



2019年浙江今飞凯达轮毂股份有限公司公 开发行可转换公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2019年浙江今飞凯达轮毂股份有限公司公开发行可转换公司债券 2024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 |
| 今飞转债 | A+ | A+ |

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江今飞凯达轮毂股份有限公司（以下简称“今飞凯达”或“公司”，股票代码：002863.SZ）的公司汽轮产品中自主品牌占比较大，受益于国内汽车自主品牌崛起，2023年公司汽轮 OEM 市场¹销售延续高速增长，股票增发进一步增强公司资本实力；我们也关注到，公司在金华等地仍有较大规模在建及拟建项目，考虑到汽车市场景气度存在波动性、摩托车行业景气度偏弱，公司未来新增产能面临较大消化风险，且面临较大资本性支出压力；公司杠杆水平仍较高，跟踪期内公司债务规模持续扩张，面临较大短期偿债压力，此外，公司营业成本中原材料占比仍较高，毛利率水平仍维持低位，未来仍需关注原材料价格波动及补贴政策变动对其盈利水平的影响。

评级日期

2024年06月25日

联系方式

项目负责人：高爽
gaos@cspengyuan.com

项目组成员：孟淼
mengm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 75.32 | 73.47 | 64.50 | 57.17 |
| 归母所有者权益 | 26.79 | 26.80 | 20.88 | 19.40 |
| 总债务 | 37.84 | 39.38 | 36.84 | 31.33 |
| 营业收入 | 9.47 | 44.09 | 42.19 | 39.55 |
| 其他收益 | 0.15 | 0.91 | 0.77 | 0.66 |
| 净利润 | 0.26 | 0.74 | 1.14 | 1.37 |
| 经营活动现金流净额 | 0.21 | 2.63 | 4.06 | 2.49 |
| 净债务/EBITDA | -- | 5.63 | 7.63 | 7.58 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 3.36 | 2.55 | 2.62 |
| 总债务/总资本 | 58.49% | 59.45% | 63.76% | 61.68% |
| FFO/净债务 | -- | 9.01% | 4.57% | 5.79% |
| EBITDA 利润率 | -- | 12.07% | 9.59% | 9.62% |
| 总资产回报率 | -- | 3.19% | 4.39% | 5.11% |
| 速动比率 | 0.48 | 0.60 | 0.48 | 0.42 |
| 现金短期债务比 | 0.22 | 0.37 | 0.25 | 0.14 |
| 销售毛利率 | 15.47% | 12.38% | 12.22% | 12.85% |
| 资产负债率 | 64.34% | 63.43% | 67.53% | 65.95% |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ OEM 市场指整车配套市场。

优势

- **受益于国内汽车自主品牌崛起，公司汽轮 OEM 市场销售延续高速增长。**2023 年我国自主品牌乘用车合计销售 1,459.6 万辆，市场份额占比首次突破 50%，升至 56%，公司汽轮产品中自主品牌占比较大，受益于国内汽车自主品牌崛起，2023 年公司汽轮国内 OEM 市场销售收入同比增长 29.37%。
- **公司资本实力进一步增强。**2023 年公司通过定向增发股票成功募集资金 5.19 亿元，公司资本实力得到进一步增强。2023 年公司获得政府补助 0.91 亿元，计入其他收益，对公司当期的利润贡献度较高，2024 年二季度收到土地补偿款 1.41 亿元，预计将对公司 2024 年利润形成有益补充。

关注

- **汽车行业景气度波动风险。**汽车行业具备较强的周期性特征，2023 年以来下游主机厂竞争日益加剧，车企掀起降价潮且居民消费信心仍需恢复，汽车市场景气度波动会通过整车厂商传导至汽车零部件行业，从而对公司生产经营产生一定影响。
- **公司面临较大的新增产能消化风险和资本性支出压力。**目前公司在金华等地仍有较大规模在建项目，2023 年公司汽轮 AM 市场²及摩轮产品国外市场占比仍较高，受海外市场需求下降影响，收入规模均有一定下降，考虑到汽车市场景气度存在波动性、摩托车行业景气度偏弱，且仍存在一定下行压力，公司未来新增产能面临较大消化风险，此外，公司在建及拟建数量较多，面临较大建设资金支出压力。
- **公司仍面临较大短期偿债压力。**2024 年 3 月末公司资产负债率为 64.34%，杠杆水平仍较高，跟踪期内公司债务规模有所扩张，且短期债务占比较高，现金短期债务比较低，流动性指标表现仍较弱。
- **原材料价格波动、补贴政策变动风险。**公司营业成本中原材料占比仍较高，2023 年铝材价格中枢虽较上年有所下移，但公司整体盈利能力仍较为一般，且当期获得的政府补助金额仍较大，未来仍需关注原材料价格波动、补贴政策变动对其盈利水平的影响。
- **公司股权质押比例较高。**截至 2024 年 6 月 24 日，公司已质押股权合计 13,784.62 万股，占总股本的 23.03%，其中控股股东今飞控股集团有限公司已质押的股权为 10,900.00 万股，占其持有股份的 75.73%；金华市瑞琪投资有限公司已质押的股权为 2,500.00 万股，占其总持股的 53.37%。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司营业收入保持增长态势，且增发股票使得公司资本实力有所增强。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 立中集团 | 万丰奥威 | 金固股份 | 跃岭股份 | 公司 |
|-------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 总资产 | 187.20 | 176.45 | 79.37 | 12.51 | 73.47 |
| 营业收入 | 233.65 | 162.07 | 33.57 | 6.40 | 44.09 |
| 净利润 | 6.17 | 10.34 | 0.32 | -0.51 | 0.74 |
| 销售毛利率 | 10.48% | 20.33% | 9.66% | 5.32% | 12.38% |
| 资产负债率 | 63.27% | 46.85% | 47.51% | 22.89% | 63.43% |

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

² AM 市场指售后服务市场。

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_2023V1.0 |
| 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 | 评分要素 | 评分 |
|----------|-----------|----------|-----------|
| 业务状况 | 宏观环境 | 初步财务状况 | 4/9 |
| | 行业&经营风险状况 | 财务状况 | 4/9 |
| | 行业风险状况 | 杠杆状况 | 中 |
| | 经营状况 | 盈利状况 | 5/7 |
| 业务状况评估结果 | 5/7 | 财务状况评估结果 | 5/9 |
| 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 | | | 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。

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 |
|------|----------|----------|-----------|-----------|
| 今飞转债 | 3.68 | 1.72 | 2023-6-25 | 2025-2-28 |

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2019年2月发行6年期3.68亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产300万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目、年产500万件摩托车铝合金轮毂项目和偿还银行贷款。截至2024年6月13日，“今飞转债”募集资金专户均已销户。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2023年公司可转换公司债券“今飞转债”实际完成转股1,611份，因债转股相应增加股本2.56万元，增加资本公积（股本溢价）16.29万元；2023年公司向10名特定对象发行普通股（A）9,977.10万股，发行价格5.20元/股，增加注册资本及股本9,977.10万元，增加资本公积41,010.58万元。截至2024年3月末，公司实收资本59,865.06万元，公司控股股东仍为今飞控股集团有限公司（以下简称“今飞控股”），其直接持有公司24.04%股份，公司实际控制人仍为葛炳灶，公司股权结构及实际控制关系如附录二所示。

截至2024年6月24日，公司已质押股权合计13,784.62万股，占总股本的23.03%，其中今飞控股已质押的股权为10,900.00万股，占其持有股份的75.73%，占总股本的18.21%，金华市瑞琪投资有限公司（以下简称“瑞琪投资”）已质押的股权为2,500.00万股，占其总持股的53.37%，占公司总股本的4.18%，但需关注的是瑞琪投资已质押股权中1,500.00万股已达预警线，需持续关注公司股价走势。截至2024年6月18日收盘，今飞凯达股价为4.24元/股，今飞转债最新转股价为4.65元/股，今飞转债的价格为118.973元，转股溢价率为30.48%。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，主营业务仍为汽车、摩托车轮毂及组件生产销售。2023年公司合并范围新增2家子公司、减少1家子公司，2024年1-5月，公司合并范围新增3家子公司，具体详见下表。截至2024年5月末，纳入公司合并范围的子公司共31家，情况如附录四所示。

