



# 2019年浙江今飞凯达轮毂股份有限公司公 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等级的变化情况。

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：



# 2019年浙江今飞凯达轮毂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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
今飞转债	A+	A+

## 评级日期

2022年6月24日

## 联系方式

项目负责人：毕柳  
bil@cspengyuan.com

项目组成员：高爽  
gaos@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持浙江今飞凯达轮毂股份有限公司（以下简称“今飞凯达”或“公司”，股票代码：002863.SZ）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定；维持“今飞转债”的信用等级为 A+。
- 该评级结果是考虑到：2021 年公司产能逐步恢复，收入规模持续增长，且金华、贵州厂区土地收储事项产生的补偿款将一定程度上提升公司利润水平；同时中证鹏元也关注到，汽车行业景气度与原材料价格存在波动风险，公司面临较大资本性支出压力和短期偿债压力，新增产能存在一定消化风险等不利因素。

## 未来展望

- 公司业务规模持续扩大，营业收入保持增长，经营风险和财务风险相对稳定。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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	62.20	57.17	53.58	44.63
归母所有者权益	19.60	19.40	18.68	10.44
总债务	33.36	31.33	29.86	29.31
营业收入	8.74	39.55	31.15	29.46
EBITDA 利息保障倍数	--	2.62	2.52	2.45
净利润	0.18	1.37	0.66	0.59
经营活动现金流净额	0.10	2.49	2.34	2.42
销售毛利率	16.82%	12.85%	13.97%	15.35%
EBITDA 利润率	--	9.62%	11.57%	11.32%
总资产回报率	--	5.11%	4.52%	4.92%
资产负债率	68.37%	65.95%	65.04%	76.31%
净债务/EBITDA	--	7.58	7.03	8.21
总债务/总资本	62.90%	61.68%	61.45%	73.49%
FFO/净债务	--	5.68%	5.09%	5.27%
速动比率	0.37	0.42	0.48	0.35
现金短期债务比	0.14	0.14	0.22	0.11

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

- **公司产能逐步释放，收入规模持续增长。**2021 年公司云南基地与泰国工厂产能进一步释放，金华基地产能替换加快，公司汽轮、摩轮产能均有所恢复，汽轮与摩轮产品销售规模保持增长，全年营业收入同比增长 26.99%。
- **金华、贵州厂区土地收储事项产生的补偿款将一定程度上提升公司利润水平。**2021 年金华两项土地收储事项产生的补偿款对公司本期净利润贡献较大，考虑到截至 2021 年末金华两项土地收储事项尚有部分补偿款未收回，贵州厂区土地收储补偿方案尚未确定，若未来进展顺利，其补偿款项将在一定程度上增强公司利润水平。

## 关注

- **汽车行业景气度波动风险。**汽车行业具备较强的周期性特征，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。
- **公司面临较大资本性支出压力。**公司目前正积极推进金华新厂区项目建设，且考虑泰国在建项目尚未完工、丰城电轮项目后续建设投入的资金需求，未来资本性支出仍将依赖筹资活动。
- **未来新增产能仍存在一定消化风险。**目前公司在金华、泰国仍有较大规模在建项目，考虑到汽车市场景气度存在波动性、摩托车行业景气度偏弱，2021 年公司摩轮产能利用率有所下滑，未来新增产能仍面临一定消化风险。
- **公司仍面临较大短期偿债压力。**2021 年底公司资产负债水平仍较高，短期债务规模和占比均较大，债务结构有待改善，且现金对短期债务的保障程度弱。
- **原材料价格波动风险。**公司营业成本中铝材采购占比较高，2021 年铝材价格中枢大幅上移，2022 年以来铝价仍在高位震荡，对公司成本控制形成压力。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	今飞凯达	立中集团	万丰奥威	金固股份	跃岭股份
总资产	57.17	143.86	163.89	66.12	13.60
营业收入	39.55	186.34	124.36	27.28	9.44
净利润	1.37	4.74	5.32	0.68	0.07
销售毛利率	12.85%	9.35%	16.09%	10.71%	11.31%
资产负债率	65.95%	63.27%	55.75%	42.18%	23.53%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：Wind

## 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	较大
	经营状况	强		净债务/EBITDA	3
	公司规模	5		EBITDA 利息保障倍数	4

产品、服务和技术	4	总债务/总资本	3
品牌形象和市场份额	5	FFO/净债务	3
经营效率	4	杠杆状况调整分	-1
业务多样性	2	<b>盈利状况</b>	<b>强</b>
		盈利趋势与波动性	优秀
		盈利水平	3
<b>业务状况评估结果</b>	<b>中等</b>	<b>财务状况评估结果</b>	<b>中等</b>
指示性信用评分			a+
调整因素	重大特殊事项,流动性	调整幅度	0
独立信用状况			a+
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			A+

### 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
A+/稳定	A+	2021-6-28	龚程晨、顾春霞	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)、外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2019.V1.0)	<a href="#">阅读全文</a>
A+/稳定	A+	2018-8-23	杨培峰、毕柳	汽车及零部件制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)、汽车及零部件制造企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2016V1.0)	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
今飞转债	3.68	1.72	2021-6-28	2025-2-28

## 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2019年2月发行6年期3.68亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目、年产500万件摩托车铝合金轮毂项目和偿还银行贷款。截至2021年12月31日，“今飞转债”募集资金专户余额为0.00万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2021年公司可转换公司债券“今飞转债”共转股25,084股，2022年1-3月公司可转换公司债券“今飞转债”共转股149股，截至2022年3月末，公司实收资本变更为49,881.90万元。2021年及2022年1-3月，今飞控股集团有限公司（以下简称“今飞控股”）分别通过协议转让方式收购一致行动人金华市瑞琪投资有限公司（以下简称“瑞琪投资”）股份，截至2022年3月末，公司控股股东仍为今飞控股集团有限公司（以下简称“今飞控股”），其直接持有公司28.85%股份，通过瑞琪投资间接持有公司4.59%股份，公司实际控制人仍为葛炳灶。截至2022年3月末，公司股权结构及实际控制关系如附录二所示。

根据公司披露的股东股份质押公告，截至2022年3月末，公司控股股东今飞控股累计质押所持公司股份10,900.00万股，占其总持股的75.74%，占公司总股本的21.85%；公司股东瑞琪投资累计质押所持公司股份2,500.00万股，占其总持股的53.37%，占公司总股本的5.01%，跟踪期内公司股东质押情况未发生变化。

2022年3月，公司监事会职工代表监事由伊嫦英女士变更为章慧女士，公司高管杨志成先生辞去公司副总经理职务。跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，主营业务仍为汽车、摩托车轮毂及组件生产销售，2021年及2022年1-3月公司合并报表范围无变化。截至2022年3月末，纳入公司合并范围的子公司情况如附录四所示。

## 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

2021年汽车零部件需求随经济复苏进一步回暖，行业收入增速回升，中证鹏元对2022年汽车行业消费持谨慎乐观态度，预计汽车零部件需求量总体保持稳定，其中新能源汽车零部件需求将快速增长

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。

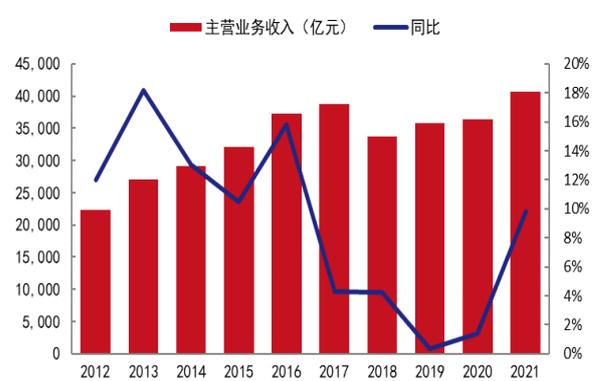
中证鹏元认为，新冠肺炎疫情在国内仍然呈现散发性态势，2022年3月以来的疫情对于以上海和吉林为首的等传统汽车制造基地的正常生产造成了较大的扰动，汽车产业链也在短期受到了明显冲击。但考虑到汽车消费承担了促消费稳增长的职能、部分地区增加汽车牌投放指标等消费刺激政策的实施、新能源汽车车型投放力度的加大以及新能源汽车市场接受度和渗透率的大幅提高等因素，中证鹏元对2022年汽车消费需求持谨慎乐观的态度，汽车零部件需求总体将保持稳定。另外，由于在新能源车市场方面我国近年持续处于领先的市场地位，国内汽车零部件企业在经历了行业出清后开始加速布局海外产能规划建设，国内零部件企业在海外市场的份额则有望进一步增长，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，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**

