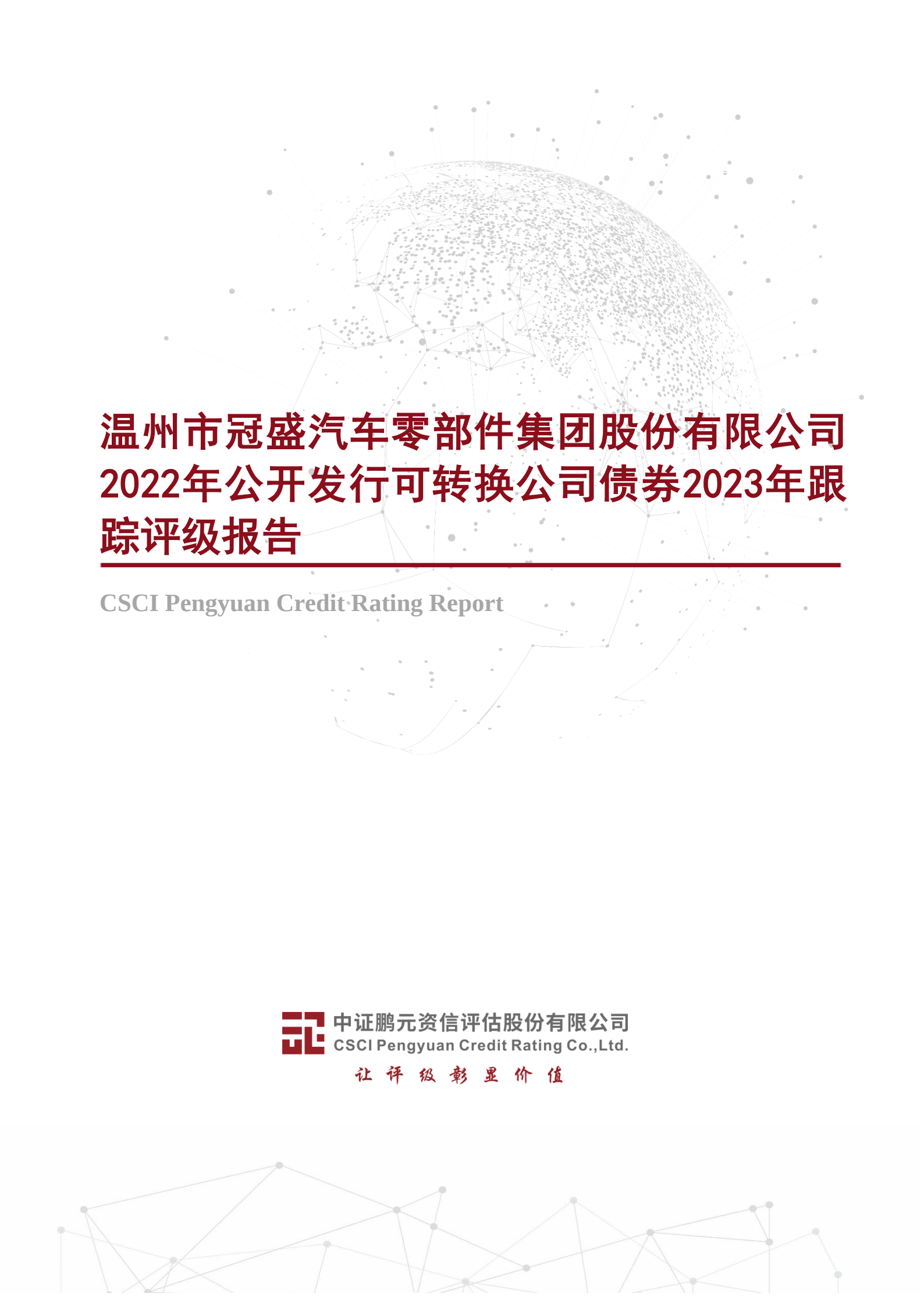




温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司 2022年公开发行可转换公司债券2023年跟 踪评级报告

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：

温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司2022年公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
冠盛转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司（以下简称“冠盛股份”或“公司”，股票代码“605088.SH”）所处的汽车后市场在欧美地区稳中有增，国内市场增长潜力大，未来需求有一定支撑。公司营销网络覆盖 120 多个国家和地区，2022 年持续加大销售渠道建设，亦增加橡胶减振、悬架和减振器等产品的外采规模，更好满足客户一站式采购需求，有助于提升利润空间；同时中证鹏元也关注到公司海外客户占比很高，需关注人民币汇率、贸易政策和地缘政治冲突对公司经营的影响。此外，公司资本支出规模较大，直接材料在公司成本中的占比仍很高，需关注公司可能面临的原材料价格波动风险和新增产能的消化情况。

债券概况

2023 年 6 月 7 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	35.71	31.39	26.25	22.64
归母所有者权益	18.89	17.02	14.79	13.73
总债务	10.36	6.84	3.17	2.58
营业收入	6.28	29.41	24.87	18.41
净利润	0.28	2.38	1.17	0.92
经营活动现金流净额	-0.45	3.80	0.37	2.19
净债务/EBITDA	-	-0.74	-2.23	-4.00
EBITDA 利息保障倍数	-	84.66	71.98	30.04
总债务/总资本	35.42%	28.66%	17.63%	15.80%
FFO/净债务	-	-109.83%	-39.62%	-19.46%
EBITDA 利润率	-	10.92%	8.07%	8.92%
总资产回报率	-	9.76%	5.59%	5.82%
速动比率	2.02	1.32	1.39	1.68
现金短期债务比	2.91	1.59	3.06	3.80
销售毛利率	23.35%	22.97%	20.16%	22.12%
资产负债率	47.09%	45.77%	43.66%	39.35%

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：钟佩佩
zhongpp@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

注：2020-2022 年公司净债务为负。
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

优势

- **欧美等成熟汽车后市场发展趋势稳中有增，国内市场增长潜力大，未来需求有一定支撑。**欧美汽车工业发展历史较长，以二手车和维修保养为主的汽车售后市场较为成熟。随着汽车保有量和平均车龄稳步增长，欧美市场需求亦稳中有增。国内市场起步晚、平均车龄短，人均保有相较其他主要国家处于低位，未来具有较大的增长空间，公司产品需求有支撑。
- **公司营销网络覆盖 120 多个国家和地区，2022 年持续加大销售渠道建设，扩大优势。**公司产品销售区域在全球六大洲均有分布，客户以国外汽车汽配龙头企业和大型汽车零部件分销商为主。2022 年公司持续加大销售渠道建设，设立冠盛欧洲流通加工中心，系首个具备部分加工工序以及包装功能的海外仓储物流设施；设立冠盛墨西哥仓储中心，系拉美首个海外仓储中心，扩大公司在重点国家的设施布局。
- **2022 年公司增加橡胶减振、悬架和减振器等产品的外采规模，满足客户一站式采购需求，有助于提升利润空间。**未来公司通过持续加载新产品品类，依靠自身完善的营销网络和仓储中心，满足客户的一站式采购需求。2022 年公司外采产品营收大幅增长，利润率亦有一定提升。

