



2021年浙江三花智能控制股份有限公司公 开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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：



2021年浙江三花智能控制股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
三花转债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持浙江三花智能控制股份有限公司（以下简称“三花智控”或“公司”，证券代码为 002050.SZ）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定；维持“三花转债”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：新能源汽车行业发展前景较好，公司在新能源汽车热管理领域已建立技术优势，收入增速较快；公司的规模优势与技术优势有望继续维持制冷空调元器件板块业务平稳运营；公司客户资质优质，合作关系稳定；经营效益逐年增加，回款表现较佳。同时中证鹏元也关注到，公司汽车零部件板块可能存在技术更新迭代压力，短期内面临疫情对供应链冲击等不确定性；公司仍面临一定原材料价格波动风险；募投项目可能存在效益不及预期的风险。

未来展望

- 公司在制冷空调元器件以及新能源汽车热管理系统已形成较好的技术优势地位，且同优质的客户合作关系较为稳定，带来持续收入及现金流的的增长，综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年5月23日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	242.91	236.20	170.33	147.90
归母所有者权益	115.97	111.50	100.65	92.92
总债务	82.87	80.05	35.50	31.34
营业收入	48.04	160.21	121.10	112.87
EBITDA 利息保障倍数	--	18.73	35.71	37.57
净利润	4.54	17.05	14.73	14.34
经营活动现金流净额	1.26	15.56	20.87	19.00
销售毛利率	23.30%	25.68%	29.81%	29.60%
EBITDA 利润率	--	17.17%	19.09%	17.99%
总资产回报率	--	10.45%	11.04%	11.96%
资产负债率	51.83%	52.36%	40.39%	36.68%
净债务/EBITDA	--	-0.18	-1.14	-1.16
总债务/总资本	41.46%	41.57%	25.90%	25.07%
FFO/净债务	--	-456.82%	-70.47%	-65.34%
速动比率	1.61	1.55	1.96	1.67
现金短期债务比	1.98	2.02	3.70	2.17

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **新能源汽车行业发展前景较好，公司在热管理细分领域具备技术优势。**新能源汽车行业面临较好的市场前景，公司在相应领域持续研发投入使得对应的热管理领域成本持续优化与性能持续改善，未来发展前景广阔，作为细分领域的头部企业，公司相关收入高速增长。
- **规模优势与技术优势有望继续对制冷设备零部件板块业务发展形成支撑。**公司核心的制冷空调电器零部件销售规模位居世界前列，市场占有率较高，规模效应明显，具备成本优势；2021 年末公司已获国内外大量的专利授权及发明专利，长期的技术积累，使得公司在相应领域技术优势明显，规模优势与成本优势有望对公司经营形成支撑。
- **公司客户资质优质，合作关系稳定。**公司制冷空调电器零部件板块客户主要为如格力、美的、LG 等国内外龙头客户；汽车零部件客户主要为国际知名大型车企，经营实力均相对较强，客户资质相对优质，且公司与其合作关系稳定，有助于保障公司经营安全。
- **公司经营效益继续增加，回款表现更佳。**2021 年公司收入保持稳步增长，且汽车零部件板块增长迅速；公司收现比表现更佳，账期相对合理，经营活动现金流持续净流入且规模不断扩大。

关注

- **汽车零部件板块存在持续技术更迭压力，短期内面临疫情对供应链冲击等不确定性。**近年公司积极拓展新能源汽车领域，但目前该行业尚处于资本扩张期与技术更新期，竞争格局尚未稳定，公司存在持续技术更迭压力。此外，2022 年以来上海与吉林等汽车生产重地突发疫情，对汽车供应链造成明显冲击，短期内对供需两端造成不利影响。
- **公司仍面临一定原材料价格波动风险。**2021 年直接材料占公司营业成本的比重为 73.89%，占比仍较高，其中主要材料仍为铜管、铝合金和钢材等大宗商品。2021 年以来价格持续攀升使得公司毛利率水平下滑，且加大公司营运资金压力。若未来原材料价格继续出现大幅波动、快速上涨等情形，公司对客户的产品价格没有及时变动，仍将对公司经营造成不利影响。
- **募投项目可能存在效益不及预期风险。**本期债券募投项目为年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，新增产能规模较大，若未来下游市场需求与预期出现较大偏差，可能导致项目收益现金流入情况不及预期，进而会对公司财务与经营形成较大负担。

同业比较（单位：亿元）

指标	三花智控	奥特佳	富奥股份	盾安环境
总资产	236.20	101.23	148.61	82.61
营业收入	160.21	51.37	128.28	98.37
净利润	17.05	-1.30	7.78	3.95
销售毛利率	25.68%	12.48%	11.19%	16.30%
资产负债率	52.36%	48.06%	42.72%	80.20%

注：以上各指标均为 2021 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	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	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	非常强		净债务/EBITDA	7
	经营规模	7		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	4		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		非常强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aaa
调整因素		补充调整	调整幅度		-1
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
AA+/稳定	AA+	2021-6-25	张伟亚、徐宁怡	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA+/稳定	AA+	2020-11-2	田珊、张伟亚	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
三花转债	30	29.99	2021-6-25	2027-6-1

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年6月发行6年期30亿元可转换公司债券，募集资金用于公司年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目及补充流动资金。截至2021年12月31日，三花转债募集资金账户余额为18.72亿元。

三、发行主体概况

截至2022年3月末，公司名称和主营业务均未发生变化，仍主要从事制冷空调电器零部件与汽车零部件研发、生产和销售。截至2022年3月末，公司股本为35.91亿元，其中控股股东为三花控股集团有限公司，控股股东通过直接与间接持有公司股份比例为44.38%，实际控制人为张道才、张亚波与张少波（三者系一致行动人）。2021年末公司产权及控制关系图见附录二。截至2022年5月16日，公司质押股份数量为2.91亿股，截至2022年3月末，公司合并报表范围内新增纳入合并范围4家子公司。

高管变动方面，2021年及2022年1-3月，朱红军（独立董事、审计委员会委员兼审计委员会主任）、计骅（独立董事、薪酬与考核委员会委员、提名委员会主任兼提名委员会委员）、翁伟峰（监事会召集人兼监事）和於树立（董事、审计委员会委员兼薪酬与考核委员会委员）离职，独立董事潘亚岚、董事任金土、监事会召集人赵亚军及监事莫杨任职。整体来看，公司高管人员变动不多，管理层较为稳定。

表1 2021年及2022年1-3月，公司新增合并子公司与不再纳入合并子公司情况（单位：万元）

序号	新增子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
1	浙江三花板换科技有限公司	2,500.00	70.00%	协议受让
2	浙江三花汽零商贸有限公司	5,000.00	100.00%	新设投资
3	浙江三花换热器有限公司	10,000.00	100.00%	新设投资
4	三花新能源热管理科技（杭州）有限公司	5,000.00	100.00%	新设投资
	不再纳入子公司名称	注册资本	持股比例	不再纳入原因
-	-	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

家用空调销售整体进入存量市场时代，但随着新节能政策实施，变频空调销售表现有望持续改善；需关注成本上涨对企业利润空间的影响

近年随着居民收入持续提高，城镇化的推进以及房地产市场的发展，中国家用空调销售总体处于扩容的趋势，但随着房地产市场调控逐步收紧以及居民杠杆率的攀升，家用空调销售总量逐步见顶，根据产业在线统计数据，2021 年全年销量为 1.53 亿台，同比上升 7.87%，未来中证鹏元认为随着城镇化已经进入相对较高的水平且中央层面“房住不炒”总基调延续，长效机制持续完善，虽然地方层面因城施策，部分城市放宽调控以促进需求释放，但整体来看家用空调销售将逐步趋稳。

从家用空调销售结构来看，变频空调销售占比总体呈现逐年提高态势，驱动因素主要包括居民节能意识的提高以及国家环保政策，2021 年变频空调销售占比继续提升。2020 年 7 月 1 日起史上最严“空调新能效”标准（GB21455-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》）正式实施，不再对定频与变频设定不同考核标准，而是将定频、变频空调能效等级合并，由原来的三级变成五级，能耗准入门槛有所提高。上述政策的实施有望带动变频空调销售进入快车道，变频空调销售占比有望进一步提高。

产品价格方面，2021 年空调行业销售均价达到 3,824 元/台，同比上涨 9.0%，2022 年价格继续上调。此轮价格上涨的原因主要是由于原材料、运输等成本上涨所致。从成本端来看，进入 2022 年以来，家电原材料中只有塑料价格呈走低态势，而铜、钢、铝价格不断攀升。其中铜价 2022 年以来涨幅达 6%，铝价 2022 年以来涨幅达 14%，不锈钢期货价格 2022 年以来涨幅达 18%。而铜、钢、铝等金属材料以及塑料在家电成本中的占比极高，合计约占家电生产成本的 40%。受迫于不断上涨的成本，不少企业不得不通过提高价格来传导和转移压力，推动了此轮涨价潮的出现。而原材料价格上涨受多方面因素影响。国际政治经济形势变化、俄乌战争等，严重打击了全球大宗商品生产和国际贸易；国内常态化疫情防控措施，也导致运输等成本进一步上涨，多重因素叠加，对空调行业形成了一定的压力，未来仍需关注成本上涨对公司利润空间的影响。

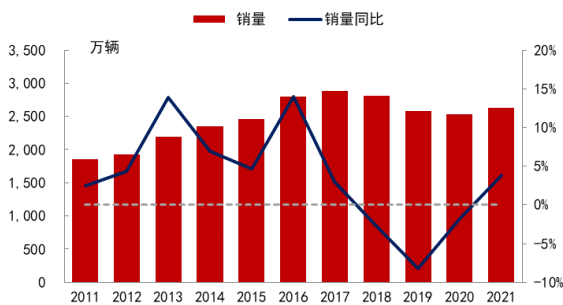
2021 年汽车零部件需求虽然随经济复苏进一步回暖，行业收入增速回升；但考虑到疫情短期内对汽车厂商正常生产和供应链顺畅流通造成较大冲击，中证鹏元对 2022 年汽车行业消费持谨慎乐观态度

2021 年汽车零部件行业收入增速继续回升，主要系经济复苏推动汽车销量，尤其是新能源汽车销量同比增长较多所致。2021 年中国汽车累计销量 2,627.5 万辆，同比增长 3.8%，扭转了自 2018 年以来连续三年负增长的趋势，其中受新能源汽车爆发式增长影响，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，带动汽车零部件需求量上升。另一方面，钢材、铝锭等原材料成本大幅度上升，部分零部件产品价格上调。受此影响，2021 年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长 9.84%，在 2020 年扭转近五年增速逐年下滑的颓势基础上增速进一步回升，但利润总额同比仅增长 0.32%，增幅远小于主营业务收入增速。

中证鹏元认为，新冠肺炎疫情在国内仍然呈现散发性态势，2022 年 3 月以来的疫情对于以上海和吉林为首的等传统汽车制造基地的正常生产造成了较大的扰动，汽车产业链也在短期受到了明显冲击。

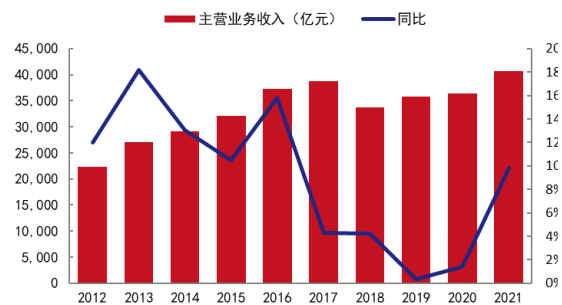
但考虑到汽车消费承担了促消费稳增长的功能、部分地区增加汽车牌投放指标等消费刺激政策的实施、新能源汽车车型投放力度的加大以及新能源汽车市场接受度和渗透率的大幅提高等因素，中证鹏元对 2022 年汽车消费需求持谨慎乐观的态度。另外，由于在新能源车市场方面我国近年持续处于领先的地位，国内汽车零部件企业在经历了行业出清后开始加速布局海外产能规划建设，国内零部件企业在海外市场的份额则有望进一步增长，在部分零部件领域加速实现全球化进程。

图 1 2021 年我国汽车销量实现近年来首次正增长



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

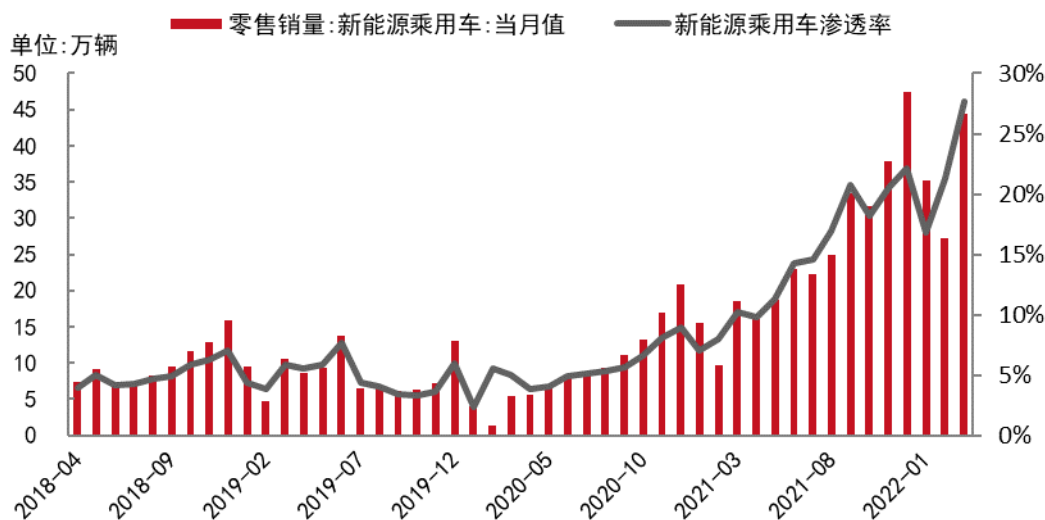
图 2 2021 年汽车零部件行业主营业务收入增速回升



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着新能源乘用车渗透率不断提高，汽车“新四化”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 2021 年 12 月联合发布的《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2021〕466 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，并明确 2022 年新能源汽车购置补贴将彻底退出。考虑到新能源汽车补贴退坡政策市场接受度已较高，补贴金额占车辆消费总额的占比已处于较低水平，市场和消费者对新能源汽车的认可度已逐步提高以及充电桩等配套设施的逐步完善等因素，随着 2022 年新能源车型投放力度加大，智能化程度不断提高，市场多元化需求将得到满足，2022 年新能源汽车销量可期，新能源乘用车渗透率有望进一步提高，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获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出。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。

图 3 2021 年新能源乘用车销量和渗透率均实现大幅增长


注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

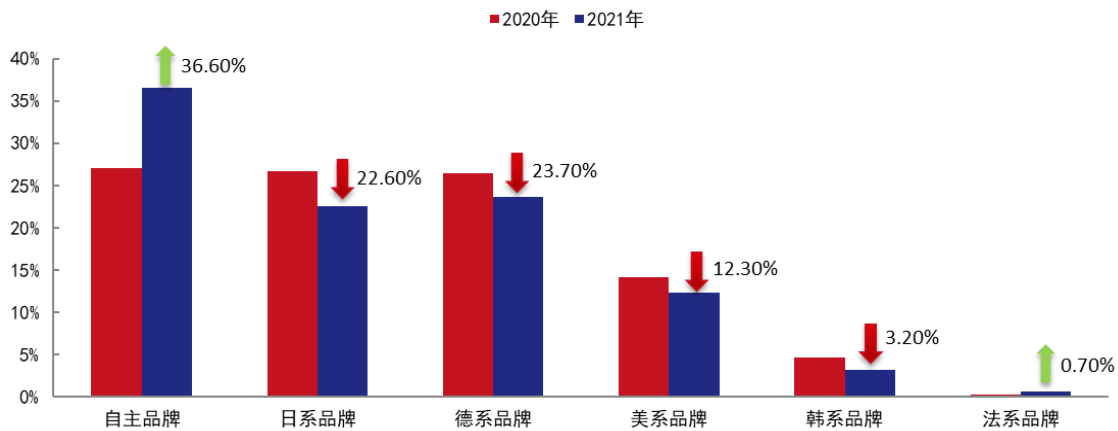
疫情加速汽车零部件行业尾部企业出清；市场分化加剧，配套自主品牌、新能源产业链布局较早、掌握核心技术的供应商有望继续享受新能源汽车发展红利；市场并购重组保持活跃，需继续防范并购风险

中证鹏元认为，2022 年汽车零部件行业中小企业继续出清，市场分化加剧并购重组保持活跃，全球化进程加速。2021 年中国汽车零部件企业受益于严格疫情管控下产生的良好生产环境、稳健高效的供应链以及汽车消费的回暖表现出较强劲的韧性，海外出口不断增长，实现营业收入和出口金额双提升。从行业内部看，疫情加速行业格局变化，头部效应持续，预计 2022 年汽车零部件中低端继续保持出清状态。

市场中低端产能出清往往伴随着市场分化，配套自主品牌、新能源产业链布局较早、掌握核心技术的供应商有望继续享受新能源汽车发展红利。从汽车品牌来看，凭借着丰富的车型布局，领先的电池配套能力和良好的市场营销，2021 年自主品牌表现亮眼，传统车厂和造车新势力共同发力，销量同比大幅上扬，自主品牌市场份额大幅增至 36.60%，较早布局新能源汽车零部件的自主品牌供应商大幅受益。中证鹏元预计 2022 年自主品牌仍占据市场份额首位，市占率有望进一步上升，但上升幅度有限。

