3月末，公司合并报表范围新纳入一家子公司浙江恒进动力科技有限公司（以下简称“恒进动力”）⁴。

四、运营环境

2020年国内轴承企业生产经营在疫情扰动下小幅波动，对外贸易受海外疫情及国际贸易摩擦等影响明显下滑；国内轴承市场仍以中低端产品为主，竞争较为激烈，掌握高端产品生产技术的企业具备一定业绩增长空间

轴承是机械设备中的基础零部件，其主要功能是支撑机械旋转体，降低机械旋转体运动过程中的摩擦系数，并保证其回转精度，广泛运用于工业自动化、高端装备、机器人、汽车制造、工程机械、家用电器、电动工具、能源、航空航天等领域，其中汽车行业为最大的下游应用市场。根据轴承工作时运转的轴与轴承座之间的摩擦性质，可分为滚动轴承和滑动轴承两大类，其中滚动轴承是轴承工业的主要产品。从市场格局来看，我国轴承产品以中低端产品为主，市场集中度较低，中高端轴承市场主要由Schaeffler（舍弗勒）、SKF（斯凯孚）、NSK（恩斯克）、NTN（恩梯恩）、JTEKT（捷太格特）等全球知名轴承厂商主导。

受新冠疫情影响，2020年一季度我国轴承制造企业生产经营受到较大冲击，当期滚动轴承产量33.86亿套，同比下降22.90%；随着国内疫情防控形势好转，企业生产经营逐步恢复，2020年全年生产滚动轴承171.37亿套，同比下降0.49%。出口方面，受全球新冠疫情大流行及国际贸易摩擦等因素影响，2020年我国轴承出口继续下滑，全年出口轴承数量58.91亿套，同比下降25.40%；实现出口金额36.28亿美元，同比下降7.50%。随着全球制造业逐步从疫情冲击中恢复，我国轴承生产及出口表现或有一定改善，但考虑到传统汽车行业等主要下游市场增长乏力及全球经济下行压力加大，预计中低端轴承产品市场需求难有较大提振。高端市场方面，随着国内轴承产品生产技术不断升级，同时受益于相关产业政策对高精度、高质量轴承产品研发的引导，长期来看，我国本土轴承厂商将逐渐拓展一定的高端产品进口替代空间。

⁴ 2021年3月，公司发布《关于收购浙江恒进动力科技有限公司100%股权暨关联交易的公告》，表示公司拟以不超过人民币9,300万元的价格受让浙江恒进动力科技股份有限公司（以下简称“浙江恒进”）所持有的恒进动力100%股权。其中浙江恒进为公司关联方，公司实际控制人张峰、俞越蕾及其一致行动人王学勇通过浙江五洲新春集团控股有限公司、新昌县恒进企业管理合伙企业（有限合伙）合计持有浙江恒进84.47%的股份表决权，同时张峰在浙江恒进担任董事一职。同年4月，恒进动力已完成相关工商变更登记。

图1 近年我国轴承产品出口情况


资料来源：WIND 资讯，中证鹏元整理

2020年汽车零部件需求随疫情缓解逐渐复苏，促进行业收入增速回升；预计2021年汽车行业消费回暖有望继续带动汽车零部件需求量上行

2020年汽车零部件行业收入增速回升，主要系疫情缓解后汽车消费预期向好带动零部件需求增长，同时芯片短缺等原因引起零部件供需失衡，部分产品价格有所上涨所致。2020年中国汽车累计销量2,531.1万辆，同比下降1.9%，降幅较上年收窄6.3个百分点，其中二季度以来，因“COVID-19”疫情缓解及政策刺激，汽车销量增速由负转正，业内预期向好，带动汽车零部件需求量上升。另一方面，芯片等核心部件短缺、海外供应商生产及进出口难度加大，导致零部件供需失衡，同时钢材等原材料成本上升，部分零部件产品价格上涨。受此影响，2020年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长1.42%，扭转近五年增速逐年下滑的颓势，利润总额同比上升13.33%，增幅远高于整车行业的4.12%。

中证鹏元认为，“COVID-19”在国内疫情已经有效缓解，随着汽车消费需求回暖以及汽车“新三化”的不断推进，2021年汽车零部件需求量有望继续提升，海外零部件企业持续受疫情与短期事件影响，为中国零部件企业加速全球化创造机遇。考虑到汽车消费承担了促消费稳增长的职能、汽车以旧换新等消费刺激政策的实施、新能源补贴退坡政策延长以及2021年新能源汽车车型投放力度的加大，中证鹏元预计2021年汽车消费需求将温和回暖，有望直接带动零部件需求继续上行。另外，由于海外疫情的持续影响仍有较大不确定性、2021年以来的日本地震、德州暴风雪等短期自然灾害事件频发，部分海外零部件企业破产或者经营困难，而欧美汽车需求有复苏迹象，国内零部件企业在海外市场的份额有望加速增长。国内企业将获得占据全球产业链的机会，在部分零部件领域加速实现全球化进程。

