



2022年明新旭腾新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券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：

2022年明新旭腾新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券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
明新转债	AA-	AA-

评级日期

2023年06月14日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：2022年明新旭腾新材料股份有限公司（以下简称“明新旭腾”或“公司”，股票代码：605068.SH）水性超纤产品丰富度提升，除绒面超纤和超纤革外，新增PU产品，公司产品应用领域有所拓宽。且公司产品下游客户粘性依旧较高，超纤产品迅速放量，已成为公司收入重要来源。但中证鹏元也关注到，目前公司传统牛皮革和超纤产品发展分化明显，2022年受订单减少影响，公司盈利能力下滑，考虑到目前汽车市场降价促销仍存，需关注盈利能力进一步下探压力；此外，需关注公司应收账款和存货对营运资金的占用，行业风险分散能力依旧较弱以及原材料价格波动和汇率波动对公司成本的影响。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	32.33	33.09	26.69	21.33
归母所有者权益	18.31	19.17	17.46	17.06
总债务	10.73	10.40	5.26	0.80
营业收入	1.49	8.56	8.21	8.08
净利润	-0.06	1.00	1.63	2.21
经营活动现金流净额	-0.37	0.82	0.65	1.00
净债务/EBITDA	--	-0.85	-1.62	-2.71
EBITDA 利息保障倍数	--	5.89	15.77	137.55
总债务/总资本	36.94%	35.17%	22.98%	4.49%
FFO/净债务	--	-75.64%	-49.35%	-27.35%
EBITDA 利润率	--	21.32%	28.22%	37.04%
总资产回报率	--	4.70%	8.21%	16.72%
速动比率	2.38	2.74	1.92	3.86
现金短期债务比	2.62	3.31	2.14	11.30
销售毛利率	21.04%	32.49%	40.21%	49.14%
资产负债率	43.37%	42.07%	33.95%	20.01%

注：公司2020-2022年净债务数据为负。

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

优势

- **公司产品丰富度提升，下游应用领域有所拓宽。**2022年公司水性产品新增水性PU，该产品除可以应用于汽车内饰革以外，亦可用于箱包、鞋靴和家居等领域，产品下游应用领域有所拓宽，且跟踪期水性PU产品已进入家居领域。目前公司超纤产品已包括绒面超纤、超纤革和PU，产品丰富度有所提升。
- **下游客户拥有一定粘性，且超纤产品放量明显对收入形成较好支撑。**公司下游终端客户除一汽大众、上海大众、上海通用外，成功开拓头部新能源客户的车型项目。考虑到汽车零部件供应商进入整车厂的认证考核制度严格，终端客户仍具备一定粘性。且公司水性超纤产品快速放量，2022年在公司汽车牛皮革收入下滑的背景下，水性产品成为公司收入重要来源。

关注

- **公司盈利能力有所下滑，需关注盈利进一步下探风险。**汽车牛皮革产品受订单减少影响，盈利能力有所下降，且目前超纤产品处于市场开拓阶段，虽部分材料已能自给，但整体盈利能力暂不及传统汽车牛皮革，因此跟踪期公司主营产品综合毛利率从2021年的43.25%下降至2022年的35.76%。考虑到目前终端车企降价促销仍存，公司转移成本压力的能力相对较弱，且汽车销量增速相对疲软，若新能源车销量不及预期，需关注公司盈利进一步下探风险。
- **公司直接客户和终端整车厂客户集中度依旧过高的风险。**跟踪期公司虽持续开拓新的客户且水性材料产品应用领域有所拓宽，但是核心终端客户一汽大众销售占比仍较高，前五大直接客户和终端整车厂客户占销售比约85%，且目前公司核心客户一汽大众销量有所下滑，公司对其销售收入亦同步下探。目前大众汽车新能源转型仍在进行中，新能源车市场竞争又较为激烈，若未来终端客户生产的车型销售不及市场预期或汽车行业发展不及预期，将对公司经营造成不利影响。
- **存货减值风险和应收账款对营运资金占用风险提升。**2022年公司应收账款增长24.21%至3.95亿元，高于同期营业收入4.24%的增幅，应收账款对营运资金占用风险提升，且公司存货亦增长11.50%至6.30亿元，目前汽车行业竞争较为激烈，且公司产品定制化程度较高，若订单对应车型销售不及预期，需关注公司存货减值风险。
- **需关注原材料价格波动和汇率波动对公司成本的影响。**公司汽车牛皮革主要以海外进口为主，且原材料占比较高，公司结算货币主要涉及美元和欧元，需关注汇率波动和牛皮价格波动对公司成本的影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司汽车牛皮革仍具备一定的市场竞争力，且超纤产品符合汽车革清洁化、绿色化发展方向，且客户粘性较高。

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	8/9
	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	中
	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		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
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-/明新转债	2022-06-07	张伟亚、葛庭婷	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/明新转债	2022-03-15	徐宁怡、葛庭婷	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
明新转债	6.73	6.73	2022-06-07	2028-03-29

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年3月30日发行6年期6.73亿元明新转债，募集资金计划用于“年产800万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”和补充流动资金。根据公司发布的《明新旭腾新材料股份有限公司2022年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2022年12月31日，明新转债募集资金专项账户余额为3.81亿元。

三、发行主体概况

2022年至今公司名称未发生变化，控股控股和实际控制人未发生变化，仍为庄君新先生，主营业务产品除汽车牛皮革外，公司水性产品丰富度提升，在原有全水性绒面超纤和全水性超纤革外，新增水性PU，该产品除应用于汽车内饰外，亦可用于箱包、鞋靴和家居等领域。受明新转债部分转股影响，2023年3月末公司股本增至16,660.21万元，注册资本为16,660.00万元，同期末庄君新先生控制公司股份合计占总股本比例为34.69%，其中，庄君新先生直接持有公司4,330.40万股，持股比例为25.99%，通过浙江德创企业管理有限公司控制公司5.70%的股权，通过嘉兴旭腾投资管理合伙企业（有限合伙）控制公司3.00%的股权，同期末庄君新先生无股权质押情况。

根据《明新旭腾新材料股份有限公司关于子公司股权转让的公告》，2022年4月14日，公司将明新孟诺卡（浙江）新材料有限公司（以下简称“浙江孟诺卡”）100%的股权以5,023.42万元转移给陈跃，于协议签订后的30日内完成股权转让对应的变更登记事宜，将浙江孟诺卡100%的股权过户至陈跃名下。股权转让价款分二期支付，截至2023年3月25日，公司已收到陈跃先生支付的本次股权转让全部款项，本次股权转让已全部完成。跟踪期，公司合并范围变动见下表。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本（单位：万美元）	主营业务	合并方式
宝盈技术有限公司	100.00%	980.00	贸易	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本（单位：万元）	主营业务	不再纳入的原因
明新孟诺卡（浙江）新材	100.00%	5,000.00	高档水性超纤新材料的研发、生产、市场开发及销售	转让