2022 年 3 月以来我国受疫情影响，部分地区例如上海和吉林等汽车重镇受到了较大的生产冲击，需注意整体汽车产业链的订单后续补充情况。但汽车零部件行业中掌握核心技术、出口占比较高的供应商如宁德时代、岱美股份等企业的抗压能力预计相对较强。

图4 自主品牌受益于新能源车市场爆发式增长市占率大幅提高，预计2022年自主品牌市占率或将进一步上升



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

表2 2021年传统车企和造车新势力在新能源车市场齐发力（单位：辆）

车企	2021年	2020年	同比
上汽通用五菱	423,171	163,594	158.7%
特斯拉（中国）	322,020	138,505	132.5%
比亚迪	296,663	103,429	186.8%
长城汽车	133,510	54,070	146.9%
广汽埃安	122,681	63,306	93.8%
长安汽车	100,075	27,743	252.9%
小鹏汽车	96,641	27,041	253.6%
蔚来汽车	90,866	43,369	109.5%
奇瑞新能源	85,720	39,615	116.4%
上汽乘用车	84,555	27,601	206.3%
北汽新能源	26,127	25,914	0.82%

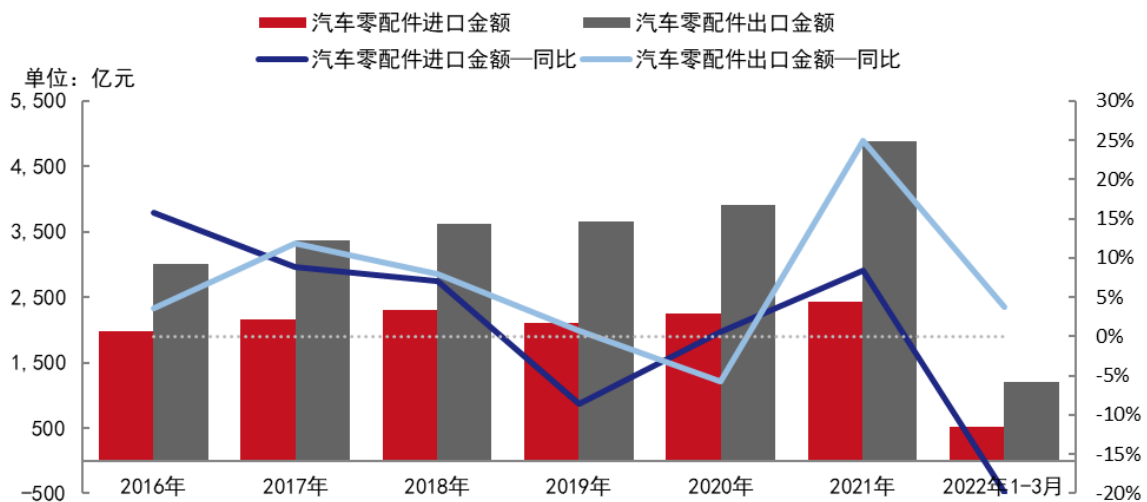
资料来源：乘联会，北汽蓝谷公告，中证鹏元整理

预计2022年零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑继续为中国零部件企业提供新的发展机遇，但需防范企业并购风险。全球乘用车销量增速维持下滑趋势，为应对行业变革与转型，整车厂商研发投入加大，国际车企通过降本来维持盈利能力的需求较大，重新选择零部件供应商的可能性继续提升。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链。此外，国际零部件龙头剥离或出售业务为国内零部件供应商提供配套可能，2021年零部件市场继续整合资源，并购重组较多：海立集团收购马瑞利汽车零部件合资项目、华域汽车收购延锋安道拓股权，加速座椅业务、安通林携手上海纳恩设立合资公司、海信家电拟控股日本三电、李尔公司宣布收购M&N Plastics连接器系统业务等。随着国际零部件市场出清，国内头部企业可把握时机，将遭遇生存危机的技术型企业兼并重组，从而快速提升核心竞争力，进而提升在国际市场的份额。但需注意，企业并购尤其是海外并购存在不容忽视的风险。

2021 年汽车零部件出口大幅增长，进口小幅回暖；预计 2022 年汽车零部件进出口仍将小幅增长，但未来需持续关注国内疫情管控、中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，2019-2020 年受中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情影响，我国汽车零部件出口表现较为疲软。进入 2021 年，受国内外经济复苏和汽车消费回暖等因素影响，汽车零部件出口金额同比大幅增长 25.0%，达到 4,883.94 亿元，创下历史新高。考虑到 2022 年以美国为首的海外汽车消费大国仍将保持一定的增长，持续高涨的国际油价也会进一步加大全球对于新能源汽车的需求量，而中国在新能源产业链上发力较早，汽车零部件企业配套齐全的优势有望进一步展现等因素，中证鹏元预计 2022 年我国汽车零部件进出口仍将小幅增长。但我国散发的疫情扰动、中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及美联储加息等事件仍会对我国汽车零部件的进出口产生不确定性，未来需持续关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素。

图 5 2021 年汽车零部件出口金额同比大幅增长



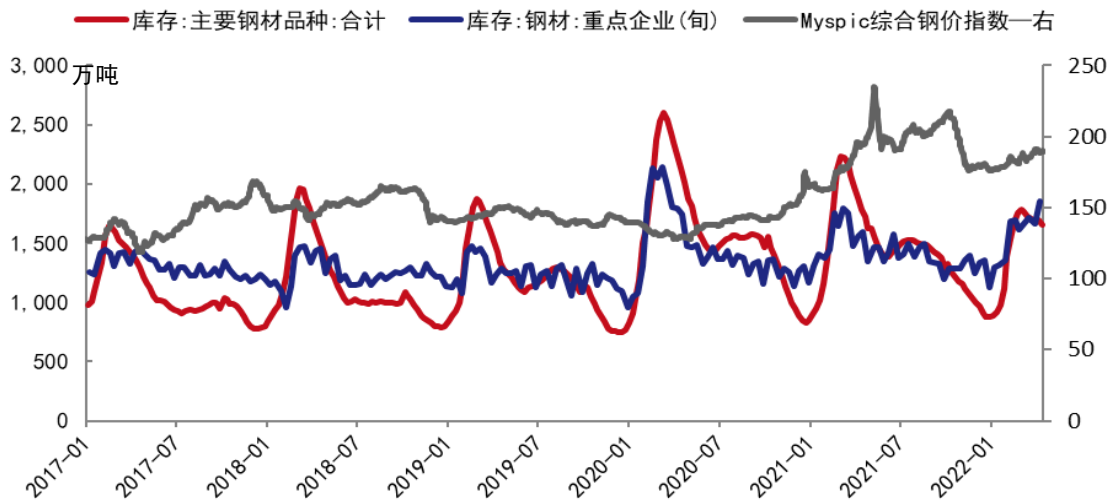
资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

2022 年钢材供需双弱，库存高于同期，有望推动钢价中枢下行，汽车零部件厂商成本端压力有所缓解但依然较大

中证鹏元预计，2022 年钢铁行业供需双弱。供给方面，双碳目标下钢铁行业供给长期受限，新一轮产能置换办法收紧置换政策，而环保限产政策力度加强将明显抑制粗钢产能大省产量，此外，能耗双控将成为行业供给新约束，预计 2022 年去产能政策力度加强，粗钢产量压减稳步推进。需求方面，2022 年房地产投资增速承压，地产用钢需求减少；基建在“稳增长”的背景下用钢有支撑；制造业随着全球生产秩序逐步恢复及制造业回流，2022 年进出口难以延续 2021 年的旺盛行情，制造业用钢需求较为稳定。同时，2021 年受全球流动性宽裕、上半年国内钢企生产热情高涨、海运运力紧张等多因素影响，铁矿价格走出历史高位。但随着国内减产措施相继落地，铁矿需求回落，铁矿石港口库存快速累库，铁矿价格快速下降。展望 2022 年，美元流动性趋紧，矿价上行动力减弱。

综合影响下，中证鹏元认为纵观 2022 年全年，钢材需求收缩，而产能产量双控带来的供给收缩将导致供需双弱，且当前库存高于往年同期，将发挥“蓄水池”作用，抑制钢价短期上涨。