图 2 2020 年我国汽车销量降幅收窄 6.3 个百分点


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 3 2020 年汽车零部件行业主营业务收入增速回升


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着汽车“新三化”进程加速，补贴退坡政策市场接受度已较高，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。根据此前财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委于2020年4月联合发布的《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》财建〔2020〕86号），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，并提前明确2021年、2022年新能源汽车购置补贴退坡幅度，稳定市场预期。2020年12月31日，四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2021年新能源汽车补贴标准在2020年基础上退坡20%，并于1月1日起正式实施，此次无过渡期的补贴新政将有效推动市场快速增长。考虑到新能源汽车补贴退坡政策市场接受度已较高，市场和消费者被教育水平已逐步提高以及充电桩等配套设施的逐步完善，随着2021年新能源车型投放力度加大，市场多元化需求将得到满足，2021年新能源汽车销量可期，新能源汽车零部件需求将快速增长。

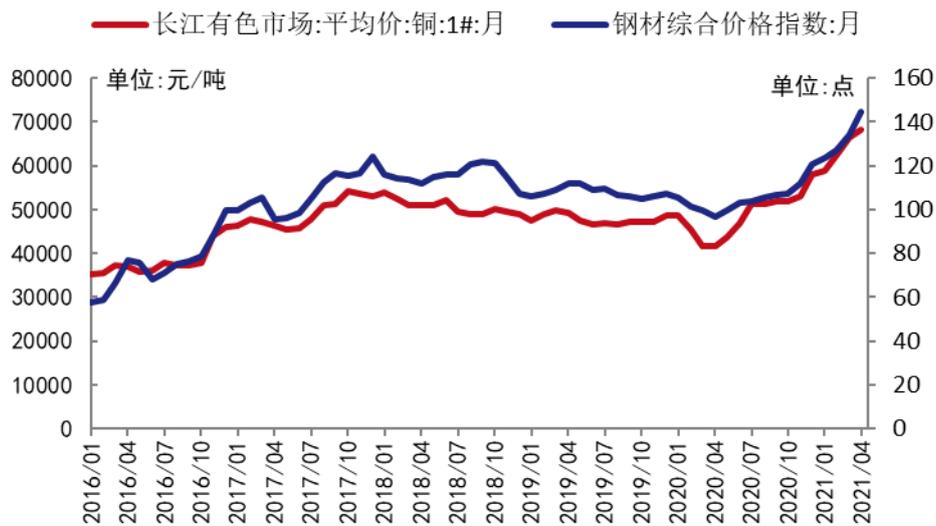
中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术以及供应体系较好的企业将在激烈竞争中脱颖而出。中国新能源乘用车渗透率自2015年开始快速上升，但是目前电动化和智能化整体渗透率较低，相关技术迭代持续进行中，目前本土企业与外资企业的差距较小，同时供应体系也至关重要。长期来看，政府发展新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场占有率扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

2020年二季度以来铜、钢材等工业原材料价格持续上涨，预计2021年铜、钢材价格中枢将明显上移，或挤压下游制造业盈利空间

五洲新春主营业务成本中原材料占比较高，基础原材料以铜材、钢材等为主。2020年初新冠疫情蔓延全球，世界各国经贸活动遭受重创，我国企业生产经营亦受阻，2020年一季度国内铜材、钢材等基础工业原料价格大幅下跌。随着国内疫情防控形势向好，企业生产经营活动逐渐恢复，2020年二季度以来，铜材、钢材等大宗商品价格逐步回升。由于拉美等主要铜原料供给国复工复产较缓慢，铜材供需缺口显

现，叠加全球货币流动性宽松，通胀预期抬升，铜材价格持续上涨，2021年4月铜材平均价格上升至6.83万元/吨左右，创近五年新高；钢材方面，受下游需求拉动、铁矿石等原料成本支撑、国内粗钢减产政策预期、全球量化宽松等因素综合影响，钢价迎来快速上涨周期，2021年4月中国钢材综合价格指数上升至145左右，处于历史高位。预计2021年铜材和钢材价格中枢将明显上移，从而挤压轴承及空调配件等下游制造业盈利空间。