表1 2023年及2024年1-5月公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023年及2024年1-5月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 |
|---------------|---------|----------|------------|------|
| 浙江今宏光能材料有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 光伏设备及元器件制造 | 新设 |
| 金华市今捷贸易有限公司 | 100.00% | 500.00 | 贸易代理 | 新设 |
| 安徽今飞新材料有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 金属材料制造 | 新设 |
| 安徽今飞汽车零部件有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 汽车轮毂制造 | 新设 |

| | | | | |
|------------|---------|-----------|--------|----|
| 云南今飞铝业有限公司 | 100.00% | 10,000.00 | 汽车轮毂制造 | 新设 |
|------------|---------|-----------|--------|----|

2、2023年及2024年1-5月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 | 主营业务 | 不再纳入的原因 |
|---------------|--------|--------|--------|---------|
| 金华市今飞车料销售有限公司 | 51.00% | 100.00 | 批发和零售业 | 注销 |

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

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，

长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

预计 2024 年在国内整车市场需求稳中有增，汽车零部件行业仍将继续受益于汽车出海维持较高景气度和汽车零部件国产替代率逐步提升的双重有利因素，其中新能源汽车零部件产业链需求将更为旺盛；同时需关注 2024 年下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车和新能源车全面掀起降价潮，或对汽车零部件企业盈利形成一定挤压

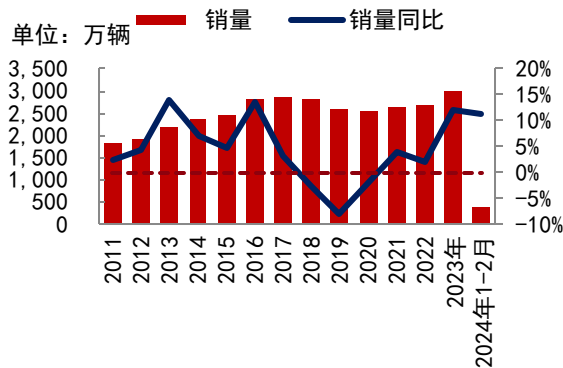
2023 年中国汽车销售市场整体表现良好，在新能源汽车快速增长的带动下全年销量维持较高增速，累计销量 3,009.4 万辆，同比增长 12.00%，自 2021 年以来已连续 3 年实现保持增长趋势，全年销量更创历史新高。出口市场方面，2023 年，我国实现汽车出口 491 万辆，同比大幅增长 57.90%，表现亮眼，全球范围看，2023 年我国汽车出口量超越日本，已跃升世界第一大汽车出口国。

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。2024 年 3 月，国务院发布关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，开展汽车以旧换新。组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，并引导行业有序竞争。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设，利好政策频出。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 2023 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 238 辆³，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。同时，预计国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企、部分电动化转型较好且具备综合研发配套能力的零部件企业将继续受益于新能源行业的较高景气度，转型较慢的传统燃油车厂商面临压力，尾部企业开始出清，行业竞争加剧。

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，自 2023 年以来，国内汽车市场一轮轮汽车降价浪潮此起彼伏，不仅涉及传统车企，更多造车新势力也纷纷加入其中。究其原因，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，希冀于加强去库存收拢回现金流改善经营状况；其次，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，在囚徒困境的博弈环境下，其他车企必须纷纷跟随降价销售策略，作为主机厂商的供应商，汽车零部件行业面临的主机厂采购价格压降压力或随之上升。

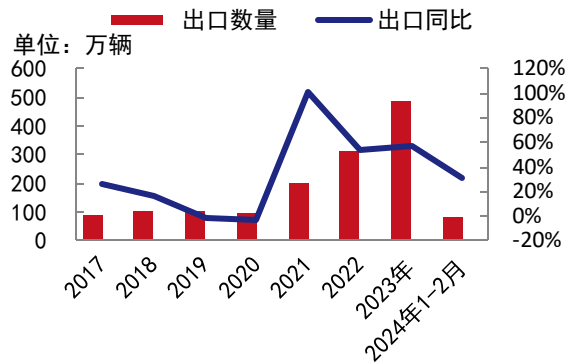
³ 按照 2023 年末汽车保有量 3.36 亿量/2023 年末全国人口数量计算所得。

图 1 2023 年我国汽车销量保持增长



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图 2 汽车出口市场保持较高景气度

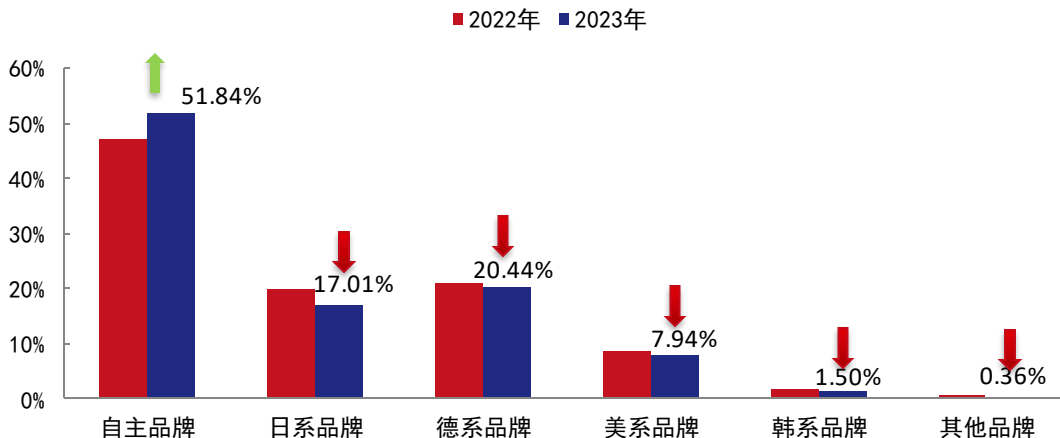


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

预计 2024 年我国汽车零部件行业将继续受益于自主品牌销量提升带来的国产替代化进程，但行业内部仍将面临一定分化，其中随着新能源汽车市场渗透率不断提高，与新能源汽车相关零部件需求有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于全球领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，部分细分零部件领域的全球市占率有望进一步抬升，但仍需关注海外贸易政策风险

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，2023 年自主品牌销售延续亮眼表现，销量持续高速增长，自主品牌市场份额大幅增至 51.84%，带动国产汽车零部件企业持续受益。但同时也需要关注到，近年来我国自主品牌销量增长的主要贡献因素仍源于新能源汽车市场，新能源汽车零部件供应链布局较早、同自主品牌主机厂商合作稳定、具备技术优势的尤其是国产汽车零部件企业将持续受益，而传统燃油车销售占比的持续下降将使得转型较慢的传统燃油车零部件供应商面临更大的经营压力，预计 2024 年汽车零部件行业内部仍将出现一定分化。

图 3 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 2024 年自主品牌市占率或将进一步上升



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着消费者对新能源汽车认可度逐步提高，充电桩等配套设施持续完善，主流车企不断加大新能源车型投放力度，汽车智能化程度不断提升，未来国内市场对新能源车的需求仍较好，需求推动已取代政策推动成为刺激新能源车消费的核心动力，预计新能源汽车渗透率和新能源汽车零部件需求均有望进一步提高。

从中期来看，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的趋势愈发明显。长期来看，政府支持新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场渗透率继续扩大仍是必然趋势，新能源汽车零部件需求存在持续支撑。此外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于全球领先地位，国内汽车零部件企业在部分领域技术和成本优势明显，随着海外产能规划建设布局加速，汽车零部件企业有望加快实现部分零部件细分领域的全球化进程，提升全球市场份额。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，但也需要关注海外市场面临的贸易政策风险。

2023 年以来钢材价格呈小幅波动下行趋势，铝价呈窄幅震荡走势，2024 年 4 月起铝价小幅抬升，汽车零部件厂商仍面临一定成本控制压力

从钢材综合价格指数来看，2021 年 1 月钢材价格迎来快速增长，峰值出现在 2021 年 5 月 14 日，之后钢材价格一直在高位宽幅震荡；进入 2021 年 10 月后，主要用钢行业增速放缓，叠加“双控”措施、外部环境因素，钢材消费下降，尽管钢铁生产继续环比下降，但需求端下降更为明显，钢材价格大幅下滑；2022 年上半年下游地产行业新开工面积出现较为明显负增长，钢材下游需求不升反降，市场预期落空使得进入下半年后钢价大幅下跌，同时海外衰退预期升温，海外钢价亦出现明显下跌，我国钢材出口价格优势减弱，亦对钢价形成一定程度冲击；2022 年下半年至 2023 年一季度，钢价整体呈震荡上行趋势；2023 年 4 月以来，钢材价格呈小幅波动下行趋势，2023 年钢材价格中枢较上年有所下移。

