

浙江天铁实业股份有限公司
创业板公开发行可转换公司债券
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100623】

评级对象: 浙江天铁实业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券

天铁转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2021年6月25日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2020年6月22日

首次评级: AA/稳定/AA/2019年9月11日

主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.34	0.84	1.65	1.23
刚性债务	3.10	5.94	6.48	7.22
所有者权益	9.15	9.90	14.73	15.44
经营性现金净流入量	0.32	-0.10	0.65	-0.01
合并口径数据及指标:				
总资产	17.72	23.46	29.65	30.64
总负债	7.29	11.31	12.36	12.45
刚性债务	3.43	6.41	6.97	7.77
所有者权益	10.44	12.15	17.29	18.20
营业收入	4.91	9.90	12.35	3.69
净利润	0.83	1.56	2.12	0.87
经营性现金净流入量	-0.10	-0.81	0.43	0.01
EBITDA	1.25	2.69	3.48	—
资产负债率[%]	41.11	48.22	41.69	40.62
权益资本与刚性债务 比率[%]	304.00	189.60	248.09	234.07
流动比率[%]	154.41	155.16	206.42	207.95
现金比率[%]	25.50	21.03	41.77	33.12
利息保障倍数[倍]	28.62	7.46	7.01	—
净资产收益率[%]	8.66	13.79	14.39	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-2.64	-10.46	4.73	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-73.97	-20.09	-14.46	—
EBITDA/利息支出[倍]	33.81	9.04	8.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.67	0.55	0.52	—

注:根据天铁股份经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘佳 liujia@shxsj.com
史奕晨 syc@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对浙江天铁实业股份有限公司(简称天铁股份、发行人、该公司或公司)及其发行的天铁转债的跟踪评级反映了2020年以来天铁股份在市场地位、技术研发等方面继续保持优势,同时也反映了公司在应收账款规模、技术更替、业务扩张等方面继续面临压力,在盈利下滑、资产流动性方面面临的压力增加。

主要优势:

- **行业发展前景好。**随着我国城镇化率的提高,城市轨道交通和城际铁路快速发展,同时随着环保降噪要求的提高,对天铁股份业务发展形成利好。
- **橡胶减振产品市场地位较突出。**天铁股份轨道交通减振降噪种类较为齐全、生产工艺和产品配方设计达国内先进水平,参与行业标准的编制,为该领域应用案例较丰富的企业之一,具备一定品牌知名度。

主要风险:

- **盈利下滑风险。**目前天铁股份核心产品毛利率维持在较高水平,但随着行业技术的成熟和市场竞争的加剧,未来盈利能力可能会出现下滑。
- **主业资金回笼较慢,应收账款积聚。**天铁股份主业现金回笼较慢,随着业务规模的扩大,应收账款持续增长,占公司流动资产比重高,存在一定回收风险,2020年公司计提信用减值损失0.45亿元。
- **业务扩张和商誉减值风险。**2018年以来天铁股份对外收购多家公司从而进入其他业务领域,带来一定业务风险和管控风险,并形成了较大

的商誉，若后续经营业绩不达预期，公司面临一定商誉减值风险。

- **项目投资风险。**目前天铁股份有多个产品扩产能项目在建，投资规模较大，若后续特定产品市场需求减少，投资收益可能不达预期。
- **技术更替风险。**我国轨道结构减振领域尚处于成长期，产品种类趋于多样，未来可能出现适用性更优的新型轨道减振技术及产品，或行业规范和标准发生变更，公司面临一定技术研发压力。
- **货币资金存量少，流动性压力。**天铁股份流动资产中应收账款占比较高，可变现资产少，截至2021年3月末，剔除受限货币资金后公司可动用货币资金1.18亿元，存量较少，面临一定流动性压力。

评级关注：

- **控股股东、实际控制人及其一致行动人股权质押风险。**天铁股份控股股东、实际控制人及其一致行动人存在股权质押用于个人融资情况，截至2021年6月20日，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人未来一年内到期的质押股份累计3,909.50万股，占其所持股份比例为33.25%，关注质押风险。

➤ 未来展望

通过对天铁股份及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江天铁实业股份有限公司创业板公开发行

可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年浙江天铁实业股份有限公司可转换公司债券（简称“天铁转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据天铁股份提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对天铁股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2020 年 2 月 19 日，该公司收到中国证监会出具的《关于核准浙江天铁实业股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2020]248 号），核准本次债券的发行。公司于 2020 年 3 月 19 日（起息日）采用优先配售和上网定价方式发行了 3.99 亿元的本次债券，债券期限为 6 年，债券简称“天铁转债”，债券代码为“123046”。本次债券的票面利率为第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 2.5%、第六年 3.0%，每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息。本次债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（2020 年 9 月 25 日至 2026 年 3 月 18 日），初始转股价格为 17.35 元/股；公司于 2020 年 7 月 3 日派发权益分红，天铁转债的转股价调整为 10.12 元/股。截至 2021 年 6 月 18 日，本次债券累计转股数为 3,307.84 万股，尚未转股的可转债金额为 0.64 亿元，占发行总量的 16.10%

图表 1. 截至 2021 年 6 月 18 日公司存续期内债券概况

项目	起息日	期限	发行金额	待偿余额	票面利率	本息兑付情况
天铁转债	2020-3-19	6 年	3.99 亿元	0.64 亿元	累进利率，目前 0.7%	正常

资料来源：天铁股份

本次债券募集资金净额为 3.90 亿元（募集资金扣除承销和保荐费用、其他发行费用等），所涉及募投项目包括弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴生产线建设项目、弹簧隔振器产品生产线建设项目、建筑减隔震产品生产线建设项目。截至 2021 年 5 月 25 日，募集资金余额为 16,607.99 万元，其中募集资金专户余额为 11,607.99 万元，定期存款余额为 5,000.00 万元。公司于 2021 年 5 月 26 日召开第四届董事会第四次会议、第四届监事会第四次会议，审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意在不影响募集资金投资项目建设和募集资金使用的情况下，使用闲置募集资金不超过人民币

8,500 万元用于暂时补充与主营业务相关的生产经营流动资金，使用期限自公司董事会审议通过之日起不超过 12 个月，到期前归还至募集资金专户。

图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（万元）

项目名称	项目总投资金额	募集资金拟投入金额	截至 2021 年 5 月末已使用募集资金金额
弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴生产线建设项目	14,492.16	12,074.73	6,117.22
弹簧隔振器产品生产线建设项目	10,345.35	8,494.93	4,140.88
建筑减隔震产品生产线建设项目	9,752.65	8,230.34	2,581.32
补充流动资金	11,100.00	11,100.00	10,235.18
合计	45,690.15	39,900.00	23,074.60

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外卫生事件形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球突发卫生事件防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球对突发卫生事件的防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球对突发卫生事件的防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

该公司主要从事轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，所属行业为“橡胶和塑料制品业”中的“橡胶制品业”。

随着我国城镇化率的提高，城市轨道交通和铁路行业快速发展，同时对环

保降噪的要求不断提高，该公司轨道交通橡胶减振产品迎来良好的发展机遇。我国轨道减振研究起步较晚，该领域内的企业规模相对较小，减振产品种类较多，各厂商之间的竞争较为激烈。近三年，原材料橡胶的价格波动较大，对行业内企业的经营业绩影响较大。

A. 行业概况

根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），该公司属于橡胶和塑料制品业。根据公司产品结构及主要产品的用途，公司产品主要应用于轨道交通减振降噪领域中的轨道结构减振这一细分领域。

该公司主要产品为橡胶减振垫、橡胶套靴等产品，主要应用于轨道结构减振降噪领域，下游行业主要为轨道交通行业，其中主要涉及城市轨道交通行业和铁路行业。轨道结构减振产品按照使用部位不同，主要可分为道床类、轨枕类、扣件类和钢轨等四类；按使用的原材料划分，主要可分为橡胶类、钢弹簧类和聚氨酯类等三类。目前，国内应用较为广泛的轨道结构减振产品包括隔离式橡胶减振垫、钢弹簧浮置板（道床类），弹性支撑块、弹性长轨枕、橡胶套靴（轨枕类），先锋扣件、科隆蛋（扣件类）和阻尼钢轨（钢轨类）。

随着我国城镇化率的不断提高，城市人口不断增加，城市交通压力显现，城市轨道交通迎来了快速发展的机会，中国已成为世界上城市轨道交通发展速度最快的国家之一。根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2020 年度统计和分析报告》，截至 2020 年末，我国共有 45 个城市开通城轨交通运营路线 244 条，运营总长度 7,970 公里；全国城轨交通累计投运车站 4,681 座，较上年末增长 17.55%；在建城轨交通线路长度达到 6,798 公里，可研批复投资额累计 45,289.3 亿元。随着国家不断出台相关政策支持，“十三五”以来我国城市轨道交通行业规划建设、运营线路规模和投资额保持快速发展。

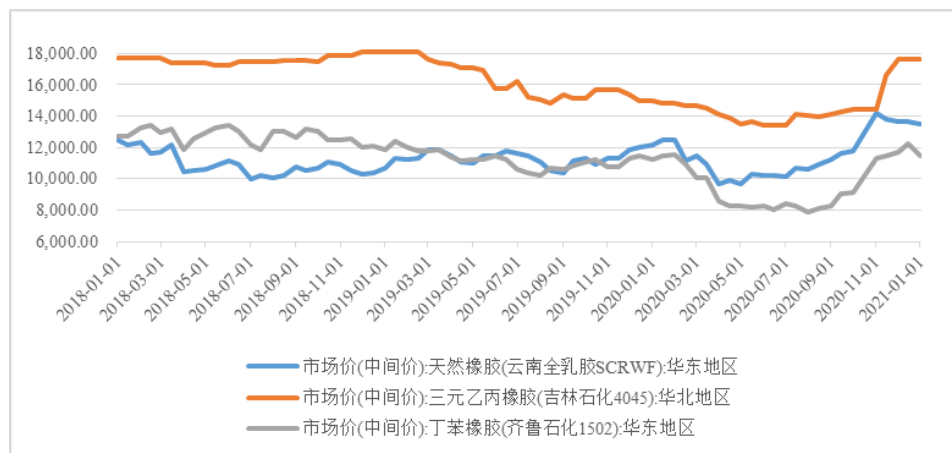
近年来，我国铁路行业发展也很迅速，目前中国已经成为世界上高速铁路发展最快、运营里程最长、在建规模最大的国家之一。根据国家铁路局发布的《2020 年铁道统计公报》，2020 年全国铁路固定资产投资完成 7,819 亿元，全国铁路营业里程达到 14.63 万公里，其中高速铁路达到 3.8 万公里。2020 年 5 月 22 日，国家铁路局规划与标准研究院发布消息，编制完成了《铁路“十四五”发展规划》（初稿），在深入总结“十三五”时期铁路发展成就及存在问题的基础上，明确“十四五”发展总体思路，提出“十四五”发展重点任务，着力推动铁路更高质量发展。2020 年 7 月，交通运输部启动“十四五”综合交通运输发展规划编制工作，旨在全面推进交通强国建设。目前，运用在铁路领域内的减振降噪产品比城市轨道交通领域内少。未来，受铁路客运高速化、货运重载化、人们环保意识增强、铁路建设转向支网的建设等因素影响，铁路领域对轨道结构减振产品的需求将逐步扩大。

