



# 深圳市凯中精密技术股份有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0612 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果 深圳市凯中精密技术股份有限公司 AA-/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “凯中转债” AA-

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于深圳市凯中精密技术股份有限公司（以下简称“凯中精密”或“公司”）换向器产品领先的市场地位、新能源汽车零组件等新业务稳步发展、收入保持增长、经营获现改善等方面优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司整体盈利能力一般、海外业务经营承压、财务杠杆和债务规模呈上升趋势、持续面临短期偿债压力等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，深圳市凯中精密技术股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**下游需求保持旺盛，公司收入规模及盈利能力显著提升且具有可持续性，偿债能力大幅增强。

**可能触发评级下调因素：**受宏观经济及政策影响，汽车行业景气度持续下行，公司产品销售规模萎缩、利润水平下降；债务规模上升，流动性压力加大。

### 正面

- 公司是换向器龙头企业，产销量保持全球第一，市场地位领先
- 新能源汽车零组件等新业务稳步发展
- 2022年，营业总收入保持增长，经营获现情况改善

### 关注

- 跟踪期内，营业毛利率仍有下行趋势，整体盈利能力一般
- 受多重因素影响，海外业务经营承压
- 2022年以来，财务杠杆和债务规模整体呈上升趋势，公司持续面临短期偿债压力

项目负责人：黄仁昊 rhuang@ccxi.com.cn

项目组成员：霍 飞 fhuo@ccxi.com.cn

任嘉琦 jqren@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

凯中精密（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	34.39	35.46	37.03	38.13
所有者权益合计（亿元）	14.38	13.34	14.05	14.06
总负债（亿元）	20.01	22.11	22.98	24.06
总债务（亿元）	14.33	16.80	17.19	18.25
营业总收入（亿元）	19.21	24.47	26.62	6.74
净利润（亿元）	0.84	0.13	0.25	0.004
EBIT（亿元）	1.54	0.77	0.93	--
EBITDA（亿元）	3.20	2.58	2.76	--
经营活动净现金流（亿元）	1.95	1.99	3.09	0.53
营业毛利率(%)	19.20	15.01	14.20	10.61
总资产收益率(%)	4.49	2.21	2.57	--
EBIT 利润率(%)	8.04	3.16	3.50	--
资产负债率(%)	58.18	62.37	62.06	63.12
总资本化比率(%)	49.90	55.73	55.03	56.48
总债务/EBITDA(X)	4.48	6.51	6.24	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.68	3.78	3.76	--
FFO/总债务(X)	0.16	0.12	0.15	--

注：1、中诚信国际根据凯中精密提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中 2020 年、2021 年数据分别为 2021 年、2022 年财务报告期初数，2022 年数据为当期财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

## 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
起帆电缆	122.17	65.69	206.44	3.70	-18.45
泉峰汽车	62.91	54.66	17.45	-1.54	-5.27
<b>凯中精密</b>	<b>37.03</b>	<b>62.06</b>	<b>26.62</b>	<b>0.25</b>	<b>3.09</b>

中诚信国际认为，凯中精密在换向器领域具有领先的市场地位，丰富的产品结构和优质的客户资源对其经营业绩和抗风险能力提供了一定支撑，在细分领域内的综合竞争力与同行业公司较为可比；财务方面，凯中精密资产规模偏小、财务杠杆适中，经营获现水平优于可比公司，但收入体量和盈利能力一般，公司面临短期偿债压力。