关注

- **公司海外客户占比很高，需关注人民币汇率、贸易政策和地缘政治冲突对公司经营的影响。**2022 年公司来自海外客户的营收占比超过 90%，其中来自北美地区的营收占比有所下滑，受国际局势影响来自欧洲区域的订单大幅增加。此外，人民币汇率大幅波动亦对公司成本控制带来一定扰动，需关注上述因素对公司市场、产品价格竞争力和利润空间的影响。
- **公司资本支出规模较大。**公司在建项目较多，包括 IPO 和可转债募投项目。截至 2022 年末，上述项目计划总投资 9.03 亿元，仍尚需投资 6.29 亿元。
- **需关注公司新增产能的消化情况。**近年公司持续扩产，其中部分项目产能尚未完全释放，且 2022 年产能利用率已回落至合理水平。若本期债券募投项目建成达产，公司产能将进一步增加，需持续关注新增产能的消化情况。
- **直接材料在公司成本中的占比仍很高，关注公司可能面临的原材料价格波动风险。**2022 年直接材料在公司成本中的占比超过 85%，近年原材料价格波动较大，给公司成本控制带来一定扰动。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在汽车后市场传动系统零部件领域具有竞争优势，营销网络覆盖面广有一定的市场认可度，未来营收有保障，经营风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	冠盛股份	万向钱潮	正裕工业	雷迪克
总资产	31.39	191.88	23.96	15.17
营业收入	29.41	140.15	17.00	6.48
净利润	2.38	8.18	0.58	1.04
资产负债率	45.77%	53.52%	47.68%	18.09%
净资产收益率	14.95%	9.38%	6.54%	9.22%
销售毛利率	22.97%	13.24%	21.25%	29.47%
产权比率	0.84	1.15	0.91	0.22

注：以上各指标均为 2022 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
汽车零部件企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-/冠盛转债	2022-06-30	张伟亚、徐铭远	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_2019V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（万元）	债券余额（万元）	上次评级日期	债券到期日期
冠盛转债	60,165.00	60,165.00	2022-06-30	2029-01-03

注：债券余额为截至 2023 年 3 月 31 日数据。

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2023年1月3日发行6年起6.02亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于冠盛股份OEM智能工厂建设项目、温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司汽车零部件检测实验中心和补充流动资金。截至2023年3月31日，冠盛转债募集资金专项账户余额为4.53亿元。

三、发行主体概况

截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍均为1.66亿元。公司控股股东仍为周家儒先生，持股比例为31.45%，实控人仍为周家儒、Zhang Mengli（章孟丽）和Richard Zhou（周隆盛），公司股权结构图详见附录二。此外，公司前十大股东持有的公司股权暂无质押情况。

2022年公司合并报表范围无变化。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司合计11家，详见附录四。截至2022年末，公司仍主要从事汽车传动系统零部件的研发、生产和销售，为国内外汽车售后市场提供适配的传动系统零部件和技术服务。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基

调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

1. 汽车零部件行业

2022年汽车零部件供应链稳定性虽一度遭遇冲击，但在国内整车市场需求稳中有增且汽车零部件国产替代率逐步提升的背景下，行业收入仍实现小幅增长；2023年考虑到下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车掀起降价潮且居民消费信心仍需恢复，中证鹏元对汽车零部件行业消费持谨慎乐观态度

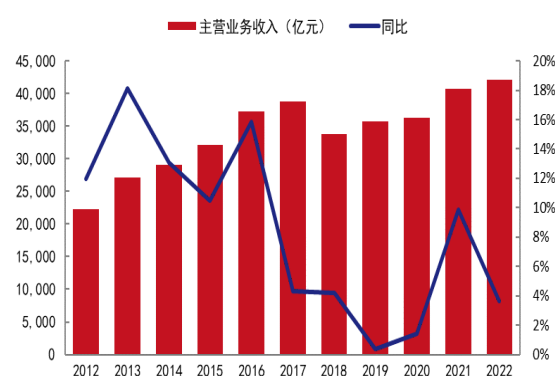
2022年中国汽车销售市场先抑后扬，尽管上半年汽车行业供应链一度面临较强的短期冲击，下半年仍在新能源汽车快速增长的带动下迅速恢复，全年累计销量2,686.4万辆，同比增长2.1%，延续了2021年以来的增长趋势。其中，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，且零部件国产化率较高，带动汽车零部件市场需求量持续上升，2022年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长3.63%。

汽车产业具有促消费稳增长的作用，是政府的重点监测和扶持产业之一，过去几年增加车牌投放指标、提供购车补贴等刺激汽车消费的政策频出、主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力。截至2022年末，根据公安部数据统计，我国千人汽车保有量持续上升至226辆，但与美国837辆、韩国472辆等全球主要国家相比，长期仍具备提升空间。然而，国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企和部分电动化转型较好的零部件企业仍将继续受益于新能源行业的较高景气度，其他传统车企的利润空间或被摊薄。

从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，2023年主机厂竞争日益加剧，特斯拉、以东风汽车为首的传统燃油车等主流车企纷纷降价，亦导致消费者产生观望情绪，零部件厂商需求或随之承压。综合上述因素，中证鹏元对后续汽车零部件市场增速持谨慎乐观的态度。

图 1 2022 年我国汽车销量实现持续增长


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2022 年汽车零部件行业主营业务收入增速有所放缓


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

随着新能源汽车市场认可度提高，逐步由政策驱动转向需求驱动，渗透率持续提升，新能源汽车零部件需求亦有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，有望增加部分细分领域的全球市占率

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，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。近年市场对新能源汽车购置补贴退坡已充分预期，补贴金额占车辆消费总额的比重持续降低且处于较低水平，补贴退坡政策市场接受度较高。目前，消费者对新能源汽车认可度逐步提高、充电桩等配套设施亦持续完善，随着新能源车型投放力度加大，智能化程度不断提升，未来对新能源车市场保持乐观，预计新能源乘用车渗透率和新能源零部件需求均有望进一步提高。

中长期来看，掌握新能源汽车零部件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，新能源零部件需求存在持续支撑。另外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于领先地位，国内汽车零部件企业加速布局海外产能规划建设，有望进一步增加海外市场份额，加速实现部分零部件细分领域的全球化进程，提升市占率。预计短期内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。

图 3 近年新能源乘用车销量和渗透率整体呈波动向上态势



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。

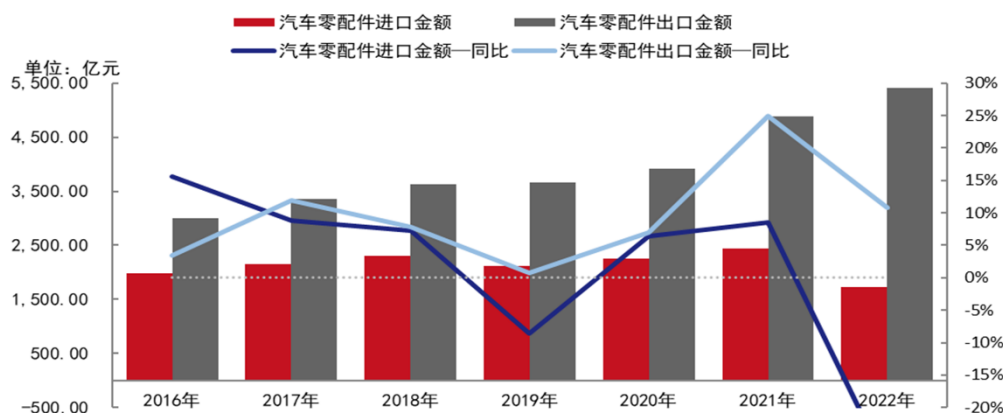
资料来源：乘联会，中证鹏元整理

2022 年汽车零部件出口延续增长趋势，续创历史新高，进口金额有所下滑；预计随着国内自主品牌配套零部件企业加速出海，出口金额仍将持续增长，但未来需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

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，2021-2022 年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、叠加国际油价高涨，国内外新能源汽车渗透率持续提高，市场消费者认可度亦逐步提升，新能源汽车正从政策及牌照驱动转向消费者需求驱动。2022 年中国汽车零部件出口金额同比增长 10.80%，达到 5,411.30 亿元，续创历史新高。

目前，欧美新能源汽车市场仍保持较高景气度，而中国在新能源产业链上发力较早，具备产业链集聚优势，国内零部件企业正加速海外客户布局，有望拉动行业持续上行，中证鹏元预计 2023 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及部分欧美国家经济承压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 4 2022 年汽车零配件出口表现亮眼