图4 2020年二季度以来，铜、钢材价格持续上涨



资料来源：WIND 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事成品轴承、轴承套圈、汽车零配件及各类空调管路的研发、生产和销售。受新冠疫情影响，2020年营业收入和毛利率小幅下降；2021年一季度公司销售表现明显改善，收入规模大增48.81%。从产品结构来看，2020年公司轴承产品销售额下滑明显，主要因轴承外销表现不佳，以及部分汽车用轴承产品在2020年计入汽车其他零部件所致，毛利率下滑主要因生产线折旧等固定费用支出占比提升及部分轴承产品价格略降所致；同期汽车其他零部件收入大增；空调管路在疫情影响下核心客户订单大幅缩减，2021年一季度明显回升，同期毛利率下降主要系毛利率相对较低的家用空调管路占比提升所致；风电产品及汽车安全件收入增长主要得益于新产品实现量产及新客户拓展。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
轴承产品	26,067.86	19.43%	98,915.93	16.73%	114,697.26	21.30%
风电产品	952.57	41.62%	2,500.04	39.08%	625.51	52.84%
汽车安全件	2,017.09	12.12%	6,504.80	7.39%	4,613.50	2.89%
汽车其他零部件	7,652.49	19.62%	23,326.51	20.38%	9,401.18	14.55%

空调管路	15,356.89	15.05%	37,986.38	23.50%	47,513.46	23.05%
其他	3,181.85	29.76%	6,165.44	58.77%	4,909.03	62.98%
合计	55,228.76	18.95%	175,399.10	20.13%	181,759.94	22.18%

注：2020年部分汽车用轴承产品计入“汽车其他零部件”。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司核心产品以轴承及轴承套圈产品、空调管路、各类汽车零部件等为主，其中轴承系列产品仍处于舍弗勒、斯凯孚等全球领先的轴承厂商供应链体系中，空调管路产品主要向法雷奥、四川长虹与海信空调等国内外大型企业供货，汽车零部件主要配套奥托立夫、均胜电子等全球化汽配供应商，整体来看，公司核心客户资质较优。考虑到相关大型客户对供应商的质量管理体系有着严格要求，对各项生产、技术指标均制定了严格的考核标准，公司进入其采购体系表明相关产品具备一定技术竞争力，同时由于供应商遴选过程会耗费大量时间和经济成本，因此一旦确立供应关系可保障一定时间内的稳定合作。从下游需求来看，公司产品广泛应用于汽车、机械、家电、工业自动化等多个领域，可在较大程度上缓释单一行业周期波动风险，形成一定经营安全边际；此外，2020年公司继续推进产品研发，投入研发费用0.61亿元，占营业收入的比例为3.48%，当期风电滚子等新产品实现量产并贡献一定规模收入。

跟踪期内，公司核心客户稳定且资质较优，产品应用广泛，有利于保障经营业绩平稳性；但需关注公司销售集中度较高，主要客户的经营波动可能对销售业绩产生较大影响；公司产品外销比例高，海外疫情演化和国际贸易摩擦可能对未来经营效益形成扰动

从销售表现来看，2020年公司前五大客户结构仍较稳定，显示出较好的客户粘性。但需关注，公司客户集中度较高，核心客户的经营波动可能对公司销售业绩产生较大影响。2020年受疫情影响，公司主要客户均不同程度缩减相关产品采购计划，其中四川长虹空调有限公司（以下简称“四川长虹”）大幅减少订单，导致当年公司空调管路销售收入大幅下滑，2021年一季度四川长虹恢复订单量，较大程度提振了公司当期业绩表现。此外，2020年公司产品外销比例依然较高，海外疫情演化和国际贸易摩擦均可能对公司未来经营效益形成扰动。

结算方面，公司根据客户类别的不同，采取不同的资金结算方式，对于重点战略客户，采取先发货，后收款的方式，对于实行无库存直接销售的重点战略客户，一般给予60-120天的信用期；对于实行安全库存销售的客户，信用期一般为30天；其他的客户一般要求款到发货或支付一部分预付款再安排生产。2020年因部分海外客户受疫情影响付款有一定延迟，整体销售账期有所延长，平均在90天左右。

表2 公司主营业务收入分地区情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	收入	占比	收入	占比
境内	105,223.31	62.18%	105,445.77	59.62%
境外	64,010.36	37.82%	71,405.15	40.38%
合计	169,233.67	100.00%	176,850.91	100.00%

资料来源：2019-2020年公司年度报告，中证鹏元整理

表3 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2020年	1	舍弗勒	30,819.47	17.57%
	2	斯凯孚	22,980.23	13.10%
	3	四川长虹	19,285.49	11.00%
	4	法雷奥	10,382.15	5.92%
	5	海信空调	9,415.42	5.37%
			合计	92,882.76
2019年	1	舍弗勒	34,215.86	18.83%
	2	四川长虹	31,193.01	17.16%
	3	斯凯孚	23,310.68	12.83%
	4	法雷奥	11,982.86	6.59%
	5	海信空调	8,631.31	4.75%
			合计	99,221.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

核心产品产能利用率下滑，预计2021年轴承产品产能利用情况仍存在不确定性，空调管路产能利用率将有所回升；本期债券募投项目受疫情影响工期延迟，未来建设进度及运营效益存在不达预期的风险

