

2019 年浙江正裕工业股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪
第【284】号 01

增信方式: 股票质押担
保

债券简称: 正裕转债

债券剩余规模: 2.90 亿
元

债券到期日期: 2025 年
12 月 31 日

债券偿还方式: 对未转
股债券按年计息, 每年
付息一次, 到期归还本
金和最后一年利息

分析师

姓名:
党雨曦 张伟业

电话:
021-51035670

邮箱:
dangyx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
汽车及零部件制造企业
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址:
www.cspengyuan.com

2019 年浙江正裕工业股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	A+	A+
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 16 日	2019 年 05 月 06 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江正裕工业股份有限公司（以下简称“正裕工业”或“公司”，证券代码“603089.SH”）及其 2019 年 12 月 31 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体长期信用等级维持为 A+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司下游客户多为知名厂商，资质较好，未来订单有一定保障；对外并购提升公司营业收入；股份质押担保为本期债券的安全性提供了一定保障。同时中证鹏元也关注到，COVID-19 疫情进一步加剧汽车零部件出口企业压力；公司进行产能扩张，需关注未来扩张产能的消化情况；公司产品主要用于出口，面临汇率波动风险和中美贸易摩擦等贸易政策变动风险；应收账款规模较大，面临一定的回收风险和商誉减值风险等因素。

正面:

- 公司下游客户多为知名厂商，资质较好，未来订单有一定保障。公司下游客户主要为知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购商，资质较好。公司与较多客户长期合作，关系较为稳定，未来订单有一定保障。
- 公司对外并购提升公司营业收入。2018 年 9 月，公司并购芜湖荣基密封系统有限公司（以下简称“芜湖荣基”）和芜湖安博帝特工业有限公司（以下简称“芜湖安博”）获得发动机密封件业务，2019 年该业务获得营业收入 23,293.87 万元，致使公司营业收入同比增加 2.42%。

- **股份质押担保为本期债券的安全性提供了一定保障。**公司控股股东浙江正裕投资有限公司（以下简称“正裕投资”）将其持有的 26,624,294 股公司股份作为质押资产，对本期债券提供担保，为本期债券的安全性提供了一定保障。

关注：

- **COVID-19 疫情进一步加剧汽车零部件出口企业压力。**2019 年，中国汽车零部件出口额为 128.88 亿美元，同比下降 6.21%。2020 年初 COVID-19 疫情全球蔓延，对依赖体验式业态为主的汽车消费形成抑制，进一步加剧汽车零部件出口企业压力。
- **公司进行产能扩张，需关注未来的扩张产能的利用率情况。**本期债券募投项目为年产 500 万件悬置减震产品项目，公司尚在建设年产 650 万支减震器项目；2019 年公司各产品产能利用率均有所下降，需关注未来公司扩张产能的利用率情况。
- **公司面临汇率波动风险和中美贸易摩擦等贸易政策变动风险。**公司产品主要用于出口，2019 年，公司产品直接外销比例为 83.94%，直接销售美国市场的比例为 26.98%，汇率波动和中美贸易摩擦等外销国贸易政策的变动对公司销售和盈利影响依然较大。
- **公司应收账款规模较大，面临一定的回收风险。**2019 年公司应收账款账面价值为 26,902.69 万元，占总资产的比重为 17.31%，占用了一定的营运资金。其中公司对众泰系公司的应收账款账面余额 1,142.53 万元，因众泰系公司经营情况不佳，较难收回货款，公司已对众泰系公司提起诉讼，并且对该部分账款计提坏账准备 892.53 万元，公司面临一定的坏账损失风险。
- **公司计提商誉减值准备，需关注后续经营情况。**公司并购芜湖荣基、芜湖安博各自 51% 股权，形成商誉账面价值 22,409.65 万元，2019 年芜湖安博计提 2,364.47 万元减值准备；未来宏观经济、汽车行业整体环境、公司自身经营管理等因素都可能对标的资产盈利带来不确定性，存在一定的商誉减值风险，需关注后续经营情况。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	171,216.75	155,422.22	159,642.10	105,194.90
归属于母公司所有者权益合计	84,826.31	82,191.21	77,945.84	71,070.04
有息债务	51,789.82	32,303.42	35,065.91	12,510.10
资产负债率	41.65%	37.79%	43.86%	32.44%

流动比率	2.20	1.35	1.20	2.33
速动比率	1.44	0.82	0.86	1.94
营业收入	18,671.97	110,886.81	108,267.43	84,312.94
营业利润	1,242.31	12,166.98	12,301.41	7,973.95
净利润	1,071.06	10,272.37	10,694.47	7,200.42
综合毛利率	29.69%	31.20%	23.60%	25.42%
总资产回报率	-	8.29%	9.44%	9.60%
EBITDA	-	19,137.36	15,224.56	10,475.41
EBITDA 利息保障倍数	-	21.45	59.56	26,559.44
经营活动现金流净额	3,510.16	13,077.41	9,317.02	10,189.59

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计财报，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年12月31日发行6年期2.90亿元公司债券，募集资金原计划用于汽车悬架减震产品生产项目及补充流动资金。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额分别为2,399.13万元、7.72万元和410元。

二、发行主体概况

2019年，公司股东仍为正裕投资、郑连松、郑念辉、郑连平、元豪投资等，控股股东为正裕投资，实际控制人仍为郑连松、郑念辉、郑连平，互为一致行动人。根据《关于2018年度利润分配及资本公积金转增股本预案的议案》，公司以资本公积金转增股本方式向全体股东每10股转增4.5股，共计转增4,800.15万股，转增后公司总股份为15,467.15万股。2019年末公司注册资本及实收资本均为15,467.15万元。截至2020年3月末，公司股东正裕投资、郑连松、郑念辉、郑连平分别持有公司47.17%、7.91%、7.34%和8.09%股份。其中正裕投资持有公司股票的36.49%已为本期可转换债券质押，债券履约期满之日起两年内或债券消灭之日质押到期。2019年公司合并范围内新增1家子公司，公司合并范围共7家子公司。

2020年5月15日，公司召开2019年年度股东大会，审议通过了《关于2019年度利润分配及资本公积金转增股本方案的议案》，决定以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利4元（含税），同时以资本公积向全体股东每10股转增股本3.5股。本次权益分派实施的股权登记日为2020年5月28日，除权除息日为2020年5月29日。根据本期债券募集说明书相关条款规定，公司修正转股价格，修正前价格14.21元/股，修正后价格10.23元/股，转股价格调整实施日期2020年5月29日。

本次权益分派后公司总股本由15,467.15万股变更为20,880.65万股。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2019年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
上海优肯汽车科技有限公司	100.00%	500.00	商务服务业	设立