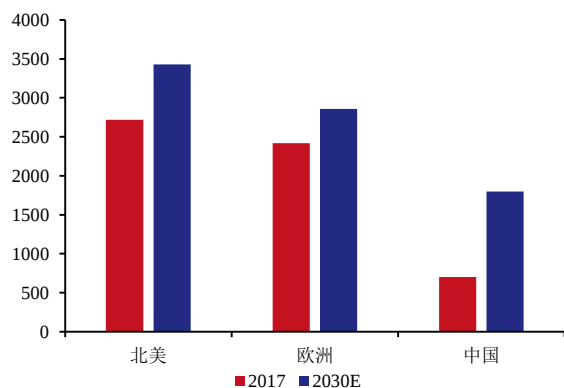
资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

2. 汽车后市场行业

汽车保有量和平均车龄为汽车后市场规模增长的主要驱动因素，目前北美及欧洲汽车后市场较为成熟，整体趋势稳中有增；2022 年我国汽车产销量延续上升趋势，汽车保有量扩大有望拉动国内后市场发展，增长潜力较大

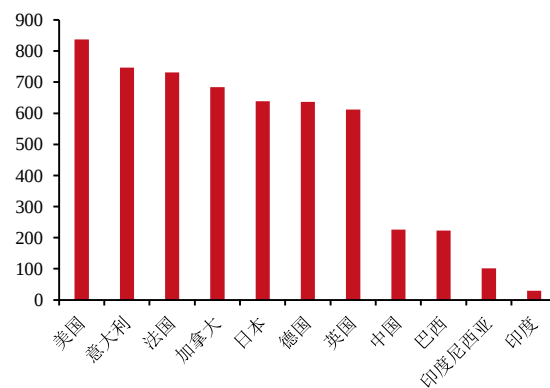
汽车后市场是指围绕汽车售后环节所展开的服务与再交易环节，包括汽车金融、汽车保险、维修保养、汽车用品、二手车市场等领域，其市场容量与汽车保有量和平均车龄密切相关。从全球范围来看，根据麦肯锡数据显示，2017 年全球汽车后市场规模约为 8,000 亿欧元，其中北美、欧洲和中国市场分别占比为 34%、30%和 9%，预计到 2030 年，全球汽车后市场规模将达 12,000 亿欧元，年复合增长率约为 3%，具备发展空间。其中，中国汽车后市场规模将达到 1,800 亿欧元，复合增长率为 7.5%，增速远超成熟市场。

图 5 全球主要国家汽车后市场规模（亿欧元）



资料来源：麦肯锡，中证鹏元整理

图 6 2022 年主要国家千人汽车保有量情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

分市场来看，北美汽车工业发展历史较长，以维修保养及二手车为主的汽车后市场较为成熟。根据行业咨询公司 IHS Markit 的数据，美国轻型汽车平均车龄近年持续增长，由 2002 年的平均 9.6 年上升至 2022 年的 12.5 年。此外，美国汽车保有量亦保持增长，由 2003 年的每千人 468 辆上升至 2022 年的每千人 837 辆，双重因素驱动下，美国汽车后市场的总规模稳中有增。从市场参与主体来看，由于美国人工成本较高且地广人稀，相较于在汽车 4S 店购买专业化的维修和保养，美国消费者在零配件销售门店购买替换件或是 DIY 模式的更为常见，因此 Auto Zone, O'Reilly 等汽配连锁门店在北美拥有一定的市场份额，作为零配件供应商的下游客户，连锁店大规模采购零配件亦有助于提高供应商的运营效率。

欧洲汽车后市场的发展阶段和结构特征同美国市场相近，但相较于美国，欧洲汽车保有量具备更大的增长空间。意大利、法国、德国等欧盟主要国家的汽车每千人保有量相较美国更低，汽车后市场亦具备一定的增长空间。

与成熟市场不同，中国汽车后市场具有起步晚、平均车龄短、发展空间大的特点。自 2009 年以来，我国连续蝉联全球汽车产销量第一，2020 年汽车保有量超越美国，成为全球最大的市场。然而，直至 2022 年我国汽车人均保有量仅为每千人 226 辆，相较于其他主要国家而言仍处于低位，具有较大的增长空间。

从国内的市场结构来看，与美国不同，目前我国汽车后市场份额更多集中在 4S 店，约占 60%，以采用原厂零部件做替换为主。非原厂件约占 40%，相较于美国的 70%，占比偏小，主要系我国汽车人均保有量较低、车龄偏短，汽车后市场主要以购买原厂 4S 店的服务为主，汽配维修处于零散状态，尚未形成较为成熟的配件质量控制和供应体系。然而，随着国内汽车平均车龄、总保有量增加和消费者对非原厂件的接受度提升，预计以汽配维修为主的市场将保持增长。

汽车后市场对万向节、传动轴总成和轮毂的需求受宏观经济波动的影响较小，整体呈增长态势

万向节是汽车传动系统中的重要部件，作用是将发动机的动力从变速器传递到两个车轮，驱动汽车高速行驶，传动轴总成则是由一根半轴和两个万向节组成的总成装置。在发达国家汽车后市场，因人工成本较高，在单个万向节发生问题需更换时，多会选择更换整个传动轴总成，不再进行万向节拆分，故对供应商而言通常会同时生产万向节和传动轴总成以供挑选。从行业竞争格局来看，目前中国已成为全球万向节以及传动轴总成的主要制造国家，以万向钱潮和冠盛股份为龙头企业，但目前行业集中度仍较低。

汽车轮毂单元是连接汽车悬挂机构和车轮的传动部分，主要作用是承受汽车的重量及为轮毂的传动提供精确向导。在汽车后市场，对万向节、传动轴总成和轮毂供应商的要求与整车配套市场有所不同，供应商能够提供尽可能多车型的零部件，能够在较短时间内对产线进行灵活调整，以适应小批量、多品种的产品生产，满足客户的一站式采购要求尤为重要。其次，上述汽配零部件的需求受宏观经济波动的影响较小，在保有量和汽车平均车龄双因素作用下，整体市场需求呈增长态势。

从竞争格局来看，全球范围内，在万向节、传动轴总成及轮毂单元领域，中国厂商已具备较强的竞争力。目前主要头部厂商包括英国 GKN 集团、日本 NTN 公司，以及国内的冠盛股份、宁波万航、浙江

欧迪恩等。车型覆盖率、生产周期和交付时间、成本控制能力、营销网络的可及性以及仓储能力是汽车后市场零部件制造商的竞争关键所在。

表1 汽车后市场主要传动系统零部件供应商基本情况

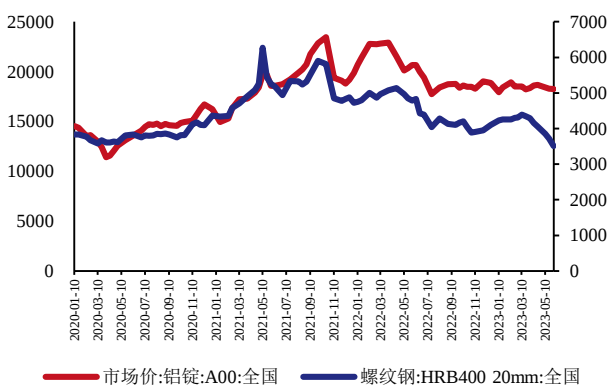
企业名称	简要介绍
英国 GKN 集团	创建于 1759 年，主要业务有汽车传动系统、飞机结构件、粉末冶金、新型合金粉末材料等，为全球汽配零部件领域龙头企业。
日本 NTN 公司	创建于 1918 年，世界综合性精密机械制造厂家之一，主要从事轴承、等速万向节、精密机械等的生产以及销售业务。
宁波万航实业有限公司	创立于 2005 年（前身是 1996 年成立的万航汽配），主要产品包括等速万向节、传动轴总成、玻璃升降器等，专注于汽车零部件后北美市场，在北美传动轴市场中份额领先。
浙江欧迪恩传动科技股份有限公司	创立于 1987 年，近年来公司由汽车后市场转向整车配套市场。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2022年原材料价格前高后低，汽车零部件出口供应商的成本压力有所缓解

