

# 浙江银轮机械股份有限公司公开发行可转换公司 债券 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：盛京京 [jjsheng@ccxi.com.cn](mailto:jjsheng@ccxi.com.cn)

项目组成员：王君鹏 [jpwang@ccxi.com.cn](mailto:jpwang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 10 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0512 号

## 浙江银轮机械股份有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“银轮转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十日

**评级观点：**中诚信国际维持浙江银轮机械股份有限公司（以下简称“银轮股份”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“银轮转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司行业地位领先、竞争实力较强、营业总收入稳步增长、具备一定的财务弹性等因素对其信用实力提供的有力支撑；但中诚信国际也关注到公司主营业务易受汽车、工程机械行业周期波动影响、原材料成本上升压缩公司盈利空间、股权结构较为分散以及财务杠杆持续上升、债务期限结构有待改善等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

### 概况数据

银轮股份（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	84.24	98.56	119.89	124.27
所有者权益合计（亿元）	40.84	43.62	48.74	48.98
总负债（亿元）	43.40	54.95	71.15	75.29
总债务（亿元）	21.56	28.02	41.33	44.33
营业总收入（亿元）	55.21	63.24	78.16	20.55
净利润（亿元）	3.49	3.66	2.64	0.87
EBIT（亿元）	4.78	4.94	3.56	--
EBITDA（亿元）	7.29	7.82	7.14	--
经营活动净现金流（亿元）	6.89	4.56	3.75	0.51
营业毛利率(%)	24.12	23.92	20.37	19.24
总资产收益率(%)	5.87	5.41	3.26	--
资产负债率(%)	51.52	55.75	59.35	60.59
总资本化比率(%)	34.55	39.11	45.89	47.51
总债务/EBITDA(X)	2.96	3.58	5.79	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.28	10.34	9.99	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **保持了领先的行业地位，竞争实力较强。**公司系国内热管理行业龙头企业，拥有国内领先的热交换器批量化生产能力和系统化汽车热交换器技术储备，在商用车、乘用车及工程机械热管理领域建立了较强的竞争优势。此外，公司积极布局新能源热管理和工业换热等领域，积累了一批优质客户，在行业内具备较强的竞争力。

■ **产品结构优化，营业总收入保持增长。**公司产品配套完整且应用领域广泛，随着公司在新能源热管理业务布局的拓展以及海外商用车市场需求回暖，2021 年营业总收入仍稳步增长。

■ **具备一定的财务弹性。**截至 2022 年 3 月末，公司获得各家金融机构授信额度 51.72 亿元，其中未使用额度为 19.75 亿元。此外，作为 A 股上市企业，公司直接融资渠道较为畅通。

### 关注

■ **主营业务易受汽车、工程机械行业周期波动影响。**公司主营业务需求来自于汽车、工程机械等行业，其收入与盈利水平易受行业周期影响，仍需对汽车及其配套设施相关行业景气度情况保持关注。

■ **原材料价格上升压缩公司盈利空间。**2021 年以来公司原材料价格进入快速上升通道，上下游挤压盈利空间，公司成本控制压力进一步加大，毛利率有所下滑。

■ **股权结构较为分散，实际控制人持股比例较低。**2022 年公司原第一大股东转让其所持有的全部公司股份至徐小敏及 15 名自然人股东名下；截至 5 月末，实际控制人徐小敏成为公司第一大股东，并通过直接和间接方式共控制公司 11.06% 股权，持股比例较低，其他股东持股相对分散，股权结构稳定性有待关注。

■ **财务杠杆持续上升，债务期限结构有待改善。**随着总债务持续增长，2021 年以来公司财务杠杆比率均有所上升；截至 2022 年 3 月末，短期债务占比为 79.91%，债务期限结构仍有待改善。

### 评级展望

中诚信国际认为，浙江银轮机械股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，资产质量不断提升，盈利能力和经营获现水平大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**汽车零部件及工程机械等行业景气度下滑，导致公司收入、利润水平大幅下降；坏账规模大幅增加，获现能力显著弱化；债务规模迅速扩大，流动性压力加大。

### 同行业比较

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
远东传动	45.43	24.42	20.06	2.35	3.33
<b>银轮股份</b>	<b>119.89</b>	<b>59.35</b>	<b>78.16</b>	<b>2.64</b>	<b>3.75</b>

注：“远东传动”为“许昌远东传动轴股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
银轮转债	AA	AA	2021/07/08	7.00	6.998	2021/06/07~2027/06/07	回售，赎回

注：债券余额为截至 2022 年 3 月末。

## 跟踪评级原因

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

## 募集资金使用情况

银轮转债的发行日为 2021 年 6 月 7 日，实际发行规模为 7.00 亿元，债券期限为 6 年，其中转股期间为 2021 年 12 月 31 日至 2027 年 6 月 6 日。截至 2021 年 12 月末，本期“银轮转债”扣除发行费用后，实际募集资金净额为 6.89 亿元，补充流动资金 1.30 亿元在签署三方监管协议后已转至普通账户，置换前期已预先投入的项目资金 2,257.52 万元，并投入募投项目 1.59 亿元，剩余闲置募集资金 5.01 亿元已进行银行理财管理。截至 2022 年 3 月末，本次债券已转股 226,300.00 元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所

回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构

利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

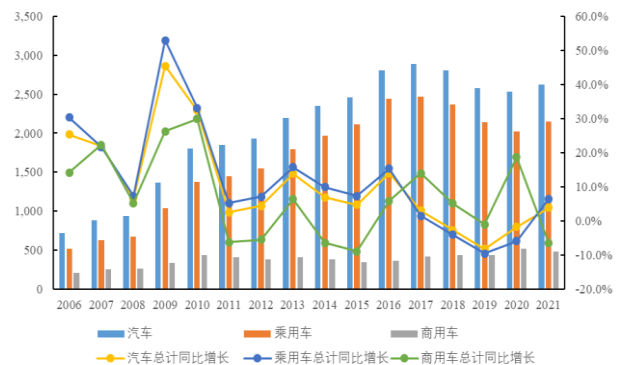
## 近期关注

**得益于国内持续的促进消费政策和出口市场向好，2021年我国汽车市场需求整体回升，扭转了过去三年持续下滑的趋势，预计2022年全年整体产销量或将进一步恢复，但芯片供应、局部疫情及商用车前期消费透支等因素将对其造成制约，预计全年汽车产销量仍难以恢复至前期很高水平**