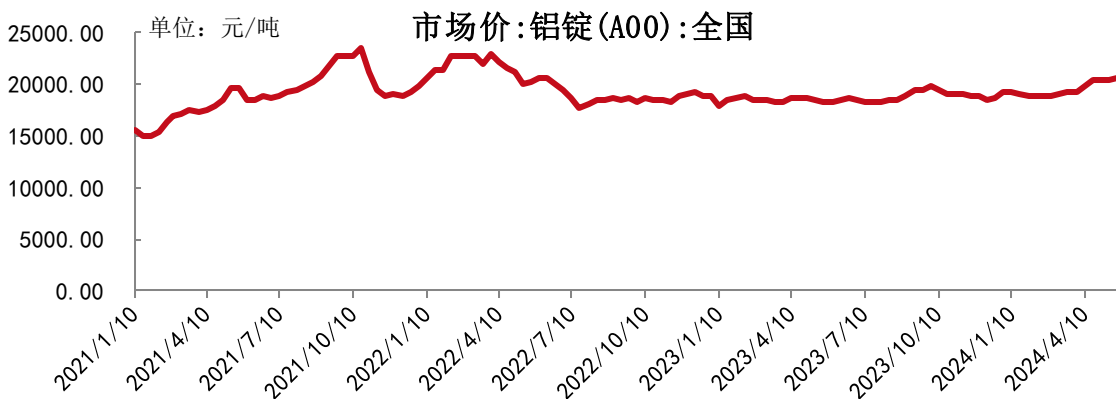
从铝锭价格来看，2022 年一季度受俄乌冲突影响，海外铝供应端缩减加上俄铝出口受影响消息面预期，铝价快速走高；2022 年 4 月开始，受美联储逐步进入加息周期，国内受交通、物流受阻影响，需求偏弱，叠加供给端云南及内蒙等地复产使得产能增加，铝锭价格大幅回落；2022 年下半年至 2024 年一季度，铝锭价格处于震荡运行阶段；2024 年 4 月以来，受货币政策、国际贸易、供需关系等多重因素驱动，铝锭价格小幅抬升。

图 4 2023 年钢材价格中枢较上年有所下移



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图 5 2023 年铝价呈现窄幅震荡走势（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为国内重要的铝合金轮毂生产企业，受益于国内汽车自主品牌崛起，2023 年公司 OEM 市场（整车配套）销售延续高速增长，但受海外市场需求下滑影响，公司汽轮 AM 市场（售后服务市场）及摩轮产品销量下滑，公司整体盈利能力仍一般

跟踪期内，公司仍主要从事汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮的生产及销售，2023 年实现营业收入 44.09 亿元，同比增长 4.51%，具体来看，汽轮、摩轮产品仍为公司营业收入的主要来源，2023 年受益于自主品牌及新能源汽车市场占有率逐步提升，汽轮收入规模有所增长，而摩

轮业务受市场波动及公司市场战略调整致摩轮海外市场销量下降，同期业务收入规模下降，电轮业务体量仍较小，2023年收入规模有所下降主要系行业竞争加剧，同期公司中间合金材料销售收入仍保持较大规模。

毛利率方面，公司盈利仍主要由汽轮、摩轮产品贡献，2023年汽轮业务整体毛利率小幅提升；摩轮业务受海外市场需求下降及产品售价小幅下调影响，同期业务毛利率有所下降，综合影响下，2023年公司销售毛利率较上年上升0.16个百分点。2024年1-3月汽轮业务毛利率进一步提高，公司销售毛利率升至15.47%，但业务整体盈利能力仍一般。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年1-3月 | | | 2023年 | | | 2022年 | | |
|---------------|-------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 汽轮 | 5.47 | 57.80% | 20.11% | 23.96 | 54.34% | 17.59% | 22.09 | 52.35% | 17.02% |
| 摩轮 | 0.74 | 7.81% | 9.57% | 5.82 | 13.20% | 8.09% | 6.87 | 16.29% | 9.13% |
| 电轮 | 0.14 | 1.48% | 4.81% | 0.80 | 1.80% | 3.09% | 1.12 | 2.65% | 1.36% |
| 主营业务合计 | 6.35 | 67.09% | 18.55% | 30.58 | 69.34% | 15.40% | 30.08 | 71.29% | 14.64% |
| 中间合金 | 2.55 | 26.90% | 1.07% | 9.78 | 22.18% | 1.05% | 9.66 | 22.90% | 1.03% |
| 房租收入 | 0.20 | 2.11% | 54.13% | 0.48 | 1.09% | 70.62% | 0.49 | 1.15% | 83.97% |
| 废料及铝渣锭收入 | 0.12 | 1.23% | 80.68% | 0.00 | 0.01% | 36.99% | 0.04 | 0.10% | 45.91% |
| 其他收入 | 0.25 | 2.68% | 22.74% | 3.25 | 7.38% | 10.78% | 1.93 | 4.56% | 11.87% |
| 其他业务合计 | 3.12 | 32.91% | 9.19% | 13.52 | 30.66% | 6.44% | 12.11 | 28.71% | 6.23% |
| 合计 | 9.47 | 100.00% | 15.47% | 44.09 | 100.00% | 12.38% | 42.19 | 100.00% | 12.22% |

注：公司2023年废料及铝渣锭收入为37.50万元，金额较小，故以亿元为单位显示为0.00亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于国内汽车自主品牌崛起，公司汽轮OEM市场销售延续高速增长；公司汽轮AM及摩轮产品国外市场占比仍然较高，受海外市场需求下降影响，收入规模均有一定下降，摩轮市场景气度较低，未来仍面临一定的下行压力。

公司实行“以销定产”的订单拉动式生产模式，每月由营销部根据订单的总体情况以及产能情况，总体分配OEM和AM的产能份额，以及分配各个客户的产能，跟踪期内，公司产销率仍保持较高水平。生产周期方面，OEM市场从研发设计到批量投入生产一般需要1-2年，一般根据主机厂车型同步开发，AM市场从产品设计开发到投入生产一般需要2-3个月。受益于国内自主品牌汽车厂商的高成长性，2023年公司汽轮OEM市场销量同比增长超过20%，推动汽轮产品全年销量保持增长。受印度政策环境变化及公司减少与部分客户合作等因素影响，2023年公司摩轮产品销量下滑6.16%；公司未来拟通过积极开拓国内及东南亚市场、开发附加值高的摩轮产品等措施以应对摩轮产品销量下滑。

销售价格方面，为规避铝价波动带来的成本风险，公司在与整车制造厂签订供货协议时，会以当时的基准铝价约定产品价格，并约定在一定周期内⁴根据该周期内的平均铝价对产品价格进行相应调整，2023年铝材价格中枢有所下调，当期公司汽轮平均售价相对稳定，而摩轮因当期铝价下调及市场波动公司进行价格调整，产品销售均价下降 9.77%。2024年 1-3 月，公司汽轮售价相对稳定，摩轮价格进一步下滑。

表3 2022-2023 年及 2024 年 1-3 月公司主要产品销售情况（单位：万只、元/只）

| 产品名称 | 项目 | 2024 年 1-3 月 | 2023 年 | 2022 年 |
|------|------|--------------|--------|---------|
| 汽轮 | 销量 | 190.51 | 828.38 | 761.44 |
| | 平均价格 | 287.36 | 289.23 | 290.06 |
| | 产销率 | 98.40% | 97.08% | 103.24% |
| 摩轮 | 销量 | 74.00 | 507.82 | 541.14 |
| | 平均价格 | 99.94 | 114.60 | 127.01 |
| | 产销率 | 93.45% | 94.38% | 101.75% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

分区域及市场来看，2023 年我国汽车销量达 3,009.4 万辆，同比增长 12%，其中新能源汽车市场占有率超过 30%；2023 年我国自主品牌乘用车市场销量为 1,459.6 万辆⁵，同比增长 24.1%，自主品牌乘用车市场份额首次突破 50%，升至 56%；公司汽轮产品中自主品牌占比较大，受益于自主品牌及新能源汽车市场占有率逐步提升，2023 年汽轮国内 OEM 市场销售收入增长 29.37%，延续高速增长态势，但汽轮国内外 AM 市场受当期铝价中枢下滑引致公司调整产品售价以及下游需求减少影响，收入均呈下滑趋势。公司摩轮产品以 OEM 市场销售为主，受 BIS 认证等印度市场政策环境变化及公司产品价格下调影响，国外 OEM 市场销售收入有所下滑，国内市场则较为稳定。

⁴ 一般以季度均价联动，部分客户是月均价和半年度均价联动。

⁵ 数据来源为中国汽车工业协会

表4 2022-2023年及2024年1-3月公司主要产品分市场销售情况（单位：万元）

| 产品 | 项目 | 2024年1-3月 | | 2023年 | | 2022年 | | |
|----|----|-----------|------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | |
| 汽轮 | AM | 879.52 | 1.38% | 3,083.10 | 1.01% | 4,993.48 | 1.66% | |
| | 国内 | OEM | 33,227.24 | 52.29% | 140,863.79 | 46.07% | 108,883.60 | 36.20% |
| | | 小计 | 34,106.76 | 53.67% | 143,946.88 | 47.08% | 113,877.00 | 37.86% |
| | 国外 | AM | 3,854.50 | 6.07% | 67,870.77 | 22.20% | 76,759.51 | 25.52% |
| | | OEM | 16,785.58 | 26.41% | 27,770.72 | 9.08% | 30,223.69 | 10.05% |
| | | 小计 | 20,640.08 | 32.48% | 95,641.49 | 31.28% | 106,983.20 | 35.57% |
| 摩轮 | AM | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 42.17 | 0.01% | |
| | 国内 | OEM | 6,230.47 | 9.80% | 30,230.04 | 9.89% | 30,680.41 | 10.20% |
| | | 小计 | 6,230.47 | 9.80% | 30,230.04 | 9.89% | 30,722.58 | 10.21% |
| | 国外 | AM | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| | | OEM | 1,165.17 | 1.83% | 27,964.92 | 9.15% | 38,004.60 | 12.64% |
| | | 小计 | 1,165.17 | 1.83% | 27,964.92 | 9.15% | 38,004.60 | 12.64% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户方面，在汽轮领域，公司长期为长安汽车、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、上汽通用五菱、日本铃木、日本大发、东风汽车、神龙汽车等国内外知名汽车整车制造商批量供应铝合金轮毂；同时，公司积极推进合资品牌车的合作，与比亚迪汽车、北汽新能源、零跑汽车、江铃新能源汽车、长安新能源、长城新能源、吉利新能源建立稳定合作。在摩轮领域，客户包括全球品牌本田、铃木、雅马哈，印度品牌 HERO、Bajaj、TVS、Royal Enfield 以及国内的大长江、钱江、五羊本田、新大洲本田、轻骑铃木、光阳、春风等。在电轮领域，公司为爱玛、雅迪、绿源、新日等一线整车厂提供配套。

公司 OEM 市场客户主要系整车制造厂商，公司与下游客户建立长期供货合作协议。从客户销售集中度来看，2023 年公司前五大客户销售额占比为 46.16%，较上年有所提高；其中汽车轮毂产品前两大客户占比分别为 15.51% 和 7.35%，集中度仍较高。结算方面，公司与下游大客户货款结算仍主要以票据开展，账期一般在 90 天以内；公司国外市场业务主要以美元、日元结算，2023 年公司产生汇兑损失 1,867.59 万元，对当期的营业利润形成一定侵蚀。

受益于下游行业需求提升，2023 年公司汽轮产能利用率有所提高；当前公司在建及拟建项目较多，建成后公司汽轮及摩轮产能将得到进一步释放，新能源车一体化压铸及铝合金轻量化业务将得到进一步推动，但考虑到项目整体体量较大，公司仍面临较大建设资金支出压力，且新增产能存在较大消化风险

生产方面，受益于云南生产基地产能充分释放，以及泰国工厂产能进一步提升，2023 年公司汽轮产能增至 980.00 万只/年，摩轮产能为 718.76 万只/年，汽轮产能较为稳定，摩轮产能较上年小幅下降主要系当期公司生产排班调整以及产线升级改造使得部分产线停工所致。

产能利用率方面，2023 年公司汽轮产量上升至 853.27 万只，主要系汽轮国内 OEM 市场销量增加所致，2023 年公司汽轮产能较为稳定，同期汽轮产能利用率增至 87.07%；同期公司摩轮产能利用水平小幅回升，主要系公司当期生产排班调整及部分产线改造升级引致产能下降所致。

表5 2022-2023 年公司产能利用率情况（单位：万只）

| 产品名称 | 项目 | 2023 年 | 2022 年 |
|------|-------|--------|--------|
| 汽轮 | 产能 | 980.00 | 978.60 |
| | 产量 | 853.27 | 737.57 |
| | 产能利用率 | 87.07% | 75.37% |
| 摩轮 | 产能 | 718.76 | 760.40 |
| | 产量 | 538.08 | 531.82 |
| | 产能利用率 | 74.86% | 69.94% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022 年，江西丰城年产 500 万只整体式铝合金电动车项目⁶建成投产，2022 年及 2023 年的实际产量分别为 194.48 万只和 143.49 万只，2023 年产量有所下降主要系当期下游需求减少所致；2023 年，公司宁夏今飞厂区建成投产，设计产能 135 万只/年，当期实际产能 135 万只。

表6 公司主要产品产能分布情况（单位：万只/年）

| 生产基地 | 汽轮 | | 摩轮 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2022 年 |
| 金华 | 391.90 | 420.40 | 164.53 | 174.40 |
| 云南 | 292.00 | 397.10 | 554.23 | 586.00 |
| 宁夏 | 135.00 | - | - | - |
| 泰国 | 161.10 | 161.10 | - | - |
| 合计 | 980.00 | 978.60 | 718.76 | 760.40 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，在泰国沃森投资年产 300 万件铝合金汽车轮毂建设项目，该项目有利于公司为规避反倾销、贸易战等影响，同时区域泰国关税优势；年产 300 万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目和年产 1,000 万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目系公司配合地方政府土地收储工作，金华厂区进行搬迁而投资的产能置换项目。截至 2023 年末，公司主要在建项目计划总投资 17.74 亿元，其中公司 2020 年通过定向发行股票为年产 300 万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目募得建设资金 4.09 亿元。截至 2023 年末，在建项目已部分投产，但根据投资进度测算，公司主要在建项目未来尚需投资 2.31 亿元，短期内面临一定资金支出压力。

拟建项目方面，公司践行“以铝代钢”的轻量化理念，近年重点开发低碳高强韧非热处理一体化压铸用铝合金新材料及新能源车用低碳铝合金新材料，低碳化高性能铝合金挤压型材建设项目预计总投资

⁶江西丰城厂区为产能置换项目，公司原电轮生产基地土地收储（详见公司《关于子公司承租地块签订土地收储协议的公告》公告编号 2021-076），江西丰城厂区承接该基地的产能。

6.37 亿元，其中公司 2023 年向特定对象发行股票募集资金 4.10 亿元，除此之外，公司拟自筹资金在六安、曲靖、泰国等地逐步增加汽轮产能，拟建项目尚需投资的规模体量较大，公司仍面临较大的资金支出压力。考虑到汽车市场景气度存在波动性、摩托车行业景气度较弱，未来新增产能仍面临较大消化风险。

