



2022年浙江金沃精工股份有限公司向不特定对象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年浙江金沃精工股份有限公司向不特定对象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	A	A
评级展望	稳定	稳定
金沃转债	A	A

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江金沃精工股份有限公司（以下简称“金沃股份”或“公司”，股票代码为 300984.SZ）仍主要生产轴承套圈产品，核心客户资质仍较优，且合作关系较为稳定，未来随着产业链逐步完善，公司综合竞争力有望进一步提升；同时中证鹏元也关注到，公司终端产品用于汽车领域的比例较高，传统燃油车景气度下滑导致公司经营业绩明显承压，并带来一定的产能过剩风险和存货减值风险，叠加主流车企纷纷降价引发的降本传导压力，公司盈利能力亦面临较大挑战，并且公司客户及供应商集中风险仍较高，以及仍面临一定的短期偿债压力。

评级日期

2023年06月20日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

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	12.19	12.46	9.26	5.42
归母所有者权益	6.99	6.79	6.37	2.80
总债务	3.62	3.24	0.43	1.00
营业收入	2.26	10.44	8.96	5.55
净利润	0.19	0.45	0.63	0.58
经营活动现金流净额	0.29	0.71	-0.83	0.70
净债务/EBITDA	--	1.97	0.47	0.46
EBITDA 利息保障倍数	--	12.40	36.59	44.77
总债务/总资本	34.15%	32.30%	6.29%	26.37%
FFO/净债务	--	29.46%	173.49%	144.01%
EBITDA 利润率	--	9.03%	11.65%	15.86%
总资产回报率	--	4.99%	10.25%	14.13%
速动比率	1.95	1.47	1.04	0.91
现金短期债务比	1.65	2.75	0.41	0.73
销售毛利率	12.09%	12.60%	15.74%	21.41%
资产负债率	42.69%	45.49%	31.29%	48.33%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **核心客户资质较优，合作关系较为稳定。**公司轴承套圈产品仍处于舍弗勒、斯凯孚等全球领先轴承厂商的供应链体系中，客户资质较优，合作基础稳定，有利于保证其经营稳定性。
- **产业链逐步完善，未来公司综合竞争力有望进一步提升。**近年公司围绕套圈生产关键环节向产业链上下游延伸，后端的热处理和精磨工艺已逐步投产，本期债券募投项目将向前端锻件生产延伸，产业链逐渐补齐有助于强化公司的成本管控能力并提升产品附加值。

关注

- **需关注传统燃油车景气度下滑对公司经营的冲击。**公司终端产品用于汽车领域尤其是燃油车的比例较高，由于燃油车销量下滑传导至上游轴承行业，公司营业收入自 2022 年 4 季度起增长乏力，2023 年 1 季度已出现明显下滑；中证鹏元对汽车零部件行业消费持谨慎乐观态度，但考虑到短期内燃油车销售难现明显好转，公司业绩面临进一步下滑的风险。
- **盈利能力面临产能消化不足及产业链降本传导等多重挑战。**公司产能持续扩张，但受下游订单缩减的影响，2022 年产能利用率已大幅下滑至 57.64%，固定费用开支对利润侵蚀较大；考虑到 2023 年主流车企掀起降价潮，降本压力将传导至上游零部件领域，公司盈利能力恐进一步承压。
- **存货积压及减值风险加大，且资产受限比例仍较高。**由于下游客户需求减弱，对公司订单亦有一定延迟，导致对应存货的库龄拉长，存货跌价准备由此大幅增长，面临一定的存货积压及减值风险，同时公司资产受限规模仍较大，融资弹性一般。
- **客户集中度和供应商集中度仍较高。**公司下游客户仍较为集中，且对单一客户销售规模占比接近 50%，销售业绩受核心客户经营波动影响较大；同时供应商集中度较高可能带来一定的原材料短缺风险。
- **仍面临一定的短期偿债压力。**虽然本期债券募集资金到账有效改善了公司的流动性状况，但考虑到账面现金多数为限定用途的可转债募集资金，现金类资产对短期债务的实际保障能力一般，公司仍面临一定的短期偿债压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在轴承套圈细分行业有一定的市场竞争力，主要客户资质较优且合作稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	五洲新春	力星股份	公司
总资产	44.07	17.88	12.46
营业收入	32.00	9.81	10.44
净利润	1.59	0.62	0.45
销售毛利率	17.78%	17.43%	12.60%
资产负债率	45.38%	29.01%	45.49%
应收账款周转率	4.91	3.19	5.02
存货周转率	2.99	2.90	3.13

注：（1）以上各指标均为 2022 年数据；（2）五洲新春兼营轴承套圈及成品轴承产品，为同行业可比上市公司；力星股份主营轴承零部件中的滚动体产品，与公司主营业务不一致，但下游客户、市场竞争环境相似，财务指标具有一定的可比性。

资料来源：iFind，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_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	3/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		3/7	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				-1
个体信用状况					a
外部特殊支持					0
主体信用等级					A

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

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/金沃转债	2022-6-10	徐宁怡、张伟亚	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
金沃转债	3.10	3.10	2022-6-10	2028-10-14

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10月14日发行6年期3.10亿元“金沃转债”，募集资金原计划用于高速锻件智能制造项目、轴承套圈热处理生产线建设项目及补充流动资金。截至2023年4月3日，“金沃转债”募集资金专项账户余额为1.27亿元。截至2022年末，募集资金已使用1.37亿元，主要投向高速锻件智能制造项目及补充流动资金，另有0.30亿元用于暂时补流、1.30亿元购买结构性存款。