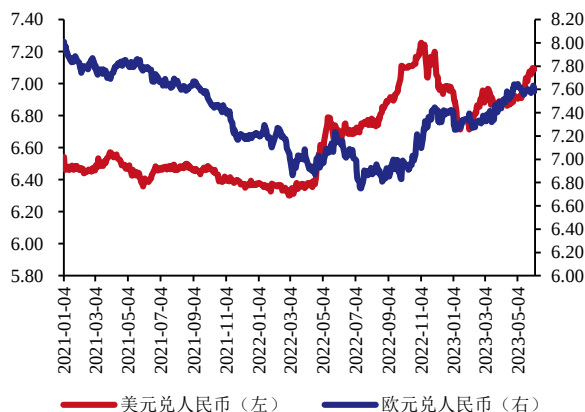
汽车零部件出口供应商的利润水平易受原材料价格和人民币汇率波动的影响。其中，原材料主要为钢铁、铝锭等大宗商品，2022年下半年起价格自高位有所回落，汽车零部件出口供应商成本压力有所缓解；另一方面，出口供应商外销比例占比较大，且多为外币结算，人民币对主要国家或地区货币的汇率2022年以来有所贬值，亦有助于提升其利润空间。

图 7 大宗原材料价格持续波动（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 人民币对美元、欧元汇率走势（单位：元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司深耕汽车后市场传动系统零部件业务，业务覆盖全球六大洲的主要国家，主要客户包括北美、欧洲等国的大型汽配零售商；跟踪期内，公司传动轴总成、等速万向节、轮毂轴承等核心产品营收保持增长，同时增加橡胶减振、减振器等产品的外采规模，增收明显

2022年公司主营业务未发生变更，仍以汽车传动系统零部件的研发、生产和销售为主要业务，为国内外汽车售后市场提供适配的传动系统零部件和相关技术服务。2022年受益于公司客户覆盖面广，且国内外汽车保有量和平均车龄持续增长，以及外采橡胶减振、悬架和减振器系列产品增收明显，综合影响下公司主营业务收入同比增长18.20%至29.37亿元。毛利率方面，受益于钢材和铝锭等原材料价格从高位逐步回落，国际航运价格大幅下降，以及毛利更高的外采产品占营收比重上升等因素，2022年至2023年一季度公司利润率均有所回升。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3 月			2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
传动轴总成	2.29	36.53%	26.06%	10.15	34.55%	25.87%	8.77	35.25%	23.08%
等速万向节	1.08	17.19%	21.90%	5.65	19.24%	19.88%	5.30	21.32%	16.86%
轮毂轴承单元	0.94	14.91%	22.45%	4.64	15.80%	22.67%	4.51	18.15%	19.64%
橡胶减振系列	0.77	12.24%	21.60%	3.72	12.67%	22.72%	2.45	9.84%	19.21%
悬架转向系列	0.43	6.89%	21.90%	1.82	6.19%	21.77%	1.08	4.35%	19.90%
减振器系列	0.21	3.28%	20.98%	0.89	3.02%	21.90%	0.83	3.34%	20.81%
其他产品	0.56	8.96%	20.39%	2.50	8.53%	20.73%	1.90	7.75%	17.96%
合计	6.27	100.00%	23.30%	29.37	100.00%	23.00%	24.85	100.00%	20.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司营销网络覆盖120多个国家和地区，2022年持续加大销售渠道建设，扩大优势，2022年增加橡胶减振、悬架和减振器等产品的外采规模，拓宽产品类型和型号，满足客户一站式采购需求

公司自1999年成立，即进入海外汽车售后市场，逐步从提供单一传动轴产品发展成为汽车后市场一站式综合服务商。目前，公司三大主要产品对全球主流车型已实现基本覆盖，其中，等速万向节型号数量近4,100种、传动轴总成型号数量近5,100种，轮毂单元型号数量近3,130种。公司营销网络覆盖120多个国家和地区，产品销售区域在全球六大洲均有分布，下游客户包括AutoZone Parts, Inc.（以下简称“AutoZone”）、LLC LN Distribution（以下简称“LLC”）等国外汽车汽配龙头企业和大型汽车零部件分销商，2022年公司持续加大销售渠道建设，设立冠盛欧洲流通加工中心，系首个具备部分加工工序以及包装功能的海外仓储物流设施；设立冠盛墨西哥仓储中心，系拉美首个海外仓储中心，扩大公司在重点国家的设施布局。

公司橡胶减振、悬架和减振器等产品是公司近年来新加载的产品线，公司依靠自身完善的海外基础设施和“GSP”品牌效应，协同国内供应商一同出海，满足客户的一站式采购需求。2022年公司增加橡胶减振、悬架和减振器等产品增长较快，营收分别同比增长52.02%、68.02%和6.83%，受益于公司向下游客户顺利调价，毛利率亦有所上升。

技术实力方面，公司通过多年技术积累和工序优化，已具备较强的多品种小批量柔性生产能力，即在同一生产线上通过优化夹具等设备的更替工序，完成对不同型号零部件产品的生产，以满足客户型号

多样但起订量偏低的采购需求。此外，公司2022年同上市公司国机精工股份有限公司签订战略协议，共同研发新一代驱动电机轴承。总体来看，技术制造经验积累和一定的市场认可度对公司业务的平稳运营提供了较好的保障，短期经营风险较低。

公司核心客户及订单增量仍主要来自海外成熟汽车售后市场，客户集中度不高，销售区域分散，2022年受国际局势影响，来自欧洲区域的订单增长较快，同时来自部分美国客户的订单有所减少，需关注国际贸易政策、汇率变动等因素对公司经营的影响

公司主要专注于汽车后市场零部件供应业务，采用经销模式进行销售；另有少量产品在整车配套市场采用直销模式进行销售，2022年其占比为公司主营业务收入的1.46%，主要客户为赛力斯汽车有限公司等。经销模式下，公司仍通过ODM（贴牌）方式和OBM（自有品牌）方式实现销售，两种方式主要取决于客户选择，一般地处发达国家、经营时间较长的大客户会选用ODM方式。近年，随着公司销售渠道扩充和收入规模扩大，全球消费者对公司品牌认可度有所提升，OBM销售方式占比持续提升。2022年公司OBM模式占经销收入的比重为42.24%。

由于公司订单普遍具有产品型号繁杂、小批量、差异大的特征，公司持续提升生产线的柔性化生产能力，可根据不同订单或同一订单不同产品型号的交货要求组织生产。公司产品生产周期仍约在40-50天，销售周期约在40-70天。付款方式以电汇为主，结算方式以美元和欧元为主，账期通常在30-60天，均有信保做风险背书。

从产销量来看，由于公司产品大多有销售订单支撑，滞销风险不大，2022年公司主要产品产销率仍处于较好水平。2022年受上年原材料价格过快上涨和人民币汇率大幅波动影响，公司年初对客户调增售价，故全年主要产品平均单价均有所上升。

表3 公司主要产品销售情况

产品类别	项目	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
传动轴总成	销量（万个）	96.59	453.89	427.80
	单价（元/个）	237.28	223.56	204.94
	产销率	91.79%	94.95%	97.80%
等速万向节	销量（万个）	160.07	843.95	875.83
	单价（元/个）	67.35	66.97	60.54
	产销率	91.19%	101.26%	97.78%
轮毂轴承单元	销量（万个）	78.90	402.67	437.02
	单价（元/个）	118.57	115.27	103.27
	产销率	95.79%	104.97%	96.36%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司合作客户仍以海外地区的汽车零部件零售商、批发商和生产商为主。以销售金额的口径看，公司主要客户包括俄罗斯批发商LLC、美国汽车零部件零售商AutoZone和土耳其贸易商Atak Tasit Yedeklri