该公司轨道结构减振产品与轨道交通行业密切相关，现阶段，我国轨道交通的投资资金绝大多数来自于政府预算。为此，轨道结构减振产品的生产周期

受国内外宏观经济形势、国家宏观经济政策、国家产业政策以及政府固定资产投资规模影响较大。目前，受益于我国城市轨道交通大规模建设、客运铁路高速化、货运铁路重载化的影响，轨道结构减振行业处于上升周期。

该公司橡胶制品中原材料成本占比在 70% 以上，主要原料橡胶的价格变化对行业生产运营构成重大影响。天然橡胶主产地在东南亚，其产量约占世界的 93%。我国天然橡胶对外依存度较高，根据隆众资讯数据，2020 年我国天然橡胶(包扩标准胶、混合胶和复合胶)累计进口量 590.21 万吨，较上年上涨 13.74%。价格方面，橡胶作为大宗商品，其价格受宏观经济、供需状况、天气变化等诸多因素影响，2020 年初，受突发卫生事件影响，下游开工率不足，叠加原油价格下跌因素，天然橡胶价格迅速下滑，二季度以来随着突发卫生事件的逐步控制和复工复产的推进，天然橡胶市场价格逐步回升，一路上涨至 2018 年以来的价格高位；2021 年以来受季节因素影响，天然橡胶价格略有下降，但仍处于高位。合成橡胶主要包括顺丁橡胶、丁苯橡胶等，其原料为丁二烯、丙烯、乙烯、苯乙烯等烯烃产品，因此价格与原油价格关联度高，合成橡胶的价格走势与天然橡胶较为一致。2020 年我国合成橡胶产量为 739.80 万吨，已成为最大的合成橡胶生产国，但高性能产品却依然依靠进口，2019 年我国合成橡胶进口依存度为 34.08%；根据智研咨询整理，2020 年我国合成橡胶进口总量为 711.40 万吨，而表观消费量达到 1,406.6 万吨。

图表 3. 我国天然橡胶、合成橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

图表 4. 近年来橡胶行业主要法律法规

序号	政策名称	核心内容	发布时间
1	中国橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要	智能制造；轮胎、摩托车胎、自行车胎、输送带及切割 V 带全自动化生产线等。	2015 年
2	2017 年关税调整方案	天然橡胶、部分轮胎及橡胶制品等最惠国税率和暂定税率调整。	2016 年
3	关于调整部分产品出口退税率的通知	轮胎、管带等橡胶产品的出口退税率提高到 13%（增加 4%），天然橡胶及合成胶等原材料该项提高到 10%（增加 5%）	2018 年
4	2019 年进出口暂定关税等调整方案	从 2019 年 1 月 1 日起对部分商品的进出口关税进行调整，天然橡胶及合成橡胶等原材料对部分国家的	2018 年

序号	政策名称	核心内容	发布时间
5	鼓励外商投资产业目录（2020年版）	进口关税继续降低，部分大尺寸轮胎的进口关税大幅降低。 将橡胶、合成橡胶生产、新型橡胶机械成套设备制造、噪声与振动污染控制设备制造等行业列为外商投资重点行业。	2020年

资料来源：新世纪评级整理

2018年10月22日，国家财政部联合税务总局发布了“关于调整部分产品出口退税率的通知”，轮胎、管带等橡胶产品的出口退税率提高到13%（增加4%），天然橡胶及合成胶等原材料退税率提高到10%（增加5%），行业内出口型企业将得到国家更多的资金支持，有利于企业的未来发展，新的政策从2018年11月1日起正式实施。同年12月22日，国家发布了《2019年进出口暂定税率等调整方案》，从2019年1月1日起对部分商品的进出口关税进行调整，天然橡胶及合成橡胶等原材料对部分国家的进口关税继续降低，部分大尺寸轮胎的进口关税大幅降低。我国对加入亚太贸易协定的国家，其天然橡胶烟胶片、其他初级形态的天然橡胶只征收17%的进口关税；对于合成胶生产大国韩国来说，其丁苯橡胶、丁二烯橡胶等进口关税将从7.5%降低至5%。2020年12月，国家发改委、商务部联合发布《鼓励外商投资产业目录（2020年版）》，将橡胶、合成橡胶生产（聚氨酯橡胶、丙烯酸酯橡胶、氯醇橡胶、氟橡胶、硅橡胶等特种橡胶）、新型橡胶机械成套设备制造、噪声与振动污染控制设备制造（声屏障、消声器、阻尼弹簧隔振器）等行业列为外商投资重点行业。

该公司生产经营活动中主要遵循《中华人民共和国环境保护法》、《中华人民共和国产品质量法》、《建设项目环境保护管理条例》、《橡胶制品工业污染物排放标准》等涉及污染物排放、产品质量和新建项目的环境保护等要求的法律法规。针对轨道结构减振，近年来，随着国家对轨道交通噪声与振动污染防治日趋重视，相关部门出台了与此相关的多项标准，具体如下表。2018年4月，由北京市劳动保护科学研究所、中国环境保护产业协会噪声与振动控制委员会、国家环境保护城市噪声与振动控制工程技术中心和公司共同起草了《城市轨道交通环境振动与噪声控制工程技术规范》，该标准规定了城市轨道交通环境振动与噪声控制工程设计、施工、验收和运行维护的技术要求，于2018年6月起实施。

图表 5. 轨道交通噪声与振动污染控制的相关标准

实施日期	发布单位	标准名称	标准编号
2008-04	环保部	《建设项目竣工环境保护验收技术规范—城市轨道交通》	HJ/T403-2007
2008-07	住建部、发改委	《城市轨道交通工程项目建设标准》	建标 104-2008
2008-10	环保部	《铁路边界噪声限值及其测量方法》（2008年修订）	GB 12525-90
2008-10	环保部、质检总局	《声环境质量标准》	GB3096-2008
2008-12	住建部	《中华人民共和国城镇建设行业标准：城市轨道交通轨道橡胶减振器》	CJ/T 286-2008
2009-04	环保部	《环境影响评价技术导则—城市轨道交通》	HJ453-2008
2009-06	住建部、质检总局	《隔振设计规范》	GB50463-2008
2009-07	住建部	《城市轨道交通引起建筑物振动与二次辐射噪声限值及其测量方法标准》	JGJ/T170-2009
2009-10	住建部、质检总局	《城市轨道交通技术规范》	GB50490-2009

实施日期	发布单位	标准名称	标准编号
2013-12	环保部	《环境噪声与振动控制工程技术导则》	HJ2034-2013
2014-03	住建部	《地铁设计规范》	GB50157-2013
2018-01	住建部	《城市轨道交通工程测量规范》(2017年修订)	GB/T50308-2017
2018-06	生态环境部	《城市轨道交通环境振动与噪声控制工程技术规范》	HJ 2055-2018
2019-03	生态环境部	《环境影响评价技术导则城市轨道交通》	HJ453-2018
2021-11	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	《中华人民共和国国家标准—轨道交通用道床隔振垫》	GB/T39705-2020

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局

我国轨道交通减振研究起步较晚，近年来，随着我国各地城市轨道交通建设陆续开展，各种类型的轨道结构减振产品在城市轨道交通建设工程中相继得到应用，总体而言，公司所处的轨道结构减振领域尚处于成长期。从轨道结构减振领域整体来看，该领域内的企业规模相对较小，减振产品种类较多，主要产品包括隔离式橡胶减振垫、钢弹簧浮置板；轨道交通项目在提出环境影响解决方案时，一般会从运营安全、减振性能、性价比、施工速度和养护维修难度等方面进行综合比较，来确定轨道结构减振产品的类型，可供选择的减振方案较多，各厂商之间的竞争较为激烈。目前，该公司主要竞争对手包括隔而固（青岛）振动控制有限公司（德国隔而固集团子公司），主要从事大中型设备和建筑工程的振动控制，其中轨道交通减振产品主要为钢弹簧浮置板；株洲时代新材料科技股份有限公司也有部分轨道减振产品，如钢弹簧浮置板道床、减振扣件等；江阴海达橡塑股份有限公司，主要生产密封、减振两大功能关键橡胶部件，轨道交通减振产品包括轨枕垫、微孔胶垫、橡胶套靴等。

经过近几年的快速发展，国内轨道结构减振领域各厂商已形成了自己的核心产品，各厂商在其核心产品上具有较强竞争力。就轨道结构减振领域内各类型的减振产品而言，技术领先企业面临的竞争相对较小。随着城市轨道交通建设步伐加快、客运铁路高速化、货运铁路重载化趋势，以及人们环保意识的增强，对轨道交通噪声与振动污染防治日趋重视，轨道结构减振领域呈现出较大的发展空间。然而，高利润空间也不断吸引新的市场参与者，未来行业的竞争将日趋激烈。

图表 6. 行业内主要企业基本数据概览（2020 年/末）（亿元，%）

核心样本企业名称	核心财务数据				核心经营指标		
	总资产	所有者权益	资产负债率	经营性现金流净额	营业收入	归母净利润	综合毛利率
株洲时代新材料科技股份有限公司	159.96	49.38	69.13	24.18	150.80	3.27	17.78
江阴海达橡塑股份有限公司	29.96	18.86	37.06	1.68	22.63	1.96	24.86
浙江天铁实业股份有限公司	29.65	17.29	41.69	0.43	12.35	1.96	48.31
浙江天台祥和实业股份有限公司	9.63	8.54	11.36	1.01	2.73	0.57	43.09

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

橡胶等主要原材料价格波动风险。天然橡胶受到天气、病虫害等自然因素

影响，价格波动较为频繁。合成橡胶生产上游主要原材料为原油，原油价格波动对合成橡胶价格影响很大。天然橡胶与合成橡胶之间有较强的替代性，价格具有传导效应，加大了价格波动。此外，橡胶作为大宗商品具有金融属性，国际投机资本往往利用原油价格、天气等因素进行炒作，加大了橡胶价格波动幅度。

宏观经济形势及政策环境的不确定性风险。该公司轨道结构减振产品主要运用在轨道交通领域，该领域的发展受国家政策导向性影响较大。公司的发展得益于国家近年来加大对轨道交通领域的投资力度，未来如果国家政策导向发生变化，将会给公司的发展带来不利的影响。