公司主要采取以销定产的生产模式，2020年主要产品的产能规模较上年变化不大，但由于疫情影响生产以及轴承系列产品和空调管路销量下滑，对应产品产能利用率降低，设备折旧等固定费用支出拖累其盈利表现。预计2021年轴承产能利用率可能继续受疫情及贸易摩擦影响，存在不确定性；随着2021年四川长虹等主要空调配件客户订单企稳回升，预计空调管路产能利用率将有所恢复。从产能布局来看，公司生产基地主要集中在总部新昌，为及时响应不同配套客户需求，公司在绵阳、合肥、瓦房店等地也设立了不同细分产品的生产线；同时为应对中美贸易争端影响，公司在墨西哥设立圆锥轴承和汽车空调管路工厂，配套海外客户。此外，公司仍在新扩产能，主要为本期债券募投项目智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目等，受疫情影响预计投产时间延后，建设资金主要由本期债券募集资金配套，目前高性能轴承市场需求有一定保障，但受施工进度、行业环境变化、公司经营管理等因素影响，项目建设和实际运营效益存在不确定性。

表4 公司主要产品的产能利用情况

年度	项目	产能	产能利用率
2020年	轴承产品（万套）	40,000.00	89.36%
	风电产品（万件）	150.00	87.57%
	汽车安全件（万支）	1,500.00	58.41%
	汽车其他零部件（万件）	3,000.00	87.27%
	空调管路（万件）	15,800.00	83.74%
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	93.58%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 截至2021年3月末公司主要投资项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	已投资额	预计投产时间
智能装备及航天航空等高性能轴承建设项目	22,280.00	6,241.09	2022年11月
技术研发中心升级项目	3,000.00	117.23	2022年5月
合计	25,280.00	6,358.32	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

主要原材料铜、钢材市场价格上涨至历史高位，公司面临一定的成本管控压力

从公司成本构成来看，近年直接材料占总成本的比重在60%左右，其中铜管和钢材为主要基础原材料。2020年二季度以来，受疫情扰动下经济复苏、供需缺口及货币流动性宽松等多种因素影响，铜材、钢材等大宗商品价格整体呈现持续上涨态势，目前铜、钢材等原材料仍处于历史高位，对公司成本管控形成较大压力。根据公司与主要客户的调价机制⁵，原材料涨价压力可适当向下游客户传导，但考虑到仍有部分客户未设置明确的调价机制以及调价机制的滞后性，公司仍面临一定原材料上涨压力，可能压缩其盈利空间。从供应渠道来看，公司主要原材料均采购自国内供应商，其中中信泰富钢铁贸易有限公司为斯凯孚、舍弗勒指定的轴承钢棒供应商，公司与其签订了年度采购框架协议，有利于管控原材料短缺风险。

表6 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2020年	1	中信泰富钢铁贸易有限公司	17,371.92	17.95%
	2	大冶特特钢有限公司	7,242.12	7.48%
	3	四川长虹空调有限公司	6,973.96	7.20%
	4	重庆龙煜精密铜管有限公司	5,372.32	5.55%
	5	金龙精密铜管集团股份有限公司	4,935.14	5.10%
		合计	41,985.46	43.28%
2019年	1	中信泰富钢铁贸易有限公司	21,292.64	19.32%
	2	重庆万州金龙铜管销售有限公司	11,650.80	10.57%
	3	金龙精密铜管集团股份有限公司	7,656.33	6.95%
	4	亚太轻合金（南通）科技股份有限公司	6,298.76	5.71%
	5	浙江三基钢管有限公司	3,119.77	2.83%
	合计	50,018.29	45.38%	

注：公司向四川长虹采购空调管路零件（四通阀、截止阀、过滤器、毛细管、膨胀阀等），由公司子公司四川长虹制冷部件有限公司完成焊接、弯曲等加工工序后再将空调管路成品销售给四川长虹。

⁵ 钢材方面，公司与斯凯孚、舍弗勒等主要轴承客户签订价格联动条约，根据主要供应商的钢材价格每季度调整产品价格；铜管方面，公司与四川长虹、海信空调的定价方式为根据最新月度平均铜价动态调整产品出厂价格。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于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2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年末，公司合并报表范围减少一家子公司；2021年3月末，公司合并报表范围新纳入一家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，应收账款规模偏大，需关注商誉减值风险，资产整体流动性偏弱