San等，区域分布较广，前五大客户销售收入的集中度亦不高。得益于公司产品的供货能力和广泛的渠道销售网络，公司与核心客户的合作关系较为稳定。同时，需关注的是，因前期累库较多，公司来自部分主要客户的收入下降明显。整体来看，公司下游行业的竞争格局较为分散，且公司销售区域覆盖面广，客户集中度不高，2022年公司营收稳中有增，短期内即使核心客户需求出现变化，公司经营受单个客户变动的影响相对较小。

表4 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占比
2023年1-3月	第一大客户	5,979.09	9.53%
	第二大客户	5,171.92	8.24%
	第三大客户	2,570.49	4.10%
	第四大客户	1,720.57	2.74%
	第五大客户	1,410.91	2.25%
	合计	16,852.97	26.86%
2022年	第一大客户	26,647.66	9.07%
	第二大客户	18,217.32	6.20%
	第三大客户	9,848.80	3.35%
	第四大客户	8,322.22	2.83%
	第五大客户	7,134.74	2.43%
	合计	70,170.73	23.89%
2021年	第一大客户	23,464.76	9.43%
	第二大客户	9,734.07	3.91%
	第三大客户	8,006.75	3.22%
	第四大客户	7,791.72	3.13%
	第五大客户	6,690.87	2.69%
	合计	55,688.18	22.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司超过90%的销售收入均来自外销，以具有成熟汽车售后市场的欧洲和北美地区为主。公司和海外客户结算以欧元和美元为主，账期通常在30-60天，均有信保做风险背书。2022年人民币兑美元及人民币对欧元汇率波动幅度均较大，需关注汇率对公司利润水平的影响。公司发运模式包括FOB模式、CIF模式和境外子公司发运，其中CIF模式和境外子公司发运均需由公司承担运费，2022年以来国际航运从高位回落，公司成本控制压力有所缓解。

此外，公司主要出口产品传动轴总成在2021年1月1日-2021年10月11日期间，被美国海关加征25%关税，虽然目前该限制措施已取消，但考虑到近年国际贸易政策不确定性较高、地缘政治冲突加剧，均有可能对公司海外客户的产品需求产生扰动，仍需关注其对公司产品出口可能造成的影响。

表5 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

区域	2023 年 1-3 月			2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
欧洲	26,876.10	42.80%	25.88%	119,087.55	40.55%	25.47%	93,814.18	37.76%	22.84%
北美	13,224.43	21.06%	28.98%	49,651.17	16.91%	29.00%	48,271.34	19.43%	25.45%
亚非澳	11,418.84	18.18%	18.04%	56,348.69	19.19%	18.05%	47,297.74	19.04%	15.57%
南美	5,720.75	9.11%	18.30%	41,712.66	14.20%	18.87%	39,239.55	15.79%	14.75%
境内	5,561.50	8.86%	13.87%	26,899.41	9.16%	17.72%	19,848.64	7.99%	15.99%
合计	62,801.63	100.00%	23.35%	293,699.49	100.00%	23.00%	248,471.45	100.00%	20.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料主要供应商集中度不高，短缺风险较低，2022年公司外采件占比有所增加，钢材等直接材料占成本比重仍偏高，需关注原材料价格波动对公司成本控制的影响

从成本构成来看，2022年公司直接材料占产品成本的比例超过85%，占比很高，主要原材料包括橡胶件、球笼半成品、钢材和球笼毛坯等。其中，钢材为大宗商品，采购价格随行就市，按季度调整，公司采用先款后货的付款方式，一般以30%货款作为订金，提货时结清全款。针对部分非核心生产环节，包括球笼半成品、球笼毛坯、轮毂半成品等，公司采用采购外协加工的方式，主要系公司产能有限，为确保供货及时，将一些相对低技术含量的零部件进行外协加工。外协加工以直接采购外协件为主，另有少部分为采购外协加工服务，结算方式以汇票和现汇为主，账期为3-6个月。

2022年公司采购总额同比上年小幅微增，随着公司提高橡胶减振、悬架和减振器等产品的外采占比，橡胶件已成为公司采购额占比最高的原材料，其他细分材料金额占比波动不大。2022年钢材价格前高后低，钢材采购金额和采购占比均有所下降，成本控制压力有所缓解。考虑到公司调价机制一般相对滞后，因此在销售合同签订至产品交付期间，若原材料价格发生较大波动，将会对公司成本和利润空间产生扰动。

表6 公司采购主要原材料情况（单位：万元）

原材料	2023 年 1-3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
橡胶件	4,477.50	13.61%	23,770.27	12.83%	17,671.04	9.59%
球笼半成品	3,712.64	11.29%	21,578.77	11.65%	22,970.83	12.47%
钢材	3,223.42	9.80%	17,187.75	9.28%	19,620.14	10.65%
球笼毛坯	2,593.83	7.88%	16,051.94	8.67%	15,058.80	8.17%
包材	2,442.67	7.43%	15,210.20	8.21%	14,012.09	7.60%
轮毂半成品	1,843.53	5.60%	9,899.16	5.34%	13,027.31	7.07%
其他	14,602.72	44.39%	81,512.97	44.01%	81,899.94	44.45%
合计	32,896.31	100.00%	185,211.05	100.00%	184,260.15	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年至2023年一季度公司上游主要供应商总体整体保持稳定，前五大供应商变化不大，且近年合计采购金额占采购总额的比重均位于20%-30%之间，集中度不高。此外，公司在供应商委托过程中，同类产品均有多家厂商备选，便于质量控制，亦避免对单一供应商形成依赖。整体来看，公司缺货风险较低。

表7 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购原材料	采购金额	占采购总额比例
2023年 1-3月	第一大供应商	其他	1,744.94	5.30%
	第二大供应商	橡胶件	1,676.23	5.10%
	第三大供应商	球笼半成品	1,647.32	5.01%
	第四大供应商	球笼半成品、球笼毛坯等	1,583.83	4.81%
	第五大供应商	钢材	1,547.01	4.70%
	合计	-	8,199.34	24.92%
2022年	第一大供应商	球笼半成品、球笼毛坯	9,202.98	4.97%
	第二大供应商	橡胶件	9,196.82	4.97%
	第三大供应商	球笼半成品	9,156.44	4.94%
	第四大供应商	其他	8,079.80	4.36%
	第五大供应商	钢材	6,219.88	3.36%
	合计	-	41,855.91	22.60%
2021年	第一大供应商	球笼	13,493.68	7.32%
	第二大供应商	钢材	10,839.98	5.88%
	第三大供应商	球笼	10,554.02	5.73%
	第四大供应商	橡胶件	7,696.35	4.18%
	第五大供应商	轮毂、法兰毛坯	6,647.44	3.61%
	合计	-	49,231.36	26.72%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司产能小幅提升，产能利用率处于合理水平；在建项目仍需较大规模的资金投入，公司存在一定的资金支出压力，未来新增产能亦较大，需关注其投产后的消化情况

2022年公司通过购置机加工设备、改善工厂生产布局，产能实现小幅提升，同时随着等速万向节、轮毂轴承单元等产品的一年需求略有下滑，公司产能偏紧状态有所缓和。2022年至2023年一季度，公司主要产品产能利用率位于80%-92%之间，整体处于合理水平。

表8 公司主要产品产能利用情况（单位：万个）

产品类别	项目	2023年 1-3月	2022年	2021年
传动轴总成	产量	105.23	478.02	437.42
	产能	115.00	530.00	420.00

等速万向节	产能利用率	91.50%	90.19%	104.15%
	产量	175.53	833.48	895.76
	产能	218.00	1,000.50	1,000.50
	产能利用率	80.52%	83.31%	89.53%
轮毂轴承单元	产量	82.37	383.61	453.53
	产能	102.00	470.00	440.00
	产能利用率	80.75%	81.62%	103.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司产能扩张节奏较快，2020年公司IPO上市后，募集资金用于年产240万套轿车用传动轴总成建设项目、年产150万只精密轮毂轴承单元智能化生产线技术改造项目等，达产后预计能够较大幅度的扩充产能。需关注的是上述IPO募投项目原定完成时间为2021年12月，后因供应链冲击和航运拥堵等因素影响，部分设备安装调试进度较慢，项目出现延期，预计完成时间调整为2023年。

