



2021年浙江锋龙电气股份有限公司公开发 行可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021 年浙江锋龙电气股份有限公司公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次 | 首次 |
|--------|------------|------------|
| 主体信用等级 | A+ | A+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 债券信用等级 | A+ | A+ |
| 评级日期 | 2021-06-18 | 2020-09-11 |

评级观点

中证鹏元对浙江锋龙电气股份有限公司（以下简称“锋龙股份”或“公司”，股票代码：002931.SZ）及其 2021 年 1 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体信用等级维持为 A+，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司客户资质及稳定性较好，产品布局多元化，营收及利润保持增长；控股股东提供的股票质押担保为本期债券的本息偿还提供了一定保障。同时也关注到，公司面临一定汇率波动风险和国际贸易政策变化风险；客户集中度很高；需关注产能释放后的消化情况等风险因素。

债券概况

债券简称：锋龙转债

债券剩余规模：2.45 亿元

债券到期日期：2027-01-08

偿还方式：未转股部分每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

增信方式：股票质押担保

未来展望

公司客户资质较好且稳定性较强，未来收入来源预计较为稳定，总体负债水平不高，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2021.3 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---------------|--------|----------|---------|---------|
| 总资产 | 11.51 | 9.44 | 7.89 | 6.14 |
| 归母所有者权益 | 6.89 | 6.00 | 5.36 | 4.96 |
| 总债务 | 2.79 | 1.13 | 0.54 | 0.61 |
| 营业收入 | 1.71 | 5.48 | 4.10 | 3.15 |
| 净利润 | 0.31 | 0.85 | 0.60 | 0.46 |
| 经营活动现金流净额 | -0.11 | 0.59 | 0.65 | 0.25 |
| 销售毛利率 | 32.62% | 33.06% | 31.67% | 31.62% |
| EBITDA 利润率 | - | 24.21% | 21.12% | 20.20% |
| 总资产回报率 | - | 11.54% | 10.12% | 11.30% |
| 资产负债率 | 32.80% | 27.87% | 23.68% | 19.21% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.41 | -0.95 | -1.26 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 46.19 | 41.91 | 56.15 |
| 总债务/总资本 | 26.49% | 14.27% | 8.20% | 10.89% |
| FFO/净债务 | - | -195.04% | -87.25% | -64.97% |
| 速动比率 | 3.39 | 1.88 | 2.13 | 3.26 |
| 现金短期债务比 | 3.58 | 1.58 | 2.72 | 2.45 |

资料来源：2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：党雨曦
dangyx@cspengyuan.com

项目组成员：朱磊
zhul@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

公司客户资质及稳定性较好，产品布局多元化。公司下游客户以 MTD、卡特彼勒集团、克诺尔集团等国内外知名企业为主，客户资质及稳定性较好。公司产品布局多元化，主要收入来源于园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件的生产及销售且在园林机械板块具有竞争优势。

公司营收及利润保持增长。跟踪期内，随着杜商精机（嘉兴）有限公司（以下简称“杜商精机”）并表、公司继续推进生产线扩建及下游市场需求向好，公司液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件业务板块营收及利润均实现增长。

控股股东提供的股票质押担保为本期债券的本息偿还提供了一定保障。公司控股股东绍兴诚锋实业有限公司（以下简称“诚锋实业”）作为出质人将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保，为本期债券的本息足额兑付提供了一定保障。

关注

公司面临一定汇率波动风险和国际贸易政策变化风险。公司产品外销比重仍较高，且基本以外币结算，面临一定汇率波动风险。此外，国际贸易摩擦和关税政策存在不确定性，且公司部分生产用液压零部件仍依赖进口，需关注贸易政策对公司产品竞争力的影响。

公司客户集中度很高。公司前五大客户的销售收入占总营收的比重仍很高，公司整体面临一定的客户集中度风险。

公司各业务板块均处于产能扩张阶段，需关注产能释放后的消化情况。公司主要在建项目包括年产 325 万套液压零部件项目、年产 1,600 万件园林机械关键零部件项目、年产 1,800 万件汽车精密铝压铸零部件新建项目，建成后将在较大程度上提升公司产能，未来产能释放后能否顺利消化存在不确定性。

同业比较（单位：万元）

| 指标 | 锋龙股份 | 中坚科技 | 中马园林 | 广东鸿图 | 文灿股份 | 瑜欣电子 |
|--------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|
| 总资产 | 94,356.71 | 88,157.53 | 20,850.20 | 808,777.97 | 560,060.13 | 51,864.48 |
| 营业收入 | 54,807.97 | 39,487.94 | 17,503.43 | 559,602.61 | 260,256.89 | 40,899.26 |
| 净利润 | 8,500.63 | -2,418.02 | 809.67 | 19,343.81 | 8,994.97 | 5,810.48 |
| 销售毛利率 | 33.06% | 16.97% | 19.18% | 22.19% | 23.56% | 28.95% |
| 资产负债率 | 27.87% | 29.94% | 72.34% | 39.38% | 53.92% | 36.50% |
| 净资产收益率 | 13.58% | -3.83% | 15.10% | 3.46% | 3.46% | 18.66% |

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|-----------------|--------------------|
| 工商企业通用信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_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

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年1月发行6年期2.45亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产325万套液压零部件项目和补充流动资金。2021年2月，公司发布《关于使用部分暂时闲置的公开发行可转换公司债券募集资金进行现金管理的公告》，拟使用不超过1.90亿元的暂时闲置募集资金进行现金管理，用于购买保本理财产品；2021年2月，公司发布公告，使用可转债募集资金置换前期投入募投项目的自筹资金0.07亿元；2021年3月，公司发布公告，使用0.50亿元可转债募集资金补充流动资金。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3,937.67万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称未发生变化。截至2021年3月末，控股股东仍为诚锋实业，持有公司43.34%的股权，其中质押的公司股份为2,886.10万股，占其持有股份数的46.83%；实际控制人仍为董剑刚先生，通过直接和间接方式合计控股公司61.43%的股权。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为14,220.80万元，总股本为14,220.80万股。