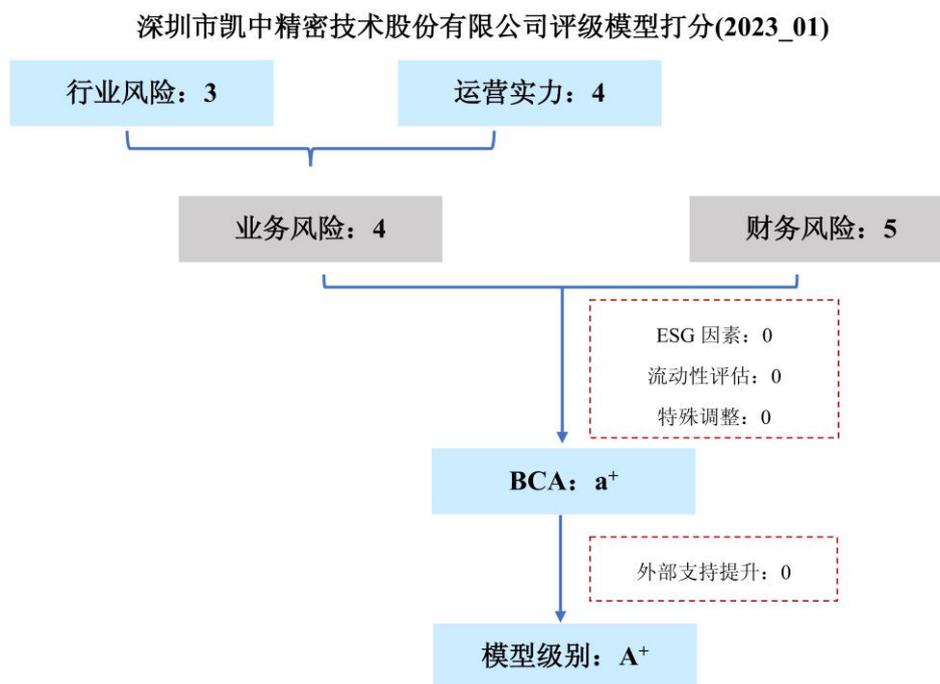
注：“起帆电缆”为“上海起帆电缆股份有限公司”简称，“泉峰汽车”为“南京泉峰汽车精密技术股份有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
凯中转债	AA-	AA-	2022/06/21	4.16	4.15	2018/07/30~2024/07/30	赎回，回售，特别向下修正

注：债券余额为 2023 年 3 月末数据。

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际装备制造行业评级方法与模型 C060000\_2022\_04

### ■ 业务风险:

凯中精密属于装备制造行业，因具有周期属性，中国装备制造行业风险评估为中等；凯中精密在换向器领域具有领先的行业地位，客户资源优质，产品结构持续优化，但原材料价格波动对成本管控造成压力，新建项目的资金平衡和预期效益实现情况仍有待观察，业务风险评估为中等。

### ■ 财务风险:

凯中精密资产规模偏小，近年来收入规模和经营获现水平稳步提升；但整体盈利能力一般，且债务规模逐年上升，持续面临短期偿债压力，财务风险评估为中等。

### ■ 模型级别:

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对凯中精密个体基础信用等级无影响，凯中精密具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

公司是实际控制人的主要资产，实际控制人对公司有很强的支持意愿，但支持能力相对有限，外部支持未调升子级。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

截至 2022 年末，公司已使用凯中转债募集资金 33,740.09 万元，尚有 7,088.30 万元募集资金未使用，将根据募投项目计划投资进度使用；其中 6,950.00 万元暂时补充流动资金，将在 2023 年 11 月 27 日前全部归还募集资金专用账户。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

中诚信国际认为，得益于国内持续的促进消费政策、出口市场向好及新能源汽车的快速发展，2022 年我国汽车市场需求进一步回升，但芯片供应、原材料涨价和新能源研发投入较大对整体增速形成一定制约；叠加新

### 能源汽车免征购置税政策的延长和经济恢复对商用车的拉动作用，预计 2023 年全年产销量或将进一步恢复。

2022 年，购置税减半等促进消费政策对稳定车市增长起到明显的作用，但芯片短缺、原材料价格上涨及商用车前期消费透支等因素一定程度上影响了政策的实施效果。在新能源车和出口的拉动下，当期乘用车销量同比增长 9.5% 至 2,356.30 万辆，但商用车销量同比下降 31.2% 至 330.0 万辆，当期汽车总销量同比增长 2.1% 至 2,686.4 万辆，其中新能源车渗透率从 2018 年的 4.5% 升至 2022 年的 25.6%。预计 2023 年初期相关购车补贴政策的退坡将对汽车的需求市场带来一定不利影响，但经济反弹或将刺激汽车产销量进一步恢复，新能源汽车销量的增长将成为销量平稳的主要基石，海外有望延续 2022 年景气情况，商用车受益于基建增速增加和房地产政策回暖等刺激亦有望实现增长。

详见《中国汽车行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9817?type=1>

### 中诚信国际认为，换向器作为电机的核心零部件，近年来头部企业与客户深度一体化，具有明显竞争优势。

换向器作为电机的核心零部件，其直接下游为各大电机制造企业，而电机主要运用于汽车、家用电器、电动工具、OA 办公设备等，应用领域十分广泛，故换向器与汽车、家电等行业的景气度关联程度较高。跟踪期内，换向器行业呈现出产业集中度进一步提高、自动化程度不断提升、产品更趋于节能化和环保化等发展趋势。换向器属于功能件和安全件，电机厂商对质量、体系等要求较高，行业龙头更能满足相应需求，与客户一体化程度不断加深，具有更加明显的竞争优势。