2022年公司为抓住国内自主品牌汽车崛起和智能电动化为汽车零部件行业带来的机遇，新建传动轴OEM智能工厂，主要提供产品为各种型号的配套汽车传动轴，达产后预计可提供总产量300万支汽车传动轴。上述项目达产后预计将新增较多产能，需关注公司项目后续投产后的消化情况。

公司生产基地主要位于南京冠盛汽配有限公司、公司总部和浙江嘉盛汽车部件制造有限公司，截至2022年末，公司在建项目计划总投资9.03亿元，尚需投资6.29亿元，资本支出规模较大。

表9 截至2022年末公司在建和拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
年产240万套轿车用传动轴总成建设项目*	16,190.00	11,895.09	4,294.91
年产150万只精密轮毂轴承单元智能化生产线技术改造项目*	9,860.00	5,752.48	4,107.52
全球营销网络建设项目*	10,071.43	7,517.75	2,553.68
企业信息化综合平台建设项目*	5,296.00	2,235.13	3,060.87
年产300万支配套用汽车传动轴智能工厂项目**	32,631.00	0.00	32,631.00
公司汽车零部件检测实验中心**	16,262.00	0.00	16,262.00
合计	90,310.43	27,400.45	62,909.98

注：*为公司首次公开发行股票募投项目，**为本期债券募投项目。

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

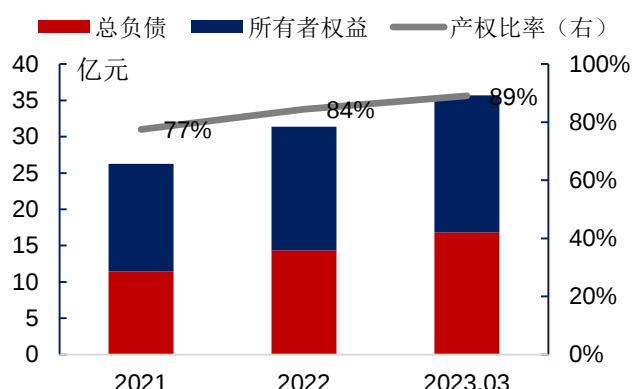
以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围无变化。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家，详见附录四。

资本实力与资产质量

2022年随着公司借债扩产，总资产规模有所增长；公司现金类资产相对充裕，应收账款和存货规模较大，但回收风险和回款时间可控，整体资产流动性较好

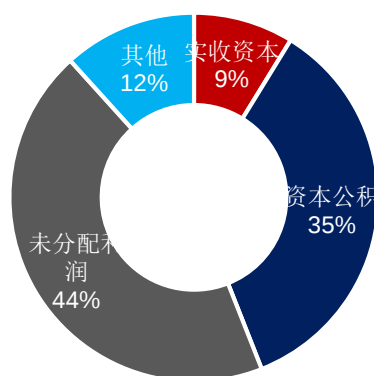
截至2023年3月末，公司所有者权益仍以未分配利润和资本公积为主。2022年至2023年3月末，公司经营效益留存推动未分配利润增长，但同时公司债务亦有所扩张，综合影响下产权比率有所走高，但绝对值相对不高，公司净资产对负债的保证程度仍较好。

图 9 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年以来，随着公司增加资本投入进行项目扩产，以及可转债募集资金到账，截至2023年3月末，公司总资产规模达35.71亿元，相较2021年末增长36.04%。

公司现金类资产占比较高，以银行存款为主，随着“冠盛转债”募集资金到账，货币资金账面价值迅速增加。截至2023年3月末，公司货币资金和交易性金融资产合计金额为15.70亿元，占总资产比重达43.97%，且受限比例很低。整体来看，公司现金类资产相对充裕。公司应收账款主要为应收客户的货款，2022年账面价值同比增长22.78%，与公司营收增速相符。截至2022年末，公司应收账款账龄基本在6个月以内，前五大应收对象合计金额1.33亿元，占当期总额的23.14%，与公司客户集中度相符。虽然公司客户群体分布较广，数量较多，应收对象繁杂，但公司应收账款均有信保做风险背书，整体回收风险相对可控。公司存货主要为库存商品和原材料，为加快供货速度，公司会对主流车型零部件进行备货。此外，为应对贸易摩擦可能带来的加征税款风险，公司在冠盛北美亦有一定备货。考虑到公司存货大多有订单对应，汽车后市场需求相对较为稳定，备货部分均对应主流车型零配件，整体而言滞销风险不大。

公司固定资产主要为生产使用的厂房和设备，2022年随着部分在建产能转固，规模有所增加。截至2022年末，公司固定资产暂无抵押情况。

整体来看，公司资产主要以现金类资产、应收账款和存货为主。其中，应收账款账龄基本在6个月以内，必要时可通过保理或质押回笼资金；存货大多有订单对应，回款时间可控。整体来看，公司资产

流动性较好。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.09	33.85%	6.29	20.05%	6.22	23.71%
应收账款	5.00	13.99%	5.39	17.17%	4.39	16.73%
存货	5.36	15.01%	6.22	19.82%	6.20	23.61%
交易性金融资产	3.61	10.12%	3.97	12.66%	2.35	8.96%
流动资产合计	27.67	77.48%	23.50	74.88%	20.69	78.82%
固定资产	4.18	11.71%	4.10	13.07%	3.17	12.06%
非流动资产合计	8.04	22.52%	7.88	25.12%	5.56	21.18%
资产总计	35.71	100.00%	31.39	100.00%	26.25	100.00%

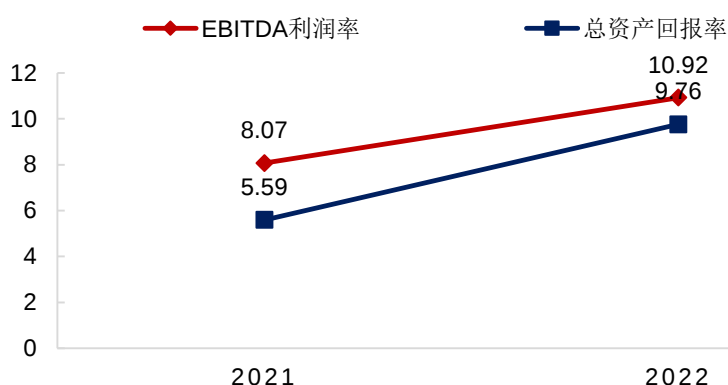
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年随着公司增加毛利更高的产品外采规模，对客户有效调价而原材料价格逐步下降以及国际航运价格自高位回落，公司利润水平显著提升；公司营业收入仍主要来自海外市场，需关注国际贸易政策、汇率波动和地缘政治冲突对公司盈利的影响

2022年公司主营业务收入同比增长18.20%，其中超过90%的收入来自海外市场。2022年全球汽车销售整体保持平稳，主要国家汽车保有量和平均车龄稳步增长，虽然公司来自北美和俄罗斯的营收波动较大，但凭借其遍布120个国家和地区的营销网络，公司对单一客户依赖度较小，整体仍实现营收增长。未来随着国内自主整车品牌市场份额逐步提升，以及新能源车进入维修期，有望给公司带来新的市场需求，带动收入提升。此外，公司海外客户分布广，数量多，曾在2021年1月1日-2021年10月11日期间被美国海关加征25%关税，需关注国际贸易政策和地缘政治冲突给公司经营带来的风险和对公司盈利可能造成的影响。