跟踪期内公司合并报表范围未发生变化。截至2021年3月末，公司纳入合并范围子公司合计5家，详见附录四。

四、运营环境

园林机械行业的下游需求较为稳定，周期性不强，主要市场仍位于海外发达国家，2020年受疫情影响发展中国家市场提供边际增量需求有限

园林机械行业的产品包括割草机、油锯、绿篱机等，广泛应用于公共园林和家庭绿地的养护以及伐木造材的使用过程，点火器、汽缸和飞轮等是整机机械主要的构成零部件。

就需求而言，因园林机械多为耗材，其使用寿命业内通常以小时计算，故替换需求较有保障；此外，园林机械产品的消费群体和终端客户较为分散，产品应用领域广泛，与经济周期的相关性较弱，需求较为稳定。从下游消费区域来看，2020年园林机械行业的市场需求仍主要来自欧美发达国家，其收入水平

更高，拥有的独栋房屋数量、绿地面积规模更多，园林器械消费较为成熟，市场容量趋于稳定。而发展中国家园林养护市场尚处于发展阶段，2020年受疫情影响，发展中国家市场提升的边际增量需求有限。

就供给而言，性能认证、客户认证和资金规模构成进入园林机械行业的主要壁垒。欧美发达国家较为严格的环保、节能以及性能安全要求标准，使行业筑起较高的壁垒；另一方面，园林机械类产品自动化和多功能化程度不断提高，对新进入者的资本实力提出了更高的要求。近年来发展中国家通过较低的人力成本持续吸引产业链转移，当地生产厂商通过OEM/ODM等合作方式，满足市场需求。但2020年疫情爆发，影响部分发展中国家生产商的产能，而国内在有效控制疫情并推动复工复产的基础上，承接部分来自其他国家的产能，使得行业收入及利润均实现增长。

竞争格局方面，欧美龙头企业仍占据园林机械整机以及零部件市场高端件的主要份额，国内整机企业多为中低端产品或为外资企业进行贴牌生产，议价能力不高，国内园林机械零部件企业对下游的议价能力相对尚可

欧美国家园林机械行业具有较长的发展历史，积累了一定的资金、技术、品牌和销售渠道优势。在全球园林机械整机以及零部件厂商中，均占据优势地位。整机厂商方面，龙头企业包括德国STIHL、意大利的GGP、美国的MTD、瑞典的HUSQVARNA等。零部件市场方面，Walbro、Fenix和Ikeda等厂商在高端产品中具备较强的竞争优势。

表1 国际园林机械市场的主要企业

| 公司名称 | 细分领域 | 主要产品 | 主要市场 |
|-----------|------|----------------|-------|
| STIHL | 整机 | 油锯、割灌机、绿篱机等 | 全球 |
| GGP | 整机 | 割草机 | 欧洲 |
| MTD | 整机 | 割草机 | 欧洲、北美 |
| TORO | 整机 | 割草机 | 欧洲、北美 |
| HUSQVARNA | 整机 | 各式园林机械 | 全球 |
| TTI | 整机 | 手持式园林机械、草坪修剪机械 | 全球 |
| Walbro | 零部件 | 点火器、飞轮、化油器等 | 全球 |
| Fenix | 零部件 | 点火器、调整器、控制器等 | 全球 |
| Ikeda | 零部件 | 飞轮磁电机等 | 全球 |
| 锋龙股份 | 零部件 | 点火器、飞轮、汽缸等 | 全球 |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

就国内市场而言，主要分为外资企业和国内企业两大类。外资企业主要为整机厂商，仍在中高端市场占据较大市场份额，如STIHL、HUSQVARNA等；国内的整机厂商包括中坚科技、沃施股份等，占据中低端品牌市场，同时也以OEM/ODM的形式为外资企业进行贴牌生产，国内主要的零部件企业包括锋龙股份、瑜欣电子和余姚奥鑫等。

表2 国内园林机械市场的主要企业

| 公司名称 | 细分领域 | 主要产品 | 主要市场 |
|-------|------|----------------|-------|
| 中坚科技 | 整机 | 油锯、割灌机、绿篱机等 | 全球 |
| 沃施股份 | 整机 | 割草机 | 欧洲 |
| 派尼尔科技 | 整机 | 割草机 | 欧洲、北美 |
| 中马园林 | 整机 | 割草机 | 欧洲、北美 |
| 锋龙股份 | 零部件 | 点火器、飞轮、汽缸等 | 全球 |
| 瑜欣电子 | 零部件 | 手持式园林机械、草坪修剪机械 | 全球 |
| 余姚奥鑫 | 零部件 | 点火器、飞轮、化油器等 | 全球 |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

贸易政策变动以及电力驱动对内燃机驱动的替代会对相关企业的经营状况形成一定掣肘

2018年以来，中美贸易摩擦余波未平，关税等贸易政策的调整对涉及产品的进出口形成掣肘，相关产品竞争力受到一定程度削弱，需关注后续国际贸易关系的变动对行业内外销企业经营状况的波及情况。

此外，随着电池技术的逐步成熟，其能量密度和便携性近年有所提升，部分园林机械终端产品开始采用锂电驱动的动力模式，而电机所需零部件与内燃机相关零部件不尽相同，若是行业出现较大技术变革，电机驱动形成替代，则会对上游零部件厂商的现有的产品结构形成较大冲击，可能会造成供应商内部的行业洗牌。

2020年汽车零部件需求随疫情缓解逐渐复苏，促进行业收入增速回升；预计2021年汽车行业消费回暖有望继续带动汽车零部件需求量上行

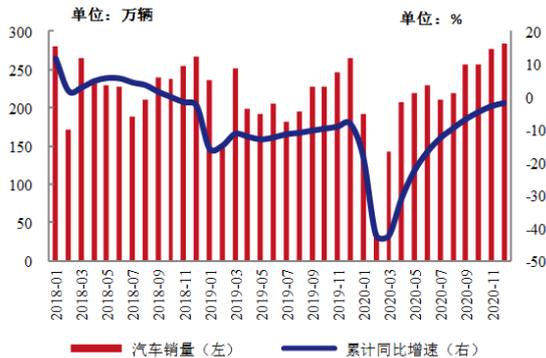
2020年汽车零部件行业收入增速回升，主要系疫情缓解后汽车消费预期向好带动零部件需求增长，同时芯片短缺等原因引起零部件供需失衡，部分产品价格有所上涨所致。2020年中国汽车累计销量2,531.1万辆，同比下降1.9%，降幅较上年收窄6.3个百分点，其中二季度以来，因“COVID-19”疫情缓解及政策刺激，汽车销量增速由负转正，业内预期向好，带动汽车零部件需求量上升。另一方面，芯片等核心部件短缺、海外供应商生产及进出口难度加大，导致零部件供需失衡，同时钢材等原材料成本上升，部分零部件产品价格上调。受此影响，2020年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长1.42%，扭转近五年增速逐年下滑的颓势，利润总额同比上升13.33%，增幅远高于整车行业的4.12%。

中证鹏元认为，“COVID-19”在国内疫情已经有效缓解，随着汽车消费需求回暖以及汽车“新三化”的不断推进，2021年汽车零部件需求量有望继续提升，海外零部件企业持续受疫情与短期事件影响，为中国零部件企业加速全球化创造机遇。考虑到汽车消费承担了促消费稳增长的职能、汽车以旧换新等消费刺激政策的实施、新能源补贴退坡政策延长以及2021年新能源汽车车型投放力度的加大，中证鹏元预计2021年汽车消费需求将温和回暖，有望直接带动零部件需求继续上行。另外，由于海外疫情的持续影响仍有较大不确定性、2021年以来的日本地震、德州暴风雪等短期自然灾害事件频发，部

分海外零部件企业破产或者经营困难，而欧美汽车需求有复苏迹象，国内零部件企业在海外市场的份额有望加速增长。国内企业将获得占据全球产业链的机会，在部分零部件领域加速实现全球化进程。

图 1 2020 年我国汽车销量降幅收窄 6.3 个百分点

图 2 2020 年汽车零部件行业主营业务收入继续增长



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着汽车“新三化”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 2020 年 4 月联合发布的《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》财建〔2020〕86 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，并提前明确 2021 年、2022 年新能源汽车购置补贴退坡幅度，稳定市场预期。2020 年 12 月 31 日，四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2021 年新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%，并于 1 月 1 日起正式实施，此次无过渡期的补贴新政将有效推动市场快速增长。考虑到新能源汽车补贴退坡政策市场接受度已较高，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，随着 2021 年新能源汽车投放力度加大，市场多元化需求将得到满足，2021 年新能源汽车销量可期，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卡位较好的企业将在激烈竞争中脱颖而出。中国新能源乘用车渗透率自 2015 年开始快速上升，但是目前电动化和智能化整体渗透率较低，相关技术迭代持续进行中，目前本土企业与外资企业的差距较小，同时供应体系也至关重要。长期来看，政府发展新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场占有率扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

国内汽车铸造行业低端产能过剩，行业竞争加剧；高端产能规模靠前的企业未来将在规模化效益以及盈利空间方面获得较大竞争优势，2021 年行业集中度预计将进一步上升

我国汽车工业发展迅速，已成为铸件的最主要应用领域。2020 年汽车领域铸件用量占国内铸件总需求量的 28.9%，受益于商用车的拉动作用，铸件产量较 2019 年增长 5.6%。从国内铸造行业现状来看，仍

与发达国家存在较大的差距，行业集中度低，企业规模较小，低端件产能过剩，高端铸造件仍主要依靠进口。展望未来，国内高端汽车铸铝件产品的产能则仍然有一定提升空间。根据中国汽车工程学会的预测，到2025年，单车用铝量将超过250kg，车辆整车质量较2015年减重20%。

表3 国内部分压铸企业 2020 年基本情况比较（单位：亿元）

| 公司名称 | 主要产品 | 资产规模 | 营业收入 | 主要客户 |
|------|---------------------|-------|-------|----------------------|
| 广东鸿图 | 精密铝合金压铸件 | 80.88 | 55.96 | 通用、克莱斯勒、本田等 |
| 文灿股份 | 汽车铝合金压铸件 | 56.01 | 26.03 | 奔驰、通用、长城、采埃孚天合等 |
| 锋龙股份 | 园林机械零部件、汽车零部件、液压零部件 | 9.44 | 5.48 | Dayco、克诺尔集团、东风富士汤普森等 |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

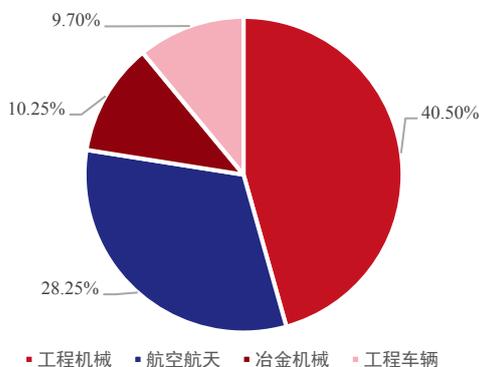
液压零部件下游主要用于工程机械，2020 年行业景气度较高，短期内收入有一定保障

动力元件泵、控制元件阀、执行元件马达、辅助元油箱以及介质油构成了一个完整的液压系统，其中液压泵、液压阀和马达是工程机械的关键零部件，广泛应用于工程机械、工程车辆、冶金机械和航空航天等领域。

2020 年随着疫情逐步控制，复工复产有序推进，国内基建新项目集中开工推动工程机械需求量大增，挖掘机销量持续攀升，致使上游液压零部件需求向好。2020 年全年共销售挖掘机 32.76 万台，同比增长 39%。此外，挖掘机的更新替换以及非道路机械国标未来逐步升级，将持续提供新增需求。除挖掘机外，起重机、混凝土机械等同样需要用到泵、阀、马达等液压系统，其作为工程机械的核心零部件，短期内收入有一定保障。

目前国外厂商仍占据液压零部件市场的主要地位，国内企业总体规模较小，集中度不高；但疫情与国际贸易摩擦加速了液压零部件国产化，国产液压件未来市场广阔。

图 3 液压零部件的主要应用领域



资料来源：智研咨询，中证鹏元整理

图 4 挖掘机销量增速保持在较高水平



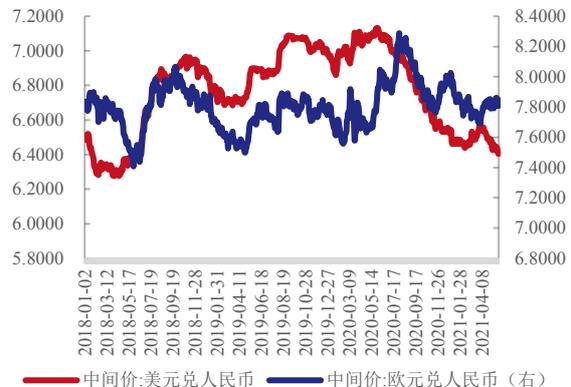
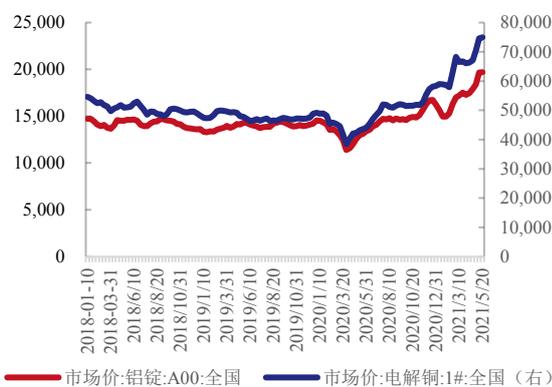
资料来源：Wind，中证鹏元整理

原材料和汇率的价格波动对出口为主的零部件生产商带来一定的业绩波动压力

以出口为主的零部件企业的利润水平受到原材料价格和汇率的波动的一定影响，其生产成本主要为钢铁、铝锭等大宗商品，2020-2021年原材料价格波动较为剧烈，考虑到零部件企业对下游的成本转嫁不充分，并且存在时滞，原材料的价格变化会对企业的利润水平造成一定的压力。另一方面，行业内企业产品外销比例占比大，且多为外币结算，人民币对主要国家或地区货币的汇率近期波动较大，对国内相关企业的盈利能力也会产生影响。

图 5 大宗原材料价格持续波动（单位：元/吨）

图 6 人民币对美元、欧元汇率走势（单位：元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司主营业务未发生变化，仍以园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件为主。从收入构成来看，2020年随着主营液压阀的杜商精机并表，公司液压零部件板块的产能和营收规模均大幅增长；园林机械零部件方面，公司持续推进生产线建设且下游需求向好，营收规模增长较快，产能利用率维持高位；汽车零部件板块方面，受益于下游商用车消费市场探底回升且维持较高景气度，该板块业务全年实现营收正增长。总体来看，公司2020年实现营业收入54,807.97万元，同比增长33.65%，规模扩张较快。

毛利率方面，2020年公司主营业务毛利率为32.90%。其中，毛利较高的园林机械零部件板块营收规模增长较大，推动公司销售毛利率上行，但该板块以外销为主，未来需关注汇率波动对公司盈利水平的影响。汽车零部件板块方面，公司推动业务向高端件转型，盈利能力有所提升；新增液压零部件业务以OEM模式为主，受益于收购杜商精机后，产品结构有所优化，板块毛利率有所上升。综合影响下，2020年公司主营业务毛利率较上年小幅上升1.14个百分点。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----|---------|-----|-------|-----|-------|-----|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| | | | | | | |

| | | | | | | |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| 园林机械零部件 | 7,799.99 | 39.43% | 25,952.19 | 39.12% | 21,095.30 | 36.91% |
| 汽车零部件 | 3,934.70 | 27.76% | 12,915.69 | 26.93% | 12,365.57 | 25.70% |
| 液压零部件 | 4,164.31 | 24.07% | 12,668.34 | 25.33% | 5,010.12 | 22.79% |
| 其他 | 908.27 | 34.29% | 2,151.70 | 38.34% | 1,777.25 | 38.14% |
| 合计 | 16,807.28 | 32.61% | 53,687.92 | 32.90% | 40,248.25 | 31.76% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司持续加大研发投入，具备一定的技术和制造优势

为提高产品综合竞争力，公司重视对研发和技术的资金投入，以提高设备装备水平及自动化程度，加大对现有技术的改进和升级，并进一步提高产品质量和工艺水平。2020年公司持续加大研发投入，研发费用支出达3,296.46万元，同比增长57.09%，占营收的比重为6.01%。截至2020年末，公司累计取得132项专利，其中发明专利21项（包含美国专利3项），实用新型专利111项。公司先后被认定为“中国内燃机零部件行业排头兵企业”、“省级高新技术研究开发中心”、“浙江省科技型中小企业”、“绍兴市专利示范企业”，研发项目被列入“国家火炬计划产业化示范项目”、“国家科技型中小企业技术创新基金项目”。

1、园林机械零部件产品板块

2020年公司园林机械零部件产销量均实现增长，产能利用率有所提升，产销率略有下降，但仍维持在较好水平

公司主要仍为园林机械主机厂代工生产相关零部件，主要产品包括点火器、飞轮和汽缸等，广泛用于割草机、油锯、绿篱机等园林器械。公司绝大部分产品属于非标准件，需要根据客户具体的订单进行生产，故公司基本采用以销定产的OEM生产模式。公司先与客户签订框架协议，再根据客户后期下达的定期预测订单及正式订单，来安排研发、设计、送样，并投入小批量试生产和量产。

2020年公司点火器、飞轮和汽缸的产能均较上年有所增加，且产能利用率处于高位，主要系2020年全球疫情蔓延，部分发展中国家产能供给不稳定，全球市场对国内制造业产业链依赖度提升，订单有所增长，加之公司2019年存货件消耗较上年增加，整体库存水平不高，故2020年公司园林机械主要零部件产能利用率均较上年提升，且处于超负荷生产状态。

表5 公司园林机械零部件主要产品生产情况（单位：万件）

| 主要产品 | 项目 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 |
|------|-------|---------|---------|--------|
| 点火器 | 产能 | 155.00 | 575.00 | 530.00 |
| | 产量 | 172.00 | 633.69 | 517.21 |
| | 产能利用率 | 110.97% | 110.21% | 97.59% |
| 飞轮 | 产能 | 243.00 | 821.00 | 710.00 |
| | 产量 | 254.78 | 892.54 | 658.19 |
| | 产能利用率 | 104.85% | 108.71% | 92.70% |

| | | | | |
|----|-------|--------|---------|--------|
| | 产能 | 38.00 | 92.00 | 64.00 |
| 汽缸 | 产量 | 36.73 | 94.80 | 60.03 |
| | 产能利用率 | 96.66% | 103.04% | 93.80% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品销售由销售部负责，开拓市场的方式包括新客户开拓和存量客户开拓两类。对于新客户开拓，公司主要依靠存量客户的口碑开拓或参加专业展会获取新客户。与新客户沟通初步了解需求后，公司工程技术部试制样品，通过销售部与客户沟通修改、确认最终样品，并确立合作关系；存量客户的拓展来自于销售人员对现有客户的持续跟踪。公司产品价格主要采取成本加成模式，与海外客户签订销售订单后，成交方式一般为FOB、DDP和DAP（目的地交货）形式，目前是以FOB为主，委托第三方代为报关出口；对国内客户，公司根据约定将产品运送至客户指定地点，客户负责对产品进行签收，并定期与公司进行对账结算。公司给予客户的账期在60-90天之间。

从销量上看，2020年受益于市场需求对国内产业链依赖度的提升，公司园林机械主要产品销量均较上年有所增加，点火器、飞轮和汽缸销量分别同比增长12.77%、30.50%和52.22%。但2020年为了对增长的订单提供较好供应保障，公司增加备货，因此产销率均较上年有所下降，但依然维持在较高水平。2020年点火器、飞轮和汽缸均价较上年略有波动，总体稳定，三类产品的营业收入仍然为公司园林机械零部件板块收入的主要来源。

表6 公司园林机械零部件主要产品销售情况（单位：万元、万件、元/件）

| 主要产品 | 项目 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 |
|------|---------------|----------|-----------|----------|
| 点火器 | 销量 | 184.20 | 597.48 | 529.84 |
| | 产销率 | 107.09% | 94.29% | 102.44% |
| | 销售收入 | 2,910.61 | 9,537.22 | 8,718.96 |
| | 销售收入占主营业务收入比例 | 17.32% | 17.76% | 21.66% |
| | 均价 | 15.80 | 15.96 | 16.46 |
| 飞轮 | 销量 | 245.61 | 882.99 | 676.61 |
| | 产销率 | 96.40% | 98.93% | 102.80% |
| | 销售收入 | 3,223.01 | 11,561.01 | 8,427.88 |
| | 销售收入占主营业务收入比例 | 19.18% | 21.53% | 20.94% |
| | 均价 | 13.12 | 13.09 | 12.46 |
| 汽缸 | 销量 | 33.35 | 89.72 | 58.94 |
| | 产销率 | 90.80% | 94.64% | 98.18% |
| | 销售收入 | 905.95 | 2,486.54 | 1,592.39 |
| | 销售收入占主营业务收入比例 | 5.39% | 4.63% | 3.96% |
| | 均价 | 27.16 | 27.72 | 27.02 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

园林机械零部件主要客户为行业内龙头企业，资质较好，但客户集中度较高；外销比例有所下降，但海外客户仍占主导，公司面临汇率波动和国际贸易政策变动的影响

从客户情况来看，2020年公司主要客户包括TTI、MTD、HUSQVARNA等园林机械主机厂，合作关系较为稳定，基本对业内前十厂商形成覆盖。公司给予外国客户的账期约为60-90天，整体客户资质情况较好，坏账风险不大，未来业务收入有一定保障，但2020年公司园林机械零部件前五大客户营收占园林机械零部件总收入的比例为78.77%，较上年增加2.29个百分点，客户集中度进一步提升。

自2020年二季度起国外疫情持续蔓延，对部分客户的正常生产经营带来一定影响，但其工厂在全球分散，未产生明显的产品需求影响。此外，虽为OEM零部件厂商，但公司进入行业历史较久，与主要客户合作多年，参与了部分客户产品标准的制定，故在面对下游客户时，公司具有一定议价能力。

表7 公司园林机械零部件前五大客户情况（单位：万元）

| 年份 | 客户名称 | 产品类型 | 销售收入 | 占园林机械零部件总收入的比例 |
|-------|---------------------------------|------------|------------------|----------------|
| 2020年 | Techtronic Industries Co., Ltd. | 点火器、飞轮、汽缸等 | 5,608.36 | 21.61% |
| | MTD | 点火器、飞轮、汽缸等 | 5,129.17 | 19.76% |
| | Global Sales Group | 点火器、飞轮等 | 3,664.99 | 14.12% |
| | Husqvarna AB | 点火器、飞轮、汽缸等 | 3,386.87 | 13.05% |
| | STIHL | 飞轮等 | 2,652.25 | 10.22% |
| | 合计 | - | 20,441.63 | 78.77% |
| 2019年 | MTD | 点火器、飞轮、汽缸等 | 5,449.27 | 25.83% |
| | Techtronic Industries Co., Ltd. | 点火器、飞轮、汽缸等 | 3,131.99 | 14.85% |
| | Husqvarna AB | 点火器、飞轮、汽缸等 | 3,039.58 | 14.41% |
| | Global Sales Group | 点火器、飞轮等 | 2,869.07 | 13.60% |
| | STIHL | 飞轮等 | 1,644.29 | 7.79% |
| | 合计 | - | 16,134.21 | 76.48% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受行业特点影响，公司外销收入占比较大，2020年外销比例有所下降，但海外客户仍占主导地位。公司外销产品基本以外币结算，其中北美市场占比较大。汇率波动易对公司产品价格和收入产生影响。此外，若国际贸易摩擦也可能对公司产品的出口产生不利影响。

表8 公司园林机械零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----|----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 国外 | 4,078.41 | 52.29% | 15,122.52 | 58.27% | 15,115.06 | 71.65% |
| 国内 | 3,721.58 | 47.71% | 10,829.67 | 41.73% | 5,980.25 | 28.35% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

需关注部分园林机械的电动化对公司现有产品结构可能带来的不利影响

公司目前产品的下游应用主要为汽油驱动，故生产的零部件基本皆为汽油机械零部件。相较而言，电动产品因其噪音小、环保、重量轻等优点，可能成为未来园林机械发展的一种趋势，因电机结构与汽油机结构存在差异，零部件大不相同，故电动化趋势将会对目前公司的产品结构形成冲击。公司为应对可能出现的电动化趋势，在2019年和西藏浙富源沅投资管理有限公司（以下简称“西藏源沅”）及其他有限合伙人共同发起设立绍兴上虞锋龙园智股权投资合伙企业（有限合伙），认缴出资9,000万元，投资于智能及电动园林机械，2020年已战略投资宁波市德霖机械有限公司，布局智能园林机器人和电动园林工具等赛道，但仍需持续关注技术变革对公司带来的不利影响。

2、汽车零部件产品板块

2020年公司汽车零部件业务板块受疫情影响，产能利用率有所下降；下游客户主要为商用车厂，需求受基建和更新替换影响较大；同样面临客户集中度高和汇率波动的风险

公司汽车零部件产品主要包括各种类型的制动系统零部件、传动系统零部件、调温系统零部件以及新能源汽车零部件等，主要采用以销定产的生产策略。公司铝压铸件启动年产1,800万件汽车精密铝压铸零部件新建项目建设后，产能提升明显。但2020年公司对部分压铸机进行处置，以致年产能较2019年有所波动。此外，2020年上半年受疫情影响，公司及下游客户的正常生产经营均受到一定限制，公司的主要客户之一克诺尔集团，生产基地位于湖北十堰，受疫情影响较大，导致公司2020年产能利用率较上年下降8.63个百分点。

表9 公司汽车铝压铸零部件生产情况（单位：万件）

| 项目 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 |
|-------|---------|----------|----------|
| 产能 | 319.00 | 1,177.00 | 1,230.00 |
| 产量 | 332.73 | 948.31 | 1,097.13 |
| 产能利用率 | 104.30% | 80.57% | 89.20% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司汽车零部件业务板块与园林机械零部件的销售模式类似。2020年国内汽车消费市场受疫情影响出现短暂下探后大幅反弹，公司的下游需求先抑后扬，全年来看汽车铝压铸零部件销量较上年下降8.92%。公司产品定价采取成本加成模式，随着高端件的逐渐增加，产品价格也呈现出逐年提升的态势，2020年公司汽车铝压铸零部件的均价为9.71元/件，毛利率也提升至26.93%。基建带动下的商用车市场繁荣、重卡等使用寿命的更新替换周期、以及环保要求下的国六排放标准切换保证了短期内的下游需求，公司汽车零部件板块营收表现向好。

表10 公司汽车铝压铸零部件销售情况（单位：万元、万件、元/件）

| 项目 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 |
|----|---------|--------|----------|
| 销量 | 311.22 | 955.01 | 1,048.54 |

| | | | |
|---------------|----------|----------|----------|
| 产销率 | 93.54% | 100.71% | 95.57% |
| 销售收入 | 2,847.47 | 9,276.78 | 9,036.36 |
| 销售收入占主营业务收入比例 | 16.94% | 17.28% | 22.45% |
| 均价 | 9.15 | 9.71 | 8.62 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户群体总体而言较为稳定，克诺尔集团、Dayco、东风富士汤姆森等资质较好的客户为公司汽车零部件销售收入的主要来源。从客户集中度来看，公司汽车零部件方面前五大客户占比很高，2020年集中度略有下降，但前五大客户的销售额占比仍高达87.91%，若是下游企业的生产经营出现变动，可能会对公司汽车零部件业务的开展造成较大负面影响。此外，公司身为二级汽车零部件供应商，对下游客户议价能力不强，从而在面临上游原材料及人力成本波动时，难以有效将成本进行转嫁，故毛利率可能存在一定波动。

表11 公司汽车零部件前五大客户情况（单位：万元）

| 年份 | 客户名称 | 产品类型 | 销售收入 | 占汽车零部件总收入的比例 |
|-------|-------------------------|--------------|------------------|---------------|
| 2020年 | 克诺尔集团 | 汽车铝压铸件、其他汽车件 | 4,424.85 | 34.26% |
| | Dayco | 汽车铝压铸件、其他汽车件 | 4,102.38 | 31.76% |
| | 东风富士汤姆森调温器有限公司 | 汽车铝压铸件、其他汽车件 | 1,272.98 | 9.86% |
| | 苏州佳可机械工业有限公司 | 其他汽车件 | 915.03 | 7.08% |
| | CERES JAPAN Corporation | 其他汽车件 | 639.51 | 4.95% |
| | 合计 | - | 11,354.75 | 87.91% |
| 2019年 | Dayco | 汽车铝压铸件、其他汽车件 | 4,809.21 | 38.89% |
| | 克诺尔集团 | 汽车铝压铸件、其他汽车件 | 3,295.28 | 26.65% |
| | 东风富士汤姆森调温器有限公司 | 汽车铝压铸件、其他汽车件 | 1,308.70 | 10.58% |
| | 苏州佳可机械工业有限公司 | 其他汽车件 | 1,013.47 | 8.20% |
| | 上海匠奕实业有限公司 | 其他汽车件 | 503.38 | 4.07% |
| | 合计 | - | 10,935.05 | 88.39% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司汽车零部件业务以内销为主，但Dayco、CERES JAPAN Corporation等国外客户仍为公司汽车零部件业务营收的重要组成部分，该部分收入以外币进行结算，需关注汇率波动对盈利的影响。

表12 公司汽车零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 国外 | 1,900.86 | 48.31% | 5,452.53 | 40.59% | 5,284.69 | 42.74% |
| 国内 | 2,033.85 | 51.69% | 7,673.16 | 59.41% | 7,080.88 | 57.26% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、液压零部件产品板块

2020年公司液压零部件业务产能及营收均实现大幅增长，产品接近满负荷生产；但部分生产用配件仍需进口，若未来进口受限则可能会对公司正常生产造成一定影响

公司于2019年收购杜商精机，新增液压零部件业务板块，主要业务仍主要由杜商精机经营，公司在资金和管理方面予以支持，生产方式模式与园林机械零部件类似，主要采取以销定产的生产策略。杜商精机产品主要包括各类精密液压阀组件、液压泵和泵马达等工程机械的较为核心的部件，细分来看，液压阀是公司的主要产品，包括电磁阀、溢流阀、单向阀、阀组等，具体分为液压阀零件和液压阀组件，相较单件，组件的价格与毛利更高。

2020年公司液压阀零件及液压阀组件的产能分别较上年大幅增长133.33%和72.22%。从产能利用率来看，毛利较高的组件一直保持在较高的产能利用水平，为超负荷生产状态，而零件也在接近满负荷生产的水平。随着本期债券募投项目新增年产325万套液压零部件项目的产能逐步释放，在进口替代背景下，预计可为公司贡献可观的收入。

但是，需关注到用于生产液压组件的部分零配件，目前国内暂未有合格技术供应商，几乎全部依赖进口，若未来相应零件的进口受到限制，预计会对公司的正常生产造成一定程度的负面影响。

表13 公司液压阀类产品生产情况（单位：万套）

| 产品 | 项目 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 |
|-------|-------------|---------|---------|---------|
| 液压阀零件 | 产能 | 71.00 | 203.00 | 87.00 |
| | 产量 | 74.84 | 200.25 | 69.81 |
| | 其中：用于直接销售部分 | 27.20 | 58.65 | 25.64 |
| | 用于进一步生产组装部分 | 47.64 | 141.60 | 44.17 |
| | 产能利用率 | 105.41% | 98.65% | 80.24% |
| 液压阀组件 | 产能 | 23.00 | 62.00 | 36.00 |
| | 产量 | 24.26 | 62.73 | 36.53 |
| | 产能利用率 | 105.48% | 101.18% | 101.46% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司液压零部件业务收入增长较快，主要为内销，客户资质较好；国内市场未来发展空间较大，公司有望从中获益

公司液压零部件业务板块的销售模式基本与园林机械零部件相同。从销量来看，2020年公司受益于疫情后基建领域的投资增强，挖掘机等销量走高，直接提升了对液压泵、阀的关键零部件的需求；此外，考虑到液压零部件精密程度要求较高，国内如徐工、三一等工程机械巨头的液压零部件基本进口，而近两年的贸易摩擦以及国外疫情的爆发，加速了国产化进程，2020年公司液压阀零件和液压阀组件销量分别同比增长102.21%和106.18%。此外2020年公司积极调整产品结构，毛利较高的液压阀组件销售收入占主营业务收入的比重上升至18.43%，较上年增加9.52个百分点，增厚公司利润水平。

表14 公司液压阀类产品产销情况（单位：万元、万套、元/套）

| 产品 | 项目 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 |
|-------|---------------|----------|----------|----------|
| 液压阀零件 | 销量 | 18.46 | 52.21 | 25.82 |
| | 产销率 | 67.87% | 89.02% | 100.70% |
| | 销售收入 | 638.06 | 1,580.20 | 982.29 |
| | 销售收入占主营业务收入比例 | 3.80% | 2.94% | 2.44% |
| | 均价 | 34.56 | 30.27 | 38.04 |
| 液压阀组件 | 销量 | 26.37 | 62.04 | 30.09 |
| | 产销率 | 108.70% | 98.90% | 82.37% |
| | 销售收入 | 2,986.29 | 9,894.76 | 3,585.97 |
| | 销售收入占主营业务收入比例 | 17.77% | 18.43% | 8.91% |
| | 均价 | 113.26 | 159.48 | 119.18 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

卡特彼勒集团、博世集团等国际工程机械巨头是公司的主要客户，整体客户资质较好，且合作多年，未来订单有一定保障。2020年公司对卡特彼勒集团销售额占液压零部件板块总体收入的57.47%，前五大客户销售收入占液压零部件总收入的89.68%，客户集中度很高。此外，随着进口替代的逐步推进，公司作为掌握较高生产水平及工艺技术的液压零部件生产商，预计将会从中获益。

表15 公司液压零部件前五大客户情况（单位：万元）

| 年份 | 客户名称 | 产品类型 | 销售收入 | 占液压零部件总收入的比例 |
|-----------|-------------------|-------------------|------------------|---------------|
| 2020年 | 卡特彼勒集团 | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 7,280.12 | 57.47% |
| | 博世集团 | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 1,697.07 | 13.40% |
| | 西安双特 | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 1,127.62 | 8.90% |
| | TUSON CORPORATION | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 712.78 | 5.63% |
| | 大洋商贸（平湖）有限公司 | 液压阀零件、液压阀组件 | 543.01 | 4.29% |
| | 合计 | - | 11,360.60 | 89.68% |
| 2019年 | 卡特彼勒集团 | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 3,024.41 | 60.37% |
| | 博世集团 | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 893.38 | 17.83% |
| | TUSON CORPORATION | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 509.71 | 10.17% |
| | 西安双特 | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 179.29 | 3.58% |
| | PARKER | 液压阀零件、液压阀组件、其他液压件 | 177.82 | 3.55% |
| 合计 | - | 4,784.61 | 95.50% | |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，因公司液压零部件主要销往国内的外资厂商，故该板块销售区域集中在国内，2020年国内收入占比达77.93%，较2019年提升5.10个百分点。

表16 公司液压零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 国外 | 982.87 | 23.60% | 2,795.49 | 22.07% | 1,361.35 | 27.17% |
| 国内 | 3,181.45 | 76.40% | 9,872.85 | 77.93% | 3,648.77 | 72.83% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产成本中原材料占比仍较大，主要为市场定价的大宗商品，公司为价格接受者，原材料价格变动为公司带来一定的成本控制压力

公司的采购需求主要分为样品需求和量产需求，其中样品需求指令由工程技术部下达，其根据客户的要求试制样品、发出物料采购指令，由采购部具体负责采购；量产需求指令由物控部下达，其根据客户订单进行生产排程并编制物料采购计划。采购部在多家合格供应商之间比价，选定后将其联系方式、采购价格等信息报送至物控部，审核无误后正式下单。

公司的生产成本包括直接材料、直接人工和制造费用，主要为原材料采购成本，公司园林机械零部件的主要原材料包括铝材、漆包线、冲压件等；汽车零部件的主要原材料为铝材；液压零部件的主要原材料为钢材和液压阀等零配件。综合来看，在公司的直接原材料成本构成中，铝锭是最主要的构成部分，2020年公司铝锭采购额达6,833.75万元。铝锭为市场定价的大宗商品，2020年价格持续上涨，公司在价格低点时会增加储备量，公司购买铝锭的平均成本由2019年的12.33元/kg降至2020年的12.30元/kg，成本管控能力有所改善。但是公司为价格接受者，2021年以来铝价大幅上涨，给公司带来一定的成本控制压力。