三、发行主体概况

2022年，公司实施权益分派，以资本公积转增股本，注册资本由4,800.00万元增至7,680.00万元，截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为7,680.00万元，控股股东和实际控制人仍为杨伟、郑立成、赵国权、郑小军和叶建阳，五位自然人股东合计直接持股比例53.41%，并通过同沃投资和衢州成伟¹合计间接持有4.80%的股份，实际共持有公司58.21%的股份。公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司经营业务未发生重要变化，仍主要从事轴承套圈产品的生产及销售。2022年及2023年1季度，公司合并范围合计新增3家子公司，截至2023年3月末，纳入公司合并报表范围内的子公司共5家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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	主营业务	合并方式
衢州佳沃精密智造有限公司	100.00%	2,000.00	轴承套圈的生产及销售	新设
衢州杰沃精密机械有限公司	100.00%	500.00	零件、装备的加工和制造	新设
日本 JW 精工株式会社	100.00%	1,000.00 万日元	轴承套圈的生产及销售	新设

资料来源：公司提供，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

¹ 同沃投资全称为衢州同沃投资管理合伙企业（有限合伙），系公司职工持股平台；衢州成伟全称为衢州成伟企业管理有限公司，股东为杨伟和郑立成。

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

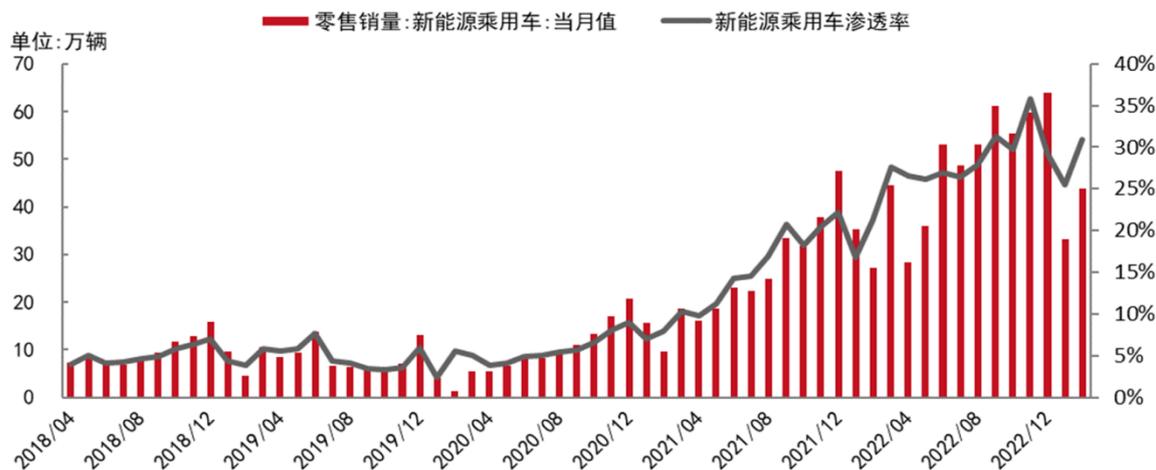
随着新能源汽车市场认可度提高，逐步由政策驱动转向需求驱动，渗透率持续提升，新能源汽车零部件需求亦有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，有望增加部分细分领域的全球市占率

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此已充分预期，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



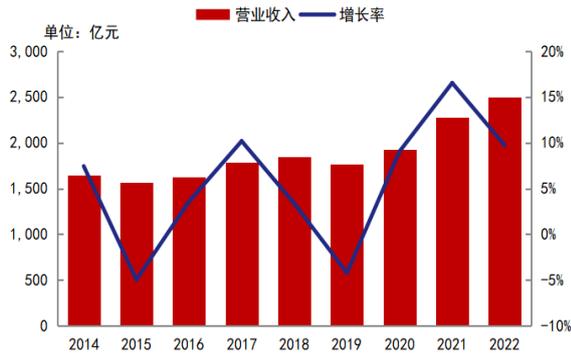
注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。
资料来源：乘联会，中证鹏元整理

汽车消费需求不振对轴承行业景气度有一定冲击，但新能源行业高速发展有望支撑轴承市场需求平稳；受益于国际八大轴承厂商产业链转移的趋势，高端轴承套圈生产企业有望承接更多加工工序，提升业绩水平

轴承是机械设备中的基础零部件，广泛运用于工业生产及制造领域，其中汽车行业仍是最主要的下游应用市场，我国是世界第三大轴承生产大国。根据中国轴承工业协会估算，2022年国内轴承行业完成营业收入约2,500亿元，同比增长9.7%，增速较上年有所放缓；轴承产量约259亿套，同比增长11.2%。总体来看，受汽车消费需求不振的影响，轴承行业景气度受到一定冲击，但考虑到轴承产品下游应用场景广泛，且在“双碳”政策环境下，新能源汽车、风力发电等行业有望维持高景气，轴承总体需求量仍有一定支撑。从市场格局来看，我国轴承产品以中低端产品为主，市场集中度较低，中高端轴承市场主要由Schaeffler（舍弗勒）、SKF（斯凯孚）、NSK（恩斯克）、NTN（恩梯恩）、JTEKT（捷太格特）等全球八大轴承厂商主导，在国际轴承市场的市场占有率合计达到70%以上。