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

三、运营环境

中国汽车零部件出口规模有所下降，COVID-19疫情进一步加剧汽车零部件出口企业

压力

近年中国汽车零部件出口规模较大，中国已成为全球第四大零部件出口国。中国汽车零部件主要出口亚洲、北美洲及欧洲。2019年，中国汽车零部件出口额为128.88亿美元，同比下降6.21%，汽车零部件出口形势不佳。2020年初，COVID-19疫情全球蔓延，对依赖体验式业态为主的汽车消费形成抑制，同时全球多地失业率创新高，居民收入下降导致汽车消费需求骤降。根据国际劳工组织的数据，疫情将使今年第二季度全球劳动人口总工时缩减6.7%，相当于1.95亿名全职雇员失业，其中对中高收入国家的劳动人口造成更大的冲击。以美国为例，中证鹏元观测到，截至2020年3月28日的一周，美国首次申领失业救济人数高达665万人。美国、日本、德国、英国等主要汽车消费国家都是疫情重灾区，居民实际收入的下降对短期汽车消费需求造成较大的影响。此外，现阶段全球各地区几乎都已采取戒严措施，对于依赖现场体验性消费的汽车行业来说暂时性消费需求受到抑制，而汽车消费的下降将直接影响到汽车零部件的需求量。北美洲和欧洲是中国汽车零部件合计出口占比约51.5%的地区，众多龙头车企停工停产使当地汽车行业陷入停滞。截至2020年4月8日，欧洲与北美洲两大重灾区累计确诊病例超94万例，这两大汽车产业需求与制造中心的停摆给全球汽车产业链带来沉重负面影响。海外需求预计将出现重大滑坡，一方面对部分海外销售敞口较高的、专注于OEM市场的国内汽车零部件企业构成较大负面影响，另一方面国内主机厂的进口配套产品也可能遭遇部分中断并影响自身生产，从而减少对国内汽车零部件的供应需求。供应链的短期停摆也伴随着支付链条的临时断裂，账期的拉长甚至形成坏账对企业的正常经营形成严峻挑战，对于营运资本较高、账上现金吃紧的汽车零部件企业应予以关注。

图 1 中国已经跃居世界第四大汽车零部件出口国（单位：亿美元）

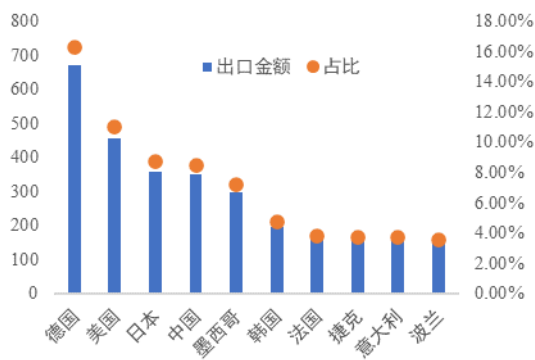
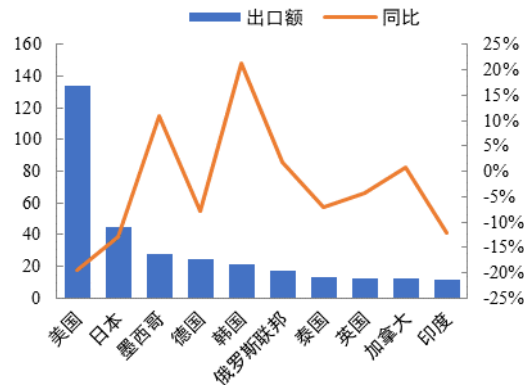


图 2 中国对美国汽车零部件出口金额 2019 年大幅下滑（单位：亿美元）



资料来源：World's Top Exports，中证鹏元整理

资料来源：海关总署，中证鹏元整理

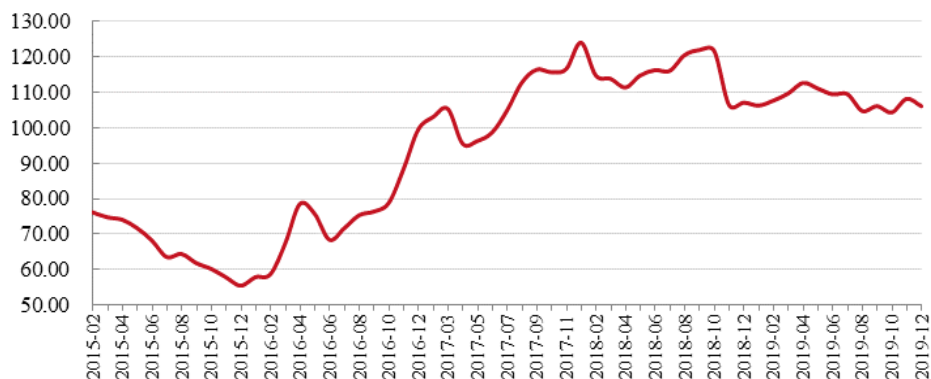
2020 年钢材需求启动推迟，后期钢价存在反弹动力，预计全年钢价将震荡下行，有

利于压缩包装设备行业的整体成本控制

2019 年钢材价格有所下滑，释放盈利空间，在一定程度上缓解汽车零部件厂商压力。汽车零部件的原材料主要是钢铁及其合金材料，据统计钢材成本占汽车原材料成本的比重在 70% 以上。截至 2019 年末，中国钢材价格指数降至 106.10，回落至 2017 年年中水平。钢价的下滑在一定程度上缓解了部分厂商的生存压力。

中证鹏元认为 2020 年钢材需求启动推迟，后期钢价存在反弹动力，预计全年钢价将震荡下行，有利于压缩包装设备行业的整体成本。短期来看，考虑到“COVID-19”疫情对钢铁行业的影响主要集中一季度，且对下游需求端的影响大于钢铁生产端，供需错配下，导致钢材库存增长较快，可能会对钢价造成短期冲击。短流程钢厂普遍推迟复工时间，若钢价持续处于低位，不排除长流程钢厂进一步限产、减产，而随着下游行业的陆续复工，部分需求或将阶段性的大幅增长，行业可能呈阶段性的供需紧平衡，钢价存在反弹动力。纵观 2020 年全年，钢材供给量增速将高于需求增速，供应偏宽松，未来钢价下行压力较大，但企业库存仍处于低位，在社会库存后可充当第二层“蓄水池”吸收过剩供给、打赢蓝天保卫战下继续严格环保限产，将缓解钢价的下降幅度。供给端方面，在禁止“一刀切”和钢厂产能置换后环保达标的产能越来越多，大背景下 2020 年环保政策的限产边际作用将减弱，预计 2020 年粗钢产量将保持增长。需求端方面，从地产、基建和机械制造业三个方面分析，在疫情冲击下稳增长政策有望加码，房地产开发投资房地产开发投资规模增速与地产用钢需求增量仍有保障；2020 年基建投资力度难以触及高峰，整体继续缓慢复苏；2020 年机械制造仍将保持平稳发展，对钢材需求保持稳定增长。整体来看，随着疫情结束后下游需求复苏和环保停限产的实施，钢价有反弹机会，但总体是震荡下行。

