



明新旭腾新材料股份有限公司2022年公开发行人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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





明新旭腾新材料股份有限公司 2022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	2022-3-15

债券概况

发行规模: 不超过 67,300.00 万元 (含)

发行期限: 6 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息

发行目的: 年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目和补充流动资金

联系方式

项目负责人: 徐宁怡

xuny@cspengyuan.com

项目组成员: 葛庭婷

gett@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定明新旭腾新材料股份有限公司 (以下简称“明新旭腾”或“公司”, 股票代码“605068.SH”) 本次拟发行总额不超过 67,300.00 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公司作为国内领先的汽车内饰新材料供应商, 具有一定的竞争优势和技术优势, 公司产品配套乘用车中高端车型, 未来订单具有一定保障, 上市后公司融资渠道得以拓宽且资本实力得到增强; 同时中证鹏元也关注到, 汽车行业景气度波动或对公司经营产生一定影响, 公司面临原材料价格波动风险, 直接客户和终端整车厂客户集中度过高以及超纤产品效益不及预期等风险因素。

未来展望

- 公司具有一定的技术实力和市场竞争力, 业务较为稳定。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标 (单位: 亿元)

项目	2021.9	2020	2019	2018
总资产	24.46	21.33	9.43	7.05
归母所有者权益	17.25	17.06	6.14	4.34
总债务	4.04	0.80	0.99	1.27
营业收入	5.74	8.08	6.58	5.70
EBITDA 利息保障倍数	--	137.55	65.18	20.73
净利润	1.43	2.21	1.79	1.08
经营活动现金流净额	1.46	1.00	1.45	1.53
销售毛利率	44.39%	49.14%	45.25%	37.92%
EBITDA 利润率	--	37.04%	37.05%	27.04%
总资产回报率	--	16.72%	25.62%	18.20%
资产负债率	29.47%	20.01%	34.96%	38.44%
净债务/EBITDA	--	-2.26	0.32	0.43
总债务/总资本	18.96%	4.49%	13.91%	22.69%
FFO/净债务	--	-33.71%	196.35%	141.70%
速动比率	2.20	3.86	1.70	1.00
现金短期债务比	2.50	9.60	0.34	0.58

资料来源: 公司 2017-2019 年三年连审审计报告, 2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表, 中证鹏元整理

优势

- **公司作为国内领先的汽车内饰新材料供应商，具有一定的竞争优势和技术优势。**公司作为国内领先的汽车内饰新材料供应商，产品主要配套中高端乘用车座椅、方向盘、仪表盘和门板等，具备与整车厂协同开发能力，且已进入一汽大众，上汽通用和德国大众等整车厂供应链体系。截至 2020 年末，公司已获得各类专利 73 项，且已成功掌握无铬鞣制、低 VOC 排放等汽车革行业技术，具备一定的技术优势和竞争优势。
- **公司产品配套乘用车中高端车型，未来订单具有一定保障。**公司汽车革产品已成功配套奥迪 Q5L、新奥迪 Q3、探岳和探歌等量产车型，考虑到汽车整车厂供应商体系考核时间长、经济成本高等特性，在无重大纠纷或大批量产品责任问题情况下，公司产品一般将配套定点车型的整个生命周期，因此产品粘性较高，且截至本报告出具日，公司在手订单充裕，有助于增强公司抗风险能力。
- **上市后公司资本实力得到增强，融资渠道得以拓宽。**公司于 2020 年首次公开发行股票，募集资金净额 8.72 亿元，公司所有者权益从 2019 年末的 6.14 亿元增至 2021 年 9 月末的 17.25 亿元，资本实力得到增强，同时，上市后公司融资多元化程度有所提高，融资渠道得以拓宽。

关注

- **汽车行业景气度波动的风险。**汽车行业具备较强的周期性特征，2019-2020 年国内汽车销量增速呈现负增长的态势，2020 年汽车销量虽止跌反弹，但居民杠杆率依旧居高不下，对汽车消费造成一定的挤出效应，且缺芯不足短期依然存在，汽车市场景气度波动会通过整车厂商传导至汽车零部件行业，从而对公司生产经营产生一定影响。
- **公司面临原材料价格波动风险。**2018-2020 年直接材料占公司营业成本的比重均在 70%左右，占比较高，其中主要材料为皮料和化料。2020 年二季度以来两者价格震荡盘升，考虑到汽车零部件厂商向整车厂转移价格的能力有限，且叠加整车厂的年降政策，若未来原材料价格继续波动上涨，会给公司带来一定的成本控制压力，此外，公司皮料和化料主要依赖进口，需关注汇率变动对成本的影响。
- **公司直接客户和终端整车厂客户集中度过高的风险。**2018-2020 年及 2021 年 1-6 月，公司来源于终端整车厂一汽大众汽车有限公司（以下简称“一汽大众”）的销售金额占主营业务收入的比重约在 80%-90%之间，前五大直接客户销售金额占销售总额的比例在 80%以上，未来若一汽大众市场需求发生变化或配套车型销售不及市场预期，将会对公司生产经营带来较大影响。
- **超纤项目效益不及预期的风险。**公司超纤项目产能扩张较快，明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司负责建设的年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目和年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目（以下简称“募投项目”）合计将新增超纤产品产能 1,000 万平方米。考虑到购车群体对超纤汽车革接受度尚处于被教育阶段，未来超纤产能能否完全被消化受市场需求影响较大，存在一定不确定性，项目效益存在不及预期的风险。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	2	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	7
	经营规模	2		EBITDA 利息保障倍数	7

产品、服务和技术	5	总债务/总资本	7
品牌形象和市场份额	4	FFO/净债务	7
经营效率	4	杠杆状况调整分	-1
业务多样性	1	盈利状况	非常强
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	5
业务状况评估结果	弱	财务状况评估结果	最小
指示性信用评分			aa-
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	-	-	-	-	-

一、发行主体概况

公司前身为浙江明新世腾皮业有限公司（以下简称“明新世腾”），是由浙江明新皮业有限公司（以下简称“明新皮业”）和世腾皮业国际有限公司（以下简称“世腾国际”）于2005年12月共同出资设立的中外合资企业，初始注册资本240.00万美元，其中明新皮业持股25.00%，世腾国际持股75.00%，后经多次股权转让，2010年12月公司变更为内资公司，实收资本为变更为3,563.33万元。

2016年3月，浙江明新旭腾皮业有限公司¹以经审计的截至2015年12月31日的净资产为基准，整体变更设立为股份有限公司，且更名为现名，初始注册资本为7,000万股。后经多次增资，截至2017年10月，公司注册资本和实收资本均为12,450.00万元，庄君新直接和间接持有公司股份合计5,734万股，占总股本的46.06%，为公司控股股东和实际控制人。2020年11月，公司在上海证券交易所挂牌上市，首次公开发行了4,150万股，募集资金9.62亿元，实际募集资金净额8.72亿元，公司实收资本和注资资本增至16,600.00万元。截至2021年9月末，公司注册资本和实收资本均为16,600.00万元，庄君新先生控制公司股份合计占总股本比例为34.04%，其中，庄君新直接持有公司4,200.00万股，持股比例为25.30%，通过浙江德创企业管理有限公司控制公司5.72%的股权，通过嘉兴旭腾投资管理合伙企业（有限合伙）控制公司3.01%的股权，为公司的控股股东和实控人，同期末庄君新先生无股权质押情况。公司股权结构图见附录二。

公司主业致力于汽车内饰新材料的开发、清洁生产和销售，为整车厂的二级或三级供应商，终端客户主要为一汽大众体系，产品主要配套中高端乘用车座椅、方向盘、仪表盘和门板等，是国内领先的汽车内饰新材料供应商。

二、本期债券概况

债券名称：明新旭腾新材料股份有限公司公开发行A股可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币67,300.00万元（含）；

债券期限和利率：自发行之日起6年；本期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，提请公司股东大会授权公司董事会或由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机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：本期发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金并支付最后一年利息；

转股期限：本期发行的可转换公司债券转股期限为自本期可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止；

¹ 2008年11月，公司更名为浙江明新旭腾皮业有限公司。

初始转股价格：本期发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则应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）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，其中，前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量；

转股价格向下修正条款：在本期发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五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。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价。同时，修正后的转股价格不得低于公司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：在本期发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格提请公司股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。若在转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日内至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含）或者当本期发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照可转换公司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换公司债券。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：在本期发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价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面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在前述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、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。在本期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，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。若公司本次发行的可转换公司债券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，根据中国证监

会的相关规定被视作改变募集资金用途或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回售的权利。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当期应计利息的价格回售给公司。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：本期发行的可转换公司债券向公司原A股股东实行优先配售，原A股股东有权放弃优先配售权。向公司原A股股东优先配售的具体比例提请公司股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。公司原A股股东优先配售之外的余额以及公司原A股股东放弃优先配售权的部分，采用网下对机构投资者发售和/或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进行，余额由承销商包销。具体发行方式，提请公司股东大会授权董事会或董事会授权人士与本次发行的保荐机构（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67,300.00万元（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
明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司年产800万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目	62,309.91	48,000.00	77.03%
补充流动资金	19,300.00	19,300.00	-
合计	81,609.91	67,300.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

