



2022年明新旭腾新材料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。

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：

2022年明新旭腾新材料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	首次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
明新转债	AA-	AA-

评级日期

2022年6月7日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“明新转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司超纤产品已逐步量产，且新增新能源汽车定点，对营业收入形成补充，终端客户具备一定粘性，在手订单充裕；同时中证鹏元也关注到，近期公司经营已受到疫情影响，需持续关注疫情对汽车供应链的影响，原材料价格上涨对公司盈利能力造成挤压，公司直接客户和终端客户集中度依旧过高，主要在建项目存在延期，且需关注超纤项目收益不及预期的风险。

未来展望

- 公司汽车皮革产品具备一定的市场竞争力，在手订单充裕。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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	25.81	26.69	21.33	9.43
归母所有者权益	17.65	17.46	17.06	6.14
总债务	5.00	5.26	0.80	0.99
营业收入	1.35	8.21	8.08	6.58
EBITDA 利息保障倍数	--	15.77	137.55	65.18
净利润	0.17	1.63	2.21	1.79
经营活动现金流净额	0.65	0.65	1.00	1.45
销售毛利率	27.96%	40.21%	49.14%	45.25%
EBITDA 利润率	--	28.22%	37.04%	37.05%
总资产回报率	--	8.21%	16.72%	25.62%
资产负债率	30.97%	33.95%	20.01%	34.96%
净债务/EBITDA	--	-1.62	-2.71	-0.20
总债务/总资本	21.92%	22.98%	4.49%	13.91%
FFO/净债务	--	-40.04%	-28.05%	-
速动比率	1.96	1.92	3.86	1.70
现金短期债务比	2.12	2.14	11.30	1.61

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，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

优势

- **公司超纤产品已逐步量产，且新增新能源汽车定点，对营业收入形成补充。**明新梅诺卡(江苏)新材料有限公司负责实施的“年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”已逐步量产，2021 年已产生收入，且公司超纤产品已获得多家造车新势力项目，未来随着项目产能爬坡，对公司营业收入形成较好补充。
- **终端客户具备一定粘性，在手订单充裕。**2021 年公司汽车革产品仍配套奥迪 Q5L、奥迪 Q3、探岳和探歌等量产车型，考虑到汽车零部件供应商进入整车厂的认证考核制度，终端客户具备一定粘性；且目前公司在手订单充裕，有助于增强公司抗风险能力。

关注

- **疫情影响汽车供应链通畅，需持续关注对公司经营的影响。**汽车供应链是产业供应链中链条最长、管理难度最高的产业链之一，2022 年一季度以来受疫情影响汽车供应链不畅，终端整车厂存在减产情况，公司经营受到波及，2022 年 1-3 月营业收入大幅下滑。目前汽车供应链尚未完全恢复，未来需持续关注疫情对公司经营的影响。
- **原材料价格上涨对盈利能力的挤压。**牛皮革中直接材料占公司营业成本比重约 60%，皮料价格自 2020 年下半年以来震荡攀升，考虑到汽车零部件供应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，公司盈利已受到影响。此外，公司核心材料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依旧过高的风险。**跟踪期公司虽持续开拓新的客户，但是核心终端客户一汽大众销售占比仍较高，前五大直接客户和终端整车厂客户占比仍在 90% 以上，若未来终端客户车型销售不及市场预期或汽车市场恢复不及预期，将对公司经营造成较大影响。
- **公司 IPO 主要在建项目均有延期，且需关注超纤项目效益不及预期的风险。**公司 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”分别延期至 2022 年 12 月和 2023 年 12 月，需关注市场变化对公司产品需求的变动。此外，公司以自有资金建设的“年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”和以“明新转债”募集资金建设的“年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”预计将新增产能 1,000 万平方米，目前市场对超纤产品接受度仍处于被教育阶段，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，若项目收益不及预期，需关注固定资产折旧对盈利的影响。

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	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	3		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	强
		盈利趋势与波动性	表现不佳
		盈利水平	5
业务状况评估结果	中等	财务状况评估结果	很小
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
AA-/稳定	AA-	2022-03-15	徐宁怡, 葛庭婷	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)	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
明新转债	6.73	6.73	2022-03-15	2028-03-30

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2022年3月30日发行6年期6.73亿元明新转债，募集资金计划用于“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。截至2022年4月7日，明新转债募集资金专项账户余额为6.67亿元。

三、发行主体概况

2021年以来，公司名称未发生变化、控股股东和实际控制人未发生变化，仍为庄君新先生，主营业务除原有汽车用牛皮革产品外，新增超纤产品，两者仍主要配套中高端乘用车座椅、方向盘、仪表盘和门板等。2021年由于股权激励，当年发行新股60.00万元，截至2022年4月末，公司实收资本和股本增至16,660.00万元，庄君新先生控制公司股份合计占总股本比例为33.94%，其中，庄君新直接持有公司4,204.9万股，持股比例为25.24%，通过浙江德创企业管理有限公司控制公司5.70%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3.00%的股权，同期末庄君新先生股权质押1,930万股，占其持有股份数的45.90%，占总股本的11.58%。

根据公司《明新旭腾新材料股份有限公司关于完成董事会、监事会换届选举及聘任高级管理人员、证券事务代表和审计部负责人的公告》，田景岩先生、张惠忠先生和费锦红女士新当选为公司第三届董事会独立董事，第二届董事会成员芮明杰先生、向磊先生和彭朝晖女士已不再担任公司独立董事职务；袁春怡女士当选公司第三届监事会主席，第二届监事会主席曹逸群女士已不再担任公司监事会主席职务，继续聘任庄君新先生为公司总经理，同意聘任刘贤军先生、沈丹女士和赵成进先生为公司副总经理，吕庆庆先生为公司财务总监，马青芳先生为公司董事会秘书，上述高级管理人员的任期自第三届董事会第一次会议审议通过之日起至第三届董事会任期届满之日止。

根据《明新旭腾新材料股份有限公司关于子公司股权转让的公告》，2022年4月14日，公司将明新孟诺卡（浙江）新材料有限公司¹（以下简称“浙江孟诺卡”）100%的股权以5,023.42万转移给陈跃，于协议签订后的30日内完成股权转让对应的变更登记事宜，将浙江孟诺卡100%的股权过户至陈跃名下。股权转让价款分二期支付。跟踪期公司合并报表范围变化见下表。

¹截至2021年末浙江孟诺卡账面净资产为4,917.90万元。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
明新旭腾(江苏)创新研究院有限公司	100.00%	0.20	高档水性超纤新材料的研究	现金收购
江苏米尔化工科技有限公司	70.00%	0.50	水性树脂	现金收购
江苏巴特新材料有限公司	100.00%	0.50	色母粒	现金收购
江苏休伦新材料有限公司	88.00%	0.20	人造革	现金收购
江苏明新旭腾科技有限公司	100.00%	0.50	皮革加工	新设
明新旭腾(上海)设计咨询有限公司	100.00%	0.10	皮革设计	新设
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
明新孟诺卡（辽宁）新材料有限公司	100.00%	0.20	高档水性超纤新材料的研发、生产、销售等	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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，比上年增长 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。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。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年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，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。