资料来源：公司提供，公司2022年年度报告，中证鹏元整理

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

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

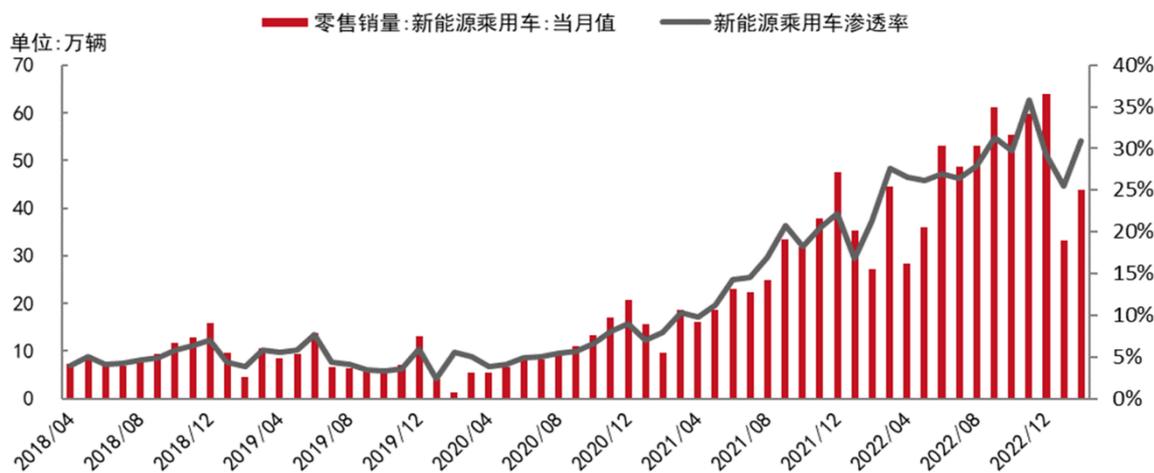
随着新能源汽车市场认可度提高，逐步由政策驱动转向需求驱动，渗透率持续提升，新能源汽车零部件需求亦有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，有望增加部分细分领域的全球市占率

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

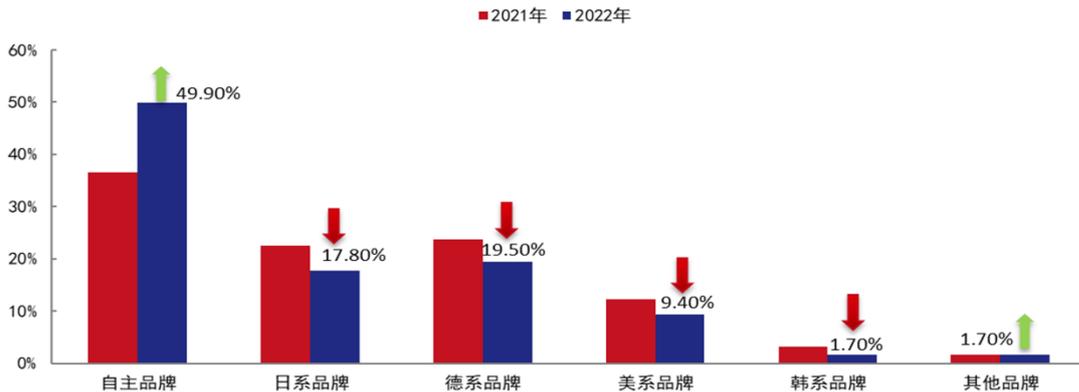
以传统燃油车为主的主机厂商掀起降价潮，市场竞争加速企业分化，新能源供应链布局较早、自主品牌主机厂合作稳定、具备技术优势的零部件供应商有望继续享受新能源汽车发展红利，但转型较慢的传统车企或将面临一定压力

2023年3月，一轮汽车降价浪潮席卷全国，不仅涉及企业让利促销的市场竞争行为，亦有“有形的手”参与其中。首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，意图去库存回现金改善经营状况；其次，汽车排放国六（6B）标准临近实施对车企加快去库存亦有较大刺激；再次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间；最后，扩大内需大方针下，地方政府部门让渡车辆购置税等财政收入，借此激发消费活力并助力区域产业发展。技术迭代及市场竞争对车企影响深远，参与此轮购车优惠政策的车企和地方政府众多。产品竞争力下滑，传统车企规模效应减弱，盈利承压，产线折旧等固定成本支出对利润造成进一步侵蚀，短期需重点关注企业现金类资产储备及现金流表现。长期来看，基于现有品牌优势积极推进新能源布局的传统车企有望在未来行业格局中保有一席之地，而“价格战”背景下，产品力不足、转型落后的厂商将加速出清。

市场中低端产能出清往往伴随着企业分化，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，2022年自主品牌延续亮眼表现，销量同比持续高增，自主品牌市场份额大幅

增至 49.90%，带动新能源供应链布局较早、同自主品牌主机厂商合作稳定、具备技术优势的零部件企业持续受益。中证鹏元预计 2023 年自主品牌市占率有望进一步上升，且仍占据市场份额首位。从行业结构来看，随着国补退出、市场竞争加剧，新能源车头部效应更为突出，部分二三线车企销量已初现增长乏力，转型较慢的传统燃油车主机厂商则面临更大压力。

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2 2022 年主流车企在新能源汽车市场表现优异（单位：辆）

车企	2022 年	2021 年	同比
比亚迪	1,799,947	584,019	208.20%
上汽通用五菱	442,118	431,335	2.50%
特斯拉（中国）	439,770	320,766	37.10%
广汽埃安	273,757	126,974	115.60%
长安汽车	212,277	97,641	117.41%
理想汽车	133,246	90,520	47.20%
长城汽车	123,920	133,968	-7.50%
蔚来汽车	122,486	91,407	34.00%
小鹏汽车	120,757	98,176	23.00%
上汽大众	91,761	61,052	50.30%

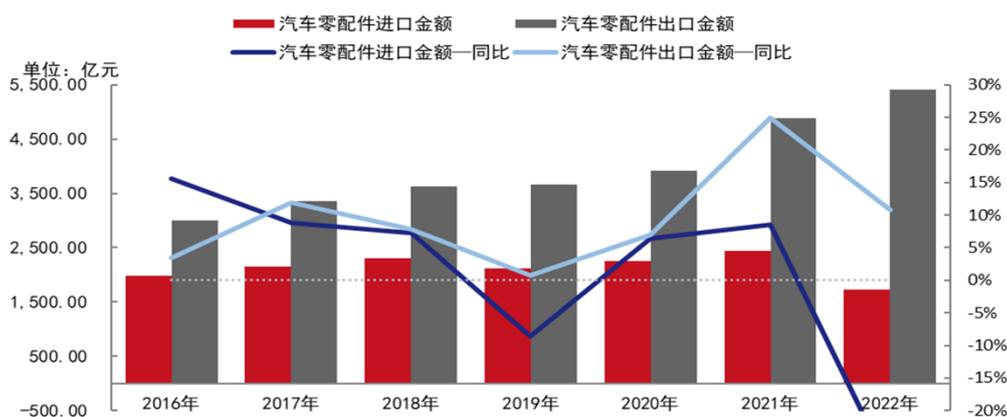
资料来源：乘联会，中证鹏元整理

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 5 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

近年汽车革产量受汽车销量增长动能不足而增长乏力，除实用性和舒适性外，预计汽车革将向绿色无污染、功能性和时尚性发展，明新旭腾产品符合行业发展趋势

随着人民收入的提高和中国消费者对于天然真皮的偏好，汽车革产量实现了持续较快增长。近年来受汽车销量整体增长动能不足影响，汽车革产量增至乏力。目前国内汽车皮革市场中，约20%由海外进口，60%以上由国内合资公司生产，剩下约20%由国内厂商供货。汽车革行业集中度较高，其中国际龙头中德国柏德、美国鹰革、日本美多绿、美国GST收入体量较大，估计市占率合计约60%，国内汽车革供应商主要包括明新旭腾、海宁森德等。

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

新旭腾研发的超纤产品包括绒面超纤、光面超纤和水性PU，且均为全水性产品，符合行业发展趋势。

需关注原材料价格波动对汽车零部件供应商成本管控能力的挑战

皮革的主要原材料为毛皮，牛皮占皮革的65%左右。我国虽是全球牛皮产量大国，但毛皮质量较差，而养牛业发达的澳大利亚、巴西、美国等国家的牛皮质量稳定，大小规格等方面较为统一，因此我国汽车革制造企业的皮料采购主要来自境外市场。由于近年来海外牛皮供给市场平稳，但国内外需求端景气度不高，使得进口牛皮采购均价近年来逐步下降，2020年蓝湿牛皮和盐渍牛皮进口单价分别跌至最低点1.22美元/千克和0.63美元/千克，2020年下半年开始，牛皮价格触底反弹，2022年蓝湿牛皮价格波动下降，盐渍牛皮价格波动上升，分化明显。整体来看，2020年至今汽车牛皮革原材料价格波动整体较大，对汽车零部件供应商成本管控能力要求较高。

图6 蓝湿牛皮和盐渍牛皮进口单价（单位：美元/千克）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2022年受经济下行影响公司盈利能力有所下滑，但超纤放量明显，收入得到较好补充，新增水性PU产品已进入家居市场，仍需关注下游汽车行业集中度较高风险。考虑到目前汽车行业下游增量动能相对不足且汽车降价销售会倒逼汽车零部件供应商降本增效，未来仍需关注公司盈利下行压力

2022年公司车用牛皮革产品和水性超纤产品发展分化明显。受主机厂对车用牛皮革需求萎缩影响，2022年公司整皮产品和裁片产品收入分别同比减少10.32%、29.76%，但随着“年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”产能释放，公司水性产品超纤革和绒面超纤收入增速明显。跟踪期，公司水性产品新增水性PU，该产品除应用于汽车内饰外，亦可用于箱包、鞋靴和家居等行业，公司产品下游应用领域有所拓宽。毛利率方面，2022年受订单减少影响整皮产品和裁片产品毛利率均有下滑，但

2022年公司绒面超纤毛利率上升明显。由于超纤产品仍处于市场被教育和开拓阶段，整体毛利率相较汽车牛皮革偏低，综合影响下公司2022年主营业务销售毛利率下降至35.76%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
整皮产品	56,062.12	72.37%	41.44%	62,511.00	81.97%	46.35%
裁片产品	5,998.80	7.74%	9.69%	8,540.00	11.20%	31.56%
绒面超纤	12,316.03	15.90%	33.26%	5,190.98	6.81%	25.30%
超纤革	2,477.33	3.20%	1.19%	19.61	0.03%	1.43%
PU	607.31	0.78%	-39.41%	-	-	-
合计	77,461.59	100.00%	35.76%	76,261.58	100.00%	43.25%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司传统汽车牛皮革和超纤产品发展分化明显，且同期公司牛皮革产能利用率下滑明显，超纤产品放量明显且产能利用率大幅提升，2023年需关注公司车用牛皮革产能利用率情况

跟踪期，公司车用牛皮革生产基地未发生变化，仍位于辽宁省阜新市和浙江省嘉兴市，其中阜新市主要负责将原皮处理成皮胚，嘉兴市主要负责对皮胚进行加工并完成发货，阜新基地靠近公司核心终端客户一汽大众的长春产业基地，嘉兴市则靠近公司长三角地区的直接客户一级供应商，2022年公司华东地区和华北地区收入合计占主营业务收入的78.52%，公司生产基地布局贴近目标销售地，有利于公司快速响应市场需求变动。公司水性超纤产品生产基地位于江苏省新沂市，目前一期自有资金建设的“年产200万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”已经投产，2022年超纤产能快速释放，产能利用率大幅增加。但由于受订单减少和2022年汽车供应链受阻影响，2022年公司牛皮革产能利用下降19.52个百分点至73.43%，整体产能利用率下降明显。2023年预计乘用车市场整体复苏谨慎乐观，需关注牛皮革产能利用率边际变动情况。产销方面，由于牛皮革产品定制化程度较高，2022年产销率依旧维持高基数，超纤产品受部分产品前期备货，但对应车型市场销售不及预期影响，产销率有所下降。