图 6 2021 年钢价大幅上涨



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事热泵变频控制技术和热管理系统产品的研发和生产，产品的应用场景主要在家用空调与汽车。从2021年的经营表现来看，公司营业收入呈现持续稳步增长的态势，细分板块来看，得益于行业发展以及公司的提前布局，汽车零部件保持高速增长，增速高达94.50%；制冷空调电器零部件业务仍是公司占比最高的业务，2021年收入继续增长。2022年1-3月，公司营业收入同比增长40.94%。毛利率方面，剔除运费从销售费用转至营业成本的影响之后，2021年公司销售毛利率下滑2.16个百分点，系国际海运和大宗原材料价格持续上涨等因素导致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年 1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
制冷空调电器零部件	322,487.26	23.30%	1,121,832.09	26.46%	964,064.72	27.99%
汽车零部件	157,870.22	23.31%	480,248.89	23.85%	246,918.62	27.26%
合计	480,357.48	23.30%	1,602,080.98	25.68%	1,210,983.34	27.84%

注：为提高数据可比性，本表 2020 年销售毛利率数据根据新收入准则运费从销售费用转至营业成本作相应变动，从 29.81%调整为 27.84%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司营业收入区域分布与占比（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	243,982.42	50.79%	811,247.15	50.64%	586,458.98	48.43%
国外	236,375.06	49.21%	790,833.83	49.36%	624,524.36	51.57%
合计	480,357.48	100.00%	1,602,080.98	100.00%	1,210,983.34	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕制冷空调电器零部件和汽车零部件领域多年，积累较多的技术，截至2021年末公司已获国内外专利授权2,802项，其中发明专利授权1,366项¹，2021年研发投入规模达到了7.51亿元，增速高达44.90%，持续的研发投入有助于维持公司目前技术领先的地位。

（一）制冷空调电器零部件板块

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

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

得益于规模经济和良好的管理水平，公司生产成本处于较低水平，供货速度与能力较强，成本优势与供货能力形成了维持经营稳健的最核心的竞争力；同时公司在制冷空调电器零部件领域的技术实力较强，总体来看，规模优势以及技术优势将继续保持公司制冷空调电器零部件业务板块的运营平稳性，短期内经营风险较低。

2021年制冷空调电器零部件板块实现业务收入112.18亿元，同比增长16.36%，其中家用空调细分领域的增长是得益于空调能效提升带来的电子膨胀阀等产品的提升，商用空调及微通道细分领域得益于消费升级及市场扩容。但我们考虑到，空调市场已经进入存量博弈期间，虽然变频空调的比重不断上升，有利于公司产品的应用，但受制于行业增长空间有限，未来业务增速可能相对乏力。

表5 公司制冷空调电器零部件板块主要收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
产品一 ²	21.86	21.85
产品二	7.76	6.93
产品三	14.99	13.77

¹ 以上专利数据系公司整体的，包括制冷空调板块和汽零板块。

² 公司基于客户信息保密以及经营安全性角度考虑，不披露产品具体信息以及客户名称与供应商名称，下同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产线自动化水平较高，跟踪期各类型产品产能利用情况表现参差不齐，新增产能较大，下游市场的需求若不足，固定费用将会侵蚀利润规模

公司制冷空调电器零部件板块基本实现自动化或半自动化生产，自动化水平较高，产品良率水平维持在相对较高水平，对公司生产成本的控制形成保障；产能方面，2021年公司在四通阀、空调用电子膨胀阀和微通道热交换器新增部分产能，产能爬坡期导致四通阀和空调用电子膨胀阀的产能利用率有所下滑，整体来看，公司产品产能利用率均维持在相对合理的水平。考虑到目前国内空调能耗国家标准趋严，变频空调的市场需求可能继续增加，为应对市场扩容，公司目前主要投向年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，新增较大产能，若未来政策执行力度以及公司市场拓展情况符合预期，公司制冷空调电器零部件板块相关产品产能利用率继续维持在相对合理水平。一方面扩张新的先进产能将有助于公司固定成本与生产成本的管控，盈利能力可能继续保持稳健，另外一方面有助于增厚业绩表现。值得关注的是，变频空调渗透率的提高结果视乎房地产销售情况，中证鹏元关注到土地和房地产市场持续降温，若后续房地产市场景气度不及预期，可能导致公司新增产能存在消化风险。

表6 公司制冷空调电器零部件板块产能及产能利用率情况（单位：万件）

年份	项目	产能	产量	产能利用率
2021年	产品一	8,960	6,365	71.04%
	产品二	11,493	8,316	72.36%
	产品三	6,100	4,550	74.59%
	产品四	380	285	75.00%
2020年	产品一	8,081	7,147	88.44%
	产品二	11,493	8,027	69.84%
	产品三	4,969	4,078	82.07%
	产品四	315	202	64.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从2021年公司主要采购供应商来看，因市场竞争格局的变化，前五大供应商合计采购金额集中度有所提升，但整体水平仍不高。从供应商的构成来看，前五大供应商构成变动不大，公司与供应商合作关系相对稳定，考虑到公司主要采购商品为铜管与铝等，均为大宗商品，市场供给相对充裕，短缺风险较低。但值得注意的是，2021年以来，大宗商品价格持续攀升，带来了铜管与铝等商品价格高企，虽然公司通过上下游价格联动方式以及期货套期等能有效缓释原材料价格上涨风险，但公司因为来料加工到产品外销仍有一定时间的滞后性，2021年业务毛利率已因此有所下滑，且加大了公司营运资金压力。若未来原材料价格继续出现大幅波动、快速上涨等情形，公司对客户的产品价格没有及时变动，仍将对公司经营造成不利影响。

表7 公司制冷空调电器零部件板块主要供应商（单位：万元）

年份	供应商	采购金额	占比
2021年	第一大供应商	56,577.31	8.48%
	第二大供应商	32,954.11	4.94%
	第三大供应商	16,261.82	2.44%
	第四大供应商	15,702.22	2.35%
	第五大供应商	15,105.88	2.26%
	合计	136,601.34	20.47%
2020年	第一大供应商	31,581.64	4.67%
	第二大供应商	27,348.81	4.04%
	第三大供应商	10,328.59	1.53%
	第四大供应商	10,005.19	1.48%
	第五大供应商	9,933.25	1.47%
	合计	89,197.48	13.19%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司制冷空调电器零部件产销率表现依然较好，且小幅提升，客户资质依然较优，且稳定性更佳，库存积压风险较低

公司制冷空调电器零部件板块中内销产品生产模式总体采取“以销定产”加“标准件”合理备货，外销产品主要采用“以销定产”。2021年公司四大主要产品的产销率均略有下滑，但总体水平维持仍较好，考虑到公司生产的产品基本上具备订单，产品滞销带来的跌价风险相对较低。

表8 公司制冷空调电器零部件板块产销情况（单位：万件）

年份	项目	产量	销量	产销率
2021年	产品一	6,365	6,057	95.16%
	产品二	8,316	8,686	104.45%
	产品三	4,550	4,263	93.69%
	产品四	285	284	99.65%
2020年	产品一	7,147	7,072	98.95%
	产品二	8,027	8,790	109.51%
	产品三	4,078	3,948	96.81%
	产品四	202	207	102.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司销售模式主要采用直销模式，国内外主要的大型空调制造商（格力、美的、LG等）基本上为公司客户，得益于公司产品的供货能力与成本优势，公司与核心客户的合作关系一直保持稳定，但公司海外客户占比仍较大，仍需要关注疫情带来供应链的不确定性；近年前五大客户销售占比在40%左右，2021年该数值为39.37%相对变化不大，集中度相对较高，从账期上来看，一般客户维持在45天至60

天账期水平，以现金结算居多，票据偏少，2021年票据支付比例有所增长。我们认为下游空调制造商格局相对稳定，公司销售客户的集中度表现与下游行业竞争格局相匹配，考虑到公司核心产品市场竞争力较强，短期内即使下游核心客户经营效益发生变化，但因变频空调行业整体有望扩容，公司经营效益受单个客户经营状况变动影响仍相对较少。

表9 公司制冷空调电器零部件板块主要客户（单位：万元）

年份	客户	销售金额	占比
2021年	第一大客户	106,162.33	9.46%
	第二大客户	106,008.99	9.45%
	第三大客户	102,366.77	9.12%
	第四大客户	65,820.72	5.87%
	第五大客户	61,392.71	5.47%
	合计	441,751.52	39.37%
2020年	第一大客户	115,746.69	12.01%
	第二大客户	94,632.91	9.82%
	第三大客户	81,546.13	8.46%
	第四大客户	56,232.82	5.83%
	第五大客户	43,704.54	4.53%
	合计	391,863.09	40.65%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）汽车零部件板块

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

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

2021年以来新能源汽车呈现高速增长态势，凭借技术的累积，公司加大对于新能源汽车热管理领域的投入，并已经与国内外知名的新能源汽车企业达成供货协议，因新能源汽车区别于燃油车，其电控部分以及动力电池部分对于热管理要求较高，公司相应领域呈现高速增长态势，且增速趋势没有降低的迹象。得益于新能源汽车发展具备广阔的前景，热管理细分行业市场有望进一步扩容，而公司已经在相关领域建立起先发优势，公司汽车零部件板块或将有较高增长空间。