### 中诚信国际认为，凯中精密作为换向器领域的头部企业，拥有优质的客户资源，同时新能源汽车零组件业务持续拓展，助力企业保持较为领先的行业地位，对整体信用实力提供了一定支撑，但需关注原材料价格波动、海外子公司运营和新项目建设对其经营业绩的影响。

**跟踪期内，公司换向器产销量保持全球第一，行业地位领先；新能源汽车零组件定点新项目陆续量产并持续放量，客户资源优质。**

公司业务集中在汽车电机零部件领域，核心产品换向器收入占比近 40%。除换向器外，公司聚焦新能源汽车三电、汽车轻量化、智能驾驶等国内薄弱及空白技术和产品领域，核心客户定点项目陆续转入量产阶段并持续放量，业务结构持续优化。

作为换向器行业龙头企业，跟踪期内公司换向器产品产销量仍位居全球第一，并与戴姆勒、丰田汽车、德国博世、日本电装、采埃孚、马勒、法雷奥、万宝至、大陆、博格华纳、埃贝赫等国际知名企业保持稳定的战略合作关系，2022 年前五大客户合计销售额占营业收入比重为 42.70%，较高的市场份额与优质的客户资源为公司业务发展提供了良好支持。目前，公司新能源汽车零组件已获得戴姆勒、采埃孚、德国博世、博泽、日本电装、电产等十余家国际知名客户的数十个项目、百余款产品定点，产品配套奔驰、宝马、大众、丰田、克莱斯勒、广汽等众多品牌，已成为全球头部新能源车企动力电池系统零组件供应商。

此外，为巩固市场竞争优势，公司持续进行研发投入，与全球领先的下游客户全程联合研发、深度一体化，2022 年研发投入 1.10 亿元，占营业收入比重 4.13%，当年末拥有专利 207 项，其中发明专利 44 项、实用新型专利 163 项，研发投入力度不断加强。

受益于新能源汽车快速发展，2022 年以来相关产品销量提升，但下游行业周期性波动对换向器产销量存在一定影响，未来仍需关注行业波动对订单的影响、海外经营业绩承压及原材料价格波动对成本控制的压力。

公司目前主要有深圳沙井、深圳坪山、河源、惠州和长沙等生产基地，2022 年受制于汽车行业供应链短缺，换向器产品销量同比减少，产能利用率有所下滑；2023 年一季度，沙井工厂搬迁进行产能切换，短期内对生产效率存在影响，未来产能利用率有较大提升空间。

表 1：近年来公司换向器及集电环产销情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
年产能（万只）	130,200	135,570	135,377	33,883
产量（万只）	88,617	114,712	98,585	20,505
销量（万只）	82,272	112,542	98,783	21,307
销售均价（元/只）	1.07	0.98	1.09	1.08
产能利用率(%)	68.06	84.62	72.82	60.52

注：季度产能数据未经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于新能源汽车行业景气度提升，公司以动力电池包组件（cell frame、busbar 等）、驱动电机连接器、电控系统逆变器零组件等产品为主的新能源汽车零组件销量逐年提升，但因上年产销率较低，年末备货规模较大，导致 2022 年实际产量有所下降。

德国子公司 SMK 系统金属合成材料有限两合公司（以下简称“SMK”）和凯中沃特有限责任公司（以下简称“凯中沃特”）主要生产气控组件和高强弹性零件，2022 年以来产能保持稳定；随着海外市场需求回暖，上述产品销量均有不同程度的增长。受能源、原材料价格上升等因素影响，德国子公司经营承压，但 2022 年亏损大幅收窄，后续盈利水平仍有改善空间。此外，凯中精密 2022 年来自海外地区的收入 14.49 亿元，占营业收入比重超过 50%，随着外销规模扩张，未来公司经营或受到运输成本、汇率波动、资金回流等因素的持续影响。

表 2：近年来公司非换向器产品产销情况

产品		2020	2021	2022	2023.1~3
新能源汽车零组件	年产能（万只）	6,300	7,784	10,483	2,480
	产量（万只）	5,160	7,085	6,543	1,722
	销量（万只）	3,082	5,118	6,631	1,609
	产能利用率(%)	81.90	91.01	62.41	69.42
高强弹性零件	年产能（万只）	19,950	21,944	21,944	5,486
	产量（万只）	11,228	17,915	15,361	4,253
	销量（万只）	13,451	15,335	15,381	4,233
	产能利用率(%)	56.28	81.64	70.00	77.52
气控组件	年产能（万只）	1,526	1,752	1,752	438
	产量（万只）	1,022	1,240	1,244	422
	销量（万只）	1,081	1,055	1,410	470
	产能利用率(%)	67.00	70.78	71.03	96.42

