



成都豪能科技股份有限公司2022年公开发行 可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

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：

成都豪能科技股份有限公司

2022年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-5-26

债券概况

发行规模：不超过 5 亿元

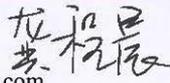
发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

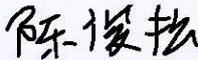
发行目的：用于汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程 and 补充流动资金

联系方式

项目负责人：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com



项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

评级观点

中证鹏元评定成都豪能科技股份有限公司（以下简称“豪能股份”或“公司”）本次拟公开发行不超过 5 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到公司汽车零部件业务实现同步器总成系统的产业链布局，积累了大量优质客户且优质客户稳定性较好；得益于同步器产品具有一定的技术优势，整体盈利能力较强。同时中证鹏元也关注到，公司航空零部件业务验收周期较长，使得公司的资金使用效率有所降低，未来需关注产品价格下降及原材料价格变动对公司后续业绩影响情况；公司面临一定的商誉减值风险及短期偿债压力，项目建设面临一定的资金压力且需关注其未来收益实现情况。

未来展望

公司营业收入保持增长，盈利能力较强，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	41.28	39.68	32.85	24.75
归母所有者权益	19.29	18.45	17.40	15.88
总债务	11.04	10.23	5.65	4.03
营业收入	4.09	14.44	11.71	9.28
EBITDA 利息保障倍数	--	18.68	62.03	25.48
净利润	0.86	2.21	1.93	1.27
经营活动现金流净额	-0.27	4.76	2.60	2.35
销售毛利率	39.06%	35.26%	35.10%	30.60%
EBITDA 利润率	--	29.22%	29.64%	27.71%
总资产回报率	--	7.53%	7.85%	6.46%
资产负债率	49.52%	49.68%	41.82%	30.79%
净债务/EBITDA	--	1.66	0.30	0.23
总债务/总资本	34.64%	33.88%	22.83%	19.05%
自由现金流/净债务	--	-17.24%	-141.16%	-359.67%
速动比率	0.83	0.64	0.87	1.33
现金短期债务比	0.69	0.46	1.10	0.91

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

- **公司汽车零部件业务实现同步器总成系统的产业链布局，积累了大量优质客户且优质客户稳定性较好。**公司同步器总成系统业务已经实现了从模具设计制造、原材料熔炼制造、热处理和总成装配等产业链布局，且依靠产品良好的品质和稳定的配套能力，公司积累了大量优质客户且与其大多保持稳定合作关系，客户流失情况较少。
- **得益于汽车零部件同步器产品具有一定的技术优势，公司整体盈利能力较强。**近年来公司引进国际先进水平的生产设备，具备较强的装备优势，加之建有省级技术中心，且在全工艺过程都拥有自创技术，使得汽车零部件产品具备一定的技术优势，整体盈利能力指标处于较高水平。

关注

- **航空零部件业务验收周期较长，使得公司的资金使用效率有所降低。**公司航空零部件业务的客户主要为军工企业，产品验收周期较长，导致该业务对营运资金的占用时间较长，使得资金使用效率有所降低。
- **未来需关注产品价格下降及原材料价格变动对公司后续业绩影响情况。**公司汽车零部件业务议价能力较弱，存在产品价格下降风险；成本中原材料占比较大，近年来坯件、有色金属等原材料价格有所上涨，鉴于钢价在高位运行，需要关注原材料价格变动对公司后续业绩影响情况。
- **公司面临一定的商誉减值风险。**公司收购成都昊轶强航空设备制造有限公司（以下简称“昊轶强”）形成了一定规模的商誉，截至目前未计提减值准备；未来昊轶强业绩存在不确定性，公司面临一定的商誉减值风险。
- **项目建设面临一定的资金压力且需关注其未来收益实现情况。**近年来公司投资活动现金净流出规模较大，主要依赖于银行借款；2021年末主要在建项目尚需投资规模较大，未来收益实现情况存在不确定性，面临产能消化风险，且存在一定的资金压力。
- **公司面临一定的短期偿债压力。**受公司经营负债增长以及融资需求扩大影响，公司总债务不断增长，短期偿债能力指标表现较弱。

同业比较（单位：亿元）

指标	豪能股份	精锻科技
总资产	39.68	47.03
营业收入	14.44	14.23
净利润	2.21	1.72
销售毛利率	35.26%	29.26%
资产负债率	49.68%	33.08%

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	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	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		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	-2
	业务多样性	4		盈利状况	非常强
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
无	无	无	无	无	无

一、发行主体概况

2006年9月公司注册成立，原名为成都豪能机械有限公司，注册资本0.10亿元，其中向朝东持股60.00%、杜庭强持股20.00%、廖新民持股20.00%。后经增资、股份制改革，2008年3月末公司名称变更为现名，注册资本为0.70亿元。经历次股权转让、非公开发行新股等，2016年末公司注册资本为0.80亿元，其中向朝东持股25.00%、徐应超持股9.50%、向星星持股9.31%。2017年11月，经中国证券监督管理委员会批准，公司向社会公开发行人民币普通股（A股）股票2,667万股，并在上海证券交易所上市。公开发行股票后，公司注册资本增加至1.07亿元，其中向朝东持股18.75%、徐应超持股7.12%、向星星持股6.98%。后经历次转增股本、股权激励定向增发，2022年3月末公司股本增加至3.03亿元，向朝东持股18.12%，为公司控股股东。

2017年9月，公司股东向朝东、向星星、向朝明、徐应超和杜庭强共同签署了《一致行动暨共同控制协议》，各方约定行使公司重大事项股东表决权时保持一致行动并对公司实施共同控制。2021年11月，公司股东向朝东、向星星、向朝明、徐应超、杜庭强经共同协商，签署了《关于部分一致行动人解除一致行动关系的协议》，自本协议生效之日起，徐应超、杜庭强解除一致行动关系，向朝东、向星星和向朝明继续履行《一致行动暨共同控制协议》，公司一致行动人变更为向朝东、向星星和向朝明，三人为公司共同实际控制人，合计持有公司股份8,629.88万股，占公司总股本的28.49%，无质押情况。2022年3月末公司前十大股东明细如下表所示。

表1 截至 2022 年 3 月末公司前十大股东明细

股东名称	持股比例（%）	持股总数（万股）
向朝东	18.12	5,488.00
徐应超	6.89	2,085.44
向星星	6.75	2,044.28
杜庭强	4.76	1,441.57
向朝明	3.62	1,097.60
张勇	2.87	870.70
杨燕	2.87	869.97
广发证券股份有限公司—中庚小盘价值股票型证券投资基金	2.36	716.05
平安银行股份有限公司—中庚价值品质一年持有期混合型证券投资基金	2.26	684.28
中国对外经济贸易信托有限公司—外贸信托—高毅晓峰鸿远集合资金信托计划	1.89	573.37

注：公司股东向朝东与徐应超为舅甥关系、向朝东与向星星为父女关系、向朝东与杜庭强为舅甥关系、向朝东与向朝明为兄弟关系。

资料来源：公司 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

2019-2021年公司主要从事汽车零部件生产销售业务，汽车零部件包括同步器总成系统、差速器、离合器、各类坯件，产品主要应用于燃油汽车和新能源汽车。2020年7月收购昊轶强后，新增航空零部

件制造业务。

二、本期债券概况

债券名称：成都豪能科技股份有限公司2022年公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过5亿元；

债券期限和利率：6年，本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和支付最后一年利息；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易额/该日公司股票交易量；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前述的股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：1、在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%；2、当本期债券未转股余额不足3,000万元时。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券回售条款：1、有条件回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的60%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派

送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

2、附加回售条款：若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量由股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。

原股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过5.00亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程	105,798.82	35,000.00	33.08%
补充流动资金	-	15,000.00	-
合计	-	50,000.00	-

资料来源：公司提供

根据公司提供的《成都豪能科技股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，本期债券募投项目汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程由子公司泸州豪能传动技术有限公司负责运营，该项目计划建设年产500万套汽车差速器产品生产基地，包括差速器壳体铸造、机加生产线，行星半轴齿轮锻造、机加生产线，总成装配线，以及对混动、电动、燃油车各类车型差速器总成强度、精度、寿命等性能进行验证的实验中心。该项目建设周期3年，已于2021年10月开始建设，初始总投资6.50亿元（2022年3月变更总投资额为10.58亿元），2021年末已投资2.17亿元。项目获得的批复情况如下。

表3 本期债券募投项目批复情况

文件名称	发文机关	发文时间
四川省技术改造投资项目备案表	泸州高新区行政审批局	2021年10月12日

资料来源：公司提供

该项目建成运营并全部达产后，预计可实现年销售收入10.77亿元，内部收益率（所得税前）为25.46%。值得关注的是，募投项目受资金到位情况、气候等不可抗力因素影响，存在不能按时完工的可能性，同时能否实现预期收益尚待观察。

四、运营环境

行业环境

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，但中证鹏元对2022年汽车行业消费持谨慎乐观态度，疫情对汽车厂商正常生产和供应链顺畅流通仍在短期造成较大冲击

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等为首的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。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

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



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,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、

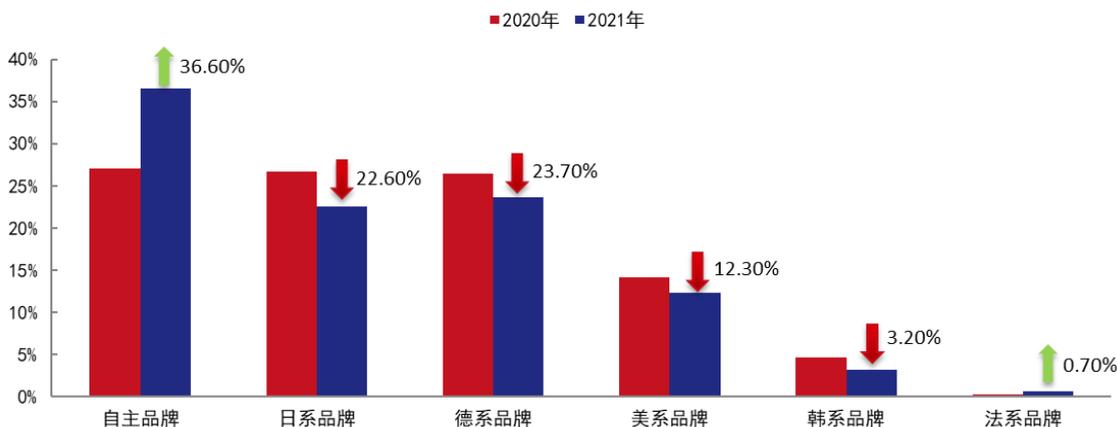
掌握核心技术的供应商有望继续享受新能源汽车发展红利；市场并购重组保持活跃，需继续防范并购风险

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产能继续保持出清状态。

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4 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	260.7%
小鹏汽车	96,641	27,041	257.4%
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%

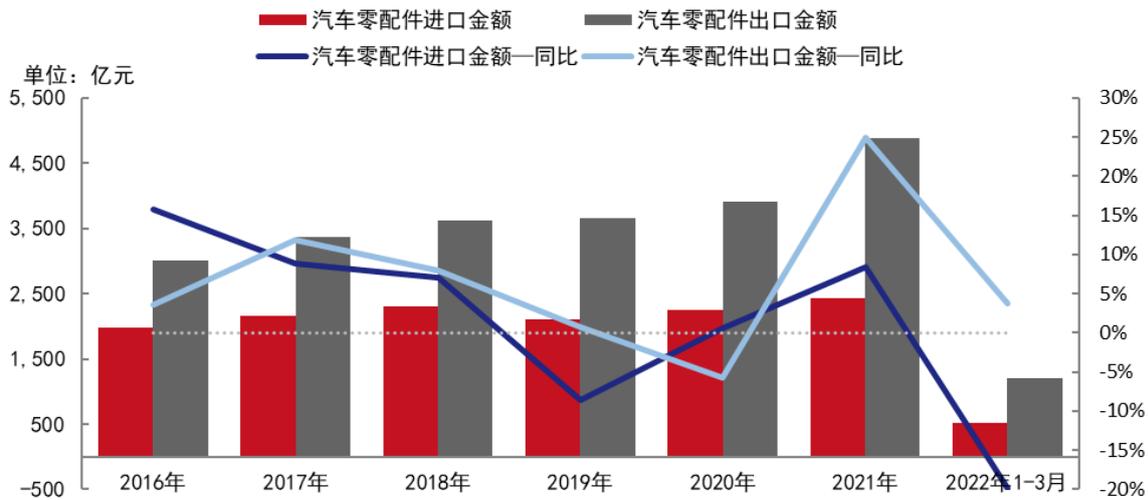
资料来源：乘联会，北汽蓝谷公告，中证鹏元整理

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新冠疫情影响，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%，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



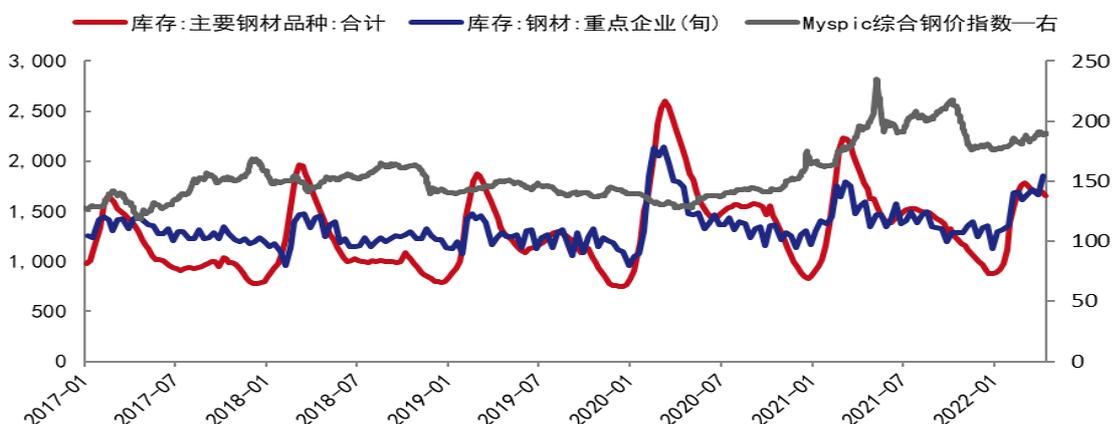
资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

预计 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。

图 6 2021 年钢价大幅上涨（单位：万吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》及其他有关规定，制定了公司法人治理结构，设立了股东大会、董事会及监事会。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针及投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准公司的董事会及监事会报告、年度财务预算及利润分配方案等。

公司设董事会，对股东大会负责，由9名董事组成，其中独立董事3名；董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满可连选连任；董事会设董事长1名，副董事长1名，以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由3名监事组成，其中公司职工代表监事1名，职工代表监事由公司职工代表大会或其他形式民主选举产生；监事每届任期三年，连选可以连任；设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘；总经理主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作，每届任期三年，连聘可以连任；总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。

公司董事会设置了战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会4个专门委员会，审计委员会下设审计部。内部管理方面，公司设财务部、质保部、采购部、销售部、制造部等部门。截至2022年3月末，公司组织架构图见附录三。

2022年3月末，公司控股股东向朝东的持股比例较低，共同实际控制人为向朝东、向星星和向朝明，三人合计持有公司股份占公司总股本的比例较低，需关注未来公司控股股东、实际控制人的稳定性。

员工构成方面，截至2021年末，公司员工总数超2,000人，专业构成方面，公司员工以生产人员为主；教育程度方面，公司员工以初中、高中、大专等学历为主。

表5 截至 2021 年末公司员工构成及教育程度

专业构成	人数	占员工总人数比重
生产人员	1,630	71.21%
销售人员	39	1.70%
技术（研发）人员	213	9.31%
财务人员	27	1.18%
行政人员	184	8.04%
管理人员	196	8.56%
合计	2,289	100.00%
教育程度	人数	占员工总人数比重
研究生及以上	8	0.35%
本科	277	12.10%
大专（高职）	466	20.36%
中专（中计）	411	17.96%
高中	593	25.91%
初中及以下	534	23.33%
合计	2,289	100.00%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

六、经营与竞争

近年公司主要从事汽车零部件制造业务，2020年7月收购昊轶强后，新增航空零部件制造业务，该类业务收入快速增长，但2021年收入占比仍较小。随着公司凭借产品综合优势不断获得新项目订单，公司营业收入稳步增长。2020年公司销售毛利率有所提高，主要系2020年汽车行业景气度有所恢复，公司产品的盈利空间有所提高所致。2021年公司销售毛利率较2020年保持相对稳定，在35%左右。2022年1-3月，公司营业收入仍主要来自于汽车零部件制造业务，但航空零部件收入占比提高至20.02%；销售毛利率较2021年有所提高，主要系公司航空零部件制造业务毛利率有所提高所致。

表6 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		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
汽车零部件制造	32,110.28	28.76%	128,245.87	32.24%	111,662.51	32.03%	91,675.77	29.83%
航空零部件制造	8,191.99	78.24%	13,792.98	55.93%	3,552.38	59.74%	0.00	-
其他	617.16	54.91%	2,383.02	78.21%	1,864.24	92.54%	1,094.48	94.53%
合计	40,919.43	39.06%	144,421.86	35.26%	117,079.14	35.10%	92,770.25	30.60%

注：公司将昊轶强2020年9-12月财务数据并入合并范围。

资料来源：公司2019-2021年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

1. 汽车零部件板块

公司汽车零部件业务实现同步器总成系统产业链布局完善，具备较强的产品配套能力，从而积累了大量优质客户，但该业务存在一定的产品替代风险；随着汽车行业需求恢复，近年公司扩充产能，产能利用率亦不断提高

公司汽车零部件业务主要为同步器总成系统的生产销售，2021年同步器总成系统销售收入占汽车零部件收入的占比为64.70%，占比较大；此外公司还生产销售差速器、离合器、各类坯件。同步器总成系统产品主要应用于燃油汽车和新能源汽车，覆盖乘用车、商用车、工程机械车辆和轨道交通系统。公司同步器总成系统产品主要包括同步器总成、结合齿等。以结合齿为例，生产工艺主要包括墩坯、热处理、清洗等步骤。公司业务已经实现了从模具设计制造、原材料熔炼制造、管材挤制、精密锻造、高精度机械加工、热处理和总成装配等产业链布局，有利于公司缩短交货周期，降低采购成本，提高公司的抗风险能力。

公司重要子公司泸州长江机械有限公司前身为长江机械厂，建于1964年，至今已拥有近60年的汽车及摩托车零部件、机械零部件生产历史，技术沉淀较多。截至2022年3月末，公司已拥有专利155项、软件著作权8项，集中在同步器、结合齿等领域。公司近年来引进了大批国际先进水平的智能化生产设备，残次品率较低，生产工艺精度较高，相较同行业企业具备较强的装备优势，能有效保证产品质量和交付

稳定；同时公司掌握了多项核心技术和产品快速设计开发的综合能力，在保证产品品质的前提下不断进行技术改进、提高管理水平，与客户的生产销售同步发展，保证配套产品的及时有效供应，能够配套多种不同品牌、不同档次及不同结构的重型车、中型车、轻型车、微型车、轿车等全系列车型，形成了较强的配套能力。公司同步器主要应用于 MT、AMT 和 DCT 变速器，如果 AT、CVT 市场份额提升将对公司业务规模的扩张造成不利影响。同时，新能源汽车行业的发展也会对传统汽车产生一定的替代效应，虽然燃油车体量目前仍处于绝对优势，但也不排除未来新能源汽车超预期发展，对传统燃油车的替代加速，进而对公司同步器系统产品销售造成不利影响。

公司生产的汽车同步器组件产品应用范围覆盖乘用车和商用车市场，并以乘用车市场为主。依靠良好的产品品质和稳定的配套能力，公司在近年来的业务发展中积累了大量的优质客户，上汽集团、东风汽车集团、一汽集团、大众汽车集团、吉利汽车、中国重汽集团、法士特等均为公司直接或者间接配套的客户。产品主要配套车系有：奔驰、宝马、奥迪、大众、雷诺、红旗等。近年来公司积极拓展商用车结合齿等业务，其中2020年商用车业务同比增长66.62%，与法士特、上汽、重汽、采埃孚等客户在商用车同步器领域广泛合作，获得采埃孚福田卓越质量奖、法士特优秀供应商、重汽优秀供应商等多项荣誉。公司与大众、麦格纳、一汽、上汽、吉利等客户在新能源汽车领域开展了多项合作，涉及隔离环、结合齿、锥齿轮、行半齿、差速器总成等多个产品。

公司生产基地分布于成都、泸州、重庆，位于成都的公司本部主要负责适用于商用车的同步器总成系统生产销售，泸州长江机械有限公司主要负责适用于乘用车等的同步器总成系统生产销售，重庆豪能兴富同步器有限公司主要负责同步器中齿轮、齿套等以及锻件的生产。公司主要采用以销定产的生产模式，制造部根据销售部的月度销售计划制定月度生产计划，并严格按照生产控制程序和质量控制体系组织生产。随着公司新购入机器设备、增加生产线，近年来公司同步器总成和结合齿的产能均有所提高。2019年汽车行业市场整体出现一定下行以及公司新增产能尚未完全投产，导致公司同步器总成、结合齿的产量较少，产能利用率相对较低。2020年以来汽车行业需求有所恢复，公司积极拓展业务，同步器总产量随之增长较多，产能利用率提高至95%以上，结合齿产量亦有所增长，产能利用率提高至90%以上。

表7 公司汽车零部件产能及产量情况（单位：万件）

项目	2021年		2020年		2019年	
	同步器总成	结合齿	同步器总成	结合齿	同步器总成	结合齿
产能	6,420.00	2,050.00	6,140.00	1,550.00	5,930.00	1,520.00
产量	6,104.14	1,888.63	5,571.93	1,455.39	3,853.51	1,311.04
产能利用率	95.08%	92.13%	90.75%	93.90%	64.98%	86.25%

资料来源：公司提供

公司汽车零部件成本中原材料占比较大，近年来主要原材料价格有所上涨，未来需要关注原材料价格变动对公司后续业绩影响情况

公司主要采用以产定购的采购模式，公司产品生产所需原材料由制造部根据生产计划向供应商采购，

公司质保部负责原材料质量控制。公司汽车零部件成本包括原材料、制造费用、人工费用等，其中原材料占比较大；由于近年原材料价格上涨以及公司通过技术改进、智能生产等方式优化成本，原材料占全部成本的占比从2019年的48.18%提高至2021年的61.14%。公司采购的原材料主要包括钢质坯件、有色材料、摩擦材料等，钢质坯件采购金额占原材料采购总额的占比最高，近年来单价有所提高。近年有色材料单价不断提高，且2021年涨幅较大。近年公司通过技术创新方式降低产品所需原材料的数量，并通过集中采购、产地直采等方式降低原材料采购成本，在一定程度上缓解了原材料上涨压力；但鉴于钢价在高位运行，未来需要关注原材料价格变动对公司后续业绩影响情况。

表8 公司汽车零部件主要原材料采购情况（单位：万元、元/件、元/kg）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	单价	金额	单价	金额	单价
钢质坯件	36,771.59	8.35	29,572.75	8.27	22,697.10	7.68
有色材料	9,429.09	46.02	6,603.16	35.52	5,271.04	34.34
摩擦材料	4,716.90	170.61	3,437.01	198.70	1,903.22	239.08
其他	2,209.42	-	1,710.13	-	1,150.63	-
合计	53,127.00	-	41,323.06	-	31,021.98	-

资料来源：公司提供

公司建立了供应商评级制度，与重要供应商建立长期合作关系，确保产品质量的稳定性。近年来公司汽车零部件业务前五大供应商有所变动，前五大供应商采购金额占当期汽车零部件采购总额的占比不断降低。

表9 公司汽车零部件业务前五大供应商情况（单位：亿元）

年度	单位名称	采购金额	占当期汽车零部件主要原材料采购总额的占比
2021年	重庆兴韵晨金属材料有限公司	0.74	13.99%
	重庆市璧山区茂渝机械制造有限公司	0.41	7.81%
	重庆鼎强商贸有限公司	0.39	7.30%
	常州光洋轴承股份有限公司	0.32	6.10%
	嘉兴和新精冲科技有限公司	0.21	3.89%
	合计	2.08	39.09%
2020年	重庆青竹机械制造有限公司	1.22	29.51%
	重庆韵晨金属合金有限公司	0.44	10.58%
	重庆市璧山区茂渝机械制造有限公司	0.36	8.74%
	常州光洋轴承股份有限公司	0.18	4.33%
	重庆兴富吉实业有限公司	0.18	4.23%
	合计	2.37	57.39%
2019年	重庆青竹机械制造有限公司	0.99	31.87%
	重庆韵晨金属合金有限公司	0.49	15.73%
	重庆兴富吉实业有限公司	0.24	7.62%
	重庆市璧山区茂渝机械制造有限公司	0.20	6.40%

欧瑞康美科表面技术（上海）有限公司成都分公司	0.14	4.52%
合计	2.05	66.14%

资料来源：公司提供

市场需求增加、业务订单增长使得公司同步器总成及结合齿销售金额不断增长，且大客户稳定性较好，但公司存在产品价格下降风险

销售模式方面，公司在整车厂或主机厂所在地附近设立中转仓库，或使用客户指定的中转仓库，并按照客户要求对中转仓库实行安全库存管理，保证库存商品数量不低于最低安全保障量。客户根据自身生产需要从中转仓库领用产品，公司与客户定期（通常为每月）对领用的数量进行核对并确认，公司根据双方确认的商品名称、数量及金额确认销售收入并开具销售发票。

2020年以来市场需求逐步增加，此外依托于优良的产品品质以及积极拓展业务，公司不断获得乘用车和商用车领域的新订单，使得近年来公司同步器总成以及结合齿销量不断增长，推动销售金额保持增长。由于整车厂商处于汽车产业链顶端，对汽车零部件供应商具有较强的议价能力，因此会将降价部分传导至上游零部件供应商，导致与其配套的汽车零部件价格也需逐年下降。

表10 公司汽车零部件销售情况（单位：万件、元/件、万元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	同步器总成	结合齿	同步器总成	结合齿	同步器总成	结合齿
销量	5,794.40	1,679.56	5,498.47	1,467.01	4,023.19	1,281.44
销售单价	14.32	16.91	14.11	16.48	16.28	16.62
销售金额	82,980.79	28,394.60	77,575.43	24,171.31	65,494.38	21,299.71

资料来源：公司提供

公司和下游整车厂或主机厂建立配套关系，需要经过相当复杂的认证过程，一般至少需要2~3年时间；故公司与优质客户大多保持稳定合作关系，客户流失情况较少。近年来公司前五大客户变化较小，前五大客户销售金额占当期汽车零部件销售总额的占比保持在55%上下，大客户稳定性较好。

表11 公司汽车零部件业务前五大客户情况（单位：亿元）

年度	单位名称	销售金额	占当期汽车零部件销售总额的占比
2021年	GETRAG ASIA PACIFIC GMBH & CO.KG	2.04	15.88%
	大众汽车（中国）投资有限公司	1.64	12.81%
	陕西法士特齿轮有限责任公司	1.22	9.54%
	中国第一汽车股份有限公司	1.09	8.51%
	采埃孚集团	1.06	8.24%
	合计	7.05	54.98%
2020年	GETRAG ASIA PACIFIC GMBH & CO.KG	1.75	15.67%
	大众汽车（中国）投资有限公司	1.70	15.26%
	陕西法士特齿轮有限责任公司	1.22	10.91%
	中国重汽集团	0.93	8.32%

	上海汽车变速器有限公司	0.72	6.42%
	合计	6.32	56.59%
2019年	大众汽车（中国）投资有限公司	1.35	14.71%
	陕西法士特齿轮有限责任公司	1.18	12.89%
	上海汽车变速器有限公司	0.87	9.49%
	GETRAG ASIA PACIFIC GMBH & CO.KG	0.81	8.86%
	豪能贺尔碧格传动技术（上海）有限公司	0.66	7.24%
	合计	4.88	53.18%

资料来源：公司提供

公司在同步器总成和结合齿领域具有一定技术优势，并通过持续投入研发资金提升技术与服务能力；公司主要在建项目总投资规模较大，需关注其未来收益实现情况，并存在产能消化风险

公司是国家高新技术企业，建有省级技术中心、工程技术研究中心和国家认可实验室。经过多年发展，公司已建成一支具有丰富经验的技术研发团队，在原材料铜合金制造、模具设计制造、精密锻造、高精度切削加工、热处理、喷钼处理、摩擦材料粘附技术等全工艺过程都拥有自创技术。

公司与主要客户的研发部门建立了良好的合作关系，能配合客户项目进行正向研发。公司通过自主设计、研发，与客户形成高度配合，实现与客户同步开发协同发展，具备一定的技术优势。同时，公司致力于自主创新和技术升级，有效地推动制造能力的提升与单位成本的下降，并实现质量、交期、成本上的竞争优势，使得客户粘性进一步加强。近年来公司研发投入规模不断提高，研发强度有所提升。

表12 公司研发投入情况

项目	2021年	2020年	2019年
研发投入（万元）	8,045.97	5,632.61	4,492.57
研发投入总额占营业收入比例（%）	5.57	4.81	4.84
公司研发人员的数量（人）	213	184	174
研发人员数量占公司总人数的比例（%）	9.31	8.75	12.69

资料来源：公司 2019-2021 年年度报告，中证鹏元整理

2021年公司主要在建项目总投资16.58亿元，投资规模较大。其中公司汽车同步器系统智能生产基地项目建设内容包括拟建厂房约5.2万平方米，购置各类装备约200台，设计产能为0.43亿件汽车同步器系列产品。由于厂房和土地成本上涨，该项目已投资超过计划总投资额，2021年末工程进度为95%。汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程为公司本期债券募投项目，截至2021年末已投资2.17亿元，该项目建成运营并全部达产达能后，预计可实现年销售收入10.77亿元。航空零部件研发制造项目拟租用厂房0.75万平方米，配置设备147台，项目建设完成后可实现年生产10万件结构件、100万件标准件等任务。需要关注的是汽车零部件行业景气度主要取决于整车行业市场状况，并受宏观经济影响较大，航空零部件行业受国家政策变动影响较大，在建项目未来收益实现情况存在不确定性，并存在产能消化风险。

表13 2021年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
------	-----	-----

汽车同步器系统智能生产基地项目	5.00	6.01
汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程（募投项目）	10.58	2.17
航空零部件研发制造项目	1.00	0.44
合计	16.58	8.62

资料来源：公司提供

2. 航空零部件板块

公司航空零部件业务收入快速增长，盈利能力较强，产能利用水平很高，但对单一客户较为依赖，存在一定的政策风险，且受产品验收周期较长影响，对营运资金的占用时间较长

公司收购昊轶强后，新增航空零部件业务，该业务主要包括航空结构件、标准件、材料试验件的精密加工。产品包括飞机机头、机身、机翼、尾段等各部位相关零部件，主要应用于各型军机、民机及无人机，客户主要为军工企业，对单一客户较为依赖。昊轶强主要采用“来料加工”的外协生产模式，上游价格调整对其影响不大，近两年毛利率保持相对稳定且处于较高水平。需注意的是，若未来国家对航空产业各项支持政策无法顺利实施或停止实施，导致下游市场需求下滑，则将不利于昊轶强航空业务的快速发展。

公司发挥已有业务的技术优势，与昊轶强形成优势互补，提升航空零部件的制造能力和工艺水平，2021年产能利用率超过100%，销售金额达到1.38亿元，但产销率变动不大，仍在50%左右，主要系产品验收周期较长（6-9个月）所致。此外，该业务对营运资金的占用时间较长，降低了公司的资金效率。

近年公司持续对外进行股权投资，拓宽业务布局；公司收购昊轶强形成了一定规模的商誉，截至目前未计提减值准备，若昊轶强业绩不达预期，则存在减值风险

2020年7月，公司以支付2.69亿元现金的方式收购昊轶强68.875%的股份，昊轶强成为公司控股子公司，昊轶强原股东承诺，昊轶强2020年度、2021年度及2022年度实现扣除非经常性损益后的净利润数分别为3,000万元、4,000万元和5,000万元；2020年末，公司收购后对应享有的昊轶强可辨认净资产为0.65亿元，确认商誉2.03亿元，由于2020-2021年昊轶强均完成了业绩承诺，故未计提减值准备。

2021年8月公司以支付1.34亿元现金的方式收购昊轶强剩余股份，昊轶强成为公司全资子公司，昊轶强原股东承诺，昊轶强2021年度、2022年度及2023年度实现扣除非经常性损益后的净利润分别为4,500万元、5,000万元和6,000万元。若未来昊轶强实际运营业绩不及预期，则公司将面临较大的商誉减值测试压力，进而带来资产减值风险。

2020年12月，子公司重庆豪能兴富同步器有限公司以自有资金收购重庆青竹机械制造有限公司（以下简称“青竹机械”）100.00%的股权，交易价格为7,218.00万元，交易价格参照的是2020年11月30日青竹机械净资产金额，故未形成商誉。青竹机械主要生产并销售齿环、齿套、结合齿等汽车零部件坯件，是公司以往最大的坯件供应商。

2021年12月，公司使用自有资金0.88亿元参与四川航天神坤科技有限公司（以下简称“航天神坤”）

增资扩股项目，持有其增资扩股后34%的股权，已完成工商变更。航天神坤是四川航天的商业航天定点承制配套企业，主要从事火箭结构件、航天零部件、核工业智能装备等的生产业务。2021年末航天神坤总资产为4.89亿元，当年实现营业收入1.65亿元，净利润0.02亿元。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（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。2019年至2022年3月公司无不再纳入合并报表范围的子公司，新纳入合并范围的子公司见下表。截至2022年3月末，纳入公司合并范围的子公司详细情况见附录四。

表14 2019-2022年3月新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式	年份
成都昊轶强航空设备制造有限公司	0.14	68.88%	航空飞行器零部件精密制造与销售	收购	2020年
重庆青竹机械制造有限公司	0.40	100.00%	齿轮精密锻件制造与销售	收购	2020年
成都恒翼升航空科技有限公司	0.30	100.00%	航空零部件、相关设备设计、制造及装配、销售	新设	2020年
成都豪能空天科技有限公司	0.50	80.00%	航天配套产品	新设	2021年

注：2021年公司收购昊轶强剩余股权，从而对昊轶强的持股比例从68.88%提高至100.00%。

资料来源：公司提供

资产结构与质量

近年来公司资产规模保持增长，应收账款及受限资产规模较大，存在一定存货跌价风险及商誉减值风险

随着公司业务规模以及融资规模扩大，近年公司资产规模不断增长；公司资产以非流动资产为主，且随着公司不断购入设备、土地以及推进在建项目，非流动资产的占比逐步提高。

2021年末公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金0.40亿元，主要系票据保证金和信用证保证金。因公司销售款项存在一定时间的账期，2021年末公司应收账款占有一定比例，其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比很高，账龄以1年为主；公司前五大应收账款对象分别为陕西法士特齿轮有限责任公司、中国第一汽车股份有限公司、麦格纳动力总成（江西）有限公司、柳州上汽汽车变速器有限公司、重庆青山工业有限责任公司，应收上述对象的款项占应收账款总额比重为34.44%；综合来看，公司应收账款规模较大，账龄大部分在1年以内，主要的欠款单位亦为公司主要客户。

公司存货主要为库存商品、已交付未结算受托加工产品。因公司生产的产品均按客户要求定制生产，2021年末公司存货计提减值准备规模很小，2021年末规模为0.15亿元。2020年末公司存货同比增加较多，主要系2020年公司收购昊轶强、青竹机械所致；2021年末存货进一步增长，主要系销售规模增长所致。随着公司收购昊轶强、青竹机械以及购置机器设备，固定资产不断增长，2021年末主要包括机器设备10.38亿元以及厂房、办公楼等建筑物3.38亿元。公司开展产线优化升级以及启动新项目，使得在建工程不断增长，2021年末主要包括汽车变速器总成生产基地建设项目一期工程、汽车同步器系统智能生产基地项目。2021年末公司无形资产大幅增长，主要系子公司泸州长江机械有限公司当期购置土地所致，购置土地的相关权证尚在办理中。公司商誉系2020年收购昊轶强股权形成，昊轶强2020-2021年均完成业绩承诺，故商誉未发生减值。

整体来看，近年来公司资产保持增长，2021年末以应收账款、存货、固定资产、在建工程为主，应收账款规模较大，存在一定的存货跌价风险，受限资产规模为13.62亿元，未来需关注商誉减值风险。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.23	5.41%	2.74	6.91%	2.83	8.61%	1.83	7.38%
应收账款	3.83	9.28%	3.58	9.01%	3.36	10.24%	2.56	10.34%
存货	5.33	12.91%	5.13	12.93%	4.02	12.23%	2.35	9.50%
流动资产合计	14.76	35.76%	14.22	35.83%	13.51	41.12%	10.60	42.82%
固定资产	14.48	35.08%	14.19	35.76%	11.33	34.48%	9.04	36.54%
在建工程	4.44	10.75%	4.72	11.89%	3.80	11.57%	3.25	13.15%
无形资产	2.06	4.99%	2.07	5.22%	0.91	2.76%	0.90	3.65%
商誉	2.03	4.92%	2.03	5.12%	2.03	6.19%	0.00	0.00%
非流动资产合计	26.52	64.24%	25.46	64.17%	19.34	58.88%	14.15	57.18%
资产总计	41.28	100.00%	39.68	100.00%	32.85	100.00%	24.75	100.00%

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

盈利能力

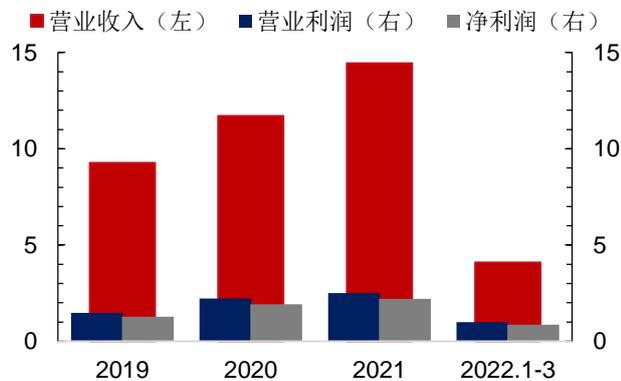
得益于汽车零部件业务规模扩大以及具有一定的技术优势，近年公司营业收入以及销售毛利率均有所提高，盈利能力指标表现较好

近年公司营业收入主要来源于汽车零部件制造业务，规模稳步增长。2020年公司销售毛利率有所提高，主要系2020年汽车行业景气度有所恢复，公司产品的盈利空间有所提高所致。2021年公司销售毛利率较2020年保持相对稳定，在35%左右。2022年1-3月，公司营业收入仍来自于汽车零部件制造业务，但航空零部件制造的收入占比有所提高；销售毛利率较2021年有所提高，主要系公司航空零部件制造业务毛利率有所提高所致。

受益于公司收入增长、销售毛利率提升，2020-2021年公司营业利润、净利润均保持增长态势。

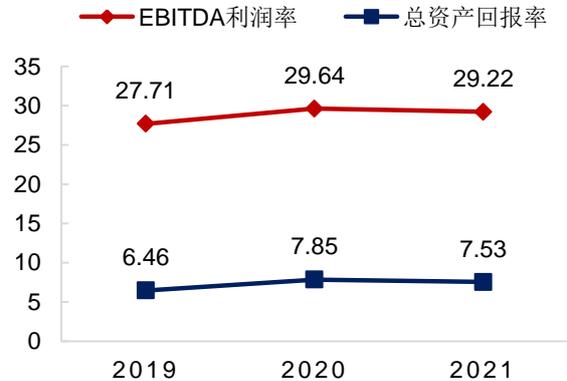
2020年公司汽车零部件制造业务盈利能力有所提高，使得当年EBITDA利润率、总资产回报率有所提高。2021年EBITDA利润率、总资产回报率较2020年保持相对稳定，且处于较好水平。

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，中证鹏元整理

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，中证鹏元整理

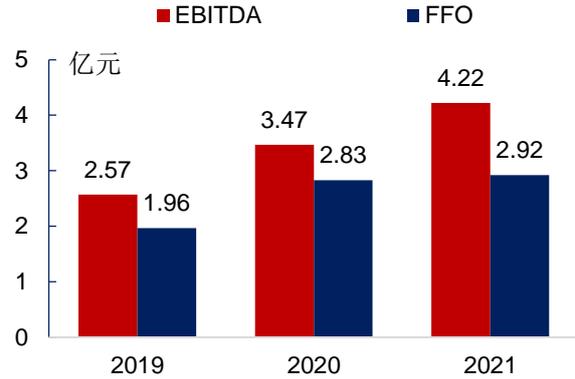
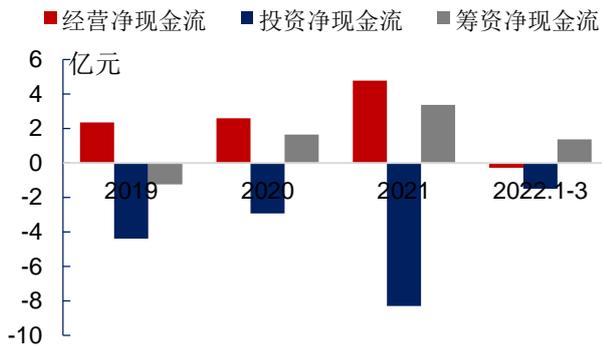
现金流

受益于公司业务规模扩大且主业回款能力较好，近年来公司经营活动现金净流入规模不断增长；投资活动现金净流出规模较大，主要依赖于银行借款以及经营现金流；2021年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力

随着公司业务规模扩大且主业回款能力较好，公司经营活动现金净流入规模不断增长。近年公司投资活动现金净流出规模有所波动，其中2021年净流出规模最大，主要用于购买经营所需的机器设备以及收购其他公司股份。由于自身经营现金流无法满足对外投资需求，2020年起公司筹资活动现金不断净流入，且规模保持增长，主要来源于银行借款。由于公司收到票据部分未计入销售商品收到的现金且部分票据未贴现，2022年1季度公司经营活动现金呈现少量净流出情况，投资活动现金继续净流出，筹资活动现金保持净流入状态。2021年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力。由于公司收入稳步增长以及盈利能力提高，近年EBITDA、FFO保持增长，现金生成能力不断提高。

图9 公司现金流结构

图10 公司 EBITDA 和 FFO 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，中证鹏元整理

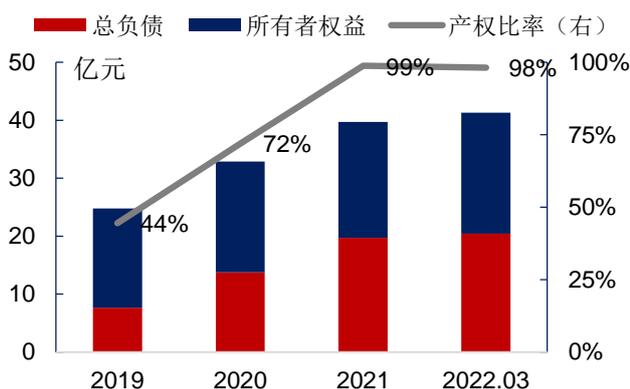
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

受公司经营负债增长以及融资需求扩大影响，公司总债务不断增长，短期偿债能力指标表现较弱，面临一定短期偿债压力；本期债券发行将推动总债务继续增长

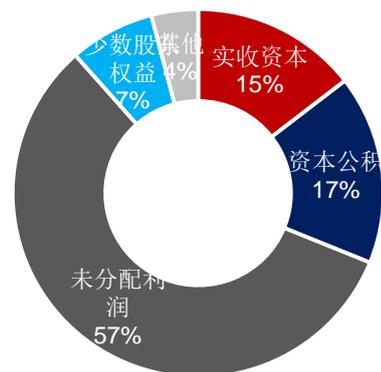
受公司对外收购、业务规模扩大的影响，2020年以来公司融资需求扩大，负债总额随之快速增长，2022年3月末规模为20.44亿元。近年来公司负债以流动负债为主，但由于公司以长期借款为主的非流动负债规模不断增长，2022年3月末流动负债占比降低至55.45%。公司未分配利润不断增长，使得公司所有者权益不断增长，2021年末主要由未分配利润、资本公积、股本构成。2019年以来公司产权比率不断提高，所有者权益对负债的覆盖程度趋弱。

图 11 公司资本结构



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，中证鹏元整理

图 12 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

受短期资金周转需求增长影响，公司短期借款保持增长，主要包括信用借款、抵押借款、保证借款等。随着经营规模扩大，公司应付账款保持增长，2021年末主要为应付常州光洋轴承股份有限公司、重庆市璧山区茂渝机械制造有限公司、嘉兴和新精冲科技有限公司等的货款。2020年末公司其他应付款同

比增加较多，主要系2020年收购昊轶强、青竹机械所形成的应付股权收购款较多，以及公司实施股权激励形成的限制性股票回购义务金额较高所致；2021年末公司其他应付款有所减少，主要系当期限制性股票回购义务减少以及偿还青竹机械原股东借款所致。2021年末一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款。

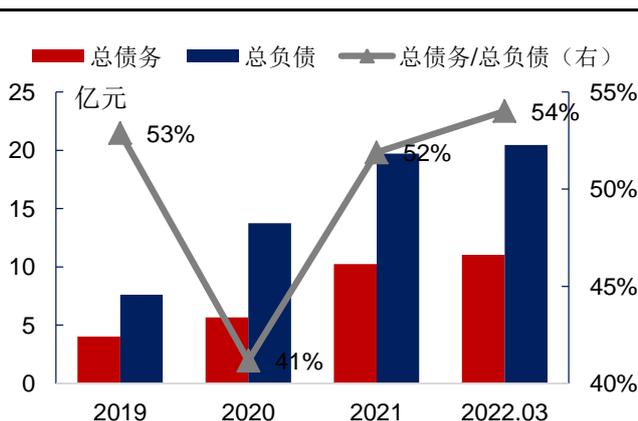
表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.27	16.00%	5.52	27.99%	3.49	25.41%	2.79	36.56%
应付账款	2.73	13.34%	2.42	12.28%	2.37	17.23%	1.88	24.61%
其他应付款	2.79	13.64%	2.79	14.13%	3.27	23.79%	0.01	0.10%
一年内到期的非流动负债	0.89	4.36%	1.23	6.22%	0.02	0.11%	0.32	4.24%
流动负债合计	11.33	55.45%	14.15	71.78%	10.85	79.02%	6.19	81.19%
长期借款	6.20	30.32%	2.59	13.16%	1.21	8.82%	0.00	0.00%
非流动负债合计	9.11	44.55%	5.56	28.22%	2.88	20.98%	1.43	18.81%
负债合计	20.44	100.00%	19.71	100.00%	13.74	100.00%	7.62	100.00%

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

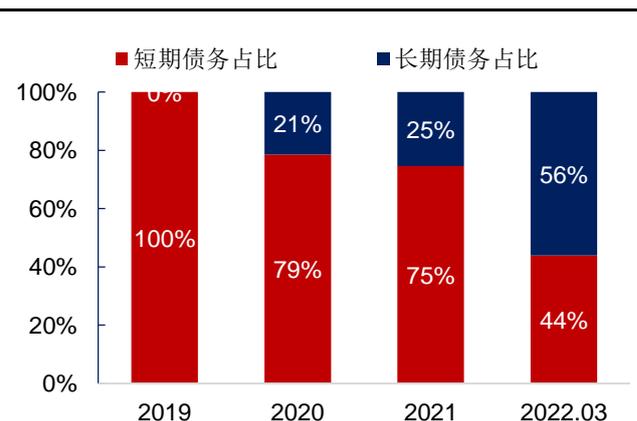
因公司收购其他公司股份以及购置土地、固定资产等的资金需求增长，公司长期借款保持快速增长，2021年末主要为抵押借款、信用借款等。因公司购置设备的资金需求增长，2022年3月末，公司长期借款进一步增长。近年来公司总债务保持增长，且以短期债务为主，但短期债务占比逐步降低，故债务结构消极但逐步改善。本期债券发行将推动总债务继续增长。

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，中证鹏元整理

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，中证鹏元整理

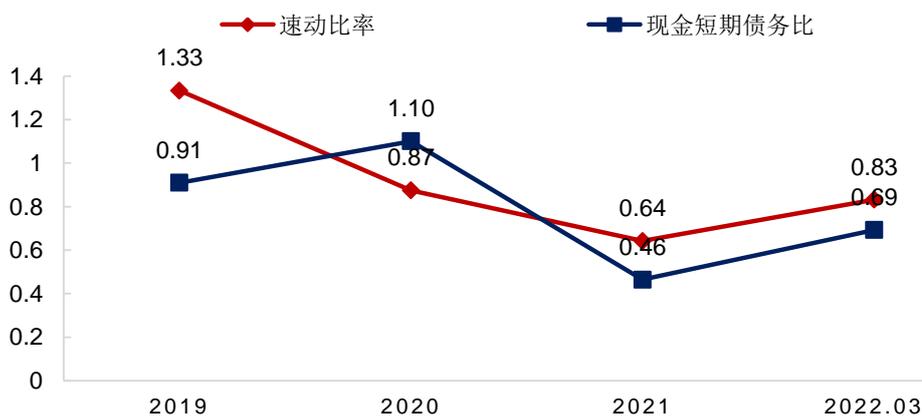
受经营负债增长、融资规模扩大的影响，公司资产负债率不断提高。由于公司净债务增长较快，净债务/EBITDA 不断提高，但表现仍较好；2021年末公司 EBITDA 利息保障倍数较大，处于较好水平；总债务/总资本不断提高，但处于较低水平。受公司资本性支出规模较大影响，公司自由现金流持续为负，近年自由现金流/净债务表现不甚良好。

表17 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	49.52%	49.68%	41.82%	30.79%
净债务/EBITDA	--	1.66	0.29	0.23
EBITDA 利息保障倍数	--	18.68	62.03	25.48
总债务/总资本	34.64%	33.88%	22.83%	19.05%
自由现金流/净债务	--	-17.24%	-141.16%	-359.67%

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

由于公司流动负债增长较快，2019-2021年公司速动比率以及现金短期债务比整体有所下降，表现较弱，2022年一季度流动负债有所减少，上述比率均有所提高，但仍处于偏低水平，面临一定的短期偿债压力。

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，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司本部以及子公司重庆豪能兴富同步器有限公司、泸州长江机械有限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21日），公司本部以及子公司重庆豪能兴富同步器有限公司、泸州长江机械有限公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

九、抗风险能力分析

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；预计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。公司汽车零部件业务实现

同步器总成系统的产业链布局，积累了大量优质客户且优质客户稳定性较好；得益于汽车零部件同步器产品具有一定的技术优势，整体盈利能力较强。综合来看，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金主要来源于本期债券募投项目未来收益。根据公司提供的可行性研究报告，募投项目汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程建成运营并全部达产后，预计可实现年销售收入10.77亿元。同时中证鹏元关注到，本期债券募投项目总体投资规模较大，建设周期较长，项目建设进度存在不确定性；受行业经济等因素影响，未来项目收益存在较大不确定性。

公司经营活动获取的现金可为本期债券还本付息提供一定保障。近年来公司业务规模不断扩张，营业收入和经营性现金流规模持续增长，未来经营活动产生的现金流可为本期债券偿付提供保障。但需关注业务规模扩大带来营运资金需求增加、应收账款回款情况对公司经营现金流的影响。

此外，中证鹏元关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

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

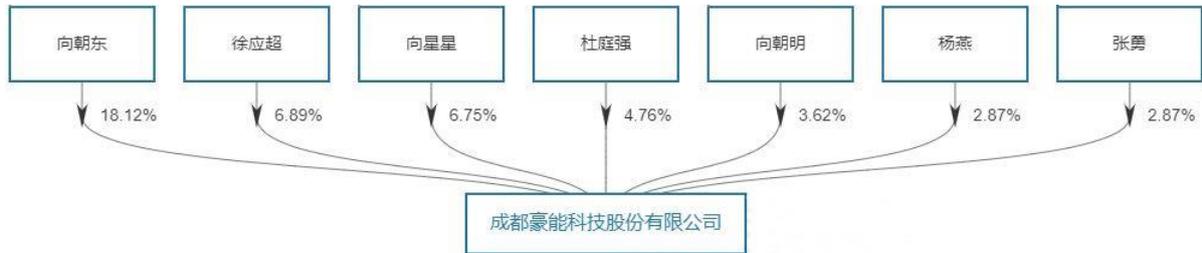
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.23	2.74	2.83	1.83
应收账款	3.83	3.58	3.36	2.56
存货	5.33	5.13	4.02	2.35
流动资产合计	14.76	14.22	13.51	10.60
固定资产	14.48	14.19	11.33	9.04
在建工程	4.44	4.72	3.80	3.25
无形资产	2.06	2.07	0.91	0.90
商誉	2.03	2.03	2.03	0.00
非流动资产合计	26.52	25.46	19.34	14.15
资产总计	41.28	39.68	32.85	24.75
短期借款	3.27	5.52	3.49	2.79
应付账款	2.73	2.42	2.37	1.88
其他应付款	2.79	2.79	3.27	0.01
一年内到期的非流动负债	0.89	1.23	0.02	0.32
流动负债合计	11.33	14.15	10.85	6.19
长期借款	6.20	2.59	1.21	0.00
非流动负债合计	9.11	5.56	2.88	1.43
负债合计	20.44	19.71	13.74	7.62
总债务	11.04	10.23	5.65	4.03
归属于母公司的所有者权益	19.29	18.45	17.40	15.88
营业收入	4.09	14.44	11.71	9.28
净利润	0.86	2.21	1.93	1.27
经营活动产生的现金流量净额	-0.27	4.76	2.60	2.35
投资活动产生的现金流量净额	-1.49	-8.29	-2.93	-4.39
筹资活动产生的现金流量净额	1.36	3.37	1.64	-1.25
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	39.06%	35.26%	35.10%	30.60%
EBITDA 利润率	--	29.22%	29.64%	27.71%
总资产回报率	--	7.53%	7.85%	6.46%
产权比率	98.10%	98.74%	71.88%	44.49%
资产负债率	49.52%	49.68%	41.82%	30.79%
净债务/EBITDA	--	1.66	0.29	0.23
EBITDA 利息保障倍数	--	18.68	62.03	25.48
总债务/总资本	34.64%	33.88%	22.83%	19.05%
自由现金流/净债务	--	-17.24%	-141.16%	-359.67%

速动比率	0.83	0.64	0.87	1.33
现金短期债务比	0.69	0.46	1.10	0.91

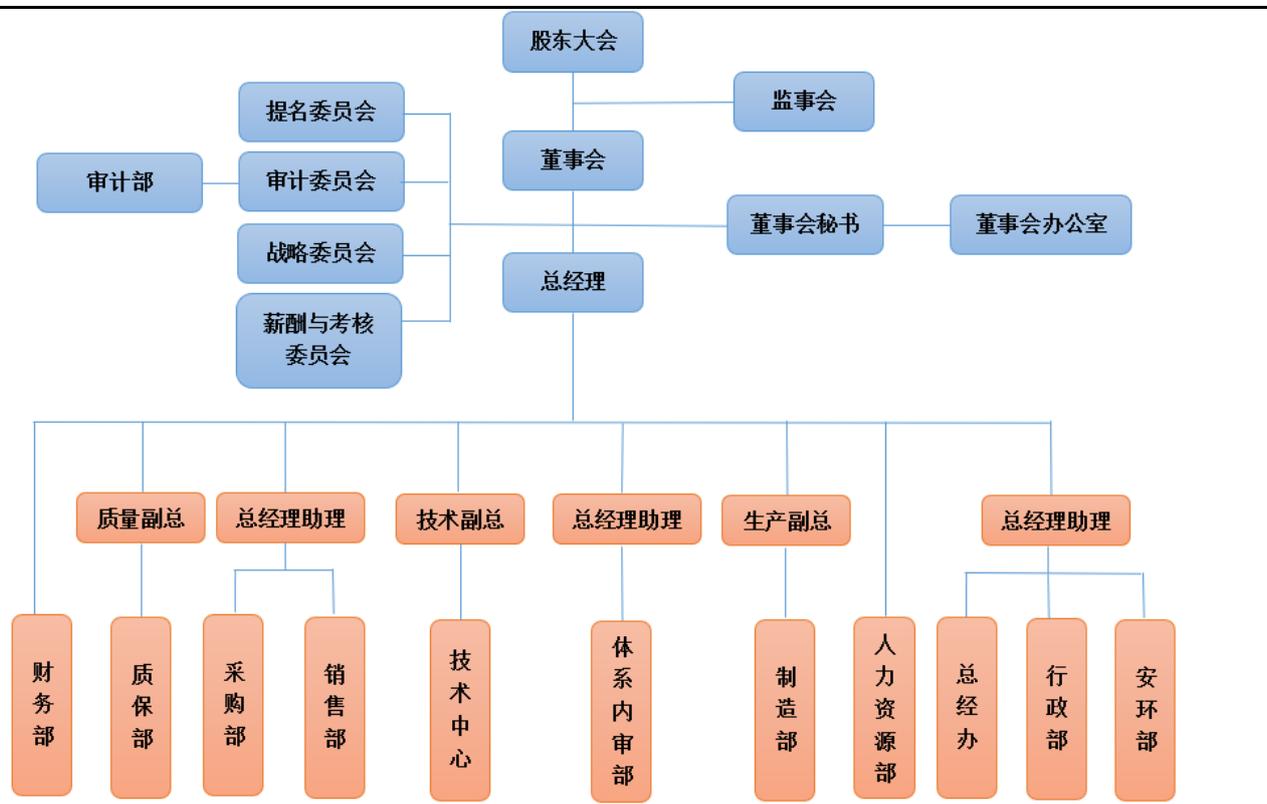
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：Wind

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 2022年3月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	注册资本	持股比例	主营业务
泸州长江机械有限公司	0.25	100.00%	铜环、结合齿、钢环的研发、生产与销售
泸州豪能传动技术有限公司	1.00	100.00%	同步器、差速器研发设计、生产与销售
成都昊轶强航空设备制造有限公司	0.14	100.00%	航空飞行器零部件精密制造与销售
成都豪能空天科技有限公司	0.50	80.00%	航天配套产品
重庆豪能兴富同步器有限公司	1.70	51.00%	齿毂、齿套的研发、生产与销售
重庆青竹机械制造有限公司	0.40	100.00%	齿轮精密锻件制造与销售
成都恒翼升航空科技有限公司	0.30	100.00%	航空零部件、相关设备设计、制造及装配、销售

注：公司通过重庆豪能兴富同步器有限公司持有重庆青竹机械制造有限公司 100% 股权。

资料来源：公司提供

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

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。