2020年末公司资产规模实现小幅增长，非流动资产占比仍在50%左右。2020年货币资金同比增长，其中0.85亿元资金作为保证金受限。应收票据与应收账款规模较上年变动不大，主要为银行承兑汇票，其中应收票据用于质押融资比例为69.33%，流动性受到一定限制；应收账款集中在1年以内，欠款对象较为集中，考虑到公司客户整体资质较优，坏账风险相对可控。存货规模同比略有下降，结构上原材料占比提升，主要系当年末钢价上涨，公司提前备货锁价；由于公司采取以销定产模式，且主要客户履约能力与信用基础较好，存货跌价风险可控。非流动资产方面，固定资产主要为房屋与设备等，在建工程为厂房扩建等项目投入，无形资产为土地使用权和专利权，均较上年变化不大；商誉主要因收购新龙实业等子公司产生，2020年公司计提0.23亿元商誉减值准备，其中新龙实业受疫情影响未完成2020年度业绩承诺⁶，2021年一季度新龙实业销售业绩有所改善⁷，但仍需关注其未来经营效益。整体来看，公司资产中非流动资产占比较大，且商誉规模较大，整体资产流动性偏弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.73	10.04%	3.17	9.35%	2.06	6.64%
应收票据	1.18	3.18%	1.25	3.69%	1.28	4.11%
应收账款	5.32	14.34%	4.79	14.12%	4.12	13.25%
存货	6.39	17.21%	5.45	16.04%	6.13	19.71%
流动资产合计	19.15	51.56%	16.88	49.72%	14.59	46.90%

⁶ 新龙实业主营业务为空调管路件的生产和销售，2020年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润4,882.21万元，低于承诺数717.79万元，完成率87.18%，未完成当年度业绩承诺，新龙实业原股东吴岳民、吴晓俊、新昌县五龙投资管理有限公司、浙江五洲新春集团控股有限公司确认根据《浙江五洲新春集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产之盈利预测补偿协议》、《浙江五洲新春集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产之盈利预测补偿协议之补充协议》等规定，履行补偿义务。

⁷ 新龙实业2021年一季度实现营业收入15,569.76万元，同比增长96%。

固定资产	8.77	23.62%	8.40	24.74%	8.24	26.49%
在建工程	1.62	4.37%	1.45	4.28%	1.08	3.47%
无形资产	2.57	6.91%	2.19	6.45%	2.19	7.04%
商誉	3.85	10.36%	3.85	11.33%	4.08	13.10%
非流动资产合计	17.99	48.44%	17.07	50.28%	16.52	53.10%
资产总计	37.13	100.00%	33.95	100.00%	31.11	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受新冠疫情影响，2020年公司收入和利润均出现下滑，2021年一季度业绩回升，但原材料价格上涨或拖累未来盈利表现

公司收入来源主要为成品轴承及轴承套圈、空调管路、汽车零配件等产品销售，2020年受新冠疫情影响，公司营业收入和毛利均出现小幅下滑，与同行业可比公司相比，毛利率处于中等水平；2021年一季度业绩明显改善。分产品看，公司轴承系列产品与国际一流轴承厂商合作基础较稳定，产品销量有一定保障，但2020年轴承套圈受市场因素影响价格略降，同时由于相关产品产销量下降，生产线折旧等固定费用开支亦影响整体盈利水平。空调管路产品对单一客户依赖较大，由于四川长虹缩减订单，当年销量降幅较大，2021年一季度收入明显改善，毛利率受产品结构影响下滑，即公司空调管路产品主要包括家用空调和汽车空调管路，其中汽车空调管路毛利率较高，2021年一季度因家用空调销量增加，对应销售收入占比提升，因此拉低空调管路整体销售毛利率。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，业绩增幅可能较为有限。整体来看，由于公司产品下游应用市场较为广泛，且核心配套客户资质较优，整体经营业绩有一定支撑；但中证鹏元亦注意到，公司产品外销比例较大，受海外疫情及国际贸易摩擦等因素扰动，中短期来看外销表现仍存在不确定性。成本管控方面，2020年二季度以来，主要原材料铜、钢材价格持续上涨，目前已处于历史高位，预计2021年原材料价格中枢将明显上移，或对公司盈利产生不利影响。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）

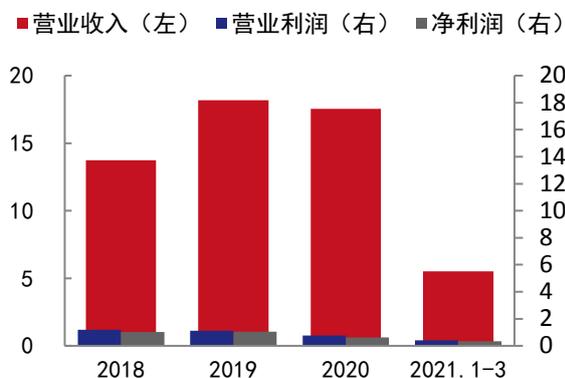
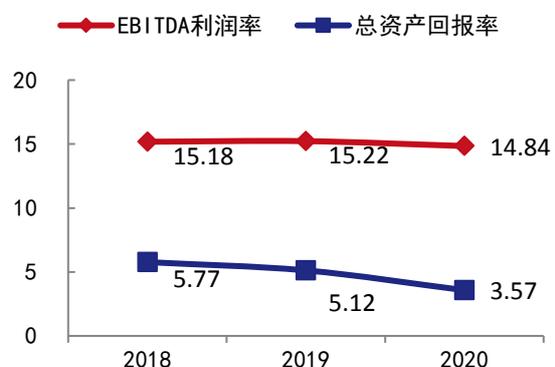