表7 截至 2023 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元、万只/年）

| 项目类型 | 项目名称 | 所在地区 | 计划总投资 | 累计已投资 | 投资进度 | 产品类别 | 设计产能 |
|-----------|-----------------------------------|----------|--------------|--------------|----------|----------|----------|
| 在建 | 年产 300 万件铝合金汽车轮毂建设项目（泰国项目） | 泰国 | 3.76 | 3.90 | 99.51% | 汽轮 | 300 |
| | 年产 300 万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目（汽车小镇项目） | 金华 | 7.40 | 5.62 | 75.91% | 汽轮 | 300 |
| | 年产 1,000 万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目 | 金华 | 6.58 | 6.05 | 92.00% | 摩轮 | 1,000 |
| 拟建 | 低碳化高性能铝合金挤压型材建设项目 | 金华 | 6.37 | 0.00 | 0.00% | 挤压型材 | - |
| | 年产 120 万件汽车铝合金轮毂建设项目 | 六安 | 3.12 | 0.00 | 0.00% | 汽轮 | 120 |
| | 年产 120 万件汽轮智能制造建设项目 | 曲靖 | 2.26 | 0.00 | 0.00% | 汽轮 | 120 |
| | 年产 200 万件新能源汽车轮毂建设项目 | 泰国 | 5.57 | 0.00 | 0.00% | 汽轮 | 200 |
| 合计 | | - | 35.06 | 15.57 | - | - | - |

注：随着项目的陆续建设，上述项目已部分转固，截至 2023 年末，公司在建工程账面价值 3.70 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

研发方面，2023 年，云南富源今飞的“大型重载铝合金车轮低压双浇道铸造关键技术及产业化”项目获中国有色金属工业科学技术奖一等奖；今飞智造摩轮的“基于倾斜铸造技术的大排量高端摩轮的开发”项目获评 2023 年度金华市市级技术创新项目。截至 2023 年，公司共获得专利 52 项，其中发明专利 8 项，实用新型专利 22 项，外观专利 22 项。

土地收储方面，2023 年 7 月 10 日，公司与金华市金东区鞋塘办事处签订《收回国有土地使用权和征收地上建筑物补偿协议》，金华市决定收回浙江今飞摩轮有限公司金东开发区金义东快速路 1 号部分国有土地使用权和征收 3 幢地上建筑物，收回土地面积 74,843.53 平方米，剩余土地使用权面积 126,520.03 平方米及地上所附建筑物仍由本公司所有，土地用途不变。针对收回的 74,843.53 平方米部分，根据《土地估价报告书》地块总计补偿价款 1.41 亿元，其中包括房屋价值等的补偿 1.22 亿元，搬迁等补偿费 0.10 亿元，签约及腾空等奖励费 0.10 亿元。截至 2024 年 5 月末，公司已收到地块补偿款 1.41 亿元。

此外，公司于 2021 年 1 月收到贵阳市白云区国有资产监督管理委员会的《关于实施资产收购的函》。拟对公司下属子公司贵州今飞轮毂有限公司（以下简称“贵州今飞”）位于白云区云环东路 430 号地块的土地使用权（包括该地块上的房屋、附属品）进行收购，其中土地面积 82,139.00 平方米，截至 2023 年末账面原值为 0.22 亿元，建筑面积为 45,658.14 平方米，截至 2023 年末账面原值为 1.03 亿元。截至 2024

年 5 月末，上述收储地块补偿方案均未确定。考虑到上述地块占地面积较大，若收储进展顺利，其补贴款项将在一定程度上改善公司利润水平和现金流状况。

直接材料成本占公司主营业务成本比重较大，且公司原材料采购集中度较高，2023 年至 2024 年一季度，铝锭价格处于相对高位震荡运行阶段，4 月起铝锭价格反弹回升，对公司成本控制仍形成较大压力，但未来若铝价产生大幅波动，仍对将公司盈利产生不利影响

从轮毂制造成本构成来看，公司生产成本仍主要包括材料成本、人工成本、制造费用以及燃料动力成本，其中材料成本系主要成本支出，跟踪期内其采购金额占比仍超过 60%，而材料成本中，铝材的采购仍系主要支出，因此铝材采购价格的波动系影响生产成本的主要因素之一。公司采购部于每月末，根据下一期生产计划确定采购安排，铝材按月度备货。2023 年公司铝采购均价为 16.54 元/公斤，较 2022 年下降 15.61%，2023 年至 2024 年一季度，铝锭价格处于相对高位震荡运行阶段，4 月起铝锭价格反弹回升，对公司成本控制仍形成较大压力。云南电解铝资源丰富，就近设厂便于公司铝材采购，节约运输成本以及熔化铝锭的燃料动力成本，且当地人工成本相对较低，电价优惠力度较大，云南生产基地产能释放一定程度上有助于公司缓解铝价上涨压力。

表8 公司轮毂制造主要成本项目构成表（单位：万元）

| 成本项目 | 2024 年 1-3 月 | | 2023 年 | | 2022 年 | |
|-----------|------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 直接材料 | 33,478.69 | 64.68% | 167,837.25 | 65.50% | 160,465.11 | 63.53% |
| 燃料及动力 | 5,714.17 | 11.04% | 29,872.59 | 11.66% | 30,361.88 | 12.02% |
| 直接人工 | 4,030.25 | 7.79% | 21,090.73 | 8.23% | 26,785.61 | 10.60% |
| 制造费用 | 8,538.65 | 16.50% | 37,437.92 | 14.61% | 34,978.89 | 13.85% |
| 合计 | 51,761.75 | 100.00% | 256,238.48 | 100.00% | 252,591.49 | 100.00% |

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，由于公司轮毂制造成本支出以铝材采购支出为主，因此公司前五大供应商仍主要系铝业公司或相关贸易公司。2023 年公司前五大供应商采购金额占采购总额的比重为 42.73%，供应商采购集中度仍较高。结算方式方面，公司与主要供应商货款结算仍以电汇为主，账期通常为预付货款或发货后 15 天内付款。公司与上下游均签订了长期供货协议，但公司针对价格波动的反应可能具有滞后性，若未来原材料价格发生大幅波动，仍将对公司盈利产生一定不利影响。

六、财务分析

财务分析基础说明

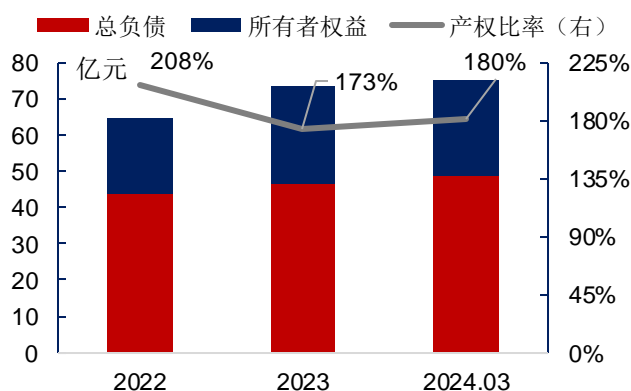
以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的公司2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围变化情况详见表1。

资本实力与资产质量

跟踪期内公司的定增以及政府补助使得净资产提升明显，同时，公司资产规模持续增长，但结构上来看公司厂房、设备等非流动资产占比仍较高，且受限资产体量较大，占总资产的比重较高，公司资产整体流动性一般，规模较大的存货与应收款项亦对营运资金形成较大占用

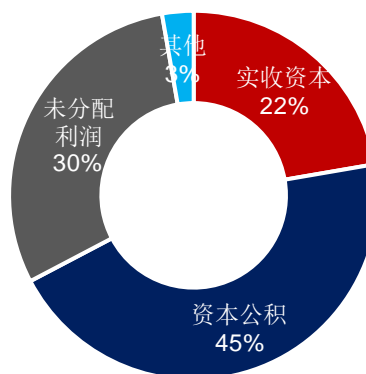
2023年公司通过向特定对象发行股票募得资金5.19亿元，资本实力得到显著提升，叠加以政府补助为主的公司盈余累积，跟踪期内公司所有者权益规模持续提升，但另一方面，公司融资规模的扩张使得公司负债规模亦持续增长，整体使得公司产权比率有所下降，但所有者权益对负债的保障程度仍较弱。截至2024年3月末，公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润与实收资本构成。

图6 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图7 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产仍以货币资金、存货和固定资产为主，三者之和占2023年末公司总资产的比重达70.72%。2023年末公司货币资金规模显著增长，主要系当期向特定对象发行股票所募集的资金到账所致，截至2023年末，公司受限货币资金规模为3.48亿元，主要系银行承兑汇票保证金，受限比例较高，2024年一季度随着公司支付到期债务及业务支出，货币资金规模有所回落。截至2023年末，公司存货主要包括原材料1.28亿元、在产品7.35亿元和库存商品4.78亿元，由于公司客户要求的交货周期通常短于公司采购周期与生产周期，且内销AM模式成本结转时点取决于客户生产领用进度，公司在产品与库存商品规模较高，未来若汽车与摩托车行业景气度变化，可能存在存货滞销风险。公司固定资产主要系机器设备、房屋及建筑物等资产，2023年末规模有所增长，主要系3.54亿元的机器设备从在建工程转固所致，期末合计11.80亿元固定资产因抵押受限。

