

# 中证鹏元资信评估股份有限公司

## 信用等级通知书

中鹏信评【2021】第 Z【910】号

### 宁波旭升汽车技术股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司拟发行的宁波旭升汽车技术股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二一年八月十日



# 宁波旭升汽车技术股份有限公司2021年 公开发行A股可转换公司债券信用评级报 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：





# 宁波旭升汽车技术股份有限公司

## 2021年公开发行A股可转换公司债券信用评级报告

### 评级结果

主体信用等级 **AA-**  
 评级展望 **稳定**  
 债券信用等级 **AA-**  
 评级日期 **2021-08-11**



### 评级观点

- 中证鹏元评定宁波旭升汽车技术股份有限公司（以下简称“旭升股份”或“公司”，股票代码“603305.SH”）本次拟发行总额不超过135,000万元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到汽车轻量化加速有望提升铝合金压铸件市场渗透率，未来市场需求有一定支撑，公司具有一定的技术实力和先发优势，核心客户较优质且具备粘性；同时中证鹏元也关注到，公司面临贸易政策变动风险和原材料价格波动风险，面临一定的客户集中度风险，未来需关注公司新增产能的利用情况等风险因素。

### 债券概况

发行规模：135,000万元（含）  
 发行期限：6年  
 偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息  
 发行目的：拟用于高性能铝合金汽车零部件项目和汽车轻量化铝型材精密加工项目

### 未来展望

- 公司有一定的技术实力和市场竞争力，业务较为稳定，未来营收和利润规模有一定保障。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	2021.6	2020	2019	2018
总资产	52.10	45.92	24.97	24.10
归母所有者权益	33.85	33.23	15.53	14.45
总债务	9.64	4.82	5.55	6.75
营业收入	12.11	16.28	10.97	10.96
净利润	2.11	3.33	2.07	2.94
经营活动现金流净额	0.76	4.84	4.86	3.92
销售毛利率	29.42%	32.87%	34.01%	39.65%
EBITDA 利润率	-	31.24%	30.28%	35.97%
总资产回报率	-	11.11%	10.52%	17.95%
资产负债率	34.96%	27.55%	37.82%	40.03%
净债务/EBITDA	-	-1.85	0.63	0.79
EBITDA 利息保障倍数	-	50.92	15.54	111.72
总债务/总资本	22.15%	12.65%	26.33%	31.84%
FFO/净债务	-	-47.31%	141.21%	109.39%
速动比率	0.98	1.66	1.18	1.81
现金短期债务比	1.03	3.02	2.30	1.30

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

### 联系方式

项目负责人：朱磊  
 zhul@cspengyuan.com



项目组成员：张伟亚  
 zhangwy@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

## 优势

- **汽车轻量化加速有望提升铝合金压铸件市场渗透率，未来市场需求有一定支撑。**车用铝合金可以减轻汽车重量，从而达到节能减排以及增强续航能力等效果，符合目前汽车轻量化的整体趋势。目前国内车用铝合金渗透率较低，且新能源汽车的强劲增长趋势尚在延续，未来车用铝合金的需求有一定的支撑。
- **公司具有一定的先发优势和技术优势。**公司自 2013 年起进入特斯拉供应链，从早期开始积累了新能源汽车铝制零部件的设计、研发和生产技术。公司具备独立的模具设计与制造能力，曾作为第一单位起草《压铸模零件第 19 部分：定位元件》（GB/T4678.19-2017）国家标准的制定。
- **公司核心客户优质且具备粘性。**公司主要客户包括特斯拉、北极星、采埃孚、长城等国内外知名企业，公司与其合作关系稳定，在手订单充裕，有助于增强公司抗风险能力。

## 关注

- **公司面临贸易政策变动风险和原材料价格波动风险。**公司有一定规模的海外客户，以美国为主。美国贸易代表办公室公布的加征清单中涉及公司部分出口产品，虽公司销售美国的产品大部分是以货交承运人的方式实现，但仍需持续关注贸易政策变动对公司的影响。公司成本中合金铝锭为直接材料的最主要构成部分，自 2020 年下半年以来铝价呈现波动上涨的趋势，或将为公司带来一定的成本控制压力，需持续关注原材料价格波动的风险。
- **公司面临一定的客户集中度风险。**2018-2020 年及 2021 年 1-6 月，公司来源于特斯拉的收入占比均超过 40%，未来若特斯拉销售不及预期，或对公司生产经营带来较大影响。
- **未来需关注公司新增产能的利用情况。**近年公司持续扩张产能，其中部分项目产能尚未完全释放。本期债券募投项目建成达产后，公司产能将进一步增加，需对未来产能的消化情况持续关注。

## 同业比较（单位：万元）

指标	旭升股份	文灿股份	广东鸿图	爱柯迪
总资产	459,205.01	560,060.13	808,777.97	565,773.80
营业收入	162,750.27	260,256.89	559,602.61	259,050.46
净利润	33,277.41	8,994.97	19,343.81	43,761.48
资产负债率	27.55%	53.92%	39.38%	21.38%
资产利润率	13.65%	3.46%	3.46%	10.08%
产权比率	0.38	1.17	0.65	0.27

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，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、发行主体概况

公司前身为宁波旭升机械有限公司（以下简称“旭升有限”），2003年8月于宁波经济技术开发区成立，出资人为中国居民徐旭东和中国台湾居民钟素惠，分别出资75万美元等值的人民币和现汇225万美元，注册资本和实收资本为300万美元。后经过多次增资及股权转让，2015年6月，股改前，公司注册资本增至2,529.96万美元，增资完成后，旭升有限前三大股东分别为旭晟控股（持股36.21%）、旭日实业（持股28.45%）和徐旭东（持股21.55%），实控人为徐旭东先生。

2015年，徐旭东等7名发起人签署《宁波旭升汽车技术股份有限公司发起人协议》，将旭升有限整体变更设立为旭升股份，公司名称变更为现有名。2016年12月，公司将未分配利润转增注册资本，增资后公司注册资本为35,900万元。2017年7月，公司在上海证券交易所挂牌上市，首次公开发行了4,160万股，募集资金4.68亿元。后经发行可转债后转股及非公开发行股票，截至2021年6月末，公司注册资本为44,703.85万元，实收资本为44,703.85万元。徐旭东先生直接和间接持股合计占总股本比例为53.99%，为公司的控股股东和实控人。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**宁波旭升汽车技术股份有限公司公开发行A股可转换公司债券；

**发行规模：**人民币135,000万元（含）；

**债券期限和利率：**自发行之日起6年；本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定，不超过国务院限定的利率水平；

**还本付息方式：**对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

**转股期限：**本期债券转股期限自发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定；

**转股价格向下修正条款：**在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于前述的股东大会召开日前20个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价，且修正后的价格不低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。



若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

**债券赎回条款：**在本期债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会及董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）或者未转股余额不足3,000.00万元时，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可转债。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，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；

**债券回售条款：**在本期债券最后2个计息年度，如果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的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后2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债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，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息（当期应计利息的计算方式参见第十一条赎回条款的相关内容）价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

**向原股东配售的安排：**本次发行的可转换公司债券给予原A股股东优先配售权，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会及董事会授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本次发行的可转债的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后部分，采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由主承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会及董事会授权人士与保荐人（主承销商）协商确定。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过135,000万元（含），资金投向明细如下：

**表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
高性能铝合金汽车零部件项目	114,179.10	97,000.00	84.95%
汽车轻量化铝型材精密加工项目	40,532.23	38,000.00	93.75%
<b>合计</b>	<b>154,711.33</b>	<b>135,000.00</b>	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

依据公司提供的《宁波旭升汽车技术股份有限公司高性能铝合金汽车零部件项目可行性研究报告》，本期债券募投项目高性能铝合金汽车零部件项目由公司负责实施，公司计划投入114,179.10万元，其中拟使用本期债券募集资金97,000.00万元。该项目建设地点位于北仑柴桥横四路南、纬中路东（北仑区柴桥临港新材料产业园BL（ZB）21-03-42地块），建设期预计为36个月。项目建成达产后，财务内部收益率为18.75%，项目投资回收期为7.06年（含建设期）。