图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但在建项目后续建设与短期债务偿付带来一定资金支出压力

2020年在公司经营业绩下滑的情况下，EBITDA和FFO均有小幅下降，但经营活动现金流表现仍较好，2020年公司实现经营活动现金净流入2.30亿元，主营业务获现能力较好。投资活动方面，公司投资活动现金流主要系理财产品支出及厂房、设备等资本性投入，2020年投资活动现金净流出额收窄，但规模仍较大，仍产生一定资金缺口，除本期债券募投项目主要由募集资金配套外，其余项目公司主要通过银行借款筹资弥补资金缺口。考虑到公司在建项目仍需一定规模投入，且银行借款均为短期借款，公司存在一定资金支出压力。

图 7 公司现金流结构

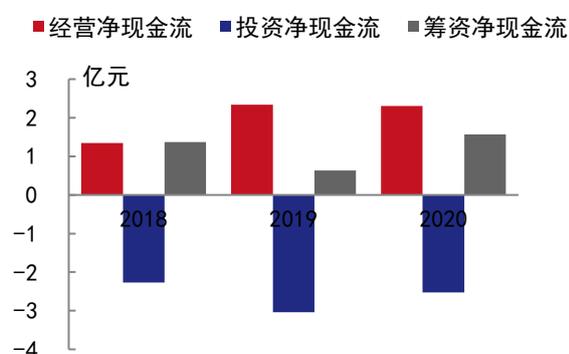
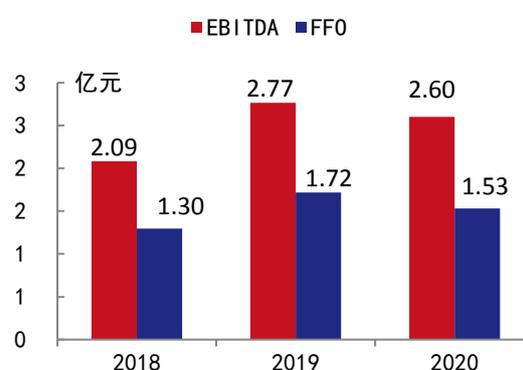


图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况

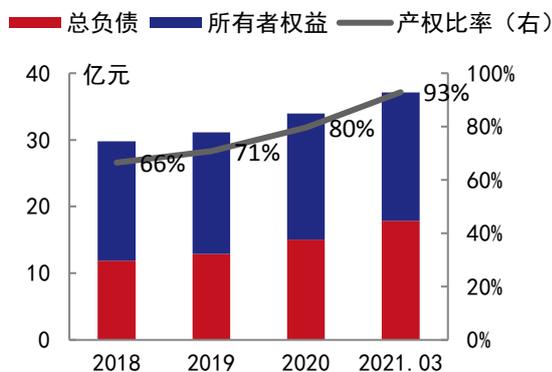
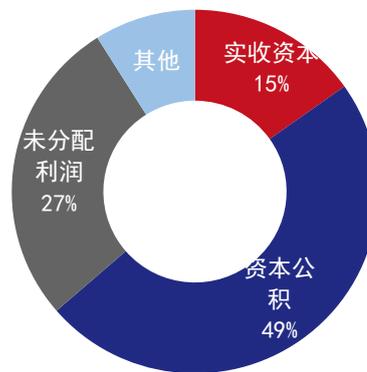


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

负债水平提升，公司面临一定的短期偿债压力

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2021年3月末公司负债总额明显增长，所有者权益略增，产权比率持续上升。

图9 公司资本结构

图10 2021年3月末公司所有者权益构成


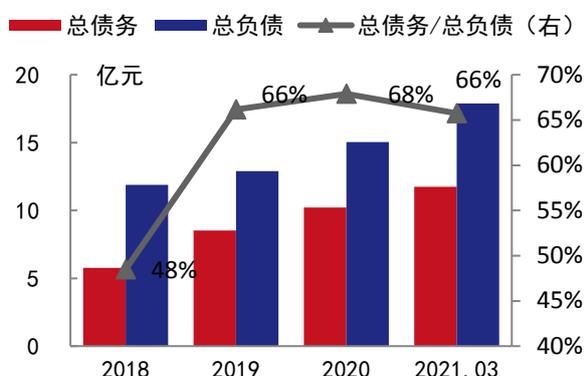
资料来源：公司2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主。流动负债主要为短期借款与经营负债，2021年3月末短期借款规模较2019年末变动不大；应付债券为本期债券。截至2021年3月末，公司总债务规模为11.75亿元，其中短期债务8.96亿元，规模较大，期限结构短期化明显，考虑到公司资产流动性一般，以及经营性现金流规模及账上现金余额对短期债务的覆盖程度偏低，公司存在一定短期偿债压力。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.56	42.28%	6.20	41.20%	7.52	58.33%
应付票据	1.40	7.85%	1.26	8.36%	1.01	7.84%
应付账款	3.71	20.74%	3.07	20.40%	2.61	20.26%
流动负债合计	14.21	79.50%	11.42	75.88%	12.06	93.52%
应付债券	2.79	15.60%	2.76	18.34%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3.67	20.50%	3.63	24.12%	0.83	6.48%
负债合计	17.88	100.00%	15.05	100.00%	12.89	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图11 公司债务占负债比重