图 3 2019 年中国钢材价格指数有所下滑，预计 2020 年钢价仍将继续小幅下降



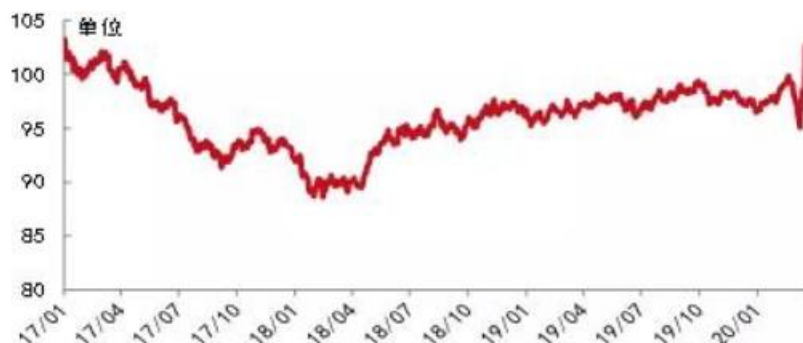
资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年中美贸易摩擦升级、美元指数持续增长，对企业盈利或将有一定影响

美国作为中国汽车零部件最大的出口目的国，双方贸易摩擦对中国汽车零部件出口美国市场的企业产生较大影响。2018 年以来，中美贸易摩擦不断升级，汽车及汽车零部件产品多次出现在美方加征关税列表中，2020 年 1 月 15 日，双方终于达成第一阶段协议，美国对中国整车及零部件产品加征 25% 关税，公司产品在征税名单中。汽车零部件方面，中国在中美贸易中处于顺差状态，双边贸易以中国对美出口为主。中证鹏元观察到，2019 年中国汽车关键件和零附件出口金额为 517.87 亿美元，其中对美国的出口额为 134.21 亿美元，远高于其他国家，在对外出口总额中占比 25.9%，同时通过墨西哥和加拿大中转，然后再运往美国的零部件也计算在内，该金额及比率将会更高。受中美贸易战影响，2019 年中国汽车零部件对美国的出口额同比下降 19.5%，降幅亦居全球首位。综合来看，全球汽车消费数据下滑、中美贸易摩擦已对中国汽车零部件企业产生较大影响，但负面信用影响因素目前并无缓解迹象。

后续如果美国对中国汽车零部件增加关税，将对公司产品出口产生重大不利影响。目前多边国际贸易关系敏感复杂，大宗商品价格、外汇结算、税收政策、市场消费等方面亦存在诸多不确定因素。自 2018 年 4 月起，美元指数走势一路走高，对出口企业构成较大影响。

图 4 美元指数走势图



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事减震器的生产和销售，2018年10月新增发动机密封件的生产和销售。2018年芜湖荣基11-12月主营业务收入计入公司主营业务收入，2019年其全年主营业务收入计入公司主营业务收入，致使公司发动机密封件营业收入同比增加445.09%。2019年汽车悬架系统减震器营业收入同比下降16.45%。上述因素导致2019年公司主营业务收入同比增加2.48%。2019年美元兑人民币汇率上升，叠加主要原材料价格下降，致使汽车悬架系统减震器毛利率同比增加4.80个百分点。且毛利率较高的发动机密封件收入占比大幅增加，公司2019年主营业务毛利率同比增加7.62个百分点。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
汽车悬架系统减震器	85,629.15	27.59%	102,494.46	22.79%
发动机密封件	23,293.87	44.54%	4,273.37	43.63%
其他汽车零部件	1,727.38	29.56%	1,203.72	18.87%
合计	110,650.41	31.19%	107,971.55	23.57%

注：2018年芜湖荣基和芜湖安博仅合并11-12月主营业务收入

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司悬架系统减震器产品种类丰富，产能利用率较高；需关注未来公司的扩张产能的利用率情况

公司生产悬架系统减震器，主要为中高端汽车售后市场及整车配套企业提供产品。公司拥有9个系列超过10,000种型号的汽车减震器产品，公司产品可适配于全球售后市场的

大多数汽车品牌及车型，具备了多品种、多系列产品的规模化供应能力，是国内少数能够满足“一站式”采购需求的厂商，2019年公司汽车减震器产品种类无较大变动。公司汽车减震器生产业务主要由公司本部及全资子公司宁波鸿裕工业有限公司（以下简称“宁波鸿裕”）负责。公司目前的生产基地仍为台州玉环、宁波北仑和芜湖，2019年设计产能未发生变化。但受2019年产量下降影响，当年产能利用率有所均有所下降。2019年芜湖荣基和芜湖安博产能全部统计，致使当年设计产能大幅增加，当年产能利用率略有下降。

表3 公司主要生产基地产能

工厂名称	设计产能	2019年产量	产能利用率	主要产品
玉环正裕工厂（万支）	600.00	505.95	84.33%	悬架系统减震器
宁波鸿裕工厂（万支）	700.00	547.89	78.27%	悬架系统减震器
芜湖荣基工厂（万套）	2,100.00	1,678.99	79.95%	发动机密封件
芜湖安博工厂（万套）	4,600.00	3,297.28	71.68%	橡胶减震产品、减震器配件、密封件配件等

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

公司客户有小批量、多批次的采购特点以及客户订单普遍具有的产品型号繁杂、不同客户之间的订单以及同一客户不同批次订单之间差异性较大的个性化特征。公司和客户签订框架销售协议后，进行产品研发，样品获得客户认可后进行标准化生产。公司主要减震器品种的生产流程包括部件制作、零件组装、喷漆包装三个主要工序，M系列产品在喷漆包装工序后，还将增加一个总成组装工序以将公司减震器成品与外购的减震弹簧、上支撑盘等组装为成品。

公司采取“订单式”生产模式。公司根据客户的框架销售协议、实际订单等组织生产。根据每季度的订单情况，公司将制订季度生产计划，并于每月月底召开生产工作会议制订下一月详细的生产执行计划。

公司依据订单组织生产，2019年各产品产销率均较好。受订单量减少导致的汽车悬架系统减震器销量下降影响，2019年其产量也有所下降，产能利用率略低。公司2020年6月及2022年1月计划分别投产650万支减震器项目和500万件悬置减震器项目，未来需关注该部分新增产能利用率情况。2019年子公司发动机密封件产能全部并入公司，致使其产能大幅增加，当年产能利用率略有下降。公司2019年末在建项目主要为首次公开发行股票的募投项目和本期债券募投项目，募集资金均已到位，未来资金压力较低。