项目已取得浙（2021）宁波市（北仑）不动产权第0038194号土地使用权证和宁波市北仑区发展和改革局出具的项目备案（项目代码：2107-330206-04-01-766051）。截至到本报告出具日，公司尚未取得环评批复。

依据公司提供的《宁波旭升汽车技术股份有限公司汽车轻量化铝型材精密加工项目可行性研究报告》，本期债券募投项目汽车轻量化铝型材精密加工项目由公司负责实施，公司计划投入40,532.23万元，其中拟使用本期债券募集资金38,000万元。该项目建设地点位于北仑柴桥横二路南、纬三路东（北仑区柴桥街道临港新材料产业园BL（ZB）21-03-44b地块），建设期预计24个月。项目建成达成后，财务内部收益率18.24%，项目投资回收期为6.54年（含建设期）。

项目已取得浙（2021）宁波市（北仑）不动产权第0033118号土地使用权证、甬土字【2021】06008号建设用地规划许可证和宁波市北仑区发展和改革局出具的项目备案（项目代码：2104-330206-04-01-787400）。截至到本报告出具日，公司尚未取得环评批复。

目前，公司高性能铝合金汽车零部件项目和汽车轻量化铝型材精密加工项目均尚未开工。需关注的是，未来如果募投项目进度不及预期，或下游市场发生变化导致产能利用率较低或产品销售不达预期等，则募投项目效益存在不达预期的风险。

## 四、运营环境

**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，2021年上半年，我国汽车销量达1289.1万辆，同比增长25.6%；其中新能源车销量达100.7万辆，同比增长220.9%，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1 2020年我国汽车销量降幅收窄6.3个百分点

图2 2020年汽车零部件行业主营业务收入增速回升（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

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，考虑到新能源汽车补贴退坡政策市场接受度已较高，市场和消费者已有充分预期以及充电桩

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 年上半年新能源汽车销量达 100.7 万辆，同比增长 220.9%，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为完善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。

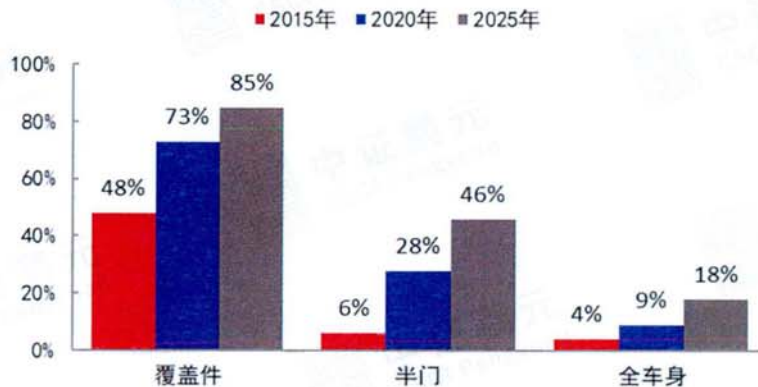
铝合金具有减重效果好、抗冲击性能高等突出优点，汽车轻量化加速有望提升铝合金压铸件市场渗透率，高端产能规模靠前的企业未来将在规模化效益以及盈利空间方面获得较大竞争优势；但由于铝合金成本相对较高，在部分汽车铸件上仍面临高强度钢这一新兴材料的竞争

汽车轻量化是在保证汽车强度和安全性能的前提下，降低汽车整备质量，随之降低汽车燃料消耗，与近年来不断加强的环保监管力度相适应，已成为世界汽车发展的潮流。铝合金以其低密度、高轻度、高弹性、高抗冲击性能等优点，成为了一种比较理想的轻量化材料，被用于汽车制造。

根据 2017 年由工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局等联合发布的《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》和 2021 年 2 月工信部发布的《乘用车燃料消耗量限值》强制性国家标准（GB19578-2021），持续推动传统燃油车节能降耗，要求到 2025 年我国乘用车新车平均燃料消耗量水平下降至 4.0L/100Km，汽车轻量化为降低油耗的重要手段。同时，汽车轻量化也是缓解新能源汽车续航里程痛点的重要途径，近年来新能源汽车实现飞跃式发展，2020 年新能源产销量达 136.70 万辆，预计 2025 年新能源汽车产销量将超过 500 万辆，市场空间巨大。

车身和发动机总成等压铸件是铝合金在汽车应用中的主要增长点，根据 Drive Aluminum 的统计，2015 年北美市场汽车车用铝合金的市场渗透率仅为 6.6%，随着减排节能推进，预计到 2025 年车用铝合金的市场渗透率将达到 26.6%，其中在覆盖件中的渗透率将达到 85%，全铝车身渗透率将达到 18%，车门的渗透率将达到 46%。而对于发动机缸体来讲，到 2025 年北美铝合金的市场渗透率预计将达到 85%，北美汽车市场铝合金总需求达到 454 万吨，市场空间较大。



**图 3 北美市场未来车用铝合金市场渗透率预测**


资料来源：Drive Aluminum，中证鹏元整理

目前内资汽车压铸企业主要包括包括广东鸿图科技股份有限公司（以下简称“广东鸿图”）、爱柯迪股份有限公司（以下简称“爱柯迪”）、文灿集团股份有限公司（以下简称“文灿股份”）、旭升股份等；外资企业主要包括日本 RYOBI 株式会社、阿雷斯提（Ahresty Corporation）和皮尔博格（PIERBURG）等。从内资企业来看，2020 年市场有所分化，受益于汽车轻量化加速推进，以新能源汽车为主要客户的供应商汽车压铸件收入实现快速增长。

**表 2 国内部分车用铝合金压铸企业情况（单位：亿元）**

公司名称	2020 年汽车压铸件收入	同比增速	主要客户
广东鸿图	35.00	-4.01%	通用、克莱斯勒、福特、本田、日产、丰田、奔驰、沃尔沃、大众及一汽、上汽、东风等
爱柯迪	24.15	-2.86%	法雷奥（Valeo）、博士（Bosch）、麦格纳（Magna）等
文灿股份	24.17	73.95%	大众、奔驰、宝马、特斯拉、未来、小鹏等
旭升股份	14.27	57.33%	特斯拉、采埃孚、北极星、长城汽车等

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

铝压铸行业属于典型的重资产与资本密集型行业，需要投入较多固定设备与资金，规模化经营能分摊固定成本形成经济效益，提升盈利能力，并且对上游的原材料供应商形成一定话语权。考虑到目前国内铝压铸行业集中度较低，未来大型企业通过资金优势，扩张高端产品产能，能够在规模化效益以及盈利空间方面获得较大竞争优势。

但我们也注意到，除铝合金外，车用轻量化材料主要还有高强度钢、铝合金、镁合金和碳纤维等，具体材料的选择则要根据重量、成本、安全性和工艺等多种方面考虑，目前最主流的轻量化材料为铝合金以及高强度钢。与高强度钢相比，铝合金减重与环保效果更为明显，但制造以及维修成本较为昂贵，其中铝锭价格约为钢铁的 3 倍左右，此外，铝合金抗拉强度低于高强度钢，耐撞性也仍弱于高强度钢。因此，目前铝合金仍主要应用中高端车型以及新能源车。未来仍需关注铝合金与高强度钢在部分汽车应用材料领域的竞争情况。