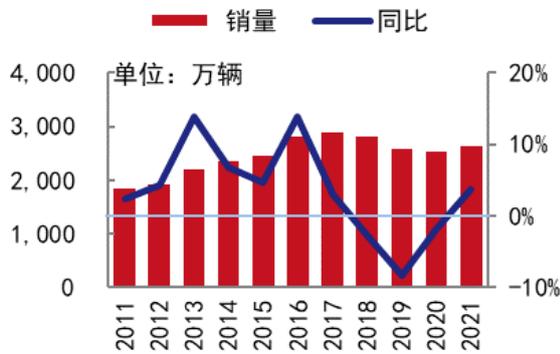
2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业运营环境

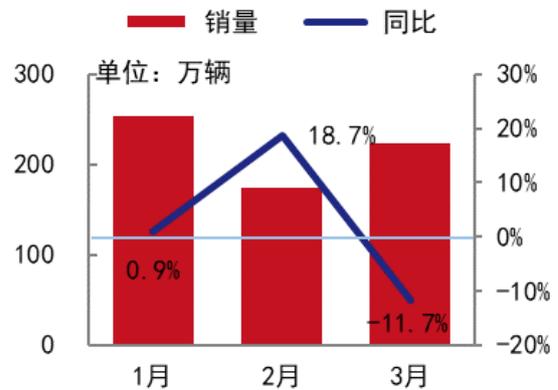
2021 年汽车市场景气度有所回升，预计 2022 年汽车供需两端受疫情冲击，汽车消费需求谨慎乐观，且需关注疫情对汽车产销情况的不利影响；2022 年新能源汽车高景气依旧，但增速会有所放缓

公司产品主要配套乘用车，汽车销量变动与产品销量息息相关。2021 年，随着宏观经济持续修复，中国汽车消费需求有所复苏，基本恢复到疫情前水平，但受制于上游成本上涨、芯片供应短缺及限电限产等不利因素，我国汽车产销增速不高。从结构上来看，乘用车销量变化趋势与汽车总销量变化趋势基本相同，新能源汽车与汽车总销量变化趋势有分化。

2022 年开年，中国汽车总销量在新能源汽车的有力拉动下，呈现继续复苏的势头。然而 2 月份以来，疫情在广东、吉林、上海等地相继爆发，本轮疫情波及面广且持续时间长，打乱了汽车行业的复苏节奏，3 月中国汽车总销量同比下滑 11.7%。

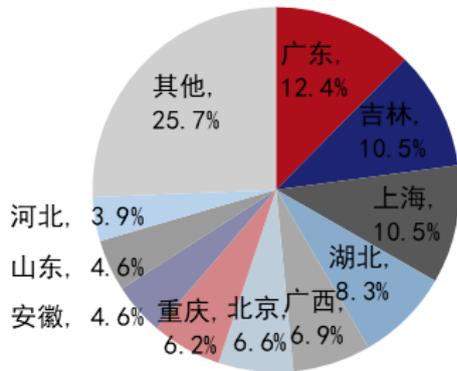
图1 2021年我国汽车销量止跌反弹


资料来源：中汽协，中证鹏元整理

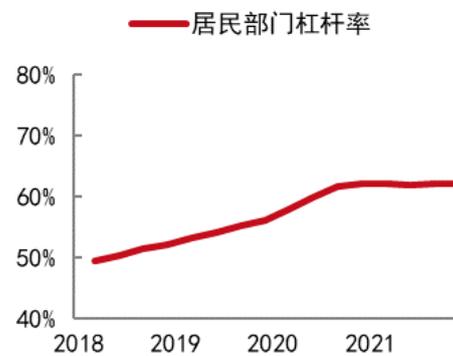
图2 2022年3月汽车销量同比下滑


资料来源：中汽协，中证鹏元整理

本轮疫情将从供给端和需求端同时影响汽车行业。从供给端来看，一方面，根据国家统计局数据，2020年吉林和上海两地汽车产量合计占全国产量的21.0%，3月以来吉林和上海等地因本地封控政策整车厂相继停工停产，汽车生产受到直接冲击；另一方面，吉林和长三角地区汽车零部件供应商布局密集，尤其长三角地区的汽车供应链企业几乎覆盖了一辆汽车的所有零部件生产环节，在我国汽车供应链中的地位极为重要，由于疫情防控物流受阻等因素导致订单延迟交付，也会波及其他地区汽车生产，比如虽然目前广东疫情基本得到控制。考虑到汽车消费在国民经济中的重要地位，4月16日上海市经信委发布复工复产企业白名单，其中与汽车相关的企业249家，随着企业陆续复工复产，将逐渐缓解国内汽车产业链面临的断供压力，但考虑到目前白名单企业只有部分实现复工复产，员工到岗率也与疫情前有一定差距，物流仍不够畅通，中证鹏元认为供给端修复尚需时日。从需求端来看，疫情对居民汽车消费的影响主要有两个机制，一是居民出行受限，对线下消费为主的汽车影响较大，二是企业经营承压使居民收入受损，居民消费信心下滑，汽车这类可选耐用品更易受到影响，而本次疫情爆发的广东和长三角等地经济发达，汽车销量占比高，势必对我国汽车消费总量造成影响。

图3 吉林和上海是我国汽车生产重地


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图4 居民部门杠杆率居高不下


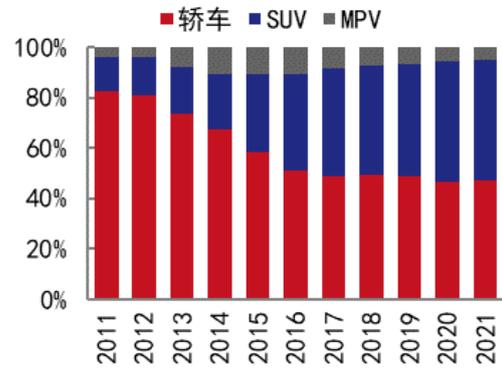
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

中证鹏元对 2022 年我国汽车消费需求持谨慎乐观的看法。从长期来看，目前我国人均汽车保有量和美国等发达国家相比仍有差距，而且我国 75 后、80 后和 90 后出生人口分别为 0.93 亿、2.2 亿和 2.1 亿人，人口红利仍在，私家车更新换代和家庭增购的需求依然坚挺，我国汽车消费需求仍有较大发展空间。政策方面，2022 年《政府工作报告》中提出继续支持新能源汽车消费，各地也陆续出台促汽车消费政策激励汽车消费。然而短期也面临以下影响汽车需求的风险因素，一是疫情多发频发给国民经济造成冲击，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；三是汽车零部件供应链因疫情受阻，芯片供给不足等问题仍然存在，进而影响汽车的生产、交付和销售。

乘用车销量变化趋势与汽车总销量变化趋势基本相同，2021 年国内乘用车销量 2,148.2 万辆，增幅（6.5%）高于行业 2.7 个百分点。消费特征方面，我国乘用车呈现增换购需求增加、购车群体年轻化、女性购车比例提高等特点。随着国民生活水平不断提高和私家车普及率不断提升，豪华车型和更智能化的新能源汽车成为增换购的受益者。从消费群体看，80、90 后和 Z 世代成为主要的购车群体，高颜值、大空间、智能化的汽车更受年轻人欢迎；同时，女性消费者占比增加，“她经济”成为汽车市场的重要增长潜力点。此外，从车型来看，近年轿车销量触顶回落，SUV 车型市场份额增加，二胎政策放开也有望对 7 座车型带来一定利好。

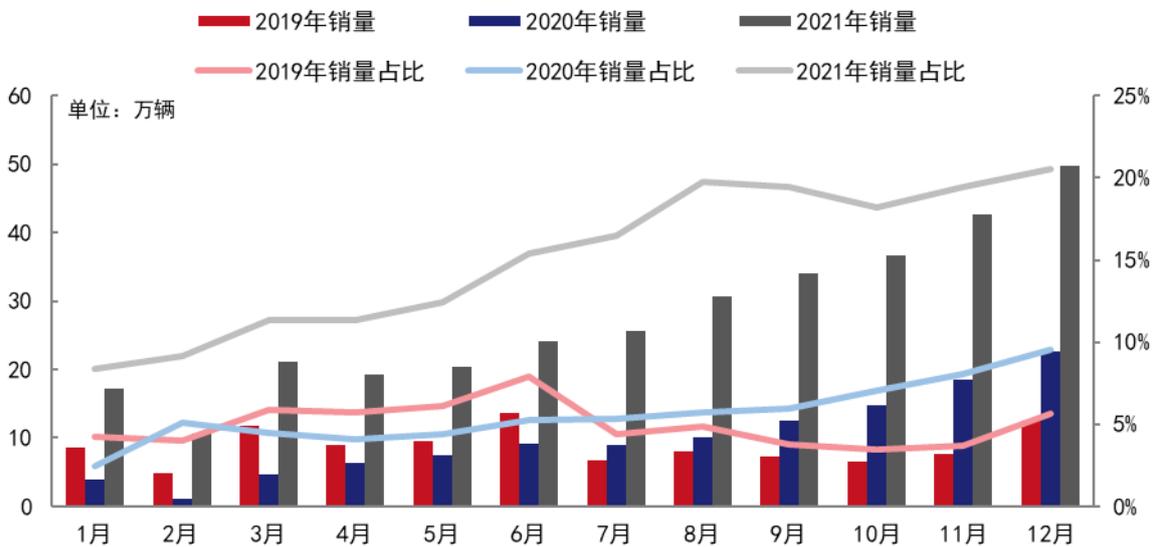
图5 2021年乘用车市场有所复苏


资料来源：中汽协，中证鹏元整理

图6 SUV车型市场份额呈上升趋势


资料来源：中汽协，中证鹏元整理

2021年新能源汽车市场高歌猛进，全年销量达到352.1万辆，同比增长近1.6倍，渗透率从2020年5.8%提升至14.8%。私人消费市场的扩容带动了新能源汽车的快速发展，2021年新能源汽车高增长的驱动因素已经由单纯政策的政策驱动向政策和市场双驱动转变。

图7 新能源汽车销量和市场份额齐升


资料来源：中汽协，中证鹏元整理

预计2022年新能源汽车仍将保持较高景气度。从车型结构来看，纯电市场呈现“哑铃型”的销量结构，以五菱宏光MINI EV为代表的A00级车型和以Model Y为代表的B级车销量占比较高。我国提出“碳中和”的目标，短期内俄乌冲突导致油价高涨，新能源汽车正在加速对燃油车的替代，未来我国新能源汽车市场结构也将从“哑铃型”向“纺锤型”优化，我国新能源汽车在15万元左右价格区间的主流大众市场仍有较大发展空间。车企竞争格局方面，造车新势力以及华为等纷纷进入新能源汽车市场，

形成了 2021 年自主和外资车企、新老车企齐头并进且百花齐放的局面，但造车新势力的搅局及传统燃油车逐渐退出也给车企未来竞争格局带来较大不确定性。

随着 2022 年新能源汽车补贴标准较 2021 年退坡 30%（非公共领域），补贴力度的减弱和上游原材料价格持续高位运行导致部分车企已经在 2022 年提高了部分车型售价²，同时考虑到芯片短缺和汽车零部件供应链短期受损问题仍对车辆交付周期产生重要影响，疫情对供需均带来冲击，以及同期高基数等多重因素影响。中证鹏元预计 2022 年新能源汽车市场仍将维持增长态势，但增速会有所放缓。

图 8 2021 年乘用车市场有所复苏

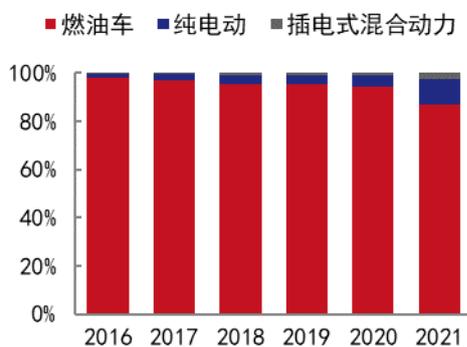
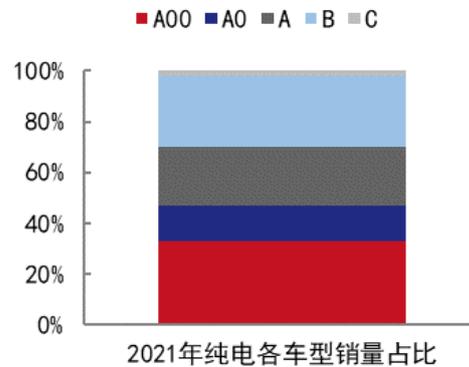


图 9 SUV 车型市场份额呈上升趋势



资料来源：中汽协，中证鹏元整理

资料来源：中汽协，中证鹏元整理

表 2 重点车企新能源新车销量情况（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	0.8%

资料来源：乘联会，北汽蓝谷公告，中证鹏元整理

² 公开信息显示，2022 年 3 月以来，已有近 20 家新能源车企宣布提价，涉及近 40 款车型，提价幅度在几千元到 1 万多元不等，部分车企的低端车型已经停止接单。

表3 重点车企新能源新车销量情况（单位：万辆）

类别	续航里程 R	2021 年	2020 年
非公共领域	300≤R<400	0.91	1.3
	R≥400	1.26	1.8
公共领域	300≤R<400	1.62	1.3
	R≥400	2.25	1.8

资料来源：工信部网站，中证鹏元整理

近年汽车革产量受汽车销量疲软而增长乏力，除实用性和舒适性外，预计汽车革将向绿色无污染、功能性和时尚性发展

由于我国汽车工业发展历史较短，技术水平与发达国家有较大差距，真皮应用于汽车座椅历史较短。但随着人民收入的提高和中国消费者对于天然真皮的偏好，汽车革产量实现了持续较快增长。据统计，2010年汽车皮革产量约3亿平方英尺，至2019年底达4.16亿平方英尺，年复合增长率3.70%，但近些年由于汽车市场增长乏力，我国汽车革产量增长乏力，2017-2019年汽车革产量分别为4.94亿平方英尺、4.81亿平方英尺和4.16亿平方英尺。目前国内汽车皮革市场中，约20%由海外进口，60%以上由国内合资公司生产，剩下约20%由国内厂商供货。汽车革行业集中度较高，其中国际龙头中德国柏德、美国鹰革、日本美多绿、美国GST收入体量较大，估计市占率合计约60%，国内汽车革供应商主要包括明新旭腾、海宁森德等。

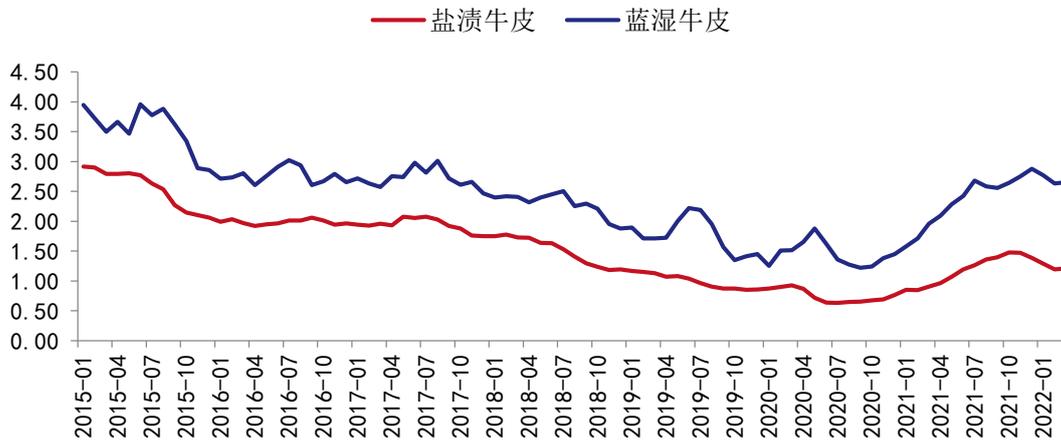
目前随着乘用车的普及和个人消费水平的提高，除追求汽车革的实用性和舒适性外，行业技术逐步向绿色制造和时尚性、功能性发展。**绿色制造：**皮革制造的污染问题一直是行业关注的重点，目前生态汽车革的研发和制造是未来的主要发展方向，即要求制造企业使用绿色化学品和绿色工艺，同时注重工艺内材料的循环与再利用，使用清洁化生产工艺及先进制革加工技术；进行节能减排，环保创新、资源节约和再利用等技术和工艺的改进等。**时尚性和功能性：**随着人们生活水平和消费观念的不断提高，对汽车革的要求开始不再局限于实用性和舒适性，而是希望通过各种途径改变皮革性能以满足质量和时尚性要求。具有优良使用性能、色彩丰富的中高档汽车革材料将可能成为重点发展对象。例如纳帕革，珠光效应革，绒面革，仿旧的擦色革及更为时尚的打孔、缝线及刺绣技术等。当然特殊效应革不仅仅局限于外观的表面效应，更为重要的是如防水革、防油革、防污革、阻燃革、苯胺革等功能性皮革。目前明新旭腾研发的超纤产品包括绒面超纤和光面超纤，且均为全水性产品，符合行业发展趋势。

需关注原材料价格波动上升以及疫情反复对盈利能力的挤压

皮革的主要原材料为毛皮，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年下半年开始，牛皮价格触底反弹，原材料价格波动上涨，对皮革制造企业盈利产生挤压。此外，由于疫情反复导致汽车供应链不畅、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，部分车型出现减产、缓产甚至停产等情况，对配套的汽车革需求有所不利影响。

图 10 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、经营与竞争

跟踪期，由明新梅诺卡(江苏)新材料有限公司负责实施的“年产 200 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”已逐步量产并供货，2021年新增超纤产品收入0.52亿元。受此影响，虽同期整皮产品和裁片产品营业收入均有下滑，但当年公司主营业务收入仍微增至7.63亿元。主营业务毛利率方面，整皮产业和裁皮产品毛利率均有所下滑，主要系2021年受汽车芯片短缺导致核心终端客户一汽大众排产减少、原材料价格上升导致产品制造成本增加以及产品结构变化所致。受此影响，当年公司主营业务毛利率下滑至43.25%。2022年1-3月公司主营业务收入受疫情影响下滑35.99%。目前各地疫情反复，且作为汽车生产重地的上海仍未完全复工复产，对汽车供应链冲击仍在，未来需关注汽车供应链不畅对公司经营的不利影响。

表4 公司主营业务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
整皮产品	9,966.28	32.94%	62,511.00	46.35%	64,691.74	54.23%
裁片产品	1,319.03	19.36%	8,540.00	31.56%	10,964.51	41.31%
超纤产品	1,263.40	15.20%	5,210.59	25.21%	-	-
合计	12,548.71	29.72%	76,261.58	43.25%	75,656.25	52.36%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期，公司加大对无铬鞣生产工艺和全水性超纤产品投入，其中超纤产品在跟踪期实现量产，研发实力得到市场验证，在手订单较为充裕

近年来由于汽车产业链环保要求不断提高，且铬金属较为稀缺，皮革鞣制逐步由铬鞣剂升级为无铬鞣剂，尤其中高端车型更偏好无铬鞣皮革产品。作为国内首家进入高端车型供应链的皮革公司，目前公司已全面掌握无铬鞣生产工艺，汽车牛皮革已得到美国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的认可。除传统汽车牛皮革外，公司顺应汽车革绿色环保、时尚和功能性等发展趋势，成功研制水性超纤革新材料。根据《明新旭腾:公开发行人转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，全水性定岛超纤是超越国内苯减量不定岛超纤和溶剂型苯减量定岛超纤，代表当今世界超细纤维合成革发展方向，为目前国际超纤革研究最高水平。目前公司“年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”已量产，且已取得某款比亚迪车型项目和多家造车新势力项目，产品竞争力和研发实力得到市场验证。

2021年公司继续加大研发投入，当年研发费用占营业收入的比重提高1.83个百分点至10.49%。得益于公司持续的研发投入以及具备和整车厂同步研发的能力，截至2021年末，公司在手订单金额约8.36亿元，短期营业收入具备保障，但仍需关注汽车供应链不畅导致的订单延迟交付的情况。

2021年公司对核心终端客户一汽大众的依赖度已有下降，但市场集中度过高风险仍存，且需关注疫情对终端整车厂销量的影响

跟踪期，公司销售模式未发生变化，仍属于“契约订单式”销售产品，仍直接销售给整车厂指定的一、二级供应商。日常经营中，公司销售活动仍主要由市场部负责，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。销售价格仍旧是在获得定点提名信时就已约定好，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。2021年公司产品由于年降政策以及产品结构变化，整皮和裁片产品销售单价均有所下滑。

表5 2020-2021年整皮产品、裁片产品和超纤产品单价变动情况（单位：万元、万平方英尺、元/平方英尺）

项目	2021年	2020年
整皮产品销售金额	62,511.00	64,691.74
整皮产品销售数量	3,354.63	3,446.43
整皮产品销售单价	18.63	18.77
裁皮产品销售金额	8,540.00	10,964.51
裁皮产品销售数量	396.94	484.06
裁皮产品销售单价	21.51	22.65
超纤产品销售金额	5,210.59	-
超纤产品销售数量	389.22	-
超纤产品销售单价	13.39	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期，公司确认收入的方式未发生变化，仍为公司将产品发出后，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。下游前五大直接销售客户未发生变化，仍以浙江国利汽车部件有限公司和富维系为主（具体明细见附录五）。信用政策方面未发生明显变化，下游客户账期仍一般为60-90天，且多使用电汇和承兑汇票结算。2021年公司对终端核心客户一汽大众的依赖度已有下降，销售金额占比从2020年的88.29%下降至73.71%，但行业集中度风险依旧过高，且一汽大众受疫情冲击明显，2022年3-4月，一汽大众销量同比降幅从40.2%进一步下探至49.2%的低点，未来需关注因疫情导致汽车供应链不畅进而引发的汽车产销承压风险。

表6 终端用户采购情况及配套车型（单位：万平方英尺、万元）

年份	终端用户	产品类型	销售数量	销售金额	占比	主要车型
2021年	一汽大众	裁片、整皮、超纤	2,964.25	56,214.84	73.71%	奥迪 Q5、速腾、迈腾、揽境等
	上海大众	整皮	425.60	6,367.41	8.35%	威然、辉昂、途昂等
	上海通用	裁片、整皮、超纤	339.44	6,358.19	8.34%	昂科威
	德国大众	裁片、整皮	59.62	1,069.77	1.40%	VW276、VW326
	合计		3,788.91	70,010.21	91.80%	-
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%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司牛皮革产能利用率虽有下滑但仍旧相对饱和，随着在建项目陆续投产，未来产能仍有提升空间，但需关注后续产能利用情况

目前公司牛皮革产品生产基地主要位于辽宁阜新和浙江嘉兴，前者主要负责将原皮处理成皮胚，后者主要负责对皮胚进行加工并完成发货，新沂工厂“年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目”尚在推进之中。公司水性超纤产品生产基地位于江苏新沂，目前一期自有资金建设的年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目已经实现量产。2021年公司牛皮革产能未发生变化，由于产能利用率接近饱和，公司将部分生产环节外包给外协工厂，当年产量较2020年有所下滑，但产销率提升明显。由于新冠疫情防控形势严峻，叠加下半年限产限电等政策变化压力，同时受汽车产业链全球芯片短缺影响，造成公司牛皮革销售订单减少，生产量减少，公司牛皮革产能利用率下滑20.94个百分点至92.95%。超纤产品尚处于产能爬坡初期，产销率情况良好。

表7 公司主要产品产能利用情况（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	牛皮革	3,840.00	3,569.45	3,751.57	105.10%	92.95%
	超纤	2,152.78	458.43	389.22	84.90%	21.29%
2020 年	牛皮革	3,840.00	4,373.25	3,930.49	89.88%	113.89%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，IPO募投项目“年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目”预计可使用时间由最初的2021年4月延期至2023年12月，项目实施主体由辽宁富新新材料有限公司变更为全资子公司江苏明新旭腾科技有限公司，实施地点相应由辽宁省阜新市皮革产业开发区变更为江苏省新沂市经济开发区，变更和延期原因主要由于该项目原实施地点辽宁省阜新市皮革产业开发区现有污水处理厂污水处理能力有限，同时，新增污水处理厂建设计划进展缓慢，无法满足项目建成扩产后的正常污水排放需求所致；公司“年产110万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目”目前已取得年产80万张的阶段性验收，但受疫情影响，公司项目设备选型采购以及安装调试等工作计划延后，加之人员出入境流动限制等导致募投项目的实际建设进度比预期有所推迟，达产日期由2021年12月延期至2022年12月。目前公司产能利用率相对饱和，且为缓解生产压力，2021年委外加工占比增加。未来随着在建项目逐步达产，公司产能会有所提升，但目前汽车销量处于弱复苏状态，且疫情反复造成汽车生产端和销售端两头承压，未来仍需关注若达产后市场销售不及预期，固定资产折旧和摊销等对盈利能力的侵蚀。

表8 2021年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	9,116.17	2022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	2.50	2023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	10,806.54	2021年12月	自有资金	200万平方米
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	1,496.08	2024年12月	自有资金	800万平方米

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并开始量产；年产110万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目阶段性验收至80万张；年产800万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目为明新转债募投项目，前期投入的资金后续将用募集资金进行置换。

公司于2021年9月14日召开了第二届董事会第十八次会议及第二届监事会第十五次会议，审议通过了《关于变更部分募集资金投资项目实施主体和实施地点并延期的议案》，同意将公司“年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目”实施主体由公司的全资子公司辽宁富新新材料有限公司变更为全资子公司江苏明新旭腾科技有限公司，实施地点相应由辽宁省阜新市皮革产业开发区变更为江苏省新沂市经济开发区，并同意根据项目变更增设募集资金账户。同时项目预计达到预订可使用状态时间延期至2023年12月。除此之外，原项目技术方案，投资方向等内容不变。截至2022年4月16日，募投项目“年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目”已投入募集资金8,902.64万元(不包含银行手续费)，主要用于厂房建设及购置生产设备，并确保项目后续实施顺利，公司前期已投入的相关募集资金支出公司已用自有资金进行置换。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主营业务成本中原材料占比较高且主要依赖进口，需关注原材料价格波动和汇率波动对公司

盈利能力的影 响

跟踪期，公司牛皮革原材料仍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。公司仍采用“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，根据市场部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。公司结算货币主要涉及美元和欧元，需关注汇率波动对成本的影响。由于原材料价格上涨以及公司采购来自美国的高档牛皮比例增加，2021年公司蓝湿牛皮和盐渍牛皮的采购平均单价明显高于2020年同期水平，需关注原材料价格上涨对公司盈利能力的挤压。付款方式上，皮料和化料采购仍主要以开立信用证和电汇为主。

表9 公司 2020-2021 年采购情况(单位：万元)

年份	原材料	采购金额	平均单价	占当期原材料采购总额的比例
2021 年	盐渍牛皮	22,248.41	293.5 元/张	6.33%
	蓝湿牛皮	3,272.29	13.44 元/尺	43.02%
	合计	25,520.70	-	49.34%
	超纤直接材料	1,492.53	-	-
2020 年	盐渍牛皮	18,537.98	176.12 元/张	36.62%
	蓝湿牛皮	6,959.42	4.68 元/尺	13.75%
	合计	25,497.40	-	50.37%

注：出于商业保密，公司选择不公开披露超纤具体原材料及平均单价情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的生产成本中直接材料占总成本的比重较高。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）

产品类型	成本构成项目	2021 年		2020 年	
		金额	占比	金额	占比
牛皮革整皮	直接材料	22,150.41	66.05%	20,456.99	69.10%
	其中：皮料	10,634.57	31.71%	8,692.14	29.36%
	化料	11,515.84	34.34%	11,764.85	39.74%
	直接人工	1,878.07	5.60%	1,789.88	6.04%
	制造费用	9,083.68	27.08%	7,359.77	24.86%

	其他	425.34	1.27%	-	-
	小计	33,537.50	100.00%	29,606.64	100.00%
牛皮革裁片	直接材料	3,631.42	62.13%	4,122.97	64.07%
	其中：皮料	1,952.78	33.41%	1,894.55	29.44%
	化料	1,678.64	28.72%	2,228.41	34.63%
	直接人工	590.51	10.10%	754.64	11.72%
	制造费用	1,575.27	26.96%	1,557.84	24.21%
	其他	47.21	0.81%	-	-
	小计	5,844.42	100.00%	6,435.44	100.00%
	超纤	直接材料	1,492.53	38.30%	-
	燃动费	512.45	13.15%	-	-
	直接人工	356.96	9.16%	-	-
	制造费用	1,513.32	38.83%	-	-
	其他	21.68	0.56%	-	-
	小计	3,896.94	100.00%	-	-

注：合计加总值和小计值有差异主要系四舍五入尾差所致。

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。2020-2021年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	JBS SA	10,539.53	20.38%	皮料
	TASMAN INDUSTRIES,INC & AFFILIATES	6,320.52	12.22%	皮料
	TEYS AUSTRALIA PTY LTD	4,241.63	8.20%	皮料
	中牛集团有限公司	3,270.90	6.32%	皮料
	海宁佰思腾贸易有限公司	2,703.38	5.23%	化料
	合计	27,075.95	52.35%	-
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%	-

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

六、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2020-2021年审计报告及公司公告的2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公司合并范围变化如表1所示。截至2022年4月末，公司纳入合并报表范围的子公司共10家，详见附录四。

资产结构与质量

受益于公司扩产以及经营积累，公司资产规模有所上升，资产整体流动性尚可

跟踪期公司资产规模波动上升，资产结构未发生变化，仍以流动资产为主。2021年末，公司货币资金因票据保证金而受限的金额仅为22.17万元，此外，公司成功发行6.73亿元“明新转债”，其中1.93亿元可用于补充流动资金。应收账款主要为应收的货款，2021年末应收前五大客户货款占余额的94.16%，客户集中度较高，账龄在一年以内的余额为3.35亿元，考虑到公司合作的客户整体资质较好，应收账款回款风险可控，但是目前受疫情影响，汽车供应链仍不畅，终端客户产销均受影响，后续需关注公司应收账款回款时间是否被拉长。公司应收款项融资主要为银行承兑汇票。2021年公司存货账面价值上升明显，其中原材料（2.14亿元）、半成品（1.06亿元）、在产品（0.93亿元）和库存商品（0.71亿元）占比较高，公司存货金额大幅上涨，主要原因如下：第一，为应对新冠疫情对公司经营的影响，主机厂要求公司加强对安全库存的管理，安全库存周期由原来的两周逐步提高至四周；第二，公司原材料主要从境外采购，受疫情影响，境外供应商的生产、备货及发运等环节的不确定性加大，致使公司的采购周期变长，同时，为更便于储存，公司将部分原材料加工成了通用半成品，由此导致半成品金额也增加；第三，公司部分订单应终端车厂要求，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，也导致半成品的金额增加。

由于年产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，在安装的机械设备从在建工程转入固定资产，公司固定资产增至3.39亿元（因借款抵押受限的资产为0.78亿元），其中0.33亿元暂未办妥产权证明；在建工程主要为IPO募投项目和明新转债募投项目，未来随着项目投产，公司产能会有所提升，但也需关注若市场销量不及预期，折旧对盈利的侵蚀。

整体来看，2021年末受限资产合计占总资产的比重仅为8.47%，固定资产、在建工程 and 无形资产尚有融资空间，公司资产流动性尚可。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

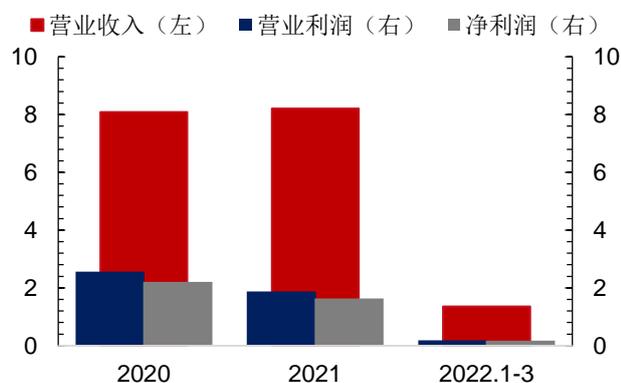
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.51	29.09%	8.31	31.14%	7.20	33.76%
应收账款	1.84	7.14%	3.18	11.91%	2.42	11.35%
应收款项融资	1.00	3.86%	0.88	3.28%	1.36	6.39%
存货	5.83	22.58%	5.65	21.16%	4.08	19.15%
流动资产合计	16.63	64.42%	18.41	68.96%	15.81	74.12%
固定资产	3.34	12.92%	3.39	12.68%	2.54	11.90%
在建工程	1.75	6.76%	1.47	5.51%	1.58	7.39%
非流动资产合计	9.18	35.58%	8.29	31.04%	5.52	25.88%
资产总计	25.81	100.00%	26.69	100.00%	21.33	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

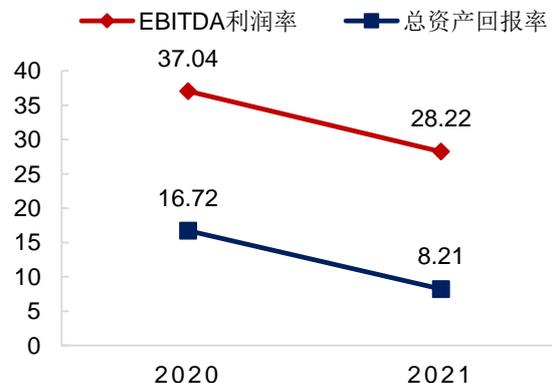
盈利能力

2021年公司增收不增利，盈利能力有所下滑，需持续关注疫情对公司经营造成的影响

跟踪期公司主营业务突出，收入主要来自于牛皮革，当年新增超纤产品收入，2021年公司营业收入微增至8.21亿元，但净利润下滑26.03%至1.63亿元。主营业务毛利率方面，受原材料价格上涨和整车厂年降政策等影响，2021年主营业务毛利率下滑9.11个百分点至43.25%。2022年1-3月，受到疫情防控形势影响，汽车行业产销量受到抑制，公司主要客户也受到影响，进而导致公司销售受阻，同时叠加原材料及制造费用的上升、水性超纤处于投入期且初步量产开工率尚低等，公司营业收入较同期下滑33.60%至1.35亿元，公司净利润下降76.50%至0.17亿元。2021年公司盈利指标下降明显，盈利能力有所下滑。目前受疫情影响，公司经营已受到一定影响且皮料价格高企，预计2022年上半年公司毛利率存在下探的可能。但考虑到截至2021年末公司在手订单金额较大，未来收入有一定保障，但仍需持续关注汽车供应链不畅对公司经营的影响。

图 11 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022

图 12 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

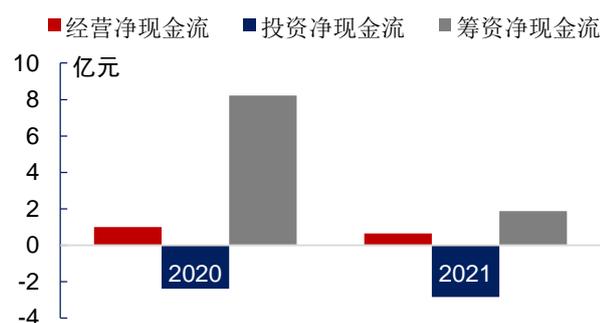
现金流

2021年公司经营活动现金生成能力减弱，投资支出规模仍较大，整体在建项目资金支出压力可控

由于公司利润的下滑，FFO、EBITDA水平均下降，2021年公司经营活动现金仍保持净流入0.65亿元，但净流入规模同比有所下降，公司经营活动现金生成能力较去年同期有所减弱。

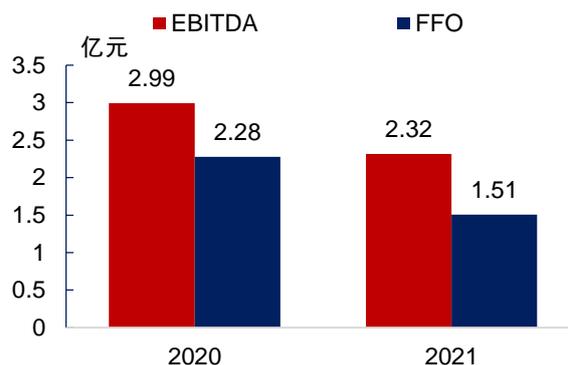
投资活动方面，近年来公司不断扩充产能，新建生产线和购置机器设备，2021年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为1.88亿元，当年公司投资活动现金表现为净流出2.84亿元，流出规模有所扩大。目前公司主要在建项目为IPO募投项目和“明新转债”募投项目，考虑到募集资金均已到位，公司在建项目资金支出的压力可控。2021年公司筹资活动产生的现金流净额较去年同期大幅减少，主要系2020年公司收到IPO募集资金所致。