技术更替风险。未来轨道交通减振领域若有技术变革或替代产品出现，将对该公司业务形成较大冲击。

2. 业务运营

跟踪期内在套靴产品产销量增长的带动下，该公司营业收入继续增长，在手订单较充裕。公司产品以技术为驱动，盈利能力较强，但不同产品盈利水平差异较大，受市场竞争加剧影响，2020 年公司橡胶减振垫及其他产品毛利率呈下滑趋势，导致公司综合毛利率下降。公司下游客户销售集中度高，且销售回款慢，需关注资金回笼管控风险。公司原材料主要为橡胶制品，受原油价格变化影响存在波动，2021 年以来原材料价格大幅上涨，公司成本管控压力加大。

该公司主营业务为轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，产品主要包括轨道结构减振产品、嵌丝橡胶道口板等，主要应用于轨道交通领域，涵盖城市轨道交通、高速铁路、重载铁路和普通铁路。其中轨道结构减振产品又以隔离式橡胶减振垫和弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴为主。公司橡胶减振垫产品已应用于北京、上海、重庆、深圳、南京等 30 多个城市的 100 余条城市轨道交通线路，是国内应用案例较为丰富的轨道结构减振产品生产企业之一。此外，公司产品还应用于广深港高速铁路、兰新第二双线、汉孝城际铁路、长株潭城际铁路、渝黔客专等铁路项目。

该公司主业的核心驱动因素为技术、成本和资金等。公司于 2009 年从德国引进橡胶减振垫生产和运营技术，在此基础上研发出适用于我国轨道交通的隔离式橡胶减振垫，跻身国内轨道结构减振技术领先企业行列，具有一定先发优势。公司具备较强的科研和创新能力，是住建部制定的国家行业标准——《浮置板轨道技术规范》（CJJ/T191-2012）的参编单位，参与起草制定的《轨道交通用隔离式减振垫》标准成为“浙江制造”团体标准。2020 年，公司参与《中华人民共和国国家标准（GB/T 39705-2020）—轨道交通用道床隔振垫》的制定。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
轨道工程橡胶制品	橡胶制品业	国内	技术/成本/资金

资料来源：天铁股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

该公司主业突出，多年来专注于轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，形成了以轨道结构减振产品为核心，并辅以嵌丝橡胶道口板和锂化物等其他创新产品的业务体系。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司分别实现营业收入 4.91 亿元、9.90 亿元、12.35 亿元和 3.69 亿元，持续快速增长主要得益于轨道结构减振产品的需求增长以及业务领域的逐步延伸，同期轨道结构减振产品分别实现收入 4.13 亿元、5.05 亿元、7.69 亿元和 2.24 亿元，以锂化物为主的其他产品分别实现收入 0.55 亿元、4.42 亿元、3.95 亿元和 1.09 亿元。

从细分产品来看，隔离式橡胶减振垫（以下简称“橡胶减振垫”）和弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴（以下简称“橡胶套靴”）为该公司主要产品。2018-2020 年，橡胶减振垫收入分别为 2.15 亿元、3.38 亿元和 3.34 亿元，其中 2019 年随着产销量增加同比增长 57.19%；2020 年销售均价下滑 1.63%，当年橡胶减振垫收入同比略有下降。同期，橡胶套靴收入分别为 1.59 亿元、0.70 亿元和 3.52 亿元，其中 2019 年同比下滑 56.03%，主要受部分客户施工进度延后影响，销量大幅下降；2020 年由于承接滇南铁路有限责任公司的 2 笔上亿元项目订单，套靴产销量大幅增加，收入较上年大幅增长 402.81%。公司其他轨道结构减振产品主要为橡胶弹簧隔振器和钢弹簧等创新产品，受产品研发周期和客户需求变化存在波动，近三年分别为 0.38 亿元、0.98 亿元和 0.83 亿元。公司还生产嵌丝橡胶道口板，但收入贡献相对有限。此外，公司通过并购开拓了锂化物及氯代烃等化工产品、环保设备及管网工程材料、其他铁路配件等其他业务产品的研发、生产和销售，近三年一期分别实现营业收入 0.55 亿元、4.42 亿元、3.95 亿元和 1.09 亿元，其中锂化物及氯代烃等化工产品收入呈增长趋势，而环保设备及管网工程材料、其他铁路器材等产品受需求变化而波动，2020 年均有所下降。

2021 年第一季度，该公司营业收入同比大幅增长 187.97%，主要是上年同期基数较低。其中，橡胶减振垫和套靴分别实现收入 1.33 亿元和 0.82 亿元，其他产品实现收入 1.09 亿元，均较上年同期大幅增长。

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计		4.91	9.90	12.35	3.69
其中：（一）轨道结构减振产品	金额	4.13	5.05	7.69	2.24
	在营业收入中占比	84.11	51.05	62.25	60.84
1、隔离式橡胶减振垫	金额	2.15	3.38	3.34	1.33

主导产品或服务		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
	在营业收入中占比	43.83	34.13	27.04	36.13
2、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴	金额	1.59	0.70	3.52	0.82
	在营业收入中占比	32.43	7.06	28.47	22.33
3、其他轨道结构减振产品	金额	0.38	0.98	0.83	0.09
	在营业收入中占比	7.85	21.31	6.74	2.37
(二) 嵌丝橡胶道口板	金额	0.21	0.18	0.35	0.10
	在营业收入中占比	4.28	1.78	2.81	2.59
(三) 其他产品	金额	0.55	4.42	3.95	1.09
	在营业收入中占比	11.14	44.66	31.98	29.42
1、锂化物及氯代烃等化工产品	金额	0.11	1.32	1.67	0.55
	在营业收入中占比	2.22	13.28	13.55	15.02
2、环保设备及管网工程材料	金额	0.16	1.04	0.80	0.05
	在营业收入中占比	3.17	10.52	6.48	1.38
3、其他铁路器材	金额	0.14	1.01	0.55	0.15
	在营业收入中占比	2.90	10.24	4.45	3.94
4、其他	金额	0.14	1.05	0.93	0.34
	在营业收入中占比	2.85	10.62	7.49	9.09

资料来源：天铁股份

注：因公司业务分类有所变动，细分产品披露口径与往年略有调整

A. 橡胶制品业务

产品生产

该公司主要生产基地位于浙江省天台县洪三工业园区，主要生产橡胶减振垫和橡胶套靴两大类产品。跟踪期内，公司对模具、工装、垫布、硫化工艺等方面进行优化，提升了产线的生产能力，截至 2021 年 3 月末公司橡胶减振垫产品年产能增加至 29.50 万平方米，橡胶套靴年产能提高至 81.76 万套。目前，公司在建 70 万套弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴项目，并且拟向特定对象增发股票，拟募资筹建年产 40 万平方米橡胶减振垫产品生产线，未来公司产能有望进一步扩大。

生产工艺方面，混炼、压延和硫化为该公司产品生产的三道主要工序。其中，混炼工序采用国内技术领先的密炼机，可根据不同的配方、不同的工艺要求采用不同的转速，在混炼时提供比一般密炼机更大的压力，使胶料受到更好的挤压和剪切作用，有利于各种助剂在橡胶中分散均匀；压延工序中，公司根据工艺要求调整压延速度，以保证混炼胶预热的均匀性，提高混炼胶与帆布的粘合强度，保证产品的使用效果和使用寿命；硫化过程中，硫化机热板各区域温度差控制在 $\pm 3^{\circ}\text{C}$ 范围之内，采用高精度机床加工的整体模具，经过压延机贴合的半成品经一次硫化成型，保证产品的美观性和内在的均匀性。公司生产配料采用自动称量，制定严格的防错措施并通过电脑系统进行监控，保证原材料配比的准确性从而保证产品质量的稳定性。质量检验方面，公司引进多台先

进的检测设备，并配置专业检验人员对每道工序产品质量进行检测，对每一批成品减振垫进行抽样检测。

该公司主要按“以销定产，适度库存”的原则组织生产，即一方面根据与客户签订的销售合同组织生产，另一方面依据自身对客户需求的预判，适度储备通用规格的产品，维持一个安全的库存量。公司设生产运营部，负责协调公司的生产调度管理工作，确保生产、采购和销售的信息共享、订单按时执行，各车间负责实施公司各类产品的生产。

2018-2020年，该公司橡胶减振垫产量持续增加，分别为27.41万平方米、44.41万平方米和59.21万平方米；产能利用率分别为220.46%、179.14%和200.73%。同期，橡胶套靴产量分别为93.87万套、38.02万套和235.84万套，2019年因销售结构变化，产量同比大幅下降，而2020年套靴订单大幅增加，当年产量达235.84万套；产能利用率分别为197.89%、73.41%和288.46%。2021年第一季度，橡胶减振垫产量较上年同期增长89.06%，而橡胶套靴产量较上年同期减少29.21%。

图表 9. 公司主要产品产能和产量情况

主导产品	项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
隔离式橡胶减振垫	产能（万平方米）	12.43	24.79	29.50	7.38
	产量（万平方米）	27.41	44.41	59.21	15.90
	产能利用率	220.46%	179.14%	200.73%	215.54%
弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴	产能（万套）	47.44	51.79	81.76	20.44
	产量（万套）	93.87	38.02	235.84	21.04
	产能利用率	197.89%	73.41%	288.46%	102.95%

资料来源：天铁股份

产品销售

经过多年发展，该公司轨道结构弹性部件涵盖了轨道结构中轨旁、轨下、枕下、道床下各个部位，相关产品可满足一般、中等、高等、特殊等不同等级的减振需求。公司橡胶减振垫产品已应用于国内30多个城市的100余条城市轨道交通线路和部分铁路项目。

该公司销售模式以直销为主，主要有以下两种方式：（1）与客户协商定价进行销售；（2）通过招投标方式进行销售。目前，公司产品以内销为主，外销为辅。公司设有销售部，负责重点项目信息跟踪、项目投标、销售合同评审、签订合同、订单处理、执行销售政策和信用政策等工作。在销售活动的组织上，公司实行按销售区域划分的区域经理负责制模式。2018-2020年及2021年第一季度，公司新签订单金额分别为6.80亿元、7.99亿元、7.47亿元和2.43亿元，其中2020年公司承接滇南铁路有限责任公司、中铁十一局集团第三工程有限公司广州市轨道交通十八和二十二号线项目部的几笔超亿元订单。目前公司在手订单较充裕，可基本保障2021年的收入规模。