2021年以来，中国国民经济稳定恢复，在持续的促进消费政策的带动下，国内汽车市场需求不断释放，同时疫情及国际市场恢复背景下国内完整的汽车工业产业链及产品综合水平的提升令汽车出口快速增长，当年我国汽车产量、销量和出口量分别同比增长3.4%、3.8%和101.1%至2,608.2万辆、2,627.5万辆和201.5万辆，均超过疫情前2019年同期水平，扭转了过去三年持续下滑的趋势。不过，近年来全球半导体行业产能投资相对保守且汽车芯片领域的投资更加不足；疫情导致消费电子芯片市场增长抢占了部分汽车芯片产能；2020年中境外

疫情爆发、2021年以来日本地震及美国暴风雪和马来西亚局部疫情加剧等不可抗因素使得半导体生产企业出现减产、停产。上述因素造成汽车芯片供应不足且芯片短缺矛盾在2021年凸显。受此影响，我国汽车产销量在4~8月连续5个月环比下降；9月以来芯片短缺的情况虽不断好转，但订单仍无法满足；此外，9月份以来全国多个省份实行的有序用电政策亦对国内汽车生产带来一定影响。根据AutoForecast Solutions的数据，受制于芯片短缺，2021年全球汽车累计减产约1,020万辆，其中中国减产约198万辆。由于生产不足，我国汽车企业库存大幅下降，截至2021年末，乘用车和商用车库存分别较2020年末下降12.56%和24.17%至55万辆和29.5万辆；根据中国汽车流通协会披露的汽车经销商库存预警指数，2021年各月值均低于2019及2020年同期值，亦表明2021年汽车市场需求回升，汽车供应较前期趋紧。

图1：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

**乘用车方面**，2021年一季度，受上年同期疫情爆发、刺激消费政策效果显现及疫情控制后积累的需求释放等影响，乘用车各月销量同比大幅增长；但芯片短缺逐步对行业生产造成明显影响，5~11月国内乘用车各月销量同比均有所下滑，随着芯片问题逐步缓解等，12月国内乘用车销量同比上升。综合影响下，2021年乘用车累计销售2,148.2万辆，同比增长6.5%，亦较疫情前2019年销量增加3.80万辆。2022年5月，财政部、税务总局发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，宣布对于购

置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。购置税减征政策的颁布有望促进乘用车市场逐步恢复。

**商用车方面**，2021 年以来，受排放法规切换及前期消费透支等影响，商用车销量同比下降 6.6% 至 479.3 万辆，其中货车为主要拉降因素，同期销量同比下降 8.5% 至 428.8 万辆；但好于疫情前各年水平。

**重卡方面**，2021 年上半年重卡市场延续上年的高景气行情，但受重型柴油货车国六排放法规于 2021 年 7 月 1 日正式实施令前期消费透支及油气价持续高位影响，下半年销量大幅收窄，全年重卡累计销售 139.5 万辆，预计上述因素仍将持续影响 2022 年内重卡市场。

**新能源汽车方面**，为促进新能源汽车消费、支持新能源汽车产业发展，2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，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，原则上 2020~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20% 和 30%，加大对公共交通及特定领域电动化支持，2020 年补贴标准不退坡，2021~2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10% 和 20%，补贴退坡力度和节奏有所放缓。2021 年工信部、商务部、农业部和能源局综合司发布《关于开展 2021 年新能源汽车下乡活动的通知》，组织开展新能源汽车下乡活动，在政策利好和自主消费意愿驱动下，全年新能源汽车产销分别达到 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比增长 159.5% 和 157.5%。短期看，政策利好有望推动新能源车购置需求的提前释放，加之自主消费意愿的提升，预计 2022 年新能源汽车销售仍将保持较快增长；但 2022 年以来，部分地区新冠疫情有所反复使得新能源汽车产业链生产受阻，产能利用率有所下降，后续复工复产情况仍有待观察。

总体来看，我国乘用车和商用车市场景气度持

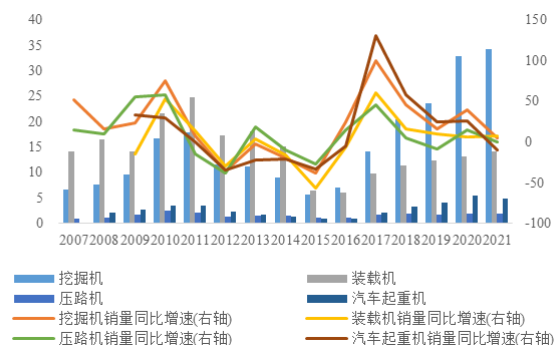
续分化。受益于汽车扶持政策和刺激消费举措等，乘用车市场逐步恢复，2021 年车企销量及盈利水平整体上行，其中新能源汽车市场增长明显；商用车市场则存在较大波动，2021 年上半年市场恢复明显，2021 年下半年以来需求下滑，盈利水平亦随之波动。预计 2022 年汽车行业销量仍将呈增长态势，盈利亦将进一步修复，但芯片短缺、局部性疫情短期内仍将对汽车行业造成不利影响；同时，乘用车和商用车市场仍将保持分化。