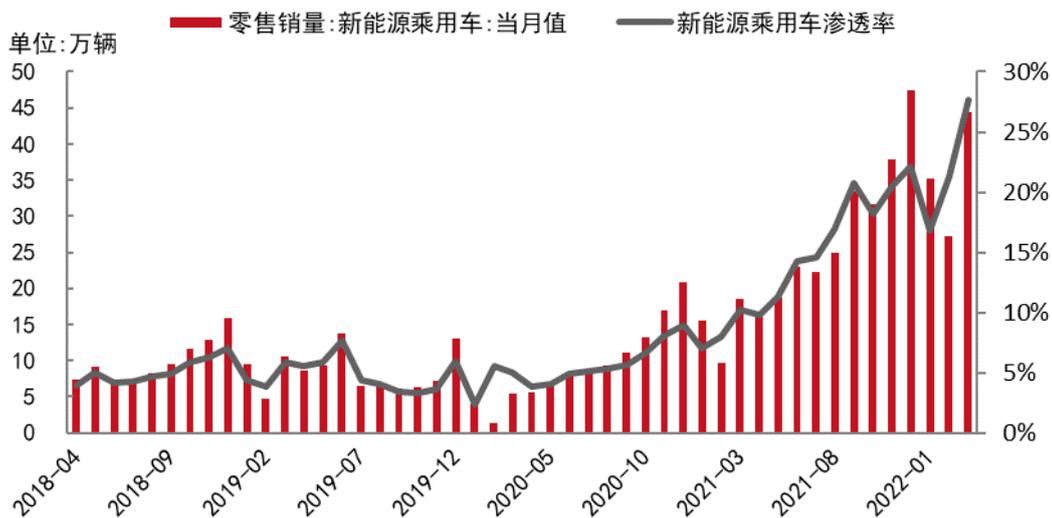


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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，市场和消费者被教育水平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**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

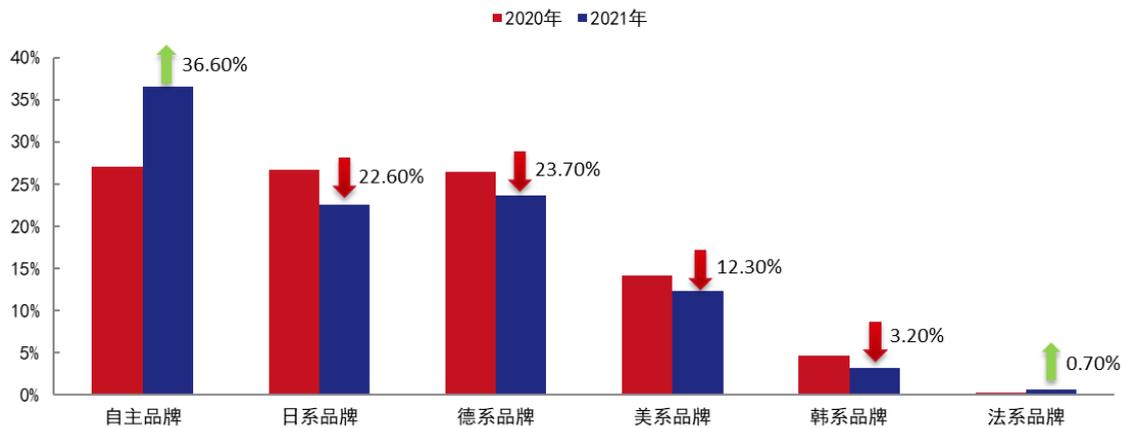
**疫情加速汽车零部件行业尾部企业出清；市场分化加剧，配套自主品牌、新能源产业链布局较早、掌握核心技术的供应商有望继续享受新能源汽车发展红利；市场并购重组保持活跃，需继续防范并购风险**

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**

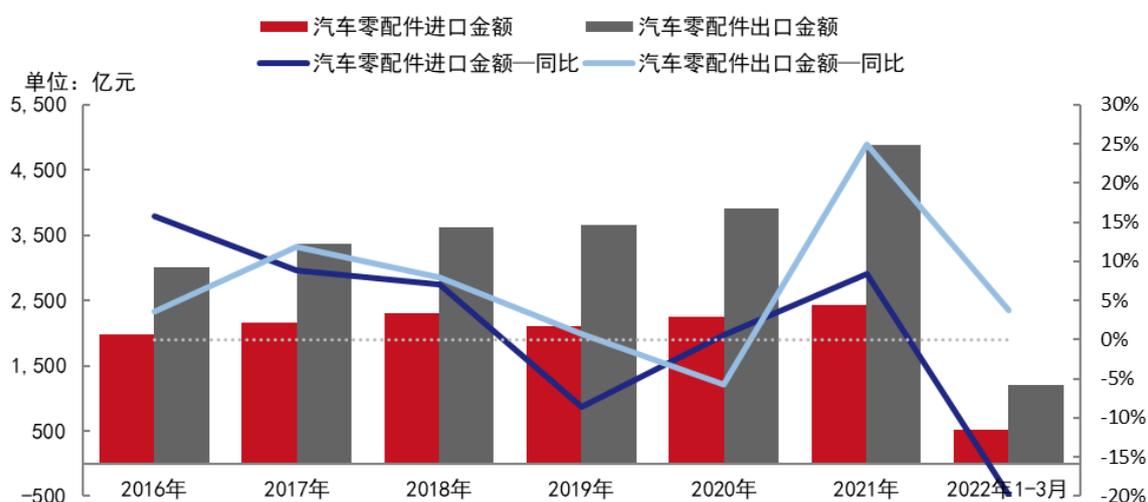


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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 年汽车零配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，汽车零配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 年我国汽车零配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。

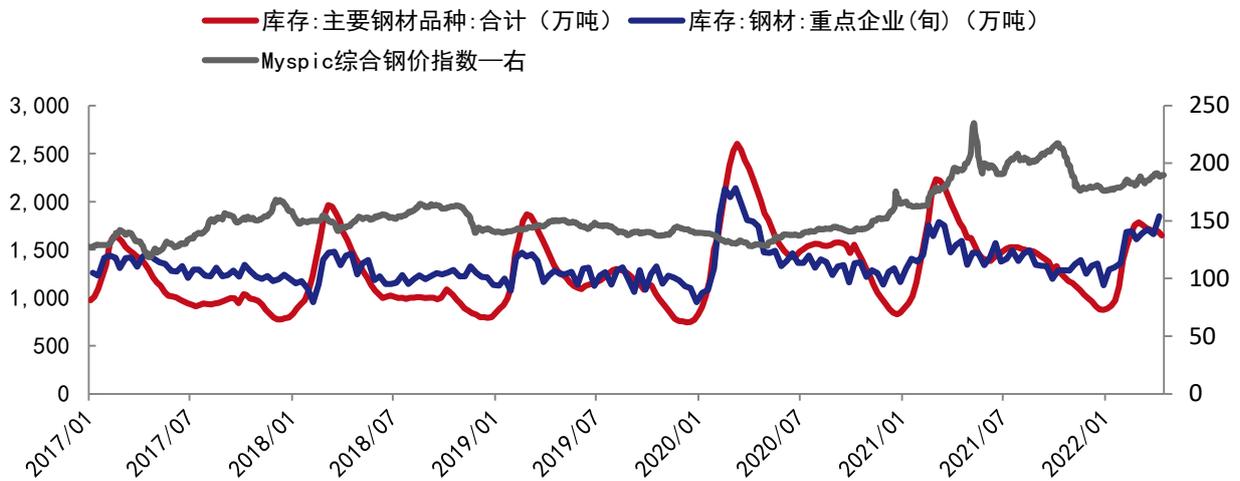
**图 5 2021 年汽车零配件出口金额同比大幅增长**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