图12 公司长短期债务结构


资料来源：公司2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

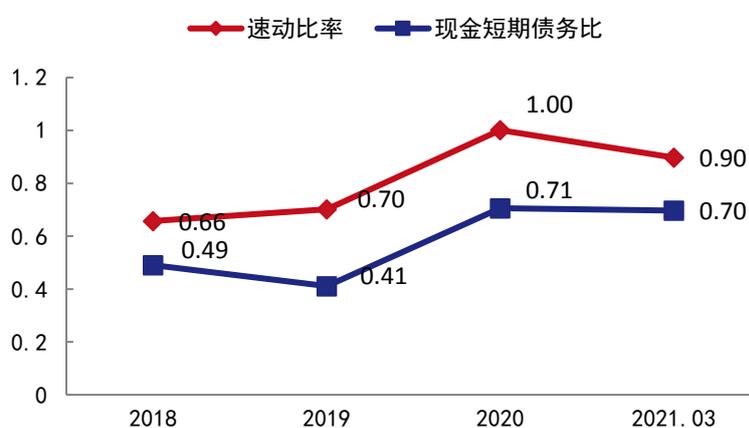
从杠杆比率及流动性指标来看，2021年3月末，公司资产负债率上升至48.15%，财务杠杆水平一般。EBITDA对利息保障程度明显下降，FFO对净债务保障水平亦有所降低。受本期债券募集资金到账等影响，速动比率和现金短债比均明显提升。

表9 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	48.15%	44.33%	41.43%
净债务/EBITDA	--	2.08	1.99
EBITDA 利息保障倍数	--	6.07	9.06
总债务/总资本	38.07%	35.64%	33.08%
FFO/净债务	--	28.29%	31.22%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月4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。

八、结论

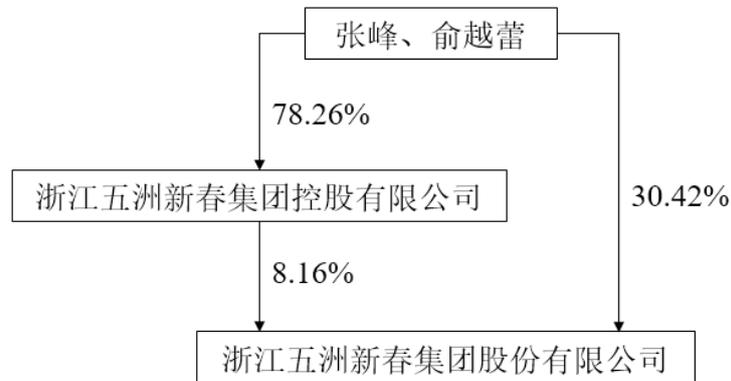
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	3.73	3.17	2.06	1.49
应收票据及应收账款	6.51	6.04	5.40	5.34
应收账款	5.32	4.79	4.12	4.01
存货	6.39	5.45	6.13	6.49
流动资产合计	19.15	16.88	14.59	13.82
固定资产	8.77	8.40	8.24	7.43
商誉	3.85	3.85	4.08	4.08
非流动资产合计	17.99	17.07	16.52	15.96
资产总计	37.13	33.95	31.11	29.79
短期借款	7.56	6.20	7.52	4.83
应付账款	3.71	3.07	2.61	2.97
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	14.21	11.42	12.06	11.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2.79	2.76	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.67	3.63	0.83	0.74
负债合计	17.88	15.05	12.89	11.89
总债务	11.75	10.22	8.53	5.77
归属于母公司的所有者权益	18.31	17.98	17.30	16.78
营业收入	5.52	17.54	18.18	13.74
净利润	0.35	0.63	1.05	1.02
经营活动产生的现金流量净额	0.92	2.30	2.34	1.35
投资活动产生的现金流量净额	-1.24	-2.52	-3.04	-2.27
筹资活动产生的现金流量净额	0.64	1.57	0.63	1.37
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	18.95%	20.13%	22.18%	22.91%
EBITDA 利润率	--	14.84%	15.22%	15.18%
总资产回报率	--	3.57%	5.12%	5.77%
产权比率	92.87%	79.63%	70.74%	66.48%
资产负债率	48.15%	44.33%	41.43%	39.93%
净债务/EBITDA	--	2.08	1.99	1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	6.07	9.06	17.31
总债务/总资本	38.07%	35.64%	33.08%	25.56%
FFO/净债务	--	28.29%	31.22%	39.34%
速动比率	0.90	1.00	0.70	0.66
现金短期债务比	0.70	0.71	0.41	0.49