依据公司公告的《明新旭腾新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》（以下简称“可行性分析报告”）和公司提供的资料，募投项目由下属子公司明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司负责实施，项目总投资62,309.91万元，建设地点位于江苏省新沂市经济开发区新港路3号，在江苏省新沂市经济开发区租赁的土地、厂房内实施，完全达产后拟新增年产800万平方米全水性定岛超纤新材料的生产能力。本期债券募投项目建设期为3年，年均销售收入为9.20亿元，达产后的毛利率为36.63%，税后静态投资回收期为7.40年，税后内部收益率为19.14%。

截至本报告出具日，募投项目已在江苏新沂经济开发区经发局完成项目备案，项目备案证号为：新经开备[2021]79号，并取得徐州市生态环境局出具的《关于对明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司年产800万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目环境影响报告表的审批意见》（徐新环项表[2021]52号），其他手续尚在办理之中。截至2021年9月末，募投项目尚未开工建设。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

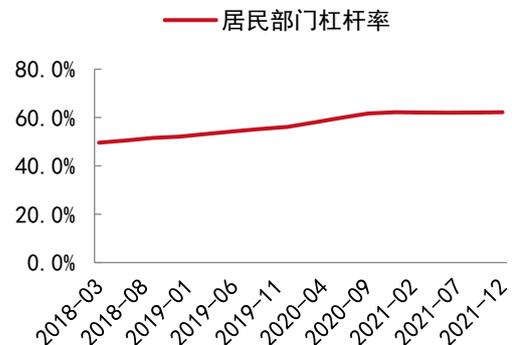
2021年汽车市场景气度有所回升，但未来汽车市场景气度波动仍会对公司经营业绩产生一定影响；新能源汽车市场扩大仍是必然趋势，相关零部件需求将继续提升；存量市场博弈下，汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧

汽车工业作为国民经济重要的支柱产业，其与经济状况、消费市场的景气度密切相关，具备较强的周期性特征。近年来我国经济快速发展，作为我国的支柱产业之一，汽车工业得到了极大的发展，汽车市场连续多年全球销量第一，国内汽车销量从2004年的507.11万辆增长至2020年的2,531.10万辆，增速整体呈现不断回落甚至负增长的态势，2018年-2020年汽车销量连续三年负增长，分别同比下滑2.76%、8.20%和1.90%，其中，乘用车销量分别为2,370.98万辆、2,144.42万辆和2,017.77万辆，分别同比下滑4.08%、9.56%和6.03%。受整车市场拖累，2018-2020年中国汽车零部件行业的主营业务收入分别为33,741.12亿元、35,757.70亿元和36,310.65亿元，增速分别为4.20%、0.35%和1.42%，增速呈现波动回落趋势。分阶段来看，受“COVID-19”疫情冲击，2020年上半年汽车销量同比下滑16.95%，对应的国内汽车零部件行业的主营业务收入和利润总额分别同比下降8.55%和16.35%，上半年疫情对国内汽车产业链冲击力度较大。得益于国内疫情快速得到有效控制，全国各地企业复工情况良好，整车厂商补库存和下游消费市场逐步回暖，2020年下半年汽车销量同比增长8.73%，对应的国内汽车零部件行业的主营业务收入和利润总额分别同比增长12.60%和39.36%。2020年上半年低基数情况下，2021年汽车市场景气度回升。然而影响汽车需求的风险因素仍然存在，一是疫情反复及国际形势复杂，国民经济下行压力依然较大，居民消费信心修复可能不足；二是居民部门杠杆率居高不下，对汽车消费造成一定的挤出效应；三是芯片供给不足短期仍然存在，进而会影响汽车的生产与销售。公司主要收入来源于汽车革，其生产经营状况与汽车行业的整体发展状况密切相关，因此汽车市场景气度波动会通过整车厂商传导至汽车零部件行业，从而对公司生产经营造成一定影响。

图 1 2021 年我国汽车销量止跌反弹



图 2 居民部门杠杆率居高不下



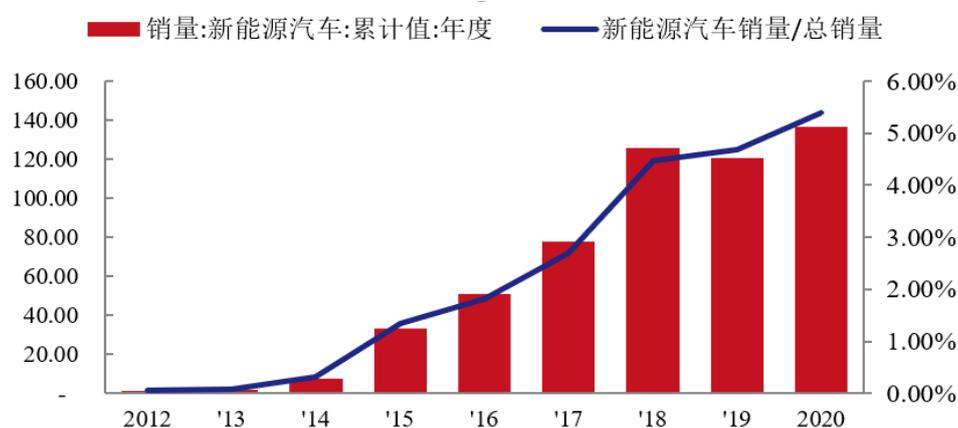
资料来源：中汽协，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

未来新能源汽车市场扩大仍是必然趋势，对新能源汽车相关零部件需求有一定支撑。自2012年国

院出台《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》以来，在国家政策的大力扶持下，我国新能源汽车行业实现了飞跃式发展，技术和市场成熟度不断提高，关键零部件配套能力也得到大幅提升，行业整体发展迅猛。我国新能源汽车销量从2012年的1.28万辆增长至2020年的136.73万辆，占全国汽车销量比例由2012年的0.07%提升至2020年的5.40%，占比不断提升。2017年4月，工信部、发改委和科技部关于印发《汽车产业中长期发展规划》的通知提出，到2025年，新能源汽车年产销占汽车产销的20%以上。随着补贴取消带来更加公平的市场竞争、消费者需求渡过培育阶段以及充电桩等基础设施逐步完善后，传统合资企业开始加速入局新能源市场，特斯拉上海工厂以及国内造车新势力也逐步迎来放量阶段。政府推动新能源汽车的方针并未改变，新能源汽车渗透率仍然较低，未来新能源汽车市场扩大仍是必然趋势，新能源汽车相关零部件需求将继续提升。

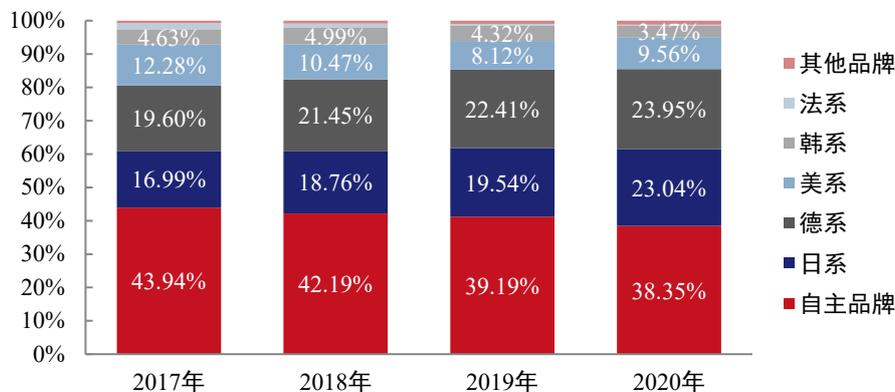
图3 新能源汽车发展迅速，未来新能源汽车市场扩大仍是必然趋势（单位：万辆）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年来受汽车市场整体需求疲软影响，国内汽车零部件公司经营情况分化加剧，配套日系德系、掌握核心技术、资金储备丰富和品牌认可度高的头部供应商抗压能力较强。根据Wind分类，将163家A股上市的汽车零部件企业按营业收入规模排名，前20家头部企业2019年营业利润合计为417.86亿元，较上年同期增长6.43%，而同期全部企业营业利润为415.93亿元，同比下滑15.30%，头部供应商在上游整车市场低迷影响下降幅更小抗压能力相对较强。从汽车品牌来看，近年来日系、德系品牌销量持续增长，市场份额不断提升，2020年日系、德系品牌销量占有度分别上升至23.04%和23.95%，依附于强劲的整车厂力量，配套日系车与德系车的零部件供应商相对于配套韩系车、我国自主品牌乘用车等的供应商来说未来发展更有保障，抗压能力相对更强，信用风险较小。此外，掌握核心技术、资金储备丰富和品牌认可度高的供应商抗压能力亦相对较强。

图 4 日系与德系品牌地位强势，乘用车销量占比不断提升，而自主品牌份额不断下降，跌幅最大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