2021年，在新能源汽车热管理零部件带领下，公司汽车零部件收入达到48.02亿元，增速高达94.50%，且随着公司集成组件产品产量进一步扩张，仅2022年第一季度，相应汽车零部件板块收入15.79亿元，增速较快。

表10 公司汽车零部件板块主要销售收入情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
产品一	14.33	5.33
产品二	3.83	3.37
产品三	2.97	1.78
产品四	3.52	0.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年汽车零部件产销率整体略有提升，以销定产模式，使得公司整体产销率较好；仍需关注客户集中性问题

公司汽车零部件板块生产模式总体采取以销定产，但因客户存货管理模式的影响，产量与销量核算口径存在差异，其中水冷板产品产销率提升幅度较大，总体产销率水平仍维持较好，考虑到公司生产的产品基本上具备订单，产品滞销带来的跌价风险相对较低。

表11 公司汽车零部件板块产销情况（单位：万件）

年份	项目	产量	销量	产销率
2021年	产品一	80.10	74.67	93.22%
	产品二	1,601.39	1,567.48	97.88%
	产品三	171.96	184.96	107.56%
	产品四	729.37	696.66	95.52%
2020年	产品一	20.82	20.54	98.66%
	产品二	1,399.70	1,360.95	97.23%
	产品三	90.45	83.38	92.18%
	产品四	162.18	158.95	98.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司核心客户主要为大型的整车企业与一级配套商，随着新能源汽车销量的爆发式增长，2021年前五大客户销售金额同步翻倍式增长，同时公司不断突破新客户，2021年前五大客户销售金额占比小幅调整至56.64%。从客户账期来看，一般在45天至60天，部分高资质国内客户可能会略有延长，但一般不超过90天，且部分主机厂选择支付票据结算。相应客户均为国内或者国际知名品牌汽车商，对应信用资质较好，目前公司与上述客户合作关系稳定，稳定的客户关系有助于维持公司业务发展。

表12 公司汽车零部件板块主要客户情况（单位：万元）

年份	客户	销售金额	占比
2021 年	客户一	179,538.82	37.38%
	客户二	38,905.44	8.10%
	客户三	25,996.16	5.41%
	客户四	17,049.35	3.55%
	客户五	10,520.30	2.19%
	合计	272,010.07	56.64%
2020 年	客户一	93,766.31	37.97%
	客户二	14,921.51	6.04%
	客户三	9,885.63	4.00%
	客户四	6,984.30	2.83%
	客户五	5,957.99	2.41%
	合计	131,515.75	53.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司汽车零部件产能利用率及产品良率表现较好，随着新增产能的进一步投产，公司产能利用率尚处于爬坡阶段；需关注未来核心客户经营效益下滑引发的公司产能利用率下滑导致的产能消化风险；原材料采购面临一定的价格上涨风险

目前公司主要的汽车零部件产品生产均已经实现自动化或半自动化，产品良率在95%以上，较高的良率有助于生产成本管控；从公司目前主要产品的产能利用率情况来看，2021年公司三大核心产品的产能利用率均有所提升，核心产品四产能利用率表现明显下滑，主要系当年该产品投产较多，相应产能利用率尚处于爬升阶段。总体来看，2021年公司产能利用率表现情况相对较好，中长期来看，新能源汽车销售前景较好，但考虑目前该行业尚处于资本扩张期与技术快速更迭期，竞争格局尚未稳定，虽公司在开拓其他新客户，但若核心客户技术水平落后或陷入财务困境，可能使其经营出现困难，仍有可能进而导致公司汽车零部件产能利用率水平承压，固定费用等可能会影响公司的盈利表现。

表13 公司汽车零部件主要板块产能利用率情况（单位：万件）

年份	项目	产能	产量	产能利用率
2021 年	产品一	90	80.10	89.00%
	产品二	2,000	1,601.39	80.07%
	产品三	180	171.96	95.53%
	产品四	840	729.37	86.83%
2020 年	产品一	26	20.82	80.08%
	产品二	2,000	1,399.70	69.99%
	产品三	100	90.45	90.45%
	产品四	170	162.18	95.40%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从近年公司主要采购供应商来看，前五大供应商合计采购金额占比不高，2021年前五大供应商合计采购金额占比下降至15.73%，集中度处于较低水平。从供应商的构成来看，公司与供应商合作关系相对稳定，考虑到公司主要采购商品市场供给相对充裕，短缺风险较低，但我们也关注到铜、铝等商品价格自2021年以来大幅上升，虽然部分产品购销两端形成价格联动机制，但因时间间隔或者需求的削弱，也可能使得公司面临一定的原材料价格波动风险。

表14 公司汽车零部件板块主要供应商情况（单位：万元）

年份	供应商	采购金额	占比
2021年	第一大供应商	12,233.44	3.82%
	第二大供应商	10,572.53	3.30%
	第三大供应商	10,215.24	3.19%
	第四大供应商	8,888.88	2.77%
	第五大供应商	8,503.39	2.65%
	合计	50,413.48	15.73%
2020年	第一大供应商	9,220.34	6.80%
	第二大供应商	6,909.72	5.10%
	第三大供应商	4,909.84	3.62%
	第四大供应商	4,390.65	3.24%
	第五大供应商	3,279.43	2.42%
	合计	28,709.98	21.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司新建项目较多，预计仍将有一定持续投资压力，未来关注在建工程投产进程及市场需求情况

2021年至今，公司新增年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目 and 年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目完工投产，汽车零部件板块产能有较大的提升。我们关注到，截至2021年末，公司在建项目较多，包括本期债券的两个募投项目（6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目），境内在建项目总投资超过43.90亿元，且近年公司陆续在越南和墨西哥等境外设厂投资，虽然公司经营现金流表现较好，但仍会有一些的融资需求。同时，预计公司未来新增产能较大，需要关注公司在建产能的投产情况。

表15 截至 2021 年末，公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	累计已投资
年产 150 万套新能源热管理部件项目	5.00	3.87
年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	17.81	3.50
年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	7.86	0.73
年产 400 万套新能源汽车热泵部件技术改造项目	1.61	1.18
年产 300 万套板式换热器组、200 万套 EXV 电子膨胀阀组件年技术改造项目	1.96	0.26

年产 300 万套新能源汽车热管理部件技术改造项目	2.06	1.39
年产 1,100 万套新能源汽车用高效换热器组件项目	7.60	1.40
越南工业厂区工程	2,800 万美元	1,407 万美元
墨西哥工业厂区工程	3,9746.56 万美元	839.43 万美元
境内在建项目合计	43.90	12.33

注：截至2021年末，新增年产 730 万套新能源汽车热管理系统组件技术改造项目 and 年产 1,150 万套新能源汽车零部件建设项目虽列示在在建工程中，但实际已完工，目前账户已注销，剩余资金均已补流；年产 100 万套新能源汽车空调热敏传感器项目虽列示在在建工程中，但实际已完工；越南和墨西哥工业昌区工程以美元计，合计值中暂予以剔除。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司 2021 年及 2022 年 1-3 月合并范围变化见表 1。

资产结构与质量

经营持续发展及可转债发行带动了 2021 年公司资产持续提升，整体资产质量较好，资金充裕度仍较高，应收账款风险可控，整体资产流动性较佳

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

2021 年末流动资产中主要构成为货币及等价物，主要为货币资金与银行理财产品，二者合计金额高达 68.17 亿元，占资产总额比重接近 29%，且整体受限比重很低。2022 年 3 月末，货币资金与交易性金融资产合计总额略微下降，但公司整体保持了充足的流动性以及即期支付能力。截至 2021 年末，公司应收票据主要为银行承兑汇票，其中 8.72 亿元因质押融资受限，但考虑到公司会选择优质的银行票据，整体回收风险较低；应收账款主要为货款，账款规模随收入增长继续扩大，考虑公司主要客户为家用空调龙头企业以及大型车企，经营实力相对较强，整体风险相对可控，但仍需关注公司目前给部分新能源汽车企业供货。考虑新能源汽车行业目前尚处资本扩张期与技术更迭期，部分车企经营可能存在不确定性，可能会导致公司面临一定的坏账风险。存货主要系公司在产品与库存商品，近年公司存货规模逐年提高，主要系公司销售规模扩大，加上客户库存管理模式的影响，考虑公司存货基本上都有订单保障，滞销风险较低。