其他资产方面，跟踪期内公司应收账款余额持续增长，截至2023年末，应收账款中账龄在1年以内的款项占比94.51%，前五名欠款方合计占比40.74%，累计计提坏账准备0.42亿元，应收款项仍存在一定的回收风险。公司投资性房地产仍采用成本模式计量，2023年末公司投资性房地产规模较上年末有所下降，主要系部分租赁业务地块被收储所致。跟踪期内，公司在建工程规模持续增长，主要系当期机器设备投入较多所致，截至2023年末，公司在建工程主要包括金华、泰国的工程项目。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 6.21 | 8.25% | 9.81 | 13.36% | 7.43 | 11.53% |
| 应收账款 | 5.93 | 7.87% | 5.18 | 7.06% | 4.68 | 7.26% |
| 存货 | 16.33 | 21.68% | 13.42 | 18.26% | 11.35 | 17.60% |
| 流动资产合计 | 34.54 | 45.86% | 33.86 | 46.09% | 27.65 | 42.88% |
| 投资性房地产 | 3.02 | 4.01% | 3.04 | 4.14% | 4.08 | 6.32% |
| 固定资产 | 29.03 | 38.54% | 28.73 | 39.10% | 27.12 | 42.05% |
| 在建工程 | 4.35 | 5.77% | 3.70 | 5.04% | 1.86 | 2.88% |
| 无形资产 | 2.54 | 3.37% | 2.24 | 3.05% | 2.27 | 3.51% |
| 非流动资产合计 | 40.78 | 54.14% | 39.61 | 53.91% | 36.84 | 57.12% |
| 资产总计 | 75.32 | 100.00% | 73.47 | 100.00% | 64.50 | 100.00% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产规模高达21.71亿元，占同期末总资产的比重为29.54%，主要分布在货币资金、应收款项融资、投资性房地产、固定资产及无形资产科目，具体情况如下表所示。

表10 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

| 科目名称 | 受限资产账面价值 | 受限原因 | 占科目比重 | 占总资产比重 |
|-----------|--------------|---|----------|---------------|
| 货币资金 | 3.48 | 包含银行承兑汇票保证金 2.45 亿元，借款保证金 0.14 亿元，信用证保证金 0.88 亿元，远期结售汇保证金 75.55 万元，天然气保证金 76.82 万元，其他保证金 5.48 万元。 | 35.48% | 4.74% |
| 应收票据 | 0.05 | 为开立票据提供质押担保 | 13.34% | 0.06% |
| 应收账款 | 0.42 | 为银行借款提供质押担保 | 8.07% | 0.57% |
| 应收款项融资 | 1.22 | 为开立票据提供质押担保 | 87.21% | 1.67% |
| 投资性房地产 | 3.04 | 为银行借款提供抵押担保 | 100.00% | 4.14% |
| 固定资产 | 11.80 | 为银行借款、融资租赁业务提供抵押担保 | 41.07% | 16.06% |
| 无形资产 | 1.69 | 为银行借款提供抵押担保 | 75.42% | 2.30% |
| 合计 | 21.71 | - | - | 29.54% |

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

整体上看，伴随在建项目持续投入，跟踪期内公司资产规模持续增长，但结构上来看公司厂房、设备等非流动资产占比较高，且 2023 年末公司受限资产体量较大，占总资产的比重较高，影响了公司再融资弹性，公司资产整体流动性一般，且公司应收款项与存货规模较大，对营运资金仍形成较大占用。

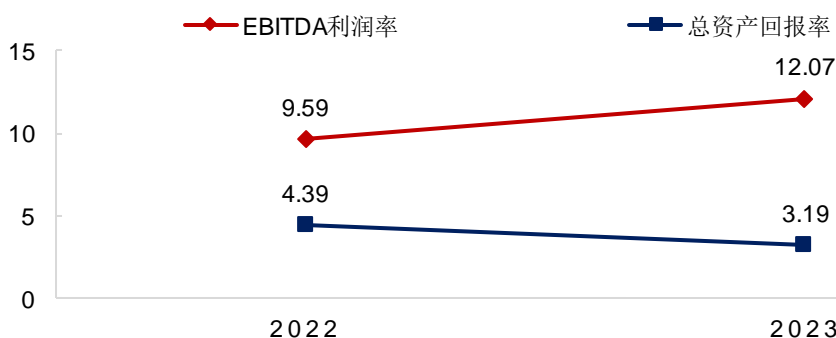
盈利能力

2023 年公司营业收入保持增长，公司业务整体盈利能力仍一般，当期公司盈利依赖于较大规模政府补助，仍需关注原材料价格波动对其盈利水平的影响

公司主营业务收入主要包括汽轮、摩轮和中间合金材料销售收入，受益于自主品牌高成长性对公司汽轮 OEM 市场销量拉动，2023 年公司汽轮产品销售收入有所增长，摩轮业务受市场波动及公司市场战略调整致摩轮海外市场销量下降，同期业务收入规模有所下滑，电轮收入体量仍较小，中间合金材料销售收入仍保持较大规模，综合影响下，2023 年营业收入较上年增长 4.51%。2023 年公司实现利润总额 0.62 亿元，较上年减少 43.17%，主要系本期未确认土地补偿款⁷，公司 2024 年二季度收到金东开发区金义东快速路 1 号部分国有土地使用权及地上建筑物的补偿款 1.41 亿元，预计将对公司 2024 年利润总额形成有益补充。2023 年公司收到电价补贴、税收减免等政府补助合计 0.91 亿元，计入其他收益，占当期利润总额的比重为 148.17%，对当期的利润贡献度较高，但需关注后续补贴政策变动可能给公司带来的不利影响，此外，受公司同期期间费用规模较大影响，剔除政府补助后，公司营业利润为负。

2023 年公司 EBITDA 利润率有所提高，盈利能力略有改善，伴随在建项目持续投入，跟踪期内公司资产规模持续增长，使得 2023 年公司总资产回报率下滑至 3.19%，公司主营业务盈利能力一般，未来仍需关注原材料价格波动对其盈利水平的影响。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

⁷ 2022 年，金华两项土地收储事项拆迁补偿款计入营业外收入 0.49 亿元，占当期利润总额比重为 45.15%。

公司杠杆水平较高，跟踪期内公司债务规模有所扩张，且短期债务占比较高，现金短期债务比较低，公司仍面临较大短期债务压力，跟踪期内公司自由现金流为负，对债务的保障程度较弱

从负债结构看，公司负债仍主要为流动负债。跟踪期内，公司总债务规模有所扩大，截至2024年3月末为37.84亿元，债务规模较高，短期债务在总债务中占比达81.82%，债务结构仍有待改善，公司仍面临较大短期偿债压力；公司融资渠道以银行借款为主，并辅以小规模融资租赁和债券。长、短期借款系公司负债的主要构成，2023年末规模有所增长，借款类型主要包括保证借款、抵押及保证借款等，借款利率主要在3.30%-5.50%之间；应付票据全部为银行承兑汇票，其规模随票据结算时点的不同而波动，2023年末规模显著下降系当期到期的票据规模较大所致；公司应付账款主要系应付购货款，2024年3月末规模较上年末显著增长，主要系低碳化高性能铝合金挤压型材建设项目进入建设期，公司项目设备采购增加以及原材料采购增加所致。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和长期应付款，2023年末两者的占比分别为81.91%和17.67%；应付债券即应付本期债券；2023年公司新增0.48亿元融资租赁款和0.18亿元厂房回购款，致同期末长期应付款规模有所增加，截至2023年末公司融资租赁规模1.92亿元，其中一年内到期0.74亿元。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 24.78 | 51.13% | 23.96 | 51.42% | 19.73 | 45.29% |
| 应付票据 | 1.61 | 3.32% | 0.87 | 1.86% | 6.98 | 16.02% |
| 应付账款 | 6.42 | 13.25% | 3.92 | 8.41% | 3.46 | 7.94% |
| 一年内到期的非流动负债 | 4.57 | 9.43% | 4.17 | 8.94% | 2.37 | 5.45% |
| 流动负债合计 | 38.19 | 78.80% | 34.07 | 73.10% | 33.71 | 77.39% |
| 长期借款 | 4.98 | 10.27% | 7.12 | 15.28% | 5.18 | 11.90% |
| 应付债券 | 1.89 | 3.89% | 1.89 | 4.05% | 1.81 | 4.16% |
| 长期应付款 | 1.29 | 2.65% | 1.36 | 2.91% | 0.70 | 1.60% |
| 非流动负债合计 | 10.27 | 21.20% | 12.54 | 26.90% | 9.85 | 22.61% |
| 负债合计 | 48.46 | 100.00% | 46.60 | 100.00% | 43.55 | 100.00% |
| 总债务合计 | 37.84 | 78.07% | 39.38 | 84.50% | 36.84 | 84.59% |
| 其中：短期债务 | 30.96 | 63.88% | 29.00 | 62.22% | 29.12 | 66.85% |
| 长期债务 | 6.88 | 14.20% | 10.38 | 22.28% | 7.73 | 17.74% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，跟踪期内公司资产负债率和总债务/总资本虽有所下降，但整体杠杆水平仍较高。2023年公司EBITDA规模显著增加，同期公司债务规模持续扩大，利息支出亦增加，整体使得2023年公司EBITDA利息保障倍数有所抬升，EBITDA对债务利息偿付的保障程度较好。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