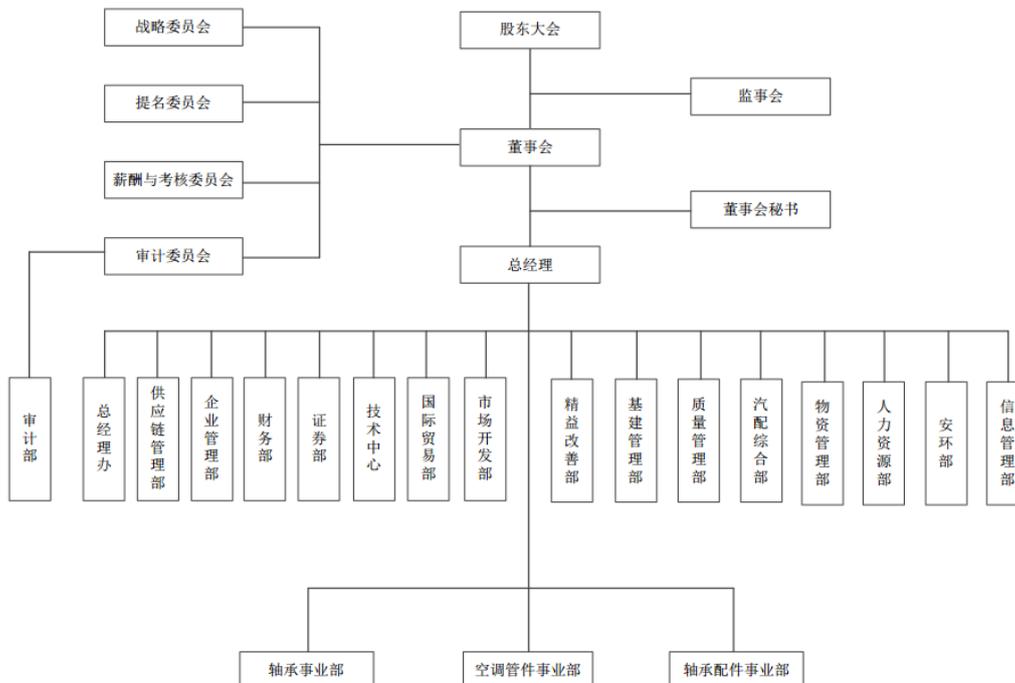
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

序号	子公司名称	主营业务	持股比例 (%)	
			直接	间接
1	浙江五洲新春集团销售有限公司	轴承、轴承钢管、钢材、废钢等贸易业务	100	
2	五洲(香港)贸易有限公司	轴承贸易业务	100	
3	浙江森春机械有限公司	轴承套圈加工经销	100	
4	浙江富日泰轴承有限公司	轴承套圈加工经销	75	
5	五洲新春(上海)精密轴承有限公司	轴承产品的生产、销售	100	
6	浙江新春宇航轴承有限公司	生产加工轴承套圈	100	
7	浙江富立轴承钢管有限公司	生产销售轴承钢管及套圈	100	
8	浙江新昌富迪轴承有限公司	生产销售轴承套圈、机械零部件	100	
9	大连五洲勤大轴承有限公司	生产销售轴承套圈	70	
10	合肥金昌轴承有限公司	轴承产品的生产、销售	100	
11	安徽金越轴承有限公司	轴承及其配件、汽车零部件的制造、销售。		100
12	浙江新春同合电梯部件有限公司	研发、销售电梯及配件、工程设备及配件	60	
13	安徽五洲新春冷成形技术有限公司	精密冷成形设备及配件的研发、制造、销售等	100	
14	四川五洲长新科技有限公司	汽车零部件及空调零部件的技术研发及推广等	100	
15	安徽森春机械有限公司	轴承及配件、汽车零部件、通用机械零部件制造、销售	100	
16	捷姆轴承集团有限公司	轴承产品的生产销售	75	
17	浙江新龙实业有限公司	空调管路件的生产与销售	100	
18	新昌县五龙制冷有限公司	冷成形设备及配件的研发、制造、销售		100
19	四川长新制冷部件有限公司	冷成形设备及配件的研发、制造、销售		65
20	XCC-ZXZ NORTH AMERICA,INC	轴承研发及销售业务	60	
21	XCC XINLONG AUTOMOTIVE PARTS S. DE R.L.DE C.V.	轴承及管路件研发销售	75	25

资料来源：公司 2020 年年度报告及公开信息，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。