表4 公司主要产品产能利用情况（单位：万平方英尺）

年度	产品	总产能	产量	销量	产销率	产能利用率
2022年	牛皮革	3,840.00	2,819.86	2,715.75	96.31%	73.43%
	超纤	2,152.78	1,605.01	1,281.77	79.86%	74.56%
2021年	牛皮革	3,840.00	3,569.45	3,751.57	105.10%	92.95%
	超纤	2,152.78	458.43	389.22	84.90%	21.29%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，目前公司主要在建项目位于新沂市，主要包括IPO募投项目和明新转债募投项目。中证鹏元认为，公司目前主要在建项目募投资金已到位，项目资金投入压力相对可控，未来随着在建项目逐步达产，公司产能会有所提升。但考虑到汽车销量谨慎乐观，需求增长动能相对不足，仍需关注若

达产后市场销售不及预期，固定资产折旧和摊销等对盈利能力的侵蚀。

表5 2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	预计完工时间	资金来源	预计新增产能
年产110万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目	21,850.00	10,906.06	2023年12月	IPO募集资金	110万张
年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目	39,800.00	2,062.30	2023年12月	IPO募集资金	
年产800万平方米水性定岛超纤新材料智能制造项目	62,309.91	10,948.05	2024年7月	可转债募集资金	800万平方米

注：公司年产110万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目在母公司及子公司江苏明新旭腾科技有限公司实施，截至2022年12月31日，项目已取得年产110万张的阶段性验收，技改已完成。公司该项目上已经购置并投入使用的机器设备2022年度产生的效益，按照新增产能所增长的产量占2022年度总产量的比例乘以母公司牛皮汽车革业务产生的效益总额计算得出。截至2022年12月31日，项目并未全部达产，仅是技改部分已完成，尚不能以110万达产后的承诺效益对比实际效益评价是否达到预计效益。根据2023年4月21公司公告披露日，募投项目“年产50万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业4.0建设项目截至2022年12月31日累计”已投入募集资金8,902.64万元(不包含银行手续费)，主要用于厂房建设及购置生产设备。为确保项目后续顺利实施，公司前期已投入的相关募集资金支出公司已用自有资金进行置换。

资料来源：公司提供，WIND，中证鹏元整理

2022年公司与主要客户合作关系较为稳定，客户结构有所优化，新增新能源客户，对一汽大众的依赖度有所下滑，且PU产品已进入家居领域，虽行业集中度过高风险有所下降，但仍需关注核心终端客户集中度较高问题

跟踪期，公司销售模式未发生变化，仍属于“契约订单式”销售产品，仍直接销售给整车厂指定的一、二级供应商。日常经营中，公司销售活动仍主要由市场部负责，指派专门的业务员负责大客户维护和新客户开发等。市场部每周会收到客户未来10-12周的生产计划，并以此对销售量进行预测和管理。双方就供货量、供货时间和交货地点等信息沟通一致后，市场部将订单信息转达至生产部和物流部，供其组织生产活动和物流运输。2022年公司与高合联合开发“全息幻彩真皮”，一方面研发能力得到市场验证，另一方面公司介入车企前端产品设计，为获取对应车型订单增加优先机会，市场竞争力有所提升。

销售价格一般在获得定点提名信时约定好，但实际过程中会根据市场终端车型销售情况进行动态调整，根据行业惯例约定在新产品供货后年度价格调整政策，通常在新产品供货后3-5年内有0%-5%的年度降幅。2022年公司汽车牛皮革销售单价上升主要系采购成本上升以及高端产品占比增加所致。超纤产品虽放量，但销售单价有所下滑主要系超纤革正式量产、超纤产品供货结构变化所致。目前乘用车市场竞争相对激烈，存在降价促销的情况，考虑到整车厂相对强势的市场地位，未来需关注车企对上游汽车零部件供应商盈利的挤压。

表6 2021-2022年整皮产品、裁片产品和超纤产品单价变动情况（单位：万元、万平方英尺、元/平方英尺）

项目	2022年	2021年
整皮产品销售金额	56,062.12	62,511.00
整皮产品销售数量	2,451.06	3,354.63
整皮产品销售单价	22.87	18.63
裁皮产品销售金额	5,998.80	8,540.00
裁皮产品销售数量	264.69	396.94
裁皮产品销售单价	22.66	21.51
超纤产品销售金额	14,793.37	5,210.59
超纤产品销售数量	1281.76	389.22
超纤产品销售单价	11.54	13.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期，公司确认收入的方式未发生变化，仍为公司将产品发出后，一、二级供应商收到产品并出具验收单，双方确认无误后公司即可确认收入。下游前五大直接销售客户未发生变化，仍以浙江国利汽车部件有限公司和富维系为主（具体明细见附录四）。信用政策方面未发生明显变化，下游客户账期仍一般为60-90天，且多使用电汇和承兑汇票结算。2022年公司对终端核心客户一汽大众的依赖度进一步下降，销售金额占比从2021年的73.71%下降至58.05%，跟踪期公司取得多家新能源企业的项目定点函。跟踪期内新能源客户形成一定占比，该类终端客户“以销定产”，波动幅度较明显，需关注存货减值风险。此外，虽核心终端客户占比有所下降，但仍需关注行业集中度风险过高风险。

表7 终端用户采购情况及配套车型（单位：万平方英尺、万元）

年份	终端用户	产品类型	销售数量	销售金额	占比	主要车型
2022年	一汽大众	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	2,109.73	44,965.44	58.05%	奥迪 Q3、奥迪 Q5、速腾、探岳、探歌、迈腾等
	上海通用	裁片、整皮、绒面超纤	592.90	10,895.21	14.07%	昂科威、别克、凯迪拉克等
	上海大众	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	602.04	8,785.73	11.34%	威然、朗逸、途昂等
	金康	裁片、整皮、超纤革、绒面超纤	178.56	2,695.43	3.48%	问界
	合计			3,483.23	67,341.81	86.94%
2021	一汽大众	裁片、整皮、超纤	2,964.25	56,214.84	73.71%	奥迪 Q5、速腾、迈腾、揽境等
	上海大众	整皮	425.60	6,367.41	8.35%	威然、辉昂、途昂等
	上海通用	裁片、整皮、超纤	339.44	6,358.19	8.34%	昂科威
	德国大众	裁片、整皮	59.62	1,069.77	1.40%	VW276、VW326
	合计			3,788.91	70,010.21	91.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司汽车牛皮革中牛皮占比较高且主要依赖进口，需关注原材料价格波动和汇率波动对公司盈利能力的影响