表4 2018-2019年公司主要产品产能、产量情况

产品	项目	2019年	2018年
汽车悬架系统减震器	产能（万支）	1,300.00	1,300.00
	产量（万支）	1,053.84	1,280.55

	产能利用率	81.06%	98.50%
	销量（万支）	1,040.17	1,275.03
	库存量（万支）	147.99	134.31
	产销率	98.70%	99.57%
发动机密封件	产能（万套）	4,500.00	750.00
	产量（万套）	3,600.03	697.28
	产能利用率	80.00%	92.97%
	销量（万套）	3,680.63	645.05
	其中：内部销售（万套）	1,670.25	299.22
	对外销售（万套）	2,010.38	345.83
	库存量（万套）	986.09	1,048.94
	产销率	102.24%	92.51%

注：发动机密封件2018年各项数据仅为芜湖荣基与芜湖安博2018年11-12月数据
公司产量、销量与库存量数据匹配差异为其他出入库，如领用样品试验、寄送客户检验等
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 截至2019年末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	设计总产能	负责公司
年产 650 万支汽车减震器项目	22,021.64	10,804.49	650 万支	正裕工业
汽车悬置减震产品生产项目	28,088.00	10,314.74	500 万件	芜湖安博
合计	50,109.64	21,119.23		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品仍以出口为主，主要客户资质较好，未来订单有一定保障；但公司汇率波动和贸易政策变动对公司影响较大

2019年，公司减震器产品销量有所下降，主要产品仍为D系列-托盘支架式减震器、M系列-悬架支柱总成、A系列-筒式减震器和C系列-托盘式减震器，但产品销售构成略有变动。主要用于小轿车的前震和高档小轿车的前后震，因产品结构复杂，工艺要求较高，产品附加价值较高的D产品仍是公司的主导产品，但销量有所下滑。主要用于小面包车、货车等的前后震以及拖车等大车的前后震，产品结构相对D系列较简单，附加值较低，销售单价相对较低的A产品销量有所增加，成为公司的第二大产品。M系列是在D系列的基础上增加了支撑盘总成、轴承、弹簧、上弹簧盘、橡胶片等众多部件组装而成，销售单价较高，2019年受客户变动影响，销量大幅下降。

表6 2018-2019年公司主要产品销售情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例
D系列-托盘支架式减震器	37,496.66	33.89%	45,701.23	42.33%
M系列-悬架支柱总成	15,178.22	13.72%	22,836.47	21.15%
A系列-筒式减震器	18,009.67	16.28%	16,509.98	15.29%

C系列-托盘式减震器	11,405.48	10.31%	13,799.99	12.78%
B系列-支芯式减震器	1,326.25	1.20%	1,756.37	1.63%
其他	3,940.25	3.56%	3,094.14	2.87%
发动机密封件	23,293.87	21.05%	4,273.37	3.96%
合计	110,650.41	100.00%	107,971.55	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品主要出口销售，以美元、欧元等货币计价，客户主要为全球知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购商，如加百利、天纳克、AC德科、天合等，客户资质较好。客户与公司签订框架购买协议，客户根据自身需求每月向公司下一次或多次订单，每月订单金额差异较大。在外销市场，客户在获得提单的60-90天内支付货款，一般通过T/T、LC信用证等方式结算，对于新客户，公司会要求其提供20%左右的预付款；在内销市场，公司根据客户资质情况，给予客户0-90天的货款支付期限。2019年公司的销售政策未发生较大变动。

2019年公司悬架系统减震器销售收入85,629.15万元，同比下降16.45%，主要受客户变动影响。公司减震器产品主要以美元等外币计价，2019年全年人民币兑美元汇率贬值4.1%，致使公司产品价格均有所上升。公司产品采用成本加成模式，但公司与客户签订销售合同多为一年以上，产品价格合同周期内较难调整。2019年产品原材料价格下降，叠加美元兑人民币汇率上升，致使当年悬架系统减震器毛利率为27.59%，同比增加4.80个百分点。汇率波动及主要原材料价格对公司产品毛利率存在较大影响。

表7 2018-2019年公司主要产品平均价格变化（单位：元/支）

项目	2019年	2018年
A系列-筒式减震器	59.51	53.15
B系列-支芯式减震器	50.60	47.14
C系列-托盘式减震器	61.02	58.35
D系列-托盘支架式减震器	88.06	82.54
M系列-悬架支柱总成	240.01	219.04
悬挂减震器均价	82.32	80.39
发动机密封件（元/套）	11.59	12.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自成立以来主要发展汽车零部件售后市场，主要通过ODM方式直接销售。2019年，汽车悬架系统减震器在整车配套市场销量进一步下降。目前，公司产品仍主要供应海外汽车售后市场。未来，公司计划扩展国内汽车零部件售后市场，在建产品产能有望更好释放。

表8 公司产品销售按市场分类的情况（单位：万支、万套）

项目	整车配套市场销量		售后服务市场销量	
	2019年	2018年	2019年	2018年
汽车悬架系统减震器	5.37	17.19	1,034.81	1,257.84
发动机密封件	156.76	9.78	1,853.62	336.05
橡胶减震产品			3.62	

资料来源：2019年年报，中证鹏元整理

2019年，公司产品直接外销比例为83.94%，比例与上年持平。公司产品仍主要外销美洲、欧洲、亚洲、大洋洲和非洲。其中美洲和欧洲仍为公司的主要外销区域，直销美国市场的比例为26.98%。

公司营业收入中外销占比较高，其中美国是主要外销市场。2018年以来，中美贸易摩擦不断升级，2020年1月15日，双方终于达成第一阶段协议，美国对中国整车及零部件产品加征25%关税，公司产品在征税名单中。如果中国与美国等国家的贸易摩擦进一步升级，将可能导致公司外销业务交易量下降、毛利率下滑等潜在的经营风险。且公司产品享受国家出口退税政策，需关注未来国家出口退税政策的变化。此外，亦需关注汇率波动对公司的影响。

表9 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	比例	金额	比例
美洲	53,943.44	48.75%	55,276.35	51.20%
欧洲	28,368.92	25.64%	28,887.71	26.75%
亚洲（除中国）	4,892.19	4.42%	4,029.68	3.73%
大洋洲	3,382.97	3.06%	2,813.78	2.61%
非洲	2,297.96	2.08%	1,664.27	1.54%
中国	17,764.93	16.06%	15,299.76	14.17%
合计	110,650.41	100.00%	107,971.55	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司前五大客户销售总额和占营业收入的比重均较上年有所下降，但客户集中程度仍较高；其中仍存在单一客户占比20%左右情形，有一定风险。2020年3月末，公司尚有汽车悬架系统减震器在手订单232.85万支，发动机密封件在手顶层749.22万套。2019年公司前五大客户较上年有一定变动，加百利未进入公司前五大客户，但公司主要客户仍为全球知名汽车零部件生产商和采购商，资质较好，能为公司提供较为稳定的订单。

