



2019年浙江正裕工业股份有限公司可转换 公司债券2022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：

2019年浙江正裕工业股份有限公司可转换公司债券 2022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
正裕转债	A+	A+

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定；维持“正裕转债”的信用等级为 A+。
- 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，外需强劲驱动公司营业收入大幅增长，公司控股股东提供的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，公司资产流动性偏弱，且面临一定的跌价风险，债务率有所提升，经营现金流表现弱化，面临较大的资金支出压力和短期偿债压力，外向型市场特征带来较高的海外经营风险，原材料价格高位波动可能持续挤压公司盈利空间，以及需关注募投项目运营效益及新增产能消化情况等风险因素。

未来展望

- 汽车零部件售后市场需求相对稳定，且公司下游客户资质仍较优，可为公司提供稳定的业务来源，财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年06月09日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：龚程晨
gongchch@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	2022.3	2021年	2020年	2019年
总资产	22.12	22.18	18.04	15.54
归母所有者权益	10.58	10.50	10.23	8.22
总债务	5.98	5.39	2.49	3.23
营业收入	3.59	16.11	11.38	11.09
EBITDA 利息保障倍数	--	17.21	11.74	25.50
净利润	0.09	0.72	1.14	1.03
经营活动现金流净额	0.09	-0.32	0.86	1.31
销售毛利率	22.76%	21.06%	24.29%	31.20%
EBITDA 利润率	--	12.62%	16.64%	20.52%
总资产回报率	--	4.32%	9.45%	8.60%
资产负债率	45.08%	45.49%	34.99%	37.79%
净债务/EBITDA	--	2.20	0.60	0.92
总债务/总资本	32.98%	30.85%	17.55%	25.97%
FFO/净债务	--	32.70%	108.96%	83.87%
速动比率	0.66	0.75	1.15	0.82
现金短期债务比	0.28	0.36	1.55	0.48

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

优势

- **下游客户多为知名厂商，资质较好。**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，且多为长期合作客户。
- **外需强劲驱动公司营业收入大幅增长。**2021年，受益于疫情影响下海外零部件企业产能不足，订单向国内转移的趋势，加之公司产能提升，公司营业收入同比增长41.57%，经营情况向好。
- **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35,942,796股公司股份作为质押资产，仍能为本期债券的安全性提供一定保障。

关注

- **资产流动性偏弱，且面临一定的跌价风险。**公司为保证大客户交付需求增加日常备货，致存货大幅增加，且应收账款规模仍较大，同时公司前期收购子公司形成较大规模商誉，截至2021年末商誉减值准备规模较大，需关注应收账款回款风险、存货跌价风险及商誉减值风险。此外，公司资产受限比例较高。
- **面临较大的资金支出压力和短期偿债压力。**公司经营现金流表现趋弱，且在建生产基地总投资规模较大，同时公司新增较大规模短期借款投入项目建设，流动性指标走弱，资金压力和短期债务压力加大。
- **外向型市场特征带来较高的海外经营风险。**公司产品主要用于出口，2021年直接外销比例超过85%，北美洲仍为公司最大外销市场，中美贸易摩擦、汇率波动以及海外疫情演化仍可能对公司业绩形成扰动。
- **原材料价格高位波动可能持续挤压公司盈利空间。**公司直接材料占营业成本的比重较高，主要原材料钢材价格上涨致使毛利率水平持续降低；2022年钢价中枢有望下行，但考虑到目前仍处于相对高位，公司成本端压力仍较大。
- **需关注募投项目运营效益及新增产能消化情况。**本期债券募投项目为汽车悬置减震产品生产项目，由于疫情影响及部分环节周期延长，募投项目工期延后一年，且目前达产率仍较低；同时公司在建生产基地建成达产后，悬架减震器产能将大幅扩张。需警惕募投项目运营效益不及预期或新增产能无法充分消化的风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	正裕工业	跃岭股份	金固股份	隆基机械
总资产	22.18	13.60	66.12	34.70
营业收入	16.11	9.44	27.28	19.60
净利润	0.72	0.07	0.68	0.29
销售毛利率	21.06%	11.31%	10.71%	9.35%
资产负债率	45.49%	23.53%	42.18%	35.68%

注1：以上各指标均为2021年数据；

注2：可比上市公司分别为浙江跃岭股份有限公司（简称“跃岭股份”）、浙江金固股份有限公司（简称“金固股份”）、山东隆基机械股份有限公司（简称“隆基机械”），上述3家企业与公司主营产品有差异，但均属汽车零部件产品，且主要面向海外售后市场，下游客户、市场竞争环境相似，财务指标具有一定可比性；

资料来源：各上市公司2021年年度报告

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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	2	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	3		FFO/净债务	6
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	3		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	4	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		流动性	调整幅度		-1
独立信用状况					a+
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					A+

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+	2021-6-21	党雨曦、朱磊	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
A+/稳定	A+	2019-5-6	党雨曦、刘师宇	汽车及零部件制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	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
正裕转债	2.90	1.50	2021-6-21	2025-12-31

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12月31日发行6年期2.90亿元公司债券，募集资金拟用于汽车悬置减震产品生产项目¹及补充流动资金。截至2022年3月31日，本期债券募集资金2个专项账户余额合计为156.63万元²。

三、发行主体概况

截至2022年3月末，公司股东仍为正裕投资、郑连松、郑念辉、郑连平等，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，为一致行动人。截至2022年3月末，本期债券累计转股1,369.33万股，尚未转股的可转债余额占正裕转债发行总量的51.69%，转股后公司总股本为22,249.98万股，实收资本为22,249.98万元，但由于尚未完成工商变更手续，截至本报告出具日，注册资本仍为22,249.73万元。公司股东正裕投资、郑连平、郑连松、郑念辉分别持有公司44.27%、7.59%、7.42%和6.89%股份，其中正裕投资持有公司全部股票中的36.49%已质押。公司股权结构见附录二。

跟踪期内，公司经营业务未发生重要变化，仍以汽车悬架系统减震器和发动机密封件为主。跟踪期内，公司高管未发生变化，管理人员的稳定有助于公司经营的持续发展。

合并范围方面，2021年，公司合并范围减少2家子公司，新增1家子公司，截至2022年2月末，公司合并范围内共有6家子公司，详见附录四。其中，2021年公司以人民币5,100万元向绍兴斯科制锁工业有限公司转让公司所持浙江嘉裕工业有限公司（以下简称“嘉裕工业”）100%股权，同时约定绍兴斯科制锁工业有限公司代嘉裕工业向公司偿还960.00万元欠款，确认投资收益3,339.76万元。受疫情影响，公司位于浙江省宁波市北仑区的全资子公司宁波鸿裕工业有限公司于2022年1月4日临时停产，并已于2022年1月17日起正式复工复产，对公司生产经营影响有限。