利润水平方面，2022年公司销售毛利率和EBITDA利润率均有所回升，盈利能力增强，主要系公司通过外采增加橡胶减振、悬架和减振器等产品的营收规模，其毛利更高；此外，因上年原材料价格较高，公司年初对客户实现有效调价，产品毛利随着下半年原材料价格下行而有所上升。此外，国际航运价格从高位回落，亦有助于公司缓和成本控制压力。2022年随着公司利润总额显著上升，公司总资产回报率亦增长4.17个百分点至9.76%。综合来看，公司为国内汽车后市场领域的龙头企业，未来销售规模有望进一步扩大，能够摊薄相关固定支出成本，盈利能力有一定支撑，对公司盈利水平的影响主要是汇率和原材料价格波动带来的扰动。

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司通过扩债满足扩产需求，总债务规模有所上升，但考虑到公司主营业务获现能力尚可，盈余现金相对债务较为充裕，偿债指标表现较好，短期整体偿付压力不大

跟踪期内，公司通过发行“冠盛转债”满足扩产需求，债务规模有所扩张，截至2023年3月末负债总额达16.82亿元，相较2021年末增长46.77%，总债务规模增至10.36亿元。随着可转债募集资金到账，公司非流动负债大幅增加，但仍以流动负债为主。

经营性负债方面，2022年公司新增短期借款主要用于应收票据贴现，整体规模不大。公司应付票据和应付账款均为购买材料、设备物资、基建工程和接受劳务供应的款项，2022年随着公司经营规模增长亦有小幅增加，两者合计占公司债务的比重达60%以上，结算周期通常为2-4个月，基本由最近季度采购形成。

非流动负债方面，主要由租赁负债和预计负债构成，预计负债为预计反倾销关税和预计质量补偿费，其中质量补偿费用主要发生在美国市场，公司以销售额为基础计提准备金，整体规模均不大。2023年一季度随着“冠盛转债”募集资金到账，公司应付债券账面价值大幅增长。

整体来看，公司2022年债务规模有所扩张，但考虑到应付账款、应付票据和转债的利息偿付压力不大，且公司账面现金类资产相对充裕，主营业务现金生成能力尚可，债务压力可控。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.57	3.40%	0.98	6.86%	0.00	0.00%
应付账款	4.17	24.82%	4.76	33.11%	5.90	51.51%
应付票据	4.66	27.73%	5.11	35.55%	2.54	22.16%
流动负债合计	11.07	65.80%	13.06	90.90%	10.40	90.72%

应付债券	4.43	26.33%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
租赁负债	0.52	3.10%	0.56	3.90%	0.45	3.90%
预计负债	0.37	2.21%	0.37	2.55%	0.33	2.85%
非流动负债合计	5.75	34.20%	1.31	9.10%	1.06	9.28%
负债合计	16.82	100.00%	14.36	100.00%	11.46	100.00%
总债务合计	10.36	61.61%	6.84	47.60%	3.17	27.63%
其中：短期债务	5.41	32.18%	6.28	43.69%	2.72	23.73%
长期债务	4.95	29.43%	0.56	3.90%	0.45	3.90%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司经营活动收现情况较好，商品销售回款和税费返还均给公司带来一定现金流入。随着公司营收规模增长，2022年FFO亦有提升，可用于偿付债务的现金流有所增加。此外，公司净债务为负，盈余现金对公司债务的覆盖程度较好。

2022年公司资产负债率同比微增2.11个百分点至45.77%，整体杠杆水平平稳。2022年公司利润提升明显，且需支付利息的债务规模相对不高，EBITDA利息保障倍数有所上升，对利息的保障程度较好。整体来看，公司主营业务获现能力尚可，盈余现金相对债务较为充裕，加之公司通过发行可转债募集扩产所需资金，一定程度上能够满足公司的资金需求，整体现金流表现尚可。

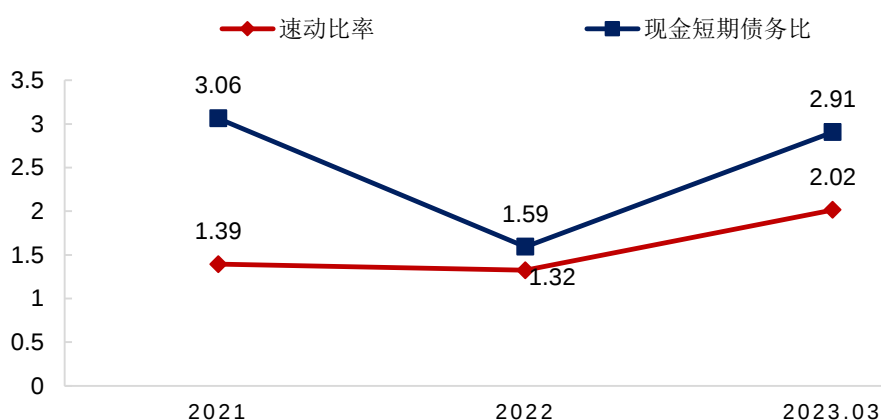
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
经营活动现金流 (亿元)	-0.45	3.80	0.37
FFO(亿元)	-	2.61	1.77
资产负债率	47.09%	45.77%	43.66%
净债务/EBITDA	-	-0.74	-2.23
EBITDA 利息保障倍数	-	84.66	71.98
总债务/总资本	35.42%	28.66%	17.63%
FFO/净债务	-	-109.83%	-39.62%
经营活动现金流/净债务	8.73%	-159.56%	-8.25%
自由活动现金流/净债务	13.58%	-67.55%	15.60%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年公司用于日常运营的短期债务有所增加，致速动比率和现金短期债务有所下滑，但仍处于较好水平，可变现资产和现金类资产对短期债务的保障程度尚可。此外，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为通畅，资产受限比例不高，截至 2022 年末尚有银行授信额度约 9.97 亿元，融资渠道和融资弹性均较好。整体而言，公司偿债压力有所增加，但偿债风险可控。

图 12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年及 2022 年 1-3 月连审审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，跟踪期内，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公开信息查询（截至 2023 年 5 月 29 日）和公司提供的《温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》（截至 2023 年 5 月 29 日）（以下简称“说明”），过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

公司治理

目前公司战略规划较为清晰，根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司公司章程》，建立了现代法人治理结构，能够对公司子公司进行有效治理和控制。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

公司实控人周家儒先生、多数董事和高管在公司及其他关联方单位共事多年，行业经验较为丰富，

管理团队较为稳定。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2022年末，公司组织架构图如附录三所示。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月31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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年5月29日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司主要专注于海内外汽车后市场，其市场容量与汽车保有量和平均车龄密切相关。其中，海外汽车后市场较为成熟，市场规模稳中有增，且相较于国内用户倾向于在汽车4S店购买专业化的维修和保养，欧美消费者在零配件销售门店购买替换件更为常见，与公司主要供货海外汽配连锁店的模式相适应。另一方面，国内汽车产销量近年持续上升，汽车保有量扩大、平均车龄提升有望拉动国内汽车后市场发展，具有较大的增长潜力，公司所处市场具有发展空间。

从经营竞争力来看，公司主要从事汽车传动系统零部件的研发、生产和销售，为国内外汽车售后市场提供适配的传动系统零部件和相关技术服务。公司业务覆盖六大洲多个主要国家，核心客户为当地具备实力的汽车零配件零售商、批发商等，客户资质较好，但公司海外客户占比很高，需关注贸易政策和地缘政治冲突对公司经营的影响。2022年公司营收规模持续增长，利润大幅上升，有较强的竞争优势。公司应收账款和存货规模较大，对营运资金有一定占用，但回收风险和回款时间可控。从偿债能力来看，公司资金相对充裕，主营业务获现能力尚可，偿付压力不大。综合来看，公司具备一定的抗风险能力。