表10 2018-2019年公司前五大客户情况（单位：万元）

前五名客户	2019年	
	金额	占营业收入的比例

天纳克 (TENNECO)	21,204.13	19.12%
墨西哥高维 (GOVI)	6,716.28	6.06%
采埃孚 (ZF)	6,342.51	5.72%
美国 AutoZone	5,346.97	4.82%
美国 DRiV	3,695.26	3.33%
合计	43,305.15	39.05%
前五名客户	2018年	
	金额	占营业收入的比例
天纳克 (TENNECO)	20,573.18	19.00%
加百利 (GABRIEL)	12,882.00	11.90%
采埃孚 (ZF)	8,440.80	7.80%
墨西哥高维 (GOVI)	6,483.56	5.99%
温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司	2,836.87	2.62%
合计	51,216.41	47.31%

注：公司对受同一实际控制人控制的销售客户销售额进行了合并计算。

资料来源：公司提供

2019年上游原材料价格均有所下降，公司营业成本同比下降；公司供应商较为分散，原材料不存在短缺风险

2019年，原材料仍为汽车零部件成本中的主要构成，但受当年原材料价格下降影响，比重略有下降。原材料价格的下降也致使公司汽车零部件成本同比下降7.79个百分点。

表11 公司汽车零部件成本构成及占比情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	比重	金额	比重
原材料	56,431.35	73.99%	66,550.09	80.46%
人工成本	12,258.76	16.07%	10,793.75	13.05%
制造费用	7,583.67	9.94%	5,370.03	6.49%
合计	76,273.78	100.00%	82,713.87	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司悬架系统减震器和发动机密封件结构较为复杂，因此所需原材料种类较为繁杂。其中悬架系统减震器主要原材料包括钢制品（包括连杆、钢管及钢板类等）、包装物、橡胶等；发动机密封件主要原材料包括不锈钢、铁、冷轧板、铝板等金属材料和橡胶、无石棉、石棉等。公司原材料主要从国内市场采购，大部分来自江浙地区内各生产厂商。2019年受原材料价格下降影响，各原材料的采购金额均有不同程度的下降，但其比重较上年变动不大。公司总成类原材料主要向芜湖安博采购，2018年底芜湖安博并入公司，致使2019年总成类原材料采购金额大幅下降。

表12 公司主要原材料耗用额和占比情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占主营业务成本比重	金额	占主营业务成本比重
连杆	8,095.05	10.63%	10,341.95	12.53%
钢管及钢板类	8,555.77	11.24%	9,064.19	10.98%
包装	7,087.79	9.31%	7,909.43	9.58%
弹簧及弹簧盘	5,065.63	6.65%	7,627.17	9.24%
橡胶	5,587.28	7.34%	7,273.87	8.81%
支架类	3,044.47	4.00%	4,046.72	4.90%
总成类	73.89	0.10%	2,801.76	3.40%
粉末冶金	2,510.44	3.30%	2,797.56	3.39%
减震器油	2,247.52	2.95%	2,564.44	3.11%
其他	14,065.29	18.47%	11,968.65	14.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料中除包装物、橡胶、减震油、油封等少数材料外，其他均属于钢制品。公司在橡胶、油封、总成类等原材料上有一定的议价能力。而钢材为充分竞争市场，价格由市场决定。2019年钢材价格有所下滑，致使公司钢制品原材料采购价格均有所下降。公司包装、弹簧、支架和总成等原材料价格均有所下降。其中总成类原材料主要采购部分已抵消，剩余部分单价较低。公司主营业务成本有所下降。

表13 2018-2019年公司主要原材料采购价格

项目	2019年	2018年
连杆（元/支）	7.47	7.83
钢管及钢板类（元/公斤）	5.85	6.11
包装（元/个）	1.15	1.79
弹簧及弹簧盘（元/只）	2.50	2.72
橡胶（元/个）	2.27	1.84
支架类（元/只）	2.35	2.44
总成类（元/只）	0.31	6.26
粉末冶金（元/支）	0.57	0.93
减震器油（元/公斤）	9.58	9.67

资料来源：公司提供

公司总部和子公司的采购业务由采购部统一负责。在原材料采购中，对于新材料，公司向供应商提供设计图纸。供应商根据自身能力向公司报价。公司根据材料市场价格及供应商生产过程中的耗损，加上一定的加工利润确定采购价格。结合供应商的报价、生产能力、质量、供货能力等确定供应商。对于已有材料，公司根据历史采购价格并结合市场当前价格向供应商报价，双方洽谈后签订采购协议。

公司与长期合作供应商签订年度采购框架协议，采购部门根据订单生产计划提前3-4周向供应商下单采购。公司一般按月向供应商下单。公司给供应商的货款结算方式一般按货到检验合格后1-3个月付款，采用现金和银行承兑汇票结合的方式付款。2019年公司结算方式未发生变动。2018年9月芜湖安博被公司收购后，不再列示为公司的供应商。2019年公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重为18.74%，比重较上年有所下降，公司供应商仍较为分散，原材料供应及时，不存在短缺风险。

表14 2018-2019年公司供应商情况（单位：万元）

前五名供应商	采购原材料品种	2019年	
		采购金额	占采购总额的比例
宁波市鄞州石伟汽配有限公司	活塞杆	2,686.54	4.50%
上海海联润滑材料科技有限公司	减震器油	2,153.78	3.60%
江苏宏亿钢管有限公司	钢管	2,140.63	3.58%
宁波金恒汽车零部件有限公司	导向器等	2,114.53	3.54%
玉环广宸机械有限公司	连接支架等	2,104.00	3.52%
合计		11,199.50	18.74%
前五名供应商	采购原材料品种	2018年	
		采购金额	占采购总额的比例
芜湖安博帝特工业有限公司	上支撑盘总成、缓冲块	5,650.25	8.29%
宁波市鄞州石伟汽配有限公司	活塞杆、吊环、油封座等	4,250.65	6.24%
宁波金恒汽车零部件有限公司	导向器等	2,977.27	4.37%
江苏立万精密制管有限公司	钢管	2,911.13	4.27%
玉环广宸机械有限公司	连接支架等	2,772.60	4.07%
合计		18,561.90	27.25%

注：2018年芜湖安博采购金额为2018年1-10月份采购金额
对受同一实际控制人控制的供应商采购额进行了合并计算。

资料来源：公司提供

2019年公司对并购的芜湖安博计提商誉减值准备，需关注其后续经营情况

公司2018年9月分别收购芜湖荣基和芜湖安博51%股权。2019年芜湖荣基和芜湖安博分别获得营业收入23,178.57万元和8,728.76万元，同比均有所下降。公司分别对两家公司进行商誉减值测试，其中芜湖荣基2019年不需计提商誉减值准备，芜湖安博2019年计提商誉减值准备2,364.47万元。公司并购企业经营情况一般，加上下游汽车整车销售面临下行压力的外部环境，需持续关注其后续经营情况，公司存在一定商誉减值的风险。