跟踪期，公司牛皮革原材料仍主要包括皮料和化料等，其中皮料供应商主要来自于美国和澳大利亚等国，化料则主要来自于德国和美国等国。公司仍采用“以销定产、以产定购”的方式，根据客户订单及生产经营计划，采用持续分批的形式向供应商采购。具体来看，皮料作为牛皮革主要原材料，公司已与供应商建立了长期稳定的合作关系，根据市场部承接的订单及生产安排来制定采购计划，皮料采购价格随市场价格波动。化料采购则采取CIF模式，货物到港后运输和报关费用等由公司自行承担。公司一般在每年年初与化料供应商进行价格谈判，签订供货协议。公司结算货币主要涉及美元和欧元，需关注汇率波动对成本的影响。由于原材料价格上涨，2022年公司蓝湿牛皮和盐渍牛皮的采购平均单价有所提升。付款方式上，皮料和化料采购仍主要以开立信用证和电汇为主。

表8 公司 2021-2022 年采购情况（单位：万元）

年份	原材料	采购金额	平均单价	占当期原材料采购总额的比例
2022 年	盐渍牛皮	13,341.21	300.00 元/张	29.18%
	蓝湿牛皮	1,522.22	15.09 元/SF	3.33%
	合计	14,863.43	-	32.50%
	超纤直接材料	4,683.29	-	-
2021 年	盐渍牛皮	22,248.41	293.5 元/张	43.02%
	蓝湿牛皮	3,272.29	13.44 元/SF	6.33%
	合计	25,520.70	-	49.34%
	超纤直接材料	1,492.53	-	-

注：出于商业保密，公司选择不公开披露超纤具体原材料及平均单价情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的生产成本中直接材料占总成本的比重较高。公司牛皮革产品直接材料构成中，皮料和化料是最主要的构成部分，超纤产品主要原材料为化料。皮料和化料作为由市场定价的大宗商品，公司采购价格基本上随行就市。2022年公司皮料采购平均单价较2021年有所提升，对于上游原材料价格上涨，公司向下游传导价格压力的能力有限，且叠加整车厂的年降政策以及乘用车市场增长动能不足，公司水性PU产品虽能应用至箱包、鞋靴和家居等行业，但目前产销量相对较低，行业风险分散能力较弱，仍需关注原材料价格上涨对公司成本控制能力的挑战。此外，由于目前公司皮料和化料以进口为主，需关注汇率变动对营业成本的影响。

表9 公司主营业务成本构成及占比情况（单位：万元，%）

产品类型	成本构成项目	2022 年		2021 年	
		金额	占比	金额	占比

牛皮革整皮	直接材料	22,240.70	67.75	22,150.41	66.05
	其中：皮料	12,034.60	36.66	10,634.57	31.71
	化料	10,206.10	31.09	11,515.84	34.34
	直接人工	1,585.57	4.83	1,878.07	5.60
	制造费用	8,571.29	26.11	9,083.68	27.08
	其他	430.04	1.31	425.34	1.27
	小计	32,827.61	100.00	33,537.50	100.00
牛皮革裁片	直接材料	3,584.75	66.17	3,631.42	62.13
	其中：皮料	2,045.64	37.76	1,952.78	33.41
	化料	1,539.11	28.41	1,678.64	28.72
	直接人工	471.86	8.71	590.51	10.10
	制造费用	1,314.28	24.26	1,575.27	26.96
	其他	46.59	0.86	47.21	0.81
	小计	5,417.48	100.00	5,844.42	100.00
绒面超纤	直接材料	3,146.72	38.28	1,475.94	38.06
	燃动费	1,584.05	19.27	511.65	13.20
	直接人工	862.31	10.49	356.46	9.19
	制造费用	2,508.83	30.52	1,512.22	39.00
	其他	118.37	1.44	21.33	0.55
	小计	8,220.27	100.00	3,877.60	100.00
超纤革	直接材料	2,074.52	84.75	16.59	85.79
	燃动费	61.68	2.52	0.80	4.12
	直接人工	26.93	1.10	0.50	2.58
	制造费用	239.64	9.79	1.10	5.67
	其他	45.04	1.84	0.36	1.84
	小计	2447.81	100.00	19.33	100.00
PU	直接材料	481.50	56.87	-	-
	燃动费	83.88	9.91	-	-
	直接人工	105.80	12.50	-	-
	制造费用	162.58	19.20	-	-
	其他	12.90	1.52	-	-
	小计	846.66	100.00	-	-

注：合计加总值和小计值有差异主要系四舍五入尾差所致。

资料来源：公司公告的2022年年度报告，中证鹏元整理

近年公司上游主要的供应商较为稳定，双方维持较好的合作关系。2021-2022年公司前五大供应商采购金额合计占原材料采购总额的比重较高，均在50%左右。考虑到皮料和化料市场竞争较为充分，公司对单一供应商依赖性不高。2022年公司委外加工费大幅提升主要系阜新生产基地污水排放由当地政府统一处理，当年受当地政府污水处理系统技改影响，公司前端毛皮处理阶段委外至浙江晶腾新材料股份

有限公司处理，截至目前当地政府污水处理技改已结束。

表10 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占原材料采购总额比例	采购品类
2022年	JBS SA	11,785.94	25.77%	皮料
	浙江晶腾新材料股份有限公司	7,335.74	16.04%	加工费
	中牛集团有限公司	2,876.05	6.29%	皮料
	海宁为为贸易有限公司	2,349.22	5.14%	化料
	TASMAN INDUSTRIES, INC & AFFILIATES	2,231.90	4.88%	皮料
	合计	26,578.85	58.12%	-
2021年	JBS SA	10,539.53	20.38%	皮料
	TASMAN INDUSTRIES, INC & AFFILIATES	6,320.52	12.22%	皮料
	TEYS AUSTRALIA PTY LTD	4,241.63	8.20%	皮料
	中牛集团有限公司	3,270.90	6.32%	皮料
	海宁佰思腾贸易有限公司	2,703.38	5.23%	化料
	合计	27,075.95	52.35%	-

注：公司向 JBS SA 的采购包括向该公司及该公司的下属公司 JBS Australia Pty Limited、JBS Leather Uruguay SA、JBS Leather Paraguay SRL 和 Swift Beef Company 的采购总额；公司向 LANXESS Pte.Ltd.的采购包括向该公司及该公司的下属公司朗盛(常州)有限公司、盛瑞（常州）特种材料有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