注：季度产能数据未经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，在新能源汽车零组件定点项目陆续转量产和在手订单增长的带动下，公司对铜带、电木粉和不锈钢等主要原材料进行提前备货，使得 2022 年采购量同比下降；不锈钢采购主体为

SMK，受地缘冲突等影响，欧洲钢材价格快速上涨；铜材采购价主要基于大宗商品价格变动，全年价格中枢仍略高于上年水平。2022 年，公司向前五大供应商采购金额为 6.17 亿元，占采购总额比重为 37.52%，集中度较为稳定。2023 年一季度，钢材和电木粉采购成本维持涨势，铜材价格略有回落，但仍处于近年高位。虽然公司产品售价会根据原材料价格进行相应调整，但从跟踪期内毛利率变动情况来看，仍面临一定成本控制压力和利润空间收窄的风险。

表 3：近年来公司主要原材料采购情况（吨、元/千克）

原材料	2020		2021		2022		2023.1~3	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格
铜带	3,677.80	53.98	8,624.71	66.60	6,811.49	70.65	1,968.16	66.59
电解铜	2,214.19	44.89	1,909.77	59.40	1,892.63	60.32	345.14	60.54
电木粉	2,620.92	24.78	3,616.70	24.48	2,838.07	25.94	660.76	29.64
不锈钢	5,092.57	14.10	7,030.10	17.63	6,727.89	27.70	747.21	30.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司行业地位领先，新能源相关业务贡献提升，公司保持了良好的客户关系，较为稳定的订单获取为后续业务发展提供一定支持，但汽车行业存在一定的周期性波动风险，换向器业务仍面临收入增速下滑风险。

**公司稳步推进新生产研发基地的搬迁投产，投资支出压力可控，但需关注项目建设进展以及经营效益的实现情况。**

目前，公司在建项目以惠州生产基地建设工程为主，另有自制、技改及待验设备以及车间改造工程等。其中，惠州生产基地拟新建生产厂房约 6 万平方米，新增新能源汽车零组件等产品生产线 100 条，预计总投资约 5 亿元，资金来源为公司自有或自筹资金，年内投资支出压力可控。

募投项目方面，由于换向器产能已较为充足，为将更多资源投入新能源汽车零组件产品，2022 年 3 月，公司决定终止首次公开发行股票募投项目“长沙凯中电气科技有限公司电机整流子新建项目”，并将剩余募集资金 4,083.92 万元永久补充流动资金；同时，公司将可转债募投项目“换向器和集电环生产线技术改造建设项目”达到预定可使用状态时间调整为 2023 年 12 月。部分募投项目时间延长，且投产后行业景气度和产能消纳情况等存在不确定性，中诚信国际对其后续资金使用、项目建设进展以及经营效益的实现情况保持关注。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	2023 年投资预算	资金来源	截至 2023 年 3 月末已投资	2023 年 4~12 月 剩余投资
自制、技改及待验设备	0.36	募集资金	0.14	0.22
车间改造工程	0.07	自有资金	0.01	0.06
基建工程	0.56	金融机构贷款	0.15	0.41
合计	0.99	--	0.30	0.69

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内凯中精密全年收入和利润规模同比增长，但盈利稳定性有待关注；财务杠杆和债务规模均有所上升，期限结构较为均衡；经营活动获现情况改善，但仍持续面临短期偿债压力。

2022 年，公司营业收入和经营性获利规模同比增长，但营业毛利率持续下行，2023 年一季度经营性业务亏损，整体盈利能力一般，需对未来盈利改善情况保持关注。

受益于新能源汽车的旺盛需求拉动乘用车市场景气度回升，加之公司新能源零组件产品加速放量，2022 年新能源汽车零组件产品收入同比上涨 57.28%，带动当期营业总收入保持上升趋势。公司新能源汽车零组件业务毛利率仍处于低位，主要系量产爬坡初期良品率一般、制造损耗较高，规模效应尚未显现所致。2023 年一季度，公司营业总收入同比增长 10.01% 至 6.74 亿元，但受春节假期和产线搬迁等阶段性影响，单季度营业毛利率降至 10.61%。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
换向器及集电环	8.78	23.69	11.08	18.24	10.72	21.26
新能源汽车零组件	2.29	32.67	3.83	6.98	6.02	7.34
高强弹性零件	1.33	19.00	1.37	19.22	1.63	19.15
气控组件	3.96	6.28	3.80	6.24	4.31	5.90
通信及消费领域产品	1.37	24.63	1.89	21.21	1.63	13.88
其他	1.48	--	2.50	--	2.31	--
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>19.21</b>	<b>19.20</b>	<b>24.47</b>	<b>15.01</b>	<b>26.62</b>	<b>14.20</b>