表15 公司并购企业财务情况（单位：万元）

项目	芜湖荣基		芜湖安博	
	2019年	2018年	2019年	2018年

资产	31,538.98	26,223.49	28,553.02	16,967.90
营业收入	23,178.57	24,978.16	8,728.76	9,645.42
净利润	5,730.48	5,855.43	3,251.01	745.61

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

五、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2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年，公司合并范围新增1家子公司，详情见表1。

资产结构与质量

公司资产规模略有波动，需关注应收账款的回收风险、存货的跌价风险和商誉的减值风险

2019年公司资产规模小幅下降，2020年公司本期债券募集资金到账，致使公司资产规模有所提升，受公司不断增加对厂房和设备的投资影响，公司资产中非流动资产占比逐渐提升，2019年末为53.56%。

公司货币资金主要为银行存款和银行承兑汇票保证金，2019年末余额为13,665.58万元，同比减少39.45%，主要系公司购建厂房等资产所致。其中5,369.53万元保证金流动性受到限制。2020年3月末，交易性金融资产账面价值5,000.00万元，系本期债券募集资金到账后公司使用闲置的资金购买的短期理财产品。应收账款主要为应收客户货款，公司根据客户信用情况给予客户0-90天的货款支付期限。2019年应收账款账面价值26,902.69万元，同比下降17.39%，其中6,517.50万元应收账款因贴现而终止确认，损失253.78万元。截至2019年末，公司应收账款计提坏账损失2,988.84万元，其中众泰系公司经营状况不佳，公司已对其提起诉讼。对众泰系公司的应收账款账面余额1,142.53万元，计提坏账准备892.53万元。公司期末应收账款占前五名的账款合计12,456.94万元，占应收账款期末余额的41.67%，应收账款集中度较高。从账龄来看，1年以内的应收账款余额占应收账款期末余额的90.55%，账期较短。总体来看，公司应收账款占总资产比重较大，对公司运营资金造成一定占用，下游客户的运营情况对公司影响较大，存在一定的回收风险。需关注，公司与众泰系公司之间的诉讼进展。

公司存货主要为原材料与库存商品，期末留存的库存商品主要为已生产待向客户交货

产品及销售备货。2019年公司计划开拓新的销售模式，增加库存商品的备货，致使存货规模大幅增加。2019年末公司存货计提跌价准备1,798.16万元，需关注存货减值情况。其他流动资产主要系公司用闲置的本期债券募集资金购买的理财产品，2020年3月末账面价值10,885.70万元。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19,699.30	11.51%	13,665.58	8.79%	22,570.37	14.14%
交易性金融资产	5,000.00	2.92%	-	-	144.05	0.09%
应收账款	19,933.25	11.64%	26,902.69	17.31%	32,565.34	20.40%
存货	29,654.88	17.32%	28,470.63	18.32%	23,212.57	14.54%
其他流动资产	10,885.70	6.36%	790.95	0.51%	628.35	0.39%
流动资产合计	86,466.35	50.50%	72,178.57	46.44%	81,553.61	51.09%
固定资产	48,805.02	28.50%	49,882.91	32.10%	40,404.45	25.31%
在建工程	3,693.51	2.16%	3,405.31	2.19%	5,268.11	3.30%
无形资产	8,477.31	4.95%	8,564.66	5.51%	8,610.69	5.39%
商誉	20,126.18	11.75%	20,126.18	12.95%	22,490.65	14.09%
非流动资产合计	84,750.40	49.50%	83,243.65	53.56%	78,088.49	48.91%
资产总计	171,216.75	100.00%	155,422.22	100.00%	159,642.10	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及2020年一季度未经审计财报，中证鹏元整理

公司固定资产主要为生产所需的厂房和设备，2019年同比增加23.46%，主要系芜湖安博的在建厂房转入。固定资产账面价值的31.72%已用于借款抵押和银行汇票担保，流动性受到一定限制。在建工程主要为首次公开发行股票的募投项目和设备安装工程，2019年同比下降35.36%，主要系转入固定资产。公司无形资产主要为土地使用权，其中账面价值的64.62%已用于抵押，流动性受到一定限制。公司商誉主要系收购芜湖荣基与芜湖安博所形成，2019年经过减值测试，芜湖安博计提2,364.47万元减值准备。公司商誉规模较大，未来宏观经济和汽车行业整体环境的变化、公司自身的经营决策等因素都可能对盈利带来不确定性，需关注商誉的减值风险。

受商誉减值等因素影响，2019年公司资产规模小幅下降，公司应收账款集中程度较高，需关注其回收风险；存货规模较大，需关注跌价风险；同时需关注商誉的减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期不断延长，面临一定的运营压力；资产运营效率有所下降

2019年,受上年基数较大影响,公司应收账款周转天数和应付账款周转天数同步增加,公司应收账款和应付账款账期配比较好。2019年公司增加库存商品备货,致使存货周转天数大幅增长,公司净营业周期增加。随公司净营业周期的不断延长,公司面临一定的运营压力。

2019年公司对厂房设备持续投入,固定资产规模不断增加且产能尚未释放,固定资产投资速度快于销售收入,致使固定资产周转天数大幅增加。受上述因素影响,公司总资产周转天数上升至511.44天,资产运营效率有所下降。

表17 公司资产运营效率指标 (单位: 天)

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	96.53	86.22
存货周转天数	121.95	79.06
应付账款周转天数	99.85	87.27
净营业周期	118.63	78.01
流动资产周转天数	249.55	263.95
固定资产周转天数	146.56	93.56
总资产周转天数	511.44	440.30

资料来源:公司2018-2019年审计报告,中证鹏元整理

盈利能力

受发动机密封件全年营收计入公司影响,2019年公司营业收入小幅上升;但2020年第一季度,受COVID-19疫情影响公司营业收入同比有所下降;公司期间费用、资产减值损失和信用减值损失规模较大,公司营业利润略有下降

公司营业收入主要来自悬挂系统减震器和发动机密封件。2019年公司客户有所变动,致使悬挂减震器收入有所下降;但受发动机密封件全年营收计入公司影响,公司营业收入同比小幅上升。2020年1-3月,受COVID-19疫情影响,公司营业收入18,671.97万元,同比下降34.19%。2019年美元兑人民币汇率上升叠加原材料价格下降,致使悬挂系统减震器毛利率同比增加4.80个百分点。同时,毛利率较高的发动机密封件收入占比大幅提升,致使公司综合毛利率大幅增加。

公司期间费用率较高,2019年期间费用率进一步提升。其中受公司布局海外市场影响,销售收入中出口代理及运费和市场推广费大幅增加。公司并购芜湖荣基和芜湖安博,致使公司员工大幅增加,职工薪酬随之增加。折旧、摊销及办公费用也随公司合并范围增加而增加。2019年公司利息支出大幅增加,且美元兑人民币汇率上升,致使公司汇兑损益有所下降,财务费用大幅增加。2019年,公司计提商誉减值损失和存货跌价损失3,212.13万元;

同时计提坏账损失714.23万元。资产减值损失和信用减值损失大幅侵蚀了公司的营业利润。2019年，受美元兑人民币汇率上升影响，公司产生汇兑损益-354.71万元。汇率波动对公司营业利润产生一定影响。2019年公司营业利润为12,166.98万元，同比下降1.09%。

2019年公司营业收入增加，但期间费用、资产减值损失和信用减值损失规模较大，致使公司营业利润略有下降。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	18,671.97	110,886.81	108,267.43
营业利润	1,242.31	12,166.98	12,301.41
汇兑损益	-270.78	-354.71	-1,239.00
利润总额	1,210.21	12,174.02	12,239.14
净利润	1,071.06	10,272.37	10,694.47
综合毛利率	29.69%	31.20%	23.60%
期间费用率	19.56%	16.33%	12.09%
营业利润率	6.65%	10.97%	11.36%
总资产回报率	-	8.29%	9.44%
净资产收益率	-	11.03%	13.31%
营业收入增长率		2.42%	28.41%
净利润增长率		-3.95%	48.53%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计财报，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力尚可，基本满足公司的投资需求

公司收现情况尚好，2019年收现比较上年略有增加。2019年，公司存货增加较多，对公司资金形成一定占用。2019年公司合并芜湖荣基和芜湖安博，规模扩大，经营活动产生的现金流量净额同比扩大。

2019年，公司在厂房、设备部分投资较多，致使投资活动产生的现金流量净额呈持续净流出。公司近期对外投资较多，但项目资金多数已到位，资金压力较低。2019年，公司偿付较多借款，筹资活动产生的现金流量净额转为净流出，筹资活动现金流规模较小。

公司收现比尚可，经营活动生成现金流能力尚可，且公司在建项目分别属于首次公开发行股票和本期债券募投项目，建设资金大部分均已到位，未来资金压力较低。经营活动产生的现金流基本满足公司的投资需求。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	10,272.37	10,694.47
营运资本变化	-7,903.45	-3,468.27
其中：存货减少（减：增加）	-7,139.67	135.95
经营性应收项目的减少（减：增加）	11,174.54	-14,079.80
经营性应付项目的增加（减：减少）	-11,938.32	10,475.58
经营活动产生的现金流量净额	13,077.41	9,317.02
投资活动产生的现金流量净额	-17,232.74	-16,672.04
筹资活动产生的现金流量净额	-2,456.73	1,236.70
现金及现金等价物净增加额	-6,314.64	-6,029.56
收现比	0.97	0.86

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司成功发行可转债，负债结构得到优化；公司有息债务规模增加，面临一定的偿债压力

受未分配利润持续增加影响，公司所有者权益持续增加。2019年公司应付货款大幅下降，致使负债总额同比大幅下降。2020年第一季度公司成功发行本期债券，负债总额大幅增加。受上述因素影响，2019年公司产权比率较上年有所下降，2020年3月末产权比率回升。所有者权益对负债的保障程度仍较好。

表20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	71,313.02	58,730.58	70,019.69
所有者权益	99,903.73	96,691.65	89,622.41
产权比率	71.38%	60.74%	78.13%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计财报，中证鹏元整理

2019年公司负债仍以流动负债为主，2020年3月末，受公司成功发行可转债影响，公司负债中非流动负债占比大幅增加。公司近年短期借款规模较大，2019年末为12,266.38万元，主要为抵押借款和保证借款。应付票据主要为银行承兑汇票，应付账款主要为原材料采购款，受2019年原材料价格下降及公司产品销量下降影响，公司应付票据和应付账款同比均有所下降。公司应付职工薪酬小幅增加。其他应付款主要包括应付暂借款、运费、报销款和股权转让款。股权转让款主要为收购林忠琴等持有的芜湖荣基和芜湖安博股权所应支付的款项，2019年支付尾款，致使当年其他应付款同比大幅下降。应付暂借款主要系

芜湖安博向林忠琴借入款项，利息按4.35%结算，2020年1月已偿还。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,010.95	12.64%	12,266.37	20.89%	12,845.00	18.34%
应付票据	12,784.30	17.93%	12,651.60	21.54%	17,138.50	24.48%
应付账款	11,391.66	15.97%	18,539.95	31.57%	23,776.87	33.96%
应付职工薪酬	2,834.11	3.97%	3,532.99	6.02%	3,388.91	4.84%
其他应付款	613.11	0.86%	4,793.16	8.16%	9,025.35	12.89%
流动负债合计	39,373.48	55.21%	53,464.39	91.03%	68,049.53	97.19%
长期借款	3,003.64	4.21%	3,004.44	5.12%	-	-
应付债券	26,728.55	37.48%	-	-	-	-
非流动负债合计	31,939.55	44.79%	5,266.19	8.97%	1,970.17	2.81%
负债合计	71,313.02	100.00%	58,730.58	100.00%	70,019.69	100.00%
其中：有息债务	51,789.82	72.62%	32,303.42	55.00%	35,065.91	50.08%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计财报，中证鹏元整理

长期借款主要为公司的质押借款，规模较小。2019年12月31日，公司发行本期债券，实际募集资金28,558.96万元，2020年3月末之前已到账，部分款项计入其他权益工具。本期债券的发行优化了公司的负债结构，有效降低了公司的融资成本。

截至2019年末有息债务总额为32,303.42万元，占负债总额的55.00%，其中短期债务29,005.87万元，占有息债务的89.79%；截至2020年3月末总额为51,789.82万元，占负债总额的72.62%，其中短期债务21,842.71万元，占有息债务总额的42.18%，面临一定的短期偿债压力。

2019年公司资产负债率略有下降，2020年3月，受本期债券成功发行影响，公司资产负债率有所回弹。公司流动比率和速动比率略有变动。受折旧费用和利息支出大幅增加影响，公司EBITDA同比增加，EBITDA利息保障倍数大幅下降。盈利对利息的保障能力变差，但仍处于良好水平。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	41.65%	37.79%	43.86%
流动比率	2.20	1.35	1.20
速动比率	1.44	0.82	0.86
EBITDA（万元）	-	19,137.36	15,224.56
EBITDA 利息保障倍数	-	21.45	59.56
有息债务/EBITDA	-	1.69	2.30