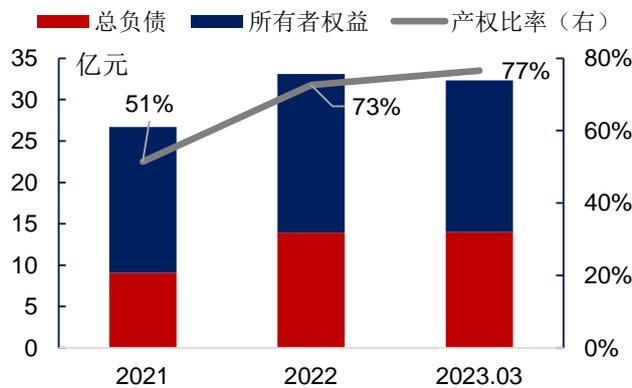
财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的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年审计报告及公司公告的2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公司合并范围变化如表1所示。截至2023年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共10家，详见附录二。

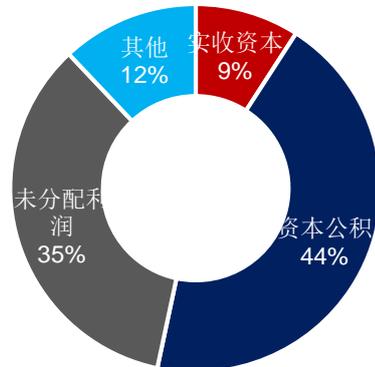
资本实力与资产质量

受可转债成功发行影响，公司净资产对负债的保障程度有所弱化，应收账款对营运资金占用程度有所上行，考虑到公司产品定制化程度相对较高，需关注定点车型销量不及预期造成的存货减值风险

受益于经营积累，2022年公司所有者权益稳步提升。2022年由于明新转债成功发行，公司产权比率有所上升，虽然净资产对负债的保障程度有所弱化，但整体较好。

图 7 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 8 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

跟踪期公司资产结构未发生变化，仍以流动资产为主。受益于明新转债资金到账和经营积累，2022 年末公司货币资金账面价值增至 9.15 亿元，其中因票据保证金而受限 0.21 亿元，公司购买低风险理财型产品，2022 年末新增交易性金融资产 2.50 亿元。2022 年公司营业收入同比增长 4.24%，但应收账款增幅 24.21% 远高于营业收入增长幅度，应收账款对营运资金的占用有所提升。存货仍主要以原材料、在产品 and 半产品为主，2022 年公司存货账面价值增长主要系在产品和半产品账面价值较 2021 年末分别增长 47.07% 和 42.44% 所致，目前公司超纤系列产品处于市场开拓期，且新能源车和造成新势力等车企竞争激烈，且公司产品定制化程度较高，需关注定点车型销售不及预期导致的存货减值风险。目前公司主要在建项目以 IPO 募投项目和可转债募投项目为主，公司近年在传统汽车牛皮革的基础上，新增水性产品，且超纤产品色母粒以自供为主，相关基础设施投入等有所增加，故固定资产和在建工程账面价值同步提升。

表 11 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	7.04	21.76%	9.15	27.65%	8.31	31.14%
应收账款	3.78	11.69%	3.95	11.93%	3.18	11.91%
存货	6.74	20.83%	6.30	19.02%	5.65	21.16%
交易性金融资产	2.90	8.97%	2.50	7.56%	0.00	0.00%
流动资产合计	21.24	65.68%	22.97	69.42%	18.41	68.96%
固定资产	4.70	14.54%	4.65	14.05%	3.39	12.68%
在建工程	2.68	8.29%	1.79	5.41%	1.47	5.51%
非流动资产合计	11.10	34.32%	10.12	30.58%	8.29	31.04%
资产总计	32.33	100.00%	33.09	100.00%	26.69	100.00%

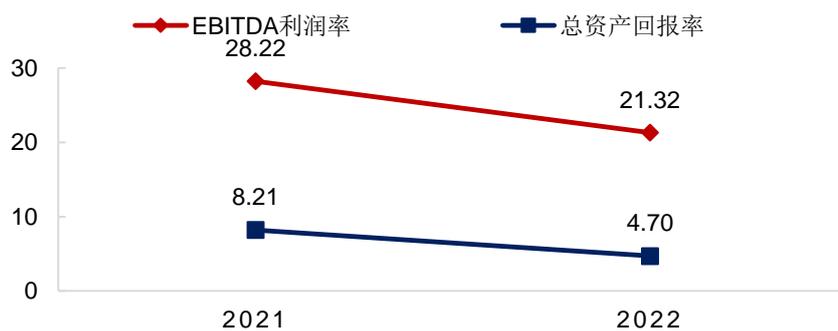
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司盈利能力整体下行，考虑到汽车降价促销仍存，汽车零部件供应商盈利能力进一步下行压力仍较大

2022年公司汽车牛皮革和超纤产品收入分化明显，受订单较少影响，汽车牛皮革产品收入有所下滑，但得益于公司超纤产能爬坡和市场对超纤产品接受度提升，公司超纤产品收入快速增长，综合影响下2022年公司收入微增4.24%至8.56亿元。但受订单减少影响，公司牛皮革产品毛利率下滑明显，且因新产品初始投放市场，规模效应不达影响毛利率，公司盈利能力整体下滑，叠加可转债发行使得公司财务费用增长，因此公司利润总额下滑，EBITDA利润率亦同步下降至21.32%。公司近年着力发展超纤产品，相关基建投入有所增加，但公司盈利能力下降，因而总资产回报率也降至4.70%。目前公司IPO募投项目和可转债募投项目仍处于建设期，但考虑到汽车销量增长动能相对不足，经销商库存系数仍偏高，汽车降价促销仍存，汽车零部件供应商毛利率下探压力较大，未来需关注公司盈利能力的进一步下行压力。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司20210-2022年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受明新转债成功发行影响，公司总债务规模大幅提升，杠杆经营程度边际提升，但整体债务压力可控；公司主营业务现金生成能力有所下降，长期债务保障程度有所弱化

受明新转债成功发行影响，2022年末公司债务结构转为以长期债务为主，且总债务规模上升至10.40亿元，但考虑到明新转债融资成本相对较低且未来存在转股的可能性，因此整体债务实际上升压力短期可控。公司经营性债务主要为应付账款和应付票据，其中应付账款主要为应付货款，而应付票据均为银行承兑汇票。

表12 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	2.50	17.81%	2.44	17.54%	3.53	38.97%