注：其他业务收入主要来源于生产过程中回收铜对外出售业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，公司期间费用有所压降，主要系当期产生汇兑收益 0.18 亿元，带动财务费用同比减少较多所致；销售和研发支出小幅增长，以职工薪酬为主的管理费用保持稳定。2022 年以来，营业收入同比上升，期间费用率随之下降，但期间费用占比仍较高。

公司盈利主要来源于经营性业务利润，2022 年有所回升，且当期处置货币互换合约形成的投资收益较好地对冲了汇率波动风险，但以存货跌价准备为主的资产减值损失和衍生金融工具产生的公允价值变动损失对利润构成一定侵蚀。2022 年，EBITDA、总资产收益率等主要指标较上年均有不同程度改善；2023 年一季度，由于存在产线搬迁相关费用增加及生产切换效率下降等阶段性因素，公司单季度盈利能力弱化，经营性业务产生亏损，全年盈利水平有待改善。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用合计	3.07	3.65	3.45	0.82
期间费用率	16.01	14.93	12.96	12.14
经营性业务利润	0.82	0.26	0.42	-0.08
资产减值损失	0.68	0.21	0.11	-0.04
投资收益	0.95	0.03	0.12	-0.01
公允价值变动损益	--	0.09	-0.16	-0.02
利润总额	0.98	0.13	0.25	-0.06
EBITDA	3.20	2.58	2.76	--
总资产收益率	4.49	2.21	2.57	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

存货和应收账款对流动资金形成一定占用，2022 年以来财务杠杆整体呈上升趋势，债务规模保持增长，但期限结构较为均衡。

随着经营积累和项目建设推进，跟踪期内总资产规模小幅增加，流动资产占比维持在 35% 左右。

其中，由于新项目进入量产阶段，公司加大备货，叠加原材料价格上升以及国际物流周期影响，存货规模进一步增长；得益于公司加强货款清收力度，销售规模扩大并未引起应收账款上升，且坏账比例相对较低。截至 2022 年末，存货和应收账款合计占流动资产比重超过 75%，对流动资金形成一定占用。非流动资产方面，随着河源基地已分期完工投产，在建工程有所下降，固定资产随之上升。2023 年一季度，新能源汽车动力电池包组件等新产品销售回款较好，带动当期末货币资金同比增长。

为保证正常经营周转的资金需求，公司短期借款维持在一定水平，加之应付账款和长期借款小幅增长，2022 年以来总债务和总负债规模均呈上升趋势。从债务期限结构来看，2023 年 3 月末短期债务占总债务比重为 53.87%，仍保持较为均衡的状态。

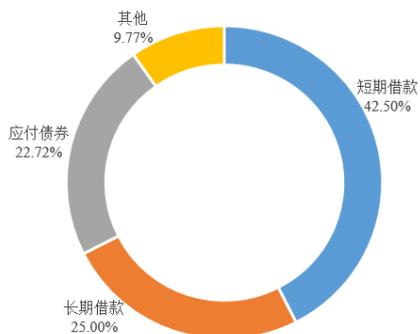
得益于利润积累，2022 年以来权益规模略有增长。此外，公司 2022 年现金分红 1,000 万元，占归属于上市公司股东净利润比率为 40.29%，当期分红比例较高。2022 年以来，受债务规模持续增长的影响，公司财务杠杆比率整体呈上升趋势，需关注未来资金平衡情况对财务杠杆的影响。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	2.15	1.73	1.58	2.30
应收账款	4.99	4.61	4.49	4.65
存货	3.61	5.00	5.25	5.25
固定资产	14.31	14.07	16.31	16.18
在建工程	4.65	5.33	3.53	3.78
<b>总资产</b>	<b>34.39</b>	<b>35.46</b>	<b>37.03</b>	<b>38.13</b>
应付账款	3.68	3.12	3.38	3.51
<b>总负债</b>	<b>20.01</b>	<b>22.11</b>	<b>22.98</b>	<b>24.06</b>
短期债务	6.00	8.67	8.81	9.83
<b>总债务</b>	<b>14.33</b>	<b>16.80</b>	<b>17.19</b>	<b>18.25</b>
未分配利润	5.35	5.13	5.31	5.32
<b>所有者权益</b>	<b>14.38</b>	<b>13.34</b>	<b>14.05</b>	<b>14.06</b>
资产负债率	58.18	62.37	62.06	63.12
总资本化比率	49.90	55.73	55.03	56.48

