



2021年浙江三花智能控制股份有限公司 公开发行可转换公司债券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：



2021年浙江三花智能控制股份有限公司公开发行可转换公司债券 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	2021-06-25	2020-11-02

债券概况

债券简称：三花转债

债券剩余规模：30 亿元

债券到期日期：2027 年 05 月 31 日

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对浙江三花智能控制股份有限公司（以下简称“三花智控”或“公司”，证券代码为 002050.SZ）及其 2021 年 6 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：新能源汽车发展前景较好，公司在新能源汽车热管理领域已建立技术优势，增速发展较快；公司的规模优势与技术优势有望继续维持制冷空调元器件板块业务平稳运营；公司客户资质优质，合作关系稳定；经营效益逐年增加，回款表现较佳。同时中证鹏元也关注到，公司汽车零部件板块可能存在技术更新迭代压力；募投项目可能存在效益不及预期风险等风险因素。

未来展望

- 公司在制冷空调元器件以及新能源汽车热管理系统已形成较好的技术优势地位，且同优质的客户合作关系较为稳定，带来持续收入及现金流的增长，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	177.02	170.33	147.90	139.32
归母所有者权益	104.38	100.65	92.92	86.15
总债务	38.23	35.50	31.34	29.78
营业收入	34.08	121.10	112.87	108.36
净利润	3.64	14.73	14.34	13.11
经营活动现金流净额	1.90	20.87	19.00	12.88
销售毛利率	27.24%	29.81%	29.60%	28.59%
EBITDA 利润率	--	19.09%	17.99%	17.35%
总资产回报率	--	11.04%	11.96%	12.09%
资产负债率	40.52%	40.39%	36.68%	37.55%
净债务/EBITDA	--	-1.14	-1.16	-0.14
EBITDA 利息保障倍数	--	35.71	37.57	37.88
总债务/总资本	26.64%	25.90%	25.07%	25.50%
FFO/净债务	--	-70.47%	-65.34%	-513.90%
速动比率	1.65	1.96	1.67	1.60
现金短期债务比	2.47	3.70	2.17	1.31

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

优势

- **新能源汽车发展前景较好，公司具备技术优势。**新能源汽车面临较好的市场前景，公司在相应领域持续研发投入使得对应的热管理领域成本持续优化与性能持续改善，未来发展前景广阔，作为细分领域的头部企业，公司相关收入大幅提升。
- **规模优势与技术优势有望继续对制冷设备零部件业务发展形成支撑。**公司核心的制冷空调电器零部件销售规模均位居世界前列，市场占有率较高，规模效应明显，具备成本优势；2020年末公司已获国内外专利授权 2,379 项，其中发明专利授权 1,168 项，技术优势明显，规模优势与成本优势有望对公司经营形成支撑。
- **公司客户资质优质，合作关系稳定。**公司制冷空调电器零部件板块客户主要为如格力、美的、LG 等国内外龙头客户；汽车零部件客户主要为国际知名大型车企，经营实力均相对较强，客户资质相对优质，且公司与其合作关系稳定，有助于保障公司经营安全。
- **公司经营效益继续增加，回款表现较好。**2020 年虽受疫情影响，但公司收入保持持续增长，且汽车零部件板块增长迅速；公司收现比表现较好，账期相对合理，经营活动现金流持续净流入且规模不断扩大。

关注

- **汽车零部件板块存在持续技术更迭压力。**近年公司积极拓展新能源汽车领域，但目前该行业尚处于资本扩张期与技术更新期，竞争格局尚未稳定，公司存在持续技术更迭压力。
- **募投项目可能存在效益不及预期风险。**本期债券募投项目为年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，新增产能规模较大，若未来下游市场需求与预期出现较大偏差，可能导致项目收益现金流入情况不及预期，进而会对公司财务与经营形成较大负担。

同业比较（单位：亿元）

指标	三花智控	奥特佳	富奥股份	盾安环境
总资产	170.33	84.08	144.61	85.03
营业收入	121.10	32.27	111.13	73.81
净利润	14.73	-2.98	9.08	-10.33
销售毛利率	29.81%	13.85%	13.05%	16.97%
资产负债率	40.39%	40.92%	42.78%	84.99%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：WIND 资讯，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	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2021年6月发行6年期30亿元可转换公司债券，募集资金用于公司年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目及补充流动资金。截至2021年6月7日，公司募集资金尚未使用，募集资金账户余额为29.90亿元。

三、发行主体概况

截至2021年3月末，公司名称和主营业务均未发生变化，仍主要从事制冷空调电器零部件与汽车零部件研发、生产和销售。截至2021年3月末，公司股本为35.92亿元，其中控股股东为三花控股集团有限公司，控股股东通过直接与间接持有公司股份比例为51.57%，其中质押股份数量为2.28亿股，实际控制人为张道才、张亚波与张少波（三者系一致行动人）。2021年3月末公司产权及控制关系图见附录二。同期末，公司合并报表范围内减少4家子公司，新增纳入合并范围4家子公司。

表1 2020-2021年3月末，公司新增合并子公司与不再纳入合并子公司情况（单位：万元）

序号	新增子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
1	浙江先机智能科技有限公司	3,460	100.00%	新设投资
2	三花墨西哥投资有限公司	1,200 万美元	100.00%	新设投资
3	浙江三花商用制冷有限公司	16,829	100.00%	新设投资
4	绍兴三花汽车热管理科技有限公司	5,000	100.00%	新设投资
	不再纳入子公司名称	注册资本	持股比例	不再纳入原因
1	青岛德佰宜制冷设备有限公司	2,000	58%	协议处置
2	杭州三花家电热管理系统有限公司	7,000	100%	清算注销
3	亚威科电器设备（上海）有限公司	20 万欧元	100%	清算注销
4	马鞍山市三花智能科技有限公司	600	60%	清算注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