汽车皮革行业具有一定的壁垒，国内市场份额被外资垄断，国产汽车革替代空间大；我国千人汽车拥有量较发达国家相距甚远，汽车行业发展潜力较大，有望带动汽车革需求增长

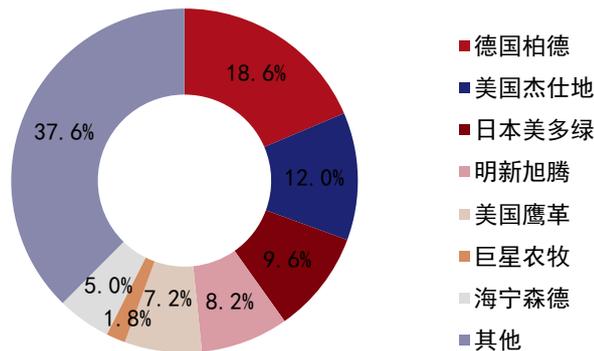
目前汽车内饰已成为汽车零部件领域规模较大的细分市场，常见的汽车内饰材料有塑料、纺织物和皮革，其中皮革具有透气性、经久耐用、易保养及时尚奢侈等特性，广泛应用于中高端车型座椅、方向盘、扶手、头枕、门板、仪表盘等汽车部件装饰覆盖。汽车革根据材料的不同又可分为天然皮革（真皮）和人造皮革。天然皮革在生物学、力学特性和卫生性能方面较织物和人造皮革，具备良好的透气性、透湿性、耐磨性、吸潮性和耐寒性等，伴随中国消费升级的趋势，已成为中高端车型内饰首选。人造皮革是以纤维制成的基布为增强材料、以高分子树脂为基体的复合材料，目前超纤革是第三代人造皮革，外观和性能与天然皮革接近，相比天然皮革超纤革具备成本低、更环保、易加工和着色的优点，是天然皮革最好的替代。

汽车革的制造工艺流程繁多，且有较高的技术要求，除了具备基本的理化指标外，还需具有抗水性、耐磨性、阻燃性、耐溶剂腐蚀、耐黄变、低雾化、环保及对人体无害等性能。据工信部发布的汽车革产品性能要求，汽车革有20余项产品性能要求。此外，汽车零部件的规格、质量以及供应的稳定性对整车制造至关重要，因此汽车行业建立了成熟的供应商审核体系，审核过程历时较长，对备选供应商资金、技术、管理及环保等方面有较高要求，一旦通过整车厂严格的审核流程便可获得供应商认证，得到某一车型的定点生产意向，合作关系不会轻易改变。由于我国汽车工业起步较晚，技术水平和生产、配套能力较弱，本土整车制造和零部件配套自主品牌长期受到德、美、日系等传统知名整车厂和零部件供应商的竞争压力。外资皮革供应商依托技术和规模优势，在我国皮革市场占据主导地位，主要为德国柏德、美国杰仕地、美国鹰革和日本美多绿等全球龙头，2019年在国内市场份额分别约为18.6%，12.0%、7.2%和9.6%。

随着近年我国汽车市场的蓬勃发展，我国自主品牌零部件供应商通过多年摸索和实践，逐步进入国

内外主流的整车厂供应商体系，知名的内资企业有明新旭腾、海宁森德皮革及巨星农牧等公司，其中明新旭腾2019年市占率8.16%。随着汽车市场竞争进入白热化阶段，外资整车厂降本压力较大，且全球新冠疫情对汽车革供应链扰动明显。得益于中国抗疫速度和成果较其他国家显著，经济快速恢复后本土汽车革供应商优势逐步显现，考虑到本土汽车革供应商较快的服务反应能力，未来国产汽车革替代空间大。

图 5 2019 年国内汽车革市场主流厂商市占率



资料来源：申港证券研究所，长城证券研究所，中证鹏元整理

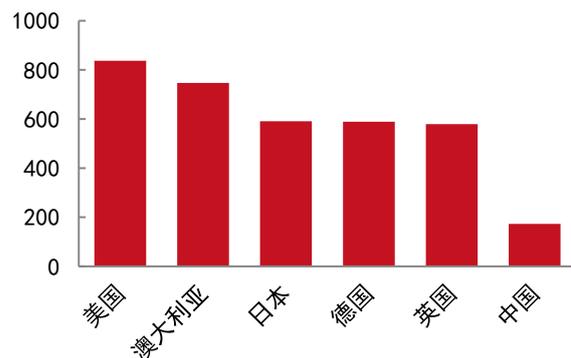
作为全球最大的汽车消费市场，我国汽车市场已成为全球汽车行业参与者的战略重心，汽车革的需求量也呈现出增长的态势，中国汽车革产量由2010年的3.0亿平方英尺上涨到2018年的4.8亿平方英尺，复合增长率超过6%。2019年全球主要国家千人汽车拥有量数据，发达国家千人汽车拥有量为我国3倍以上，其中美国千人汽车拥有量是我国的近5倍，总体来看，我国的千人汽车保有量和发达国家相比还有较大差距，我国汽车行业仍具备较大的发展潜力，有望带动汽车革需求增长。

图 6 我国汽车革产量及增长率



资料来源：明新旭腾招股说明书，中证鹏元整理

图 7 2019 年各国千人汽车拥有量 (单位：辆)



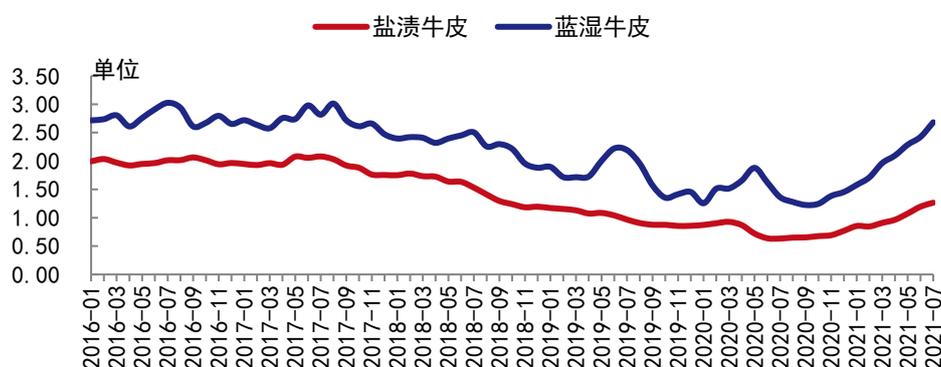
资料来源：WIND 资讯，中证鹏元整理

未来需关注海外原材料价格上涨以及汽车缺芯对汽车革行业带来的不利影响

皮革的主要原材料为毛皮，其中牛皮占皮革的65%左右。我国虽是全球牛皮产量大国，但毛皮质量较差，而养牛业发达的澳大利亚、巴西、美国等国家的牛皮质量稳定，大小规格等方面较为统一，因此

我国汽车革制造企业的皮料采购主要来自境外市场。由于近年来海外牛皮供给市场平稳，但国内外需求端景气度不高，使得进口牛皮采购均价近年来逐步下降，2020年蓝湿牛皮和盐渍牛皮进口单价分别跌至最低点1.22美元/千克和0.63美元/千克；后续随着疫情负面影响逐步消退、全球疫苗接种率提升以及皮革行业需求复苏，2020年中期牛皮价格触底反弹，原材料价格上涨，可能对皮革制造企业盈利产生不利影响。此外，由于新冠疫情后汽车销量反弹强于预期、消费电子挤占芯片产能等因素导致汽车芯片供给短缺形势严峻，叠加部分芯片经销商囤积居奇，部分车型出现减产、缓产等情况，相应对配套的汽车革需求有所减少。

图 8 蓝湿牛皮和盐渍牛皮进口单价（单位：美元/千克）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

股东大会作为公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。公司董事会由股东大会选举或更换，任期三年，对股东大会负责。董事会由7名董事组成，设董事长1名。董事会主要负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。监事会中由3名监事组成，设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生，监事会中的职工监事1名，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生，监事会成员通过列席董事会和股东大会，对公司经营活动、财务状况、重大决策、股东大会召开程序以及董事、高级管理人员履行职责情况等方面实施监督。公司设总经理1名，副总经理若干，均由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期3年，连聘可以连任。

自公司成立以来，实际控制人未发生变更，主要管理人员具有丰富的行业经验和管理经验。董事长兼总经理庄君新先生硕士学历，中国国籍，已取得加拿大永久居留权，从2016年3月任职至今，目前兼

任浙江省皮革标准化技术委员会副主任委员。

公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了信息资源部、财务部、人力资源部、市场部、计划部、采购部、物料部、生产部和研发部等相关部门，保障了公司产品开发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序开展。信息披露方面，公司自上市以来能够通过中国证券监督管理委员会指定的网站以及选定的媒体及时披露定期报告、募集资金使用情况、重要资产收购等信息。但中证鹏元也注意到，近年来公司资产规模、经营规模不断扩大，组织结构日益复杂，经营决策、组织管理和内部控制难度也将相应增加，且本期债券募投项目全部投产后，公司的资产、人员规模、管理机构等都将进一步增加，对管理层的管理水平将会形成一定的考验。公司组织构架图具体见附录三。

截至2021年9月末，公司拥有员工877人，其中生产人员555人，技术人员220人，人员配备符合制造业特征。从教育程度看，大专及以上学历员工为310人，专科及以下学历的员工567人，基本能够满足公司生产经营需求。

表2 截至2021年9月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	555	63.3%
采购销售人员	27	3.1%
技术人员	220	25.1%
财务人员	16	1.8%
行政人员	59	6.7%
合计	877	100.0%

学历	人数	占员工总数的比例
大专及以上学历	310	35.3%
大专以下学历	567	64.7%
合计	877	100.0%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司致力于汽车内饰革的开发、清洁生产和销售，是国内领先的汽车内饰革供应商，产品主要配套中高端乘用车座椅、方向盘、仪表盘和门板等。根据下游整车厂对汽车革是否需要裁剪，公司主营产品分为整皮产品和裁片产品。2021年1-6月，公司目前现有的200万平方米产能的超纤项目处于试生产阶段，已拿到订单并于当期部分交付，2021年1-6月公司新增超纤产品收入0.37亿元。受益于近些年中高端乘用车市场逆势增长，2018-2020年公司主营业务收入稳步增长，复合增长率为18.04%。从区域构成上看，公司产品以内销为主，外销以北美和欧洲市场为主，2018-2020年随着产品配套的克莱斯勒 DX9 项目接近周期结束，外销占比逐步下降。