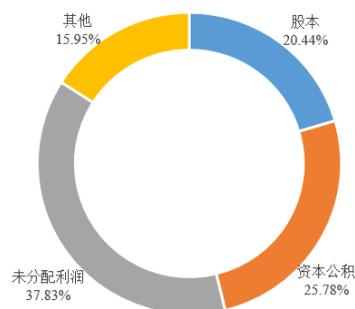
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司经营获现水平改善，投资净流出敞口收窄，但仍持续面临短期偿债压力。**

2022 年，利润增加以及应收账款压降共同带动公司经营获现水平进一步改善；当期河源基地等

基建投资减少，使得投资活动现金净流出敞口收窄；由于经营现金流净额增加，公司当期偿付利息、分配股利所支付的现金较多，筹资活动现金流转为净流出态势。2023 年一季度，公司新能源产品销售回款增加，经营获现情况处于较好水平。

偿债能力方面，2022 年经营活动获现能力增强，带动相关偿债指标均有所改善，EBITDA 对债务本金的覆盖程度亦有小幅提升。但非受限货币资金对短期债务的偿付保障有限，且海外经营主体保有一定规模的境外资金，公司仍持续面临短期偿债压力。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	1.95	1.99	3.09	0.53
投资活动净现金流	-1.03	-3.95	-2.56	-0.67
筹资活动净现金流	-1.01	1.63	-0.92	0.86
经营活动净现金流/利息支出	3.47	2.91	4.22	--
EBITDA 利息保障倍数	5.68	3.78	3.76	--
FFO/总债务	0.16	0.12	0.15	--
总债务/EBITDA	4.48	6.51	6.24	--
非受限货币资金/短期债务	0.36	0.20	0.15	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 5.86 亿元，约占期末总资产的 16%，规模较为可控，其中用于抵押借款的固定资产 2.80 亿元、无形资产 0.44 亿元、在建工程 1.24 亿元，用于应收账款保理的应收账款 0.81 亿元，各类保证金和冻结货币资金 0.26 亿元。同期末，公司无对外担保及重大诉讼事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的资料显示，2020~2023 年 4 月，公司均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>1</sup>

### 假设

- 2023 年，凯中精密主要产品销量同比提升。
- 2023 年，凯中精密稳步推进在建项目建设，生产经营类项目投资支出不超过 1 亿元。
- 2023 年，凯中精密外部融资需求略有下降。

### 预测

表 9：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	55.73	55.03	52~54
总债务/EBITDA(X)	6.51	6.24	5.4~6.0

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，凯中精密的流动性一般，未来一年流动性来源可在一定程度上覆盖流动性需求。**

截至 2022 年末，公司货币等价物（不含受限货币资金）的账面价值合计 1.74 亿元，对一年内到期的短期债务覆盖比例有限。截至 2023 年 3 月末，公司获得银行等金融机构授信总额 26.96 亿元，其中未使用额度 10.35 亿元，具有一定的备用流动性；此外，公司作为 A 股上市企业，股权融资渠道较为畅通。

公司资金流出主要用于到期债务偿付、新基地项目建设和研发、管理费用等。2020~2022 年，公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出合计约 1.98 亿元，凭借自有资金和外部融资渠道能够实现利息支付，但持续面临短期债务滚动接续的压力。综上所述，公司的流动性状况一般，未来一年流动性来源可在一定程度上覆盖流动性需求。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司合并口径债务分布情况（亿元）

年份	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
2023.4~12	6.85	0.78	--	--	7.63
2024	1.89	--	--	3.97	5.86
2025	--	--	--	--	--
2026 及以后	--	--	4.28	--	4.28

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>2</sup>

**中诚信国际认为，公司注重环保问题与安全管理，并积极履行相应的社会责任；公司治理结构较优、内控制度完善，目前 ESG 表现处于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小。**