应付账款	1.82	12.99%	2.03	14.56%	1.78	19.63%
应付票据	1.39	9.89%	1.18	8.50%	0.70	7.73%
流动负债合计	6.10	43.53%	6.09	43.75%	6.63	73.19%
应付债券	5.25	37.44%	5.19	37.30%	0.00	0.00%
非流动负债合计	7.92	56.47%	7.83	56.25%	2.43	26.81%
负债合计	14.02	100.00%	13.92	100.00%	9.06	100.00%
总债务合计	10.73	76.50%	10.40	74.72%	5.26	58.03%
其中：短期债务	3.92	27.99%	3.67	26.35%	4.28	47.27%
长期债务	6.80	48.51%	6.73	48.36%	0.97	10.76%

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

受明新转债成功发行影响，公司杠杆经营程度边际增长，2022年末公司资产负债率提升至42.07%，总债务/总资产有所提升。受2022年整体盈利下降影响，长期债务保障能力有所下滑，EBITDA利息保障倍数下降至5.89。2022年公司经营活动现金净流入扩大至0.82亿元，经营活动净现金流对净债务保障程度上升明显。但主营业务现金生成能力有所弱化，FFO下降至1.18亿元，FFO对净债务覆盖程度亦有所弱化。

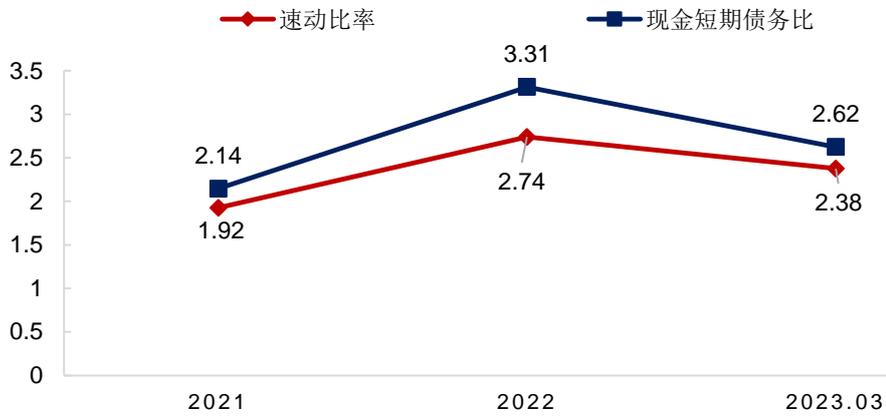
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	0.82	0.65
FFO(亿元)	1.18	1.86
资产负债率	42.07%	33.95%
净债务/EBITDA	-0.85	-1.62
EBITDA 利息保障倍数	5.89	15.77
总债务/总资本	35.17%	22.98%
FFO/净债务	-75.64%	-49.35%
经营活动净现金流/净债务	-52.55%	-17.17%
自由活动现金流/净债务	127.15%	32.92%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年末年公司速动比率仍在1.0以上，表现较好；2022年，明新转债募集资金到位，公司债务期限结构有所调整，短期债务规模有所下降，期末现金短期债务比有所提升。公司直接融资和间接融资渠道较为通畅，具备一定的再融资能力。公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金。

图 10 公司流动性比率情况



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

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，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

根据公司提供的说明（截至2023年5月9日），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

根据公司提供的说明（截至2023年5月9日），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

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。截至2023年3月末，公司组织架构图见附录三。跟踪期，公司董事会秘书由马青芳变更为袁春怡，财务总监由吕庆庆变更为李萍，选举卜凤燕为公司监事会主席。

（二）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25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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（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

公司汽车牛皮革下游客户稳定，且超纤产品符合汽车内饰革绿色化、无污染发展趋势，2022年公司进入高合车型前期同步研发阶段，产品设计研发能力得到市场验证。新增PU产品可应用于箱包、家居等领域，且2022年已取得家居行业订单并产生收入，公司收入多元化程度拓宽。但目前公司下游客户集中度仍很高，行业风险分散能力较弱。跟踪期公司盈利能力已下滑，汽车经销商库存仍偏高，未来汽车降价促销仍存在可能性，考虑到公司向下转移成本压力的能力偏弱，公司盈利能力存在进一步下探的可能。

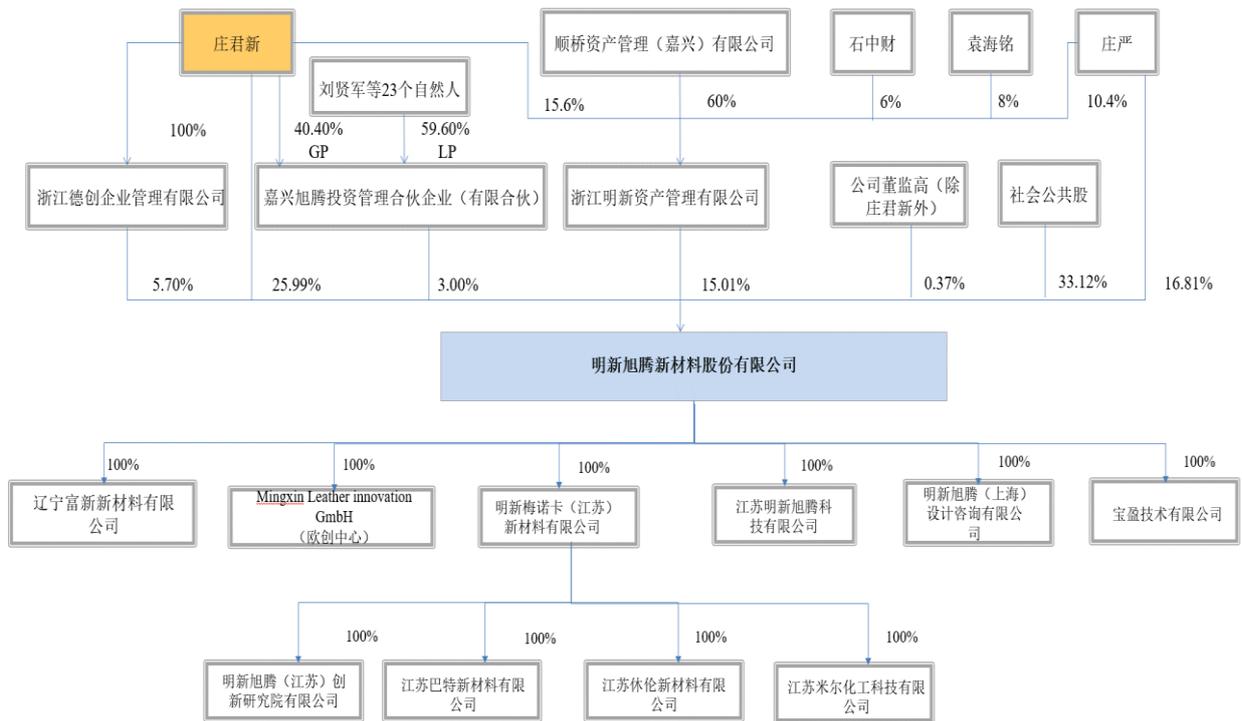
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“明新转债”的信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	7.04	9.15	8.31	7.20
应收账款	3.78	3.95	3.18	2.42
存货	6.74	6.30	5.65	4.08
流动资产合计	21.24	22.97	18.41	15.81
固定资产	4.70	4.65	3.39	2.54
非流动资产合计	11.10	10.12	8.29	5.52
资产总计	32.33	33.09	26.69	21.33
短期借款	2.50	2.44	3.53	0.29
应付账款	1.82	2.03	1.78	1.85
流动负债合计	6.10	6.09	6.63	3.04
应付债券	5.25	5.19	0.00	0.00
非流动负债合计	7.92	7.83	2.43	1.23
负债合计	14.02	13.92	9.06	4.27
总债务	10.73	10.40	5.26	0.80
所有者权益	18.31	19.17	17.63	17.06
营业收入	1.49	8.56	8.21	8.08
营业利润	-0.07	1.11	1.88	2.56
净利润	-0.06	1.00	1.63	2.21
经营活动产生的现金流量净额	-0.37	0.82	0.65	1.00
投资活动产生的现金流量净额	-0.49	-4.35	-2.84	-2.39
筹资活动产生的现金流量净额	-0.80	5.07	1.87	8.22
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	1.82	2.32	2.99
FFO(亿元)	--	1.18	1.86	2.22
净债务(亿元)	0.47	-1.55	-3.76	-8.12
销售毛利率	21.04%	32.49%	40.21%	49.14%
EBITDA 利润率	--	21.32%	28.22%	37.04%
总资产回报率	--	4.70%	8.21%	16.72%
资产负债率	43.37%	42.07%	33.95%	20.01%
净债务/EBITDA	--	-0.85	-1.62	-2.71
EBITDA 利息保障倍数	--	5.89	15.77	137.55
总债务/总资本	36.94%	35.17%	22.98%	4.49%
FFO/净债务	--	-75.64%	-49.35%	-27.35%
速动比率	2.38	2.74	1.92	3.86
现金短期债务比	2.62	3.31	2.14	11.30