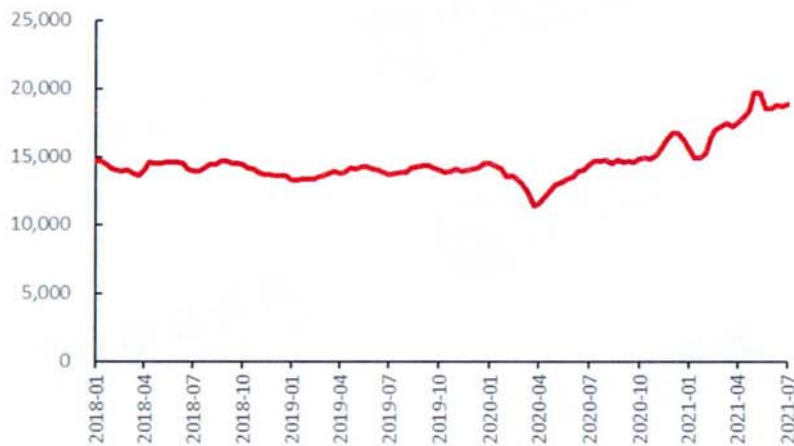
**表3 高强度钢与铝合金对比**

材料种类	减重效果	抗拉强度 (MPA)	材料成本	主要应用方向
高强度钢	15%-25%	1,379	低	汽车结构件、安全件、前后保险杠
铝合金	40%-50%	310	较高	汽车轮毂、汽车动力总成、底盘等

资料来源：盖世资讯，中证鹏元整理

### 2020年下半年国内铝价快速上涨，一定程度上影响了车用铝合金制造企业的利润空间

车用铝合金是以铝为基材，添加多种合金元素生产的，其中铝的比重约为 85%左右。铝合金中铝的成本占比最高，其他成本是熔化成本和添加的其他金属成本，通常铝合金的价格略高于电解铝的价格。近年来国内铝锭价格有所波动，自 2020 年下半年以来，国内铝锭价格快速上涨，铝锭是铝合金压铸产品的主要材料，所占产品成本的比例较高，铝价的波动在一定程度上影响压铸行业利润空间。

**图 4 2020 年下半年来国内铝锭价格快速上涨（单位：元/吨）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

公司为上海证券交易所上市公司，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及中国证监会、上海证券交易所有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力结构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 6 名董事组成，设董事长 1 名，独立董事 3 名。公司董事长由全体董事过半数选举产生；董事由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期 3 年，任期届满可连选连任。公司同时设立了战略、审计、薪酬与考核和提名四个专门委员会，对董事会负责。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。每届任期 3 年，可连聘连任。公司设监事会，设主席 1 人。监事会由 3 名监事组成，其中有 2 名股东代表和 1 名职工代表。



公司拥有较为完整的生产、营销、技术、财务系统，依据不同系统设立下属部门。同时，公司制定了与生产经营相匹配的各项制度。

截至2020年末，公司共有员工1,862人，主要以生产人员为主，占比达到60.69%，从公司员工的学历构成来看，大专以下的占比为68.15%，大专及以上的占比为31.85%。公司董事长兼总经理、财务负责人、技术和生产条线高管人员均从事本行业多年，可为公司的发展提供一定的支持。

**表4 截至2020年末公司人员构成情况**

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	1,130	60.69%
销售人员	34	1.83%
技术人员	266	14.29%
财务人员	14	0.75%
行政人员	418	22.45%
<b>合计</b>	<b>1,862</b>	<b>100.00%</b>

学历	人数	占员工总数的比例
大学（含大专）	593	31.85%
高中	299	16.06%
高中以下	970	52.09%
<b>合计</b>	<b>1,862</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020年年报，中证鹏元整理

## 六、经营与竞争

公司主要致力于汽车轻量化领域，从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售。近年来受益于新能源汽车行业的快速发展，公司积极推进新能源汽车动力系统、传统系统、电池系统等核心系统轻量化，汽车类铝压铸件、锻造件以及挤出件业务已成为公司营业收入的主要来源，2018-2020年该业务占总营收的占比分别达到79.26%、82.68%和87.69%，逐年上升，主营业务突出。2020年公司汽车类业务营收同比大幅增长，主要系2020年下游新能源汽车整车制造业客户需求放量，推动公司高压压铸类壳体产品销量上升。公司工业类业务以电机配件、注塑机配件等产品为主，其他业务主要为废料出售，营收占比较小。

毛利率方面，公司所售铝合金零部件产品均系为不同客户定制的非标准化产品，2018-2020年及2021年1-6月，公司综合毛利率不断下降。2019年公司毛利率下滑主要系汽车类业务销售结构有所变化，高毛利产品有所减少所致。2020年，公司毛利率较2019年有所下降，主要是当期营业成本中包括了运费及报关代理费，而2019年该项费用在销售费用中列报。2021年1-6月公司毛利率继续下滑系主要原材料合金铝市场价格上涨，推升公司产品成本所致。需持续关注客户需求变化和原材料价格上涨对公司经营业绩的影响。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
汽车类	105,446.37	27.77%	142,723.02	32.75%	90,714.20	33.21%	86,835.73	41.59%
工业类	7,456.76	29.20%	12,311.09	25.41%	11,171.52	25.60%	14,223.52	22.47%
模具销售	6,193.44	51.11%	4,930.00	43.76%	5,473.46	52.03%	5,609.21	47.40%
其他类零部件	1,321.37	25.83%	1,828.80	30.82%	1,566.08	43.91%	2,114.33	32.78%
其他	726.57	92.53%	957.36	94.29%	794.60	99.01%	776.63	99.62%
合计	<b>121,144.51</b>	<b>29.42%</b>	<b>162,750.27</b>	<b>32.87%</b>	<b>109,719.86</b>	<b>34.01%</b>	<b>109,559.41</b>	<b>39.65%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

得益于较早与特斯拉合作的先发优势，公司在技术实力、客户渠道方面形成了一定的竞争优势；在手订单相对充裕，预计能够为经营业绩提供一定保障

公司为铝压铸细分行业知名企业，具有一定的市场地位，主要产品为汽车铝合金压铸件。其压铸产品主要应用领域包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件，主要客户包括特斯拉、北极星、采埃孚、长城等。公司能够进入高端客户供应链体系，技术实力得到认可。

公司自2013年起进入特斯拉供应链，为特斯拉提供配套电池冷却系统配件，目前供应产品均为精密铝合金零部件，包括变速箱壳体、电机壳体等，品类较为丰富，均为定制化的非标准件。通过长期合作，公司具备和特斯拉协同开发产品的能力，目前为特斯拉的一级供应商，同特斯拉及其附属公司直接签署合同。

公司在研发方面持续增加投入，2018-2020年公司研发费用持续攀升。2019年，公司产品获得工信部、中国工业经济联合会共同颁布的“制造业单项冠军示范企业”称号。此外，公司作为第一起草单位参与了《压铸模零件第19部分：定位元件》（GB/T4678.19-2017）国家标准的制定。截至2021年6月末，公司已获得10项发明专利和121项实用新型专利，具有一定的技术储备，拥有一定的市场竞争力。

**表6 2018-2020年公司研发投入情况（单位：万元）**

项目名称	2020年	2019年	2018年
研发费用	5,758.98	4,716.08	4,367.30
研发费用占营业收入的比例	3.54%	4.30%	3.99%
研发人员数量	225	201	205
研发人员数量占公司总人数的比例	12.08%	12.20%	11.84%

资料来源：公司2018-2020年年报，中证鹏元整理

从客户渠道来看，公司拥有同客户协同开发产品的能力，能够在产品质量和供货速度上较好的保障客户需求，且同特斯拉合作多年，近年顺利进入采埃孚、华域汽车体系等高资质客户的供应链，具有一定的市场竞争力。



得益于公司客户渠道、技术实力方面形成的竞争优势。截至 2021 年 6 月末，公司在手订单金额较多，达 19.11 亿元。后续随着合同陆续履约，预计对公司经营业绩有较好的保障。

公司采用以销定产的模式，整体产销率较高；客户资质较好，但集中度较高；公司拥有一定规模的海外客户，需关注国际贸易政策变动对公司的影响；

公司产品销售基本为直销，销售架构方面，公司对应大客户分别配套销售团队，针对客户所在地设立美洲、欧洲和亚太三大销售团队，并由总部统一管理。开拓市场方面，公司主要通过现有客户的口碑进行合作深化，同时主动对接知名主机厂商或一级零部件供应商，在通过厂商认证考核后，公司方可成为对方合格供应商。客户提出采购意向后，公司根据其技术要求与客户进行同步研发，最终共同确定产品设计方案。方案审定后，公司综合考虑研发投入、生产工艺和市场供求情况，双方协商后确定价格。公司销售业务以银行汇款为主要结算方式，主要采用人民币直接结算。公司给予客户的账期一般为 2 至 3 个月不等，其中海外客户账期偏短，国内客户账期偏长。

从产销量来看，公司主要以销定产，因此产销率近年均维持在较高水平。2018-2020 年受益于公司产品结构变化，汽车类业务产品均价不断上升。近年公司汽车类产品产销量出现波动主要系核心客户特斯拉调整车型所致，2019 年特斯拉车型 Model S/X 产量有所减少，而 Model 3 车型产量尚处于爬坡期，且具体产品不同，故公司为之配套的零部件产销量呈现下降的状态，2020 年随着主要客户特斯拉销售放量，公司汽车类产品产销量及营业收入均实现大幅增长。公司工业类产品整体产销量较小，主要应用领域为配置注塑机等机械部件。公司模具类产品主要在同客户协同研发新产品时进行制作，并向客户收取费用。

表7 公司主要产品产销率情况（单位：万元、万件、元/件）

主要产品	项目	2021 年 1-6 月	2020 年	2019 年	2018 年
汽车类	产量	1,450.52	1,938.61	1,343.65	1,641.91
	销量	1,309.83	1,905.36	1,318.55	1,526.59
	产销率	90.30%	98.29%	98.13%	92.98%
	销售收入	105,446.37	142,723.02	90,714.20	86,835.73
	均价	80.50	74.91	68.80	56.88
工业类	产量	481.01	919.46	702.92	1,068.80
	销量	480.78	915.57	761.54	1,059.20
	产销率	99.95%	99.58%	108.34%	99.10%
	销售收入	7,456.76	12,311.09	11,171.52	14,223.52
	均价	15.51	13.45	14.67	13.43
模具类	产量	86.00	77.00	40.00	169.00
	销量	86.00	80.00	37.00	169.00
	产销率	100.00%	103.90%	92.50%	100.00%
	销售收入	6,193.44	4,930.00	5,473.46	5,609.21
	均价	72.02	61.63	147.93	33.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户情况来看，公司深度绑定特斯拉，其对公司的收入贡献占比较高，从特斯拉发展情况来看，2018-2020年特斯拉全球交付量分别达到24.5万辆、36.8万辆和49.96万辆，年复合增速达到42.8%，在全球新能源车市场处于高景气度的背景下，预计未来仍将维持较高增速，公司作为特斯拉的配套厂商有望持续受益。2018-2020年公司对特斯拉的销售收入分别为66,916.31万元、58,911.00万元和70,784.83万元，预计随着上海工厂Model 3 和Model Y上量，公司对特斯拉的销售额有望继续增长。近年来公司持续导入新客户，对特斯拉的依赖度持续下降，其余主要客户包括上海奉贤赛科利汽车模具技术应用有限公司（以下简称“赛科利”）、采埃孚、北极星、长城汽车等国内外新能源车产业链的知名厂商，公司与客户的合作关系较为稳定，随着上述客户的项目持续放量，对未来收入形成保障，2020年公司取得戴姆勒、理想汽车、亿纬锂能等新客户的多个产品项目以及特斯拉、长城、蔚来汽车等原有客户多个新产品项目。公司给予客户的账期以2至3个月为主，整体客户资质情况较好，坏账风险不大。公司下游客户集中度较高，近年来公司前五大客户销售额占比均在65%以上，且第一大客户特斯拉销售额占比超过40%，若主要客户需求产生变化，将给公司的生产销售带来较大扰动。

**表8 公司前五大客户情况（单位：万元）**

年份	客户名称	产品类型	销售金额	占比
2021年 1-6月	Tesla, INC.	汽车类铝合金零部件	48,901.76	40.37%
	赛科利	汽车类铝合金零部件	9,867.96	8.15%
	ZF FRIEDRICHSHAFEN AG	汽车类铝合金零部件	8,659.17	7.15%
	POLARIS INDUSTRIES, INC.	汽车类铝合金零部件	7,637.92	6.30%
	长城汽车股份有限公司	汽车类铝合金零部件	5,730.34	4.73%
	合计	-	<b>80,797.15</b>	<b>66.69%</b>
2020年	Tesla, INC.	汽车类铝合金零部件	70,784.83	43.49%
	ZF FRIEDRICHSHAFEN AG	汽车类铝合金零部件	14,065.96	8.64%
	POLARIS INDUSTRIES, INC.	汽车类铝合金零部件	11,339.88	6.97%
	赛科利	汽车类铝合金零部件	6,550.41	4.02%
	长城汽车股份有限公司	汽车类铝合金零部件	5,620.58	3.45%
合计	-	<b>108,361.66</b>	<b>66.58%</b>	
2019年	Tesla, Inc.	汽车类铝合金零部件	58,911.00	53.69%
	POLARIS INDUSTRIES, INC.	汽车类铝合金零部件	7,653.98	6.98%
	ZF Friedrichshafen AG	汽车类铝合金零部件	5,097.47	4.65%
	海天塑机集团有限公司	工业类铝合金零部件	3,271.13	2.98%
	宁波菲仕技术股份有限公司	汽车类铝合金零部件	2,721.20	2.48%
合计	-	<b>77,654.79</b>	<b>70.78%</b>	
2018年	Tesla, Inc.	汽车类铝合金零部件	66,916.31	61.08%
	POLARIS INDUSTRIES, INC.	汽车类铝合金零部件	3,580.29	3.27%



AmTech International	汽车类铝合金零部件	3,551.98	3.24%
海天塑机集团有限公司	工业类铝合金零部件	3,477.01	3.17%
Flex Ltd.	汽车类铝合金零部件	3,277.96	2.99%
<b>合计</b>	-	<b>80,803.55</b>	<b>73.75%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受公司核心客户特斯拉本土化经营影响以及境内客户的持续开拓，公司近年来内销比重不断上升，但依然有较大规模的外销收入。公司外销产品中，以欧洲和北美市场为主，美国贸易代表办公室公布的加税清单中涉及公司部分出口产品，虽公司向美国的产品销售大部分是以货交承运人的方式实现，即货物出厂交付给客户指定的境内承运人后即视为控制权转移，公司不承担后续产品出口的风险，但对公司产品价格竞争力仍有所影响。公司外销产品货款结算方式包括人民币和现汇两种，其中主要客户特斯拉美国主要采用人民币结算，针对其他外销客户采用现汇结算，因而，公司持有有一定规模的美元，并进行了远期结汇管理，整体汇兑损失风险可控。需要关注的是未来国际贸易政策变动对公司出口产品造成的可能影响。

表9 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	61,794.17	51.01%	59,633.70	36.64%	25,998.42	23.70%	22,500.54	20.54%
国外	59,350.34	48.99%	103,116.57	63.36%	83,721.44	76.30%	87,058.87	79.46%
<b>合计</b>	<b>121,144.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>162,750.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>109,719.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>109,559.41</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料主要为大宗商品，原材料短缺风险较低，但需关注原材料价格波动对公司成本控制的影响

公司原材料主要为大宗商品合金铝，另需采购五金件、油封、塑料、橡胶等配件，用于装配零部件总成，与具有一定规模的上游供应商建立了长期稳定的合作关系。公司采用“以销定产、以产定购”的方式，根据客户订单及生产经营计划，采用持续分批的形式向供应商采购。合金铝的采购定价方式主要以上海长江有色金属现货铝价为基础，根据添加的合金成分不同和熔炼加工分确定采购价格。采购部根据订单对供应商进行选择评审，针对每一类物资至少向两家以上评审合格的供应商进行询价，以确定最终的供应商。

表10 公司 2018-2020 年及 2021 年 6 月采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目名称	项目	2021年6月	2020年	2019年	2018年
铝锭	采购量	25,907.63	35,944.13	26,007.16	20,952.29
	采购均价	1.58	1.32	1.28	1.35
	采购金额	40,852.00	47,300.33	33,243.24	28,322.23
外购件	采购金额	22,619.08	20,022.51	6,960.05	11,041.62

其他	采购金额	13,113.53	15,779.57	10,715.82	11,980.24
----	------	-----------	-----------	-----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的生产成本包括直接材料、直接人工和制造费用，主要为原材料采购成本。综合来看，公司直接原材料成本构成中，铝锭是最主要的构成部分。铝锭为市场定价的大宗商品，自2020年以来呈现波动上涨的趋势，公司作为铝锭价格的接受者，若未来原材料价格持续上涨，公司未能有效将原材料价格波动传导至下游客户，抵消生产成本上升的影响，则会给公司带来一定的成本控制压力，从而影响公司的盈利水平。

**表11 公司营业成本构成及占比情况（单位：万元）**

业务板块	项目	2020年		2019年		2018年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
汽车类	直接材料	58,306.56	60.75%	35,148.50	57.99%	30,715.89	60.56%
	直接人工	6,682.32	6.96%	5,018.46	8.28%	4,393.35	8.66%
	制造费用	30,992.10	32.29%	20,444.49	33.73%	15,610.32	30.78%
	合计	<b>95,980.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>60,611.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>50,719.56</b>	<b>100.00%</b>
工业类	直接材料	5,766.93	62.80%	4,707.66	56.83%	6,815.97	61.81%
	直接人工	748.37	8.15%	856.05	10.33%	1,106.36	10.03%
	制造费用	2,667.20	29.05%	2,720.33	32.84%	3,105.19	28.16%
	合计	<b>9,182.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>8,284.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>11,027.52</b>	<b>100.00%</b>
模具类	直接材料	1,937.48	69.88%	1,658.85	63.18%	2,133.48	72.32%
	直接人工	305.34	11.01%	390.62	14.88%	319.05	10.81%
	制造费用	529.68	19.10%	575.92	21.94%	497.71	16.87%
	合计	<b>2,772.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,625.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,950.23</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购部门根据客户订单和生产经营计划，持续分批的向供应商下单采购。公司部分以银行承兑汇票来付款，账期一般为2-3个月。近年公司上游主要的供应商较为稳定，双方维持较好的合作关系。2018-2020年及2021年1-6月公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重较高，均在50%以上，集中度较高。但公司原材料以大宗商品为主，缺货风险相对较低。

**表12 公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年份	供应商名称	采购原材料	采购金额	占采购总额比例
2021年 6月	重庆顺博铝合金股份有限公司	铝锭	12,811.37	15.75%
	兰溪市博远金属有限公司	铝锭	10,152.93	12.48%
	辽宁忠旺集团有限公司	外购件	7,666.66	9.43%
	浙江远大铝业有限公司	铝锭	6,939.33	8.53%
	怡球金属资源再生（中国）股份有限公司	铝锭	5,247.87	6.45%
	合计	-	<b>42,818.16</b>	<b>52.64%</b>





2020年	兰溪市博远金属有限公司	铝锭	14,807.78	16.51%
	怡球金属资源再生（中国）股份有限公司	铝锭	11,277.98	12.57%
	浙江远大铝业有限公司	铝锭	8,235.97	9.18%
	顺博合金江苏有限公司	铝锭	8,087.65	9.02%
	辽宁忠旺集团有限公司	外购件	4,669.30	5.21%
	<b>合计</b>	-	<b>47,078.68</b>	<b>52.49%</b>
2019年	兰溪市博远金属有限公司	铝锭	16,716.51	29.56%
	怡球金属资源再生（中国）股份有限公司	铝锭	7,201.63	12.74%
	浙江远大铝业有限公司	电	3,964.72	7.01%
	国网浙江省电力公司宁波供电公司	铝锭	3,691.53	6.53%
	重庆顺博铝合金股份有限公司	铝锭	2,599.45	4.60%
	<b>合计</b>	-	<b>34,173.84</b>	<b>60.44%</b>
2018年	兰溪市博远金属有限公司	铝锭	12,836.85	23.04%
	怡球金属资源再生（中国）股份有限公司	铝锭	9,655.28	17.33%
	重庆顺博铝合金股份有限公司	铝锭	3,571.84	6.41%
	国网浙江省电力公司宁波供电公司	铝锭	2,522.12	4.53%
	安徽锦晟汽车工业有限公司	电	2,272.42	4.08%
	<b>合计</b>	-	<b>30,858.51</b>	<b>55.39%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年来处于产能扩张阶段，需关注在建和本期债券募投项目完工投产后的产能消化情况

受益于下游产品需求旺盛，近年来公司产能持续扩张，2017年公司IPO上市后，合计募集资金46,841.60万元，用于轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目和铝镁合金产品及精密压铸模具研发中心建设项目，建成后除研发中心外，另可增加汽车零部件精加工生产810万套（件）/年产能。2018年，公司公开发行可转换债券，募集资金42,000万元，用于新能源汽车精密铸锻件项目，达产后增加500万件/年铸锻件产品产能。近年来，公司产能利用率总体处于较高水平，2019年由于公司新建的四厂车间处于试生产阶段，处于阶段性产能爬坡阶段，致使公司2019年产能利用率同比下滑12.84个百分点。2020年随着下游客户产品销售放量，公司产能利用率也回升到较高水平。

表13 截至2021年6月末公司产能利用率情况（单位：工时）

项目	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
理论工时（理论）	195.99	251.75	210.00	189.00
耗用工时（实际）	162.23	203.10	149.50	158.50
产能利用率	82.77%	80.68%	71.19%	83.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前，公司为抓住新能源汽车产业对铝合金制品的增长需求，拟发行本期债券，其中投资建设高性

能铝合金汽车零部件项目，预计可提升新能源汽车压铸件产能规模，新增新能源汽车传动系统壳体年产能234万件、新能源汽车电池系统部件年产能57万件和新能源汽车车身部件年产能50万件；投资汽车轻量化铝型材精密加工项目，预计可提升机加工成品件规模，新增新能源汽车传动系统壳体年产能62万件、新能源汽车电池系统部件年产能95万件。截至2021年6月末，公司在建项目尚需投资金额15,806.70万元。公司下游客户资质较好，市场需求有一定保障。但近年来公司产能扩张较快，仍需关注公司在建项目和募投项目完工后的产能消化情况。

**表14 截至2021年6月末公司在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资
五厂厂房建设工程	22,000.00	18,011.10
七厂厂房建设工程	14,398.00	2,580.20
合计	36,398.00	20,591.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及公司提供的2021年1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围未发生变化；2019年公司新设宁波旭升铝镁铸业有限公司、株式会社旭晟技研、Xusheng Auto Technology GmbH和Xusheng America Auto Technology Co.Ltd，将其纳入合并范围；2020年公司出资设立宁波和升铝瓶技术有限公司，将其纳入合并范围。截至2021年6月末，公司纳入合并报表范围的子公司共6家，详见附录四。

### 资产结构与质量

近年随着公司销售规模增长和产能扩张，公司资产规模大幅增长，资产流动性尚可

随着公司销售规模及产能不断扩张，公司资产规模持续增加。2021年6月末公司资产规模较2018年末增加116.20%，资产以非流动资产为主。

近年来公司货币资金主要为银行存款，截至2021年6月末公司货币资金余额占比为总资产的13.62%，账面资金较为充裕，其中包含用于质押的定期存款1.49亿元和银行承兑汇票保证金0.03亿元，受限资金占货币资金的比例为21.38%。2020年公司新增交易性金融资产7.68亿元，主要为现金管理产品，风险不大，截至2021年末账面价值减少至2.86亿元。公司应收账款主要为应收客户的货款，随着公司营业收入增长而相应增长。截至2021年6月末，公司一年内应收账款账面余额为6.12亿元，占应收账款总额的99.66%，按组合计提坏账准备0.31亿元；前五大应收对象合计总额为3.85亿元，占当期总额的62.78%，



且均在一年内，账期较短；公司主要应收对象为特斯拉（上海）、赛科利、特斯拉（美国）、采埃孚等国内外知名企业，应收账款回收风险总体可控。公司存货主要为在产品和库存商品，近年存货余额随公司销售规模增加而增加。受在手订单增长影响，公司2020年及2021年半年度在产品持续大幅增长。库存商品占比不高，未形成明显积压，同时大宗商品价格处于高位，跌价风险不大。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	70,952.53	13.62%	68,826.30	14.99%	36,841.27	14.75%	69,550.29	28.86%
交易性金融资产	28,610.03	5.49%	76,836.17	16.73%	0.00	0.00%	49.58	0.02%
应收账款	58,259.49	11.18%	42,177.43	9.18%	18,326.38	7.34%	24,863.20	10.32%
存货	63,708.00	12.23%	43,446.86	9.46%	29,759.64	11.92%	23,063.62	9.57%
<b>流动资产合计</b>	<b>233,340.23</b>	<b>44.79%</b>	<b>238,851.04</b>	<b>52.01%</b>	<b>88,297.86</b>	<b>35.36%</b>	<b>126,218.11</b>	<b>52.38%</b>
固定资产	103,554.15	19.88%	98,829.80	21.52%	74,620.46	29.88%	64,975.54	26.96%
在建工程	128,352.48	24.64%	87,018.64	18.95%	63,547.20	25.45%	20,495.12	8.51%
无形资产	36,565.39	7.02%	26,834.10	5.84%	21,310.64	8.53%	12,159.57	5.05%
<b>非流动资产合计</b>	<b>287,626.62</b>	<b>55.21%</b>	<b>220,353.97</b>	<b>47.99%</b>	<b>161,395.12</b>	<b>64.64%</b>	<b>114,747.94</b>	<b>47.62%</b>
<b>资产总计</b>	<b>520,966.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>459,205.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>249,692.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>240,966.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产主要为生产使用的厂房和设备，近年账面价值持续增长主要系公司新购置和在建工程转固所致。随着公司新增铝镁合金产能投产，2020年固定资产账面价值同比增长32.44%，同时需关注后续产能利用情况。截至2021年6月末，用于借款抵押的受限固定资产金额为1.00亿元，流动性受到一定限制。近年来随着公司产能扩张，在建工程账面价值持续增长。截至2021年6月末，公司在建工程账面价值为12.84亿元，主要为厂房建造工程和设备安装工程。公司无形资产主要为土地使用权，截至2021年6月末，用于抵押借款的无形资产为0.40亿元，受限金额占无形资产的比例为10.97%。

近年公司业务规模快速扩张，资产规模增长较快。账面现金类资产相对充裕；应收账款因其客户的信用资质较优，必要时通过保理或者质押方式可快速变现；以产定购模式下，存货规模上升，未形成积压，未来可以较快变现；非流动资产中固定资产和无形资产受限比例不大，存在一定的融资弹性。整体来看，公司资产质量较好，流动性尚可。

## 盈利能力

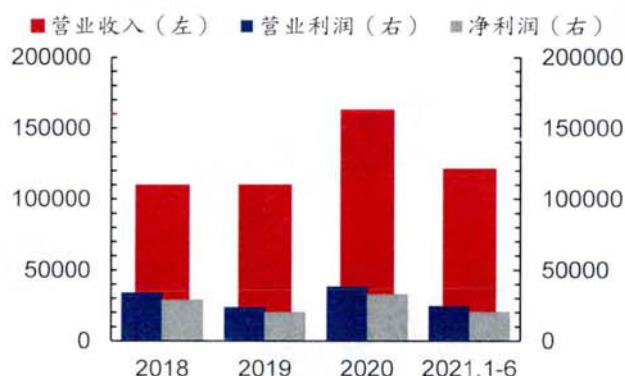
近年公司利润水平有所下降，但盈利能力较好；需关注产品结构变化和原材料价格上涨对营业利润的影响

公司业务主要为精密铝合金零部件的研发、生产和销售，产品主要聚焦于新能源汽车，涵盖多个汽车核心系统所需的铝合金零部件，包括传动系统、控制系统、悬挂系统、电池系统等。2018-2020年及2021年1-6月，公司营业收入保持增长。2020年及2021年1-6月，受益于公司第一大客户特斯拉主力车型

Model3销售放量、公司其他主要客户北极星、采埃孚、长城汽车等合作增加、公司产能及时投入等因素，公司营收同比大幅增长48.33%。

利润水平方面，2018-2020年及2021年1-6月，公司主营业务毛利率持续下降，主要是汽车类精密零部件产品毛利率下降所致。具体而言，2019年公司汽车类产品毛利率同比下降8.38个百分点，主要是公司配套特斯拉Model 3的精密铝合金零部件产品规模增加，而配套Model S/X的精密铝合金零部件产品规模减少，而公司为Model 3配套的产品毛利率水平整体低于Model S/X。2020年公司毛利率同比继续下降1.03个百分点，主要是公司将原销售费用核算的运输费及出口代理费重分类至主营业务成本，使得毛利率水平略有下降。2021年1-6月，由于公司主要原材料合金铝锭价格明显上涨，致使公司产品成本增加，毛利率继续下行。受主要客户产品需求变化的影响，公司EBITDA利润率和总资产回报率波动下降，但仍保持在较好水平，公司盈利能力较好。

图5 公司收入及利润情况（单位：万元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

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，中证鹏元整理

## 现金流

公司近年经营活动现金流净额存在小幅波动，有一定的筹资需求，需关注未来的资金压力

公司客户主要为全球知名企业，对客户的账期主要为2至3个月，整体较为稳定。2018-2020年及2021年1-6月，公司经营活动现金流保持持续净流入，表现较好。

2018-2020年及2021年1-6月公司投资活动净现金流始终为流出状态，主要系公司近年来投入铝合金压铸件产能扩张项目，并将暂时闲置的募集资金用于现金管理所致。

2018-2020年及2021年1-6月公司筹资活动净现金流有所波动。其中，2018年及2020年筹资活动净现金流为正且大幅增长主要系公司收到可转换债券的募集资金和非公开发行股份的募集资金到账所致。公司近年持续扩大产能，有一定的筹资需求。

2018-2020年及2021年1-6月，公司EBITDA和FFO随公司收入规模的扩大而有所增长，可用于偿付利息的现金流增加。考虑到公司近年来经营活动现金流持续净流入且规模尚可，加之公司通过非公



开发行股票和发行转债筹集资金，一定程度上能够满足公司的资金需求。

图 7 公司现金流结构

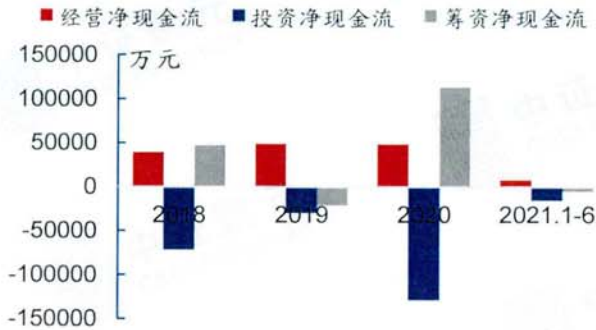


图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况



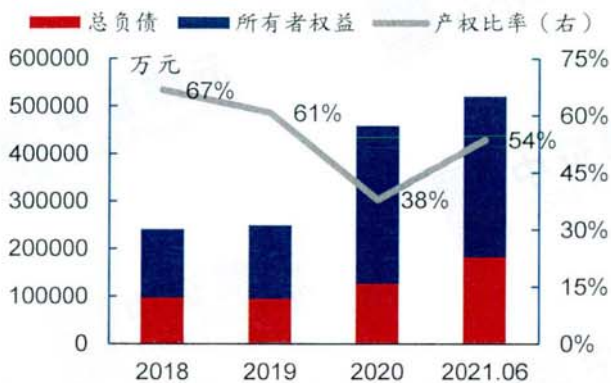
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