环境方面，公司实施的项目均按国家环境保护法律法规的要求履行了环境影响评价，经环境保护行政许可部门审批许可，验收通过；每季度委托第三方检测机构对废气、废水等进行监测，并取得受认可的检测报告，报告中各项污染物的监测指标均达标。跟踪期内，公司不存在因环境问题受到重大行政处罚的情况。

社会方面，公司员工培养体系和薪酬激励体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。同时，公司在供应商管理、社会贡献方面也表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。2022 年以来，高管成员存在一定变动：原副总经理吴全红退休离任，公司聘任王建平、羊航为副总经理。总体来看，公司内控及治理结构较健全，高管变动不会对日常经营和偿债能力等产生重大影响，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 外部支持

<sup>2</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

### 实际控制人股权质押比例较高，对公司有很强的支持意愿，但支持能力较弱。

截至 2023 年 4 月 14 日，实际控制人吴瑛女士和张浩宇先生分别持有公司 24.89% 和 26.97% 的股权，合计质押股份 7,250.21 万股（张浩宇先生质押股份 4,840.96 万股，全部用于为公司发行的可转债提供担保；吴瑛女士质押股份 2,409.25 万股，主要用于个人资金需求和借新还旧），占合计持有公司股份比重的 48.70%，中诚信国际将对大股东股权质押比例较高的潜在风险保持关注。

凯中精密为实际控制人的主要资产，对其收入和利润贡献程度很高，实际控制人对公司支持意愿很强；同时，受益于推进多项技改及创新项目，公司持续获得各项政府补助。但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司的支持能力较弱。

### 同行业比较

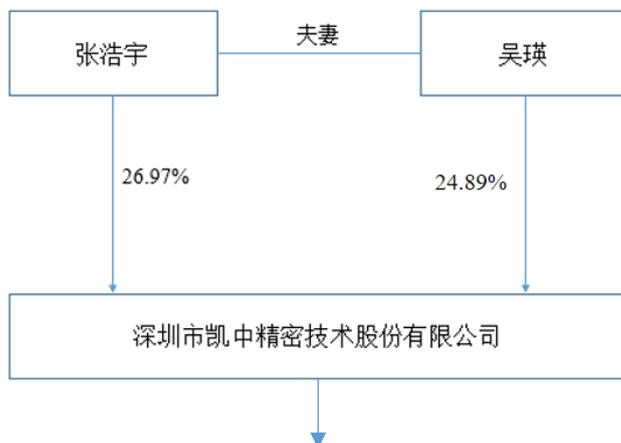
中诚信国际选取了起帆电缆和泉峰汽车作为凯中精密的可比公司，上述公司均为装备制造类企业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，凯中精密在换向器领域具有领先的市场地位，丰富的产品结构和优质的客户资源对其经营业绩和抗风险能力提供了一定支撑，在细分领域内的综合竞争力与同行业企业较为可比，但原材料价格波动和项目建设的资金平衡情况对公司业绩存在影响；财务方面，凯中精密资产规模偏小、财务杠杆适中，经营获现水平优于可比公司，投资支出较为可控，但收入体量和盈利能力一般，且存货和应收账款对资金流动性存在影响，公司面临短期偿债压力。