图表 10. 2020 年以来公司签订的大额橡胶制品销售合同情况（单位：万元）

年份	客户名称	签订日期	合同金额	主要标的物
2020 年	滇南铁路有限责任公司	2020.2	17,908.58	橡胶套靴（含微孔橡胶垫板）
	滇南铁路有限责任公司	2020.2	17,908.60	橡胶套靴（含微孔橡胶垫板）
	中铁十九局集团有限公司广州市轨道交通十八和二十二号线项目部四工区	2020.6	6,285.00	橡胶减振垫
	金华市金义东轨道交通有限公司	2020.6	9,833.53	橡胶减振垫(含密封条、搭接条、限位凸台周边配套的弹性垫板及泡沫板、土工布、专用工具等)供货及相关服务
			8,432.29	橡胶减振垫(含密封条、搭接条、限位凸台周边配套的弹性垫板及泡沫板、土工布、专用工具等)供货及相关服务
			521.52	弹簧隔振器及套筒、隔振器水平限位装置（若有）、剪力较（若有）、隔振器调高垫板、密封条、隔离膜和观察筒及必要的安装配件等
	中铁十一局集团第三工程有限公司广州市轨道交通十八和二十二号线项目部	2020.7	11,697.88	隔离式减振垫
中交第二公路工程局有限公司杭州地铁 10 号线轨道工区项目部	2020.11	2,094.84	隔振器及配件	
合计	-	-	74,682.24	-
2021 年第一季度	中铁二十四局集团有限公司(子公司天北签订)	2021.1	3,412.92	减振垫
	苏州中车建设工程有限公司	2021.1	5,103.57	橡胶减振垫(其中含 Z/L 型密封条、搭接条等)
	中铁五局集团第六工程有限责任公司	2021.1	2,127.50	减振垫
	南京地铁运营有限责任公司	2021.2	2,051.17	货物类-房屋建筑和市政基础设施工程货物-公共运输及装运设备、材料
	中铁三局集团线桥工程有限公司	2021.3	2,366.68	减振垫
	中铁十局集团第一工程有限公司	2021.3	9,200.00	减振产品
合计	-	-	24,261.84	-

资料来源：天铁股份

从销售情况来看，2020 年来该公司对普通型号产品适度增加库存，产量增加，主要产品的产销率有所下滑，其中橡胶减振垫和橡胶套靴产销率分别为 68.32% 和 73.76%。2021 年第一季度，公司销售情况有所好转，橡胶减振垫和橡胶套靴产销率分别提升至 92.89% 和 198.29%。公司产品产销量变化趋势基本保持一致，2018-2020 年及 2021 年第一季度，橡胶减振垫销量分别为 25.92 万平方米、40.25 万平方米、40.45 万平方米和 14.77 万平方米；橡胶套靴销量分别为 90.33 万套、34.00 万套、173.96 万套和 41.72 万套，受下游需求变化影响波动较大。

销售价格方面，该公司主要产品销售均价受不同产品型号、客户需求变化及行业竞争影响存在一定波动。2018-2020 年及 2021 年第一季度，橡胶减振垫的销售均价分别为 829.37 元/m²、839.61 元/m²、825.90 元/m² 和 902.85 元/m²；橡胶套靴的销售均价分别为 176.10 元/套、205.67 元/套、202.15 元/套和 197.51 元/套。

图表 11. 公司主要产品销量和销售均价情况

主导产品	项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
隔离式橡胶减振垫	销量 (万平方米)	25.92	40.25	40.45	14.77
	销售均价 (元/ m ²)	829.37	839.61	825.90	902.85
弹性支承式无砟轨道用 橡胶套靴	销量 (万套)	90.33	34.00	173.96	41.72
	销售均价 (元/套)	176.10	205.67	202.15	197.51

资料来源：天铁股份

销售结算方面，该公司结算方式系与交易对方约定，各项目间有所差异。部分合同约定买方在合同生效后支付一定预付款（例 10%），到货验收合格后支付剩余货款，剩余 10%留作质保金；部分合同约定买方签署验收单据后，30 天内向公司支付该批物资价值的 85%，公司提供第三方运营检测报告经买方审核后，支付 10%，剩余 5%尾款作为质保金；部分合同约定根据建设单位的付款进度及比率同步向公司结算货款，剩余 10%作为质保金。

因我国轨道交通基建工程施工主要由中国中铁、中国铁建及其下属单位承建，该公司主要客户多为中国中铁、中国铁建下属公司，故近年来前五大销售客户集中度很高，2018-2020 年销售额占比分别为 82.98%、61.64%和 71.15%，其中对中国中铁股份有限公司和中国铁建股份有限公司的合计销售占比分别为 72.29%、53.93%和 52.75%，2019 年以来有所下降，主要系公司其他业务收入占比增加所致。

图表 12. 2020 年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

单位	销售额	销售金额占比
客户一	39,484.29	31.96%
客户二	25,680.99	20.79%
客户三	17,428.81	14.11%
客户四	2,678.55	2.17%
客户五	2,616.20	2.12%
合计：	87,888.84	71.15%

资料来源：天铁股份

原材料采购

该公司采购物资主要为橡胶、SCR WF、三元乙丙橡胶等原材料，主要采取计划采购的方式。采购部根据生产运营部提交的原材料需求单，结合公司的原材料安全库存情况和原材料市场价格，编制原材料采购计划，在合格供应商名录中选择供应商进行采购。公司制定了《采购付款及价格管理办法》，根据采购品种不同，将采购划分为不同等级，并据此制定不同的付款政策。公司原材料采购的主要结算方式为货到/票到付款，结算日期一般为货到后 30-90 天内付款，不同供应商结算周期有所差异。

该公司主要原材料为橡胶（包括天然橡胶、合成橡胶等）、炭黑、骨架材料和助剂等，2020 年材料成本约占营业成本的 78%。公司采购橡胶品类主要包括天然橡胶 SCR WF，合成橡胶三元乙丙 3072、三元乙丙 4045、1502 和 1712

等。公司橡胶采购量随产量变化而波动，2018-2020 年及 2021 年第一季度各类胶料采购总量分别为 10,348.09 吨、10,074.50 吨、15,991.06 吨和 2,781.89 吨。其中，天然橡胶分别为 2,054.74 吨、2,017.26 吨、3,040.57 吨和 1,027.50 吨；合成橡胶分别为 2,490.61 吨、3,187.38 吨、6,671.99 吨和 802.00 吨；再生胶料分别为 5,802.74 吨、4,869.86 吨、6,278.50 吨和 952.39 吨。其他原材料还包括炭黑、助剂。2020 年以来，随着公司产品产量增长，各原材料采购量均呈大幅增长。

采购价格方面，天然橡胶是重要的工业原料，作为大宗商品，其价格受宏观经济、供需状况、天气变化等诸多因素影响；合成橡胶作为石化产品，其价格与石油价格有着直接关系，同时也与天然橡胶价格有一定联动性。2020 年以来，公司主要原材料采购均价较上年均有所下降，天然橡胶、合成橡胶、再生胶料、炭黑和助剂采购均价同比分别下降 4.85%、8.26%、5.56%、23.44% 和 11.25%。但 2021 年第一季度以来，周期性大宗商品价格飞速上涨，公司主要原材料采购均价较上年明显提升，其中合成橡胶、炭黑和助剂采购均价涨幅约 35% 左右。为规避原材料价格波动风险，公司会根据历史价格及市场行情分析判断，适当签订远期合约锁定价格。总体来看，2021 年以来公司主要原材料价格涨幅较大，公司面临一定的生产成本控制压力。

图表 13. 2018-2020 年及 2021 年第一季度公司主要原材料采购情况

项目		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
天然橡胶	外购量（吨）	2,054.74	2,017.26	3,040.57	1,027.50
	外购均价（万元/吨）	1.17	1.03	0.98	1.27
合成橡胶	外购量（吨）	2,490.61	3,187.38	6,671.99	802.00
	外购均价（万元/吨）	1.32	1.21	1.11	1.51
再生胶料	外购量（吨）	5,802.74	4,869.86	6,278.50	952.39
	外购均价（万元/吨）	0.23	0.18	0.17	0.20
炭黑	外购量（吨）	3,210.36	2,401.83	7,872.73	818.05
	外购均价（万元/吨）	0.70	0.64	0.49	0.66
助剂	外购量（吨）	3,143.94	2,604.09	9,227.71	1,196.84
	外购均价（万元/吨）	1.17	1.06	0.71	0.96

资料来源：天铁股份

该公司制定了《存货采购与付款管理制度》，建立了较为完善的供应商管理体系，对供应商进行严格的评审考核后，通过考核的列入合格供应商名录，公司原则上只向列入合格供应商名录的供应商进行采购。2018-2020 年，公司向五大主要供应商采购金额占比分别为 44.24%、22.76% 和 34.08%，均非公司关联方，但主要供应商年度间变化较大，主要系近年拓展新产品新增供应商影响。

图表 14. 2020 年度公司主要供应商情况（单位：万元）

供应商名称	年采购金额	采购金额占比	主要结算方式
供应商一	3,590.29	8.51%	电汇或承兑
供应商二	3,024.93	7.17%	电汇或承兑

供应商名称	年采购金额	采购金额占比	主要结算方式
供应商三	2,875.01	6.81%	电汇或承兑
供应商四	2,686.69	6.37%	电汇或承兑
供应商五	2,207.18	5.23%	承兑汇票
合计	14,384.10	34.08%	/

资料来源：天铁股份

技术研发

技术研发方面，该公司设有大型现代化研发中心，具备各类国内外高精尖端研发设备百余台，并依照地铁、高铁轨道结构针对性的建立了轨道试验平台，配有 COINV DASP 数据采集分析软件、ISI 轨道相互作用动力学模拟软件。公司还与青岛科技大学、北京化工大学等科研院所建立科研合作，共同研发技术。近年来，公司研发投入持续增加，2018-2020 年及 2021 年第一季度投入研发资金分别为 1,427.30 万元、3,026.23 万元、4,215.55 万元和 987.27 万元。公司核心技术情况如下表。

图表 15. 公司核心技术情况

技术名称	技术来源	创新类别	应用产品	所处阶段	与专利及非专利技术对应关系
混炼胶集散式防错配料技术	自主研发	集成、创新	轨道结构减振产品	批量生产	非专利技术
恒门尼高分子材料的可塑性测试及工艺控制技术	自主研发	集成、创新	轨道结构减振产品	批量生产	非专利技术
隔离式橡胶减振垫的混炼胶配合技术	引进吸收	引进消化吸收再创新	隔离式橡胶减振垫	批量生产	非专利技术
高性能橡胶、织物、高分子材料三重复合异形板成型技术	引进吸收	引进消化吸收再创新	隔离式橡胶减振垫	批量生产	
隔离式橡胶减振垫结构设计及其成型设备工装的设计、加工工艺	引进吸收	引进消化吸收再创新	隔离式橡胶减振垫	批量生产	
橡胶套靴硫化工序局部控温技术	自主研发	集成、创新	橡胶套靴	批量生产	非专利技术
橡胶弹簧隔振器	自主研发	原始、创新	橡胶弹簧隔振器	批量生产	发明专利
减振套筒	自主研发	原始、创新	橡胶弹簧隔振器	批量生产	发明专利
弹性垫板及采用该垫板的双块式无砟轨道结构技术	自主研发	集成、创新	橡胶弹性垫板	批量生产	实用新型专利
板下垫板改良结构	自主研发	集成、创新	板下垫板	批量生产	实用新型专利
橡胶道口板硫化工艺及其成型设备工装技术	自主研发	集成、创新	橡胶道口板	批量生产	非专利技术
枕体栓接弹性道口的施工方法	自主研发	原始、创新	橡胶道口板	批量生产	发明专利