毛利率方面，公司主要产品的销售价格在获取定点提名信²时已基本确定，2018-2020年由于汽车革配套的高端产品占比逐步提升，且主要原材料皮料价格于2018年-2020年4月震荡下行以及叠加规模化生产摊薄固定成本等因素影响，2018-2020年公司主营业务毛利率持续提升。2021年1-6月公司毛利率下滑主要系汽车芯片短缺导致核心终端客户一汽大众排产减少、产品制造成本增加以及产品结构变化所致，未来需持续关注终端客户需求变化、原材料价格上涨和汽车缺芯等情况对公司经营业绩的影响。

表3 公司主营业务收入分类情况表（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
按产品划分	整皮产品	26,783.11	51.42%	64,691.74	54.23%	54,093.06	48.52%	48,184.89	41.60%
	裁片产品	4,878.96	34.79%	10,964.51	41.31%	8,579.83	42.48%	6,111.28	29.11%
	超纤产品	3,707.52	51.84%	-	-	-	-	-	-
	合计	35,369.59	49.17%	75,656.25	52.36%	62,672.89	47.69%	54,296.17	40.19%
	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
按地域划分	国内	34,553.24	97.69%	74,589.13	98.59%	60,954.69	97.26%	51,928.34	95.64%
	国外	816.35	2.31%	1,067.12	1.41%	1,718.20	2.74%	2,367.83	4.36%
	合计	35,369.59	100.00%	75,656.25	100.00%	62,672.89	100.00%	54,296.17	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

公司作为汽车革领域的知名企业，2019年公司汽车革产品占全国汽车革产量的8.16%。公司汽车革产品主要应用于整车配套市场，目前产品已进入美国Chrysler、德国大众、法国PSA等国际车厂和一汽大众、上汽通用、上汽大众、比亚迪、一汽轿车和广汽等国内整车制造企业供应商体系。公司已成功为T-ROC（德国大众）、RT Minivan（美国Chrysler）、宝来、速腾、奥迪Q3、奥迪Q5L、秦（比亚迪）、昂科拉和科帕奇等国内外多种车型批量供货，并已成为上述主流整车制造企业多款新车型定点供应商。由于整车厂对汽车零部件供应商考察十分严格，要求汽车零部件公司具备协同开发能力，且能够对整车厂的反馈进行实时响应和迅速改进，以保障其产品质量和供货速度能够与整车厂销售计划相匹配，公司产品能够进入中高端整车厂供应链体系，侧面反应其技术实力得到市场认可。

2018-2020年，公司研发投入规模占营业收入比重均保持在较高水平，且公司通过多年与国内外整车厂的技术交流已成功掌握无铬鞣制、低VOC排放等汽车革行业技术，符合汽车革环保、低污染的发展趋势。2021年1-6月，公司研发费用占营业收入增至9.98%，主要系新增对超纤产品的研发投入所致。此

²定点提名信是指整车制造厂商向零部件厂商发放的意向性函件，表明整车制造厂商就其某款特定车型的指定零部件向该零部件厂商进行采购的意向，零部件厂商在获得定点提名信后，还需经过整车厂一系列审核，方能获取最终的产品销售订单，并开始批量供货。

外，公司研发中心为首批中国轻工业工程技术研究中心，被评定为浙江省省级企业研究院。截至2020年末，公司已获得各类专利合计73项，其中发明专利6项、实用新型66项、外观专利1项，考虑到公司具备与整车厂协同开发能力，且已进入多家整车制造企业供应商体系，中证鹏元认为公司具有一定的技术储备，拥有一定的市场竞争力。

表4 2018-2020 年公司研发投入情况（单位：万元）

项目名称	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
研发费用	3,722.64	6,998.29	4,177.38	4,117.48
研发费用占营业收入的比例	9.98%	8.66%	6.35%	7.22%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，公司在手订单金额约为7.13亿元。公司部分配套的已量产车型如下，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，但仍需关注汽车芯片短缺对汽车销售的不利扰动。

表5 截至2021年6月末，公司部分已量产配套车型的生命周期情况

配套车型	发包提名时间	量产时间	预计生命周期结束时间
奥迪 Q5L	2016/11/25	2018年	2024年
新奥迪 Q3	2017/10/20	2018年	2026年
探岳	2017/1/20	2018年	2025年
探歌	2017/1/20	2018年	2026年
新速腾	2017/7/28	2018年	2029年
奥迪 A6L	2019	2020年	2025年

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品配套的整车厂以及下游客户资质较好，但集中度过高，需关注终端客户需求变化或配套车型销售不及预期对公司经营业绩的不利影响

销售模式方面，公司的汽车革主要直接销售给整车厂指定的一、二级供应商，属于“契约订单式”销售。目前知名汽车整车厂商都实行严格的供应商资格认证制度，通过一系列认证环节成为潜在供应商至少需要3年的时间；公司在通过整车制造厂商认证和评审成为其合格供应商之后，整车制造商拟开发新的车型时，公司将参与该车型汽车革项目的招投标；项目竞得后，公司与整车制造商签订技术开发协议，项目正式启动，后续通过产品认可、实验性供货等环节，最终实现产品的批量生产。由于这一过程往往需要耗费合作双方巨大的时间和经济成本，因此一旦双方确立供应关系，其合作关系一般比较稳定，在无重大纠纷或大批量的产品责任问题情况下，公司汽车革一般将配套定点车型的整个生命周期。日常经营中，公司销售活动主要由市场部负责，指派专门的业务员负责大客户维护和新客户开发等。市场部每周会收到客户未来10-12周的生产计划，并以此对销售量进行预测和管理。双方就供货量、供货时间和交货地点等信息沟通一致后，市场部将订单信息转达至生产部和物流部，供其组织生产活动和物流运输。

销售价格方面，一般公司在获得定点提名信时将约定车型名称、零件号及名称、预计量产时间和采购单价等要素，且根据行业惯例约定在新产品供货后年度价格调整政策，通常在新产品供货后3-5年内有0%-5%的年度降幅。近三年，由于公司配套车型逐步向中高端车型过渡，公司整皮产品和裁片产品销售单价逐年增长，盈利能力逐步增强。

表6 2018-2020年以及2021年1-6月整皮产品和裁片产品单价变动情况（单位：万元、万平方英尺、元/平方英尺）

项目	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
整皮产品销售金额	26,783.11	64,691.74	54,093.06	48,184.89
整皮产品销售数量	1,425.81	3,446.43	2,911.20	2,670.42
整皮产品销售单价	18.78	18.77	18.58	18.04
裁皮产品销售金额	4,878.96	10,964.51	8,579.83	6,111.28
裁皮产品销售数量	215.59	484.06	414.81	341.59
裁皮产品销售单价	22.63	22.65	20.68	17.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于公司产品直接销售给整车厂配套的一、二级供应商，不同于整车厂一般完成装车入库后才向零部件厂商出具验收确认单，公司将产品发出后，一、二级供应商收到产品并出具验收单，双方确认无误后公司即可确认收入。信用政策方面，下游客户账期一般在60-90天，使用电汇和承兑汇票结算。销售集中度方面，2018-2020年以及2021年1-6月，公司前五大客户合计销售金额占销售总额的比例均在80%以上，穿透到终端整车厂层面，一汽大众为公司最大单一客户，2018-2020年销售金额占主营业务收入的比重分别为79.11%、91.06%和88.29%，主要配套车型为速腾、探岳、奥迪Q5L和奥迪Q3等，具体情况见附录五。考虑到目前国内乘用车市场中，德系车口碑及质量相对稳健，且公司在手订单相对充裕，预计短期内能够为公司经营提供一定保障。但同时也需要注意的是，公司近年前五大客户营收占比过于集中（具体见附录六），且公司对终端客户一汽大众依赖性过高，若未来一汽大众需求发生变化或配套车型销售不及市场预期，将对公司生产经营带来不利影响。

近年公司牛皮革产能超负荷运转，牛皮革产能扩张有利于缓解其产能不足的瓶颈制约，但新增超纤产品产能消化情况存在一定的不确定性

公司采取“以销定产”的生产方式，市场部根据全年销售订单预测情况作出年度销售计划，并进一步细分为月度计划。生产部门根据销售部门的预测结果来制定本部门的年度生产计划，并细分至每月、每周和每日。下游客户定期向销售部门发送滚动销售预测或销售订单，预测期间一般为3-5个月，每周更新一次包含品名、数量和车型等信息。2018-2019年公司产销率基本上维持在100%左右，2020年公司上市后，随着IPO募投项目建设的推进，公司产能得到大幅提升，虽然当年销量仍保持稳步增长，但产销率有所下滑。产能利用方面，近年公司牛皮革产能均处于超负荷运作状态，产能利用率均在100%以上。在订单高峰期时，公司在产能有限的情况下，会选择将部分冲孔、毛皮鞣制等非核心生产环节外包

给外协厂商，从而实现公司资源的优化利用。考虑到产能利用率系盈利能力重要的驱动因素，中证鹏元认为随着IPO募投项目产能扩张逐步完成，能够缓解公司目前牛皮革产能不足的瓶颈制约问题，进而有利于推动公司业绩稳定发展。