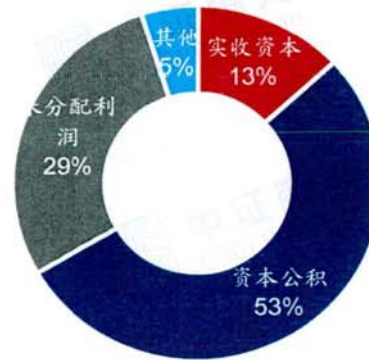
### 资本结构与偿债能力

随着业务规模扩张，营运资金需求增加，总债务规模有所上升，但偿付压力不大

近年随公司产能扩张以及销售规模增长，公司融资规模有所上升，截至 2021 年 6 月末负债总额为 18.21 亿元，较 2018 年末增长 88.80%。2018-2020 年公司归属于母公司的所有者权益持续增长，除未分配利润有所增长外，2018-2020 年公司发行可转换公司债券、实行转股以及非公开发行股票，合计增加其他权益工具 0.38 亿元、增加资本公积 14.24 亿元。另一方面，公司负债总额增长幅度相对较小，致使产权比率有所下降，所有者权益对负债的保障程度提升。

**图9 公司资本结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

**图10 2021年6月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 年半年度财务报表

公司负债规模有所增长，以流动负债为主。2018-2020年及2021年1-6月，公司短期借款规模有所波动，截至2021年6月末，短期借款账面价值较2018年末增长255.09%，主要系公司订单有所增长，增加借款用于支付生产需要的材料款等生产成本。公司应付票据主要为应付供应商的银行承兑汇票，近年受采购金额增长的影响，规模持续增长，截至2021年6月末，公司应付票据余额占负债总额的33.45%。公司应付账款主要为应付供应商的货款，2020年公司增加原材料备货，且当期公司销售规模大幅增加，致使应付账款规模同比大幅增长。截至2021年6月末，公司应付账款占负债总额的31.35%，且账期在1年内的占比为97.89%。

2018年11月，公司发行可转换公司债券“旭升转债”，其中转股1,410.28万股，转股比例为99.39%，已于2020年2月全部赎回。

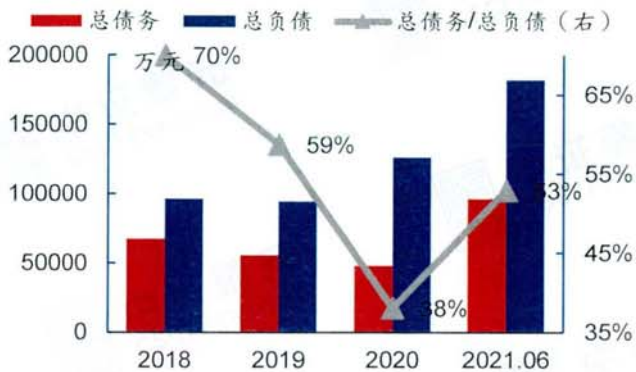
**表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	35,508.61	19.50%	10,008.61	7.91%	0.00	0.00%	10,000.00	10.37%
应付票据	60,908.41	33.45%	38,178.16	30.18%	16,016.66	16.96%	19,834.13	20.56%
应付账款	57,090.74	31.35%	51,398.52	40.63%	21,987.21	23.29%	19,155.16	19.86%
<b>流动负债合计</b>	<b>172,422.37</b>	<b>94.68%</b>	<b>117,732.21</b>	<b>93.06%</b>	<b>49,564.34</b>	<b>52.49%</b>	<b>56,907.71</b>	<b>59.00%</b>
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	39,442.68	41.77%	37,665.49	39.05%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,684.05</b>	<b>5.32%</b>	<b>8,775.01</b>	<b>6.94%</b>	<b>44,860.44</b>	<b>47.51%</b>	<b>39,546.25</b>	<b>41.00%</b>
<b>负债合计</b>	<b>182,106.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>126,507.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>94,424.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>96,453.96</b>	<b>100.00%</b>

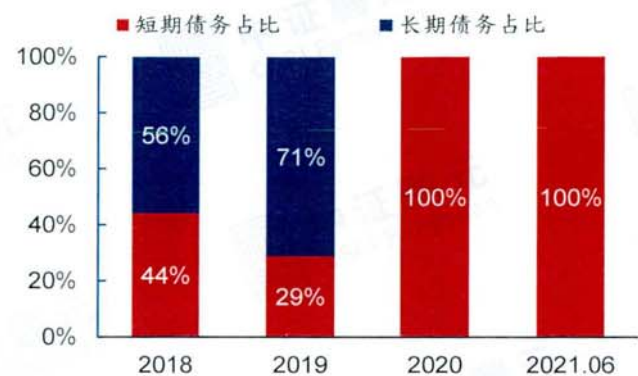
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年及2021年1-6月，公司总债务规模有所波动。截至2021年6月末总债务余额为9.64亿元，占负债总额的52.95%，均为短期债务，考虑到公司账面现金类资产规模相对充裕，主营业务现金生成能力较强，必要时可通过借新还旧滚动，整体偿付压力不大。



**图 11 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

**图 12 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年及2021年6月，公司资产负债率波动下降，整体负债水平不高。公司EBITDA利息保障倍数波动较大，但绝对水平始终较高，对利息的覆盖情况较好。2018-2020年公司总债务/总资本指标持续下降，总资本对债务的保障程度较好。2020年公司净债务由正转负，盈余现金较为充裕。

**表17 公司杠杆状况指标**

指标名称	2021年6月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	34.96%	27.55%	37.82%	40.03%
净债务/EBITDA	-	-1.85	0.63	0.79
EBITDA 利息保障倍数	-	50.92	15.54	111.72
总债务/总资本	22.15%	12.65%	26.33%	31.84%
FFO/净债务	-	-47.31%	141.21%	109.39%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年公司速动比率和现金短期债务比处于较好水平，现金短期债务比逐年上升，公司短期债务较有保障。2021年1-6月，由于短期债务上升较快，公司流动性比率指标均出现大幅下降，但仍保持在较好水平，短期偿付压力不大。

**图 13 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年半年度财务报表，中证鹏元整理

## 八、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 7 月 9 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。

## 九、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，公司经营活动产生的现金流入是本期债券按时还本付息资金的主要来源。2018-2020 年，公司营业收入分别为 10.96 亿元、10.97 亿元和 16.28 亿元，增速较快；销售商品、提供劳务收到的现金分别为 10.77 亿元、12.79 亿元和 14.59 亿元。目前公司下游客户资质较好且合作关系较为稳定，未来订单有较好保障。但同时中证鹏元也关注到，存货和应收账款对公司营运资金形成一定的占用，此外原材料价格上涨以及国际贸易政策变动等因素，仍可能会对公司经营业绩造成一定影响，进而影响公司现金流。

其次，公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的重要来源。根据公司提供的可行性分析报告，本期债券募投项目高性能铝合金汽车零部件项目建成达产后，财务内部收益率为 18.75%，项目投资回收期为 7.06 年（含建设期）；本期债券募投项目汽车轻量化铝型材精密加工项目，财务内部收益率为 18.24%，项目投资回收期为 6.54 年（含建设期）。但需要关注的是，未来若工程进度不及预期，或者下游市场发生变化导致产能利用率较低或产品销售不达预期等，则募投项目收入存在不达预期的风险。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转