**随着下游基建及房地产行业补偿性需求快速释放，2021 年上半年工程机械产品销量大幅增长；但下半年以来主要产品销量明显回落，在固定资产投资预期下探以及更新换代高峰接近尾声的影响下，2022 年行业销售或将承压，海外市场将成为重要增长点**

工程机械行业是国家装备制造业的重点产业之一，行业的发展与国民经济现代化发展和基础设施水平息息相关。同时，作为周期性行业，自 2016 年以来均维持了正增长态势。

从产品结构来看，挖掘机、装载机、起重机、压路机四个常用工程机械设备占据了我国工程机械市场上绝大部分的份额，其中挖掘机占据绝对市场地位。2021 年 1~6 月挖掘机累计销量 22.38 万台，同比增长 31.34%，销量再创同期历史新高；但下半年以来销售情况出现明显下滑，全年销售 34.28 万台，同比增速降至 4.63%，其中国内市场销量 27.44 万台，同比下降 6.32%。受季节性因素及上年高基数影响，2022 年 1~2 月共销售挖掘机 4.10 万台，同比下降 16.3%，行业增速依然承压。

图 2: 主要工程机械产品年度销量及增速变动情况(万台、%)

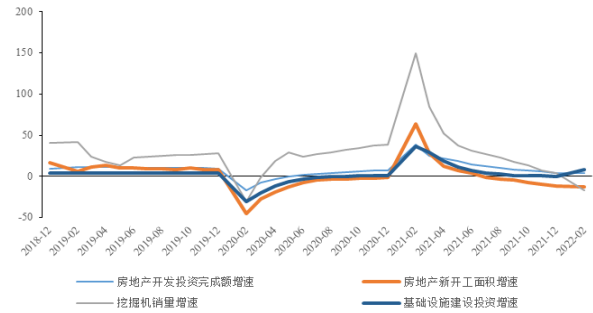


资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

从全球竞争力来看，我国工程机械行业的竞争实力逐步增加，全球市场份额不断上升，同时国内市场中海外品牌占比亦不断下降。根据英国 KHL 集团发布的最新全球工程机械制造商 50 强排行榜（Yellow Table 2021），中国共有 10 家企业入榜，销售额占全球市场的份额同比提升 7.3 个百分点至 24.9%；除厦工股份和新入榜的浙江鼎力外，其他企业排名均有所上升，其中徐工集团、三一重工和中联重科跻身榜单前五。

从市场需求来看，工程机械行业下游领域拉动作用较为明显的有房地产和基础设施建设行业，与宏观经济发展密不可分。基础设施投资作为下游主要驱动因素之一，近年来均保持正增长趋势，但整体增速已放缓；2021 年全国基础设施投资完成额（不含电力）同比增长 0.4%，受专项债发行进度后置等因素影响，增速低于预期。我国“十四五”规划明确提出了 102 项重大工程项目，其中多数聚焦基建领域，重大工程项目建设推进和新型基础设施建设投资力度的加强，能够对工程机械的下游需求带来一定的支撑；但考虑到土地财政的削弱以及地方政府债务风险控制任务的严峻性，稳增长与地方政府债务风险之间的矛盾依然突出，预计 2022 年基建投资将温和增长。房地产开发投资增速与工程机械行业整体销量变动具有较高的一致性，2020 年下半年起，“三道红线”、“集中供地”政策相继出台，对房地产企业依靠债务得以扩张的发展模式形成有力约束；在此背景下，2021 年全国房地产开发投资完成额增速回落，2022 年 1~2 月增速进一步降至 3.7%。在现有严监管政策框架下，预计 2022 年全年我国房地产投资增速仍将放缓，短期内较难作为拉动工程机械产品销售增长的驱动力。

图 3：我国挖掘机销量与基建和房地产投资增速对比（%）



资料来源：国家统计局、公开资料，中诚信国际整理

工程机械行业更新换代需求亦是本轮行业景气度上升的重要因素，通常情况下，工程机械产品的寿命周期约为 8~10 年，上一轮销售高峰集中在 2008~2011 年，2016~2021 年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。环保政策升级方面，生态环境部办公厅发布的《〈非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法(中国第三、四阶段)〉(GB 20891-2014)修改单》中指出，自 2022 年 12 月 1 日起，所有生产、进口和销售的 560kW 以下（含 560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机应符合本标准第四阶段要求；环保政策的升级或将使得未来两年内老旧设备和高排放设备加速淘汰，为工程机械行业增量提供了一定的内在驱动力。整体来看，工程机械自然更新换代高峰已于 2021 年接近尾声，未来 1~2 年内各产品预计仍将有一定规模的自然更新换代及高排放设备排放需求，但难以为销售量的高速增长提供保障。

近年来我国主要工程机械企业逐步加大对海外市场的开拓和布局，全行业出口金额整体呈波动增长趋势，其中 2020 年受海外新冠疫情持续发酵的冲击，国际市场需求短期受到明显抑制，行业出口规模出现一定程度的回落，全年工程机械出口金额 209.69 亿美元，同比下降 13.6%。2021 年以来，随着海外主要市场区域疫情的缓解、逆周期调节的加强及补偿性需求的释放，我国工程机械出口呈现快速回暖趋势；全年工程机械出口金额达到 340 亿美元，同比大幅增长 60.4%。中长期来看，海外市场拥有比国内市场更大的行业空间，随着国产品牌国际化布局的全面铺开，海外销售渠道、经销服务



网络不断的优化，国内工程机械龙头企业有望成为全球工程机械领军企业；尤其是在目前国内需求端走弱的情况下，海外市场需求将为国内工程机械企业的可持续发展提供强劲动力。

**中诚信国际认为**，随着国内疫情得到有效控制以及国家宏观调控力度加码，下游行业及时复工复产带动需求释放，2021年上半年工程机械产品销量保持快速增长；但2021年下半年以来，基建及房地产投资的放缓使得国内需求增量减少，叠加本轮更新换代高峰期结束，行业景气度有所回落，出口则有望成为未来行业发展的重要驱动力。