图4 2022年国内轴承企业生产经营增速放缓

图5 2022年国内轴承产量仍保持增长



资料来源：公司招股说明书，中国轴承工业协会，中证鹏元整理



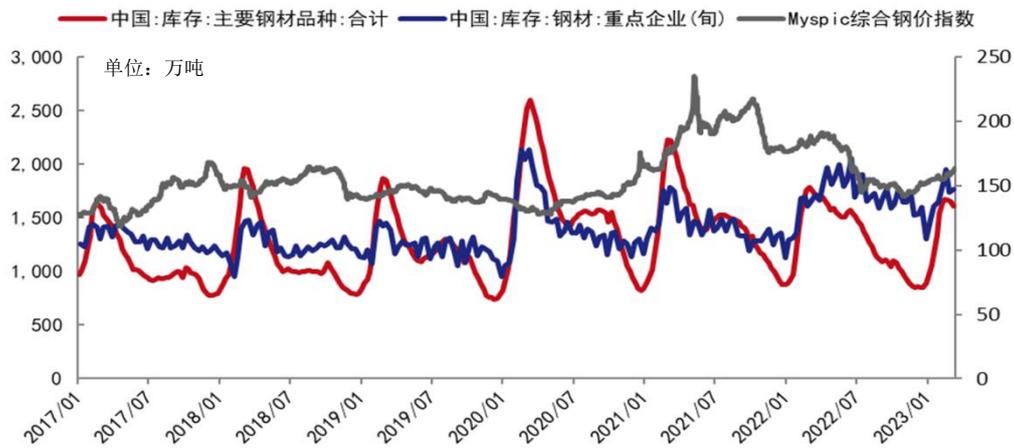
资料来源：公司招股说明书，中国轴承工业协会，中证鹏元整理

轴承套圈行业是从属于轴承行业的细分行业，轴承套圈平均价值约为成品轴承的35%左右，是成品轴承中价值最高的配件。轴承套圈市场格局十分分散，国际上生产轴承套圈的企业主要来自欧美以及东亚的中日韩。国内生产轴承套圈的公司众多，但大多规模较小，产品定位中低端，市场竞争激烈；而高端轴承套圈市场需求稳定，且存在一定的技术和资金壁垒，目前国内进入八大国际轴承企业套圈采购体系的企业相对较少，以公司、五洲新春（603667.SH）、海宁上通优必胜轴承有限公司、浙江辛子精工机械有限公司等为代表，但目前全球市场占有率均较低。

国际八大轴承厂供应链加速向中国转移，有望使国内高端轴承套圈生产企业承接更多加工工序，提升产品附加值及盈利水平。随着经济全球化及中国经济发展，为抢占下游汽车等行业市场，八大国际轴承企业纷纷在中国开设工厂，为降低成本，磨前产品采购选择本土化，形成了轴承套圈的庞大市场。据统计，2020年全球八大轴承厂套圈采购规模约709亿元，而同期国内前十大轴承厂套圈采购规模约为116亿元。近年全球经济下行加大，国际八大轴承厂盈利状况不佳，为了在国际竞争中进一步获得成本优势，世界八大轴承公司逐步向轻资产模式转移，并开始把后道核心工序（热处理、磨加工等）外包，而已进入八大轴承公司供应链体系的国内轴承套圈生产企业更有可能承接核心加工工序，技术壁垒、产品附加值、盈利水平和市场占有率有望进一步提升。

用钢主力房地产业复苏较慢，基建投资“独木难支”，钢铁需求强预期弱现实；原材料价格回落，钢价成本端支撑下移；叠加产量平控政策带来的供给韧性，短期内钢材供需矛盾难见明显改善，预计钢价将偏弱运行，轴承套圈制造厂商成本端压力有望减轻

中证鹏元认为纵观 2023 年，钢材需求强预期弱现实，供需矛盾短期内仍难改善，钢价或将偏弱运行。需求方面，随着政府专项债继续发力、央行基建类项目资本和专项再贷款等结构性政策工具支持，基建投资仍为钢材需求主支撑；地产方面，预期修复周期较长，短期用钢需求难以改善；制造业方面，企业持续处于去库存周期，市场整体呈弱复苏态势，投资动能偏弱。供给方面，预期在需求明显复苏及利润端修复前，钢材产量将继续下降，但产量平控政策倒逼钢企筑底，整体降幅有限。

图6 2023年钢价自高位有所回落


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司轴承套圈产品仍处于舍弗勒、斯凯孚等全球领先轴承厂商的供应链体系中，客户资质较优，合作基础稳定，但短期内经营业绩面临下游需求减弱的冲击，由此引发的产能过剩亦使得公司盈利能力明显承压

公司收入仍主要来自轴承套圈产品的销售，轴承套圈受托加工及生产废料销售收入对整体营业收入构成一定补充，但业务规模仍偏小。随着公司产能持续扩张，2022年营业收入保持增长，但增速较上年明显放缓，主要系终端燃油车销售承压传导至上游轴承行业，客户多有减产计划，受此影响公司2023年1季度营业收入已出现明显下滑；并且由于下游订单未达预期，公司产能利用不足，固定开支对盈利形成一定挤压，销售毛利率也持续下降，需关注燃油车产业链景气度对公司经营的影响。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

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
轴承套圈销售	21,606.01	95.63	12.09	98,707.54	94.51	12.36	84,293.69	94.12	15.68
轴承套圈加工	233.04	1.03	13.73	993.72	0.95	37.18	646.25	0.72	34.80
主营业务小计	21,839.06	96.66	12.11	99,701.26	95.47	12.61	84,939.94	94.84	15.83
其他业务	755.45	3.34	11.44	4,735.14	4.53	12.38	4,619.24	5.16	14.22
合计	22,594.51	100.00	12.09	104,436.40	100.00	12.60	89,559.18	100.00	15.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户资质较好，粘性较强，但仍存在一定的客户集中风险；目前终端燃油车市场景气度承压，短期内需关注下游需求收缩对公司经营的影响，以及国际贸易摩擦等因素对公司外销表现的扰动

公司终端轴承产品广泛应用于汽车、机械、家电、工业自动化等多个领域，面向的客户主要为大型

国际轴承公司，产品主要由全资子公司衢州市建沃精工机械有限公司（以下简称“建沃精工”）负责对外销售，建沃精工已通过舍弗勒、斯凯孚、恩斯克、恩梯恩、捷太格特等供应商认证体系，将产品销售给客户设立在全球各地的生产工厂。随着客户境内主机生产企业的需求提升，国际轴承厂商产业链逐步向国内转移，2022年公司境内收入在主营业务收入中占比进一步提升；但整体来看，公司产品外销比例仍较高，考虑到当前西方国家贸易保护主义频繁抬头，需关注国际贸易形势演变对公司经营效益的扰动。根据交付及结算的差异，公司的销售模式仍分为“直接订单方式”和“寄售库存方式”两种方式，其中直接订单方式实行无库存直接销售，是目前主要销售模式，内销和外销情况下分别以客户确认收货邮件及出口报关单作为收入确认的节点；寄售库存方式下则需要根据客户需求保持一定的安全库存，取得客户消耗清单时确认收入，主要面向舍弗勒、斯凯孚两大轴承厂商，履约风险较小。