2022年5月12日，公司通过《关于2021年度利润分配方案的议案》，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1元（含税）。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10.08元/股，修正后价格9.98元/股，转股价格调整实施日期

¹ 根据公司于2022年1月5日发布的《关于可转换公司债券募集资金投资项目延期的公告》，由于疫情影响及项目实施过程中部分环节周期延长，汽车悬置减震产品生产项目的建设进度晚于预期，拟将该项目的建设期限从2022年1月7日延长至2022年12月31日。

² 原为3个募集资金专项账户，其中用于补充流动资金的账户已注销。截至2022年5月13日，使用闲置募集资金临时补充流动资金中尚未归还的金额为3,500.00万元。

为2022年5月30日。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南京优肯汽车科技有限公司	80%	500.00	汽车零部件及配件制造、批发及零售	新设
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
台州嘉裕进出口有限公司	100.00%	500.00	货物进出口、技术进出口	注销
浙江嘉裕工业有限公司	100.00%	5,000.00	生产、销售汽车关键零部件；货物进出口	转让

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，公开信息，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出

24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业经济环境

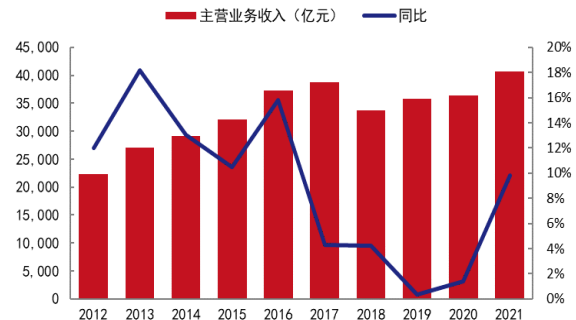
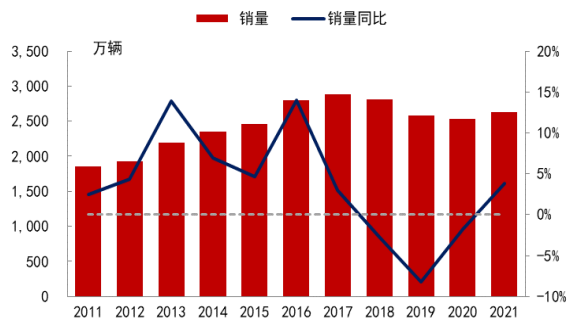
2021 年汽车零部件需求虽然随经济复苏进一步回暖，行业收入增速回升，但中证鹏元对 2022 年汽车行业消费持谨慎乐观态度，疫情对汽车厂商正常生产和供应链顺畅流通仍在短期造成较大冲击

2021 年汽车零部件行业收入增速继续回升，主要系经济复苏推动汽车销量，尤其是新能源汽车销量同比增长较多所致。2021 年中国汽车累计销量 2,627.5 万辆，同比增长 3.8%，扭转了自 2018 年以来连续三年负增长的趋势，其中受新能源汽车爆发式增长影响，与新能源汽车相关的产业链景气度处于较高水平，带动汽车零部件需求量上升。另一方面，钢材、铝锭等原材料成本大幅度上升，部分零部件产品价格上调。受此影响，2021 年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长 9.84%，在 2020 年扭转近五年增速逐年下滑的颓势基础上增速进一步回升，但利润总额同比仅增长 0.32%，增幅远小于主营业务收入增速。

中证鹏元认为，新冠肺炎疫情在国内仍然呈现散发性态势，2022 年 3 月以来的疫情对于以上海和吉林为首的传统汽车制造基地的正常生产造成了较大的扰动，汽车产业链也在短期受到了明显冲击。但考虑到汽车消费承担了促消费稳增长的职能、部分地区增加汽车牌投放指标等消费刺激政策的实施、新能源汽车车型投放力度的加大以及新能源汽车市场接受度和渗透率的大幅提高等因素，中证鹏元对 2022 年汽车消费需求持谨慎乐观的态度。另外，由于在新能源车市场方面我国近年持续处于领先的地位，国内汽车零部件企业在经历了行业出清后开始加速布局海外产能规划建设，国内零部件企业在海外市场的份额则有望进一步增长，在部分零部件领域加速实现全球化进程。

图 1 2021 年我国汽车销量实现近年来首次正增长

图 2 2021 年汽车零部件行业主营业务收入增速回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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，补贴退坡政策市场接受度已较高，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。根据此前财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委于 2021 年 12 月联合发布的《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2021〕466 号），将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，并明确 2022 年新能源汽车购置补贴将彻底退出。考虑到新能源汽车补贴退坡政策市场接受度已较高，补贴金额占车辆消费总额的占比已处于较低水平，市场和消费者被教育水平已逐步提高以及充电桩等配套设施的逐步完善等因素，随着 2022 年新能源车型投放力度加大，智能化程度不断提高，市场多元化需求将得到满足，2022 年新能源汽车销量可期，新能源乘用车渗透率有望进一步提高，新能源汽车零部件需求将快速增长。

中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握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，新能源汽车零部件需求将继续提升。

图 3 2021 年新能源乘用车销量和渗透率均实现大幅增长



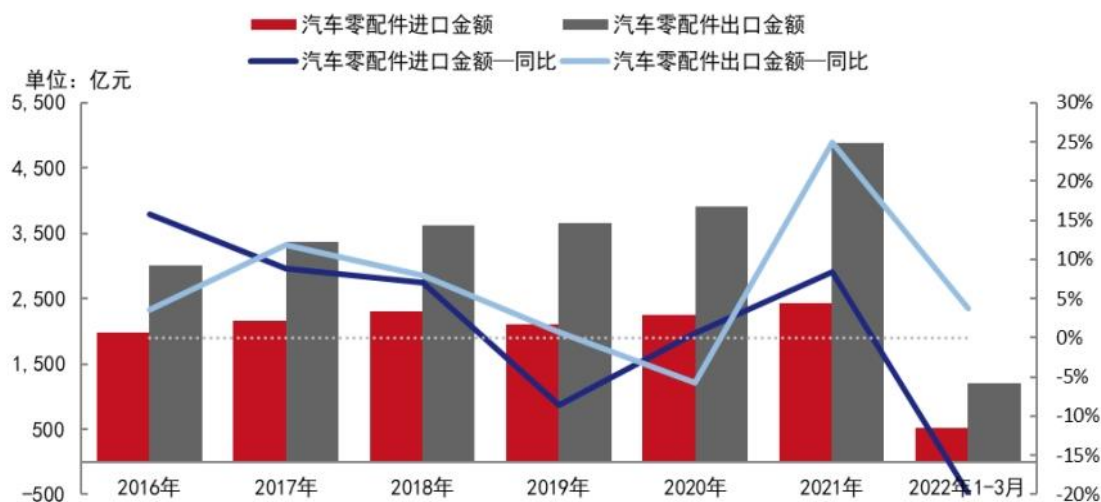
注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

2021 年汽车零部件出口大幅增长，进口小幅回暖；预计 2022 年汽车零配件进出口仍将小幅增长，但未来需持续关注国内疫情管控、中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，2019-2020 年受中美贸易摩擦和新冠肺炎疫情影响，我国汽车零部件出口表现较为疲软。进入 2021 年，受国内外经济复苏和汽车消费回暖等因素影响，汽车零配件出口金额同比大幅增长 25.0%，达到 4,883.94 亿元，创下历史新高。考虑到 2022 年以美国为首的海外汽车消费大国仍将保持一定的增长，持续高涨的国际油价也会进一步加大全球对于新能源汽车的需求量，而中国在新能源产业链上发力较早，汽车零部件企业配套齐全的优势有望进一步展现等因素，中证鹏元预计 2022 年我国汽车零配件进出口仍将小幅增长。但我国散发的疫情扰动、中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及美联储加息等事件仍会对我国汽车零部件的进出口产生不确定性，未来需持续关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素。

图 4 2021 年汽车零配件出口金额同比大幅增长



资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

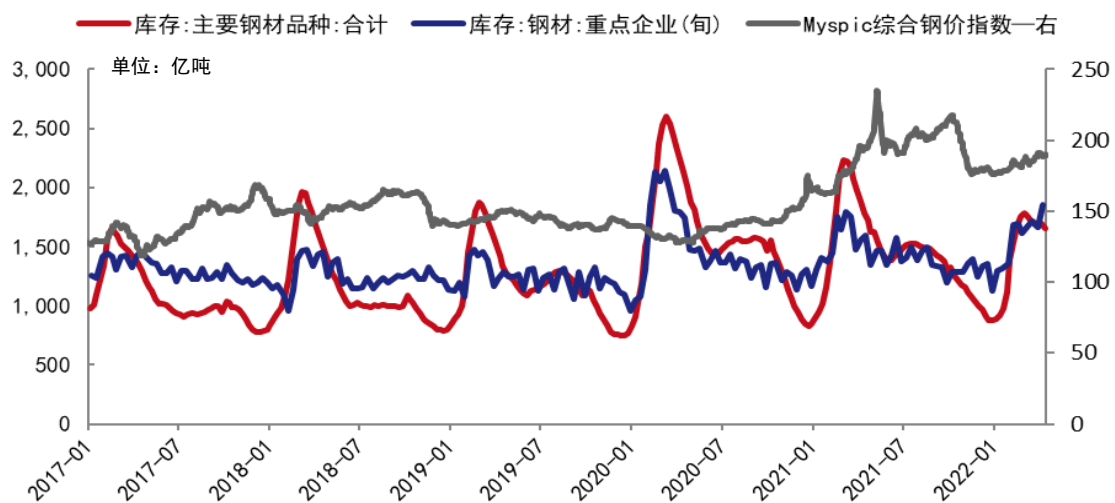
2022 年钢材供需双弱，库存高于同期，有望推动钢价中枢下行，汽车零部件厂商成本端压力有所缓解但依然较大

中证鹏元预计，2022 年钢铁行业供需双弱。供给方面，双碳目标下钢铁行业供给长期受限，新一轮产能置换办法收紧置换政策，而环保限产政策力度加强将明显抑制粗钢产能大省产量，此外，能耗双控将成为行业供给新约束，预计 2022 年去产能政策力度加强，粗钢产量压减稳步推进。需求方面，2022 年房地产投资回落，地产用钢需求减少；基建在“稳增长”的背景下用钢有支撑；制造业随着全球生产秩序逐步恢复及制造业回流，2022 年进出口难以延续 2021 年的旺盛行情，制造业用钢需求较为稳定。同时，2021 年受全球流动性宽裕、上半年国内钢企生产热情高涨、海运运力紧张等多因素影响，

铁矿价格走出历史高位。但随着国内减产措施相继落地，铁矿需求回落，铁矿石港口库存快速累库，铁矿价格快速下降。展望 2022 年，美元流动性趋紧，矿价上行动力减弱。

综合影响下，中证鹏元认为纵观 2022 年全年，钢材需求收缩，而产能产量双控带来的供给收缩将导致供需双弱，且当前库存高于往年同期，将发挥“蓄水池”作用，抑制钢价短期上涨。考虑到目前钢价仍处于高位，汽车零部件厂商仍面临较大的成本端压力。

图 5 2021 年钢价大幅上涨



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事汽车悬架系统减震器、汽车橡胶减震产品以及发动机密封件等汽车零部件产品的研发、生产与销售。2021年，由于疫情影响下海外产能不足，订单向国内转移，同时公司产能亦有所提升，公司各产品销售规模全面增加，带动主营业务收入大幅增长，但受原材料价格持续上涨、美元对人民币汇率下降等因素影响，毛利率有所下滑。分产品看，悬架系统减震器毛利率下降幅度较大；其他汽车零部件主要为汽车橡胶减震产品，随着本期债券募投项目产能利用情况好转，毛利率较上年有所改善，但仍处于较低水平。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
汽车悬架系统减震器	26,474.74	22.42%	120,848.90	19.14%	86,548.54	22.70%
发动机密封件	6,911.85	30.09%	31,399.34	32.47%	23,764.12	33.01%
其他汽车零部件	2,105.58	3.07%	7,766.26	4.08%	3,190.30	-1.25%
合计	35,492.17	22.76%	160,014.50	21.02%	113,502.97	24.19%

注：其他汽车零部件包括汽车橡胶减震产品、减震器配件、密封件配件等；
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

海外订单增长驱动公司产能利用率全面提升，但本期债券募投项目达产情况不及预期，且在生产基地投资规模较大，需对募投项目运营效益及新增产能利用情况予以关注

公司主要生产悬架系统减震器，并通过兼并收购将产品拓展至橡胶减震产品以及发动机密封件等领域，主要为中高端汽车售后市场及整车配套企业提供产品。随着嵊州生产基地2021年初被出售，公司目前生产基地分布于台州玉环、宁波北仑和安徽芜湖三地。

公司汽车悬架系统减震器生产业务仍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。由于2021年嵊州生产基地部分产能被整合至玉环市沙门生产基地，叠加IPO募投项目年产650万支汽车减震器项目产能逐步释放，玉环基地减震器产能持续增加。而在海外订单增长驱动下，2021年公司减震器产量较上年大幅增长，产能利用率亦显著改善。考虑到目前公司产能整体呈偏紧状态，对增量订单的承接有一定约束，为突破产能瓶颈的束缚，公司拟建设智能制造园区（以下简称“智造园”）作为新的减震器生产基地，目前一期（101.7亩地）正在建设中，一期投资额3.50亿元，且公司计划竞拍土地继续建设二期³，该项目预计总投资规模较大，未来随着智造园逐步建成投产，减震器产能有望大幅增加，需关注新增产能的利用情况。

公司发动机密封件主要由芜湖荣基密封系统有限公司（以下简称“芜湖荣基”）等负责，2021年芜湖荣基产能显著增加，而下游需求旺盛拉动产能利用率亦大幅提升。

子公司芜湖安博帝特工业有限公司（以下简称“芜湖安博”）主要负责橡胶减震产品等。公司2021年对本期债券募投项目汽车悬架减震产品生产项目持续投入，但因为疫情影响及项目实施过程中部分环节周期延长，项目建设进度晚于预期，可产出的产品种类有限，受此影响，汽车橡胶减震产品投产率仍较低，安博工厂产能较上年略有提升。同时，募投项目投入产出失衡也导致芜湖安博业绩持续亏损，2021年净利润为-2,919.48万元，亏损额较上年略有收窄。公司正在增加模具投入以丰富产品品类，但未来项目运营效益受下游客户需求、行业竞争情况等因素影响，存在较大不确定性，需对后续建设和达产进度及产能利用率情况予以关注。

公司在建工程中本期债券募投项目已进入建设后期，但智造园项目总投资规模较大，且主要依靠自有资金，资金压力较大。

表3 公司主要生产基地产能

工厂名称	设计产能	2021年产量	产能利用率	主要产品
------	------	---------	-------	------

³ 根据公司于2022年4月28日发布的《关于拟购买土地使用权的公告》，公司拟以自有或自筹资金参与竞拍位于玉环市漩门三期面积98,628.00平方米工业用地的国有建设用地使用权，出让起价12,580.00万元，截至5月底，尚未完成竞拍。

玉环正裕工厂（支）	8,500,000	7,016,499	82.55%	悬架系统减震器
宁波鸿裕工厂（支）	7,500,000	7,133,261	95.11%	悬架系统减震器
芜湖荣基工厂（套）	28,000,000	33,469,477	119.53%	发动机密封件
芜湖安博工厂（套）	50,000,000	45,338,669	90.68%	橡胶减震产品、减震器配件、密封件配件等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 截至 2021 年末主要在建产能（单位：万元）

项目	总投资	已投资	设计总产能	建设主体
汽车悬置减震产品生产项目	28,088.00	21,767.49	年产 500 万件悬置减震器	芜湖安博
智造园（一期）	35,000.00	14,684.67	-	正裕工业
合计	63,088.00	36,452.16	-	-

注：智造园（一期）已投资额中包含购买土地的款项 8,079.12 万元；

资料来源：公司提供，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的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。公司根据订单情况定期组织生产，一般按季度制定生产计划并细化至月度来执行。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系列产品还需增加一个总成组装工序⁴。

2021年由于部分大客户交期较短，公司为保证产品及时交付，增加一定规模的日常备货，因此各产品产销率较上年略有下降。汽车悬架系统减震器及发动机密封件产能进一步增加，而受益于疫情影响下海外零部件企业产能不足，订单大规模向国内转移的趋势，主要产品产销量均大幅增加，产能利用率全面提升。

表5 公司主要产品产能、产量情况

产品	项目	2021 年	2020 年
汽车悬架系统减震器	产能（万支）	1,600.00	1,450.00
	产量（万支）	1,414.98	975.19
	产能利用率	88.44%	67.25%
	销量（万支）	1,346.27	950.01
	库存量（万支）	241.87	173.17
	产销率	95.14%	97.42%
发动机密封件	产能（万套）	5,200.00	4,500.00
	产量（万套）	5,031.91	3,214.03
	产能利用率	96.77%	71.42%
	销量（万套）	4,689.87	3,140.24

⁴ 悬架支柱总成（M 系列）是在托盘支架式（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。车主能够运用简单的工具自行安装该产品，从而无需再去专业的汽车维修中心安装。

其中：内部销售（万套）	1,485.44	1,016.74
对外销售（万套）	3,204.43	2,123.50
库存量（万套）	1,431.81	1,074.19
产销率	93.20%	97.70%

注：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、外购产品入库等
 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，2021年外需旺盛带动产品销量全面增长；但需关注贸易政策、汇率变动和疫情演化等因素对公司业绩的影响

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，整车配套比例较低。目前，公司产品仍主要供应海外汽车售后市场，并计划扩展国内汽车零部件售后市场，合作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，如天纳克全球（TENNECO）、采埃孚全球（ZF）集团、墨西哥GOVI、美国AutoZone等等，客户资质较好。2021年公司的销售政策未发生较大变动，客户一般与公司签订框架购买协议，并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。

公司减震器产品主要为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，2021年产品销售结构较上年变动不大。公司D产品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，仍是公司的主导产品。M系列是在D系列的基础上增加了支撑盘总成、轴承、弹簧等众多部件组装而成，销售单价较高。A产品主要用于小面包车、货车等的前后震以及拖车等大车的前后震，C产品主要用于普通小轿车后震，产品结构相对简单，附加值较低。公司减震器产品主要以美元等外币计价，2021年人民币兑美元汇率震荡走强，导致以人民币计价的减震器产品单价出现一定波动，其中产品附加值较高的D产品和M产品单价有所提升，而附加值较低的A产品和C产品单价则略有下降。公司减震器产品均价整体变动不大，2021年公司产品销售规模全面增长，主要由销量提升所贡献。

公司营业收入中外销占比较高，2021年公司产品直接外销比例较上年略有增加。公司产品仍主要外销北美洲、欧洲、亚洲、大洋洲和非洲，其中北美洲为公司最主要的外销市场。截至2022年5月，美国仍对中国部分商品征收高额关税，且后续对华贸易政策走向尚不明朗，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，海外疫情演化、汇率波动等因素亦有可能对公司盈利表现形成扰动。

表6 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2021年	2020年
----	-------	-------

	金额	比例	金额	比例
境外	137,168.94	85.72%	96,015.43	84.59%
境内	22,845.56	14.28%	17,487.54	15.41%
合计	160,014.50	100.00%	113,502.97	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年，受益于减震器等产品外需强劲，下游客户订单全面增长，其中2020年新开发的大客户对公司采购额进一步放量，整体来看前五大客户集中度较上年有所下降，但仍存在单一客户占比10%以上的情形，有一定的客户集中风险。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；但若重要客户因其自身突发原因或市场变化中的重大不利因素而导致对公司产品需求的下降，公司经营业绩也将受到一定的不利影响。

表7 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占当期营业收入比例
2021年	客户一	21,217.08	13.17%
	客户二	21,036.46	13.06%
	客户三	13,047.83	8.10%
	客户四	9,911.93	6.15%
	客户五	6,282.75	3.90%
	合计	71,496.05	44.39%
2020年	客户一	22,053.04	19.39%
	客户二	12,551.71	11.03%
	客户三	7,013.08	6.16%
	客户四	6,456.48	5.68%
	客户五	5,555.39	4.88%
	合计	53,629.70	47.14%

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，中证鹏元整理

2021年公司原材料价格持续上涨，对公司利润有所侵蚀，2022年公司成本压力有望缓解但仍然较大；公司供应商仍较为分散，原材料短缺风险较小

2021年，原材料仍为汽车零部件成本中的主要构成，受当年原材料价格上涨影响，比重略有增加。

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，大部分供应商来自江浙地区。2021年受原材料价格上涨及产量增加影响，各原材料的采购金额均有不同程度的增长，但其比重较上年变动不大。

表8 公司主要原材料采购额和占比情况（单位：万元）

项目	2021年		2020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	12,564.46	9.94%	8,234.09	9.57%
钢管及钢板类	14,946.47	11.83%	9,645.66	11.21%
包装	11,587.00	9.17%	7,887.72	9.17%
弹簧及弹簧盘	9,230.60	7.30%	6,992.45	8.13%
橡胶	11,570.69	9.16%	7,325.68	8.51%
支架类	4,624.02	3.66%	2,935.07	3.41%
总成类	151.94	0.12%	285.00	0.33%
粉末冶金	3,792.60	3.00%	2,398.72	2.79%
减震器油	2,601.97	2.06%	1,996.70	2.32%
其他	24,780.65	19.61%	16,415.46	19.08%

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，价格随行就市。2021年钢材价格大幅上涨，致使公司钢制品原材料采购价格均有所增加。但公司与客户通常签订一年左右的合同，原材料价格上涨后，产品价格较难同步调整，因此原材料价格上涨对产品利润侵蚀较大。中证鹏元认为，2022年钢价中枢有望下行，公司成本端压力预计将有所缓解；但考虑到目前钢材处于相对高位，公司仍面临一定的成本管控压力。

表9 公司主要原材料采购价格

工厂名称	2021年	2020年
连杆（元/支）	8.97	8.08
钢管及钢板类（元/公斤）	7.24	5.85
包装（元/个）	1.59	1.21
弹簧及弹簧盘（元/只）	3.40	3.51
橡胶（元/个）	2.94	2.37
支架类（元/只）	2.68	2.36
总成类（元/只）	1.82	1.95
粉末冶金（元/支）	0.53	0.50
减震器油（元/公斤）	8.48	8.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司总部及子公司的采购业务由采购部统一负责。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，结算方式一般为货到检验合格后1-4个月付款，采用现金和银行承兑汇票结合的方式。2021年公司与供应商的结算方式未发生变动。2021年公司对前五大供应商采购金额合计占采购总额的比重较上年变化不大，供应商仍较为分散，原材料供应及时，短缺风险较小。

表10 公司前五大供应商采购金额及占比情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购原材料品种	采购金额	占当期采购总额比例
2021 年	供应商一	钢管	4,725.71	4.38%
	供应商二	钢管	3,977.60	3.69%
	供应商三	粉末冶金类	3,574.87	3.32%
	供应商四	连接支架、弹簧盘等	3,499.89	3.25%
	供应商五	连接支架、弹簧盘等	3,351.86	3.11%
	合计		19,129.93	17.74%
2020 年	供应商一	钢管	2,594.40	4.11%
	供应商二	弹簧	2,307.77	3.66%
	供应商三	粉末冶金类	2,246.64	3.56%
	供应商四	活塞杆	2,057.35	3.26%
	供应商五	连接支架等	2,013.15	3.19%
	合计		11,219.31	17.79%

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2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模有所上升，但受限比例较高，同时需关注部分风险客户应收账款的回收风险、存货的跌价风险和商誉的减值风险

随着业务规模扩大，公司资产亦有所增长，其中流动资产占比明显提升。2021年货币资金规模较上年略有增加，其中58.21%的货币资金作为应付票据保证金使用受限。公司应收账款有所增加，期限主要在1年以内。截至2021年，公司共计提3,228.79万元坏账准备，其中单项计提的部分为658.35万元，公司对众泰系债权1,058.17万元已通过法院重整计划获得“*ST众泰”股票706,240股及现金20万元，但当年因客户车喜仕汽车科技（浙江）有限公司经营不佳，公司新增计提522.34万元坏账准备。公司对前五大应收对象余额合计占应收账款期末余额的44.11%，应收账款集中度略有下降，但仍处于较高水平。总体来看，公司应收账款占总资产比重较大，对公司营运资金造成一定占用，下游客户的经营情况对公司影响较大，部分风险客户存在较大的回收风险。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交货产品及销售备货。由于部分大客户交期较短，公司为保障客户稳定交付，相应增加产品备货，致使存货规模较上年大幅增加。2021年末公司存货计提跌价准备3,361.61万元，较上年明显增加；考虑到2022年钢价中枢有望下调，若未来下游客户需求发生变化，则公司存货面临继续减值的风

险。

公司固定资产主要为生产所需的厂房和设备，2021年设备投入持续增加，而处置子公司导致部分固定资产转出，综合影响下固定资产余额较上年变动不大；固定资产账面价值的21.28%已用于借款抵押和票据担保。在建工程2021年增幅较大，主要系智造园一期和荣基3号厂房建造工程当年投入规模较大所致。公司无形资产主要为土地使用权，其中账面价值的30.33%已用于抵押。公司商誉主要系公司2018年9月分别收购芜湖荣基和芜湖安博51%股权形成，截至2021年末累计计提减值准备4,353.14万元，较上年没有变化。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，公司存在较大的商誉减值风险。

2021年公司资产规模随业务扩大而有所增长，其中受限资产占比11.55%，抵质押资产规模较上年增加7,341.88万元。应收账款集中度仍较高，需关注其回收风险；存货规模较大且增长较快，需关注跌价风险；同时，公司也面临较大的商誉减值风险。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.18	5.32%	1.34	6.06%	1.24	6.90%
应收账款	3.45	15.61%	3.76	16.96%	3.00	16.65%
存货	5.71	25.82%	5.30	23.91%	3.42	18.95%
流动资产合计	11.08	50.10%	11.43	51.54%	8.74	48.48%
固定资产	5.44	24.60%	5.44	24.53%	5.36	29.72%
在建工程	1.53	6.89%	1.20	5.42%	0.28	1.53%
无形资产	1.47	6.66%	1.48	6.68%	1.60	8.85%
商誉	1.81	8.20%	1.81	8.18%	1.81	10.06%
非流动资产合计	11.04	49.90%	10.75	48.46%	9.29	51.52%
资产总计	22.12	100.00%	22.18	100.00%	18.04	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财报，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司营收大幅增长，但主营业务盈利能力持续下降

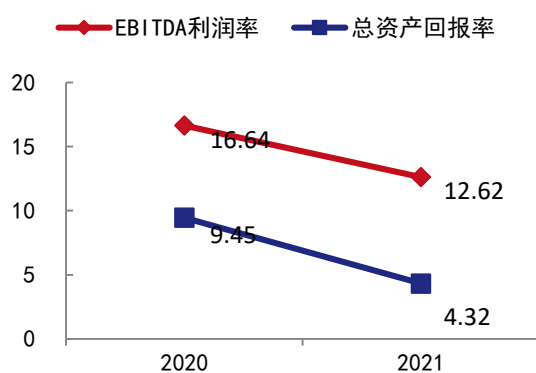
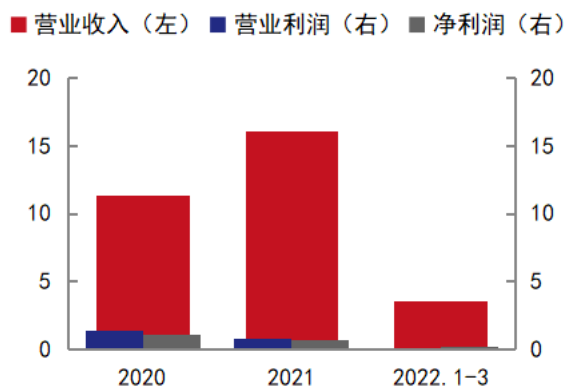
公司营业收入主要来自悬挂系统减震器和发动机密封件，2021年海外需求旺盛带动公司营业收入大幅增加，但受原材料价格上升等情况影响，销售毛利率有所下降。得益于销售规模的扩大，公司归属于上市公司扣除非经常性损益的净利润同比增长432.09%，但净利润同比减少37.11%，主要系非经常性收入大幅减少所致，上年同期获得较大规模土地收储补偿款，增加资产处置收益11,228.74万元，而2021年转让子公司实现投资收益3,339.76万元。此外，公司销售主要以美元结算，汇率波动对公司利润影响较大，2021年美元对人民币汇率持续贬值，致使公司产生汇兑损失1,505.27万元，但较上年汇兑损失

2,439.61万元明显收窄。

2021年公司主营业务盈利能力下降，致使EBITDA利润率和总资产回报率均大幅下降。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财报，中证鹏元整理

现金流

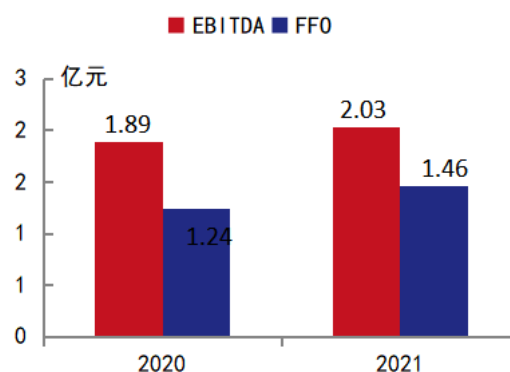
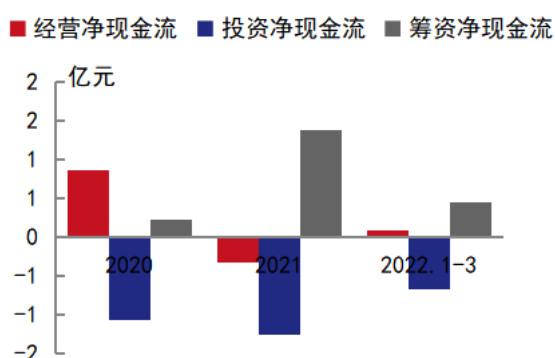
公司经营现金流表现趋弱，在建生产基地总投资规模较大，公司资金压力较大

公司客户主要为海外客户，一般在获得提单后一定信用期内付款，2021年海运周期较长导致客户收货延迟，支付款项期限有所延长，故公司收现比略有下降。为了保证部分大客户订单及时交付，公司2021年产品备货大幅增加，对营运资金占用较多，经营活动现金流转为净流出。2021年公司对智造园（一期）项目投入金额较大，且上年同期获得较大规模的土地收储补偿款，故而投资活动现金流净流出规模同比有所扩大。为弥补项目建设的资金缺口，公司加大银行融资力度，筹资活动现金流大幅增加。公司营收大幅增长但主营业务获利能力趋弱，综合影响下EBITDA和FFO略有提升。

公司未来主要资本开支为智造园项目，该项目预计总投资规模较大，而公司经营活动生成的现金对资本支出保障程度较弱，预计将持续依靠外部筹资。

图8 公司现金流结构

图9 公司EBITDA和FFO情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

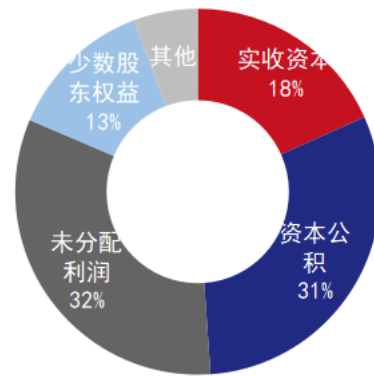
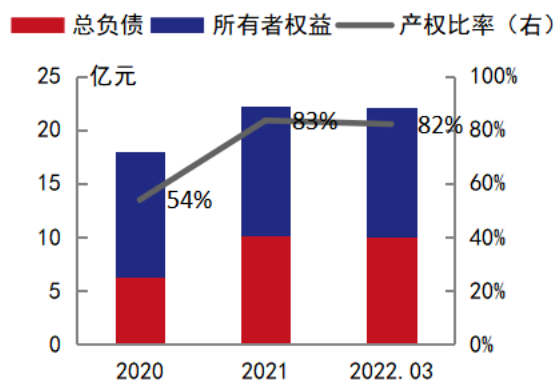
资本结构与偿债能力

公司负债水平提升，偿债指标整体表现不佳，短期偿债压力攀升

2021年公司所有者权益在利润积累的带动下略有提升，而受对外融资力度加大及经营性债务增加的影响，公司总负债大幅增加，致使产权比率有所下降，所有者权益对总负债的保障程度减弱。

图 10 公司资本结构

图 11 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

2021年，公司新增较大规模短期借款用于智造园项目建设。公司应付票据和应付账款主要为向上游供应商采购原材料等而产生，2021年随业务规模扩大而大幅增加，其中应付票据均系银行承兑汇票。公司应付债券即本期债券余额。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

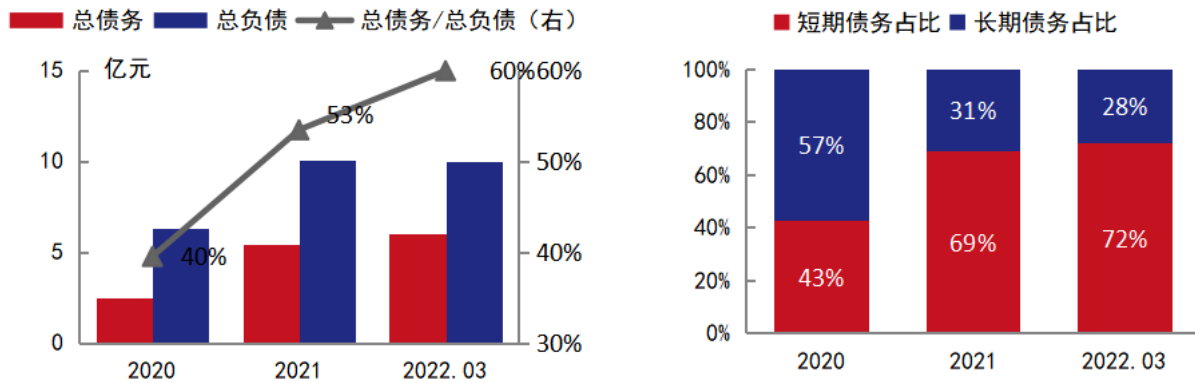
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.35	23.58%	1.82	18.01%	0.00	0.00%
应付票据	1.88	18.83%	1.79	17.70%	1.06	16.81%
应付账款	3.03	30.36%	3.68	36.51%	2.70	42.82%
流动负债合计	8.11	81.28%	8.22	81.48%	4.61	73.10%
应付债券	1.50	15.07%	1.49	14.72%	1.43	22.63%
非流动负债合计	1.87	18.72%	1.87	18.52%	1.70	26.90%
负债合计	9.97	100.00%	10.09	100.00%	6.31	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

公司短期债务融资规模扩大带动总债务规模攀升，截至2022年3月末，总债务为5.98亿元，其中短期债务占4.30亿元，期限结构短期化明显，存在短债长投情况。

图 12 公司债务占负债比重

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

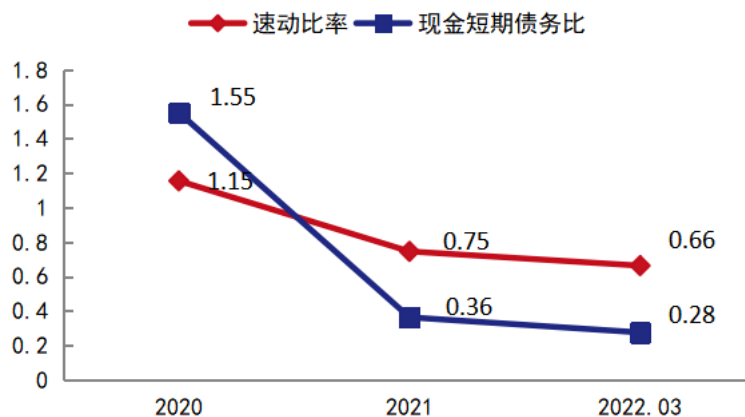
公司资产负债率及总债务/总资本比例大幅增加，杠杆水平有所提升。同时 EBITDA 和 FFO 对净债务的覆盖程度趋弱，但由于较大规模可转债在 2020 年转股，2021 年相应利息支出减少，EBITDA 利息保障倍数反而有所增加。受短期债务规模扩大的影响，公司速动比率和现金短期债务比亦大幅下降。公司偿债指标整体表现不佳，且主营业务盈利能力及获现能力趋弱，经营性现金流及账上现金余额对短期债务的覆盖程度偏低，短期偿债压力攀升。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，未使用银行授信额度较为充足，但资产受限比例较高，融资弹性受到一定限制。

表13 公司杠杆状况指标

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	45.08%	45.49%	34.99%
净债务/EBITDA	--	2.20	0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	17.21	11.74
总债务/总资本	32.98%	30.85%	17.55%
FFO/净债务	--	32.70%	108.96%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

图 14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月11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。

八、抗风险能力分析

从行业环境来看，近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，2021年，受国内外经济复苏和汽车消费回暖等因素影响，汽车零部件出口金额同比大幅增长25.0%。考虑到2022年海外汽车消费需求稳定增长，而新能源汽车市场有望进一步扩大，而国内汽车零部件企业配套齐全，预计2022年我国汽车零部件进出口仍将小幅增长，但国内疫情发散、中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及美联储加息等不确定性因素依然存在。

从经营竞争力来看，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，且多为长期合作客户。公司减震器产品品种较全，可适配于全球售后市场的大多数汽车品牌及车型，具备规模化供应能力，且近年产能持续提升，2021年，受益于疫情影响下海外产能不足，订单向国内转移的趋势，公司营业收入大幅增长。但公司外销比例较高，中美贸易摩擦、汇率波动以及海外疫情演化仍可能对公司业绩形成扰动，原材料价格波动可能持续挤压公司盈利空间，且存在募投项目运营效益不及预期或新增产能无法充分消化的风险。

从偿债能力来看，应收账款和存货对营运资金占用有所增加，导致经营现金流表现趋弱，公司在建的智造园项目总投资规模较大，为保障项目建设支出，公司新增较大规模短期借款，后续建设资金预计将持续依靠外部筹资来实现，公司偿债压力有所增加。

九、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35,942,796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，截至本报告出具之日质押资产尚未发生上述须追加担保物情形；截至2022年5月26日，质押股票市值约2.80亿元，对本期债券未偿付本息总额覆盖率为1.73倍，股权质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

十、结论

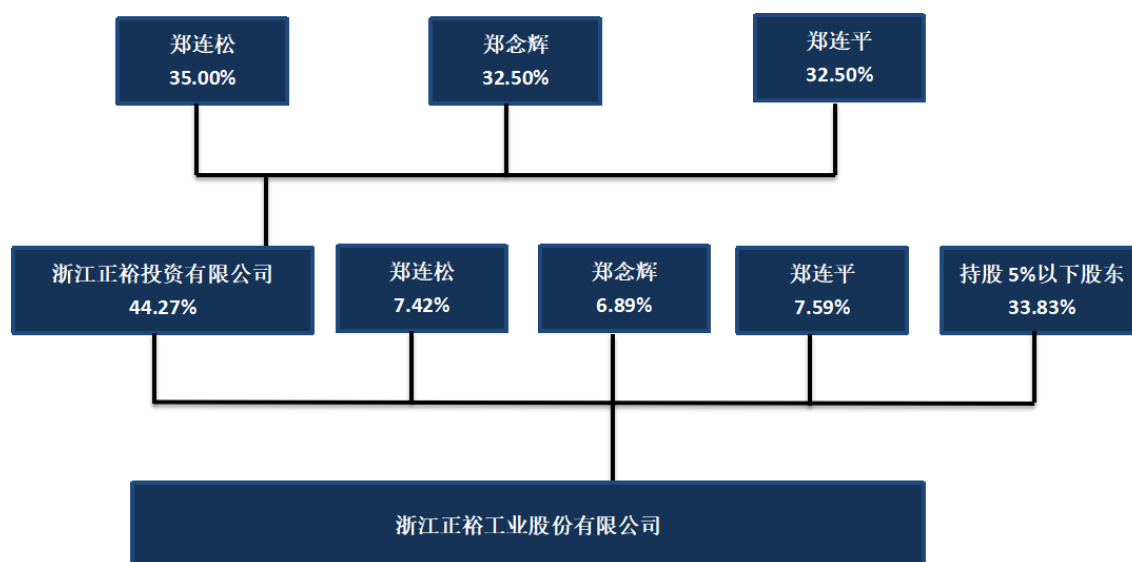
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“正裕转债”的信用等级为A+。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	1.18	1.34	1.24	1.37
应收账款	3.45	3.76	3.00	2.69
存货	5.71	5.30	3.42	2.85
流动资产合计	11.08	11.43	8.74	7.22
固定资产	5.44	5.44	5.36	4.99
非流动资产合计	11.04	10.75	9.29	8.32
资产总计	22.12	22.18	18.04	15.54
短期借款	2.35	1.82	0.00	1.23
应付票据	1.88	1.79	1.06	1.27
应付账款	3.03	3.68	2.70	1.85
一年内到期的非流动负债	0.07	0.11	0.00	0.00
流动负债合计	8.11	8.22	4.61	5.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.30
应付债券	1.50	1.49	1.43	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.03
非流动负债合计	1.87	1.87	1.70	0.53
负债合计	9.97	10.09	6.31	5.87
总债务	5.98	5.39	2.49	3.23
归属于母公司的所有者权益	10.58	10.50	10.23	8.22
营业收入	3.59	16.11	11.38	11.09
净利润	0.09	0.72	1.14	1.03
经营活动产生的现金流量净额	0.09	-0.32	0.86	1.31
投资活动产生的现金流量净额	-0.66	-1.25	-1.06	-1.72
筹资活动产生的现金流量净额	0.45	1.38	0.23	-0.25
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	22.76%	21.06%	24.29%	31.20%
EBITDA 利润率	--	12.62%	16.64%	20.52%
总资产回报率	--	4.32%	9.45%	8.60%
产权比率	82.08%	83.47%	53.83%	60.74%
资产负债率	45.08%	45.49%	34.99%	37.79%
净债务/EBITDA	--	2.20	0.60	0.92
EBITDA 利息保障倍数	--	17.21	11.74	25.50
总债务/总资本	32.98%	30.85%	17.55%	25.97%
FFO/净债务	--	32.70%	108.96%	83.87%
速动比率	0.66	0.75	1.15	0.82
现金短期债务比	0.28	0.36	1.55	0.48

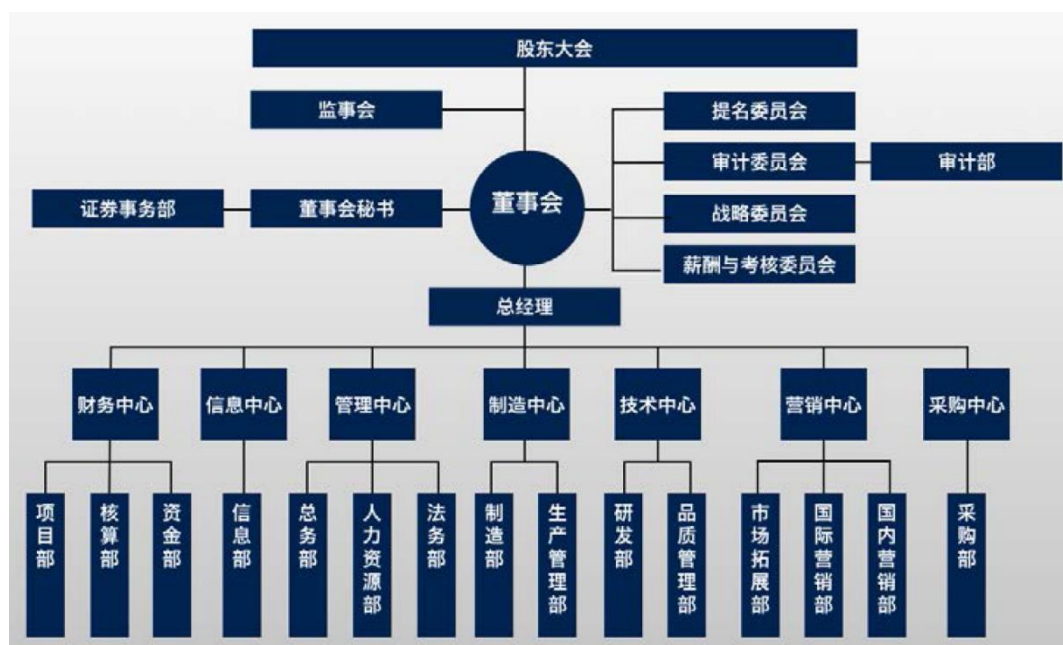
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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
宁波鸿裕工业有限公司	13,630.26	100%	汽车减震器及其它汽车关键零部件的研发和生产；自营和代理各类货物和技术的进出口业务
芜湖荣基密封系统有限公司	2,800.00	51%	汽车零部件、密封件、塑料制品、模具制造、加工、销售；自营或代理各类商品和技术的进出口业务
芜湖安博帝特工业有限公司	5,580.00	51%	密封件、减振件、汽车配件、橡胶制品、塑料制品制造、加工、销售；模具制造、销售；自营或代理各类商品和技术的进出口业务，但国家限定或禁止的商品和技术除外
ADD USA,INC	出资额 1 美元	100%	自营和代理汽车减震器及其他汽车关键零部件和技术的进出口业务
上海优肯汽车科技有限公司	500.00	100%	从事汽车科技领域内的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让。企业管理咨询、商务咨询、市场信息咨询与调查
南京优肯汽车科技有限公司	500.00	80%	一般项目：汽车零部件及配件制造；汽车零部件研发；汽车零配件批发；汽车零配件零售

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+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+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+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：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、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。