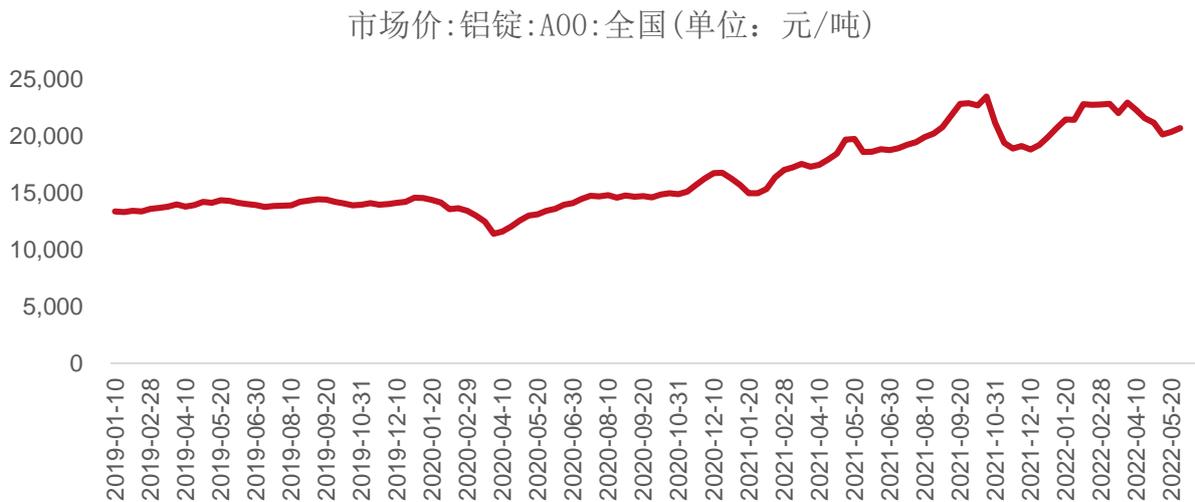
**2022 年钢材供需双弱，库存高于同期，有望推动钢价中枢下行，汽车零部件厂商成本端压力有所缓解但依然较大；2021 年铝锭价格中枢大幅上移，2022 年以来铝锭价格仍在高位震荡**

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 年房地产投资回落，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。

从 2020 年三季度开始，随着疫情后全球有序复工复产，需求端持续增加，而铝锭出现供需缺口，叠加长时间宽松的货币环境，通胀预期抬升，铝锭价格大幅上涨。2021 年铝锭价格延续上涨趋势，全年价格中枢大幅上移，2022 年以来铝锭价格仍在高位震荡。

**图 6 2021 年钢价大幅上涨**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 7 2021 年铝锭价格中枢大幅上涨**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司主营业务主要系汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮的生产及销售，2021年实现营业收入39.55亿元，较上年增长26.99%。具体来看，汽轮仍是公司营业收入的主要来源，2021年受益于云南、泰国生产基地产能释放，且下游汽车市场有所回暖，公司汽轮、摩轮产销规模增长，同时汽轮、摩轮产品售价有所提升，汽轮业务收入规模同比增长41.38%至20.21亿元，摩轮业务收入规模同比增长25.15%至6.78亿元；2021年因铝价中枢大幅上扬导致电轮售价上涨，电轮市场需求有所下滑，公司电轮全年实现收入1.10亿元，较上年下滑14.20%。其他业务方面，受铝等原材料价格上涨影响，公

司中间合金材料销售收入仍保持较高规模。2022年1-3月，公司汽轮、摩轮销量较去年同期有所下滑，但销售价格均有所提升，当期实现营业收入8.74亿元，同比增长5.46%。

毛利率方面，2021年上游原材料铝材价格中枢大幅上扬，公司产品售价提升幅度低于原材料涨幅，汽轮业务、摩轮业务、电轮业务毛利率均有所降低，2021年公司销售毛利率较上年下滑1.12个百分点。随着原材料成本降低，2022年1-3月公司销售毛利率有所回升。

**表1 2020-2021年及2022年1-3月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
汽轮	52,775.74	20.82%	202,061.52	17.98%	142,925.78	20.55%
摩轮	15,296.55	10.50%	67,819.67	8.15%	54,200.29	10.70%
电轮	1,403.54	3.87%	10,996.77	1.04%	12,816.26	1.46%
<b>主营业务合计</b>	<b>69,475.83</b>	<b>18.21%</b>	<b>280,877.96</b>	<b>14.94%</b>	<b>209,942.33</b>	<b>16.84%</b>
中间合金	11,767.53	1.87%	80,464.66	2.09%	86,373.64	1.62%
房租收入	1,217.40	88.71%	4,884.04	90.90%	4,088.11	87.98%
废料及铝渣锭收入	71.42	81.21%	1,717.97	86.15%	1,181.16	82.77%
其他收入	4,877.02	14.33%	27,593.19	4.54%	9,885.94	21.94%
<b>其他业务合计</b>	<b>17,933.37</b>	<b>11.47%</b>	<b>114,659.86</b>	<b>7.72%</b>	<b>101,528.85</b>	<b>8.02%</b>
<b>合计</b>	<b>87,409.20</b>	<b>16.82%</b>	<b>395,537.82</b>	<b>12.85%</b>	<b>311,471.18</b>	<b>13.97%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**受益于国内汽车市场回暖，以及云南、泰国生产基地产能进一步释放，2021年公司汽轮与摩轮产品销售规模保持增长，但未来汽车市场景气度波动仍会对汽轮业绩产生影响**

公司实行“以销定产”的订单拉动式生产模式，每月由营销部根据订单的总体情况以及产能情况，总体分配OEM和AM的产能份额，以及分配各个客户的产能，因此近年公司产销率保持较高水平。生产周期方面，OEM市场从研发设计到批量投入生产一般需要1-2年，AM市场从产品设计开发到投入生产一般需要2-3个月。2021年，公司云南生产基地与泰国生产基地产能进一步释放，受益于国内汽车市场回暖，当期汽轮销量为753.68万只，同比增长25.36%，汽轮业务全年产销率提升至95.38%；同期摩轮销量为604.39万只，同比增长7.33%，全年产销率回落至99.57%。

销售价格方面，为规避铝价波动带来的成本风险，公司在与整车制造厂签订供货协议时，会以当时的基准铝价约定产品价格，并约定在一定周期内<sup>3</sup>根据该周期内的平均铝价对产品价格进行相应调整，2021年铝材价格中枢大幅上涨，当期公司汽轮平均售价提升12.77%，摩轮平均售价提升16.58%。

**表2 2020-2021年及2022年1-3月公司主要产品销售情况（单位：万只、元/只）**

产品名称	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
汽轮	销量	176.19	753.68	601.22
	平均价格	299.54	268.10	237.73

<sup>3</sup> 一般以季度均价联动，部分客户是月均价和半年度均价联动。

	产销率	89.54%	95.38%	94.99%
	销量	126.41	604.39	563.13
摩轮	平均价格	121.00	112.21	96.25
	产销率	108.15%	99.57%	106.32%

资料来源：公司提供

分区域及市场来看，2021年随着国内经济复苏和汽车消费回暖，公司加大整车市场开拓力度，部分存量重点客户的供货份额提升，且新能源汽车市场占有率逐步提升，当期国内OEM市场汽轮销售收入增长46.94%。2021年国外市场对公司汽轮业务的重要性进一步提高，当期国外汽轮销售收入占销售总收入比重提升至47.03%。国外市场的销售收入主要来源于AM市场，2021年沃森制造泰国工厂汽轮产能大幅提升，依托沃森制造的零关税优势，推动国外汽轮AM销量持续增长，当期国外汽轮AM实现销售收入13.21亿元，较上年大幅增长47.50%。公司摩轮产品以OEM市场销售为主，国外市场占比仍然较高，2021年印度市场需求有所回暖，国外市场实现销售收入3.84亿元，同比增长22.46%，国内市场实现销售收入2.94亿元，同比增长28.77%。