表7 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：平方英尺）

年度	产品	总产能	产量	销量	产销率	产能利用率
2021年 1-6月	牛皮革	1,920.00	1,837.89	1,641.40	89.31%	95.72%
2020年	牛皮革	3,840.00	4,373.25	3,930.49	89.88%	113.89%
2019年	牛皮革	2,400.00	3,396.02	3,326.01	97.94%	141.50%
2018年	牛皮革	2,400.00	3,000.22	3,012.01	100.39%	125.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截止2021年6月末，公司目前主要在建项目如下表所示，待IPO募投项目年产110万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目和年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目完工后，汽车牛皮革产能将由目前的50万张提升至160万张，有利于提高公司产能与现有客户的需求量相匹配。但中证鹏元关注到，公司超纤项目产能扩张较快，明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司负责建设的年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目和本期债券募投项目合计将新增超纤产能1,000万平方米。考虑到购车人群对超纤汽车革接受度尚处于被教育阶段，未来超纤产能能否完全被消化受市场需求影响较大，存在一定不确定性。

表8 截至2021年6月末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	预计完工时间	资金来源	预计新增产能
年产110万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目	21,850.00	7,008.79	2021年12月	IPO募集资金	110万张
年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目	39,800.00	8,755.50	2022年12月	IPO募集资金	
年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目	12,281.00	12,527.31	2021年12月	自有资金	200万平方米

注：截至本报告出具日，年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目已基本完工，目前属于设备调试状态。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料主要依赖进口，生产成本中直接材料占比较高，需关注新冠疫情对原材料供应的扰动以及原材料价格波动对公司成本控制的影响

公司牛皮革原材料主要包括皮料和化料等，其中皮料供应商主要来自于美国和澳大利亚等国，化料则主要来自于德国和美国等国。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。具体来看，皮料作为牛皮革主要原材料，公司已与供应商建立了长期稳定的合作关系，市场部根据承接的订单及生产安排来制定采购计划，皮料采购价格随市场价格波动。化料采购则采取CIF模式，货物到港后运输和报关费用等由公司自行承担。公司一般在每年年初与化料供应商进行价格谈判，签订供货协议。公司结算货币涉及美元和欧元，需关注汇率波动对成本的

影响。由于化料和皮料主要依赖进口，受新冠疫情影响，公司目前采购周期较过去的2-3个月延长了一个月左右。为保障原材料供应稳定，公司皮料和化料储备周期已由原来的3个月延长至6个月。考虑到2020年5月后，皮料价格波动上涨，公司延长原材料储备周期虽能提升原材料供应的稳定性，但若市场需求不及预期，亦会对公司营运资金形成占用。付款方式上，皮料和化料采购主要以开立信用证和电汇为主。

表9 公司 2018-2020 年及 2021 年 1-6 月采购情况

年份	原材料	采购金额 (单位：万元)	平均单价（元）	占当期原材料采购总额的比例
2021 年 1-6 月	盐渍牛皮	8,070.88	249.20	40.46%
	蓝湿牛皮	464.20	4.13	2.34%
	合计	8,535.08	-	42.80%
2020 年	盐渍牛皮	18,537.98	176.12	36.62%
	蓝湿牛皮	6,959.42	4.68	13.75%
	合计	2,5497.40	-	50.37%
2019 年	盐渍牛皮	13,152.14	154.90	43.22%
	蓝湿牛皮	2,300.24	3.73	7.56%
	合计	15,452.38	-	50.78%
2018 年	盐渍牛皮	15,613.64	251.96	52.47%
	蓝湿牛皮	2,107.32	6.59	7.08%
	合计	17,720.96	-	59.55%

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，其中直接材料占总成本的比重较高，2018-2020年占比均在70%左右。公司直接材料构成中，皮料和化料是最主要的构成部分。皮料和化料作为由市场定价的大宗商品，自2020年5月份以来其价格呈现波动上涨的趋势。对于上游原材料价格上涨，公司向下游传导价格压力的能力有限，且叠加整车厂的年降政策，若未来原材料价格持续上涨，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。此外，由于公司皮料和化料以进口为主，需关注汇率变动对营业成本的影响以及海外新冠疫情对原材料供应的扰动。

表10 公司营业成本构成及占比情况（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
直接材料	12,072.22	67.15%	24,579.96	68.20%	23,577.66	71.92%	24,575.46	75.68%
其中：皮料	5,224.55	29.06%	10,586.69	29.37%	11,574.12	35.30%	15,861.24	48.84%
化料	6,398.80	35.59%	13,993.27	38.82%	12,003.54	36.61%	8,714.22	26.83%
无纺布	448.87	2.50%	-	-	-	-	-	-
直接人工	1,430.47	7.96%	2,544.52	7.06%	1,964.60	5.99%	1,909.54	5.88%
制造费用	4,474.77	24.89%	8,917.61	24.74%	7,242.49	22.09%	5,988.84	18.44%

合计	17,977.46	100.00%	36,042.08	100.00%	32,784.75	100.00%	32,473.84	100.00%
----	-----------	---------	-----------	---------	-----------	---------	-----------	---------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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月公司前五大供应商采购金额合计占原材料采购总额的比重较高，均在50%左右。考虑到皮料和化料市场竞争较为充分，公司对单一供应商依赖性不高。

表11 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占原材料采购总额比例	采购品类
2021年 1-6月	JBS SA	3,209.35	16.91%	皮料
	TASMAN INDUSTRIES,INC & AFFILIATES	2,281.55	12.02%	皮料
	海宁佰思腾贸易有限公司	2,157.85	11.37%	化料
	Teys Australia Pty Ltd	1,013.20	5.34%	皮料
	LANXESS Pte.Ltd.	941.00	4.96%	化料
	合计	9,602.95	50.60%	-
2020年	JBS SA	6,764.70	12.97%	皮料
	TYSON FRESH MEATS,INC	5,714.05	10.95%	皮料
	TASMAN INDUSTRIES,INC & AFFILIATES	5,315.04	10.19%	皮料
	海宁佰思腾贸易有限公司	3,820.16	7.32%	化料
	LANXESS Pte. Ltd.	3,397.03	6.51%	化料
	合计	25,010.98	47.94%	-
2019年	JBS SA	7,767.68	25.52%	皮料
	Teys Australia Pty Ltd	4,643.12	15.26%	皮料
	海宁佰思腾贸易有限公司	2,039.72	6.70%	化料
	ZSCHIMMER AND SCHWARZ GMBH AND CO KG	1,500.32	4.93%	化料
	LANXESS Pte. Ltd.	1,431.09	4.70%	化料
	合计	17,381.94	57.12%	-
2018年	A.I.TOPPER AND CO PTY LTD	5,476.20	18.40%	皮料
	JBS SA	4,849.18	16.29%	皮料
	Teys Australia Pty Ltd	2,586.22	8.69%	皮料
	LANXESS Pte.Ltd.	2,075.74	6.97%	化料
	ZSCHIMMER AND SCHWARZ GMBH AND CO KG	1,793.63	6.03%	化料
	合计	16,780.97	56.39%	-

注：公司向 JBS SA 的采购包括向该公司及该公司的下属公司 JBS Australia Pty Limited、JBS Leather Uruguay SA、JBS

Leather Paraguay SRL 和 Swift Beef Company 的采购总额；公司向 LANXESS Pte.Ltd.的采购包括向该公司及该公司的下属公司朗盛(常州)有限公司、盛瑞（常州）特种材料有限公司。

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2017-2019年三年连审审计报告，2020年审计报告及公司公告的2021年1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018-2020年以及2021年1-9月，公司合并范围变化如下表所示。截至2021年9月末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共6家，详见附录四。

表12 2018-2020年以及2021年1-9月公司合并范围变化情况

纳入合并范围公司			
变动发生时间	子公司名称	持股比例	取得方式
2019年	明新孟诺卡（辽宁）新材料有限公司	100%	设立
2020年	明新孟诺卡（浙江）新材料有限公司	100%	设立
	明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司	100%	设立
2021年1-9月	明新旭腾（江苏）创新研究院有限公司	100%	购买
	江苏明新旭腾科技有限公司	100%	设立
	明新旭腾（上海）设计咨询有限公司	100%	设立
不再纳入合并范围公司			
变动发生时间	子公司名称	持股比例	处置方式
2021年1-6月	明新孟诺卡（辽宁）新材料有限公司	100%	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2018-2020年公司总资产复合增长率为73.87%，资产以流动资产为主。

近年来公司货币资金主要为银行存款，由于2020年IPO募集资金到位，当年公司货币资金大幅增加，2021年9月末，公司货币资金余额进一步增至9.20亿元，占总资产的37.62%，账面资金较为充裕，其中因承兑汇票保证金而受限的货币资金为0.06亿元。公司应收账款主要为应收客户的货款，2018-2020年随着公司营业收入增长而相应增长。应收款项融资为贴现的应收票据，对于收到的承兑汇票，除留存必要日常经营所需汇票外，公司通过贴现方式提高资金的流动性，2021年9月末，因开具承兑汇票及信用证而受限的应收款项融资账面价值为0.58亿元。存货主要包括原材料和不同生产阶段的产成品或半成品，近年存货余额随公司销售规模增加而增加。受在手订单增长和2020年4月末皮料价格处于近年低点，公