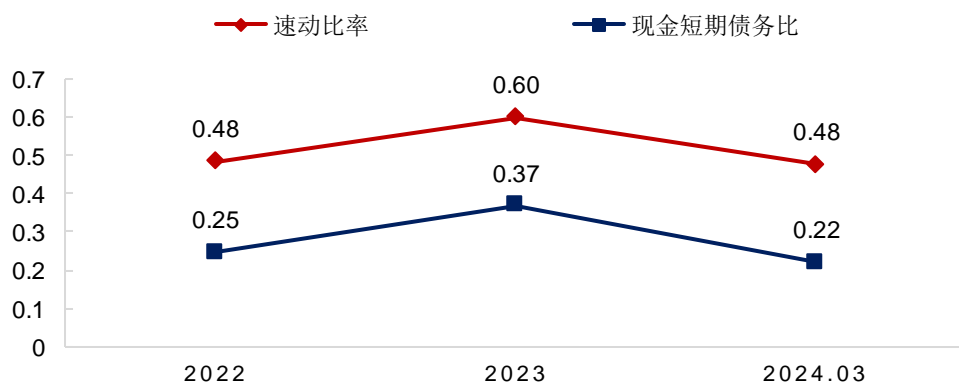
| 指标名称 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 |
|------|---------|-------|-------|
|------|---------|-------|-------|

| | | | |
|---------------|--------|---------|--------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | 0.21 | 2.63 | 4.06 |
| FFO（亿元） | -0.66 | 2.70 | 1.41 |
| 资产负债率 | 64.34% | 63.43% | 67.53% |
| 净债务/EBITDA | -- | 5.63 | 7.63 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 3.36 | 2.55 |
| 总债务/总资本 | 58.49% | 59.45% | 63.76% |
| FFO/净债务 | -- | 9.01% | 4.57% |
| 经营活动现金流/净债务 | 0.68% | 8.79% | 13.16% |
| 自由现金流/净债务 | -7.11% | -12.79% | -6.76% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，受益于公司2023年定向发行股票募集资金5.19亿元，同期末公司货币资金余额有所增长，2023年末公司速动比率与现金短期债务比指标有所提升，公司短期流动性有所改善，但整体仍较弱。公司流动性需求主要来自项目开支和债务还本付息，2024年3月末公司现金类资产难以覆盖其短期债务，公司尚未使用银行授信额度4.88亿元，规模不大。2023年公司业务回款情况尚可，同期经营活动净现金流为2.63亿元，但相较当期资本支出规模（6.46亿元）仍存在一定缺口，使得同期公司自由现金流（FCF）仍为负，公司业务发展使得资本性支出持续进行，未来主要资本性支出仍将依赖筹资活动。截至2024年3月末，公司银行授信额度35.67亿元，已使用30.78亿元，尚可使用额度4.88亿元，必要时可为公司提供一定流动性支持。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，过去一年公司及其子公司均未发生环境污染事故，无环境纠纷，未收到任何形式的环境保护行政处罚。

社会方面，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。

公司治理与管理方面，2023年9月，公司独立董事发生变更，由刘玉龙、童水光、杨庆华变更为胡剑锋、屠迪、王亚卡，跟踪期内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。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违规事项。此外，公司根据业务特点和发展需求设立了多个职能部门，整体管理架构较清晰，公司截至2024年3月末组织架构图详见附录三。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2024年5月20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，从2022年1月1日至报告查询日（2024年6月13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、债券偿还保障分析

富源今飞房地产开发有限公司为本期债券提供了担保

富源今飞房地产开发有限公司（以下简称“今飞房地产”）为本期债券提供无条件的不可撤销连带责任保证担保，担保范围为可转债总额的100%本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，保证期间为债券所应承担的第一笔主债务产生之日起，至债券所应承担的最后一笔主债务履行期限届满之日起两年。

今飞房地产成立于2018年3月，出资人系今飞控股，注册资本为41,000.00万元，今飞控股持有100.00%股权，今飞房地产主要从事房地产开发、销售、经营，截至2023年末，今飞房地产总资产为74,092.38万元，所有者权益为40,552.46万元，资产负债率为45.27%，2023年实现营业收入40,413.20万元，中证鹏元未对今飞房地产进行评级，其为本期债券提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保的增信效果无法判断。

表13 担保方主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2023年 | 2022年 |
|-----|-----------|-----------|
| 总资产 | 74,092.38 | 77,351.80 |

| | | |
|-------|-----------|-----------|
| 所有者权益 | 40,552.46 | 39,255.77 |
| 总债务 | 0.00 | 0.00 |
| 资产负债率 | 45.27% | 49.25% |
| 营业收入 | 40,413.20 | 6,550.87 |
| 营业利润 | 1,360.63 | 61.39 |
| 净利润 | 1,270.34 | -38.24 |

资料来源：今飞房地产未经审计的 2022-2023 年财务报表，中证鹏元整理

九、结论

公司是国内重要的铝合金轮毂生产企业，涉及汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮的生产及销售；2023年我国自主品牌乘用车合计销售1,459.6万辆，市场份额占比首次突破50%，升至56%，公司汽轮产品中自主品牌占比较大，受益于国内汽车自主品牌崛起，2023年公司汽轮OEM市场销售收入同比增长29.37%；2023年公司通过定向增发股票成功募得资金5.19亿元，资本实力得到进一步增强。

但同时我们也关注到，公司在金华等地仍有较大规模在建和拟建项目，2023年公司汽轮AM及摩轮产品国外市场占比仍然较高，受海外市场需求下降影响，收入规模均有一定下降，考虑到2023年以来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，汽车市场景气度存在波动性，且摩托车行业景气度偏弱，公司未来新增产能面临较大消化风险，且面临较大资本性支出压力；公司杠杆水平仍较高，跟踪期内公司债务规模持续扩张，且短期债务占比较高，面临较大短期偿债压力，此外，公司营业成本中原材料占比仍较高，未来仍需关注原材料价格波动对其盈利水平的影响。