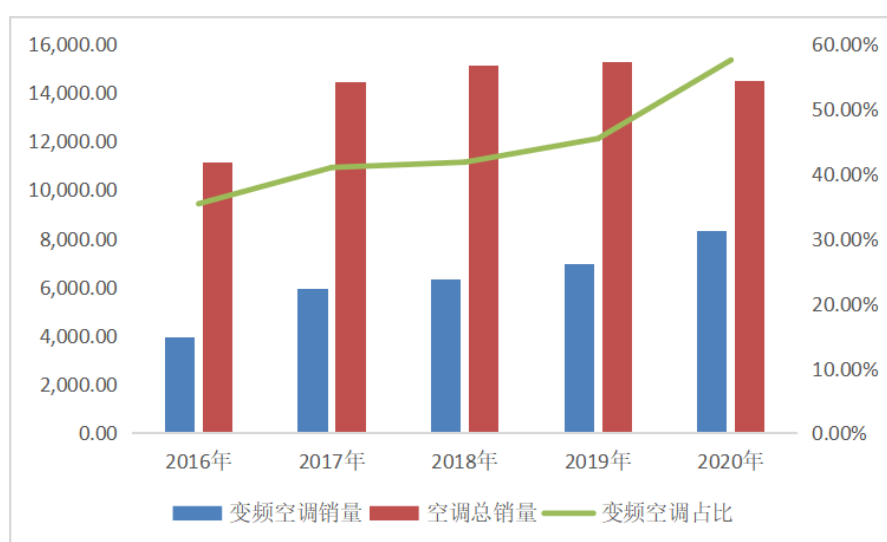
行业及区域经济环境

家用空调销售整体进入存量市场时代，但随着新节能政策实施，变频空调销售表现有望持续改善

近年随着居民收入持续提高，城镇化的推进以及房地产市场的发展，中国家用空调销售总体处于扩容的趋势，但随着房地产市场调控逐步收紧以及居民杠杆率的攀升，家用空调销售总量逐步见顶，2020年全年销量为1.51亿台，同比降低0.74%，未来中证鹏元认为随着城镇化已经进入相对较高的水平，且随着房地产市场调控不断升级，无论在房地产企业运营杠杆率还是销售政策均表现出明显的严控趋势，房地产土地购置面积亦或是竣工面积均可能出现回落，加上居民目前债务率水平处于相对较高的分位水平，家用空调销售很难出现2017年大幅提高的场景，预计家用空调销售将逐步趋稳。

从家用空调销售结构来看，变频空调销售占比总体呈现逐年提高态势，驱动因素主要包括居民节能意识的提高以及国家环保政策，2020年变频空调销售占比达到57.50%，较上年提升12个百分点。随着2020年1月国家对将定频房间空调能效国家标准GB12021.3-2010《房间空气调节器能效限定值及能效等级》和变频房间空调能效国家标准GB21455-2013《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能效等级》进行了合并修订，统一采用SEER（单冷性空调器）或APF（热泵型空调器）考核空调器的能效水平，不再对定频与变频设定不同考核标准。上述政策的实施有望带动变频空调销售进入快车道，变频空调销售占比有望进一步提高。

图1 家用空调中变频空调销售占比（单位：万台）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

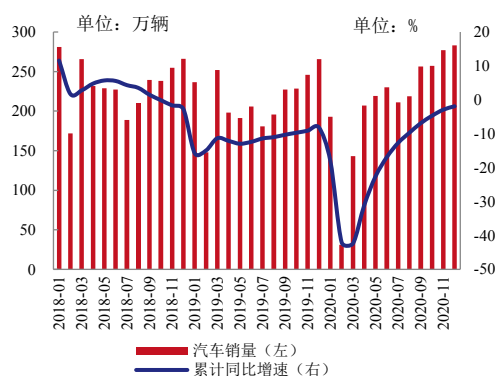
2020年汽车零部件需求随疫情缓解逐渐复苏，促进行业收入增速回升；预计2021年汽车行业消费回暖有望继续带动汽车零部件需求量上行

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调。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 年新能源汽车车型投放力度加大，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。

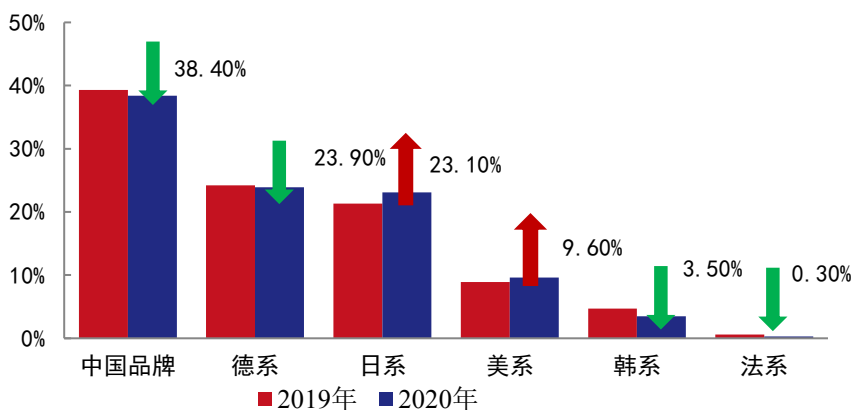
中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术以及供应体系卡位较好的企业将在激烈竞争中脱颖而出。中国新能源乘用车渗透率自 2015 年开始快速上升，但是目前电动化和智能化整体渗透率较低，相关技术迭代持续进行中，目前本土企业与外资企业的差距较小，同时供应体系也至关重要。长期来看，政府发展新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场占有率扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

疫情加速汽车零部件行业尾部企业出清；市场分化持续加剧，配套日系品牌、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强；市场并购重组保持活跃，需继续防范并购风险

中证鹏元认为，2021 年汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧并购重组保持活跃，全球化进程即将加速。2020 年疫情期间中国汽车零部件企业凭借较低的资产负债率表现出较强劲的韧性，在部分海外汽零企业破产或经营困难之下不断斩获海外新客订单，实现利润增长与份额提升。从行业内部看，疫情加速行业格局出清，强者恒强，弱者淘汰，预计 2021 年汽车零部件行业出清速度加快，供应商的破产数量将继续上升。

市场出清势必伴随着分化加剧，配套高性价比的日系、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强。从汽车品牌来看，凭借着良好的产品口碑和质量，2020 年日系品牌表现亮眼，其中东风本田和广汽丰田销量大幅上扬，日系品牌市场份额增至 23.10%，配套高性价比和高保值率的日系供应商抗压能力较强。中证鹏元预计 2021 年自主品牌仍占据市场份额首位，但市占率恐将有所下滑。主要原因如下：首先，自主品牌受众群体对价格较为敏感，受新冠疫情影响，中低收入消费者购车能力和意愿受到抑制；其次，合资品牌向下竞争策略分流了部分自主品牌市场，受益于过去已经积累的口碑，在整体经济下行压力较大时，消费者买车的时候更加倾向于选择销量大、保值率比较高的合资品牌汽车；最后，自主品牌内部分化严重，疫情突袭下例如众泰汽车和力帆汽车等尾部车企抗风险能力较差，已进入加速淘汰阶段或重组阶段，尾部自主品牌被不断出清，需注意关联供应商的订单补充情况。此外，汽车零部件行业中掌握核心技术、出口占比较高的供应商如宁德时代、岱美股份等企业的抗压能力亦相对较强。

图 4 自主品牌随着尾部车企的出清市场份额持续下滑，预计 2021 年自主品牌市占率或将进一步下探



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

预计 2021 年零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑将为中国零部件企业提供新的发展机遇，但需防范企业并购风险。全球乘用车销量增速维持下滑趋势，为应对行业变革与转型，整车厂商研发投入加大，国际车企通过降本来维持盈利能力的需求较大，重新选择零部件供应商的可能性继续提升。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，且由于部分海外零部件