结算方面，公司根据客户类别及销售模式的不同，采取不同的信用结算方式，舍弗勒、斯凯孚同时存在内销和外销业务，且直销和寄售模式并存，对于上述两大客户，公司一般给予75-90天的信用期，但若为外销并采取寄售模式，对上述客户的信用期则缩短至30-45天；其他客户主要为境内直销，销售账期一般为60天，2022年公司与主要客户的销售政策未发生较大变化。公司产品出口的物流周期相对较长，以致寄售模式下收入确认有一定延迟，因此外销整体账款回收期略长于内销，但考虑到境外销售较大比例采用人民币结算，汇兑风险相对可控。

表3 公司主营业务收入分地区情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	收入	占比	收入	占比
境内	57,567.17	55.12%	42,551.65	50.10%
境外	46,869.23	44.88%	42,388.29	49.90%
合计	104,436.40	100.00%	84,939.94	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售表现来看，公司客户结构仍较为稳定，显示出较好的客户粘性。但公司客户集中度仍较高，且第一大客户舍弗勒销售额占比接近50%，核心客户的经营波动可能对公司销售业绩产生较大影响。公司终端产品用于汽车领域较多，中证鹏元对2023年汽车零部件行业持谨慎乐观态度，但预计短期内燃油车销售下滑态势较难迅速扭转，需关注下游需求收缩对公司经营造成的冲击。

表4 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2022年	1	舍弗勒同一控制之企业	52,057.48	49.85%
	2	斯凯孚同一控制之企业	18,116.99	17.35%
	3	恩斯克同一控制之企业	15,409.50	14.75%
	4	捷太格特同一控制之企业	9,352.29	8.96%
	5	恩梯恩同一控制之企业	1,973.52	1.89%
		合计	96,909.78	92.80%

2021 年	1	舍弗勒同一控制之企业	48,456.93	54.11%
	2	恩斯克同一控制之企业	15,325.93	17.11%
	3	斯凯孚同一控制之企业	11,426.59	12.76%
	4	捷太格特同一控制之企业	6,252.22	6.98%
	5	恩梯恩同一控制之企业	1,911.90	2.13%
			合计	83,373.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产能持续扩张，但需求趋弱背景下已出现产能过剩隐忧，需关注在建及募投项目运营效益及产能消化情况

公司主要采用“以销定产”的生产模式，也会根据市场情况及客户需求对部分产品提前生产、备货，以自主生产为主，部分环节交予外协厂商。客户对于未来1-3个月的产品需求会以订单的形式与公司进行确认，从原料采购到产成品通常需要2-3周的生产周期。

近年公司围绕轴承套圈生产主业，积极拓展产业链两端工序，持续扩张产能。2022年，随着IPO募投项目年产5亿件精密轴承套圈项目继续推进，公司产能得以持续扩充。同时，为了扩大生产规模、加强生产管理及节约物流成本，公司加快推进厂房搬迁工作，预期将在2023年底前完成全部搬迁事宜。

公司总体产销情况仍较好，但因产能扩张较快，而2022年下游需求趋于疲软，订单增长不及预期，导致产能利用率大幅下滑。考虑到短期内燃油车市场供需宽松格局有望延续，随着现有产能完全释放，公司产能利用率存在继续下跌的风险。

表5 公司轴承套圈产品产销、产能利用情况（单位：万件）

年度	产能	产量	销量	产销率	产能利用率
2022 年	116,210.50	66,979.51	66,242.98	98.90%	57.64%
2021 年	83,830.50	70,217.77	65,556.34	93.36%	83.76%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为进一步完善现有产业链布局，公司发行本期债券投资建设高速锻件智能制造项目并扩建轴承套圈热处理生产线建设项目，建成后可实现原材料部分自产及热处理产能提升。公司下游客户资质较好，市场需求有一定保障，但近年来公司产能扩张及产业链拓展步伐较快，对公司的管理能力、技术积累等提出了更高的要求，仍需对公司主要在建项目和募投项目完全达产后的产能消化情况及项目运营效率予以关注。公司在建项目资金缺口尚可，多数可由IPO及本期债券募集资金覆盖，资本开支压力不大。

表6 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	拟投入募集资金	已投资额	设计总产能	主要资金来源
年产 5 亿件精密轴承套圈项目	30,821.53	22,684.32	22,918.77	年产 5 亿件轴承套圈	IPO 募集资金、自有资金
研发中心及综合配套建设项目	5,073.95	4,073.95	3,967.04	-	IPO 募集资金
高速锻智能制造项目	21,577.00	20,412.00	5,166.27	年产 27,900 吨高速锻件	可转债募集资金

轴承套圈热处理生产线建设项目	3,131.00	2,962.00	941.84	年产 25,000 吨轴承套圈热处理加工	可转债募集资金
合计	60,603.48	50,132.27	32,993.92	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司合作供应商仍较为稳定但集中度较高，本期债券募投项目成功投产后，锻件将实现部分自产，预计一定程度上可有效降低生产成本和缓释供应商集中度风险

公司成本结构与上年基本一致，仍以原材料采购成本为主，公司生产用主要原材料包括钢管和锻件，分别用于生产尺寸较小和较大的轴承套圈产品，基础原材料均为钢材（轴承钢），因其具备较强的大宗商品属性，采购价随行就市，而下游客户主要为国内外大型轴承厂商，议价能力较强，因此公司成本控制能力一般。2022年钢材价格震荡走跌，但根据公司与主要客户的调价机制，产品销售价格会根据原材料采购价格定期同步调整，因此产品毛利率并未有明显改善。随着2023年主流车企掀起降价潮，降本压力传导至上游零部件领域，公司盈利能力恐进一步承压。

表7 公司原材料采购情况（单位：万元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占营业成本的比重	金额	占营业成本的比重
直接材料	62,308.27	68.26%	51,360.54	68.06%
直接人工	10,680.71	11.70%	8,616.60	11.42%
制造费用	12,893.32	14.12%	10,134.37	13.43%
运输费、货代及仓储费	1,249.52	1.37%	1,384.79	1.84%
其他	4,149.16	4.55%	3,962.40	5.25%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从供应渠道来看，公司主要原材料均采购自国内供应商，结算方式仍以票据和银行转账为主，结算周期一般为30-60天。为严格把控产品质量，公司上游钢管和锻件厂商需通过舍弗勒、斯凯孚等客户的供应商认证，考虑到已通过认证的供应商数量显著多于公司目前开展业务合作的范围，公司对于供应商仍有一定的选择空间。公司合作供应商仍较为稳定但集中度较高，若主要供应商发生经营不利、产能受限等风险，可能影响公司原材料供应的稳定性。随着高速锻件智能制造项目逐步投产，锻件将实现部分自产，预计一定程度上可有效降低生产成本和缓释供应商集中度风险。

表8 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购品种	采购金额 (不含税)	占采购总额比例
2022 年	1	广东韶铸精锻有限公司	锻件、钢管	16,934.73	22.17%
	2	宁波永信钢管有限公司	钢管	16,903.28	22.13%
	3	浙江三基钢管有限公司	钢管	12,267.44	16.06%
	4	江苏保捷精锻有限公司	锻件	8,398.99	11.00%
	5	张家港市逸洋制管销售有限公司	钢管	5,192.88	6.80%

		合计	-	59,697.32	78.16%
2021 年	1	宁波永信钢管有限公司	钢管	17,878.99	25.27%
	2	浙江三基钢管有限公司	钢管	16,208.58	22.90%
	3	广东省韶铸集团有限公司（韶关铸锻总厂）	锻件、钢管	14,211.66	20.08%
	4	张家港市逸洋制管销售有限公司	钢管	6,366.83	9.00%
	5	江苏保捷精锻有限公司	锻件	4,631.61	6.55%
		合计	-	59,297.68	83.80%

注1：广东韶铸精锻有限公司系广东省韶铸集团有限公司（韶关铸锻总厂）子公司；

注2：隶属同一实控人的公司采购金额已合并计算。

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

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（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。跟踪期内合并报表范围变化情况见表1，上述变动不影响公司财务报表可比性。

资本实力与资产质量

本期债券发行驱动公司资产规模快速增长，但受限比例仍较高，且在下游需求减弱的趋势下，公司面临的存货积压风险及减值风险加大

2022年，本期债券成功发行，因其兼具权益和负债属性，对公司的资本实力和负债规模均有所扩充，但负债增幅远高于权益，故而产权比率大幅提升，净资产对负债的保障程度减弱。截至2023年3月末，公司所有者权益仍主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成。

图7 公司资本结构

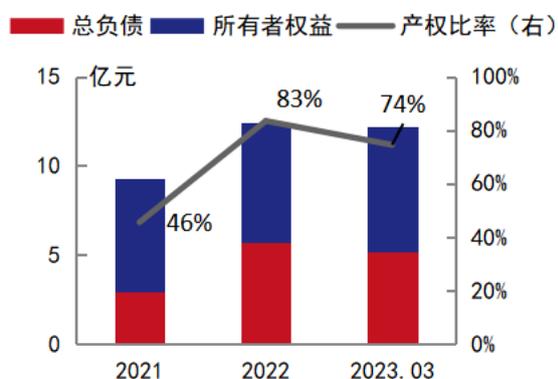
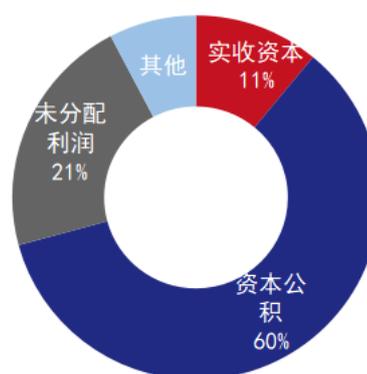


图8 2023年3月末公司所有者权益构成



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

2022年，受债务融资驱动，公司资产规模同比增长34.56%，结构上仍以流动资产为主。具体来看，固定资产、存货和应收账款仍是资产的主要组成部分，截至2023年3月末，上述资产占总资产的比重合计为71.84%，公司资产结构符合制造业经营特性。

固定资产主要是生产用厂房和设备，2022年起，公司新厂房及相关设备逐步投用，带动固定资产规模大幅增长，需关注折旧计提对利润的侵蚀。存货主要由库存商品、发出商品、原材料、委托加工物资及在产品构成，结构上库存商品比重大幅提升，主要系公司为保障春节期间订单及时交付，年末加大了备货力度所致；由于下游客户需求减弱，对公司的订单亦有一定延迟，导致对应存货的库龄拉长，当年度存货减值规模亦大幅增长，截至2022年末存货跌价准备余额为931.07万元，需关注下游需求收缩导致存货持续跌价的风险。应收账款主要为应收客户货款，因2022年4季度销售额较前期有所下降，销售欠款也同步减少；截至2022年末，公司应收账款账龄均在1年以内，应收对象仍主要为舍弗勒、斯凯孚、恩斯克等大型轴承厂商，截至2022年末合并口径前五大欠款方余额合计占比96.24%，欠款对象较为集中，考虑到公司客户整体资质较优，过往履约情况较好，坏账风险不大。

除此以外，其他重要资产主要为现金类资产和在建工程，公司现金类资产主要集中于货币资金和交易性金融资产中，得益于2022年可转债募集资金到位，资金储备有所增加，且受限规模较小，对短期债务的覆盖程度尚可。在建工程主要为高速锻项目、新厂房建造工程和设备安装工程。