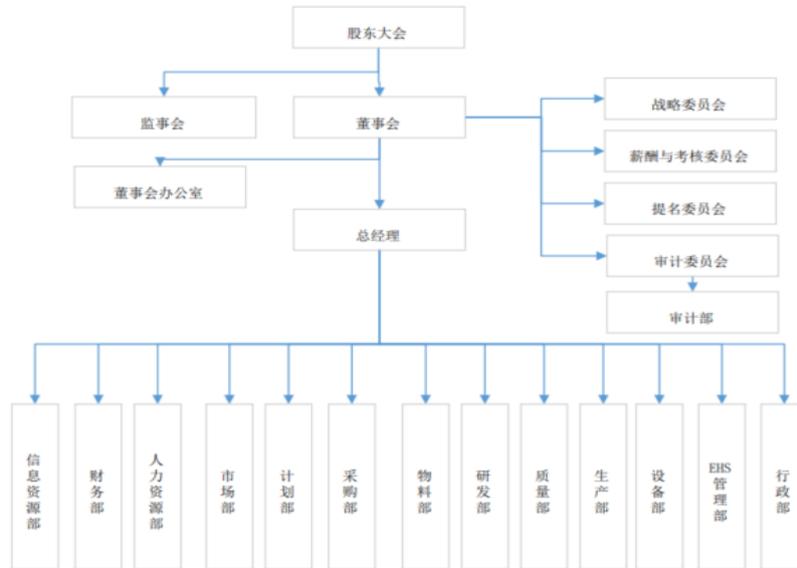
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2023 年 3 月末公司股权结构图和下属子公司



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）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万平方英尺、万元）

年份	排名	客户名称	销售数量	销售金额	占销售总额比例	主要终端客户
2021年	1	浙江国利汽车部件有限公司	1,995.37	38,402.35	50.36%	一汽大众、上海通用、上海大众
	2	长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司天津分公司	653.28	11,755.76	15.42%	一汽大众
		成都富维安道拓汽车饰件系统有限公司	659.11	10,090.21	13.23%	
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司	108.58	1,569.09	2.06%	
		富维系小计	1,420.97	23,415.06	30.71%	
	3	宁波继烨贸易有限公司	119.48	2,086.16	2.74%	
		格拉默车辆内饰（长春）有限公司	45.44	1,133.97	1.49%	
		格拉默车辆座椅（宁波）有限公司	7.10	180.50	0.24%	
		宁波继峰汽车零部件股份有限公司	0.58	18.39	0.02%	
		继峰系小计	172.6	3,419.02	4.49%	
	4	奥托立夫（中国）汽车方向盘有限公司	148.40	2,836.75	3.72%	吉利、长城、上汽通用五菱等
	5	廊坊华安汽车装备有限公司	63.41	1,370.78	1.80%	一汽大众
	合计	3,800.75	69,443.96	91.08%	-	
2022	1	浙江国利汽车部件有限公司	1,994.87	33,095.42	42.72%	一汽大众上海大众、上海通用
	2	长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司天津分公司	450.89	12,327.58	15.91%	一汽大众
		成都富维安道拓汽车饰件系统有限公司	134.61	5,733.28	7.40%	
		长春富维安道拓汽车饰件系统有限公司	231.11	3,481.61	4.49%	
		富维小计	816.60	21,542.47	27.81%	
	3	奥托立夫（中国）汽车方向盘有限公司	267.66	5,296.95	6.84%	上海通用、奔驰、吉利等
	4	宁波均胜汽车安全系统有限公司	95.62	2,199.44	2.84%	上海通用、广汽、红旗等
		上海临港均胜汽车安全系统有限公司	47.14	860.82	1.11%	
均胜小计		142.76	3,060.26	3.95%		
5	宁波继烨贸易有限公司	109.39	1,701.49	2.20%		

格拉默车辆内饰（长春）有限公司	22.48	556.34	0.72%	一汽大众
格拉默车辆座椅（宁波）有限公司	1.68	43.36	0.06%	
宁波继峰汽车零部件股份有限公司	0.39	11.33	0.01%	
继峰小计	133.94	2,312.51	2.99%	
合计	3,355.83	65,307.61	84.31%	

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。