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

用权。

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

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	62.87	25.88%	67.08	28.40%	34.90	20.49%
交易性金融资产	1.10	0.45%	1.09	0.46%	7.52	4.42%
应收票据	18.68	7.69%	21.44	9.08%	23.24	13.64%
应收账款	41.63	17.14%	35.16	14.89%	23.56	13.83%
存货	39.46	16.25%	36.38	15.40%	23.08	13.55%
流动资产合计	169.18	69.65%	165.71	70.16%	115.84	68.01%
固定资产	43.25	17.81%	42.33	17.92%	38.39	22.54%
在建工程	15.13	6.23%	13.44	5.69%	6.29	3.69%
无形资产	7.19	2.96%	6.96	2.95%	5.08	2.98%
非流动资产合计	73.73	30.35%	70.49	29.84%	54.48	31.99%
资产总计	242.91	100.00%	236.20	100.00%	170.33	100.00%

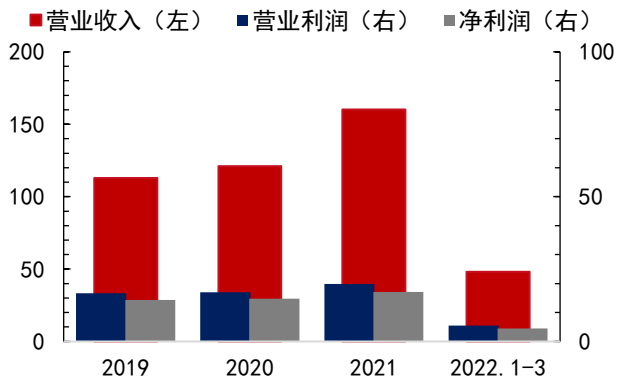
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

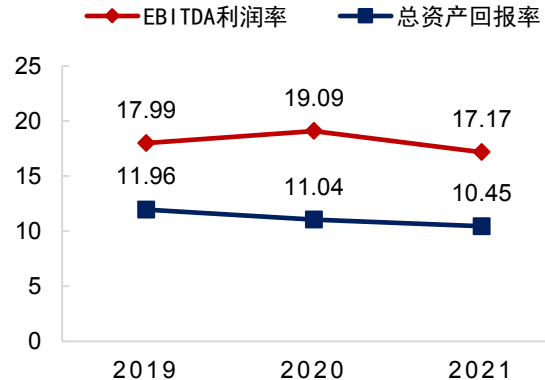
2021年公司营业收入高速增长，盈利能力略有下滑，考虑到公司处于新产能投产高峰期，预计仍将具备一定的收入增长潜力

2021年公司业绩保持高速增长，同比上升32.30%，其中，公司制冷空调电器零部件业务受家电消费观念升级及市场份额提升的带动，仍保持着持续稳定增长；汽车零部件业务因新能源汽车市场景气度高涨，进而带动业绩快速增长。考虑到公司目前新增产能仍然在不断的释放，以及下游新能源汽车需求较好，公司收入端仍具备一定的增长潜力。

2021年公司销售毛利率下滑4.13个百分点，主要原因系根据新收入准则运费从销售费用转至营业成本以及国际海运和大宗原材料价格持续上涨等因素对毛利率造成不利影响。同期公司期间费用率随运费从销售费用移出而有所下调，仍处于合理水平。受原材料成本上涨的影响，2021年公司EBITDA利润率和总资产报酬率略有下降，整体盈利能力略有下滑。同时，2021年公司获得的政府补贴仍保持较高的份额，规模上略有下滑。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）


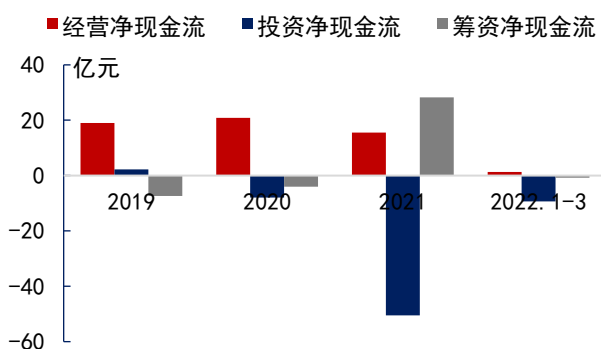
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告

现金流

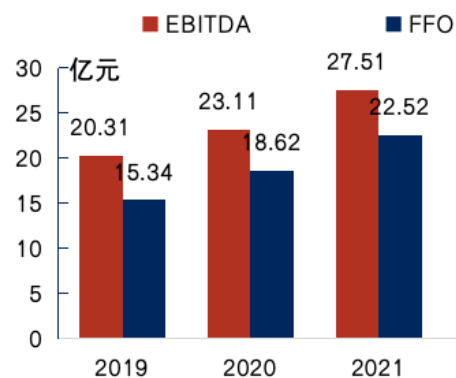
公司回款情况较佳，经营活动现金流表现依然良好，投资资金支出压力相对可控

公司下游客户资质较佳，近年公司经营活动收现情况较好，回款情况较佳。受益于销售规模的持续扩大以及主营业务结构的优化，公司利润水平逐年提高，且营运资本变化情况逐年得到优化，但因下游客户使用票据的比例提高，公司经营活动现金流净额有所下滑，2021 年经营活动现金流净额下滑至 15.56 亿元。从投资活动来看，2021 年公司投资现金流净流出规模大幅增长 535.04%，主要系公司购买大额存单 38.39 亿元所致，此外 2021 年公司资本支出规模仍处于高位，考虑到公司资金充裕且经营现金流基本实现了对投资的覆盖，对筹资现金流不存在依赖；2021 年公司成功发行“三花转债”，筹资活动现金流呈现大规模净流入。

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

图 9 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告

资本结构与偿债能力

本期债券的成功发行导致2021年公司资产负债率提升，但考虑到公司偿债指标表现均较好，现金类资产充裕且流动性良好，整体债务压力仍较小

受益于公司的经营积累，2021年末公司所有者权益持续上升。2021年6月公司可转债的成功发行，带动债务率上升，2021年末净资产对债务保障程度大幅下降。

图 11 公司资本结构

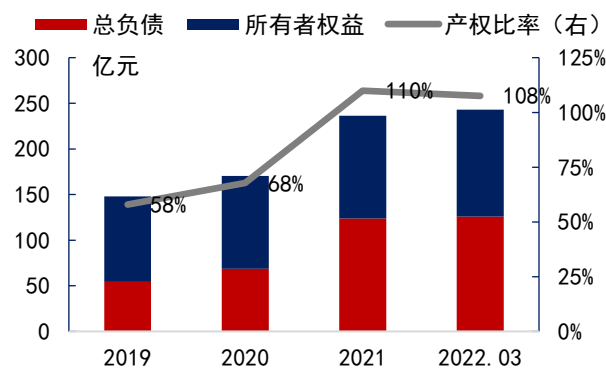
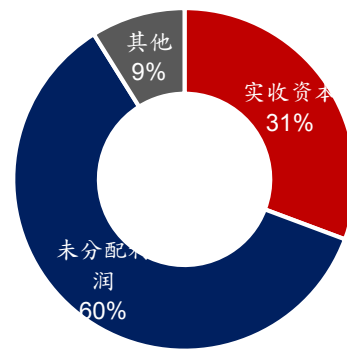


图 12 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

随着部分长期债务转为一年内到期，2021年末公司债务结构发生调整，债务以应付票据、一年内到期的非流动负债和应付债券等为主。截至2021年末，因海外建设项目有资金需求，同时为匹配外币资产，2021年公司新增内保外贷，导致短期借款余额同比增长92.69%；应付票据随业务规模增长；部分长期债务转为一年内到期；本期可转债成功发行，账面余额为26.52亿元，若后续转股不及预期，或将为公司带来一定的债务压力。此外，公司整体应付账款持续提升，对下游体现出有一定占款的优势，有利于公司节约资金。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

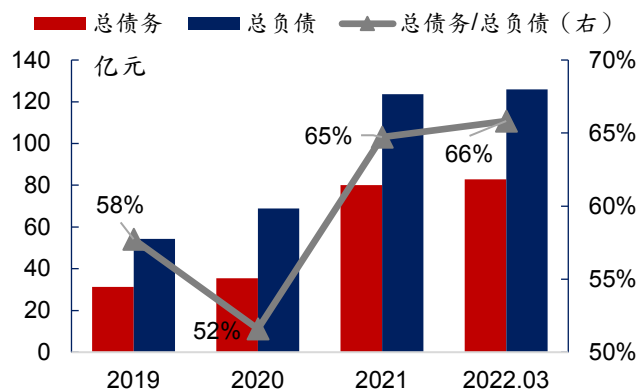
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.94	6.30%	7.38	5.97%	3.83	5.57%
应付票据	20.91	16.61%	18.92	15.29%	12.39	18.00%
应付账款	32.35	25.70%	32.15	25.99%	22.80	33.14%
其他应付款	1.87	1.49%	1.73	1.40%	2.71	3.94%
一年内到期的非流动负债	12.90	10.24%	17.63	14.26%	1.31	1.90%
流动负债合计	80.58	64.00%	83.51	67.52%	47.28	68.72%
长期借款	12.72	10.10%	8.01	6.48%	17.08	24.83%
应付债券	26.84	21.32%	26.52	21.44%	0.00	0.00%
递延所得税负债	1.93	1.53%	1.73	1.40%	1.31	1.90%