截至2022年末，公司受限资产规模为1.58亿元，其中1.42亿元系用于借款抵押的土地、厂房及设备，其余为用于票据保证金及票据池质押的货币资金和应收票据。考虑到公司资产体量相对较小，受限资产占同期总资产的12.68%，融资弹性一般。

表9 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	1.38	11.31%	0.30	2.39%	0.17	1.80%
交易性金融资产	0.00	0.00%	1.30	10.45%	0.00	0.00%
应收账款	2.28	18.68%	1.95	15.65%	2.21	23.87%
存货	2.67	21.87%	3.09	24.84%	2.74	29.58%
流动资产合计	6.70	55.00%	6.87	55.12%	5.27	56.93%
固定资产	3.66	30.02%	3.91	31.35%	2.68	28.92%
在建工程	0.68	5.58%	0.52	4.16%	0.62	6.64%
非流动资产合计	5.48	45.00%	5.59	44.88%	3.99	43.07%
资产总计	12.19	100.00%	12.46	100.00%	9.26	100.00%

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

盈利能力

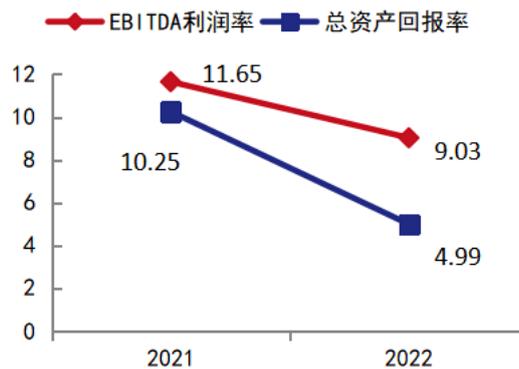
受下游需求趋弱的影响，公司营收增长持续放缓，盈利能力亦有所下滑，短期内面临业绩承压的

风险

公司收入来源主要为轴承套圈产品的销售，2022年得益于新增产能逐步释放，公司营业收入同比增长16.61%，但因为燃油车销售承压扰乱了下游客户的生产节奏，公司营业收入自2022年4季度起开始增长乏力，2023年1季度营收同比下滑10.67%；同时下游订单缩减也导致公司产能利用情况不佳，固定费用开支对利润侵蚀较大，2022年销售毛利率有所下滑，受此影响营业利润及净利润也同步下降。总体来看，公司主营业务盈利能力承压，EBITDA利润率和总资产回报率均进一步下降。

公司核心配套客户资质较优、下游轴承产品应用场景广泛及新能源车发展前景向好仍是支撑公司业绩的利好因素，但目前公司终端产品用于汽车领域尤其是燃油车的比重较高，预计短期内燃油车市场难现明显好转，叠加主机厂商纷纷降价带来的降本传导压力，可能对公司经营业绩造成一定冲击，并且新厂房投用后折旧费用将增加，未来公司盈利能力面临较大的下行压力。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



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

现金流与偿债能力

本期债券发行提升了公司的债务规模及杠杆水平，亦使得公司流动性指标有所改善，但实际仍面临一定的短期偿债压力

2022年，本期债券成功发行使得公司总债务和总负债规模均大幅扩张，且债务期限结构转为以长期债务为主。短期债务主要包括短期借款和应付票据，呈持续增长态势，虽然其中一定比例系可自动滚续的应付票据，但考虑到公司账面可用于偿债的活动资金规模较少，实际仍面临一定的短期偿付压力。

除此以外，公司经营性负债规模保持相对稳定。其中应付账款主要为尚未与供应商结算的货款和设

备款等，且账龄均在1年以内，其他应付款主要系公司转让原生产基地房屋及土地收到的预收款²，因原生产基地已于2023年3月正式过户转让，转让价格为5,150.20万元，故将前期预收款3,605.14万元冲减应收账款。

表10 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	0.41	7.88%	0.52	9.18%	0.33	11.43%
应付账款	0.97	18.62%	1.42	25.13%	1.42	48.88%
应付票据	0.53	10.15%	0.08	1.36%	0.09	2.98%
其他应付款	0.00	0.02%	0.36	6.37%	0.37	12.80%
流动负债合计	2.07	39.80%	2.57	45.43%	2.44	84.23%
应付债券	2.68	51.41%	2.63	46.46%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3.13	60.20%	3.09	54.57%	0.46	15.77%
负债合计	5.20	100.00%	5.67	100.00%	2.90	100.00%
总债务合计	3.62	69.63%	3.24	57.18%	0.43	14.74%
其中：短期债务	0.95	18.22%	0.61	10.72%	0.43	14.74%
长期债务	2.68	51.41%	2.63	46.46%	0.00	0.00%

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

杠杆状况方面，公司原杠杆水平较低，本期债券发行后资产负债率和总债务/总资本指标均出现大幅提升，EBITDA、FFO对净债务的保障程度亦趋弱。同时由于可转债计提利息增加，EBITDA利息保障倍数大幅下降但仍处于较高水平。

现金流及杠杆比率波动性方面，由于公司主营业务盈利能力下降，导致FFO亦同步下滑，但经营活动现金流较上年明显改善，主要系2021年订单旺盛，公司采购原材料等支付的现金流大幅增加，而客户回款周期相对较长，经营性占款增加弱化了现金流表现，2022年收入增速放缓，占款规模也相应减少。随着IPO募投项目推进，近年资本开支规模持续增加，且考虑到本期债券募集资金到位后，募投项目将加快实施，预计短期内公司投资支出仍较大，因此，相比于FFO/净债务和经营活动现金流/净债务，自由活动现金流/净债务能更好地反映公司的杠杆状况，近年公司杠杆比率波动较大。

表11 公司现金流及杠杆状况指标

项目	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流	0.29	0.71	-0.83
FFO	-0.05	0.55	0.85