资料来源：天铁股份

截至 2020 年末，该公司及子公司共拥有专利 133 项，其中发明专利 31 项，实用新型 94 项、外观设计 8 项。公司的创新成果获得了多项奖项：“轨道交通工程配套橡胶减振技术”正式入选 2018 年年度中国环保产业协会重点环境保护实用技术名录、《轨道交通用隔离式减振垫》品字标“浙江制造”认证审核通过；2019 年公司参与完成的“城市轨道交通装配式减振轨道系统成套技术”可研项目获 2019 年度城市轨道交通科技进步奖。新产品开发方面，公司冬奥会橡胶摇摆支座项目首次被应用于北京冬奥会基建项目。

B. 其他业务

2018 年以来，该公司通过并购拓展其他业务领域，主要涉及锂化物及氯代烃等化工产品、环保设备及管网工程材料，以及其他铁路配件等产品。

该公司锂化物生产由江苏昌吉利新能源科技有限公司（简称“江苏昌吉利”）¹运营，截至 2020 年末公司持有江苏昌吉利 60.00% 股权。江苏昌吉利产品主要有丁基锂、氯化锂等锂化物和氯代烃等化工产品，主要应用于医药中间体、合成橡胶催化剂、合成金属锂、电子化学品、新能源电池等领域。2020 年，公司锂化物产品产销量分别较上年大幅增长 54.52% 和 36.17%，但销售均价较上年下降 12.51%。2018-2020 年江苏昌吉利营业收入分别为 1.79 亿元、1.60 亿元和 2.02 亿元；净利润分别为 0.48 亿元、0.39 亿元和 0.46 亿元。

根据该公司 2021 年 6 月 23 日发布的公告，经 2021 年第三次临时股东大会审议，通过了《关于收购江苏昌吉利新能源科技有限公司 40% 股权暨关联交易的议案》，公司拟与蒋国群先生、蒋洁女士签订《股权转让协议》，以人民币 2.32 亿元收购江苏昌吉利合计 40.00% 的股权。转让方蒋国群先生、蒋洁女士承诺，江苏昌吉利 2021 年度经审计的净利润不低于 6,000 万元（按照扣非后孰低者为准），承诺截至 2022 年末江苏昌吉利完成扩建项目的建设并达到可正式投产的状态，承诺截至 2023 年末江苏昌吉利扩建项目中烷基锂和锂盐的产能分别达到 2,000 吨和 50,000 吨。截至本评级报告出具日，上述事项尚在进行中，新世纪评级将持续关注公司股权收购进展、收购支付情况及后续业绩承诺完成情况。

该公司环保设备和管网工程材料收入主要来自控股子公司河南天铁环保科技有限公司（简称“河南天铁”），2020 年实现营业收入 8,054.33 万元，净利润为-122.14 万元。公司还通过子公司河北路通铁路器材有限公司、浙江天路轨道装备有限公司进行其他铁路配件的研发、生产和销售，主要包括轨枕、扣件等。

此外，该公司还有部分工业、建筑涂料销售收入，主要来自控股子公司新疆天铁工程材料有限公司（简称“新疆天铁”），2018-2020 年分别实现营业收入 373.73 万元、3,133.04 万元和 3,345.39 万元，净利润-197.68 万元、10.89 万元和-318.83 万元。

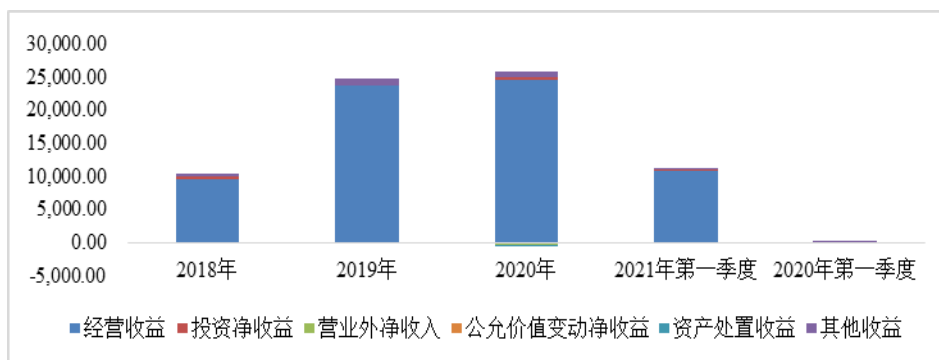
2019 年初，该公司通过非同一控制下企业合并收购北京中地盾构工程技术研究院有限公司（简称“北京中地公司”），主要生产密封油脂、泡沫剂等产品，2019-2020 年分别实现营业收入 1,071.64 万元和 1,426.61 万元，净利润 127.95 万元和 167.81 万元。

¹ 转让方承诺，江苏昌吉利 2018 年度、2019 年度和 2020 年度净利润（合并口径下扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润）分别不低于 3,800 万元、4,400 万元和 5,000.00 万元。经审计，江苏昌吉利 2018-2020 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为 4,743.09 万元、4,206.66 万元和 4,555.36 万元，三年累计完成承诺业绩的 102.31%，未出现商誉减值。

总的来看，原先该公司收入构成较为单一，其他业务的拓展有利于分散减振产品下游订单量波动风险，对营业收入和现金流的稳定性提供一定支撑，但部分子公司处于业务起步阶段，目前呈亏损状态。

(2) 盈利性

图表 16. 公司盈利来源结构（万元）



资料来源：根据天铁股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2018-2020 年，该公司综合毛利率分别为 55.83%、51.04%和 48.31%，呈下滑趋势，其中 2019 年主要受锂化物、环保设备等其他产品毛利率下滑、而收入占比增加所致，2020 年主要系轨道结构减振产品毛利率下滑所致。分产品看，公司轨道工程橡胶制品毛利率水平较高，但不同产品毛利率差异较大，其中橡胶减振垫盈利能力最强，2018-2019 年毛利率在 70%以上，但 2020 年毛利率较上年下滑 3.61 个百分点至 67.55%；橡胶套靴毛利率处于较好水平，2020 年为 52.78%，受售价小幅下降影响，毛利率较上年略有下滑；其他轨道减振产品 2020 年毛利率较上年下滑 14.46 个百分点至 34.41%，主要系产品种类增多，不同产品毛利率水平差异较大影响；嵌丝橡胶道口板收入贡献不大，毛利率在 38%左右。相比橡胶制品而言，公司其他产品盈利水平略低，其中锂化物及氯代烃等化工产品受售价持续下降影响，毛利率持续下滑，2020 年较上年减少 6.44 个百分点至 38.03%；此外，2020 年环保设备及管网工程材料、其他铁路器材毛利率较上年也均有所下滑，分别减少 8.62 个百分点和 11.59 个百分点。总体来看，目前公司产品仍具备较强的盈利能力，2018-2020 年公司分别实现毛利 2.74 亿元、5.05 亿元和 5.97 亿元，在收入增长的带动下也呈增长状态，但随着市场竞争的加剧、产品价格下降和产品结构变化，公司毛利率水平呈现下降趋势。

2021 年第一季度，该公司营业收入同比增长 187.97%至 3.69 亿元，但毛利率较上年同期提升 9.02 个百分点至 53.77%，主要系当期营业收入贡献较大的橡胶套靴和其他产品毛利率提升所致。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	4.91	9.90	12.35	3.69
毛利率 (%)	55.83	51.04	48.31	53.77
其中: (一) 轨道结构减振产品	59.69	64.45	56.38	63.67
1、隔离式橡胶减振垫	70.09	71.16	67.55	69.18
2、轨道用橡胶套靴	48.48	53.79	52.78	60.15
3、其他轨道结构减振产品	47.94	48.87	34.41	36.88
(二) 嵌丝橡胶道口板	36.80	38.37	38.05	41.63
(三) 其他产品	34.40	38.31	33.24	35.75
1、锂化物及氯代烃等化工产品	53.38	44.47	38.03	47.59
2、环保设备及管网工程材料	25.37	43.81	35.19	16.35
3、其他铁路器材	34.97	33.24	21.65	23.95
4、其他	29.11	30.06	29.76	24.24
毛利 (亿元)	2.74	5.05	5.97	1.98
其中: (一) 轨道结构减振产品	2.46	3.26	4.40	1.45
1、隔离式橡胶减振垫	1.51	2.40	2.26	0.92
2、轨道用橡胶套靴	0.77	0.38	1.86	0.50
3、其他轨道结构减振产品	0.18	0.48	0.29	0.03
(二) 嵌丝橡胶道口板	0.08	0.07	0.13	0.04
(三) 其他产品	0.19	1.69	1.31	0.39
1、锂化物及氯代烃等化工产品	0.06	0.58	0.64	0.26
2、环保设备及管网工程材料	0.04	0.46	0.28	0.008
3、其他铁路器材	0.05	0.34	0.12	0.03
4、其他	0.04	0.32	0.28	0.08
期间费用率 (%)	33.69	29.17	24.04	23.81
其中: 财务费用率 (%)	0.67	2.96	3.27	1.64
全年利息支出总额 (亿元)	0.04	0.30	0.42	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	-	-	-	-

资料来源: 根据天铁股份所提供数据整理。

该公司期间费用以销售费用和管理费用为主, 财务费用规模相对较小, 2018-2020 年及 2021 年第一季度期间费用分别为 1.65 亿元、2.89 亿元、2.97 亿元和 0.88 亿元, 其中 2019 年较上年大幅增长 74.80%, 由于合并江苏昌吉利和业务规模扩大, 主要费用均有所增加; 2020 年公司财务费用为 0.42 亿元, 随着刚性债务规模的扩大较上年大幅增长 37.88%, 销售费用较上年减少 20.39% 至 0.77 亿元, 主要系新收入准则下将运输费用转入营业成本所致。同期, 公司期间费用率分别为 33.69%、29.17%、24.04% 和 23.81%, 得益于营业收入的增长呈下降趋势, 但仍处于偏高水平。此外, 2018-2020 年公司分别计提资产减值损失和信用减值损失合计金额 0.09 亿元、0.26 亿元和 0.44 亿元, 主要为应收账款的坏账损失。

图表 18. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
投资净收益 (万元)	537.22	46.36	371.41	52.23
营业外净收入&其他收益 (万元)	181.66	719.36	431.00	238.44

影响公司盈利的其他关键因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
其中：政府补助（万元）	246.44	914.99	794.76	238.34

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

该公司利润主要来源于经营收益，2018-2020 年分别为 0.95 亿元、2.36 亿元和 2.45 亿元。其他因素对公司盈利影响较小。2018-2020 年及 2021 年第一季度投资净收益分别为 537.22 万元、46.36 万元、371.41 万元和 52.23 万元；营业外净收入（含其他收益）分别为 181.66 万元、719.36 万元、431.00 万元和 238.44 万元，主要为政府补助。