非流动负债合计	45.32	36.00%	40.16	32.48%	21.52	31.28%
负债合计	125.90	100.00%	123.67	100.00%	68.80	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

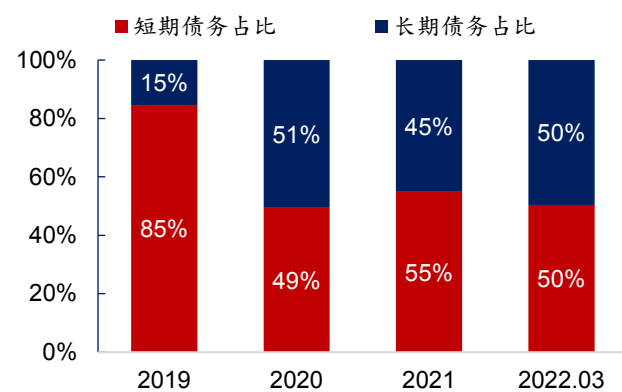
2021年末公司债务规模大幅增长125.49%，2022年3月末继续升至82.87亿元，总债务占总负债的比重增至66%，长期债务比例回调至50%，整体偿债压力仍较小。

图 13 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

因公司成功发行本期债券、扩产的资金需求以及对下游的应付款规模增长，2022年3月末公司资产负债率上升至51.83%，总债务/总资本同步上升至41.46%。2021年公司有息债务规模涨幅较大，结构变化不大，利息成本随之大幅增长，导致EBITDA利息保障倍数下滑，但保障程度仍较好，净债务/EBITDA及FFO/净债务均表现较好，整体偿债压力仍较小。

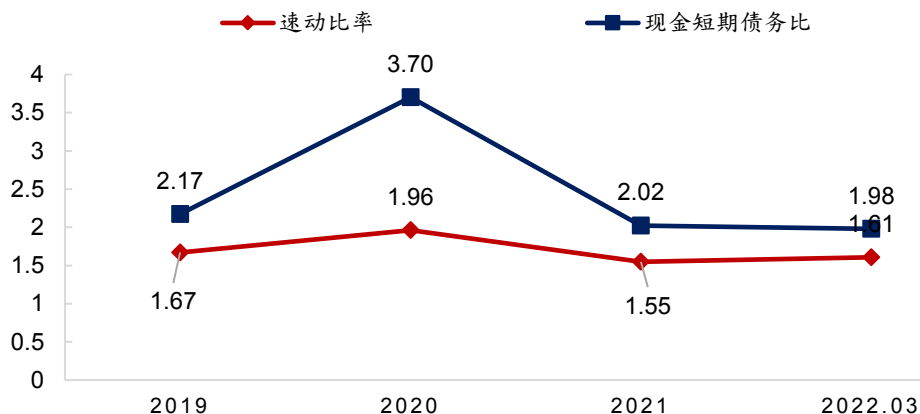
表18 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	51.83%	52.36%	40.39%
净债务/EBITDA	--	-0.18	-1.14
EBITDA 利息保障倍数	--	18.73	35.71
总债务/总资本	41.46%	41.57%	25.90%
FFO/净债务	--	-456.82%	-70.47%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

2021年末，公司速动比率和现金短期债务比均有所下滑，但仍处于较好水平，短期偿债能力依旧较强，现金类资产对短期债务的保障程度依旧较强，公司短期债务压力依旧较小。公司融资渠道多样且较为通畅，截至2021年末，公司银行授信尚可使用额度为41.93亿元，银行授信仍可为公司提供一定的流动性支持，公司资产仍具有融资弹性。

图 15 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月6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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司无对外担保情况。

八、抗风险能力分析

公司业务分为两大板块，其中汽车零部件板块中新能源汽车发展前景较好，公司在新能源汽车热管理领域已建立技术优势，增速发展较快；制冷空调电器零部件板块，公司的规模优势与技术优势有望继续维持制冷空调元器件板块业务平稳运营。综合来看，公司客户资质优质，合作关系稳定；经营效益逐年增加，回款表现较佳。但是公司汽车零部件板块可能存在技术更新迭代压力，短期内面临疫情对供应链冲击等不确定性；募投项目可能存在效益不及预期风险等风险因素。债务方面，虽然2021年公司债务规模大幅提升，但负债率仍在可控范围内，现金类资产充沛，对短期债务覆盖程度较好，公司仍具备较强的抗风险能力。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“三花转债”的信用等级为AA+。

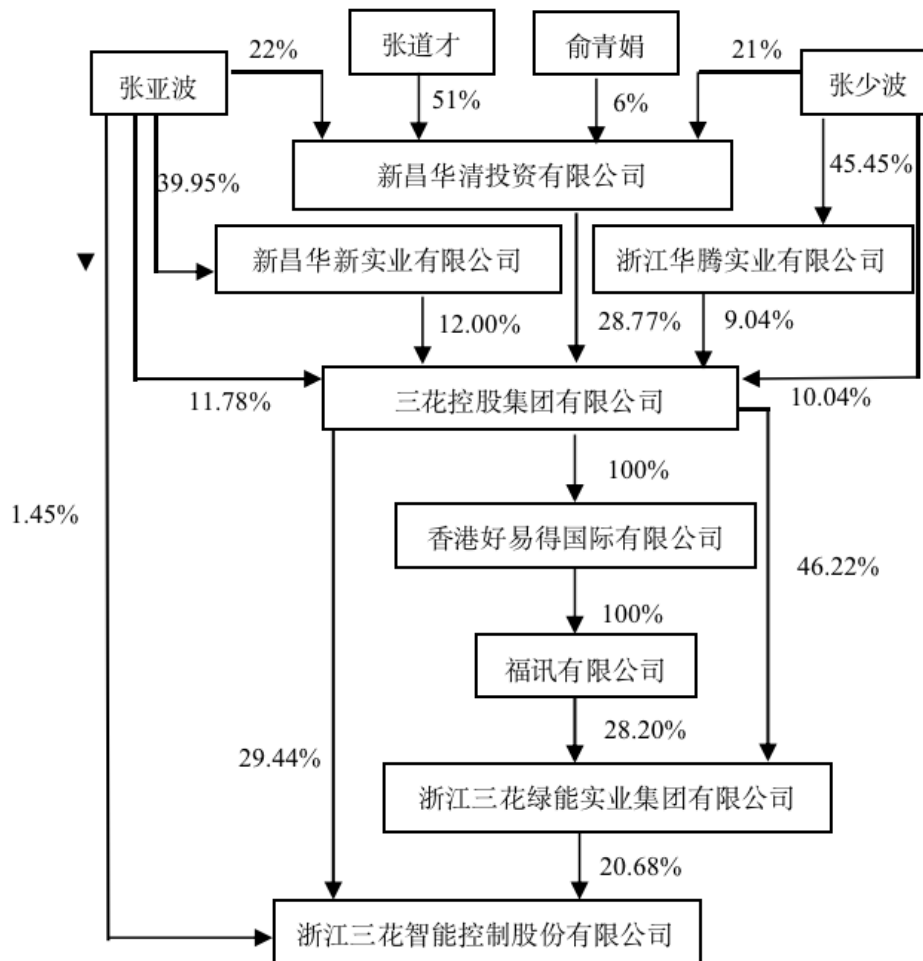
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	62.87	67.08	34.90	26.64
交易性金融资产	1.10	1.09	7.52	9.94
应收票据	18.68	21.44	23.24	20.97
应收账款	41.63	35.16	23.56	18.71
其他应收款	1.56	1.21	0.77	0.97
存货	39.46	36.38	23.08	21.81
流动资产合计	169.18	165.71	115.84	100.51
固定资产	43.25	42.33	38.39	33.80
在建工程	15.13	13.44	6.29	4.81
无形资产	7.19	6.96	5.08	5.26
非流动资产合计	73.73	70.49	54.48	47.39
资产总计	242.91	236.20	170.33	147.90
短期借款	7.94	7.38	3.83	12.96
应付票据	20.91	18.92	12.39	11.31
应付账款	32.35	32.15	22.80	15.88
一年内到期的非流动负债	12.90	17.63	1.31	2.22
流动负债合计	80.58	83.51	47.28	47.08
长期借款	12.72	8.01	17.08	3.93
应付债券	26.84	26.52	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.90	0.94
非流动负债合计	45.32	40.16	21.52	7.16
负债合计	125.90	123.67	68.80	54.25
总债务	82.87	80.05	35.50	31.34
归属于母公司的所有者权益	115.97	111.50	100.65	92.92
营业收入	48.04	160.21	121.10	112.87
净利润	4.54	17.05	14.73	14.34
经营活动产生的现金流量净额	1.26	15.56	20.87	19.00
投资活动产生的现金流量净额	-9.37	-50.50	-7.95	2.23
筹资活动产生的现金流量净额	-0.79	28.23	-3.96	-7.34
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	23.30%	25.68%	29.81%	29.60%
EBITDA 利润率	--	17.17%	19.09%	17.99%
总资产回报率	--	10.45%	11.04%	11.96%
产权比率	107.60%	109.91%	67.76%	57.92%
资产负债率	51.83%	52.36%	40.39%	36.68%
净债务/EBITDA	--	-0.18	-1.14	-1.16