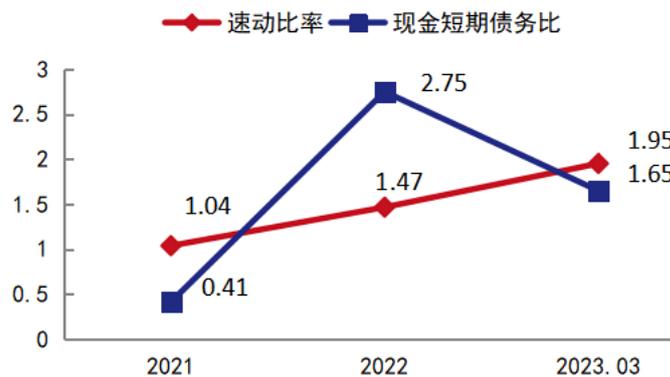
² 2019年5月和12月，公司与衢州市兴航基础设施投资有限公司、衢州市柯城区航埠镇人民政府签署《不动产转让协议》及其补充协议，由航埠镇人民政府指定的衢州市兴航基础设施投资有限公司作为受让方。协议约定，公司整体搬迁的前提条件是新生产基地建设和安装调试完毕，在整体搬迁完成前，公司继续拥有对标的资产的占有、使用及收益权利。

资产负债率	42.69%	45.49%	31.29%
净债务/EBITDA	--	1.97	0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	12.40	36.59
总债务/总资本	34.15%	32.30%	6.29%
FFO/净债务	--	29.46%	173.49%
经营活动现金流/净债务	13.60%	38.04%	-169.00%
自由活动现金流/净债务	-1.47%	-73.61%	-561.27%

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

流动性方面，得益于本期债券成功发行，公司资金流动性趋于宽松，带动现金短期债务比大幅提升，速动比率亦有所改善。但考虑到账面现金多数为限定用途的可转债募集资金，现金类资产对短期债务的实际保障能力一般，公司仍面临一定的短期偿债压力。公司作为上市公司，融资渠道较为多样，截至 2022 年末尚未使用的银行授信额度为 3.03 亿元，但考虑到公司在上市公司中体量较小，且资产受限比例较高，融资弹性一般，综合来看，公司获取流动性资源的能力较弱。

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 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，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 表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

公司所从事的轴承套圈等生产活动面临的环境风险相对较小，根据公司于 2023 年 5 月 25 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司过去一年未因空气污染和温室气体排放、废水排放或废弃物排放受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司于 2023 年 5 月 25 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，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。

公司治理

公司作为深圳证券交易所创业板上市公司，根据有关法律法规及监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。公司在销售、采购、生产等领域全面参与子公司的经营管理，并对其资金及融资活动进行统一归集和统筹，对下属子公司管控力度较强。跟踪期内公司经营战略、管理及治理模式、组织架构均未发生重大调整。

公司多数高层管理人员及技术人员有多年从业经验，对行业有较为深入的了解，且多位高层在公司工作年限超过十年，2022 年董监高均未发生变更，高管团队稳定性较好。根据公司于 2023 年 5 月 25 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，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，且公司过去一年未因信息披露不合规受处罚。

（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 29 日），公司本部及子公司建沃精工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。

根据中国执行信息公开网，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 8 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

从行业层面及经营竞争力来看，公司终端轴承产品广泛应用于汽车、机械、家电、工业自动化等多个领域，面向的客户主要为舍弗勒、斯凯孚、恩斯克等大型国际轴承公司，资质较优且粘性较强，随着产业链逐渐补齐，公司综合竞争力有望得到进一步提升。但考虑到公司终端产品用于汽车行业的比重较多，由于终端燃油车销售承压传导至上游轴承行业，短期内公司经营业绩面临一定冲击。从偿债能力来看，虽然本期债券发行使得公司流动性指标有所改善，但考虑到账面现金多数为限定用途的可转债募集资金，现金类资产对短期债务的实际保障能力一般，且总债务规模及杠杆水平也明显提升，融资弹性一般，公司仍面临一定的偿付压力。总体来看，公司抗风险能力一般。