**表3 2020-2021年及2022年1-3月公司主要产品分市场销售情况（单位：万元）**

产品	项目	2021年1-3月		2021年		2020年	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽轮	国内						
	AM	2,245.06	3.23%	10,676.78	3.80%	13,019.69	6.20%
	OEM	24,468.38	35.22%	59,274.07	21.10%	40,339.45	19.21%
	小计	<b>26,713.44</b>	<b>38.45%</b>	<b>69,950.84</b>	<b>24.90%</b>	<b>53,359.14</b>	<b>25.42%</b>
	国外						
	AM	7,802.14	11.23%	111,458.48	39.68%	59,754.96	28.46%
摩轮	国内						
	OEM	7,445.79	10.72%	29,326.33	10.44%	22,722.63	10.82%
	小计	<b>7,787.90</b>	<b>11.21%</b>	<b>29,468.06</b>	<b>10.49%</b>	<b>22,883.86</b>	<b>10.90%</b>
	国外						
	AM	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
	OEM	7,508.65	10.81%	38,351.61	13.65%	31,316.43	14.92%
	小计	<b>7,508.65</b>	<b>10.81%</b>	<b>38,351.61</b>	<b>13.65%</b>	<b>31,316.43</b>	<b>14.92%</b>

资料来源：公司提供

公司OEM市场客户主要系整车制造厂商，公司与下游客户建立了长期供货合作协议。从客户销售集中度来看，2021年公司前五大客户销售收入16.54亿元，占营业收入比重为41.81%，整体与上年保持稳定；其中汽车轮毂产品前两大客户占比分别为9.78%和7.45%，集中度较高。结算方面，公司与下游大客户货款结算主要以票据开展，账期一般在90天以内；公司国外市场业务主要以美元、日元结算，2021年公司产生汇兑损失99.41万元，汇兑损益规模较小。

**表4 2020-2021年公司前五大客户情况（单位：万元）**

年度	客户名称	销售金额	占营业收入比重	产品类型
----	------	------	---------	------

2021年	客户一	46,743.75	11.82%	中间合金
	客户二	38,689.95	9.78%	汽车轮毂
	客户三	33,489.37	8.47%	中间合金
	客户四	29,486.97	7.45%	汽车轮毂
	客户五	16,977.61	4.29%	摩轮轮毂
	<b>合计</b>	<b>165,387.65</b>	<b>41.81%</b>	-
2020年	客户一	46,743.75	15.00%	中间合金
	客户二	33,489.37	10.75%	中间合金
	客户三	19,347.32	6.21%	汽轮轮毂
	客户四	17,876.20	5.74%	汽轮轮毂
	客户五	10,790.24	3.46%	摩轮轮毂
	<b>合计</b>	<b>128,246.88</b>	<b>41.17%</b>	-

资料来源：公司提供

整体上看，公司一方面积极拓展OEM客户，并通过在资源端建厂、降低生产成本等方式提高产品竞争力；另一方面，利用海外工厂产能的零关税优势，推动国外市场增长，2021年受益于国内汽车市场回暖，以及云南生产基地与泰国工厂产能进一步释放，公司汽轮与摩轮产品销售规模保持增长。但考虑到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生产受冲击较大，未来汽车整车市场景气度可能存在波动，仍会对公司汽轮业绩产生一定影响。摩轮市场方面，国外市场占比仍然较高，受疫情及国际贸易局势等多种不确定性因素叠加影响，摩轮市场景气度较低，未来仍面临一定的下行压力。

**2021年公司云南基地与泰国工厂产能进一步释放，金华基地产能替换加快，公司汽轮、摩轮产能均有所恢复，但摩轮产能利用率有所下滑；当前公司在建项目较多，仍面临较大建设支出压力，且新增产能存在一定消化风险；2021年金华厂区土地收储补贴款项一定程度上提升了公司利润水平**

生产方面，2021年公司云南基地完全投产，同时逐步替换金华基地老旧产能，产能进一步释放，2021年公司汽轮产能811.54万只/年，较上年增加147.28万只/年；摩轮产能恢复至748.64万只/年，较上年增加198.88万只/年。产能利用率方面，2021年公司汽轮产量提升至790.19万只，主要系汽轮OEM市场销量增加所致，产能利用率提升至97.37%；同期公司摩轮产量为606.98万只，较上年有所恢复，但产能利用水平有所下滑，主要系摩轮市场需求景气度较低，产品产量的增长幅度较产能的增长幅度较低所致。产能分布方面，一方面为节约生产成本，公司近年推进云南、宁夏生产基地的建设，同时在金华建立智能工厂；另一方面，公司布局海外生产基地建设，以获取关税优势。跟踪期内，公司主要生产基地产能提升明显，截至2021年末，云南基地汽轮产能提升至253.25万只/年，摩轮产能提升至523.93万只/年，当期沃森制造泰国工厂新增汽轮产能75.18万只/年。金华基地年产300万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目与年产300万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目进展顺利，汽轮产能恢复至401.11万只/年，摩轮产能恢复至224.71万只/年。

**表5 2020-2021年公司产能利用率情况（单位：万只）**

产品名称	项目	2021年	2020年
汽轮	产能	811.54	664.26
	产量	790.19	632.88
	产能利用率	97.37%	95.28%
摩轮	产能	748.64	549.76
	产量	606.98	529.65
	产能利用率	81.08%	96.34%

资料来源：公司提供

**表6 公司主要产品产能分布情况（单位：万只/年）**

生产基地	汽轮		摩轮	
	2021年	2020年	2021年	2020年
金华	401.11	396.54	224.71	189.44
云南	253.25	185.72	523.93	360.32
泰国	157.18	82.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>811.54</b>	<b>664.26</b>	<b>748.64</b>	<b>549.76</b>

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司云南基地年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目、年产500万件摩托车铝合金轮毂项目已全部建成投产；主要在建项目方面，年产300万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目系公司定增募投项目，主要系提升金华基地智能化水平；年产300万件铝合金汽车轮毂建设项目系公司为规避反倾销、贸易战等影响，利用关税优势，在泰国投资建设的汽轮产能；年产500万只整体式铝合金电动车轮建设项目位于江西省丰城市，主要系应对电动车市场需求新增产能。截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资19.94亿元，根据投资进度测算，公司主要项目未来尚需投资9.93亿元，公司仍面临较大资金支出压力。

**表7 截至2021年末公司主要在建项目情况（单位：万元、万只/年）**

项目名称	所在地区	计划总投资	投资进度	产品类别	设计产能	投产时间
年产300万件铝合金汽车轮毂建设项目	泰国	37,630	53.70%	汽轮	300	2023.11
年产300万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目	金华	74,000	30.68%	汽轮	300	2022.10
年产1,000万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目 <sup>4</sup>	金华	65,804	69.05%	摩轮	1,000	2021.06
年产500万只整体式铝合金电动车轮建设项目	丰城	22,015	53.60%	电轮	500	2022.02
合计	-	199,449	-	-	-	-

资料来源：公司提供

根据公司2018年9月3日公布的《关于收到实施规划搬迁、土地收储通知的公告》，公司仙华南街800号用地已不符合金华经济技术开发区《秋滨吕塘单元控制性详细规划》，为推进规划实施，经金华

<sup>4</sup> 年产1,000万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目于2021年6月部分投产，截至2021年末，项目产能为224.71万只/年。