供应商受疫情与短期事件影响破产或经营困难，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链。此外，国际零部件龙头剥离或出售业务为国内零部件供应商提供配套可能，2020年零部件市场继续整合资源，跨界并购企业重组增多。2020上半年，由于疫情期间并购风险增加，全球汽车零部件企业完成的并购交易数量下降到55笔。下半年，由于新冠疫情带来的公司破产和低估值，全球汽车零部件行业掀起了一波并购交易浪潮，英飞凌收购赛普拉斯半导体，现代汽车收购安波福的合资公司，日本电产收购欧姆龙等，主要集中在新能源和智能网联领域。随着国际零部件市场出清，国内头部企业可把握时机，将遭遇生存危机的技术型企业兼并重组，从而快速提升核心竞争力，进而提升在国际市场的份额。但需注意，企业并购尤其是海外并购存在不容忽视的风险，如国家和地区监管部门的审批风险、并购融资的财务风险、整合过程中的经营体制和文化的冲突风险、市场份额相互渗透加剧内耗的风险、跨国经营的政策与汇率风险等。

2021年钢材供需紧平衡，推动钢价中枢稳中有增，但高库存将抑制钢价快速上涨，汽车零部件厂商成本端压力继续上升

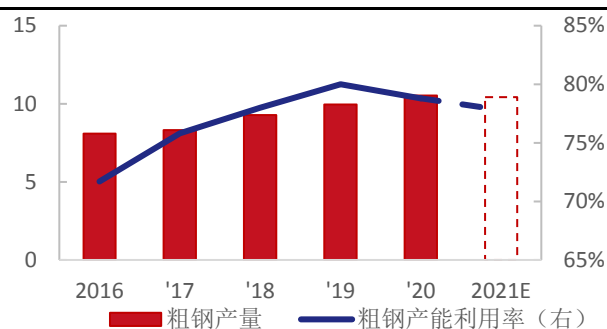
中证鹏元预计，2021年碳达峰目标下钢材产量缩减，供需紧平衡推动钢价上涨，选矿设备制造厂商成本端压力继续上升。2020年复工复产以来，受逆经济周期政策的刺激、国内疫情的有效控制复工复产步伐加快以及国外疫情反复导致供给端产量受到抑制等因素影响，2020年4-12月钢铁价格持续回升。2021年，供给端方面，在能耗强度和总量下降5%的碳达峰政策目标下，钢铁行业将成为碳减排的重点管控对象，2021年钢铁产量预计小幅收缩，但受疫情影响2020年钢材库存创历史新高，春节后因疫情管控得当钢厂看多累库速度加快，导致2021年一季度钢材库存仍居高位；需求端方面，房地产需求仍有韧性，基建在专项债等政策的支持下继续恢复，下游需求向好已成为业内共识。同时，受2021年初国际铁矿石开采事故，及供需等因素影响，2021年初铁矿石价格一路走高。综合影响下，预计2021年钢材供需紧平衡，推动钢价中枢稳中有增，选矿设备制造厂商成本端压力继续上升。

图5 2020年4月份以来钢价震荡攀升，预计未来钢价稳中有升



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图6 能耗强度和总量下降5%的政策目标下，2021年钢材产量将小幅收缩



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事热泵变频控制技术和热管理系统产品的研发和生产，产品的应用场景主要在家用空调与汽车。从2020年的经营表现来看，公司营业收入呈现持续稳步增长的态势，细分板块来看，得益于行业发展以及公司的提前布局，汽车零部件保持高速增长；毛利率方面，近年毛利率略有波动，大体维持在30%左右，盈利表现尚可。

表2 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
制冷空调电器零部件	242,066.21	28.71%	964,064.72	29.83%	963,658.87	29.42%
汽车零部件	98,755.48	23.64%	246,918.62	29.70%	165,090.07	30.64%
合计	340,821.69	27.24%	1,210,983.34	29.81%	1,128,748.94	29.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 公司营业收入区域分布与占比（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	160,527.01	47.10%	586,458.98	48.43%	559,465.18	49.57%
国外	180,294.67	52.90%	624,524.36	51.57%	569,283.77	50.43%
合计	340,821.69	100.00%	1,210,983.34	100.00%	1,128,748.94	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）制冷空调电器零部件板块

公司在技术实力与生产规模方面保持相对优势，制冷空调电器零部件板块经营平稳，但增长乏力

公司从事制冷空调电器零部件时间较长，是国内首批从事该领域企业。公司主要生产销售制冷空调冰箱之元器件及部件，产品包括四通换向阀、电子膨胀阀、微通道换热器、截止阀等，目前主要产品的市场占有率位居全球前列，规模优势明显。

得益于规模经济和良好的管理水平，公司生产成本处于较低水平，供货速度与能力较强，成本优势与供货能力形成了维持经营稳健的最核心的竞争力；另外，公司深耕行业多年，积累较多的技术，截至2020年末公司已获国内外专利授权2,379项，其中发明专利授权1,168项，2020年研发投入规模达到了5.18亿元，较去年基本持平，持续的研发投入有助于维持公司目前技术领先的地位。总体来看，规模优势以及技术优势将继续保持公司制冷空调电器零部件业务板块的运营平稳性，短期内经营风险较低。

同时我们也注意到，空调市场已经进入存量博弈期间，虽然变频空调的比重不断上升，有利于公司产品的应用，但受制于行业增长空间有限，公司近年制冷空调电器零部件增速相对偏慢，增速相对乏力。

表4 公司制冷空调电器零部件板块主要收入构成情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
产品一 ¹	21.85	21.51
产品二	6.93	8.29
产品三	13.77	12.39
产品四	12.30	12.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产线自动化水平较高，跟踪期各类型产品产能利用情况表现层次不齐，新增产能较大，需关注政策执行力度不及预期，固定费用将会侵蚀盈利

公司制冷空调电器零部件板块基本实现自动化或半自动化生产，自动化水平较高，产品良率水平维持在相对较高水平，对公司生产成本的控制形成保障；产能方面，2020年公司在四通阀和电子膨胀阀新增部分产能，目前微通道热交换器和截止阀产能利用率表现相对不理想，其余产品产能利用率均维持在相对合理的水平。考虑到目前国内空调能耗国家标准趋严，变频空调的市场需求可能继续增加，为应对市场扩容，公司计划募集资金主要投向年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，新增较大产能，若未来政策执行力度以及公司市场拓展情况符合预期，公司制冷空调电器零部件板块相关产品产能利用率继续维持在相对合理水平。一方面扩张新的先进产能将有助于公司固定成本与生产成本的管控，盈利能力可能继续保持稳健，另外一方面有助于增厚业绩表现。值得关注的是，变频空调渗透率的提高结果视乎政策执行力度情况，若不及预期，可能导致公司新增产能存在消化风险。