债务总额/EBITDA	-	3.07	4.60
经营性净现金流/流动负债	-	0.24	0.14
经营性净现金流/负债总额	-	0.22	0.13

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计财报，中证鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

控股股东以其持有的股份为本期债券提供质押担保，为本期债券的安全性提供了一定保障

本期债券采用股份质押担保方式，出质人正裕投资将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。

根据《股份质押合同》本次股票质押担保的主债权（以下简称“主债权”）为债务人本次发行的可转换公司债券之金额。本次股票质押担保之质押财产为出质人持有的等值于股份质押合同项下主债权的130%的正裕工业人民币普通股股份。在办理初始股份质押手续时，质押财产的价值按照质押登记的前一交易日正裕工业股票的收盘价计算。本次股票质押担保之担保期限为自股份质押合同下的登记之日起至债务人 履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

股份质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，质权人有权要求出质人在30日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期可转换公司债券尚未偿还之本息总额的比例高于130%，追加的资产限于正裕工业人民币普通股，追加股份的单位价值为连续30个交易日内正裕工业股票收盘价的均价。

股份质押合同签订后及主债权有效存续期间，若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（按办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额130%。

根据公司于2020年2月25日公示，公司控股股东正裕投资自2020年2月21日起将其持有的26,624,294股公司股票用于为本期债券提供担保，质押手续已办理完成。本期债券于2019年12月31日发行，截至目前质押资产尚未发生上述须追加担保物情形，股权质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月7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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司全资子公司宁波鸿裕起诉众泰新能源汽车有限公司永康分公司、众泰新能源汽车有限公司、永康众泰汽车有限公司、众泰新能源汽车有限公司长沙分公司、浙江众泰汽车制造有限公司买卖合同纠纷案。截至2020年4月，浙江众泰汽车制造有限公司已执行了部分诉讼判决，已支付货款177万元。众泰新能源汽车有限公司永康分公司已执行了部分诉讼判决，已支付货款250万元。需关注后续的诉讼情况及众泰系公司的货款支付情况。

八、评级结论

公司下游客户主要为知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购商，资质较好。公司与较多客户长期合作，关系较为稳定，未来订单有一定保障。2019年公司综合毛利率大幅增长，营业收入略有增加。2018年9月，公司并购芜湖荣基、芜湖安博获得发动机密封件业务，2019年该业务获得营业收入23,293.87万元，致使公司营业收入同比增加2.42%。股份质押担保为本期债券的安全性提供了一定保障。

同时我们也关注到，2020年初 COVID-19疫情全球蔓延，对依赖体验式业态为主的汽车消费形成抑制，进一步加剧汽车零部件出口企业压力。公司进行产能扩张，需关注未来的扩张产能的利用率情况。公司产品主要用于出口，2019年，公司产品直接外销比例为83.94%，直接销售美国市场的比例为26.98%，2020年1月15日美国对中国整车及零部件产品加征25%关税，汇率波动和中美贸易摩擦等外销国贸易政策的变动对公司销售和盈利影响较大。公司对众泰系公司的应收账款账面余额1,142.53万元，因众泰系公司经营情况不佳，较难收回货款，公司已对众泰系公司提起诉讼，公司面临一定的坏账损失风险。2019年芜湖安博计提2,364.47万元减值准备，需关注其后续经营情况。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为A+，维持公司主体长期信用等级为A+，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	19,699.30	13,665.58	22,570.37	25,430.48
应收账款	19,933.25	26,902.69	32,565.34	19,296.01
存货	29,654.88	28,470.63	23,212.57	13,116.85
流动资产合计	86,466.35	72,178.57	81,553.61	77,206.42
固定资产	48,805.02	49,882.91	40,404.45	15,870.81
在建工程	3,693.51	3,405.31	5,268.11	4,875.57
无形资产	8,477.31	8,564.66	8,610.69	6,098.25
商誉	20,126.18	20,126.18	22,490.65	-
非流动资产合计	84,750.40	83,243.65	78,088.49	27,988.48
资产总计	171,216.75	155,422.22	159,642.10	105,194.90
短期借款	9,010.95	12,266.37	12,845.00	-
应付票据	12,784.30	12,651.60	17,138.50	12,510.10
应付账款	11,391.66	18,539.95	23,776.87	16,327.36
其他应付款	613.11	4,793.16	9,025.35	916.95
流动负债合计	39,373.48	53,464.39	68,049.53	33,117.02
长期借款	3,003.64	3,004.44	-	-
应付债券	26,728.55	-	-	-
非流动负债合计	31,939.55	5,266.19	1,970.17	1,007.84
总负债	71,313.02	58,730.58	70,019.69	34,124.86
有息债务	51,789.82	32,303.42	35,065.91	12,510.10
所有者权益合计	99,903.73	96,691.65	89,622.41	71,070.04
营业收入	18,671.97	110,886.81	108,267.43	84,312.94
营业利润	1,242.31	12,166.98	12,301.41	7,973.95
净利润	1,071.06	10,272.37	10,694.47	7,200.42
经营活动产生的现金流量净额	3,510.16	13,077.41	9,317.02	10,189.59
投资活动产生的现金流量净额	-18,632.17	-17,232.74	-16,672.04	-25,126.93
筹资活动产生的现金流量净额	21,116.56	-2,456.73	1,236.70	23,046.13
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	96.53	86.22	85.54
存货周转天数	-	121.95	79.06	63.89
应付账款周转天数	-	99.85	87.27	87.75
净营业周期	-	118.63	78.01	61.68
流动资产周转天数	-	249.55	263.95	267.17
固定资产周转天数	-	146.56	93.56	65.16
总资产周转天数	-	511.44	440.30	375.80

综合毛利率	29.69%	31.20%	23.60%	25.42%
期间费用率	19.56%	16.33%	12.09%	15.17%
营业利润率	6.65%	10.97%	11.36%	9.46%
总资产回报率	-	8.29%	9.44%	9.60%
净资产收益率	-	11.03%	13.31%	12.90%
营业收入增长率	-	2.42%	28.41%	21.86%
净利润增长率	-	-3.95%	48.53%	-18.36%
资产负债率	41.65%	37.79%	43.86%	32.44%
流动比率	2.20	1.35	1.20	2.33
速动比率	1.44	0.82	0.86	1.94
EBITDA（万元）	-	19,137.36	15,224.56	10,475.41
EBITDA 利息保障倍数	-	21.45	59.56	26,559.44
有息债务/EBITDA	-	1.69	2.30	1.19
债务总额/EBITDA	-	3.07	4.60	3.26
经营性净现金流/流动负债	-	0.24	0.14	0.31
经营性净现金流/负债总额	-	0.22	0.13	0.30

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计财报，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他应付款中的有息债务 + 长期借款 + 长期债券 + 长期应付款

附录三 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、债务人主体长期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、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。