经济技术开发区管委会讨论研究决定，公司该地块列入开发区规划搬迁、土地收储范围，其中土地面积127,602平方米，建筑面积74,229.54平方米。截至2021年末，公司已经基本完成场地清空，收储的厂房及土地权证已经移交金华经济技术开发区管委会，并收到不动产收回补偿合计金额2.54亿元。2022年4月20日，公司收到剩余款项(含奖励款)0.63亿元。公司于2021年1月11日收到控股股东今飞控股《关于出租地块实施规划搬迁、土地收储的通知》，向今飞控股所租的环城西路938号用地列入金华市婺城区人民政府规划搬迁、土地收储范围。截至2021年12月31日，浙江今飞亚达轮毂有限公司已经基本完成场地清空及搬迁事宜，并收到不动产收回补偿合计金额0.54亿元。因上述两项收储事项，公司共计收到3.08亿元拆迁补偿款，合计影响公司2021年净利润0.62亿元，截至2021年末，公司尚有0.12亿元拆迁补偿款以及0.52亿元奖励款未收到。

公司于2021年1月收到贵阳市白云区国有资产监督管理委员会的《关于实施资产收购的函》。拟对公司下属子公司贵州今飞轮毂有限公司(以下简称“贵州今飞”)位于白云区云环东路430号地块的土地使用权(包括该地块上的房屋、附属品)进行收购，其中土地面积82,139.00平方米，截至2021年末账面原值为0.22亿元，建筑面积为45,658.14平方米，截至2021年末账面原值为1.03亿元。截至2022年3月末，上述收储地块补偿方案均未确定。考虑到上述地块占地面积较大，若收储进展顺利，其补贴款项将在一定程度上增强公司利润水平。

为配合地方政府土地收储工作，公司金华厂区需进行搬迁，2019年公司新增年产300万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目和年产1,000万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目，其中汽轮项目通过非公开发行人股票募集部分所需资金。上述产能置换项目2021年已实现部分产能替换，考虑到厂区占地面积及建筑面积较大，预计搬迁投入资金规模较大，叠加泰国的在建项目尚未完工、丰城电轮项目后续建设投入的资金需求，公司仍面临较大建设支出压力。考虑到汽车市场景气度存在波动性、摩托车行业景气度偏弱，未来新增产能仍面临一定消化风险。

**直接材料成本占公司主营业务成本比重较大，2021年铝材采购价格快速上涨，对公司成本控制形成较大压力，且公司原材料采购集中度较高，未来仍需关注铝价中枢大幅上移对公司盈利产生的不利影响**

从近年轮毂制造成本构成来看，公司生产成本主要包括材料成本、人工成本、制造费用以及燃料动力成本，其中材料成本系主要成本支出，近年其采购金额占主要成本项目采购总额比重在60%左右，而材料成本中，铝材的采购系主要支出，因此铝材采购价格的波动系影响生产成本的主要因素之一。公司采购部于每月末，根据下一期生产计划确定采购安排，铝材按月度备货。2021年公司铝采购均价为16.10元/公斤，采购均价较2020年增长14.43%。云南电解铝资源丰富，就近设厂便于公司铝材采购，节约运输成本以及熔化铝锭的燃料动力成本，且当地人工成本相对较低，电价优惠力度较大，云南生产基地产能进一步释放有助于公司缓解铝价上涨压力。

**表8 公司轮毂制造主要成本项目构成表(单位:万元)**

成本项目	2022年1-3月	2021年	2020年
------	-----------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	34,765.56	61.18%	146,428.17	61.29%	101,710.94	58.26%
燃料及动力	6,184.66	10.88%	25,581.37	10.71%	18,738.19	10.73%
直接人工	6,614.29	11.64%	27,387.64	11.46%	20,227.42	11.59%
制造费用	9,237.63	16.26%	38,626.96	16.17%	33,695.51	19.30%
进项税转出	24.85	0.04%	890.00	0.37%	213.95	0.12%
<b>合计</b>	<b>56,826.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>238,914.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>174,586.01</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，由于公司轮毂制造成本支出以铝材采购支出为主，因此公司前五大供应商主要系铝业公司或相关贸易公司。2021年公司前五大供应商采购金额为19.28亿元，前五大供应商占采购总额的比重为52.26%，供应商采购集中度有所降低，但公司供应商集中度水平仍较高。结算方式方面，公司与主要供应商货款结算以电汇为主，账期通常为预付货款或发货后15天内付款。

**表9 2020-2021年公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年度	供应商名称	采购金额	占总额比重
2021年	供应商一	103,299.59	28.00%
	供应商二	51,397.85	13.93%
	供应商三	17,888.17	4.85%
	供应商四	11,848.61	3.21%
	供应商五	8,350.87	2.26%
	<b>合计</b>	<b>192,785.10</b>	<b>52.26%</b>
2020年	供应商一	101,020.84	32.68%
	供应商二	35,139.08	11.37%
	供应商三	16,375.35	5.30%
	供应商四	10,499.59	3.40%
	供应商五	9,777.65	3.16%
	<b>合计</b>	<b>172,812.51</b>	<b>55.91%</b>

资料来源：公司提供

2022年以来铝价仍在高位震荡，对公司成本控制形成压力，尽管公司针对原材料的价格变动，与上下游均签订了长期供货协议，但公司针对价格波动的反应可能具有滞后性，若不能及时提价，将对公司盈利产生一定不利影响。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的公司2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

## 资产结构与质量

### 2021年公司资产规模继续增长，受限资产规模有所增长，资产整体流动性有所下降

随着生产经营的不断扩张，2021年及2022年1-3月公司资产规模持续增长，资产结构较为稳定，2022年3月末公司非流动资产占比小幅增至56.26%。

随着2020年公司定向增发所募集资金逐步投入项目建设，2021年末公司货币资金账面余额有所下滑，其中3.14亿元使用受限，受限比例较高为69.50%。跟踪期内公司应收账款规模持续增长，整体增长幅度与公司经营规模相匹配，2021年末应收账款中账龄在1年以内的款项占比为96.06%，前五名欠款方合计占比为46.47%，2021年公司应收账款计提坏账准备0.11亿元，应收款项仍存在一定的回收风险。截至2021年末，公司存货主要包括原材料0.78亿元、在产品4.85亿元和库存商品5.36亿元，公司铝材等原材料价格处于高位，跌价风险整体可控；由于公司客户要求的交货周期通常短于公司采购周期与生产周期，且内销AM模式成本结转时点取决于客户生产领用进度，公司在产品与库存商品规模较高，未来若汽车与摩托车行业景气度变化，可能存在存货滞销风险；公司其他流动资产主要为留抵进项税。

**表10 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	5.53	8.89%	4.52	7.91%	6.19	11.56%
应收账款	5.33	8.57%	5.13	8.97%	4.15	7.75%
存货	13.50	21.71%	10.99	19.23%	10.37	19.35%
其他流动资产	1.41	2.27%	1.16	2.03%	1.23	2.29%
<b>流动资产合计</b>	<b>27.20</b>	<b>43.74%</b>	<b>23.91</b>	<b>41.83%</b>	<b>23.82</b>	<b>44.46%</b>
投资性房地产	3.40	5.47%	3.42	5.98%	3.38	6.31%
固定资产	19.30	31.03%	20.22	35.37%	18.18	33.94%
在建工程	8.52	13.69%	5.89	10.30%	4.42	8.25%
无形资产	2.48	3.98%	2.51	4.39%	2.51	4.68%
<b>非流动资产合计</b>	<b>34.99</b>	<b>56.26%</b>	<b>33.26</b>	<b>58.17%</b>	<b>29.76</b>	<b>55.54%</b>
<b>资产总计</b>	<b>62.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>57.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>53.58</b>	<b>100.00%</b>

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

公司投资性房地产主要系从金华、贵州生产基地固定资产及在建工程转入的租赁厂房，2021年账面价值较稳定，其中3.34亿元已对外抵押；固定资产主要系机器设备、房屋及建筑物等资产，2021年末规模较上年末增长11.19%，主要系在建工程中金华今飞智造厂区项目与云南今飞汽轮厂区项目转入所致，期末固定资产中6.96亿元为银行借款及开立承兑汇票提供抵押担保。在建工程主要包括金华、云南、江西丰城、宁夏等地的工程项目，2021年重点在建工程项目累计投入7.19亿元，当期转入固定资产金额为5.64亿元。无形资产主要系公司购置的土地使用权资产，其中1.62亿元已用于借款抵押担保。截至2021年末，公司受到限制的资产合计16.29亿元，占总资产比重为28.50%。

整体上看，2021年公司资产规模继续增长，但结构上来看厂房、设备等非流动资产占比较高，且

2021年末受限资产规模较大，公司资产整体流动性一般；公司应收款项与存货规模较大，需关注对营运资金的占用。

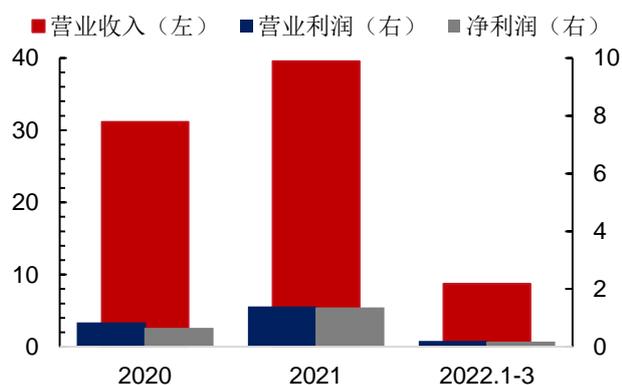
## 盈利能力

**2021年公司营业收入与利润均有所增长，当期土地收储事项补偿款与政府补助对盈利贡献较高，公司整体盈利能力仍一般，同时需关注原材料价格上涨对其盈利水平的压制**

公司主营业务收入主要包括汽轮、摩轮和电轮销售收入，受益于国内汽车市场回暖，以及云南、泰国生产基地产能进一步释放，2021年公司汽轮与摩轮产品销售规模保持增长，同期电轮销售收入略有下滑；其他业务方面，受铝等原材料价格持续上涨影响，中间合金材料销售收入仍保持较高规模。综合影响下，2021年营业收入较上年增长26.99%；同期公司营业利润为1.40亿元，同比增长65.68%。2021年公司实现净利润1.37亿元，其中包括当年收到财政补贴0.66亿元，占本期净利润比重为48.37%；包括金华两项土地收储事项补偿款对公司本期净利润影响数0.62亿元，占本期净利润比重为45.68%，土地收储事项补偿款与政府补贴对公司本期盈利贡献较高。

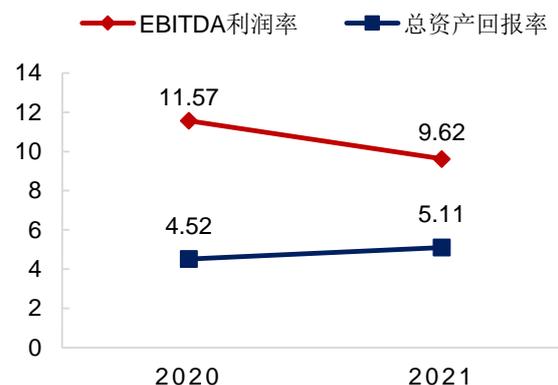
受上游原材料价格中枢持续上移与研发费用增加影响，EBITDA利润率降至9.62%，但受益于前期建设项目产能的逐步释放，2021年公司金华厂区收储事项补贴款导致利润规模明显提升，公司总资产回报率小幅提升至5.11%，公司整体盈利能力仍较为一般，未来需关注原材料价格上涨对其盈利水平的压制。

图 8 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 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 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

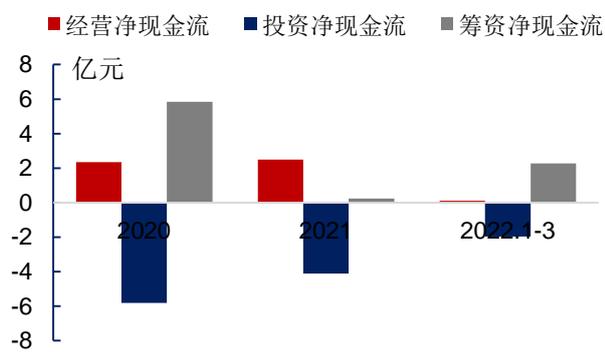
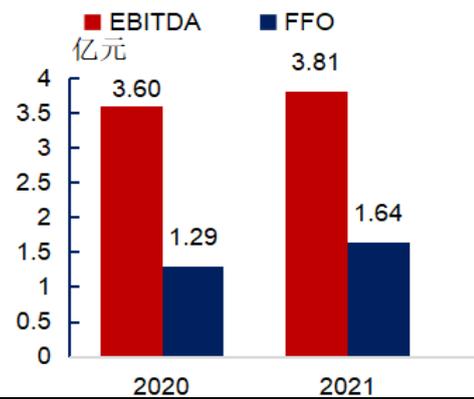
## 现金流

**2021年公司主营业务回款情况较好，资本性支出规模仍较大，在建项目尚需投资规模较大，后续仍面临较大资金压力**

公司产品销售回款情况较好，应收账款整体账龄较短，2021年公司经营活动现金净流入2.49亿元，

较上年有所回升。2021年公司持续进行较大规模资本性投入，投资活动现金流表现为持续大规模净流出，2021年公司因收储事项收到拆迁补偿款3.08亿元，当期投资活动现金流净流出规模有所收窄。公司外部融资仍以银行短期借款为主，2021年公司融资与偿债均保持较高规模，当期筹资活动净现金流规模较小。

随着公司经营规模扩大，2021年公司EBITDA与FFO均有所增长，但存货和经营性应收项目规模仍然较高，对公司营运资金形成一定占用。目前公司在建项目尚需投资规模仍较大，面临较大的资金压力，未来主要资本性支出仍将依赖筹资活动。

**图 10 公司现金流结构**

**图 11 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


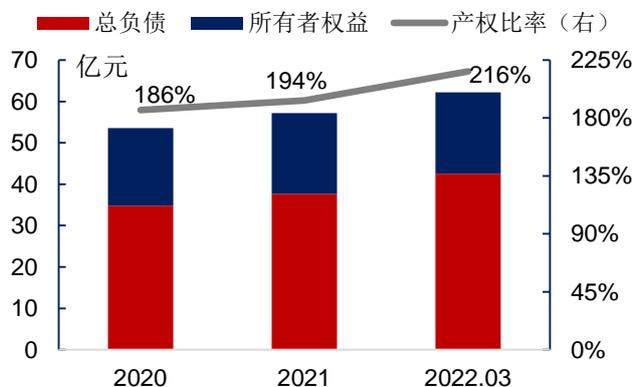
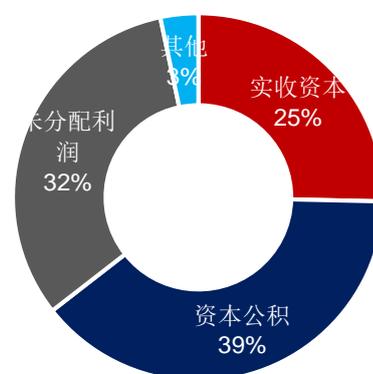
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

**2021年公司总债务规模持续增加，短期债务占比较大，仍面临较大短期偿债压力**

截至2022年3月末，公司所有者权益主要为资本公积、未分配利润与实收资本。2021年及2022年1-3月，公司负债规模进一步增长，产权比例持续提升，当前净资产对负债保障程度仍较弱。

**图 12 公司资本结构**

**图 13 2022年3月末公司所有者权益构成**


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

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

公司负债仍以流动负债为主，其中短期借款系公司负债的主要构成，占负债总额比重达46.24%，借款类型主要包括保证借款、抵质押借款等。截至2021年末，公司应付票据全部系银行承兑汇票，其规模随票据结算时点的不同有所波动；应付账款主要系应付工程款、设备款等，账龄主要为1年以内；一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款与长期应付款。

为满足工程建设资金需要，2021年公司长期借款规模有所增长，主要为抵押及保证借款、保证借款；应付债券即应付本期债券，长期应付款系2020年新增融资租赁借款，融资成本为一年期贷款市场报价利率（LPR）+263个基点。

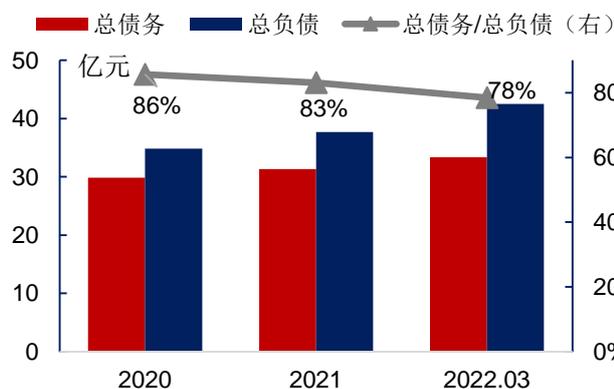
**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

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	19.66	46.24%	18.67	49.53%	17.37	49.85%
应付票据	6.43	15.11%	5.82	15.42%	6.15	17.65%
应付账款	5.70	13.41%	3.24	8.59%	2.11	6.04%
一年内到期的非流动负债	3.29	7.73%	1.50	3.99%	1.37	3.92%
<b>流动负债合计</b>	<b>36.88</b>	<b>86.73%</b>	<b>30.78</b>	<b>81.64%</b>	<b>28.27</b>	<b>81.12%</b>
长期借款	1.85	4.34%	3.41	9.05%	2.78	7.99%
应付债券	1.76	4.14%	1.73	4.60%	1.65	4.74%
长期应付款	0.38	0.89%	0.20	0.52%	0.53	1.53%
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.64</b>	<b>13.27%</b>	<b>6.92</b>	<b>18.36%</b>	<b>6.58</b>	<b>18.88%</b>
<b>负债合计</b>	<b>42.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>37.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.85</b>	<b>100.00%</b>

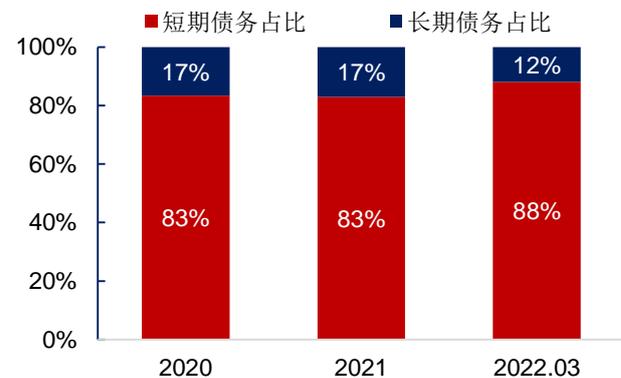
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司总债务规模为33.36亿元，债务规模持续增长，占负债总额比重为78.45%，债务压力仍较大。同时需注意，公司短期债务占比达88.05%，债务结构有待改善，面临较大短期偿债压力。

**图 14 公司债务占负债比重**



**图 15 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

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

偿债指标方面，2021年末及2022年3月末，公司资产负债率进一步增加，整体债务率水平依然较高。随着公司EBITDA规模的提升，2021年公司EBITDA利息保障倍数有所提升，EBITDA对债务利息偿付的保障程度尚可；公司总债务规模持续增加，总债务/总资本与净债务/EBITDA均小幅增加，且FFO与净债务比值仅5.43%，公司仍面临较大的偿债压力。

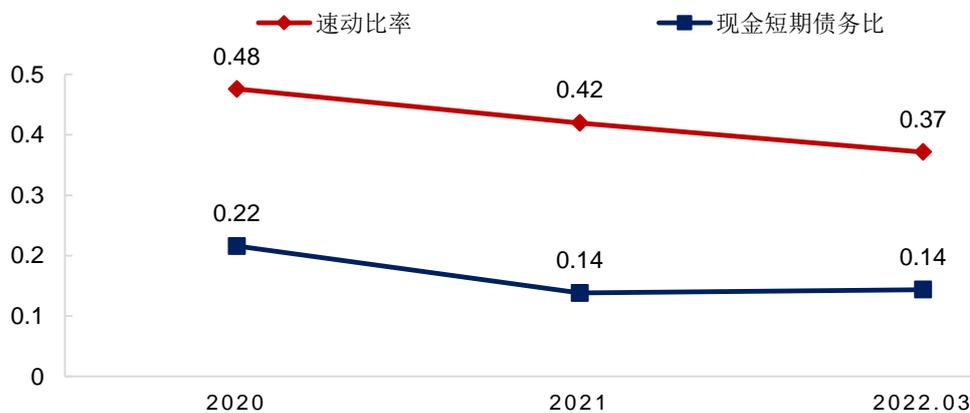
**表12 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	68.37%	65.95%	65.04%
净债务/EBITDA	--	7.58	7.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.62	2.52
总债务/总资本	62.90%	61.68%	61.45%
FFO/净债务	--	5.68%	5.09%

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

随着定向增发所募集资金逐步投入项目建设，2021年末公司货币资金账面余额有所下滑，且公司短期债务规模持续增加，2021年公司现金短期债务比与速动比率较上年有所下滑，公司流动性状况进一步弱化，公司仍面临较大的短期偿债压力。

**图 16 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<sup>5</sup>，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月18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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、抗风险能力分析

2021年汽车零部件市场需求随经济复苏进一步回暖，行业收入增速回升，预计2022年预计汽车零部件需求量总体保持稳定。公司是国内重要的铝合金轮毂生产企业，涉及汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮的生产及销售，随着各生产基地产能逐步释放，2019-2021年公司业务规模持续扩大，营业收入保持增长。截至2022年3月末公司尚有5.97亿元银行授信未使用，具有一定融资弹性。

但同时我们也关注到，公司在建项目尚需投入资金规模较大，存在较大的资本性支出压力；公司在建新增产能规模较大，若市场环境或下游需求等发生重大不利变化，公司面临新增产能不能被及时消化的风险；2020年二季度以来，公司上游原材料价格持续走高，对公司成本控制形成一定压力，需关注原材料价格波动产生的盈利风险。

## 九、本期债券偿还保障分析

### 富源今飞房地产开发有限公司为本期债券提供了担保

富源今飞房地产开发有限公司（以下简称“今飞房地产”）为本期债券提供无条件的不可撤销连带责任保证担保，担保范围为可转债总额的100%本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，保证期间为债券所应承担的第一笔主债务产生之日起，至债券所应承担的最后一笔主债务履行期限届满之日起两年。

今飞房地产成立于2018年3月，出资人系今飞控股，注册资本为41,000.00万元，今飞控股持有100.00%股权。今飞房地产主要从事房地产开发、销售、经营，截至2021年末，今飞房地产总资产为78,686.13万元，所有者权益为39,293.47万元，资产负债率为50.06%。2021年今飞房地产实现营业收入1.69亿元，全部为房屋销售收入。截至2021年末，今飞房地产预收账款余额为2.22亿元，全部为预收购房款，当期末存货余额2.77亿元。中证鹏元未对今飞房地产进行评级，其为本期债券提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保的增信效果无法判断。

表13 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2021年	2020年
----	-------	-------

<sup>5</sup>截至2022年6月14日，公司尚未提供控股股东今飞控股征信报告

总资产	78,686.13	74,830.41
所有者权益	39,293.47	40,006.15
总债务	0.00	0.00
资产负债率	50.06%	46.54%
营业收入	16,910.24	14,773.14
营业利润	-406.85	23.58
净利润	-669.41	23.86
经营活动现金流净额	-6,209.18	4,037.38

资料来源：今飞房地产 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 十、结论

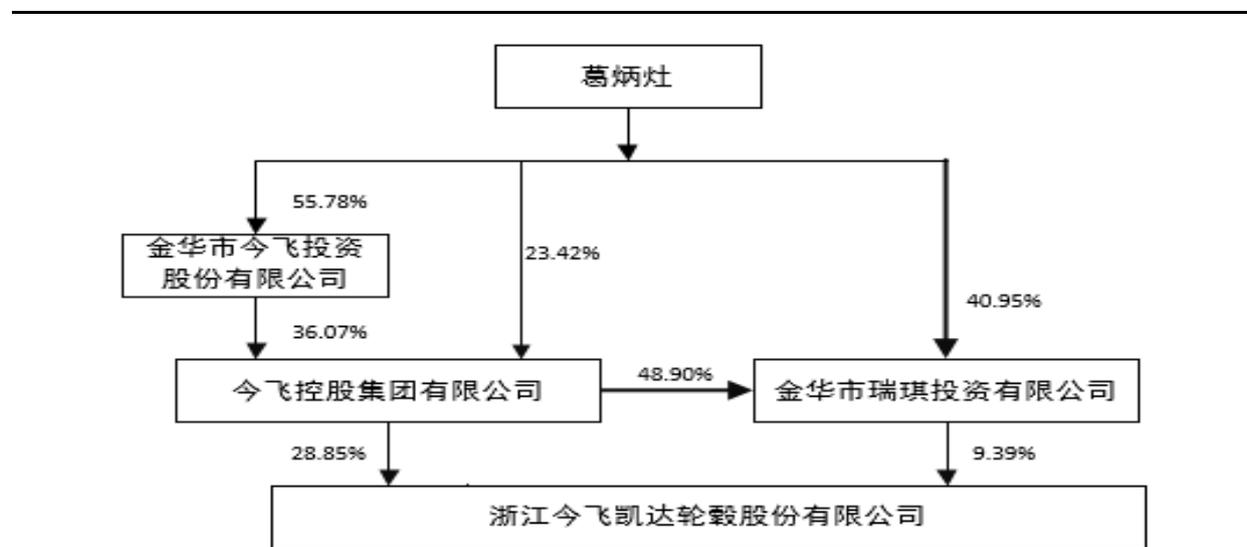
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“今飞转债”的信用等级为A+。

## 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	5.53	4.52	6.19	3.45
存货	13.50	10.99	10.37	9.48
流动资产合计	27.20	23.91	23.82	18.96
固定资产	19.30	20.22	18.18	14.91
在建工程	8.52	5.89	4.42	4.63
非流动资产合计	34.99	33.26	29.76	25.67
资产总计	62.20	57.17	53.58	44.63
短期借款	19.66	18.67	17.37	17.23
应付票据	6.43	5.82	6.15	6.02
应付账款	5.70	3.24	2.11	2.00
一年内到期的非流动负债	3.29	1.50	1.37	0.69
流动负债合计	36.88	30.78	28.27	27.17
长期借款	1.85	3.41	2.78	2.01
应付债券	1.76	1.73	1.65	3.35
长期应付款	0.38	0.20	0.53	0.00
非流动负债合计	5.64	6.92	6.58	6.89
负债合计	42.52	37.70	34.85	34.06
总债务	33.36	31.33	29.86	29.31
归属于母公司的所有者权益	19.60	19.40	18.68	10.44
营业收入	8.74	39.55	31.15	29.46
净利润	0.18	1.37	0.66	0.59
经营活动产生的现金流量净额	0.10	2.49	2.34	2.42
投资活动产生的现金流量净额	-1.97	-4.11	-5.81	-5.04
筹资活动产生的现金流量净额	2.28	0.24	5.84	1.85
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	16.82%	12.85%	13.97%	15.35%
EBITDA 利润率	--	9.62%	11.57%	11.32%
总资产回报率	--	5.11%	4.52%	4.92%
产权比率	216.12%	193.67%	186.06%	322.17%
资产负债率	68.37%	65.95%	65.04%	76.31%
净债务/EBITDA	--	7.58	7.03	8.21
EBITDA 利息保障倍数	--	2.62	2.52	2.45
总债务/总资本	62.90%	61.68%	61.45%	73.49%
FFO/净债务	--	5.68%	5.09%	5.27%
速动比率	0.37	0.42	0.48	0.35
现金短期债务比	0.14	0.14	0.22	0.11

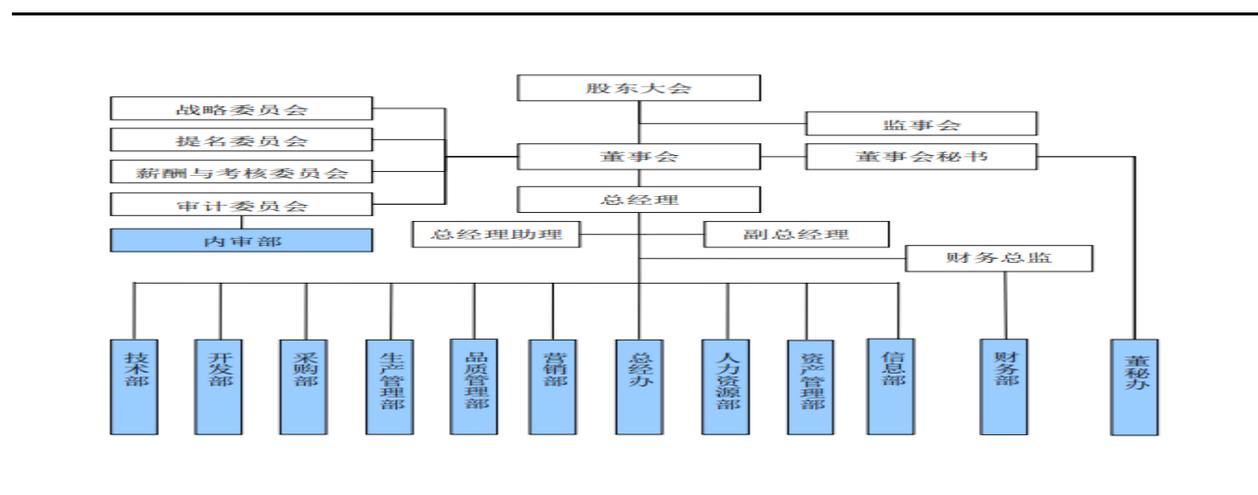
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

## 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

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	主要经营地	业务性质
浙江今飞亚达轮毂有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
浙江今飞摩轮有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
浙江今泰汽车零部件制造有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
金华市今飞零部件制造有限公司	70.00%	浙江金华	制造业
金华市今飞轻合金材料有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
浙江今飞汽摩配技术研究院有限公司	100.00%	浙江金华	技术服务业
金华市今飞汽车配件有限公司	100.00%	浙江金华	批发和零售业
贵州今飞轮毂有限公司	100.00%	贵州贵阳	制造业
FUTURE INDUSTRIAL& TRADING INC (飞驰工贸股份有限公司)	100.00%	美国	批发和零售业
JINFEI TRADING INDIA PRIVATE LIMITED (印度今飞贸易有限公司)	100.00%	印度	批发和零售业
云南富源今飞轮毂制造有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
宁夏今飞轮毂有限公司	100.00%	宁夏中卫	制造业
云南今飞摩托车配件制造有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
富源今飞零部件有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
浙江今飞智造摩轮有限公司	100.00%	浙江金华	批发和零售业
浙江今飞新材料有限公司	100.00%	浙江金华	批发和零售业
浙江今飞国际贸易有限公司	100.00%	浙江金华	批发和零售业
VOSSENMANU FATURE (THAILAND) CO.,LTD. (沃森制造(泰国)有限公司)	100.00%	泰国	制造业
富源今飞汽车配件制造有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
云南飞速汽车轮毂制造有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
金华市今科新材料有限公司	90.00%	浙江金华	批发和零售业
江西今飞轮毂有限公司	100.00%	江西宜春	制造业
金华市今飞车圈有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
浙江今飞摩轮研究院有限公司	100.00%	浙江金华	研发与技术服务业
云南今飞铝合金材料研发有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
金华市今飞车料销售有限公司	51.00%	浙江金华	批发和零售业

资料来源：公司 2021 年审计报告，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。