### 跟踪期内，公司第一大股东变更，实际控制人、治理情况及各项制度未发生重大变化

2022年5月13日，公司原第一大股东银轮实业发展有限公司（以下简称“银轮实业”）转让其所持有的全部公司股份至徐小敏及15名自然人股东名下，实际控制人徐小敏成为公司第一大股东，该变动未导致公司控制权发生变更，其原通过银轮实业间接持有的股份变更为直接持有，直接持股比例由4.10%变更为7.02%。截至2022年5月末，徐小敏通过直接和间接方式共控制公司11.06%股权，持股比例较低，其他股东持股相对分散，中诚信国际将对本期可转债后续转股对股权稀释的可能性保持关注。跟踪期内，公司治理及各项制度未发生重大变化。

### 公司在热管理行业仍保持领先地位，具备较强的技术优势，随着新能源热管理业务的快速发展以及海外商用车市场需求回暖，公司2021年产销情况保持增长

银轮股份系国内热管理行业龙头企业，拥有国内领先的热交换器批量化生产能力和系统化汽车热交换器技术储备，是最大的商用及工程机械热管理供应商之一，产品广泛应用于商用车、乘用车、新能源汽车、工程机械、工业换热等领域。公司产品配套种类完整，从发动机、电池、电机、电控到车身热管理、尾气处理，能够为客户提供全系列产

品，且应用领域广泛。

研发方面，公司具备较强的技术优势，产品研发战略聚焦于新能源汽车热管理、商用车国六及非道路国四后处理及热管理系统等。跟踪期内，公司不断加大在新能源产品的投入，逐步形成了1+3+N的新能源产品布局，成为全球新能源汽车热管理产品种类最全的供应商。截至2022年3月末，公司拥有专利800余项，其中发明专利90项，国际专利5项，并成为中国热交换器行业标准牵头制单位，牵头或参与制定行业标准35项。2021年公司研发投入为3.26亿元，同比增长21.19%，研发投入占比为4.17%，为公司进一步提升技术实力提供了保障。

生产基地方面，公司在浙江、上海、山东、湖北、江苏、广东、广西和江西等地以及美国、瑞典和波兰等海外地区建有生产基地或研发中心。生产模式为“以销定产”，从接到客户订单到采购原材料、组织生产至产品交付的周期一般为15~25天左右。

2021年，公司产能逐步释放且部分新能源项目投产，随着新能源热管理业务的快速发展，叠加海外商用车市场需求的回暖，公司乘用车、商用车及非道路汽车整车配套产销量均大幅上升，其中乘用车配套销量同比上升74.87%；商用车及非道路配套销量同比上升22.16%。公司目前在手订单仍以商用车、工程机械热管理订单为主；截至2022年3月末，热交换器业务在手订单18.91亿元，为未来营业收入的稳定性提供了一定保障。但中诚信国际也关注到，2022年以来工程机械市场需求下滑，且商用车市场景气度不高，加之新能源热管理市场竞争激烈，或将对公司后续业务发展产生一定的影响。

**表 1：近年来公司热交换器产销情况（万台、%、元/台）**

	2019	2020	2021
年产能	2,200.00	2,550.00	3,850.00
产量	1,756.71	1,879.35	2,870.54
产能利用率	79.85	73.70	74.55
销量	1,718.77	1,837.30	2,785.29
单价	226.59	225.11	225.61
产销率	97.84	97.76	97.05

资料来源：公司提供

### 跟踪期内，公司保持了优质的客户资源，但原材料价格的上涨未能完全传导至下游客户，公司成本控制压力较大，未来有望通过价格联动机制予以缓解

公司生产所需原材料主要为铝、钢、铁、铜等原料及对应材质配件，集中采购模式未发生变化，与主要供应商合同期限为一年一签，并采用浮动制度进行结算。2021年，公司前五大供应商采购金额占总采购金额的比重为16.89%，采购集中度较低。结算方面，公司多以银行承兑汇票方式进行结算，账期为3个月。2021年原材料价格快速上涨，加之公司提前备货，跟踪期内采购金额大幅上升。目前公司已采取与原材料供应商锁价订货的方式，能一定程度上降低价格变化对公司盈利带来的影响，但由于海陆运输费用上涨、中美贸易摩擦以及汇率结算等多种因素影响，公司的成本控制及盈利能力仍面临较大挑战。

**表 2：近年来公司主要原材料采购情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
<b>原材料及零配件</b>	<b>32.43</b>	<b>35.05</b>	<b>47.79</b>	<b>11.15</b>
其中：铝材及铝制件	12.03	13.35	22.52	5.80
钢材及钢制件	4.04	4.88	5.01	1.27
铁材及铁制件	2.62	2.07	2.50	0.50
铜材及铜制件	0.45	0.53	1.81	0.50
<b>辅助材料及其他</b>	<b>4.76</b>	<b>4.71</b>	<b>5.22</b>	<b>1.49</b>
<b>采购总额</b>	<b>37.18</b>	<b>39.75</b>	<b>53.01</b>	<b>12.64</b>

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

销售方面，公司主要采用直销模式，产品面向全球市场，作为各大整车及发动机生产厂商的一级配套供应商，直接向整车及发动机厂商销售产品，主要客户已涵盖宝马、奥迪、法拉利、福特、康明斯、卡特彼勒等全球发动机及整车厂商以及吉利、广汽、上汽、一汽、潍柴、重汽、徐工等国内主要自主品牌；新能源汽车领域客户覆盖蔚来、小鹏、宁德时代、比亚迪、宇通等，客户资源较为优质。公司销售货款账期在90~120天左右，对应收账款

回收实行严格的信用期政策管理。2021年，公司前五大客户销售收入占比为15.32%。

**表 3：2021 年公司前五大客户销售情况（亿元、%）**

客户名称	主要产品	销售金额	收入占比
一汽解放青岛汽车	热交换器	2.75	3.51
浙江远景	热交换器	2.47	3.16
宁波拓普	热交换器	2.28	2.91
徐工物资	热交换器	2.26	2.90
一汽解放	热交换器	2.22	2.84
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>11.98</b>	<b>15.32</b>

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；热交换器含空调板块。

资料来源：公司提供

销售价格方面，公司采取随行就市以及价值定价两种方式，目前新能源热管理产品单车价值在6,000~8,000元，热交换、管路等产品单车价值在1,000~2,000元。随着公司热管理品类拓展及系统集成能力提高，单车价值有望进一步提升。虽然2021年原材料价格的上涨未能完全传导至下游，公司利润空间承压，但公司已与客户协商价格联动机制，可将产品价格与原材料价格挂钩，当原材料成本变动较大时，产品销售价格亦会相应调整，预计该措施对于公司后续业绩有一定拉动效果。

### 尾气处理产品产销量保持增长，为收入及利润提供较好补充，业务发展逐步多元化

依托核心产品热交换器积累的客户资源与技术优势，公司在尾气处理领域持续拓展，加之国家尾气排放技术标准升级，近年来上述领域业务发展较快，以EGR<sup>1</sup>、SCR<sup>2</sup>、DPF<sup>3</sup>系统为主的尾气后处理产品销售情况较好，具备一定的竞争力。

具体来看，尾气处理均为订单驱动型生产，公司根据客户在技术、质量、成本、周期等方面要求，为其配套开发产品并安排采购和生产计划，销售层面则以直销为主。2021年随着产能释放，尾气处理产品产销量均同比大幅提升，但受产品结构调整影响，产品单价同比下滑较多，当年公司尾气处理业务板块营业收入同比增长8.59%至8.62亿元。

<sup>1</sup> 尾气再循环系统 EGR 将发动机产生废气的一部分经冷却后再送回气缸，减少汽油机泵气损失，并降低缸内燃烧温度，进而实现降低汽油机油耗的目标。

<sup>2</sup> 选择性催化还原技术 SCR 是针对柴油车尾排放中 NOx 的一项处理工

艺，即在催化剂作用下，喷入还原剂氨或尿素，把尾气中的氮氧化物还原成氮气和水。

<sup>3</sup> 颗粒过滤器 DPF 指安装在柴油车发动机排气系统中，能降低排气中颗粒物(PM)排放污染物的装置。

**表 4：近年来公司尾气处理产销情况（万台、%、元/台）**

	2019	2020	2021
年产能	75.00	105.00	172.74
产量	60.35	86.53	134.80
产能利用率	80.46	82.41	78.04
销量	58.38	85.00	128.79
单价	1,064.28	934.30	669.59
产销率	96.73	98.23	95.54

资料来源：公司提供

此外，公司也逐步开拓工业换热、民用产品系列，并围绕特高压、地热、储能、风力发电、制氢储能等领域提前布局和发展，多元化的业务结构有助于提升整体抗风险能力。

### 在建项目仍集中于热管理及尾气处理领域，受设备

**表 5：截至 2021 年末公司主要在建项目情况（亿元、%）**

在建项目名称	计划总投资	工程累计投入占 预算比例	累计已投资	预计投产日期	资金来源
华龙洁具厂房	1.02	36%	0.37	--	部分募投资金
倒班楼及危废站项目	1.50	40%	0.08	--	自有资金、银行贷款
新能源汽车热管理系统部件项目	1.14	97%	1.16	--	自有资金、银行贷款
新能源汽车热管理项目	1.57	100%	1.57	--	募投资金
乘用车 EGR 项目	1.50	32%	0.47	2022.6	募投资金
乘用车水空中冷器项目	1.14	92%	1.05	--	募投资金
DPF 国产化建设项目	0.93	65%	0.60	2022.12	募投资金
研发中心项目	1.15	42%	0.48	--	募投资金
新能源商用车热管理系统项目	2.30	4%	0.10	--	可转债募投资金
新能源乘用车热泵空调系统项目	3.29	13%	0.41	--	可转债募投资金
<b>合计</b>	<b>15.54</b>	<b>--</b>	<b>6.29</b>	<b>--</b>	

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。各期财务数据均为财务报告期末数。

### 2021 年以来公司营业总收入稳步增长，但受原材料价格及海运费上涨影响，毛利率承压，盈利指标有所下滑

公司产品主要包括热交换器（含空调系统）的集成模块和尾气处理等，其中热交换器系其收入和利润的主要来源。随着公司全球化布局完善、技术

### 调试周期延长及新能源商用车市场渗透率未达预期影响，进度有所延后，但投资压力相对可控

公司致力于成为提供高效换热及排气系统解决方案的世界级企业，目前主要在建项目包括 2017 年非公开发行股票的募投项目，因设备安装、调试周期较长，该项目投资周期延长。公司可转债募投项目为新能源乘用车热泵空调系统项目以及新能源商用车热管理系统项目，因目前公司在新能源市场渗透率较低，为匹配产能建设与量产周期，项目投资期限有所延长。截至 2021 年末，公司主要在建项目计划总投资 15.54 亿元，累计已投资 6.29 亿元，未来投资压力相对可控。

升级以及产能规模的提升，以及新能源汽车市场快速发展等，2021 年营业总收入实现增长。公司海外市场主要包括美国和欧洲，受益于国外商用车市场需求增加，2021 年外销收入占比略升至 18.68%，未来仍有较为广阔的市场空间。2022 年一季度，公司主营业务稳健发展，随着在手订单量产交付，营业总收入同比略有增加。

**表 6：近年来公司分板块收入情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
热交换器	45.55	48.98	62.84	16.52
尾气处理	6.21	7.94	8.62	2.16
贸易	0.25	0.22	0.23	0.14
其他	3.19	6.32	6.47	1.73
<b>营业总收入</b>	<b>55.21</b>	<b>63.24</b>	<b>78.16</b>	<b>20.55</b>

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；热交换器含空调板块业务收入；

其他业务主要系铝铸件、废料销售、模具费等。

资料来源：公司提供

2021年以来，海运费及原材料价格的上涨、中美贸易关税增加及汇率结算等多种因素使得公司各业务板块毛利率呈现不同程度下滑，整体营业毛利率同比降低。2022年一季度，热交换器业务板块由于工程机械市场需求低迷、海运费及原材料价格增长、上海疫情等使得当期毛利率进一步下降；尾气处理毛利率因产品结构调整而有所上升。

**表 7：近年来公司分板块毛利率情况(%)**

	2019	2020	2021	2022.1~3
热交换器	23.61	23.12	19.69	17.98
尾气处理	17.41	22.85	16.83	19.72
贸易及其他	31.30	28.51	30.19	29.81
<b>营业毛利率</b>	<b>24.12</b>	<b>23.92</b>	<b>20.37</b>	<b>19.24</b>

资料来源：公司提供

随着公司业务规模的扩大，2021年公司期间费用保持增长，但由于营业总收入增速相对较快，期间费用率小幅下降，但整体费用控制能力仍有待提升。为开拓渠道和提升新能源汽车市场的竞争实力，销售费用和研发支出持续上升；职工薪酬的增加使得管理费用略有增长。当年公司债务规模同比增长，但由于应付债券及长期借款均在2021年下半年开始借入，加之借贷利率下调等因素影响，利息费用支出同比下降；同时，公司委托银行理财金额有所增长，使得利息收入亦有增加，公司整体财务费用略有减少。

公司利润主要由经营性业务产生，2021年由于综合成本上升，经营性业务利润同比减少。资产减值损失主要为存货跌价和商誉减值损失，对利润构成了一定侵蚀。由于经营业绩未达预期，2021年公司对海外子公司TDI和Setrab AB分别计提商誉减值1,868.50万元和675.84万元。存货跌价方面，2021年由于产品销售价格未和原材料涨价形成联动，故计提了4,815.24万元的存货跌价损失。此外，同期公司投资收益同比下降，主要系部分参股企业收益减少所致。盈利指标方面，由于盈利能力小幅下滑，且营业总收入和总资产规模上升较快，2021年EBITDA利润率和总资产收益率均大幅下降。

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	2.92	3.05	3.41	0.74
管理费用	6.19	6.80	7.79	2.02
财务费用	0.72	0.84	0.83	0.30
期间费用合计	9.84	10.69	12.04	3.05
期间费用率(%)	17.82	16.90	15.41	14.86
经营性业务利润	3.60	4.61	3.99	0.98
资产减值损失	0.95	0.95	0.97	0.30
投资收益	0.76	0.92	0.24	0.10
利润总额	4.00	4.19	2.84	0.93
EBITDA 利润率(%)	13.20	12.37	9.14	--
总资产收益率(%)	5.87	5.41	3.26	--

注：管理费用含研发费用；资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

随着公司持续加大对于热管理业务及集成系统的投入，资产总额不断提升。公司货币资金较为充裕，随着营业收入增长带动销售回款的增加，2021年末货币资金增至9.34亿元；其中受限部分为2.38亿元，主要包括银行承兑汇票保证金和保函保证金。2021年末应收账款大幅增长，其中账龄以1年以内为主，客户主要为国内外大型整车厂商、工程机械设备厂商等，仍需关注其回收风险，同期末累计计提坏账准备1.48亿元。此外，随着经营规模的扩大，加之原材料价格上涨及海运周期的延长，存货规模进一步上升。截至2022年3月末，应收账款和存货合计规模占流动资产比重为60.29%，对公司资产流动性产生一定影响。

非流动资产主要由固定资产、无形资产和长期股权投资等构成，为扩大在热管理及尾气处理领域的业务布局，公司持续加大厂房、产线及设备的投资力度，并通过新设经营主体等方式不断拓展产品、生产及技术布局，2021年以来固定资产持续增长。同期末公司向多家联营企业增资使得长期股权投资规模进一步增加。公司的商誉主要系陆续收购TDI、Setrab AB等境内外汽车零部件领域以及散热器所产生，2021年末较上年末有所减少主要系计提商誉减值所致。

**表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	6.05	7.98	9.34	11.83
应收账款	19.32	19.91	23.78	28.39
应收票据	4.21	9.77	8.55	5.79
存货	9.66	11.19	15.73	16.62
<b>流动资产</b>	<b>47.96</b>	<b>59.65</b>	<b>72.23</b>	<b>74.65</b>
固定资产	19.87	21.65	24.01	24.05
长期股权投资	3.64	3.66	4.41	4.11
无形资产	4.56	4.85	5.33	6.00
商誉	2.26	1.95	1.66	1.65
<b>非流动资产</b>	<b>36.28</b>	<b>38.91</b>	<b>47.66</b>	<b>49.62</b>
<b>总资产</b>	<b>84.24</b>	<b>98.56</b>	<b>119.89</b>	<b>124.27</b>

注：存货含合同资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债仍以短期为主，为应对持续扩大的经营规模及流动资金需求，2021 年末短期借款略有上升，其中信用借款占比 60%左右。随着业务规模持续扩大以及大宗商品价格的上涨，原材料采购备货及工程采购规模亦逐年上升，带动应付票据和应付账款保持增长。有息债务方面，近年来总债务呈上升态势，2022 年 3 月末短期债务占比约 80%，存在一定短期债务压力，债务期限结构有待改善。

2021 年以来，受益于经营业绩积累，公司未分配利润有所增长，少数股东权益亦呈上升趋势，带动所有者权益规模保持增长。此外，2021 年公司现金分红 0.63 亿元。财务杠杆方面，随着有息债务快速增长，公司资产负债率和总资本化比率持续上升。

**表 10：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	11.56	14.07	15.04	18.12
应付票据	7.69	11.93	17.03	16.65
应付账款	16.92	20.37	23.11	24.78
<b>流动负债</b>	<b>39.58</b>	<b>51.17</b>	<b>60.27</b>	<b>64.13</b>
<b>总负债</b>	<b>43.40</b>	<b>54.95</b>	<b>71.15</b>	<b>75.29</b>
短期债务	19.44	26.00	32.65	35.43
长期债务	2.11	2.02	8.68	8.91
<b>总债务</b>	<b>21.56</b>	<b>28.02</b>	<b>41.33</b>	<b>44.33</b>
股本	7.92	7.92	7.92	7.92
未分配利润	18.14	20.46	21.86	22.56
少数股东权益	3.54	4.24	4.74	4.78
<b>所有者权益</b>	<b>40.84</b>	<b>43.62</b>	<b>48.74</b>	<b>48.98</b>
资产负债率	51.52	55.75	59.35	60.59
总资本化比率	34.55	39.11	45.89	47.51

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司经营获现能力下降，尚无法覆盖大额投资支出，公司仍需依赖外部筹资；随着债务规模的不断上升，相关偿债指标进一步弱化**

2021 年，公司经营活动净现金流有所下降，主要系疫情使得回款周期延长，同时原材料价格上涨带动采购支出现金同比增长较多，经营获现能力进一步弱化。同期投资活动产生的现金流净支出进一步扩大主要系公司投资理财产品以及构建固定资产、厂房建设支出增加所致。随着公司加大债务融资力度、分红规模有所下降，2021 年筹资活动转为现金净流入态势。2022 年一季度，公司保持一定规模的投资支出，借款同比增长带动筹资活动现金呈净流入态势；经营活动现金流量净额同比上升，主要系销售商品收到的现金增加及税费延期缴纳所致。

随着公司有息债务增长较多、经营获现及盈利能力有所弱化，2021 年经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本息的保障能力均有不同程度的下降。此外，公司短期债务占比较高，货币资金对短期债务偿还的支持能力相对有限。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	6.89	4.56	3.75	0.51
投资活动净现金流	-2.13	-3.30	-11.94	-1.48
筹资活动净现金流	-4.10	0.38	8.58	2.97
总债务/EBITDA	2.96	3.58	5.79	--
EBITDA 利息保障倍数	9.28	10.34	9.99	--
经营活动净现金流/总债务	0.32	0.16	0.09	0.05*
经营活动净现金流/利息支出	8.77	6.03	5.24	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	25.24	11.18	5.95	--
货币资金/短期债务	0.31	0.31	0.29	0.33

注：加“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

截至 2022 年 3 月末，公司共获得各家金融机构授信额度 51.72 亿元，其中未使用额度为 19.75 亿元，备用流动性尚可；同时，公司为 A 股上市公司，

资本市场融资渠道较为通畅，具有一定的财务弹性。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计 10.90 亿元，主要为用于票据质押、借款质押的应收票据、应收款项融资和各类保证金，占总资产规模约为 8.77%，降低了相应资产的流动性。同期末，实际控制人徐小敏不存在持有公司股份质押或冻结的情况。

表 12：截至 2022 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

科目	金额	用途
应收票据	2.97	票据质押
应收款项融资	3.72	票据质押
应收账款	0.96	借款质押
货币资金	2.87	票据质押
无形资产	0.21	借款质押
固定资产	0.16	借款质押
合计	10.90	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月末，公司不存在对经营产生重大影响的未决诉讼及仲裁事项，亦无对外担保情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019 年~2022 年 5 月 7 日公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司业务属于当地政府重点发展的产业，有望得到相应产业政策支持；实际控制人为自然人，对公司支持能力相对较弱**

浙江省是公司本部的所在地，其未来计划打造绿色石化、节能与新能源汽车、数字安防和现代纺织四大世界级产业集群。公司作为汽车零部件供应商，有望得到相应产业政策的支持，2021 年公司收到计入当期损益的政府补助金额为 0.42 亿元。

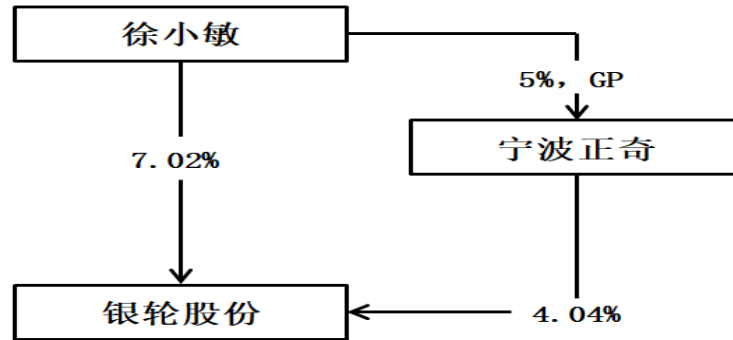
公司实际控制人为自然人，除公司外控股其他产业规模较小，对公司支持能力相对较弱。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持浙江银轮机械股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“银轮转债”的债项信用等级为 **AA**。

## 附一：浙江银轮机械股份有限公司股权结构图及组织结构图

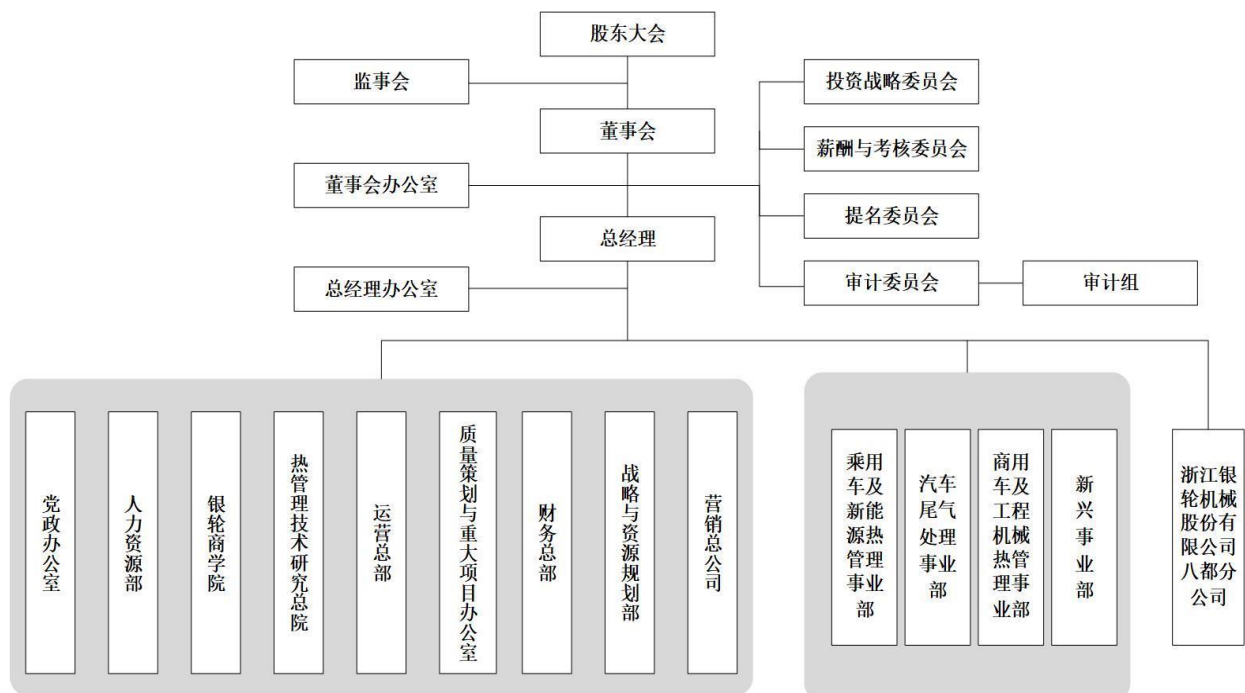
截至 2022 年 5 月末股权结构图



截至 2021 年末主要子公司列表

主要子公司名称	简称	持股比例(%)
上海银轮热交换系统有限公司	上海银轮	100.00
山东银轮热交换系统有限公司	山东银轮	100.00
赤壁银轮工业换热器有限公司	赤壁银轮	100.00
广州银轮热交换系统有限公司	广州银轮	51.00
上海银轮投资有限公司	上海银轮投资	100.00
湖北美标汽车制冷系统有限公司	湖北美标	75.00
湖北宇声环保科技有限公司	湖北宇声	81.00
江苏唯益换热器有限公司	江苏唯益	60.16
山东银轮环保科技有限公司	银轮环保	100.00

截至 2022 年 3 月末组织结构图



资料来源：公司提供

## 附二：浙江银轮机械股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	60,462.58	79,794.94	93,414.43	118,268.94
应收账款净额	193,160.46	199,052.33	237,799.15	283,873.83
其他应收款	1,768.28	3,219.94	2,330.95	2,896.01
存货净额	96,614.11	111,913.33	157,349.26	166,160.37
长期投资	59,115.68	60,307.22	71,335.08	67,330.70
固定资产	198,724.54	216,539.31	240,125.78	240,495.74
在建工程	20,579.32	27,327.49	60,256.06	65,706.26
无形资产	45,563.82	48,535.25	53,272.17	59,977.72
总资产	842,410.66	985,624.54	1,198,887.52	1,242,661.80
其他应付款	3,525.36	4,758.62	4,152.70	4,526.88
短期债务	194,440.55	259,964.77	326,485.40	354,258.06
长期债务	21,147.25	20,243.46	86,798.91	89,060.34
总债务	215,587.80	280,208.22	413,284.31	443,318.41
净债务	155,125.22	200,413.28	319,869.88	325,049.46
总负债	434,023.44	549,455.86	711,488.84	752,902.42
费用化利息支出	7,850.23	7,566.75	7,151.40	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	408,387.23	436,168.68	487,398.68	489,759.38
营业总收入	552,074.36	632,418.65	781,641.59	205,474.01
经营性业务利润	36,031.46	46,058.79	39,932.84	9,771.79
投资收益	7,579.51	9,228.50	2,390.97	955.72
净利润	34,941.65	36,586.47	26,447.16	8,692.40
EBIT	47,827.58	49,449.87	35,583.83	--
EBITDA	72,863.29	78,231.89	71,430.55	--
经营活动产生现金净流量	68,858.48	45,617.36	37,464.32	5,127.71
投资活动产生现金净流量	-21,326.16	-33,001.31	-119,428.84	-14,799.44
筹资活动产生现金净流量	-41,045.73	3,803.55	85,837.37	29,670.84
资本支出	36,032.69	42,615.05	78,477.54	31,955.18
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	24.12	23.92	20.37	19.24
期间费用率(%)	17.82	16.90	15.41	14.86
EBITDA 利润率(%)	13.20	12.37	9.14	--
总资产收益率(%)	5.87	5.41	3.26	--
净资产收益率(%)	8.54	8.66	5.73	7.12
流动比率(X)	1.21	1.17	1.20	1.16
速动比率(X)	0.97	0.95	0.94	0.90
存货周转率(X)	4.51	4.61	4.62	4.10*
应收账款周转率(X)	3.08	3.22	3.58	3.15*
资产负债率(%)	51.52	55.75	59.35	60.59
总资本化比率(%)	34.55	39.11	45.89	47.51
短期债务/总债务(%)	90.19	92.78	79.00	79.91
经营活动净现金流/总债务(X)	0.32	0.16	0.09	0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.35	0.18	0.11	0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.77	6.03	5.24	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	25.24	11.18	5.95	--
总债务/EBITDA(X)	2.96	3.58	5.79	--
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.30	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.28	10.34	9.99	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.09	6.54	4.98	--

注：2022 年一季度财务报表未经审计；中诚信国际分析时将“租赁负债”计入长期债务；带“\*”指标已经年化处理。



### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。