司大量储备毛皮原料等因素影响，2020年存货账面价值大幅增至4.08亿元，库存商品占比不高，未形成明显积压。2021年9月末，为应对新冠疫情影响，汽车主机厂加强对各级汽车零部件供应商安全库存的管控，要求各级零部件供应商将安全库存周期从原来的2周逐步提高到4周；此外，自2020年开始公司部分订单需额外增加加香、晾挂等生产工序，整体生产周期延长，生产环节过程中的皮料数量增加，同时公司通过外协模式加工的产品数量增加，因此导致存货占比有所提升。固定资产主要为日常生产经营所需的房屋及建筑物和机器设备，随着业务规模的扩张，后续需关注200万平方米全水性定岛超纤项目完全达产后产能利用情况。截至2021年9月末，因借款抵押而受限的固定资产账面价值为0.70亿元。在建工程主要分为在安装机器设备、厂房建设工程、车间改造工程和房屋建筑物装修等。由于公司大部分机器设备从国外进口，安装调试周期一般在3-6个月左右，厂房建设工程、车间改造工程和房屋建筑物装修工程资金来源为募集资金和自有资金。

整体来看，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；以产定购模式下，存货规模上升，未形成明显积压；非流动资产中固定资产和无形资产合计受限1.48亿元，尚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。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年9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	9.20	37.62%	7.20	33.76%	0.34	3.57%	0.23	3.23%
应收账款	1.96	8.03%	2.42	11.35%	2.02	21.42%	1.33	18.91%
应收款项融资	0.69	2.84%	1.36	6.39%	1.26	13.33%	0.00	0.00%
存货	5.50	22.50%	4.08	19.15%	2.01	21.34%	1.96	27.73%
流动资产合计	17.60	71.95%	15.81	74.12%	5.70	60.39%	4.14	58.75%
固定资产	3.01	12.30%	2.54	11.90%	2.12	22.42%	1.70	24.04%
在建工程	1.47	6.01%	1.58	7.39%	0.53	5.60%	0.27	3.84%
非流动资产合计	6.86	28.05%	5.52	25.88%	3.74	39.61%	2.91	41.25%
资产总计	24.46	100.00%	21.33	100.00%	9.43	100.00%	7.05	100.00%

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

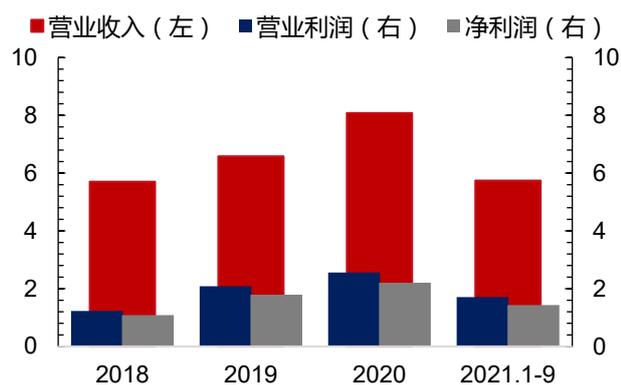
近年公司销售毛利率保持稳步增长，但需关注终端整车厂需求变化和原材料价格上涨对盈利的影响

公司主要业务是汽车革的研发、生产和销售，主要包括汽车牛皮革和超纤革产品，应用领域覆盖新能源汽车和传统燃油车，产品主要配套中高端乘用车座椅、方向盘、仪表盘和门板等。2018-2020年公司收入保持稳步增长。考虑到目前公司作为汽车整车厂零部件配套供应商，在无重大产品风险的情况下，产品配套定点车型整个生命周期，客户粘性较好，且截至2021年6月末，公司在手订单金额较大，能够为公司收入提供良好保障。

利润水平方面，由于配套高端车型占比逐步提升和2020年5月份之前主要原材料毛皮价格持续走低³，2018-2020年公司销售毛利率持续上升，公司营业利润水平也稳步提升。2018-2020年公司期间费用率基本保持在15%左右，总体较为稳定。此外，随着后续IPO募投项目完工，公司汽车牛皮革产能将扩张至160万张，部分外协加工环节成本或将得到压缩，公司盈利尚有改善空间。得益于公司盈利能力提升，公司EBITDA利润率有所上升，总资产回报率虽有所波动，但整体维持在较好水平，公司盈利能力较强。

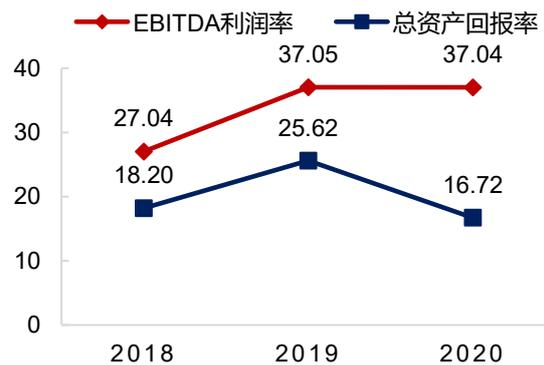
虽然公司收入和盈利均表现良好，但目前公司扩产的全水性超纤产品市场接受度仍有待观察，若后续市场接受度或超纤产品销售不及预期，资产折旧等固定费用将侵蚀盈利。此外，公司对终端整车厂一汽大众依赖性较高，近些年产品应用于一汽大众的销售金额占主营业务收入的比重过高。虽然公司在同步拓展其他整车厂终端客户，但若市场开拓不及预期或者一汽大众整车厂需求有较大调整，均会对公司经营造成较大不利影响。同时，考虑到公司主要原材料以进口为主，需关注汇率变动、新冠疫情对供应链的不利影响以及原材料价格波动上升对公司盈利的挤压。

图9 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，中证鹏元整理

图10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，2020年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流净额虽保持净流入状态但金额持续下滑，有一定的筹资需求，资金压力整体不大

公司对客户的账期主要为60-90天，整体较为稳定。2018-2020年，公司收现比分别为1.23、0.97和1.09，主营业务回款能力基本保持稳定。同期公司经营活动现金流保持持续净流入。随着公司经营规模的逐渐扩张，2019年公司应收账款以及应收款项融资较2018年末有所增加，2020年4月因皮料价格处于近年较低点，公司择时在低价储备原材料，导致2018-2020年公司经营活动现金流净额逐步下降。

2018-2020年，公司投资活动净现金流始终为流出状态，主要系公司用于购建固定资产、无形资产

³ 2020年5月后，虽然盐渍皮价格波动上升，但是公司于价格高企之前储备了大约6个月的毛皮材料，因此虽然2020年下半年盐渍皮价格震荡上升，但对当年毛皮成本影响有限。

等生产性长期资产支付的资金逐年增加所致。

2018-2020 年公司筹资活动净现金流有所波动。其中，2020 年筹资活动净现金流为正且大幅增长主要系公司收到首次公开发行股票并成功上市的募集资金所致。公司近年持续扩大产能，有一定的筹资需求。考虑到目前公司主要在建的 IPO 募投项目资金已到账，200 万平方米全水性定岛超纤项目已基本完工，本期债券项目资金大部分通过发行可转债的形式募集，公司整体资金压力不大。

2018-2020 年，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，加之公司上市之后融资渠道得以扩宽，一定程度上能够满足公司的资金需求。

图 11 公司现金流结构（单位：亿元）

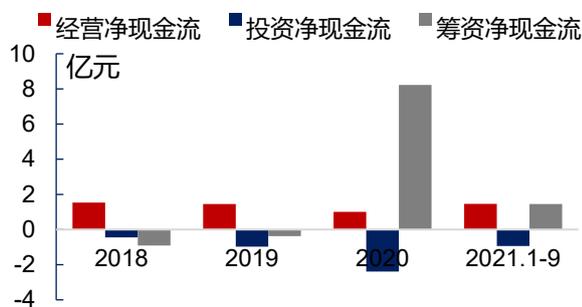
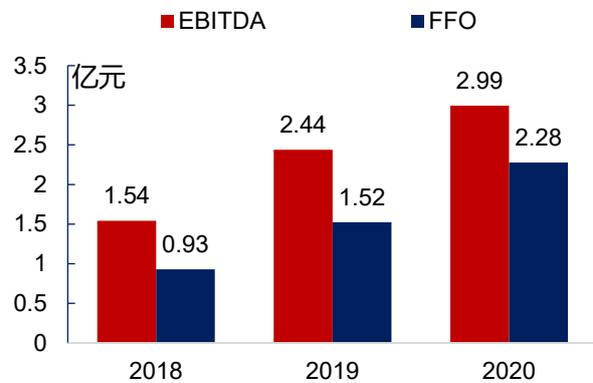


图 12 公司 EBITDA 和 FFO 情况



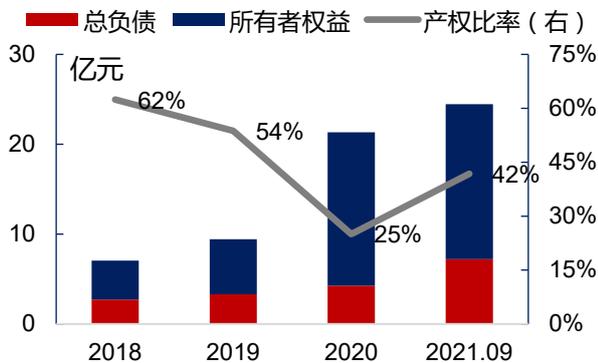
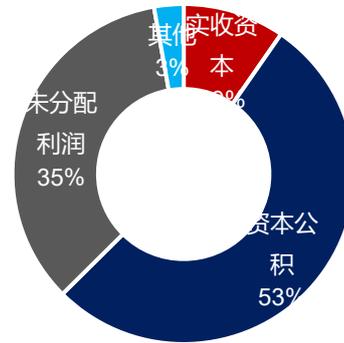
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资本实力得到增强，融资渠道得以拓宽

得益于公司持续经营的积累和 2020 年成功上市，带动公司所有者权益实现较快增长，公司资本实力得到增强。2018-2020 年公司总负债规模亦持续上升，但整体增长幅度弱于所有者权益增速，因此公司整体产权比率持续下降，净资产对负债保障程度持续上升。2021 年 9 月末，由于公司短期借款大幅增长，带动当期末产权比率上升至 42%，但净资产对负债的保障程度总体较好。

图 13 公司资本结构（单位：亿元）

图 14 2021 年 9 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债结构以流动负债为主，其中刚性兑付债务包括短期借款和应付票据。2020年末由于公司 IPO 募集资金到位，公司资金较为充裕，偿还银行借款后短期借款降至 0.29 亿元，2021 年 9 月末，短期借款余额较上期末增加，主要系公司因新开展超纤业务的存在营运资金需求，采用短期银行借款方式进行外部融资，导致短期借款余额上升。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 9 月末，公司应付票据余额占负债总额的 8.96%。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，且当期公司在建工程中应付工程款有所增加，致使应付账款规模同比大幅增长。预计负债为公司部分项目按照提名信约定的折扣额计算折扣率、并根据本期实际销售金额计提的销售折扣，目前已量产并计提相应折扣的车型包括如新速腾、探歌、探岳、奥迪 Q3 和奥迪 Q5L 等。递延收益主要为与资产相关的政府补助。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 9 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	3.03	42.06%	0.29	6.87%	0.79	24.09%	1.09	40.18%
应付票据	0.65	8.96%	0.51	11.93%	0.20	5.97%	0.18	6.82%
应付账款	1.58	21.95%	1.85	43.46%	0.87	26.23%	0.61	22.68%
流动负债合计	5.51	76.39%	3.04	71.16%	2.17	65.88%	2.19	80.74%
预计负债	0.91	12.60%	0.77	17.99%	0.54	16.52%	0.12	4.37%
递延收益	0.39	5.46%	0.43	10.01%	0.56	16.98%	0.40	14.61%
非流动负债合计	1.70	23.61%	1.23	28.84%	1.13	34.12%	0.52	19.26%
负债合计	7.21	100.00%	4.27	100.00%	3.30	100.00%	2.71	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年公司债务均为短期债务，2021年9月末新增租赁负债0.36亿元。2021年9月末，因短期借款大幅增加导致当期末总债务占总负债的比重增至56%。考虑到公司账面现金类资产规模相对充裕，主营业务回款情况良好，必要时可通过借新还旧滚动，整体偿付压力不大。

图 15 公司债务占负债比重（单位：亿元）

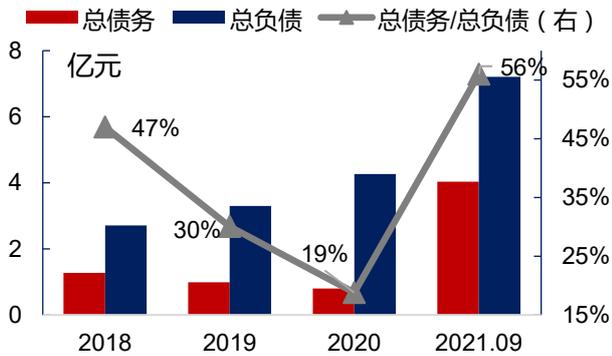


图 16 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

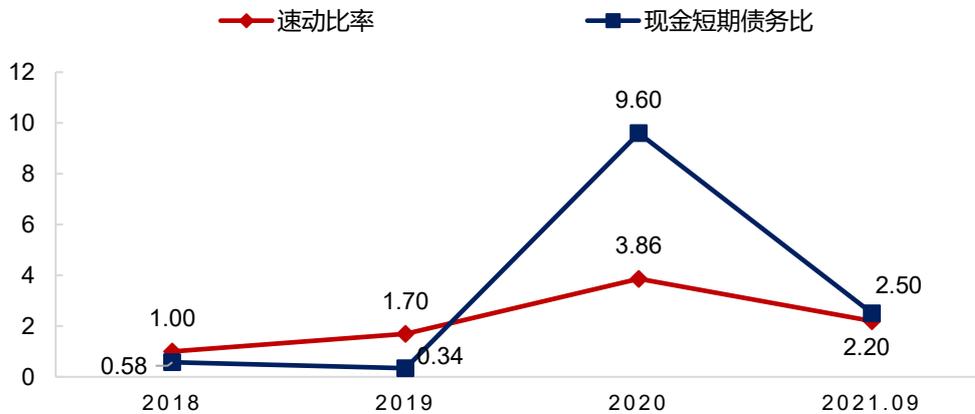
2018-2020 年及 2021 年 9 月末，公司资产负债率波动下降，整体负债水平不高。公司 EBITDA 利息保障倍数波动较大，但绝对水平较高，对利息的覆盖情况较好。2018-2020 年公司总债务/总资本指标持续下降，总资本对债务的保障程度较好。2020 年公司净债务由正转负，盈余现金较为充裕。

表 15 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 9 月	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	29.47%	20.01%	34.96%	38.44%
净债务/EBITDA	--	-2.26	0.32	0.43
EBITDA 利息保障倍数	--	137.55	65.18	20.73
总债务/总资本	18.96%	4.49%	13.91%	22.69%
FFO/净债务	--	-33.71%	196.35%	141.70%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2020 年公司上市之后，现金短期债务比反弹明显，且考虑到 2021 年 9 月末公司货币资金受限金额较小，公司短期债务保障程度尚可。2021 年 9 月末，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 17 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，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（2022 年 1 月 10 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 5.70 亿元、6.58 亿元和 8.08 亿元，保持稳步增长；销售商品、提供劳务收到的现金分别为 7.00 亿元、6.37 亿元和 8.82 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、国际贸易政策变动以及终端客户需求变化等因素，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。根据公司提供的资料，本期债券募投项目建成达产后，税后财务内部收益率为 19.14%，税后静态投资回收期为 7.40 年。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，中证鹏元评定明新旭腾新材料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。

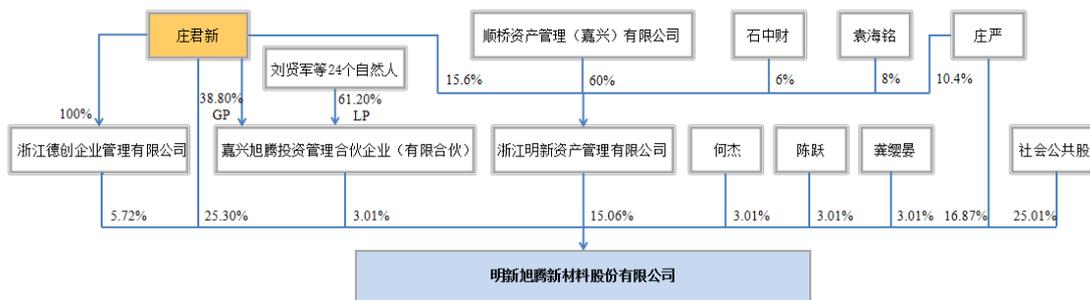
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.20	7.20	0.34	0.23
存货	5.50	4.08	2.01	1.96
流动资产合计	17.60	15.81	5.70	4.14
固定资产	3.01	2.54	2.12	1.70
非流动资产合计	6.86	5.52	3.74	2.91
资产总计	24.46	21.33	9.43	7.05
短期借款	3.03	0.29	0.79	1.09
应付账款	1.58	1.85	0.87	0.61
流动负债合计	5.51	3.04	2.17	2.19
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.91	0.77	0.54	0.12
非流动负债合计	1.70	1.23	1.13	0.52
负债合计	7.21	4.27	3.30	2.71
总债务	4.04	0.80	0.99	1.27
归属于母公司的所有者权益	17.25	17.06	6.14	4.34
营业收入	5.74	8.08	6.58	5.70
净利润	1.43	2.21	1.79	1.08
经营活动产生的现金流量净额	1.46	1.00	1.45	1.53
投资活动产生的现金流量净额	-0.94	-2.39	-0.97	-0.45
筹资活动产生的现金流量净额	1.45	8.22	-0.37	-0.91
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	44.39%	49.14%	45.25%	37.92%
EBITDA 利润率	--	37.04%	37.05%	27.04%
总资产回报率	--	16.72%	25.62%	18.20%
产权比率	41.79%	25.01%	53.75%	62.43%
资产负债率	29.47%	20.01%	34.96%	38.44%
净债务/EBITDA	--	-2.26	0.32	0.43
EBITDA 利息保障倍数	--	137.55	65.18	20.73
总债务/总资本	18.96%	4.49%	13.91%	22.69%
FFO/净债务	--	-33.71%	196.35%	141.70%
速动比率	2.20	3.86	1.70	1.00
现金短期债务比	2.50	9.60	0.34	0.58