2018-2020 年，该公司净利润分别为 0.83 亿元、1.56 亿元和 2.12 亿元；净资产收益率分别为 8.66%、13.79%和 14.39%。2021 年第一季度，公司净利润为 0.87 亿元，同比大幅增长。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来发展将持续专注轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，以轨道结构减振产品的质量和性能持续提升为基础，通过自主研发和持续创新稳固技术优势，利用技术优势不断开发新产品和新市场。未来，公司将在传统轨道交通减振橡胶制品基础上，扩展其他行业应用，例如建筑减隔震/振业务，并实现从橡胶类轨道结构减振产品供应商到轨道交通减振降噪系统解决方案提供商的转变。

截至 2021 年 3 月末，该公司 IPO 募投项目已结项，公司重大在建项目主要为可转债募投项目，除可转债募集资金之外，公司仍需投入一定的自有资金。另外，公司计划以 2.32 亿元现金收购江苏昌吉利剩余 40.00%的股权，存在一定投资压力。

图表 19. 截至 2021 年 3 月末公司重大在建项目进展情况（单位：万元）

项目名称	合同投资额	已投资额	预计达可使用状态日期
弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴生产线建设项目	12,074.73	5,343.60	2022-3-31
弹簧隔振器产品生产线建设项目	8,494.93	3,220.93	2022-3-31
建筑减隔震产品生产线建设项目	8,230.34	2,536.98	2022-3-31
合计	28,800.00	11,101.51	-

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

2021 年 3 月 22 日，深圳证券交易所受理公司向特定对象发行股票事项，公司拟向不超过 35 名特定对象募集资金 8.10 亿元，用于年产 40 万平方米橡胶减振垫产品生产线建设项目及年产 45 万根钢轨波导吸振器产品生产线建设项目，目前股票增发事项正在推进中。

管理

该公司为民营上市公司，跟踪期内，实际控制人及控股股东未发生变化，但持股比例有所下降。跟踪期内，公司修订了公司章程等各项管理制度及组织架构，董监高主要管理人员换届选举发生变化。公司控股股东存在股权质押用于个人融资情况，需关注质押风险。另外公司控股股东王美雨违规减持公司股票，子公司因违规堆放危化品而受到行政处罚，公司内控管理有待加强。

该公司为民营上市公司，跟踪期内，自然人王美雨、许吉锭和许孔斌仍然共同作为公司控股股东和实际控制人，但跟踪期内多次减持公司股份。另外，随着可转债转股，实际控制人持股比例被动稀释。截至 2021 年 6 月 18 日，公司总股本增至 341,990,456 股。自然人王美雨、许吉锭和许孔斌²分别持有公司 13.36%、11.96% 和 5.69% 股权，其中王美雨与许吉锭为夫妇关系，许孔斌为王美雨和许吉锭之子，合计持有公司 31.01% 股权。公司产权状况详见附录一。

截至 2021 年 6 月 20 日，王美雨、许吉锭、许孔斌、许银斌分别质押公司股票 787.50 万股、1,652 万股、840 万股和 630 万股用于个人其他投资的融资需求，分别占其持有股数的 17.23%、40.38%、43.20% 和 55.13%。截至 2021 年 6 月 20 日，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人未来一年内到期的质押股份累计数量为 3,909.50 万股，占其所持股份比例为 33.25%，占公司总股本比例为 11.43%。

该公司不断完善组织架构和管理制度，公司 2020 年 8 月 26 日召开第三届董事会第二十八次会议，审议通过了《关于调整公司组织架构的议案》，为优化公司管理流程，完善公司治理结构，提升运营效率和管理水平，根据公司战略布局及业务发展的需要，对公司的组织架构进行了调整，更新后的组织架构详见附录二。根据公司 2020 年 9 月 14 日发布的《2020 年第一次临时股东大会会议决议公告》，审议通过了《关于修改〈关联交易管理制度〉、〈授权管理制度〉、〈对外担保管理制度〉的议案》和《关于修改〈公司章程〉的议案》。

跟踪期内，该公司董监高人员发生变更。2021 年 4 月 16 日召开 2021 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于提名非独立董事候选人的议案》、《关于提名独立董事候选人的议案》、《关于提名非职工代表监事候选人的议案》、《关于变更注册资本及修改〈公司章程〉并办理工商变更登记的议案》，许吉锭先生、许孔斌先生、许银斌先生和牛文强先生提名为第四届董事会非独立董事；陆晓雯女士、孔瑾先生和张立国先生提名为第四届董事会独立董事；翟小玉女士和陆凌霄先生提名为第四届监事会非职工代表监事。

该公司关联交易金额较小，2020 年向关联方天台喜兰登酒店有限公司采

² 除控股股东和实际控制人外，其一致行动人许银斌和曹张琳分别持有公司 3.37% 和 0.02% 股份，其中，许银斌为王美雨和许吉锭之子；曹张琳为许银斌之配偶。

购商品 21.48 万元，全部为酒店住宿费。截至 2020 年末，公司及子公司作为被担保方接受关联方担保金额合计 3.04 亿元；公司应付关联方资金拆借款余额 0.18 亿元，为子公司河南天铁从关联方拆入的借款，利率为 4.35%。

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（2021/5/27）及其子公司新疆天铁（2021/5/27）、浙江天北科技（2021/5/19）、江苏昌吉利（2021/5/10）、河南天铁（2021/5/19）近三年无不良信贷记录。2020 年 6 月 10 日，公司控股股东王美雨因 2020 年 3 月 13 日违规减持公司股份 67.20 万股，收到创业板公司管理部发布的监管函。此外，2020 年 7 月 13 日子公司江苏昌吉利因普通仓库堆放了大量危险化学品氯丁烷和金属锂，受到宜兴市应急管理局出具的行政处罚（（锡宜）应急安大罚告[2020]D172 号），予以罚款 5.00 万元，目前公司已按要求进行整改。新世纪评级将持续关注公司内控制度、信息披露制度、安环把控等方面的改进情况。

财务

跟踪期内，随着业务规模的扩大，公司资产和负债规模保持增长，得益于可转债大量转股，资本实力增强，2020 年末公司资产负债率有所下降。公司刚性债务规模持续增长，且以短期为主，面临一定即期偿债压力。公司流动资产主要以应收账款为主，应收账款周转速率较慢，资产流动性偏弱，且公司资产中存在较大商誉，若后续经营业绩不达预期，公司将面临一定商誉减值风险。跟踪期内，公司主业现金回笼情况有所好转，但总体回笼能力仍较弱，未来拟建项目投资规模较大，面临较大的投融资压力。

1. 数据与调整

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中兴财光华”）对公司 2018-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》。公司于 2020 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则第 14 号——收入》（财会[2017]22 号）（以下统称“新收入准则”）。

2020 年，该公司非同一控制下合并湖南力衡科技有限公司（简称“湖南力衡”），出资新设林州天铁实业有限公司、浙江潘得路轨道科技有限公司、绵阳天铁科技有限公司和邯郸群山铁路器材有限公司 4 家子公司。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的子公司共 22 家。

图表 20. 2020 年公司非同一控制下合并企业概况（单位：万元）

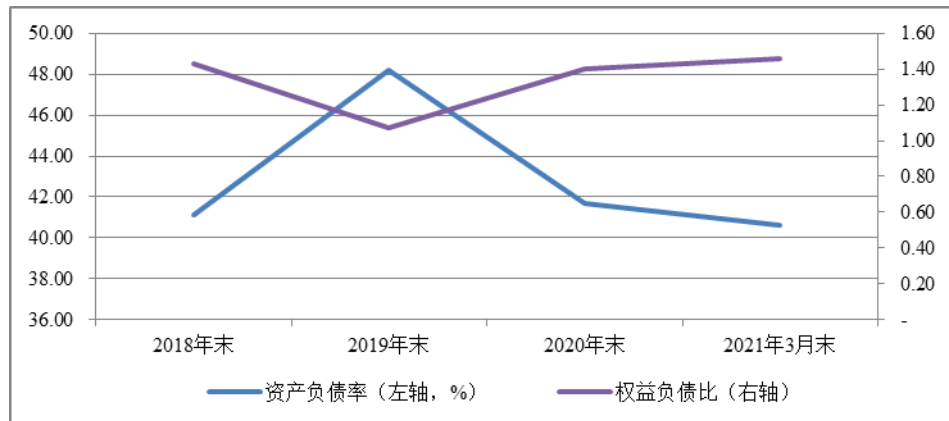
被购买方名称	股权取得时点	取得成本	购买日公允价值	股权取得比例	购买日至期末被购买方收入	购买日至期末被购买净利润
湖南力衡科技有限公司	2020.09.15	239.07	402.78	70.00%	594.25	-65.76

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



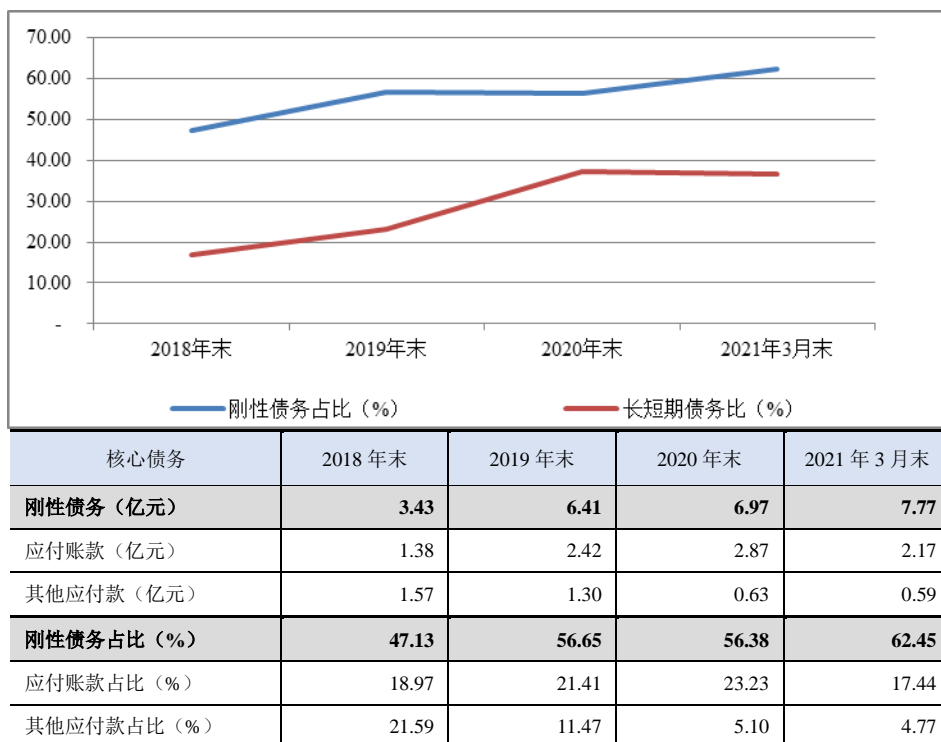
资料来源：根据天铁股份所提供数据绘制。

2018-2020 年末，该公司负债总额分别为 7.29 亿元、11.31 亿元和 12.36 亿元，其中 2019 年末较上年末增加 4.03 亿元主要系银行借款规模，2020 年增加主要系发行天铁转债。同期末，公司资产负债率分别为 41.11%、48.22% 和 41.69%，其中 2020 年末财务杠杆较上年末下降主要系当年发行的可转债大量转股，权益资本增加。同期末，公司所有者权益分别为 10.44 亿元、12.15 亿元和 17.29 亿元，其中 2020 年末实收资本较上年末增加 1.57 亿元至 3.39 亿元，资本公积较上年末增加 1.50 亿元至 5.96 亿元，主要系当年资本公积转增股本 1.27 亿元和可转债转股增加股本 0.30 亿元、增加股本溢价 2.72 亿元；未分配利润较上年末增加 1.51 亿元至 5.35 亿元。2020 年末公司实收资本和资本公积合计占归母所有者权益的比重为 60.65%，未分配利润和少数股东权益在所有者权益中占比分别为 30.95% 和 10.85%。2018-2020 年末公司权益负债比分别为 1.43、1.07 和 1.40。