图 13 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 14 公司 EBITDA 和 FFO 情况

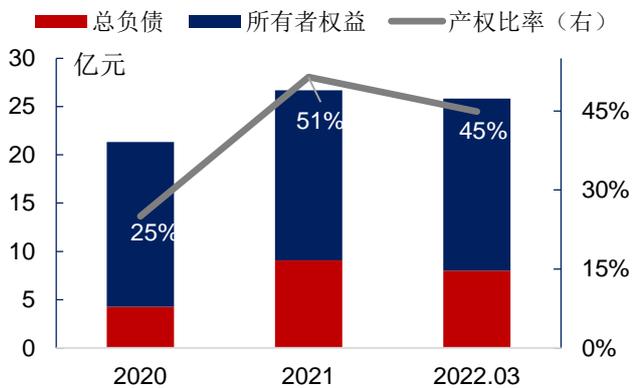


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

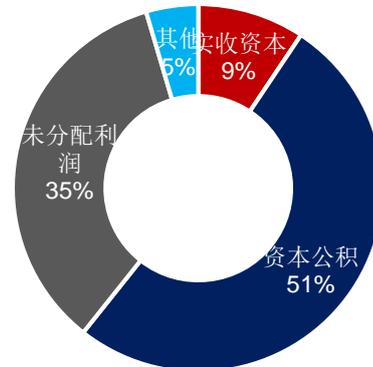
资本结构与偿债能力

明新转债发行后，公司债务水平有所上升，偿债压力有所加大

随着经营的积累，2022年3月末公司所有者权益较2020年末小幅上升，同期末公司产权比率虽有上升，但净资产对负债的保障程度依旧较好。此外，明新转债于2022年3月30日起息，公司债务水平会有所上升。

图 15 公司资本结构


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

图 16 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

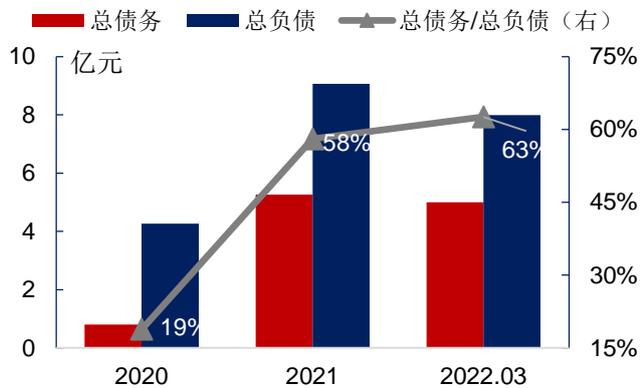
跟踪期公司负债结构未发生变化，仍以流动负债为主。2021年末公司短期借款以信用借款为主（2.80亿元），当年末大幅增加主要系公司因新开展超纤业务存在营运资金需求，采用短期银行借款方式进行外部融资所致。公司应付票据主要为应付供应商的银行承兑汇票。应付账款主要为应付货款和应付工程、设备款，占总负债的比重较大。预计负债为公司部分项目按照提名信约定的折扣额计算折扣率，并根据本期实际销售金额计提的销售折扣。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

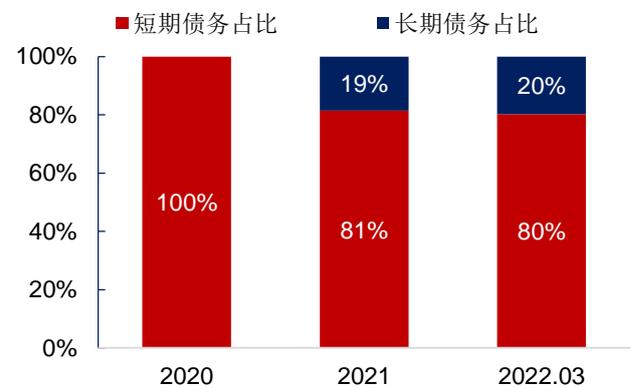
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.30	41.34%	3.53	38.97%	0.29	6.87%
应付票据	0.66	8.24%	0.70	7.73%	0.51	11.93%
应付账款	1.12	14.06%	1.78	19.63%	1.85	43.46%
流动负债合计	5.50	68.86%	6.63	73.19%	3.04	71.16%
预计负债	1.05	13.15%	1.00	11.04%	0.77	17.99%
非流动负债合计	2.49	31.14%	2.43	26.81%	1.23	28.84%
负债合计	7.99	100.00%	9.06	100.00%	4.27	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

2021年，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58%。债务结构方面，公司短期债务虽占比较高，但考虑到公司现金类资产相对充裕，必要时可通过借新还旧，整体偿付压力不大。

图 17 公司债务占负债比重


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

图 18 公司长短期债务结构


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

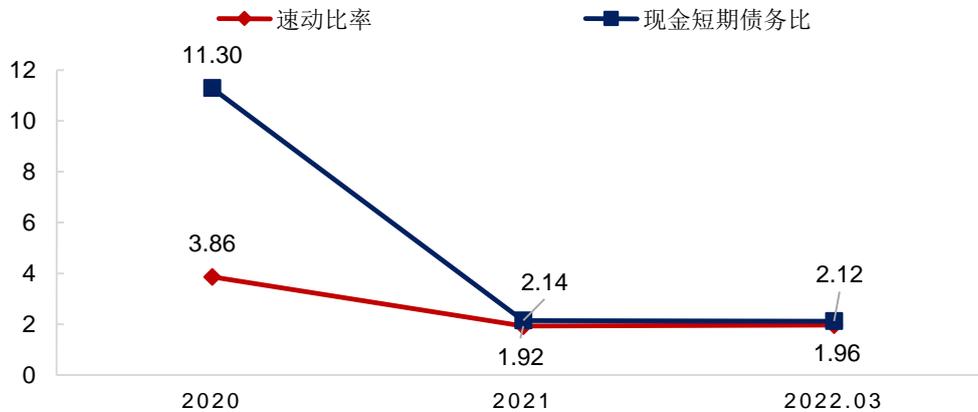
2021年末公司资产负债率虽有上升，但杠杆经营水平不高，EBITDA利息保障倍数虽下降明显，但表现依旧较好，经营活动对长期债务的保障相对较好。2021年公司总债务/总资本以及净债务/EBITDA指标表现整体仍较好。

表14 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	30.97%	33.95%	20.01%
净债务/EBITDA	-	-1.62	-2.71
EBITDA 利息保障倍数	-	15.77	137.55
总债务/总资本	21.92%	22.98%	4.49%
FFO/净债务	-	-40.04%	-28.05%

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

2021年公司速动比率和现金短期债务比下降明显，但整体绝对值表现尚可，公司短期偿债压力可控，但目前公司存货规模较大，且汽车行业受供应链影响产销受抑制，未来需关注产品库存对公司流动性的影响。

图 19 公司流动性比率情况


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

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 19 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录。

八、抗风险能力分析

公司系汽车革头部企业，具备和整车厂同步研发能力，基于汽车供应严谨的考核评判过程，终端客户具备一定的粘性，且在手订单能够保证短期营业收入。公司主要在建项目资金已基本到位，在建项目资金支出压力不大。但目前公司面临下游客户集中度过高，行业风险分散性差的风险。核心原材料皮料价格自 2020 年下半年开始波动上涨，公司成本压力向下游转移难度较大，盈利已受到侵蚀。此外，目前疫情对公司经营已造成一定影响，后续需持续观察疫情持续情况、原材料价格波动对公司经营的影响。