股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 十、结论

综上，中证鹏元评定宁波旭升汽车技术股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



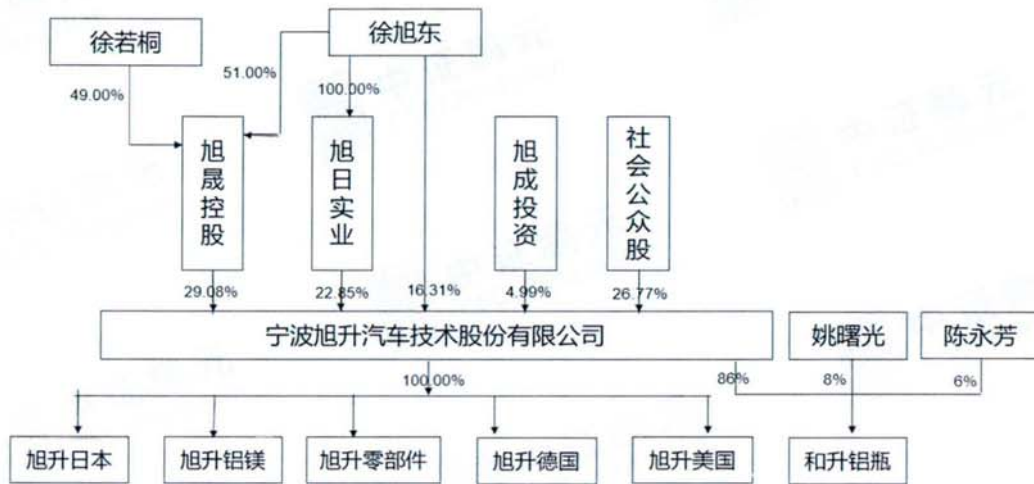


## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021年6月	2020年	2019年	2018年
货币资金	70,952.53	68,826.30	36,841.27	69,550.29
应收账款	58,259.49	42,177.43	18,326.38	24,863.20
存货	63,708.00	43,446.86	29,759.64	23,063.62
流动资产合计	233,340.23	238,851.04	88,297.86	126,218.11
固定资产	103,554.15	98,829.80	74,620.46	64,975.54
在建工程	128,352.48	87,018.64	63,547.20	20,495.12
非流动资产合计	287,626.62	220,353.97	161,395.12	114,747.94
资产总计	520,966.84	459,205.01	249,692.98	240,966.05
短期借款	35,508.61	10,008.61	0.00	10,000.00
应付票据	60,908.41	38,178.16	16,016.66	19,834.13
应付账款	57,090.74	51,398.52	21,987.21	19,155.16
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	28.00	0.00
流动负债合计	172,422.37	117,732.21	49,564.34	56,907.71
应付债券	0.00	0.00	39,442.68	37,665.49
非流动负债合计	9,684.05	8,775.01	44,860.44	39,546.25
负债合计	182,106.43	126,507.22	94,424.78	96,453.96
总债务	96,417.02	48,186.77	55,487.33	67,499.62
归属于母公司的所有者权益	338,471.75	332,282.09	155,268.20	144,512.09
营业收入	121,144.51	162,750.27	109,719.86	109,559.41
净利润	21,058.30	33,277.41	20,659.11	29,371.74
经营活动产生的现金流量净额	7,620.96	48,405.65	48,581.66	39,204.16
投资活动产生的现金流量净额	-15,443.83	-128,795.82	-29,624.70	-71,454.17
筹资活动产生的现金流量净额	-5,010.54	113,504.51	-20,981.53	47,207.34
财务指标	2021年6月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	29.42%	32.87%	34.01%	39.65%
EBITDA 利润率	-	31.24%	30.28%	35.97%
总资产回报率	-	11.11%	10.52%	17.95%
产权比率	53.74%	38.02%	60.81%	66.74%
资产负债率	34.96%	27.55%	37.82%	40.03%
净债务/EBITDA	-	-1.85	0.63	0.79
EBITDA 利息保障倍数	-	50.92	15.54	111.72
总债务/总资本	22.15%	12.65%	26.33%	31.84%
FFO/净债务	-	-47.31%	141.21%	109.39%
速动比率	0.98	1.66	1.18	1.81
现金短期债务比	1.03	3.02	2.30	1.30

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

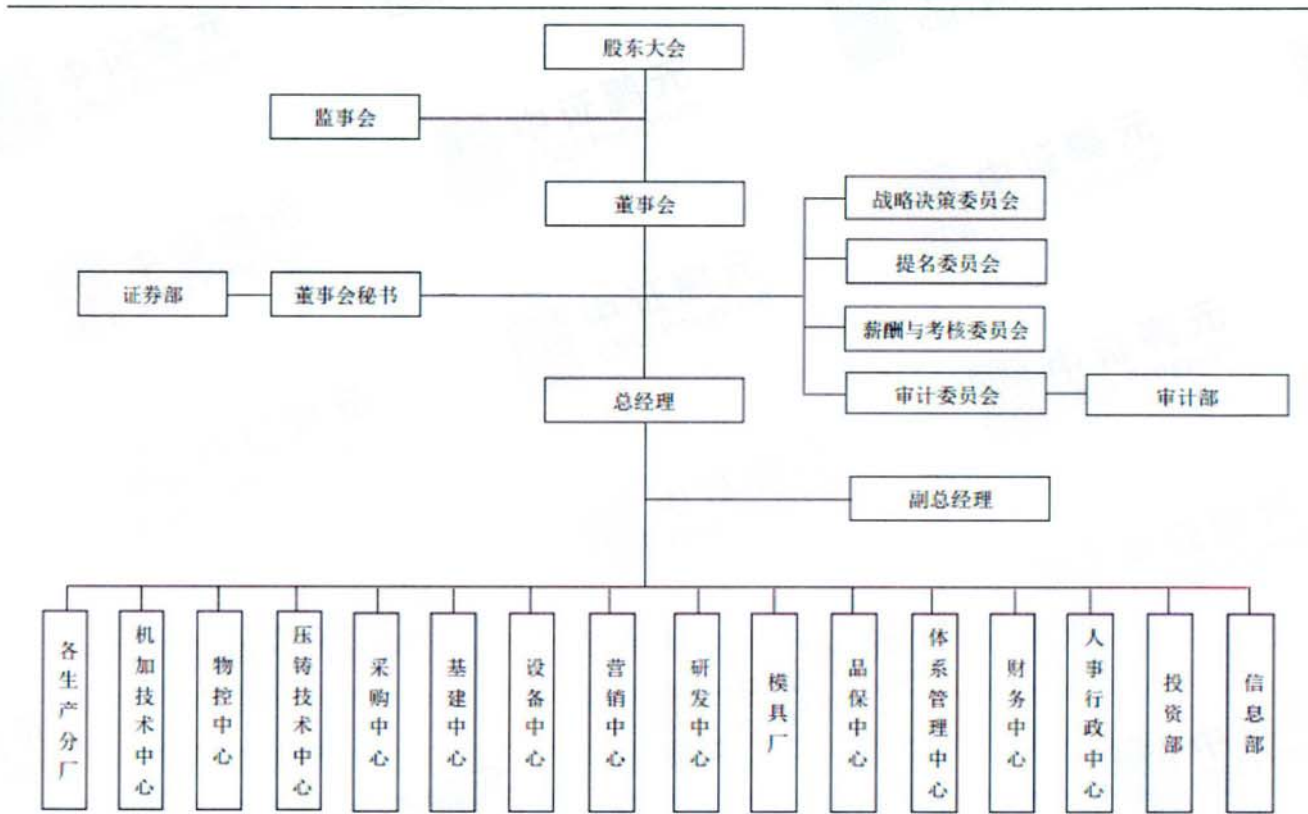
附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



#### 附录四 截至 2021 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
宁波旭升汽车零部件有限公司	100.00	100.00%	制造业
宁波旭升铝镁铸业有限公司	10,000.00	100.00%	制造业
宁波和升铝瓶技术有限公司	3,000.00	86.00%	制造业
株式会社旭晟技研	950 万日元	100.00%	研发、设计及进出口
Xusheng Auto Technology GmbH	50 万欧元	100.00%	设计、销售、物流和服务
Xusheng America Auto Technology Co.,Ltd	50 万美元	100.00%	设计、销售、物流和服务

资料来源：公司提供，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	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。