2021 年 3 月末，该公司负债总额为 12.45 亿元，较上年末增长 0.69%，变化不大；随着可转债继续转股和经营积累，所有者权益较上年末增长 5.23% 至 18.20 亿元，资产负债率随之降至 40.62%；权益负债比升至 1.46。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据天铁股份所提供数据绘制。

注：其他应付款不包括应付利息和应付股利。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成。2018-2020 年末，公司刚性债务分别为 3.43 亿元、6.41 亿元和 6.97 亿元，2020 年末在负债总额中占比为 56.38%。2020 年末公司应付账款较上年末增长 18.57% 至 2.87 亿元，主要为应付货款增加 0.62 亿元；其他应付款较上年末减少 51.47% 至 0.63 亿元，主要系应付关联方拆借款和应付限制性股票回购款减少。2021 年 3 月末，公司刚性债务、应付账款和其他应付款分别为 7.77 亿元、2.17 亿元和 0.59 亿元，其中刚性债务较上年末增长 11.53%，主要系银行借款增加。

该公司负债期限结构偏重短期，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末公司流动负债分别为 6.23 亿元、9.20 亿元、9.01 亿元和 9.12 亿元；长短期债务比分别为 16.88%、23.03%、37.29% 和 36.57%。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	2.64	4.70	4.03	4.87
其中：短期借款	1.96	3.53	2.50	2.81
一年内到期非流动负债	0.10	0.39	0.49	0.74
应付票据	0.58	0.77	1.03	1.31

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
中长期刚性债务合计	0.79	1.71	2.94	2.90
其中：长期借款	0.79	1.59	2.00	2.05
应付债券	-	-	0.91	0.85
其他中长期刚性债务	-	0.12	0.03	-

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

2020 年末，该公司刚性债务规模较上年末增加 0.50 亿元至 6.97 亿元。其中，短期借款减少 1.03 亿元至 2.50 亿元，主要为抵押借款和抵押/保证借款，占比分别为 32.04%和 33.64%；应付票据增加 0.26 亿元至 1.03 亿元，主要系公司业务规模扩大所致；长期借款增加 0.41 亿元至 2.00 亿元（不包括一年内到期的长期借款），主要系用于开票业务的抵押担保增加；应付债券增加 0.91 亿元，为当年发行的天铁转债。同期末，公司其他刚性债务为融资租赁借款 0.13 亿元，利率为 4.65%，其中一年内到期的融资租赁借款为 0.09 亿元。

2021 年 3 月末，该公司刚性债务增加 0.80 亿元至 7.77 亿元，其中短期借款较年初增加 0.11 亿元；一年内到期的非流动负债较年初增加 0.25 亿元；应付票据较年初增加 0.28 亿元。公司刚性债务期限结构偏重短期，同期末短期刚性债务在刚性债务中占比为 62.66%，面临一定即期偿债压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
营业周期（天）	529.69	397.26	421.32	-
营业收入现金率（%）	57.52	57.27	74.37	76.73
业务现金收支净额（亿元）	0.89	0.47	1.69	0.19
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.99	-1.27	-1.26	-0.18
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.10	-0.81	0.43	0.01
EBITDA（亿元）	1.25	2.69	3.48	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.67	0.55	0.52	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	33.81	9.04	8.24	-

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

由于该公司主要销售客户为国有控股企业，且客户项目建设周期较长，应收账款周转速度慢，公司营业周期很长，2018-2020 年分别为 529.69 天、397.26 天和 421.32 天。近三年，公司应收账款周转速度分别为 1.10 次、1.44 次和 1.39 次；存货周转速度分别为 1.85 次、2.54 次和 2.30 次。

因销售货款回笼缓慢，该公司营业收入现金率不高，2018-2020年分别为57.52%、57.27%和74.37%，2020年以来公司加强对销售人员回款的考核，另外成立清欠小组，公司资金回笼有所好转。同期，公司经营性现金流净额分别为-0.10亿元、-0.81亿元和0.43亿元，其中2019年净流出增加，主要系当年支付职工薪酬、税费、期间费用、票据和保函保证金的现金大幅增加；2020年净流入主要系销售商品收到的现金增加。2021年第一季度，公司营业收入现金率为76.73%，经营性净现金流净额为0.01亿元。

2018-2020年，该公司EBITDA分别为1.25亿元、2.69亿元和3.48亿元，在利润总额的带动下持续增长。2020年公司EBITDA中利润总额、固定资产折旧及列入财务费用的利息支出占比分别为72.87%、12.80%和12.13%。但近年来公司刚性债务持续大幅增加，利息支出也随之增加，EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖程度持续减弱，2020年末分别为0.52倍和8.24倍。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.97	0.00	-0.31	-0.21
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.07	-1.12	-1.31	-0.56
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.99	0.05	-0.57	-0.28
投资环节产生的现金流量净额	-3.04	-1.06	-2.14	-1.05

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

注：2018年公司回收投资与投资支付净流出1.97亿元，主要系公司股权收购支付大量现金。

2018-2020年及2021年第一季度，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-3.04亿元、-1.06亿元、-2.14亿元和-1.05亿元，呈持续净流出状态，主要系公司生产设备等固定资产投入较大，近三年一期公司资本性支出分别为2.07亿元、1.12亿元、1.31亿元和0.56亿元。此外，公司其他因素对投资环节产生的现金流量也有部分影响，主要为理财产品的投资和回收。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
权益类净融资额	0.25	0.01	0.30	0.05
债务类净融资额	2.84	2.26	2.70	0.45
其中：现金利息支出	0.04	0.30	0.42	0.07
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.03	-0.11	-0.37	-0.05
筹资环节产生的现金流量净额	3.09	2.17	2.63	0.46

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

该公司非筹资性现金活动存在一定的资金缺口，主要通过银行借款和发行债券等债务融资方式补足。2018-2020年及2021年第一季度，公司筹资环节现金流净额分别为3.09亿元、2.17亿元、2.63亿元和0.46亿元；其中债务类净融资额分别为2.84亿元、2.26亿元、2.70亿元和0.45亿元。此外，公司其他与筹资活动有关的现金流入流出主要为与关联方的资金拆借往来，金额较小。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	9.63	14.27	18.59	18.96
	54.31	60.81	62.68	61.86
其中：货币资金（亿元）	0.93	1.36	2.35	1.64
应收款项（亿元）	5.25	8.51	9.27	9.64
存货（亿元）	1.64	2.18	3.37	3.62
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	8.10	9.19	11.07	11.69
	45.69	39.19	37.32	38.14
其中：固定资产（亿元）	2.93	4.08	4.26	4.27
在建工程（亿元）	0.90	0.82	1.67	1.92
无形资产（亿元）	1.14	1.09	1.42	1.40
商誉（亿元）	2.06	2.23	2.23	2.23
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.47	1.34	3.06	3.06
期末抵押融资余额（亿元）	2.85	5.63	5.03	5.61
受限资产账面余额/总资产（%）	8.29	5.71	10.33	10.00

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

近年来随着合并范围和业务规模的扩大，该公司资产总额持续增长，2018-2020年末分别为17.72亿元、23.46亿元和29.65亿元。公司资产结构以流动资产为主，2020年末，流动资产较上年末增长30.29%至18.59亿元，占资产总额的62.68%。其中，得益于可转债发行，货币资金较上年末增长72.01%至2.35亿元，其中受限货币资金0.44亿元，占比18.62%；应收票据较上年末减少21.14%至0.65亿元，全部为商业承兑票据，而应收款项融资较上年末增长76.15%至0.92亿元；应收账款账面价值较上年末增长8.86%至9.27亿元，主要系销售规模扩大所致，2020年末累积计提坏账准备1.11亿元，其中一年以内应收账款占比56.01%（坏账计提比例为5.00%），1-2年应收账款占比29.81%（坏账计提比例10.00%），按欠款方归集的前五大应收账款占比70.98%；存货较上年末大幅增长54.97%至3.37亿元，主要因经营规模扩大，发出商品和原材料备货增加，同时执行新收入准则报表科目调整列报所致。此外，公司流动资产还包括交易性金融资产0.50亿元，较上年末大幅增长主要系闲置募集资金购买保本浮动型理财产品所致；预付款项0.12亿元；合同资产0.53亿元；其他应收款0.57亿元，较上年末增长15.84%，主要系

押金保证金等；其他流动资产 0.22 亿元，较上年末增长 97.33%，主要系公司闲置募集资金购买的保本保收益型理财产品增加。

2020 年末该公司非流动资产较上年末增长 20.36%至 11.07 亿元，占资产总额的 37.32%，主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。其中，固定资产为 4.26 亿元，较上年末增长 4.44%，主要系 IPO 募投项目转固以及新购入设备等增加；在建工程较上年末大幅增长 104.64%至 1.67 亿元，主要系可转债募投项目投入所致；无形资产较上年增长 30.71%至 1.42 亿元，主要系购置的土地使用权增加；商誉主要仍为 2018 年收购江苏昌吉利产生商誉 1.93 亿元和收购天路凯得丽产生商誉 0.13 亿元，及 2019 年收购北京中地公司产生的商誉 0.17 亿元，无计提商誉减值损失，但若后续经营业绩不达预期，公司将面临一定商誉减值风险。此外，2020 年末公司长期股权投资较上年末增加 0.24 亿元，主要系新增对河南天基轮胎有限公司投资。