九、结论

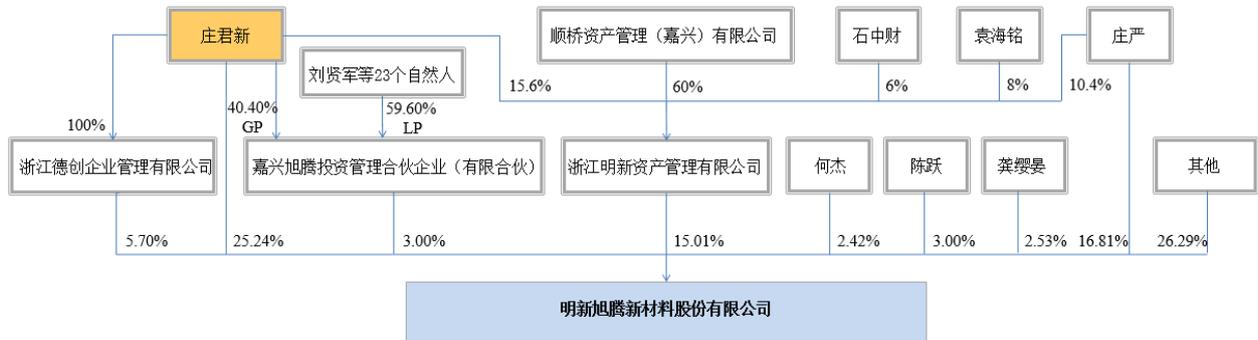
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持“明新转债”的信用等级为 AA-。

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	7.51	8.31	7.20	0.34
存货	5.83	5.65	4.08	2.01
流动资产合计	16.63	18.41	15.81	5.70
固定资产	3.34	3.39	2.54	2.12
非流动资产合计	9.18	8.29	5.52	3.74
资产总计	25.81	26.69	21.33	9.43
短期借款	3.30	3.53	0.29	0.79
应付账款	1.12	1.78	1.85	0.87
一年内到期的非流动负债	0.05	0.05	0.00	0.00
流动负债合计	5.50	6.63	3.04	2.17
预计负债	1.05	1.00	0.77	0.54
非流动负债合计	2.49	2.43	1.23	1.13
负债合计	7.99	9.06	4.27	3.30
租赁负债	0.99	0.97	0.00	0.00
总债务	5.00	5.26	0.80	0.99
归属于母公司的所有者权益	17.65	17.46	17.06	6.14
营业收入	1.35	8.21	8.08	6.58
净利润	0.17	1.63	2.21	1.79
经营活动产生的现金流量净额	0.65	0.65	1.00	1.45
投资活动产生的现金流量净额	-1.18	-2.84	-2.39	-0.97
筹资活动产生的现金流量净额	-0.28	1.87	8.22	-0.37
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	27.96%	40.21%	49.14%	45.25%
EBITDA 利润率	--	28.22%	37.04%	37.05%
总资产回报率	--	8.21%	16.72%	25.62%
产权比率	44.87%	51.41%	25.01%	53.75%
资产负债率	30.97%	33.95%	20.01%	34.96%
净债务/EBITDA	--	-1.62	-2.71	-0.20
EBITDA 利息保障倍数	--	15.77	137.55	65.18
总债务/总资本	21.92%	22.98%	4.49%	13.91%
FFO/净债务	--	-40.04%	-28.05%	-316.53%
速动比率	1.96	1.92	3.86	1.70
现金短期债务比	2.12	2.14	11.30	1.61

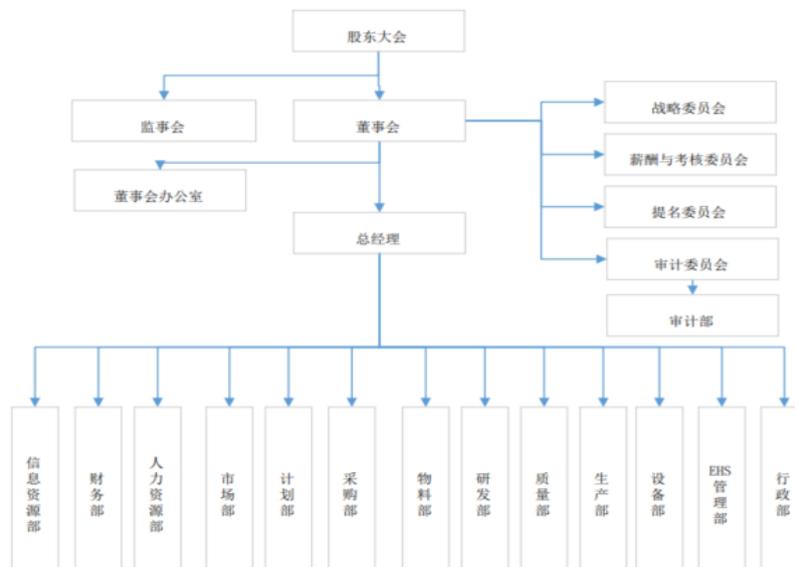
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 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 2022 年 4 月末）



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）

子公司名称	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%	毛皮加工
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下的技术咨询和技术服务
明新孟诺卡（浙江）新材料有限公司	5,000.00	100.00%	高档水性超纤新材料的研发、生产、市场开发及销售
明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司	10,000.00	100.00%	高档水性超纤新材料的生产
江苏明新旭腾科技有限公司	5,000.00	100.00%	皮革加工
明新旭腾(上海)设计咨询有限公司	1,000.00	100.00%	皮革设计
明新旭腾(江苏)创新研究院有限公司	2,000.00	100.00%	高档水性超纤新材料的研究
江苏米尔化工科技有限公司	5,000.00	70.00%	水性树脂
江苏巴特新材料有限公司	5,000.00	100.00%	色母粒
江苏休伦新材料有限公司	2,000.00	88.00%	人造革

注：明新孟诺卡（江苏）新材料有限公司于 2022 年 5 月更名为明新梅诺卡(江苏)新材料有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 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	浙江国利汽车部件有限公司	1,995.37	38,402.35	50.36%	一汽大众、上海通用、上海大众
	2	长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司天津分公司	653.28	11,755.76	15.42%	一汽大众
		成都富维安道拓汽车饰件系统有限公司	659.11	10,090.21	13.23%	
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司	108.58	1,569.09	2.06%	
		富维系小计	1,420.97	23,415.06	30.71%	
	3	宁波继烨贸易有限公司	119.48	2,086.16	2.74%	
		格拉默车辆内饰（长春）有限公司	45.44	1,133.97	1.49%	
		格拉默车辆座椅（宁波）有限公司	7.10	180.50	0.24%	
		宁波继峰汽车零部件股份有限公司	0.58	18.39	0.02%	
		继峰系小计	172.6	3,419.02	4.49%	
	4	奥托立夫（中国）汽车方向盘有限公司	148.40	2,836.75	3.72%	吉利、长城、上汽通用五菱等
	5	廊坊华安汽车装备有限公司	63.41	1,370.78	1.80%	一汽大众
		合计	3,800.75	69,443.96	91.08%	-
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%	
		宁波继烨贸易有限公司	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%	-
--	----	----------	-----------	--------	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 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。

附录七 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。