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“今飞转债”的信用等级为A+。

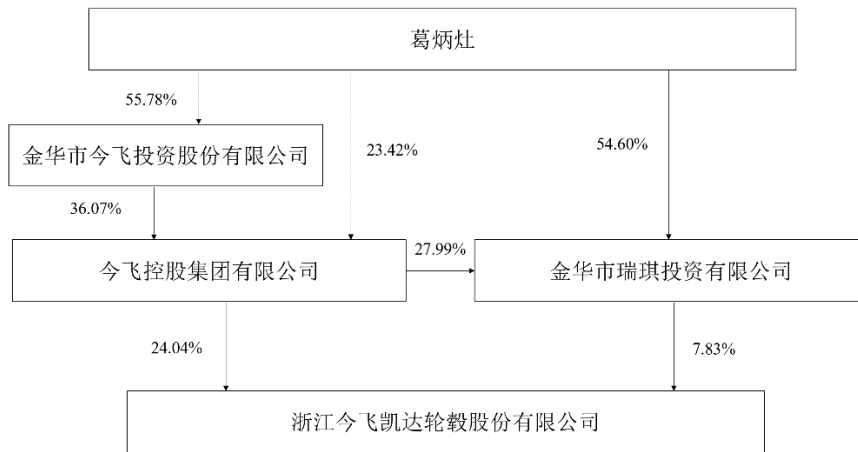
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 6.21 | 9.81 | 7.43 | 4.52 |
| 应收账款 | 5.93 | 5.18 | 4.68 | 5.13 |
| 存货 | 16.33 | 13.42 | 11.35 | 10.99 |
| 流动资产合计 | 34.54 | 33.86 | 27.65 | 23.91 |
| 投资性房地产 | 3.02 | 3.04 | 4.08 | 3.42 |
| 固定资产 | 29.03 | 28.73 | 27.12 | 20.22 |
| 在建工程 | 4.35 | 3.70 | 1.86 | 5.89 |
| 无形资产 | 2.54 | 2.24 | 2.27 | 2.51 |
| 非流动资产合计 | 40.78 | 39.61 | 36.84 | 33.26 |
| 资产总计 | 75.32 | 73.47 | 64.50 | 57.17 |
| 短期借款 | 24.78 | 23.96 | 19.73 | 18.67 |
| 应付票据 | 1.61 | 0.87 | 6.98 | 5.82 |
| 应付账款 | 6.42 | 3.92 | 3.46 | 3.24 |
| 一年内到期的非流动负债 | 4.57 | 4.17 | 2.37 | 1.50 |
| 流动负债合计 | 38.19 | 34.07 | 33.71 | 30.78 |
| 长期借款 | 4.98 | 7.12 | 5.18 | 3.41 |
| 应付债券 | 1.89 | 1.89 | 1.81 | 1.73 |
| 长期应付款 | 1.29 | 1.36 | 0.70 | 0.20 |
| 递延收益-非流动负债 | 2.07 | 2.06 | 2.09 | 1.53 |
| 非流动负债合计 | 10.27 | 12.54 | 9.85 | 6.92 |
| 负债合计 | 48.46 | 46.60 | 43.55 | 37.70 |
| 总债务 | 37.84 | 39.38 | 36.84 | 31.33 |
| 其中：短期债务 | 30.96 | 29.00 | 29.12 | 25.99 |
| 所有者权益 | 26.86 | 26.87 | 20.94 | 19.47 |
| 营业收入 | 9.47 | 44.09 | 42.19 | 39.55 |
| 营业利润 | 0.25 | 0.88 | 0.65 | 1.40 |
| 净利润 | 0.26 | 0.74 | 1.14 | 1.37 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.21 | 2.63 | 4.06 | 2.49 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2.43 | -6.46 | -5.99 | -4.11 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1.58 | 7.02 | 3.66 | 0.24 |
| 财务指标 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
| EBITDA（亿元） | 0.57 | 5.32 | 4.05 | 3.81 |
| FFO（亿元） | -0.66 | 2.70 | 1.41 | 1.67 |
| 净债务（亿元） | 31.27 | 29.93 | 30.85 | 28.83 |
| 销售毛利率 | 15.47% | 12.38% | 12.22% | 12.85% |
| EBITDA 利润率 | -- | 12.07% | 9.59% | 9.62% |

| | | | | |
|---------------|--------|---------|--------|---------|
| 总资产回报率 | -- | 3.19% | 4.39% | 5.11% |
| 资产负债率 | 64.34% | 63.43% | 67.53% | 65.95% |
| 净债务/EBITDA | -- | 5.63 | 7.63 | 7.58 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 3.36 | 2.55 | 2.62 |
| 总债务/总资本 | 58.49% | 59.45% | 63.76% | 61.68% |
| FFO/净债务 | -- | 9.01% | 4.57% | 5.79% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 0.68% | 8.79% | 13.16% | 8.65% |
| 自由现金流/净债务 | -7.11% | -12.79% | -6.76% | -16.16% |
| 速动比率 | 0.48 | 0.60 | 0.48 | 0.42 |
| 现金短期债务比 | 0.22 | 0.37 | 0.25 | 0.14 |

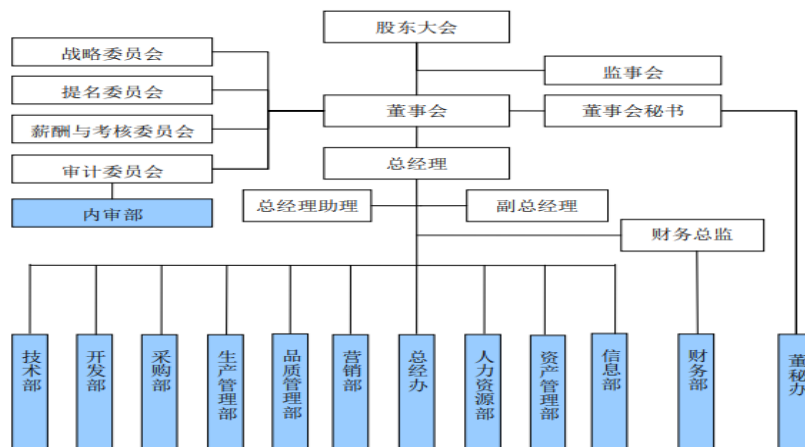
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 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 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2024年5月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

| 公司名称 | 持股比例 | 主要经营地 | 业务性质 |
|--|---------|-------|------------|
| 浙江今飞亚达轮毂有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 制造业 |
| 浙江今飞摩轮有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 制造业 |
| 浙江今泰汽车零部件制造有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 制造业 |
| 金华市今飞零部件制造有限公司 | 70.00% | 浙江金华 | 制造业 |
| 金华市今飞轻合金材料有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 制造业 |
| 浙江今飞汽摩配技术研究院有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 技术服务业 |
| 金华市今飞汽车配件有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 批发和零售业 |
| 贵州今飞轮毂有限公司 | 100.00% | 贵州贵阳 | 制造业 |
| FUTURE INDUSTRIAL & TRADING INC (飞驰工贸股份有限公司) | 100.00% | 美国 | 批发和零售业 |
| JINFEI TRADING INDIAN PRIVATE LIMITED (印度今飞贸易有限公司) | 100.00% | 印度 | 批发和零售业 |
| 云南富源今飞轮毂制造有限公司 | 100.00% | 云南曲靖 | 制造业 |
| 宁夏今飞轮毂有限公司 | 100.00% | 宁夏中卫 | 制造业 |
| 云南今飞摩托车配件制造有限公司 | 100.00% | 云南曲靖 | 制造业 |
| 富源今飞零部件有限公司 | 100.00% | 云南曲靖 | 制造业 |
| 浙江今飞智造摩轮有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 批发和零售业 |
| 浙江今飞新材料有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 批发和零售业 |
| 浙江今飞国际贸易有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 批发和零售业 |
| VOSSEN MANUFACTURE (THAILAND) CO., LTD. {沃森制造(泰国)有限公司} | 100.00% | 泰国 | 制造业 |
| 富源今飞汽车配件制造有限公司 | 100.00% | 云南曲靖 | 制造业 |
| 云南飞速汽车轮毂制造有限公司 | 100.00% | 云南曲靖 | 制造业 |
| 金华市今科新材料有限公司 | 90.00% | 浙江金华 | 批发和零售业 |
| 江西今飞轮毂有限公司 | 100.00% | 江西宜春 | 制造业 |
| 金华市今飞车圈有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 制造业 |
| 浙江今飞摩轮研究院有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 研发与技术服务业 |
| 云南今飞铝合金材料研发有限公司 | 100.00% | 云南曲靖 | 制造业 |
| 浙江今杭环保科技有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 生态保护和环境治理业 |
| 浙江今宏光能材料有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 光伏设备及元器件制造 |
| 金华市今捷贸易有限公司 | 100.00% | 浙江金华 | 贸易代理 |
| 安徽今飞新材料有限公司 | 100.00% | 安徽六安 | 金属材料制造 |
| 安徽今飞汽车零部件有限公司 | 100.00% | 安徽六安 | 汽车轮毂制造 |
| 云南今飞铝业有限公司 | 100.00% | 云南曲靖 | 汽车轮毂制造 |

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。 |