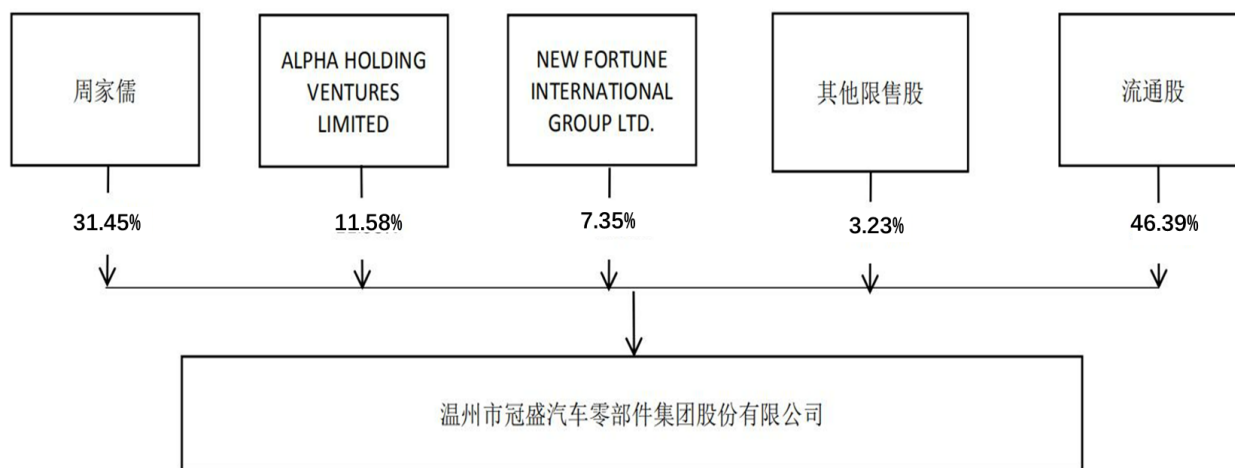
综上，中证鹏元评定温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

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）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	12.09	6.29	6.22	6.18
应收账款	5.00	5.39	4.39	3.63
存货	5.36	6.22	6.20	4.29
交易性金融资产	3.61	3.97	2.35	3.40
应收票据	0.03	0.05	0.00	0.00
流动资产合计	27.67	23.50	20.69	18.53
固定资产	4.18	4.10	3.17	3.29
非流动资产合计	8.04	7.88	5.56	4.10
资产总计	35.71	31.39	26.25	22.64
应付账款	4.17	4.76	5.90	4.86
应付票据	4.66	5.11	2.54	2.14
流动负债合计	11.07	13.06	10.40	8.45
应付债券	4.43	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	5.75	1.31	1.06	0.45
负债合计	16.82	14.36	11.46	8.91
总债务	10.36	6.84	3.17	2.58
所有者权益	18.89	17.02	14.79	13.73
营业收入	6.28	29.41	24.87	18.41
营业利润	0.38	2.78	1.31	1.02
净利润	0.28	2.38	1.17	0.92
经营活动产生的现金流量净额	-0.45	3.80	0.37	2.19
投资活动产生的现金流量净额	-0.08	-3.96	-0.11	-3.80
筹资活动产生的现金流量净额	6.50	0.22	-0.34	4.75
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
EBITDA(亿元)	-	3.21	2.01	1.64
FFO(亿元)	-	2.61	1.77	1.28
净债务(亿元)	-5.20	-2.38	-4.47	-6.57
销售毛利率	23.35%	22.97%	20.16%	22.12%
EBITDA 利润率	-	10.92%	8.07%	8.92%
总资产回报率	-	9.76%	5.59%	5.82%
资产负债率	47.09%	45.77%	43.66%	39.35%
净债务/EBITDA	-	-0.74	-2.23	-4.00
EBITDA 利息保障倍数	-	84.66	71.98	30.04
总债务/总资本	35.42%	28.66%	17.63%	15.80%
FFO/净债务	-	-109.83%	-39.62%	-19.46%
速动比率	2.02	1.32	1.39	1.68
现金短期债务比	2.91	1.59	3.06	3.80

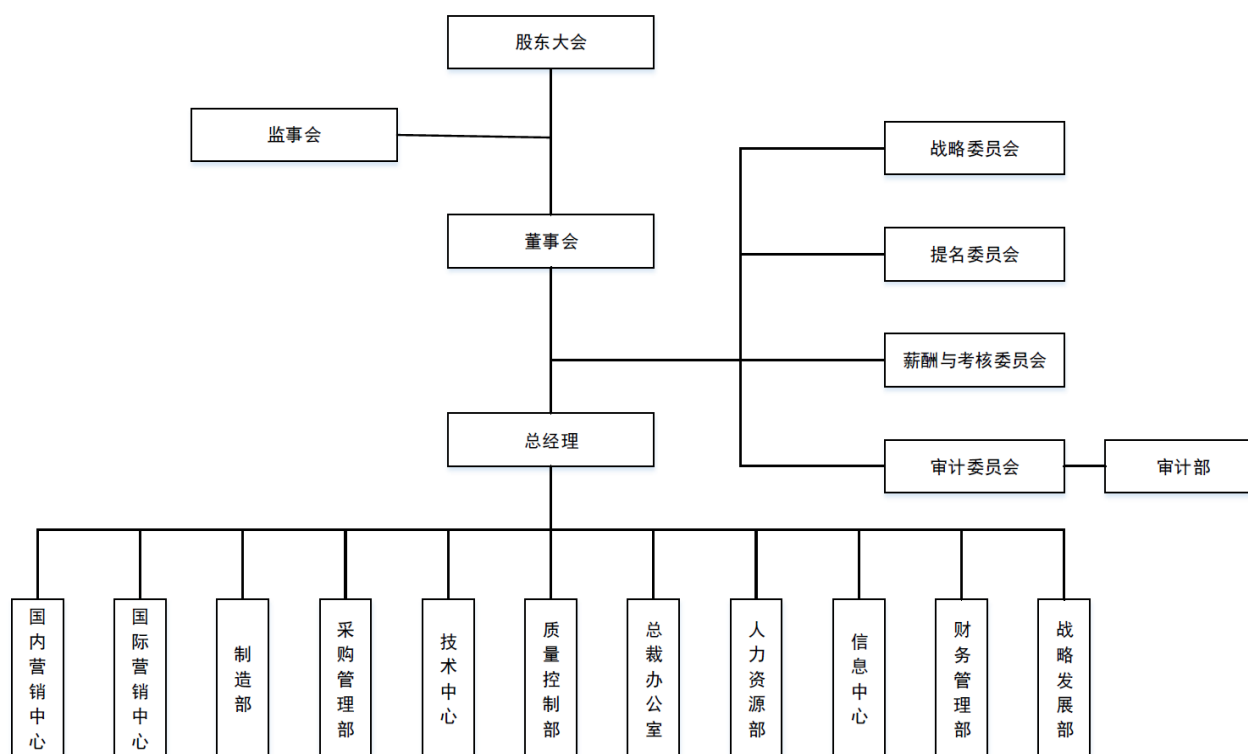
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
南京冠盛汽配有限公司	36,050 万人民币	100.00%	汽车零配件销售
浙江嘉盛汽车部件制造有限公司	1,000 万美元	100.00%	汽车零配件销售
杭州冠盛君有道供应链管理有限公司	100 万人民币	100.00%	汽车零配件销售
温州冠盛科技有限公司	3,000 万人民币	100.00%	汽车零配件销售
GSP North America Co.,Inc	820 万美元	100.00%	汽车零配件销售
GSP AUTOMOTIVE MALAYSIA SDN. BHD.	250 万林吉特	100.00%	汽车零配件销售
GSP Europe GmbH	100 万欧元	100.00%	汽车零配件销售
GSP AUTOPARTS MEXICO S.DE.R.L.	1,009 万比索	100.00%	汽车零配件销售
上海宜兄宜弟商贸有限责任公司	100 万人民币	100.00%	汽车零配件销售
嘉兴市知仁勇贸易有限责任公司	100 万人民币	100.00%	汽车零配件销售
WHC AMERICA TRADING INC.	10 万美元	100.00%	汽车零配件销售

资料来源：公司提供，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。