2021 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 3.34%至 30.64 亿元。其中，货币资金较上年末减少 29.97%至 1.64 亿元；应收票据较上年末增长 22.57%至 0.80 亿元；应收款项融资较上年末减少 23.22%至 0.70 亿元；预付款项较上年末增长 146.35%至 0.29 亿元；合同资产较上年末中增长 12.62%至 0.60 亿元；应收账款和存货变化不大，分别为 9.64 亿元和 3.62 亿元；其他流动资产较上年末增长 62.00%至 0.36 亿元，主要系理财产品投资增加。同期末，公司在建工程为 1.92 亿元，较上年末增长 15.07%，其他非流动资产较上年末增长 46.60%至 0.80 亿元，其他各科目变化不大。

截至 2021 年 3 月末，该公司受限资产总额为 3.06 亿元，占总资产比重为 10.00%。主要包括受限货币资金 0.46 亿元，受限固定资产 1.86 亿元，受限无形资产 0.59 亿元和受限投资性房地产 0.16 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	154.41	155.16	206.42	207.95
现金比率 (%)	25.50	21.03	41.77	33.12

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 154.41%、155.16%、206.42%和 207.95%；现金比率分别为 25.50%、21.03%、41.77%和 33.12%。近年来随着货币资金的持续增长，公司资产流动性指标有所改善，但公司流动资产仍以应收账款为主，应收账款周转较慢，资产流动性弱于指标显示。截至 2021 年 3 月末，公司可动用货币资金减至 1.19 亿元，即期债务偿付保障能力有所下降。

6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司无对合并口径外担保事项。

截至 2020 年末，该公司对已设立及投资子公司尚未履行的出资义务共计 3.68 亿元；公司向银行申请开具保函以支付投标及工程保证金，截至 2020 年末已开具尚未到期的保函金额合计 0.81 亿元。

跟踪期内，该公司作为原告存在与台州大华铁路材料有限公司的专利纠纷案件，涉案金额 5,000 万元，2020 年 7 月 7 日，宁波市中级人民法院作出（2019）浙 02 知民初 292 号之四《民事裁定书》，认为最高人民法院的再审裁判，将最终决定案件所涉的专利号为 ZL201020109286.4 的实用新型专利权的效力，直接影响案件的审理结果，在最高人民法院再审裁判尚未作出的情况下，不宜再对案件进行审理，裁定案件中止诉讼。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司作为经营实体，资产负债构成与合并口径基本一致。2018-2020 年末，公司母公司资产总额分别为 15.45 亿元、18.83 亿元和 24.54 亿元。母公司承担融资职能，银行借款主要集中于本部，2018-2020 年末母公司刚性债务分别为 2.85 亿元、5.94 亿元和 6.48 亿元。2018-2020 年母公司营业收入分别为 4.26 亿元、5.55 亿元和 8.22 亿元，净利润分别为 0.75 亿元、0.80 亿元和 1.83 亿元，同期经营环节现金净流入量分别为 0.32 亿元、-0.10 亿元和 0.65 亿元，可为债务的到期偿付提供一定的保障。

外部支持因素

作为上市公司，该公司股权融资较为便利。银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得银行综合授信总额 11.96 亿元，剩余 5.58 亿元尚未使用。其中五大商业银行综合授信额度为 4.34 亿元，占综合授信额度的 36.29%；剩余额度为 0.84 亿元，占授信余额的 15.12%。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：已使用贷款授信	余额	利率区间
全部（亿元）	11.96	5.21	5.58	3.85%—4.85%
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	4.34	2.81	0.84	3.85%—4.85%
其中：大型国有金融机构占比（%）	36.29	53.95	15.12	

资料来源：根据天铁股份所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 有条件回售条款

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在任何连续 30 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债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、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计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第 1 个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，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。

2. 附加回售条款

若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化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以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

3. 有条件赎回条款

本次债券设置了有条件赎回条款，即转股期内，如果该公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权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本次债券。

跟踪评级结论

该公司为民营上市公司，跟踪期内，实际控制人及控股股东未发生变化，但持股比例有所下降。跟踪期内，公司修订了公司章程等各项管理制度及组

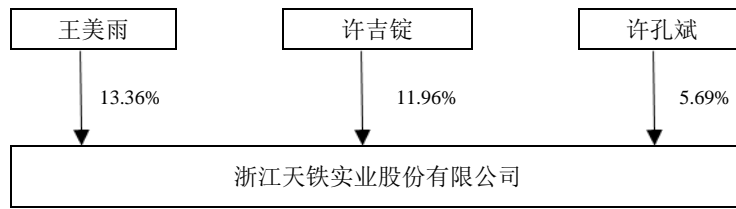
织架构，董监高主要管理人员换届选举发生变化。公司控股股东存在股权质押用于个人融资情况，需关注质押风险。另外公司控股股东王美雨违规减持公司股票，子公司因违规堆放危化品而受到行政处罚，反映出公司内控管理有待加强。

跟踪期内在套靴产品产销量增长的带动下，该公司营业收入继续增长，在手订单较充裕。公司产品以技术为驱动，盈利能力较强，但不同产品盈利水平差异较大，受市场竞争加剧影响，2020年公司橡胶减振垫及其他产品毛利率呈下滑趋势，导致公司综合毛利率下降。公司下游客户销售集中度高，且销售回款慢，需关注资金回笼管控风险。公司原材料主要为橡胶制品，受原油价格变化影响存在波动，2021年以来原材料价格大幅上涨，公司成本控制压力加大。

跟踪期内，随着业务规模的扩大，公司资产和负债规模保持增长，得益于可转债大量转股，资本实力增强，2020年末公司资产负债率有所下降。公司刚性债务规模持续增长，且以短期为主，面临一定即期偿债压力。公司流动资产主要以应收账款为主，应收账款周转速率较慢，资产流动性偏弱，且公司资产中存在较大商誉，若后续经营业绩不达预期，公司将面临一定商誉减值风险。跟踪期内，公司主业现金回笼情况有所好转，但总体回笼能力仍较弱，未来拟建项目投资规模较大，面临较大的投融资压力。

附录一：

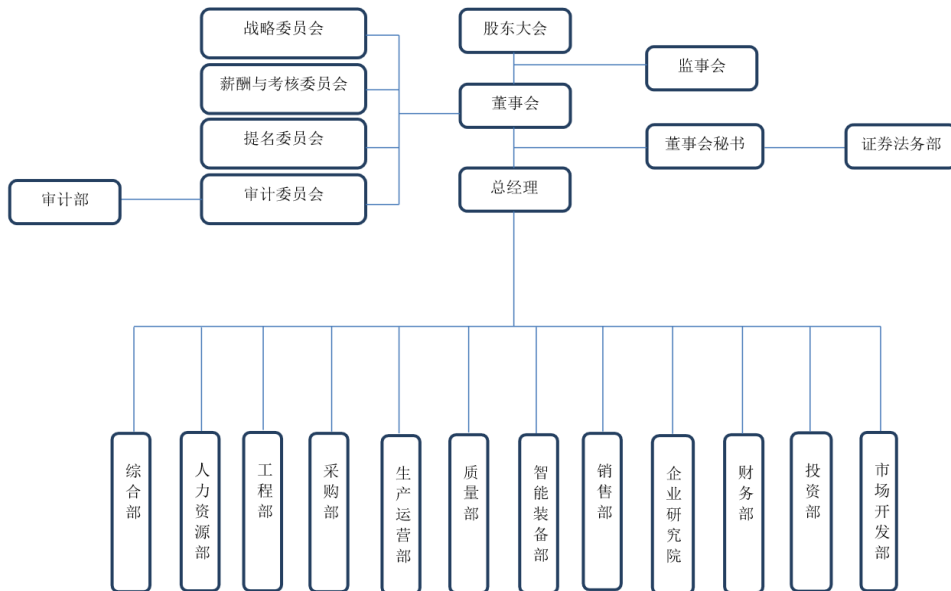
公司与实际控制人关系图



注：根据天铁股份提供的资料绘制（截至 2021 年 6 月 18 日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据天铁股份提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
浙江天铁实业股份有限公司	天铁股份	本级	—		6.48	14.73	8.22	1.83	0.65	
江苏昌吉利新能源科技有限公司	江苏昌吉利	子公司	60%	生产、销售氯代正丁烷、正丁基锂、氯化锂等精细化工产品	-	2.11	2.02	0.46	0.26	
河南天铁环保科技有限公司	河南天铁	子公司	80%	专业的雨、污水处理系统的研发、生产、销售	0.39	0.84	0.81	-0.01	-0.19	
浙江天北科技有限公司	浙江天北	子公司	51%	主要代理浙江天铁实业股份有限公司所生产的轨道材料及其子公司生产的相应轨道、建筑材料在浙江区的销售	-	0.24	0.74	0.02	-0.02	
新疆天铁工程材料有限公司	新疆天铁	子公司	95%	混凝土外加剂生产销售、抗震支架销售、建筑减隔震销售	0.10	0.77	0.34	-0.03	-0.12	

注：根据天铁股份 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	17.72	23.46	29.65	30.64
货币资金 [亿元]	0.93	1.36	2.35	1.64
刚性债务[亿元]	3.43	6.41	6.97	7.77
所有者权益 [亿元]	10.44	12.15	17.29	18.20
营业收入[亿元]	4.91	9.90	12.35	3.69
净利润 [亿元]	0.83	1.56	2.12	0.87
EBITDA[亿元]	1.25	2.69	3.48	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.10	-0.81	0.43	0.01
投资性现金净流入量[亿元]	-3.04	-1.06	-2.14	-1.05
资产负债率[%]	41.11	48.22	41.69	40.62
权益资本与刚性债务比率[%]	304.00	189.60	248.09	234.07
流动比率[%]	154.41	155.16	206.42	207.95
现金比率[%]	25.50	21.03	41.77	33.12
利息保障倍数[倍]	28.62	7.46	7.01	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	529.69	397.26	421.32	—
毛利率[%]	55.83	51.04	48.31	53.77
营业利润率[%]	20.93	19.62	20.81	30.27
总资产报酬率[%]	7.65	10.79	11.13	—
净资产收益率[%]	8.66	13.79	14.39	—
净资产收益率*[%]	8.82	12.87	15.16	—
营业收入现金率[%]	57.52	57.27	74.37	76.73
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.64	-10.46	4.73	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-73.97	-20.09	-14.46	—
EBITDA/利息支出[倍]	33.81	9.04	8.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.67	0.55	0.52	—

注：表中数据依据天铁股份经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	9
		盈利能力	1
		公司治理	5
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	2
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	1
		流动性	1
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA ⁻

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2019年9月11日	AA ⁻ /稳定	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	报告链接
	前次评级	2020年6月22日	AA ⁻ /稳定	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AA ⁻ /稳定	刘佳、史奕晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	-
债项评级 (天铁转债)	历史首次评级	2019年9月11日	AA ⁻	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	报告链接
	前次评级	2020年6月22日	AA ⁻	刘佳、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月25日	AA ⁻	刘佳、史奕晨	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。