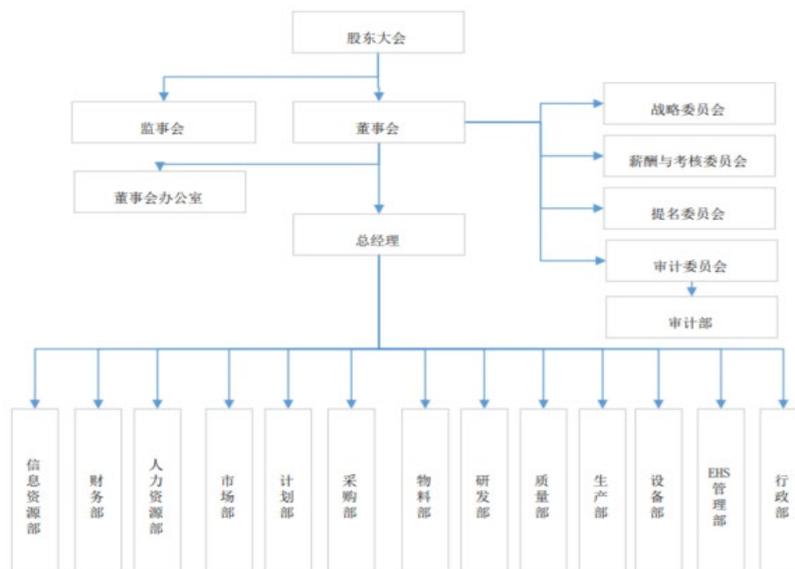
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 9 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 9 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2021 年 9 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
辽宁富新新材料有限公司	4,500.00	100.00%	制革及毛皮加工清洁生产；皮革、汽车内饰件的新技术加工、制造、销售
Mingxin Leather Innovation GmbH	80.00 万欧元	100.00%	提供对汽车内部配置的皮革加工和汽车零部件的设计服务，技术发展和技术转让，以及在以上经营目的
明新孟诺卡（浙江）新材料有限公司	5,000.00	100.00%	全水性定岛超纤汽车内饰新材料的研发、生产、销售
明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司	10,000.00	100.00%	技术进出口；货物进出口
江苏明新旭腾科技有限公司	5,000.00	100.00%	制革及毛皮加工清洁生产；皮革、汽车内饰件的新技术加工、制造、销售
明新旭腾(上海)设计咨询有限公司	1,000.00	100.00%	货物进出口；技术进出口，专业设计服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 公司产品最终用户的采购数量、类型、金额、占公司主营业务收入的 比例以及配套的主要车型情况（单位：万平方英尺、万元）

年份	最终用户	产品类型	销售数量	销售金额	占比	主要车型
2021年 1-6月	一汽大众	整皮、裁片、超纤	1,582.10	29,294.00	82.82%	速腾、探岳、奥迪Q5、迈腾等
	上海通用	整皮	126.37	2,324.49	6.57%	昂科威
	德国大众	裁片	33.89	680.30	1.92%	VW276、
	合计		1,742.36	32,298.79	91.32%	-
2020年	一汽大众	整皮、裁片	3,402.45	66,793.86	88.29%	速腾、探岳、奥迪Q5等
	上海通用	整皮	99.78	1,835.49	2.43%	昂科威
	德国大众	裁片	29.27	651.99	0.86%	VW276
	克莱斯勒	裁片	22.58	357.49	0.47%	DX9
	合计		3,554.08	69,638.83	92.05%	-
2019年	一汽大众	整皮、裁片	2,955.68	57,070.74	91.06%	速腾、探歌、探岳、奥迪Q3、Q5L等
	吉利	整皮、裁片	87.74	1,419.12	2.26%	帝豪、博越、博瑞等
	克莱斯勒	整皮	76.68	1,149.12	1.83%	克莱斯勒DX9
	售后市场	整皮	103.81	794.86	1.27%	不适用
	德国大众	整皮、裁片	15.87	565.80	0.90%	VW276
	合计		3,239.77	60,999.63	97.33%	-
2018年	一汽大众	整皮、裁片	2,260.43	42,953.15	79.11%	速腾、宝来、探歌、探岳、奥迪Q5L、
	吉利	整皮、裁片	205.10	3,216.90	5.92%	帝豪、博越、博瑞等
	长城	整皮、裁片	175.45	2,953.94	5.44%	哈弗、魏系列等
	克莱斯勒	裁片	124.50	1,622.48	2.99%	克莱斯勒DX9
	售后市场	整皮	138.64	1,225.28	2.26%	不适用
	合计		2,904.11	51,971.75	95.72%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万平方英尺、万元）

年份	排名	客户名称	销售数量	销售金额	占销售总额比例	主要终端客户
2021年 1-6月	1	浙江国利汽车部件有限公司	875.33	16,632.89	44.60%	一汽大众、上汽通用
	2	成都富维安道拓汽车饰件系统有限公司	351.76	5,491.92	14.73%	一汽大众
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司天津分公司	304.09	5,594.32	15.00%	
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司	33.47	489.28	1.31%	
		富维系小计	689.32	11,575.52	31.04%	
	3	格拉默车辆内饰（长春）有限公司	35.08	903.73	2.42%	一汽大众
		宁波继峰贸易有限公司	57.35	988.93	2.65%	
		继峰系小计	92.43	1,892.66	5.08%	
	4	奥托立夫（中国）汽车方向盘有限公司	67.08	1,271.64	3.41%	吉利、长城、上汽通用五菱
	5	廊坊华安汽车装备有限公司	34.75	762.62	2.05%	一汽大众
		合计	1,758.91	32,135.33	86.17%	-
2020年	1	成都富维安道拓汽车饰件系统有限公司	981.02	16,054.81	19.86%	一汽大众
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司天津分公司	814.47	15,254.55	18.87%	
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司	1.84	36.42	0.05%	
		富维系小计	1,797.33	31,345.78	38.78%	
	2	浙江国利汽车部件有限公司	1,372.58	28,477.62	35.23%	一汽大众
	3	格拉默车辆内饰（长春）有限公司	127.35	3,032.71	3.75%	一汽大众
		宁波继峰汽车零部件股份有限公司	66.49	1,346.42	1.67%	
		宁波继峰贸易有限公司	60.37	1,134.27	1.40%	
		继峰系小计	254.21	5,513.40	6.82%	
	4	廊坊华安汽车装备有限公司	107.55	2,334.64	2.89%	一汽大众
5	奥托立夫（中国）汽车方向盘有限公司	96.90	1,963.98	2.43%	吉利、长城、上汽通用五菱	
	奥托立夫（上海）汽车安全系统研发有限公司	0.86	17.87	0.02%		

		奥托立夫系小计	97.76	1,981.85	2.45%		
		合计	3,629.44	69,653.27	86.18%	-	
2019年	1	成都富维安道拓汽车饰件系统有限公司	1,076.44	18,636.48	28.32%	一汽大众	
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司天津分公司	799.98	15,384.16	23.38%		
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司	1.03	18.68	0.03%		
			富维系小计	1,877.44	34,039.32	51.72%	
	2	浙江国利汽车部件有限公司	443.78	9,365.38	14.23%	一汽大众	
		上海久舜网络科技有限公司	307.07	6,677.13	10.15%		
			国利系小计	750.86	16,042.51	24.38%	
	3	格拉默车辆内饰（长春）有限公司	83.38	1,971.71	3.00%	一汽大众	
		宁波继峰汽车零部件股份有限公司	90.37	1,886.02	2.87%		
			继峰系小计	173.75	3,857.73	5.86%	
	4	廊坊华安汽车装备有限公司	135.65	2,645.78	4.02%	一汽大众	
	5	延锋百利得（上海）汽车安全系统有限公司	62.33	1,064.77	1.62%	上汽大众、上汽通用、长安等	
		南通延锋安道拓汽车零部件有限公司	21.19	360.51	0.55%		
		延锋安道拓座椅有限公司	4.03	123.79	0.19%		
		重庆延锋安道拓汽车部件系统有限公司	1.76	29.07	0.04%		
		延锋系小计	89.30	1,578.14	2.40%		
			合计	3,027.00	58,163.48	88.38%	-
2018年	1	成都富维安道拓汽车饰件系统有限公司	1,048.80	18,412.39	32.28%	一汽大众	
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司	276.32	4,945.18	8.67%		
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司天津分公司	94.94	1,824.55	3.20%		
			富维系小计	1,420.06	25,182.12	44.15%	
	2	上海久舜网络科技有限公司	491.74	10,640.63	18.66%	一汽大众	
		上海元通座椅系统有限公司	132.14	2,870.27	5.03%		
			国利系小计	623.88	13,510.90	23.69%	
	3	奥托立夫（中国）汽车方向盘有限公司	193.17	3,122.46	5.47%	吉利、长城、上汽通用五菱	
		奥托立夫（上海）汽车安全系统研发有限公司	1.04	20.79	0.04%		
			奥托立夫系小计	194.21	3,143.25	5.51%	

4	廊坊华安汽车装备有限公司	166.21	2,980.14	5.22%	一汽大众
	东台市吉中汽车内饰件有限公司	116.60	1,852.04	3.25%	
5	广州吉中汽车内饰系统有限公司	8.19	129.30	0.23%	长城、吉利
	广安市吉中汽车内饰件有限公司	0.31	4.41	0.01%	
	吉中系小计	125.09	1,985.75	3.48%	
	合计	2,529.45	46,802.16	82.06%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录七 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

附录八 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。