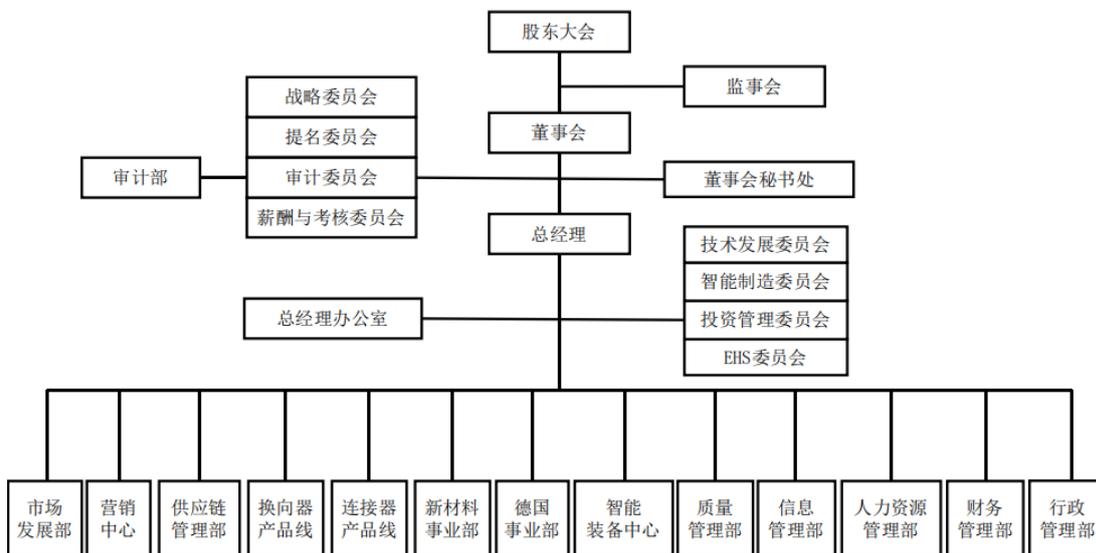
### 评级结论

综上所述，中诚信国际维持深圳市凯中精密技术股份有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>-</sup>**，评级展望为稳定；维持“凯中转债”的信用等级为 **AA<sup>-</sup>**。

## 附一：深圳市凯中精密技术股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



主要子公司	级次	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
长沙凯中电气科技有限公司	一级	100.00	100.00
惠州市凯中精密技术有限公司	一级	100.00	100.00
河源市凯中精密制造技术有限公司	一级	100.00	100.00
凯中德国有限公司	一级	100.00	100.00
凯中电机整流子有限公司	一级	100.00	100.00
SMK 系统金属合成材料有限两合公司	二级	100.00	100.00
凯中沃特有限责任公司	二级	100.00	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：深圳市凯中精密技术股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	21,477.36	17,334.26	15,846.23	23,008.86
应收账款	49,883.47	46,070.98	44,865.99	46,523.73
其他应收款	2,037.75	2,157.39	4,911.50	5,070.04
存货	36,105.37	49,984.65	52,463.61	52,458.37
长期投资	9,679.26	1,830.25	8,634.50	8,634.50
固定资产	143,132.04	140,692.58	163,135.02	161,752.67
在建工程	46,459.83	53,303.60	35,334.69	37,784.20
无形资产	14,433.62	16,330.13	18,121.03	17,836.27
资产总计	343,928.85	354,563.66	370,288.53	381,264.03
其他应付款	2,437.54	2,012.01	2,963.36	2,191.18
短期债务	60,026.71	86,727.69	88,073.43	98,312.66
长期债务	83,229.67	81,269.41	83,810.39	84,196.61
总债务	143,256.38	167,997.10	171,883.82	182,509.27
净债务	121,779.02	150,673.78	158,683.87	159,500.41
负债合计	200,083.55	221,128.47	229,819.12	240,646.80
所有者权益合计	143,845.31	133,435.19	140,469.41	140,617.23
利息支出	5,630.65	6,827.39	7,331.70	--
营业总收入	192,064.86	244,735.62	266,203.32	67,397.37
经营性业务利润	8,205.62	2,567.82	4,241.87	-759.21
投资收益	9,459.83	257.23	1,176.85	-124.82
净利润	8,368.70	1,274.38	2,482.10	40.01
EBIT	15,435.11	7,725.01	9,314.08	--
EBITDA	31,975.97	25,801.91	27,558.27	--
经营活动产生的现金流量净额	19,547.46	19,872.38	30,949.49	5,257.76
投资活动产生的现金流量净额	-10,258.19	-39,502.00	-25,629.66	-6,668.27
筹资活动产生的现金流量净额	-10,143.90	16,259.47	-9,197.50	8,639.84

财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	19.20	15.01	14.20	10.61
期间费用率(%)	16.01	14.93	12.96	12.14
EBIT 利润率(%)	8.04	3.16	3.50	--
总资产收益率(%)	4.49	2.21	2.57	--
流动比率(X)	1.10	0.96	0.93	0.92
速动比率(X)	0.77	0.58	0.54	0.56
存货周转率(X)	4.30	4.83	4.46	4.59*
应收账款周转率(X)	3.85	5.10	5.85	5.90*
资产负债率(%)	58.18	62.37	62.06	63.12
总资本化比率(%)	49.90	55.73	55.03	56.48
短期债务/总债务(%)	41.90	51.62	51.24	53.87
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.10	0.08	0.14	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.23	0.15	0.27	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.47	2.91	4.22	--
总债务/EBITDA(X)	4.48	6.51	6.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.53	0.30	0.31	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.68	3.78	3.76	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.74	1.13	1.27	--
FFO/总债务(X)	0.16	0.12	0.15	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司计入“长期应付款”的带息债务；3、带“\*”指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象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。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn