

浙江银轮机械股份有限公司公开发行可转换 公司债券跟踪评级报告（2021）

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：黄仁昊 rhhuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年7月8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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2722 号

浙江银轮机械股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“银轮转债”的债项信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月八日

评级观点：中诚信国际维持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；维持“银轮转债”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、营业总收入稳步增长、盈利能力较好、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主营业务易受汽车、工程机械行业周期波动影响、股权结构较为分散以及财务杠杆持续上升、债务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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	78.59	84.24	98.56	105.11
所有者权益合计（亿元）	40.97	40.84	43.62	45.38
总负债（亿元）	37.62	43.40	54.95	59.73
总债务（亿元）	18.85	21.56	28.02	31.03
营业总收入（亿元）	50.19	55.21	63.24	19.99
净利润（亿元）	3.98	3.49	3.66	1.20
EBIT（亿元）	5.29	4.78	4.94	--
EBITDA（亿元）	7.25	7.29	7.82	--
经营活动净现金流（亿元）	3.05	6.89	4.56	-0.31
营业毛利率(%)	25.53	24.12	23.92	21.39
总资产收益率(%)	7.28	5.87	5.41	--
资产负债率(%)	47.87	51.52	55.75	56.83
总资本化比率(%)	31.51	34.55	39.11	40.61
总债务/EBITDA(X)	2.60	2.96	3.58	--
EBITDA 利息倍数(X)	10.71	9.28	10.34	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季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。**公司系国内热管理行业龙头企业，拥有国内领先的热交换器批量化生产能力和系统化汽车热交换器技术储备，是最大的商用及工程机械热管理供应商之一，下游客户优质，具备较强竞争力。

■ **营业总收入稳步增长，盈利能力较好。**随着公司在热管理和尾气处理领域的业务扩张，2020 年营业总收入保持增长，经营性业务利润大幅上升，盈利能力处于较好水平。

■ **具备一定的财务弹性。**截至 2021 年 3 月末，公司获得各家金融机构授信额度 43.18 亿元，其中未使用额度为 22.33 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

■ **主营业务易受汽车、工程机械行业周期波动影响。**公司主营业务需求来自于汽车、工程机械等行业，存在一定的周期性波动，其收入与盈利水平易受行业周期影响。

■ **股权结构较为分散，实际控制人持股比例较低。**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 2021 年 3 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，持股比例较低，其他股东持股相对分散，股权结构稳定性有待关注。

■ **财务杠杆持续上升，债务期限结构有待改善。**随着总债务持续增长，2020 年以来公司财务杠杆比率均有所上升；截至 2021 年 3 月末，短期债务占比超过 90%，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。**汽车零部件及工程机械等行业景气度下滑，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

2020 年（末）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	42.62	21.31	21.65	3.24	1.89
银轮股份	98.56	55.75	63.24	3.66	4.56

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

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
银轮转债	AA	AA	2020/09/25	7.00	7.00	2021/06/07~2027/06/07	回售，赎回

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2021年6月，公司发行“银轮转债”募集资金7.00亿元，其中向原股东优先配售4.72亿元，占发行总量的67.50%。公司拟将3.40亿元投资于新能源乘用车热泵空调系统项目、2.30亿元投资于新能源商用车热管理系统项目、1.30亿元补充流动资金。截至2021年6月末，本期“银轮转债”扣除发行费用后，实际募集资金净额为6.89亿元，补充流动资金1.30亿元在签署三方监管协议后已转至普通帐户，置换前期已预先投入的项目资金2,257.52万元，部分闲置募集资金已进行银行理财。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速

持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，

政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

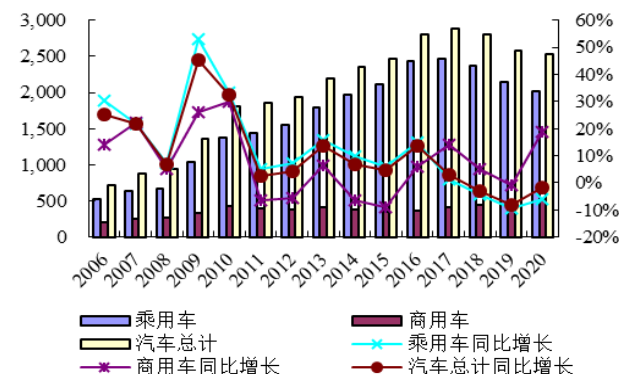
近期关注

随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，汽车行业加速回暖；工程机械产品销售在疫情后迅速转好，行业呈良好增长态势，预计 2021 年下游需求仍将保持相对稳定

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列各类整车和零部件生产及配套体系。2020 年 3 月以来，随着疫情在国内得到有效控制以及在国家及地方出台促进汽车消费政策的带动下，汽车企业生产经营状况逐渐恢复并持续好转，行业产销加速回暖，4 月我国汽车单月销量同比增速已由负转正并于 5 月开始持续保持两位数的增长速度。2020 年，我国汽车产销分别完成 2,522.5 万辆和 2,531.1 万辆，同比分别下降 1.93% 和 1.78%，降幅收窄至 2% 以内。短期看，随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的带动，

市场需求预计将进一步释放，我国汽车行业景气度有望触底回升。但中诚信国际也关注到，当前国际环境仍然复杂严峻，世界经贸复苏进程迟缓，或间接影响我国经济增长，同时近期出现的如芯片供应紧张等问题或将对汽车生产造成不利影响，行业生产节奏可能有所放缓。

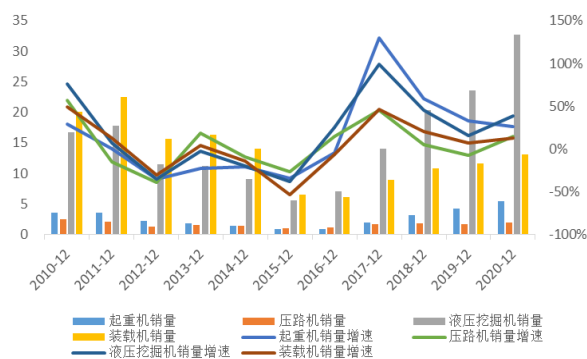
图1：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

工程机械行业是国家装备制造业的重点产业之一，行业的发展与国民经济现代化发展和基础设施水平息息相关。同时，作为周期性行业，近五年以来均维持了正增长态势。具体来看，挖掘机占到工程机械行业的近六成份额，起重机、推土机、平地机等大概占到 20% 的份额，高空作业平台、混凝土机、打桩机等其他工程机械产品占到 20% 的份额。2020 年，纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机产品 32.76 万台，同比增长 39%。

图2：主要工程机械产品年度销量增速变动情况（万台、%）

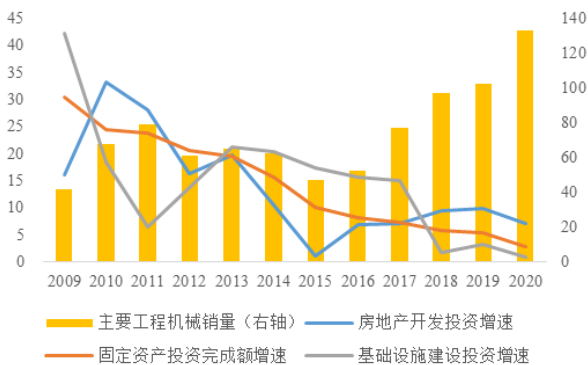


资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

从市场需求来看，工程机械行业下游领域拉动

作用较为明显的有房地产和基础设施建设行业。基础设施建设行业 2020 年投资完成额（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.9%，增速有所下滑。房地产行业 2020 年实现投资 141,443 亿元，比上年增长 7.0%，增速回落 2.9 个百分点，预计 2021 年我国房地产投资增速将进一步放缓，但仍存一定规模的投资需求。

图 3：近年来我国工程机械销量与基建、地产投资增速对比（万台、%）



资料来源：国家统计局、中国工程机械商贸网，中诚信国际整理

工程机械行业更新换代需求亦是本轮行业景气度上升的重要因素，2016~2021 年为存量产品的淘汰和更新换代高峰期，未来 1~2 年内预计仍将有一定规模的自然更新换代需求，但难以为销量高速增长提供保障。此外，严格的环保要求将加速淘汰高排放机械，进一步催生工程机械设备的更新需求；但距离国四标准实施仍有两年时间，且考虑到相关具体措施及执行力度存在不确定性，后续对工程机械销量拉动作用仍有待进一步关注。

总体来看，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，汽车行业产销加速回暖，短期内我国汽车市场景气度有望回升，但仍应对市场需求修复进度对汽车产销的影响保持关注；工程机械产品销售在疫情得到全面控制后迅速转好，行业保持了良好增长态势，考虑到我国固定资产投资规模较大，加之环保政策趋紧推动老旧设备淘汰，预计 2021 年下游需求仍将保持相对稳定，或将为工程机械行业销量提供支撑。

公司在热管理行业地位领先，2020 年以来产销情况持续向好发展，且下游客户优质，具备较强竞争力

银轮股份系国内热管理行业龙头企业，拥有国内领先的热交换器批量化生产能力和系统化汽车热交换器技术储备，是最大的商用及工程机械热管理供应商之一，产品广泛应用于商用车、乘用车、新能源汽车、工程机械等领域，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。

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，国内市场上供应充足，公司与主要供应商合作关系稳定。随着产品产量规模不断增长，2020 年以来主要原材料及零配件采购金额持续上升。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。采购价格方面，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。2020 年，公司前五大供应商采购金额占总采购金额的比重为 14.90%，采购集中度较低。

表 1：近年来公司主要原材料采购情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
原材料及零配件	30.23	32.43	35.05	11.66
其中：铝材及铝制件	11.67	12.03	13.35	4.65
钢材及钢制件	6.03	4.04	4.88	1.55
铁材及铁制件	1.51	2.62	2.07	0.66
铜材及铜制件	0.47	0.45	0.53	0.17
辅助材料及其他	4.76	4.76	4.71	1.85
采购总额	34.99	37.18	39.75	13.51

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

目前，公司在浙江、上海、山东、湖北、江苏等地以及美国、瑞典和波兰等海外地区建有生产基地或研发中心，全球化产业布局逐渐完善。生产模式为“以销定产”，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。此外，公司具备较强的技术优势，截至 2020 年末拥有专利 600 余项，其中发明专利 79 项、国际专利 5

项，牵头或参与制订行业标准 28 项，同时系中国热交换器行业标准牵头制订单位。2020 年公司研发投入为 2.69 亿元，同比增长 22.26%，为公司进一步提升技术实力提供了资金保障。

2020 年以来，随着生产班次增加，公司热交换器产能规模有所上升；截至 2021 年 3 月末，热交换器业务在手订单 17.99 亿元，为未来营业收入的稳定性提供了有力保障；得益于新签订单情况较好，热交换器产品产、销量均稳步增长，产销率亦保持在较高水平。

表 2：近年来公司热交换器产销情况（万台、%、元/台）

	2018	2019	2020	2021.1~3
年产能	2,150.00	2,200.00	2,550.00	750.00
产量	1,685.62	1,756.71	1,879.35	609.15
产能利用率	78.40	79.85	73.70	81.22
销量	1,654.77	1,718.77	1,837.30	596.86
单价	220.44	226.59	225.11	239.40
产销率	98.17	97.84	97.76	97.98

注：2021 年一季度产能未经年化处理。

资料来源：公司提供

销售方面，公司主要采用直销模式，产品面向全球市场，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，主要客户已涵盖宝马、奥迪、法拉利、福特、康明斯、卡特彼勒等全球发动机及整车厂商以及吉利、广汽、上汽、一汽、潍柴、重汽、徐工等国内主要自主品牌。公司销售货款账期在 90~120 天左右，对应收账款回收实行严格的信用期政策管理。2020 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 35.17%，对单一客户依赖度及可能存在的订单波动风险可控。

表 3：2020 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
一汽解放	热交换器、车用空调	8.29	13.11
潍柴集团	热交换器、尾气处理	4.07	6.44
卡特彼勒	热交换器	3.71	5.86
徐工集团	热交换器	3.23	5.10
吉利汽车	热交换器	2.94	4.65
合计	--	22.24	35.17

¹ 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。

² 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

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

尾气处理和车用空调产品产销量保持增长，为收入及利润提供较好补充，有助于提升公司抗风险能力

依托核心产品热交换器积累的客户资源与技术优势，公司在尾气处理和车用空调等领域持续拓展，加之国家尾气排放技术标准升级，近年来上述领域业务发展较快，以 EGR¹、SCR²、DPF³ 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，多元化的业务结构有助于提升整体抗风险能力。

具体来看，尾气处理和车用空调产品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。2020 年以来，尾气处理和车用空调产能均有所上升，其中尾气处理业务主要系生产班次增加，车用空调业务主要系长春和青岛工厂扩产所致；各项产品产销量保持增长，产能利用率和产销率亦维持高位，2020 年合计销售收入占营业总收入比重接近 25%，为公司收入及利润提供了较好补充。

表 4：近年来公司尾气处理产销情况（万台、%、元/台）

	2018	2019	2020	2021.1~3
年产能	73.00	75.00	105.00	32.00
产量	57.81	60.35	86.53	28.13
产能利用率	79.20	80.46	82.41	87.91
销量	56.20	58.38	85.00	27.81
单价	960.10	1,064.28	934.30	720.91
产销率	97.21	96.73	98.23	98.86

注：2021 年一季度产能未经年化处理。

资料来源：公司提供

表 5：近年来公司车用空调产销情况（万台、%、元/台）

	2018	2019	2020	2021.1~3
年产能	240.00	320.00	350.00	100.00
产量	185.54	260.53	292.53	86.92
产能利用率	77.31	81.42	83.58	86.92
销量	181.15	253.91	286.53	85.05
单价	266.76	260.04	265.82	259.39
产销率	97.63	97.46	97.95	97.85

注：2021 年一季度产能未经年化处理。

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。

³ 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。

资料来源：公司提供

在建项目集中于热管理及尾气处理领域，受行业政策及疫情影响，进度有所延后，但投资压力可控

公司致力于成为提供高效换热及排气系统解决方案的世界级企业，目前主要在建项目为 2017 年非公开发行股票的募投项目，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 2021 年 3 月末，公司在建项目计划总投资 6.28 亿元，累计已投资 3.20 亿元，未来投资压力可控。此外，“银轮转债”募资拟建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。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计已投资	2021 年 4-12 月计划投资	2022 年计划投资	预计投产日期
新能源汽车热管理项目	1.57	1.13	0.40	--	2021 年 12 月
乘用车 EGR 项目	1.50	0.36	0.42	0.58	2022 年 6 月
乘用车水空中冷器项目	1.14	0.95	0.15	--	2021 年 6 月
DPF 国产化建设项目	0.93	0.34	0.55	--	2021 年 12 月
研发中心项目	1.15	0.42	0.60	--	2021 年 12 月
合计	6.28	3.20	2.12	0.58	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

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 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。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。

2020 年以来公司营业总收入稳步增长，费用管控能力有待加强，盈利指标略有下滑，但仍处较好水平

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，其中热交换器系其收入和利润的主要来源。随着公司全球化布局完善、技术升级以及产能规模的提升，加之外部市场中商用车、乘用车、工程机械需求较为旺盛，公司不断拓展北美、欧洲和日系战略客户，2020 年主营业务各板块收入均保持上升态势。公司海外市场主要包括美国和欧洲，2020 年外销收入占比 17.59%，受疫情影响较上年略有下滑，但未来仍有较为广阔的市场空间。2021 年一季度，公司主营业务稳健增长，前期新获订单不断进入量产周期，营业总收入同比增长 56.84% 至 19.99 亿元。

表 7：近年来公司分板块收入情况（亿元）

	2018	2019	2020
热交换器	36.48	38.95	41.36
尾气处理	5.40	6.21	7.94
车用空调	4.83	6.60	7.62
其他	3.49	3.45	6.32
营业总收入	50.19	55.21	63.24

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

2020 年以来，公司营业毛利率有所下滑，但整体仍处于较好水平。具体来看，受新收入准则中运费计入营业成本和原材料价格上涨的影响，热交换器板块毛利率小幅下降；得益于国六排放标准升级逐步推行产生的市场增量需求，单价低、毛利率高的 EGR 产品销售占比上升，带动尾气处理板块毛利率整体回升；2020 年汽车空调板块毛利率大幅下行，主要系公司针对现有战略客户提供一定的产品售价优惠政策、运费计入营业成本以及原材料价格上涨所致。2021 年一季度，为保证国际重要客户按时交付，产品运输费用大幅增加，当期营业毛利率进一步降至 21.39%。

表 8：近年来公司分板块毛利率情况(%)

	2018	2019	2020
热交换器	26.34	23.61	23.12

尾气处理	9.90	17.41	22.85
汽车空调	25.40	30.25	25.53
营业毛利率	25.53	24.12	23.92

资料来源：公司提供

随着公司业务规模的扩大，2020年期间费用保持增长，但由于营业总收入增速相对较快，期间费用率小幅下降。为开拓渠道和提升竞争实力，公司销售费用和研发费用持续上升，随着有息债务融资规模增加，利息费用亦有所增长，以职工薪酬和折旧及无形资产摊销为主的管理费用保持在一定规模。2021年一季度，公司合计期间费用较上年同期涨幅超过40%，未来仍有一定压降空间。

公司利润主要由经营性业务产生，2020年受益于收入规模增加以及毛利率较为稳定，经营性业务利润同比大幅增长。资产减值损失主要为存货跌价和商誉减值损失，对利润构成了一定侵蚀。此外，近年来公司持有较大规模的理财产品，投资收益逐年增长，成为利润总额的有效补充。盈利指标方面，由于营业总收入和总资产规模上升较快，2020年EBITDA利润率和总资产收益率均有所下降，但整体保持较好水平。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	8.24	9.84	10.69	2.80
期间费用率(%)	16.42	17.82	16.90	14.01
经营性业务利润	4.51	3.60	4.61	1.51
资产减值损失	0.41	0.95	0.95	0.25
投资收益	0.40	0.76	0.92	0.10
利润总额	4.62	4.00	4.19	1.38
EBITDA 利润率(%)	14.44	13.20	12.37	--
总资产收益率(%)	7.28	5.87	5.41	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产和权益规模保持增长，但应收账款和存货占比较高，对资产流动性有一定影响；有息债务增长较快，期限结构有待改善，财务杠杆持续上升

随着合并范围逐步增加以及业务规模的增长，公司资产总额不断提升。公司货币资金较为充裕，2020年末有所增长主要系销售规模持续上升以及收到一汽解放青岛汽车有限公司近1.50亿元的银

行回款，截至2021年3月末受限部分为1.63亿元，主要包括银行承兑汇票保证金和保函保证金。近年来应收账款保持在较大规模，2021年3月末进一步增加，其中账龄以1年以内为主，客户主要为国内外大型整车厂商、工程机械设备厂商等，回收风险较为可控。由于不同客户付款方式的差异性选择，2020年以来应收票据、应收款项融资有不同程度的增长。此外，随着经营规模的扩大，加之原材料价格上涨，带动存货规模有所上升。截至2021年3月末，应收账款和存货合计规模占流动资产比重超过55%，对公司资产流动性产生一定影响。

非流动资产主要由固定资产、无形资产和长期股权投资等构成，为扩大在热管理及尾气处理领域的业务布局，公司持续加大厂房、产线及设备的投资力度，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，2020年以来固定资产持续增长。长期股权投资规模较为稳定，2020年公司向关联方天台银康生物医药有限公司⁴（以下简称“银康生物”）增资3,060万元，获得其20.26%股权，同期收购原联营企业天台振华表面处理有限公司，将其纳入合并范围。此外，随着陆续收购TDI等境内外汽车零部件领域企业，公司存在一定规模的商誉，2020年末较上年末有所减少主要系新冠疫情导致TDI业绩下滑，公司对其计提1,948.25万元商誉减值所致。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	5.08	6.05	7.98	7.65
应收账款	16.51	19.32	19.91	24.63
应收票据	6.41	4.21	9.77	9.94
应收款项融资	--	3.74	6.24	5.32
存货	8.90	9.66	11.19	12.52
流动资产	43.21	47.96	59.65	64.92
固定资产	18.46	19.87	21.65	22.26
长期股权投资	3.14	3.64	3.66	3.38
无形资产	4.33	4.56	4.85	4.83
商誉	2.22	2.26	1.95	1.95
非流动资产	35.38	36.28	38.91	40.19
总资产	78.59	84.24	98.56	105.11

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

⁴ 因公司董事长徐小敏持有银康生物18.36%股权（本次增资前），是银康生

物的法定代表人、执行董事，本次投资构成关联交易。

在 2020 年初新冠疫情背景下，公司考虑以短期借款为债务融资主要方式增加现金储备，以应对持续扩大的经营规模及流动资金需求，导致当年末短期借款同比有所上升，其中信用借款占比 75% 左右。随着业务规模的扩大，原材料采购备货及工程采购规模亦逐年上升，带动应付账款保持增长。由于票据背书规模的减少，公司应收票据和应付票据均有所增长。中诚信国际关注到，为降低资金成本，公司调整了收付款模式，但上、下游账期的匹配及综合融资成本变化情况需持续关注。有息债务方面，近年来总债务呈上升态势，截至 2021 年 3 月末，短期债务占比超过 90%，存在短期偿债压力，期限结构有待改善。

2020 年以来，受益于经营业绩积累，公司未分配利润有所增长，同期少数股东权益亦呈上升趋势，主要系新收购部分非全资子公司纳入合并范围所致。上述因素影响下，公司所有者权益规模保持增长态势。此外，公司 2020 年现金分红 0.66 亿元，占归属于上市公司普通股股东净利润比重为 20.66%。财务杠杆方面，随着有息债务增长较快，公司资产负债率和总资本化比率持续上升。

表 11：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	12.29	11.56	14.07	15.06
应付票据	4.20	7.69	11.93	13.52
应付账款	14.86	16.92	20.37	22.89
流动负债	34.79	39.58	51.17	55.46
总负债	37.62	43.40	54.95	59.73
短期债务	17.04	19.44	26.00	28.59
长期债务	1.82	2.11	2.02	2.44
总债务	18.85	21.56	28.02	31.03
股本	8.01	7.92	7.92	7.92
未分配利润	15.24	18.14	20.46	21.49
少数股东权益	4.91	3.54	4.24	4.38
所有者权益	40.97	40.84	43.62	45.38
资产负债率	47.87	51.52	55.75	56.83
总资本化比率	31.51	34.55	39.11	40.61

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年经营活动获现能力有所下降，投资活动支付现金保持在一定规模；随着债务规模的上升，相关偿债指标有所弱化

2020 年，公司经营活动净现金流有所下降，主要系应收账款规模上升，同时原材料价格上涨带动采购支付现金同比增长较多，经营活动获现能力有所弱化。公司投资活动以股权投资和购买理财产品为主，2020 年现金净流出敞口扩大主要系投资支付现金增加所致。随着公司加大债务融资力度、分红规模有所下降，2020 年筹资活动转为现金净流入态势。2021 年一季度，公司保持一定规模的投资支出，取得借款同比增长带动筹资活动现金持续净流入。

随着公司有息债务增长较多、经营获现能力有所弱化，2020 年经营活动净现金流对债务本息的保障能力均有不同程度的下降；EBITDA 对债务本金的覆盖程度亦有所削弱，但由于利息费用略有减少，EBITDA 利息保障倍数小幅上升，公司对债务利息的保障能力较强。此外，公司短期债务占比较高，货币资金对短期债务偿还的支持能力相对有限。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1-3
经营活动净现金流	3.05	6.89	4.56	-0.31
投资活动净现金流	-5.39	-2.13	-3.30	-1.72
筹资活动净现金流	4.20	-4.10	0.38	1.36
总债务/EBITDA	2.60	2.96	3.58	--
EBITDA 利息保障倍数	10.71	9.28	10.34	--
经营活动净现金流/总债务	0.16	0.32	0.16	-0.04*
经营活动净现金流/利息支出	4.50	8.77	6.03	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	9.44	25.24	11.18	--
货币资金/短期债务	0.30	0.31	0.31	0.27

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

公司备用流动性尚可，具有一定的财务弹性，受限资产降低了相应资产的流动性，或有事项风险很小

截至 2021 年 3 月末，公司共获得各家金融机构授信额度 43.18 亿元，其中未使用额度为 22.33 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 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 12.55

亿元，主要为用于票据质押、借款质押的应收票据、应收款项融资和各类保证金，占总资产规模约为12%，降低了相应资产的流动性。同期末，实际控制人徐小敏及控股股东银轮实业不存在持有公司股份质押或冻结的情况。

表 13：截至 2021 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

科目	规模	原因
货币资金	1.63	保证金
应收票据	6.97	票据质押
应收款项融资	3.47	票据质押
固定资产	0.21	借款抵押
无形资产	0.18	借款抵押
交易性金融资产	0.10	票据质押
合计	12.55	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司不存在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，2018 年~2021 年 6 月 11 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，有望得到相应产业政策支持；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。公司作为汽车零部件供应商，有望得到相应产业政策的支持，2020 年公司收到计入当期损益的政府补助金额为 0.53 亿元。

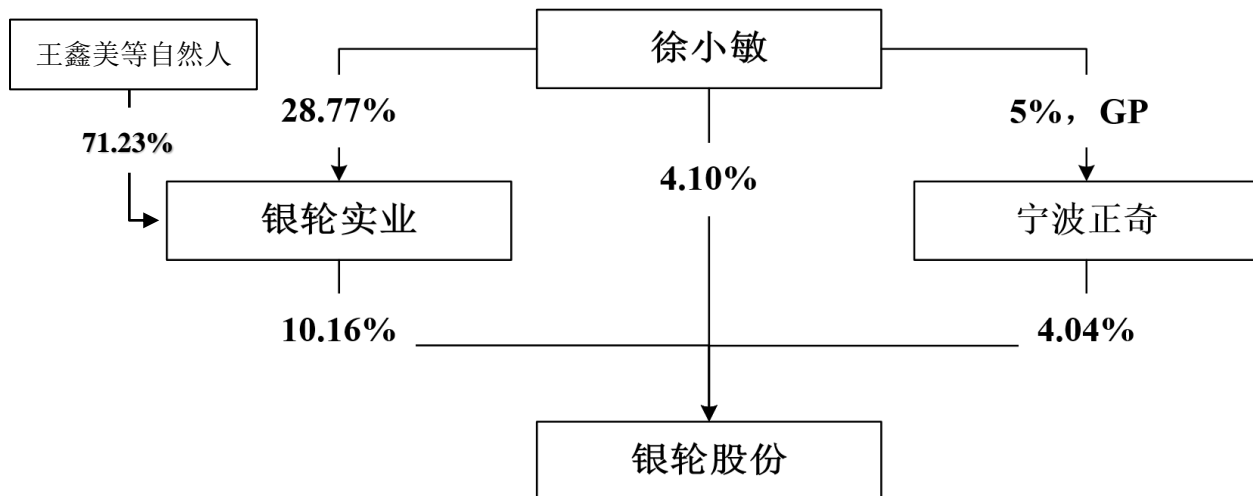
受改制上市等历史因素影响，公司第一大股东为员工持股平台--银轮实业，截至 2021 年 3 月末持有公司 10.16% 股份；同期末，实际控制人徐小敏通过直接和间接方式共控制公司 18.30% 股权，持股比例较低，其他股东持股相对分散，中诚信国际将对

本期可转债后续转股对股权稀释的可能性保持关注。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。

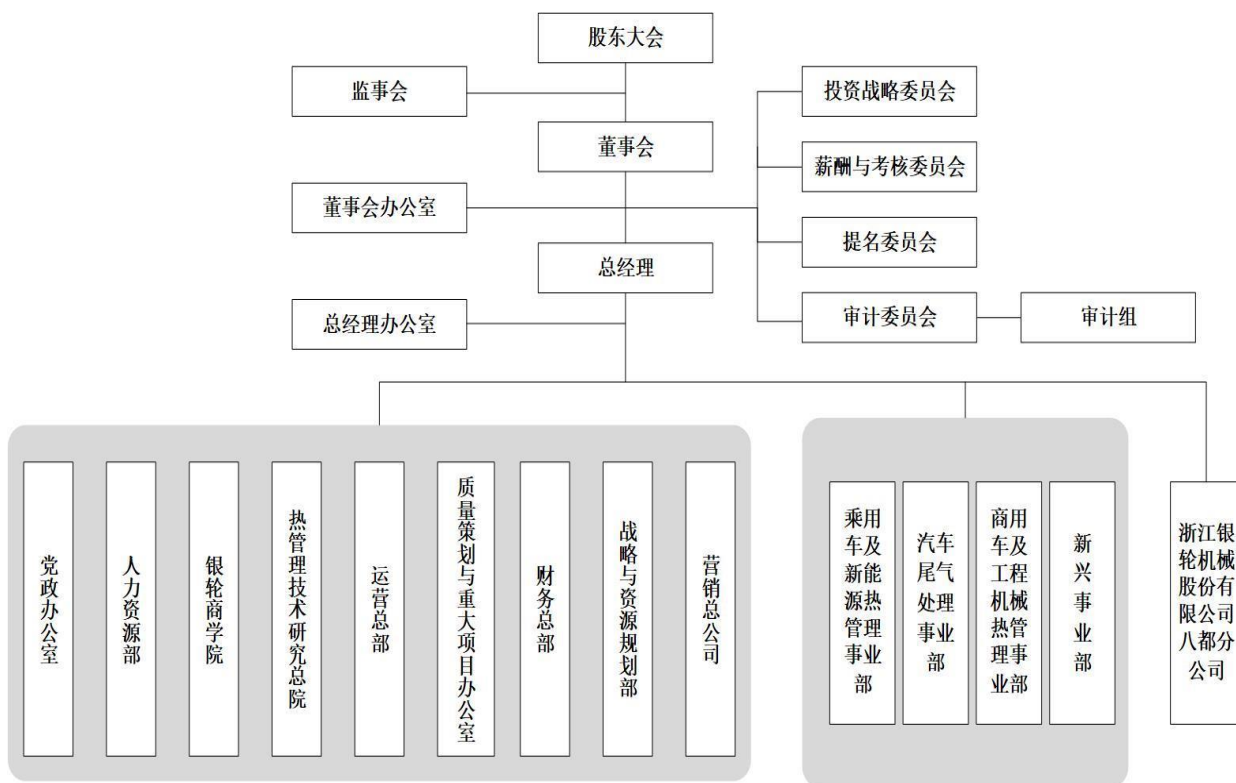
评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“银轮转债”的债项信用等级为 **AA**。

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 2021 年 3 月末）



主要子公司名称	简称	持股比例(%)
上海银轮热交换系统有限公司	上海银轮	100.00
山东银轮热交换系统有限公司	山东银轮	100.00
赤壁银轮工业换热器有限公司	赤壁银轮	100.00
广州银轮热交换系统有限公司	广州银轮	51.00
上海银轮投资有限公司	上海银轮投资	100.00
湖北美标汽车制冷系统有限公司	湖北美标	75.00
湖北宇声环保科技有限公司	湖北宇声	81.00
江苏唯益换热器有限公司	江苏唯益	57.16



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	50,779.28	60,462.58	79,794.94	76,506.78
应收账款净额	165,083.67	193,160.46	199,052.33	246,338.87
其他应收款	5,284.58	1,768.28	3,219.94	3,114.65
存货净额	89,025.72	96,614.11	111,913.33	125,217.37
长期投资	57,213.53	59,115.68	60,307.22	59,536.21
固定资产	184,572.51	198,724.54	216,539.31	222,647.72
在建工程	23,818.69	20,579.32	27,327.49	25,922.38
无形资产	43,285.90	45,563.82	48,535.25	48,292.90
总资产	785,882.32	842,410.66	985,624.54	1,051,124.51
其他应付款	4,730.45	3,525.36	4,758.62	5,242.15
短期债务	170,357.51	194,440.55	259,964.77	285,880.48
长期债务	18,167.21	21,147.25	20,243.46	24,442.04
总债务	188,524.72	215,587.80	280,208.22	310,322.52
净债务	137,745.44	155,125.22	200,413.28	233,815.74
总负债	376,191.03	434,023.44	549,455.86	597,338.56
费用化利息支出	6,768.93	7,850.23	7,566.75	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	409,691.29	408,387.23	436,168.68	453,785.95
营业总收入	501,924.15	552,074.36	632,418.65	199,933.45
经营性业务利润	45,104.02	36,031.46	46,058.79	15,113.97
投资收益	3,973.00	7,579.51	9,228.50	1,045.12
净利润	39,833.52	34,941.65	36,586.47	11,974.60
EBIT	52,944.73	47,827.58	49,449.87	--
EBITDA	72,500.92	72,863.29	78,231.89	--
经营活动产生现金净流量	30,483.91	68,858.48	45,617.36	-3,093.40
投资活动产生现金净流量	-53,926.19	-21,326.16	-33,001.31	-17,200.87
筹资活动产生现金净流量	41,963.42	-41,045.73	3,803.55	13,648.37
资本支出	50,145.31	36,032.69	42,615.05	17,199.77
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	25.53	24.12	23.92	21.39
期间费用率(%)	16.42	17.82	16.90	14.01
EBITDA 利润率(%)	14.44	13.20	12.37	--
总资产收益率(%)	7.28	5.87	5.41	--
净资产收益率(%)	10.23	8.54	8.66	10.76*
流动比率(X)	1.24	1.21	1.17	1.17
速动比率(X)	0.99	0.97	0.95	0.94
存货周转率(X)	4.53	4.51	4.61	5.30*
应收账款周转率(X)	3.26	3.08	3.22	3.59*
资产负债率(%)	47.87	51.52	55.75	56.83
总资本化比率(%)	31.51	34.55	39.11	40.61
短期债务/总债务(%)	90.36	90.19	92.78	92.12
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	0.32	0.16	-0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.18	0.35	0.18	-0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.50	8.77	6.03	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	9.44	25.24	11.18	--
总债务/EBITDA(X)	2.60	2.96	3.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.43	0.37	0.30	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.71	9.28	10.34	--
EBIT 利息保障倍数(X)	7.82	6.09	6.54	--

注：2021年一季度财务报表未经审计；中诚信国际分析时将“租赁负债”计入长期债务；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+租赁负债+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。