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“金沃转债”的信用等级

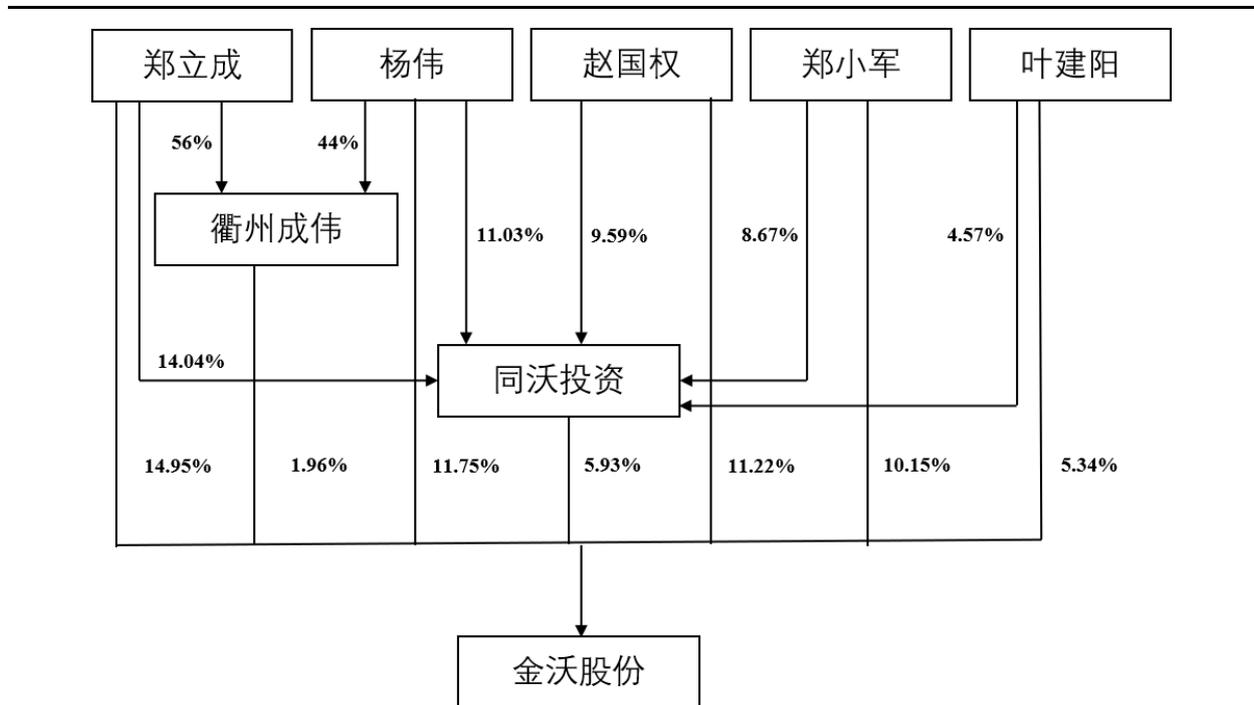
为A。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	1.38	0.30	0.17	0.44
应收账款	2.28	1.95	2.21	1.33
存货	2.67	3.09	2.74	1.00
流动资产合计	6.70	6.87	5.27	3.14
固定资产	3.66	3.91	2.68	1.21
非流动资产合计	5.48	5.59	3.99	2.28
资产总计	12.19	12.46	9.26	5.42
应付账款	0.97	1.42	1.42	0.84
应付票据	0.53	0.08	0.09	0.38
流动负债合计	2.07	2.57	2.44	2.35
应付债券	2.68	2.63	0.00	0.00
非流动负债合计	3.13	3.09	0.46	0.27
负债合计	5.20	5.67	2.90	2.62
总债务	3.62	3.24	0.43	1.00
所有者权益	6.99	6.79	6.37	2.80
营业收入	2.26	10.44	8.96	5.55
营业利润	0.22	0.49	0.73	0.70
净利润	0.19	0.45	0.63	0.58
经营活动产生的现金流量净额	0.29	0.71	-0.83	0.70
投资活动产生的现金流量净额	0.99	-3.37	-1.91	-0.38
筹资活动产生的现金流量净额	-0.10	2.75	2.68	-0.30
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	0.08	0.94	1.04	0.88
FFO	-0.05	0.55	0.85	0.59
净债务	2.12	1.86	0.49	0.41
销售毛利率	12.09%	12.60%	15.74%	21.41%
EBITDA 利润率	--	9.03%	11.65%	15.86%
总资产回报率	--	4.99%	10.25%	14.13%
资产负债率	42.69%	45.49%	31.29%	48.33%
净债务/EBITDA	--	1.97	0.47	0.46
EBITDA 利息保障倍数	--	12.40	36.59	44.77
总债务/总资本	34.15%	32.30%	6.29%	26.37%
FFO/净债务	--	29.46%	173.49%	144.01%
速动比率	1.95	1.47	1.04	0.91
现金短期债务比	1.65	2.75	0.41	0.73

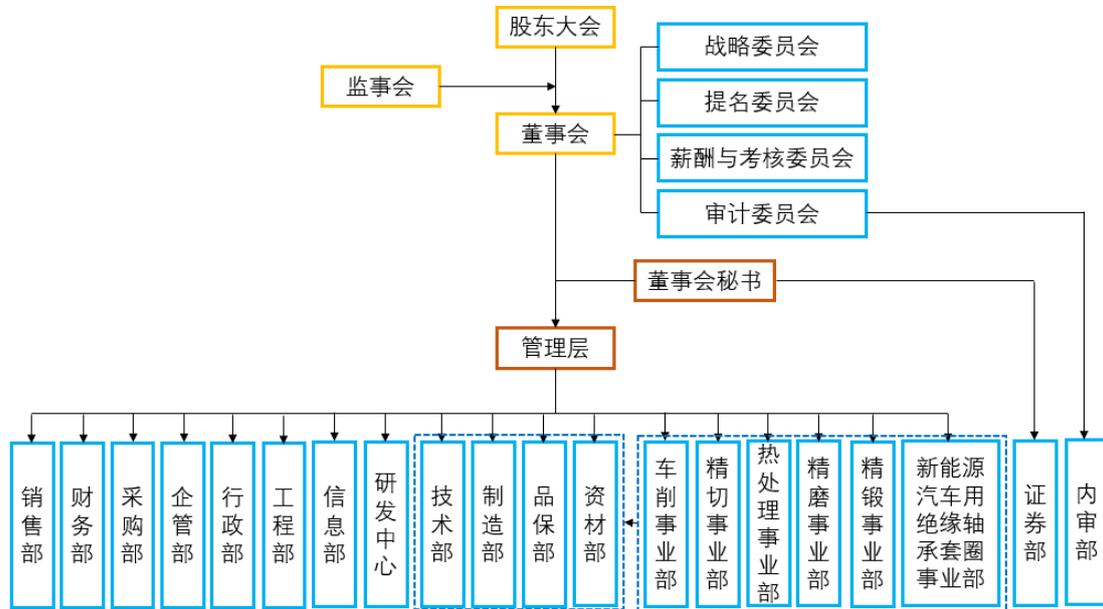
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

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

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

附录四 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
衢州市建沃精工机械有限公司	2,000.00	100.00%	轴承套圈的生产与销售
银川金沃精工科技有限公司	1,000.00	100.00%	轴承套圈的生产与销售
衢州佳沃精密智造有限公司	2,000.00	100.00%	轴承套圈的生产与销售
衢州杰沃精密机械有限公司	500.00	100.00%	零件、装备的加工和制造
日本 JW 精工株式会社	1,000 万日元	100.00%	轴承套圈的生产与销售

资料来源：公司 2022 年审计报告，公司公告及公开查询，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。