EBITDA 利息保障倍数	--	18.73	35.71	37.57
总债务/总资本	41.46%	41.57%	25.90%	25.07%
FFO/净债务	--	-456.82%	-70.47%	-65.34%
速动比率	1.61	1.55	1.96	1.67
现金短期债务比	1.98	2.02	3.70	2.17

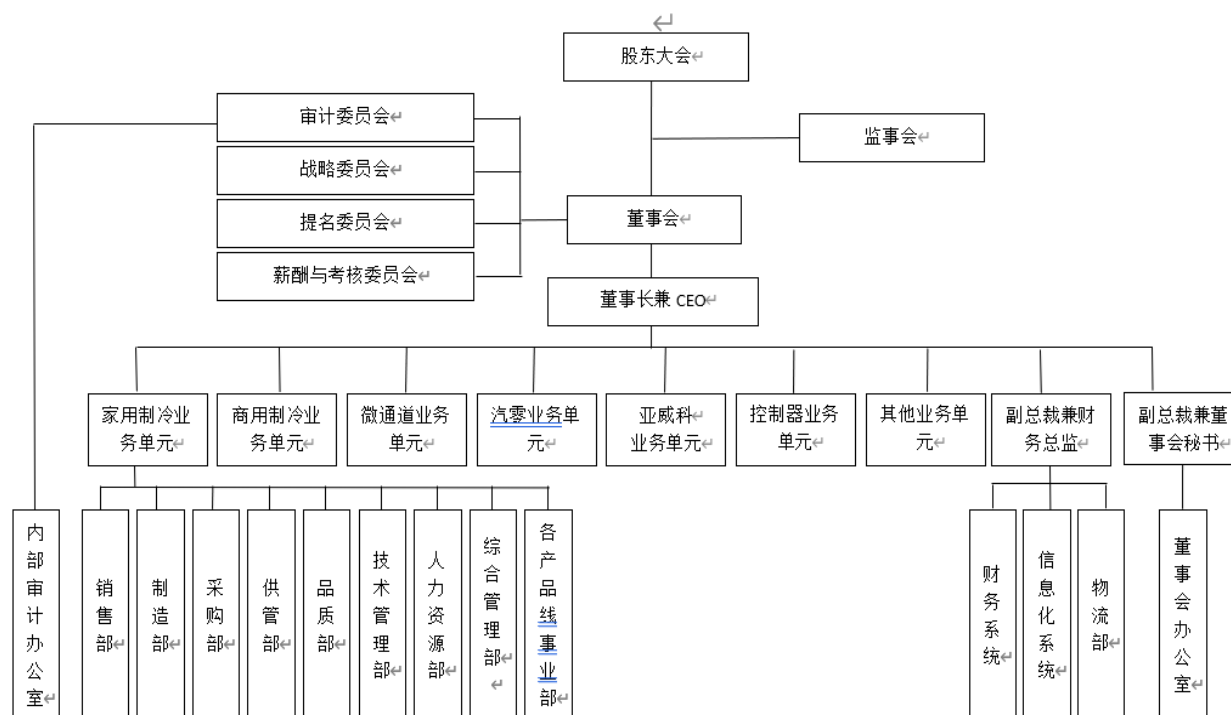
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 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 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022年3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
芜湖三花自控元器件有限公司	15,000.00	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花商贸有限公司	5,000.00	100.00%	制冷元器件及部件销售
浙江三花制冷集团有限公司	25,000.00	74.00%	商用制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花汽车零部件有限公司	146,000.00	100.00%	汽车零部件研发制造销售
杭州三花微通道换热器有限公司	36,000.00	100.00%	微通道研发生产销售
三花股份（江西）自控元器件有限公司	9,500.00	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
苏州三花空调部件有限公司	1,000.00	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
武汉市三花制冷部件有限公司	600.00	60.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
中山市三花制冷配件有限公司	714.29	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
中山市三花空调制冷配件有限公司	800.00	60.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
绍兴三花新能源汽车部件有限公司	55,000.00	100.00%	汽车零部件研发制造销售
绍兴市上虞三立铜业有限公司	700.00	80.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
苏州新智汽车部件有限公司	500.00	100.00%	汽车零部件研发制造销售
常州兰柯四通阀有限公司	10,088.65	100.00%	商用制冷元器件及部件研发制造销售
珠海恒途电子有限公司	1,800.00	71.39%	控制器研发
芜湖三花制冷配件有限公司	2,000.00	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
安徽三花制冷新材料科技有限公司	1,000.00	60.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花自控元器件有限公司	3,200.00	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
新昌县四通机电有限公司	1,428.57	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
杭州先途电子有限公司	6,653.33	71.39%	控制器研发制造销售
三花亚威科电器设备（芜湖）有限公司	2,036.84 万欧元	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
三花国际（欧洲）有限公司	800万欧元	100.00%	商用制冷元器件及部件销售
三花国际（智利）有限公司	553万比索	100.00%	商用制冷元器件及部件销售
三花欧洲汽车零部件有限责任公司	2.5万欧元	100.00%	汽车零部件研发制造销售
三花汽车零部件北美制造有限公司	30万美元	100.00%	投资管理
三花汽车零部件墨西哥有限公司	35万美元	100.00%	汽车零部件制造
三花汽车零部件美国有限公司	100万美元	100.00%	汽车零部件销售
三花印度私人有限公司	6,100万卢比	100.00%	汽车零部件研发制造销售
日本三花汽车部品株式会社	5,207.34万日元	100.00%	汽车零部件销售
R氏帕克特制造有限公司	1,200美元	100.00%	微通道研发制造销售
三花墨西哥实业有限公司	3,680万美元	100.00%	微通道制造
三花国际新加坡私人有限公司	9,557.98万美元	100.00%	制冷元器件及部件销售；汽车零部件销售
三花（越南）有限公司	3,580万美元	100.00%	投资管理
日本三花贸易株式会社	9,500万日元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
韩国三花股份有限公司	20万美元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件销售

德国三花亚威科电器设备有限公司	500 万欧元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件销售
三花亚威科电器设备土耳其有限公司	3,440 万里拉	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
亚威科波兰电器设备有限合伙企业	11,818.57 万波兰兹罗提	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
亚威科电器设备斯洛伐克有限公司	0.03 万欧元	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
波兰电器设备管理有限责任公司	5 万兹罗提	100.00%	投资管理
布莱克曼有限合伙企业	157.13 万欧元	100.00%	投资管理
布莱克曼管理有限责任公司	3.5 万欧元	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
三花国际有限公司（美国）	3,755 万美元	100.00%	投资管理
三花德州技术中心有限公司	1,590 万美元	100.00%	制冷元器件及部件销售；汽车零部件销售
美国投资基金壹号有限公司	1,884 万美元	100.00%	制冷元器件及部件研发
美国国际管路件有限公司	-	100.00%	投资管理，家用空调冰箱制冷元器件及部件销售
美国阿肯色管路件有限公司	88 万美元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
美国国际管路件蒙特雷有限公司	2.5 万美元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
美国管路件国际杠杆融资有限公司	1,765 万美元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件制造
浙江先机智能科技有限公司	3,460.00	100.00%	人工智能应用软件开发;软件开发;工业自动控制系统装置制造
三花墨西哥投资有限公司	1,200 万美元	100.00%	-
浙江三花商用制冷有限公司	165,529.00	100.00%	制冷、空调设备制造
绍兴三花汽车热管理科技有限公司	5,000.00	100.00%	汽车热管理科技开发;生产、批发、零售
浙江三花板换科技有限公司	2,500.00	70.00%	制冷、空调设备制造
浙江三花汽零商贸有限公司	5,000.00	100.00%	通用零部件制造；机械零件、零部件加工
浙江三花换热器有限公司	10,000.00	100.00%	微通道换热器制造销售
三花新能源热管理科技（杭州）有限公司	5,000.00	100.00%	合同能源管理;机械设备研发

资料来源：公司提供，公开资料，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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。