表5 公司制冷空调电器零部件板块产能及产能利用率情况（单位：万件）

年份	项目	产能	产量	产能利用率
2020年	产品一	8,081	7,147	88.44%
	产品二	11,493	8,027	69.84%
	产品三	4,969	4,078	82.07%
	产品四	315	202	64.13%
2019年	产品一	7,850	6,673	85.01%
	产品二	12,000	10,611	88.43%
	产品三	4,500	4,016	89.24%
	产品四	301	224	74.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从2020年公司主要采购供应商来看，前五大供应商合计采购金额集中度不高，且集中度进一步下降。从供应商的构成来看，前五大供应商构成变动不大，公司与供应商合作关系相对稳定，考虑到公司主要采购商品为铜管与铝等，均为大宗商品，市场供给相对充裕，短缺风险较低。但值得注意的是，2021年

¹ 公司基于客户信息保密以及经营安全性角度考虑，不披露产品具体信息以及客户名称与供应商名称，下同。

以来，大宗商品价格持续攀升，带来了铜管与铝等商品价格高企，虽然公司通过上下游价格联动方式以及期货套期等能有效缓释原材料价格上涨风险，但公司仍因为来料加工到产品外销仍一定时间的滞后性，以及可能原材料上涨带来下游需求疲软，进而导致公司原材料涨价的风险。

表6 公司制冷空调电器零部件板块主要供应商（单位：万元）

年份	供应商	采购金额	占比
2020 年	第一大供应商	31,581.64	4.67%
	第二大供应商	27,348.81	4.04%
	第三大供应商	10,328.59	1.53%
	第四大供应商	10,005.19	1.48%
	第五大供应商	9,933.25	1.47%
	合计	89,197.48	13.19%
2019 年	第一大供应商	31,822.02	4.68%
	第二大供应商	26,500.65	3.90%
	第三大供应商	18,616.67	2.74%
	第四大供应商	13,528.25	1.99%
	第五大供应商	12,506.39	1.84%
	合计	102,973.98	15.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产销率表现依然较好，且小幅提升，客户资质依然较优，且稳定性更佳，库存积压风险较低

公司制冷空调电器零部件板块中内销产品生产模式总体采取“以销定产”加标准件合理备货，外销产品主要采用“以销定产”。因客户存货管理模式的影响，以及疫情导致的供应链紧张，客户提前备货等因素，公司四通阀、截止阀与电子膨胀阀等产销率整体均好于去年，但总体水平维持较好，考虑到公司生产的产品基本上具备订单，产品滞销带来的跌价风险相对较低。

表7 公司制冷空调电器零部件板块产销情况（单位：万件）

年份	项目	产量	销量	产销率
2020 年	产品一	7,147	7,072	98.95%
	产品二	8,027	8,790	109.51%
	产品三	4,078	3,948	96.81%
	产品四	202	207	102.48%
2019 年	产品一	6,673	6,485	97.18%
	产品二	10,611	10,521	99.15%
	产品三	4,016	3,511	87.43%
	产品四	224	192	85.71%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司销售模式主要采用直销模式，国内外主要的大型空调制造商基本上为公司客户，得益于公司产品的供货能力与成本优势，公司与核心客户的合作关系一直保持稳定，但公司海外客户占比仍较大，仍需要关注疫情带来供应链的不确定性；近年前五大客户销售占比在40%左右，2020年该数值为40.65%相对变化不大，集中度相对较高，从账期上来看，一般客户维持在45天至60天账期水平，以现金结算居多，票据偏少。我们认为下游空调制造商格局相对稳定，公司销售客户的集中度表现与下游行业竞争格局相匹配，考虑到公司核心产品市场竞争力较强，短期内即使下游核心客户经营效益发生变化，但因变频空调行业整体有望扩容，公司经营效益受单个客户经营状况变动影响仍相对较少。

表8 公司制冷空调电器零部件板块主要客户（单位：万元）

年份	客户	销售金额	占比
2020年	第一大客户	115,746.69	12.01%
	第二大客户	94,632.91	9.82%
	第三大客户	81,546.13	8.46%
	第四大客户	56,232.82	5.83%
	第五大客户	43,704.54	4.53%
	合计	391,863.09	40.65%
2019年	第一大客户	126,313.03	13.11%
	第二大客户	101,955.98	10.58%
	第三大客户	71,891.90	7.46%
	第四大客户	54,898.88	5.70%
	第五大客户	35,218.66	3.65%
	合计	390,278.45	40.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）汽车零部件板块

得益于新能源汽车销量快速增长以及公司在新能源汽车热管理系统的技术累积，汽车零部件收入呈现高速增长态势，且未来该业务市场空间很大，公司已具备先发优势

依托公司在制冷空调电器零部件领域积累的生产与制造经验，近年公司布局传统燃油车与新能源汽车热管理领域，并已经成为汽车热管理领域龙头企业，且呈现高速增长态势。目前公司传统燃油车热管理产品已经与大型的整车企业或一级配套商形成稳定的合作关系，但因近年传统燃油车销售持续缩量，部分产品销售金额逐年下滑。

2020年以来新能源汽车呈现高速增长态势，凭借技术的累积，公司加大对于新能源汽车热管理领域的投入，并已经与国内外知名的新能源汽车企业达成供货协议，因新能源汽车区别于燃油车，其电控部分以及动力电池部分对于热管理要求较高，公司相应领域呈现高速增长态势，且增速趋势没有降低的迹

象。得益于新能源汽车发展具备广阔的前景，热管理细分行业市场有望进一步扩容，而公司已经在相关领域建立起先发优势，公司汽车零部件板块或将有较高增长空间。

2020年，在新能源汽车热管理零部件带领下，公司汽车零部件收入达到24.69亿元，增速高达49.55%，且随着公司集成组件产品产量进一步扩张，仅2021年第一季度，相应汽车零部件板块收入9.88亿元，增速较快。

表9 公司汽车零部件板块主要销售收入情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
产品一	5.33	0.29
产品二	3.37	3.51
产品三	1.78	0.88
产品四	0.88	0.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年产销率整体略有提升，以销定产模式，使得公司整体产销率较好；单一大客户需求放量，使得公司客户集中度快速提升，需关注客户集中性问题

公司汽车零部件板块生产模式总体采取以销定产，但因客户存货管理模式的影响，产量与销量核算口径存在差异，除了水冷板产品产销率略有下降，其余主要产品呈现上升态势。总体产销率水平平均维持较好，考虑到公司生产的产品基本上具备订单，产品滞销带来的跌价风险相对较低。

表10 公司汽车零部件板块产销情况（单位：万件）

年份	项目	产量	销量	产销率
2020年	产品一	20.82	20.54	98.66%
	产品二	1,399.70	1,360.95	97.23%
	产品三	90.45	83.38	92.18%
	产品四	162.18	158.95	98.01%
2019年	产品一	5.98	5.52	92.31%
	产品二	1,603	1,498	93.45%
	产品三	45.20	43.38	95.97%
	产品四	66.65	62.67	94.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司核心客户主要为大型的整车企业与一级配套商，前五大客户销售金额占比逐年提高，且2020年单一大客户需求量大幅上升，公司前五大客户集中度提升至61.63%。从客户账期来看，一般在45天至60天，部分高资质国内客户可能会略有延长，但一般不超过90天，且部分主机厂选择支付票据结算。相应客户均为国内或者国际一线品牌汽车商，对应信用资质较好，目前公司与上述客户合作关系稳定，稳定的客户关系有助于维持公司业务发展。

表11 公司汽车零部件板块主要客户情况（单位：万元）

年份	客户	销售金额	占比
2020年	客户一	93,766.31	43.94%
	客户二	14,921.51	6.99%
	客户三	9,885.63	4.63%
	客户四	6,984.30	3.27%
	客户五	5,957.99	2.79%
	小计	131,515.75	61.63%
2019年	客户一	35,119.15	21.27%
	客户二	15,484.92	9.38%
	客户三	11,948.80	7.24%
	客户四	5,770.99	3.50%
	客户五	5,049.08	3.06%
	合计	73,372.94	44.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着新增产能的进一步投产，公司产能利用率尚处于爬坡阶段，产能利用率指标下降；需关注未来核心客户经营效益下滑引发的公司产能利用率下滑导致的产能消化风险；原材料采购面临一定的价格上涨风险

目前公司主要的汽车零部件产品生产均已经实现自动化或半自动化，产品良率在95%以上，较高的良率有助于生产成本管控；从公司目前主要产品的产能利用率情况来看，2020年公司部分产品的产能利用率逐年下滑，一方面主要系下游燃油车需求下滑所致；更主要原因，目前公司新能源汽车热管理投产较多，相应产能利用率尚处于爬升阶段，尤其是核心产品一，2020年产能较2019年增加了333.33%，且一季度继续增长。总体来看，2020年公司产能利用率表现情况明显下降，中长期来看，新能源汽车销售前景较好，但考虑目前该行业尚处于资本扩张期与技术快速更迭期，竞争格局尚未稳定，虽公司在开拓其他新客户，但若核心客户技术水平落后或陷入财务困境，可能使其经营出现困难，仍有可能进而导致公司汽车零部件产能利用率水平承压，固定费用等可能会影响公司的盈利表现。

表12 公司汽车零部件主要板块产能利用率情况（单位：万件）

年份	项目	产能	产量	产能利用率
2020年	产品一	26	20.82	80.08%
	产品二	2,000	1,399.70	69.99%
	产品三	100	90.45	90.45%
	产品四	170	162.18	95.40%
2019年	产品一	6	5.98	99.67%
	产品二	2,000	1,603	80.15%
	产品三	60	45.20	75.33%

产品四

90

66.65

74.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从近年公司主要采购供应商来看，前五大供应商合计采购金额占比不高，2020年前五大供应商合计采购金额占比为21.18%，集中度有上升趋势，但仍处于较低水平。从供应商的构成来看，前五大供应商构成发生明显变化，公司与供应商合作关系相对稳定，考虑到公司主要采购商品市场供给相对充裕，短缺风险较低，但我们也关注到铜、铝等商品价格自2021年以来大幅上升，虽然部分产品购销两端形成价格联动机制，但因时间间隔或者需求的削弱，也可能会面临一定的原材料价格波动风险。

表13 公司汽车零部件板块主要供应商情况（单位：万元）

年份	供应商	采购金额	占比
2020年	第一大供应商	9,220.34	6.80%
	第二大供应商	6,909.72	5.10%
	第三大供应商	4,909.84	3.62%
	第四大供应商	4,390.65	3.24%
	第五大供应商	3,279.43	2.42%
	合计	28,709.99	21.18%
2019年	第一大供应商	6,731.16	5.88%
	第二大供应商	3,974.35	3.47%
	第三大供应商	3,617.19	3.16%
	第四大供应商	2,601.88	2.27%
	第五大供应商	2,168.86	1.89%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司新建项目较多，预计仍将有一定持续投资压力，未来关注在建工程投产情况

我们关注到，截至2020年末，包括本期债券的两个募投项目（6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目），总投资超过43.23亿元，虽然公司经营现金流表现较好，但仍会有一定的融资需求。同时，预计公司未来新增产能较大，需要关注公司在建产能的投产情况。

表14 截至2020年末，公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	累计已投资
年产730万套新能源汽车热管理系统组件项目	4.69	3.40
年产1,270万套汽车空调控制部件项目	2.15	1.83
年产1,150万套新能源汽车零部件项目	5.29	4.10
年产150万套新能源热管理部件项目	5.00	0.89
年产100万套新能源汽车空调热敏传感器项目	0.45	0.21
年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	17.81	0.49

年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	7.86	0.12
越南工业厂区工程	2,800 万美金*	0.79
合计	43.23	11.83

注：*未核算越南工厂以美元计价的项目总投资
 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

以下分析基于公司公告的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司 2020 年以来合并范围变化见表 1。

资产结构与质量

2020 年公司资产持续提升，整体资产质量较好，资金充裕度仍较高，资产流动性较佳

获益于公司的持续经营，公司资产规模不断增加，资产仍以货币资金、应收款项以及存货类等流动性资产为主。

2020 年末流动资产中主要构成为货币及等价物，主要为货币资金与银行理财产品，二者合计金额为 42.42 亿元，占资产总额比重接近 25%，且整体受限比重很低。2021 年 3 月末，货币资金与交易性金融资产合计总额略微下降，但公司整体保持了充足的流动性以及即期支付能力。截至 2020 年末，公司应收票据主要为银行承兑汇票，规模为 23.24 亿元，其中 16.87 亿元因质押融资受限，但考虑到公司会选择优质的银行票据，整体回收风险较低；应收账款主要为货款，规模为 23.56 亿元，账款规模扩大，考虑公司主要客户为家用空调龙头企业以及大型车企，经营实力相对较强，整体风险相对可控，但仍需关注公司目前给部分新能源汽车企业供货。考虑新能源汽车行业目前尚处资本扩张期与技术更迭期，部分车企经营可能存在不确定性，可能会导致公司面临一定的坏账风险。存货主要系公司在产品与库存商品，近年公司存货规模逐年提高，主要系公司销售规模扩大，加上客户库存管理模式的影响，考虑公司存货基本上都有订单保障，滞销风险较低。

公司非流动资产主要以固定资产、在建工程及存货为主，随着新增产能的投放，在建工程部分转为固定资产，但整体在建工程规模仍在持续投入；无形资产为搭配新生产基地的建设而获取的土地使用权。

整体看来，公司资产主要以货币及等价物、银行承兑汇票以及应收账款为主，占比达到 50% 左右，其中银行承兑汇票流动性相对较好，应收账款必要时可通过保理或质押及时回笼资金，整体资产质量较好，流动性较佳。

表15 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	37.12	20.97%	34.90	20.49%	26.64	18.01%
交易性金融资产	2.94	1.66%	7.52	4.42%	9.94	6.72%
应收票据	21.65	12.23%	23.24	13.64%	20.97	14.18%
应收账款	25.48	14.39%	23.56	13.83%	18.71	12.65%
存货	28.98	16.37%	23.08	13.55%	21.81	14.75%
流动资产合计	119.85	67.70%	115.84	68.01%	100.51	67.96%
固定资产	39.32	22.21%	38.39	22.54%	33.80	22.85%
在建工程	7.23	4.09%	6.29	3.69%	4.81	3.25%
无形资产	5.90	3.33%	5.08	2.98%	5.26	3.56%
非流动资产合计	57.17	32.30%	54.48	31.99%	47.39	32.04%
资产总计	177.02	100.00%	170.33	100.00%	147.90	100.00%

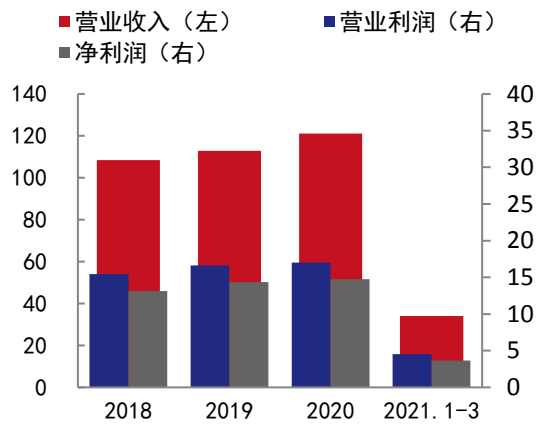
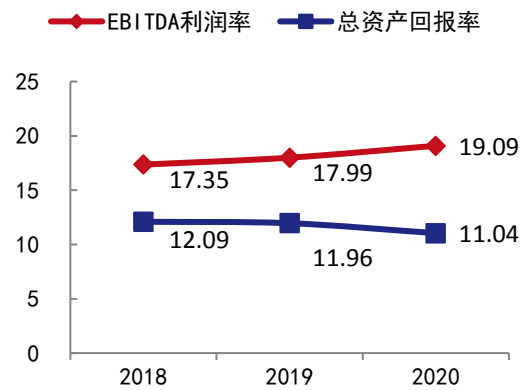
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2020年公司营业收入稳步增长，盈利能力实际稳步小幅提升，考虑到公司处于新产能投产高峰期，预计仍将具备一定的增长潜力

虽然受疫情影响，公司2020年一季度表现不佳，但在复工复产后，行业复苏较快。且新能源汽车销量的提升，推动了公司经营快速回暖。2020年公司全年收入仍保持了7.29%的增长，2021年第一季度，增速恢复到了37.22%。考虑到公司目前新增产能仍然在不断的释放，以及下游新能源汽车需求较好，公司收入端仍具备一定的增长潜力。

2020年公司固定资产折旧增加，且公司对职工薪酬的提升以及管理人员的股权激励支出，综合影响下公司期间费用率小幅提升，但仍处于合理水平。2020年公司EBITDA利润率持续小幅提升，总资产报酬率略有下降，但整体2020年公司盈利能力有所提升。同时，值得投资者关注的是，公司近年来来自于政府补贴保持较高的份额，且持续增长。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）


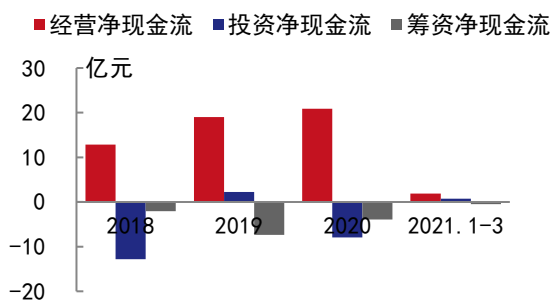
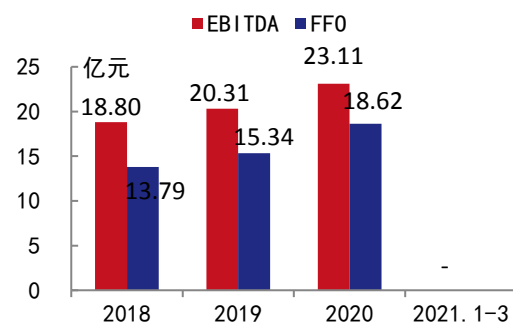
资料来源：公司 2018 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现依然良好，投资压力相对可控

近年公司经营活动收现情况较好，回款情况较佳。受益于销售规模的持续扩大以及主营业务结构的优化，公司利润水平逐年提高，且营运资本变化情况逐年得到优化，公司经营活动现金流净额逐年增加，2020 年经营活动现金流净额达 20.87 亿元。从投资活动现金流来看，2020 年资本支出规模处于高位，但公司经营现金流实现了对投资的覆盖，对筹资现金流不存在依赖；2020 年筹资活动现金流继续处于净流出状态，从结构上看，涉及债务资金基本处于平衡状态，导致筹资活动净流出主要原因在于股利分配，公司融资环境与政策未见明显收缩。

从 EBITDA 和 FFO 指标来看，因利润规模的增长，继续呈现较大规模的折旧与摊销，整体对应的指标继续呈现向好趋势。

图 9 公司现金流结构

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资产负债率略有提升，但债务结构调整成以长期债务为主，本期债券成功发行加大了公司的债务压力

受益于公司的经营积累，2020年末公司所有者权益持续上升，产权比率整体略有上升。2021年6月公司可转债的成功发行，将带动债务率上升，净资产对债务保障程度或将下降。

图 11 公司资本结构

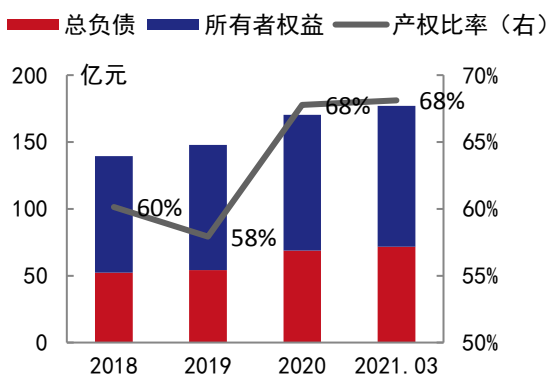
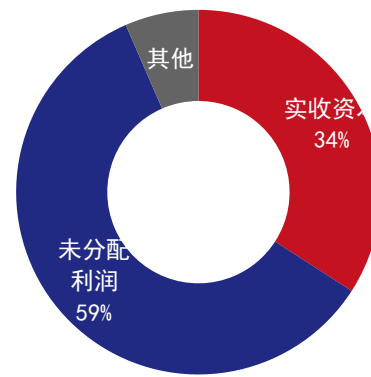


图 12 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司调整了债务结构，2019 年以短期流动性贷款、票据以及一年内到期长期借款为主，2020 年有息借款主要为因在建工程投入而发生长期借款，债务趋向长期债务，且贷款利率相对较低。公司整体应付账款持续提升，对下游体现出有一定占款的优势，有利于公司节约资金。

值得注意，本期可转债规模达 30 亿元，且已于 6 月初顺利发行，若后续转股不及预期，或将为公司带来一定的债务压力。

表 16 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	3.53	4.92%	3.83	5.57%	12.96	23.88%
应付票据	15.48	21.59%	12.39	18.00%	11.31	20.84%
应付账款	24.10	33.60%	22.80	33.14%	15.88	29.27%
其他应付款	2.69	3.75%	2.71	3.94%	1.61	2.97%
一年内到期的非流动负债	6.02	8.39%	1.31	1.90%	2.22	4.10%
流动负债合计	55.02	76.72%	47.28	68.72%	47.08	86.79%
长期借款	12.34	17.21%	17.08	24.83%	3.93	7.24%
递延所得税负债	1.32	1.85%	1.31	1.90%	0.65	1.20%
非流动负债合计	16.70	23.28%	21.52	31.28%	7.16	13.21%

负债合计	71.72	100.00%	68.80	100.00%	54.25	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年3月末公司债务升至38.23亿元，总债务占总负债的比重则下降至53.30%，且公司债务主要以长期债务为主，整体偿债压力较小。

图 13 公司债务占负债比重

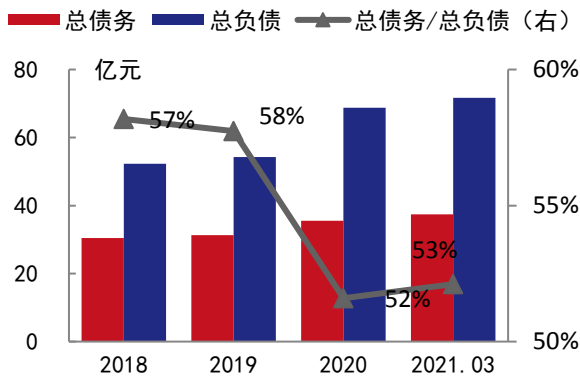
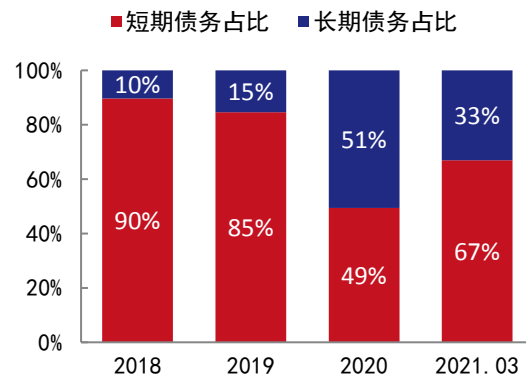


图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

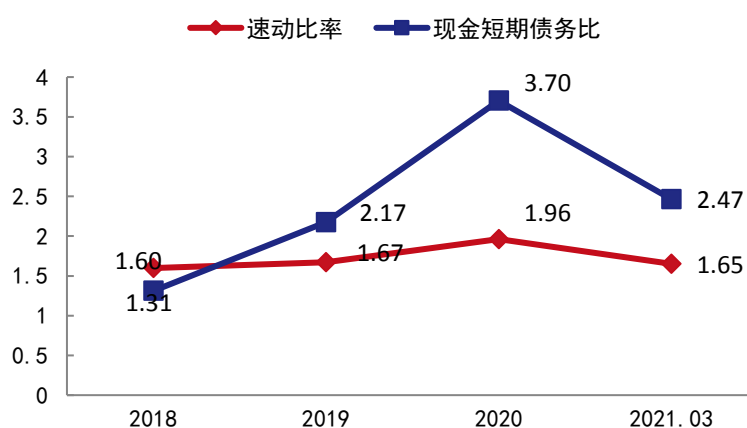
因公司扩产的资金需求以及对下游的应付款规模增长，2021年3月末公司资产负债率上升至40.52%，总债务/总资本表现相对平稳，变化不大，有息债务规模有所上升但相对规模仍不大，且结构有所改善。净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数及FFO/净债务均表现较好，偿债压力较小。

表17 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	40.52%	40.39%	36.68%
净债务/EBITDA	--	-1.14	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	35.71	37.57
总债务/总资本	26.64%	25.90%	25.07%
FFO/净债务	--	-70.47%	-65.34%

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年末，公司速动比率上升至1.96，短期偿债能力依旧较强。现金短期债务比上升至 3.7，现金类资产对短期债务的保障程度依旧较强，公司短期债务压力较小。公司融资渠道多样且较为通畅，截至2020年末，公司银行授信尚可使用额度为41.26亿元，银行授信仍可为公司提供一定的流动性支持，公司资产仍具有融资弹性。

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，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5月14日），公司本部及控股股东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+。

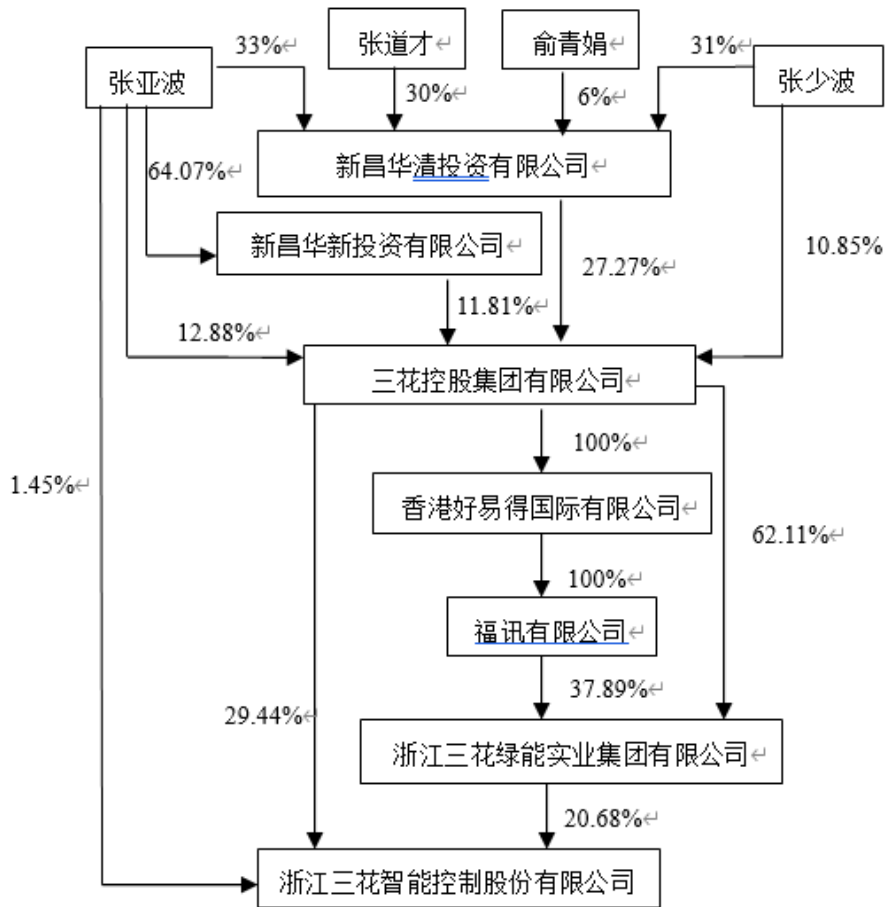
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据(亿元)	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	37.12	34.90	26.64	13.49
应收票据	21.65	23.24	20.97	22.29
应收账款	25.48	23.56	18.71	18.46
存货	28.98	23.08	21.81	20.27
流动资产合计	119.85	115.84	100.51	96.87
固定资产	39.32	38.39	33.80	29.42
非流动资产合计	57.17	54.48	47.39	42.45
资产总计	177.02	170.33	147.90	139.32
短期借款	3.53	3.83	12.96	11.05
应付票据	15.48	12.39	11.31	11.43
应付账款	24.10	22.80	15.88	15.82
一年内到期的非流动负债	6.02	1.31	2.22	4.82
流动负债合计	55.02	47.28	47.08	47.93
长期借款	12.34	17.08	3.93	2.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.86	0.90	0.94	0.30
非流动负债合计	16.70	21.52	7.16	4.39
负债合计	71.72	68.80	54.25	52.32
总债务	38.23	35.50	31.34	29.78
归属于母公司的所有者权益	104.38	100.65	92.92	86.15
营业收入	34.08	121.10	112.87	108.36
净利润	3.64	14.73	14.34	13.11
经营活动产生的现金流量净额	1.90	20.87	19.00	12.88
投资活动产生的现金流量净额	0.71	-7.95	2.23	-12.79
筹资活动产生的现金流量净额	-0.50	-3.96	-7.34	-2.03
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	27.24%	29.81%	29.60%	28.59%
EBITDA 利润率	--	19.09%	17.99%	17.35%
总资产回报率	--	11.04%	11.96%	12.09%
产权比率	68.11%	67.76%	57.92%	60.14%
资产负债率	40.52%	40.39%	36.68%	37.55%
净债务/EBITDA	--	-1.14	-1.16	-0.14
EBITDA 利息保障倍数	--	35.71	37.57	37.88
总债务/总资本	26.64%	25.90%	25.07%	25.50%
FFO/净债务	--	-70.47%	-65.34%	-513.90%
速动比率	1.65	1.96	1.67	1.60

现金短期债务比	2.47	3.70	2.17	1.31
---------	------	------	------	------

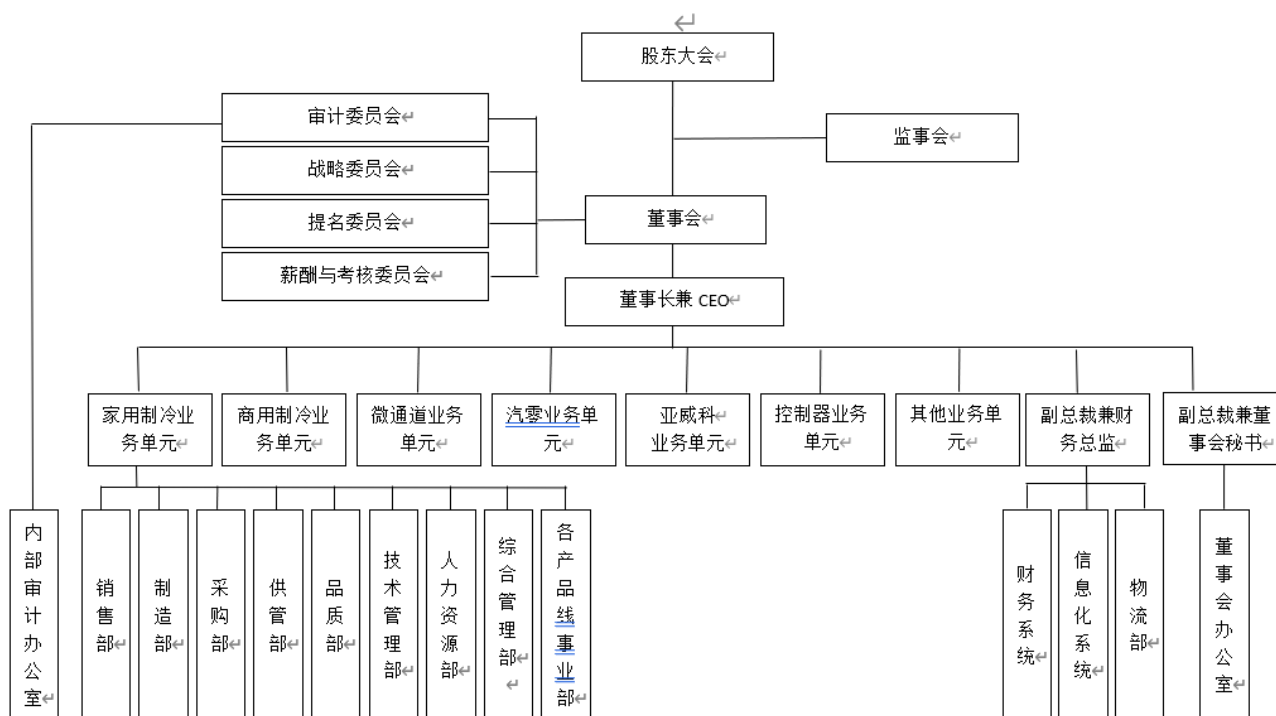
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 截止 2020 年公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
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。

附录五 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。