表17 公司生产成本的构成情况（单位：万元）

| 业务板块 | 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|---------|-----------|-----------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 园林机械零部件 | 直接材料 | 3,247.02 | 68.73% | 10,738.53 | 67.96% | 9,524.87 | 71.57% |
| | 直接人工 | 711.08 | 15.05% | 2,400.05 | 15.19% | 1,939.68 | 14.57% |
| | 制造费用 | 766.40 | 16.22% | 2,661.56 | 16.85% | 1,844.23 | 13.86% |
| | 合计 | 4,724.50 | 100.00% | 15,800.15 | 100.00% | 13,308.78 | 100.00% |
| 汽车零部件 | 直接材料 | 1,696.81 | 59.69% | 5,415.55 | 57.38% | 5,142.17 | 55.97% |
| | 直接人工 | 429.33 | 15.10% | 1,312.88 | 13.91% | 1,420.03 | 15.46% |
| | 制造费用 | 716.45 | 25.20% | 2,708.92 | 28.70% | 2,625.50 | 28.58% |
| | 合计 | 2,842.59 | 100.00% | 9,437.35 | 100.00% | 9,187.69 | 100.00% |
| 液压零部件 | 直接材料 | 2,165.65 | 68.49% | 6,243.17 | 66.00% | 2,754.10 | 71.19% |
| | 直接人工 | 170.32 | 5.39% | 478.13 | 5.05% | 262.90 | 6.80% |
| | 制造费用 | 826.04 | 26.12% | 2,738.48 | 28.95% | 851.51 | 22.01% |
| | 合计 | 3,162.00 | 100.00% | 9,459.78 | 100.00% | 3,868.50 | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表18 公司采购的主要原材料（单位：万千克、万元）

| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|-------|----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|
| | 采购量 | 采购额 | 采购量 | 采购额 | 采购量 | 采购额 |
| 铝材 | 170.97 | 2,519.02 | 555.67 | 6,833.75 | 541.30 | 6,675.77 |
| 冲压件 | 818.39 | 399.13 | 3,515.66 | 1,348.57 | 2,539.80 | 1,081.26 |
| 电子元器件 | 4,602.13 | 564.03 | 23,753.15 | 2,393.52 | 10,837.62 | 1,213.21 |
| 漆包线 | 3.86 | 271.95 | 14.82 | 908.51 | 14.20 | 839.77 |
| 钢材类 | 51.69 | 323.81 | 272.71 | 1,454.29 | 128.65 | 734.44 |
| 液压零配 | 363.46 | 2,102.33 | 885.26 | 5,943.98 | 453.79 | 2,504.40 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司铝材前五大供应商集中度极高，铝材属于大宗商品，短缺风险不大。

表19 公司铝材前五大供应商情况（单位：万元）

| 年份 | 供应商名称 | 采购金额 | 占同类采购总额的比例 |
|-------|--------------------|-----------------|---------------|
| 2020年 | 顺博合金江苏有限公司 | 2,579.55 | 37.75% |
| | 苏州崇和金属有限公司 | 2,277.52 | 33.33% |
| | 兰溪市博远金属有限公司 | 1,123.16 | 16.44% |
| | 绍兴市育才冶炼有限公司 | 348.43 | 5.10% |
| | 怡球金属资源再生（中国）股份有限公司 | 295.66 | 4.33% |
| | 合计 | 6,624.32 | 96.94% |
| 2019年 | 兰溪市博远金属有限公司 | 4,785.99 | 71.69% |
| | 绍兴市育才冶炼有限公司 | 554.29 | 8.30% |
| | 顺博合金江苏有限公司 | 425.04 | 6.37% |
| | 怡球金属资源再生（中国）股份有限公司 | 412.80 | 6.18% |
| | 南通众福新材料科技有限公司 | 158.74 | 2.38% |
| | 合计 | 6,336.85 | 94.92% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司各板块业务均处于产能扩张阶段，需关注在建和拟建项目完工投产后的产能消化情况

为满足下游客户需求增长，2020年公司各板块业务均处于产能扩张阶段。跟踪期内公司对园林机械零部件和汽车精密铝压铸件均持续投资扩产，建成后公司相关板块产能将分别增加1,600万件和1,800万件。公司2019年收购杜商精机后，新增液压零部件板块，为抓住进口替代背景下的国内增长需求，发行本期债券募集资金用于投资建设年产325万套液压零部件项目，项目总投资21,927.34万元。截至2021年3月末，公司在建项目未来尚需投资金额32,172.51万元。公司客户总体资质较好，但需注意政策变动、下游整体行业的运行情况对公司产能利用率的影响，持续关注未来在建项目投产后的产能消化情况。

表20 截至 2021 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 预计完工时间 |
|--------------------------------------|------------------|------------------|-----------------|
| 浙江锋龙电气股份有限公司研发中心新建项目 | 3,987.65 | 821.09 | 2022 年 4 月 30 日 |
| 浙江锋龙电气股份有限公司年产 1,600 万件园林机械关键零部件新建项目 | 12,371.19 | 3,694.94 | 2022 年 4 月 30 日 |
| 浙江昊龙电气有限公司年产 1,800 万件汽车精密铝压铸零部件新建项目 | 6,523.93 | 4,307.21 | 2021 年 4 月 30 日 |
| 年产 325 万套液压零部件项目 | 21,927.34 | 3,814.36 | - |
| 合计 | 44,810.11 | 12,637.60 | - |

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审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司设立杭州锋龙科技有限公司，收购取得杜商精机51%股份，将其纳入合并范围；2020年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

2020年公司资产规模保持较快增长，以流动资产为主，现金类资产占比较多，总体流动性表现良好

2020年公司总资产规模为9.44亿元，同比增长19.58%。从资产构成来看，2020年末流动资产仍为主要构成，占资产总额的比重为65.45%，较上年略有上升。

截至2020年末，公司货币资金同比增长40.11%，主要系取得借款增加现金所致。其中承兑汇票保证金和掉期业务保证金为0.11亿元，受限规模较小。公司交易性金融资产主要为保本浮动收益型理财产品，截至2021年3月末账面价值为1.63亿元，较2020年末增长306.48%，主要系购买理财产品增加所致。随着公司营收规模增长，应收账款有所增加，截至2020年末公司前五大应收对象分别为Techtronic Cordless GP、卡特彼勒（中国）机械部件有限公司、MTD、东科克诺尔商用车制动技术有限公司和Global Sales Group，占应收账款合计余额的50.65%，以上客户均在行业内排名靠前，且账龄在1年内的应收账款占合计余额的99.33%，回收风险较小，但对公司营运资金形成一定的占用。截至2020年末，公司共计提坏账准备0.08亿元。公司存货主要由原材料及库存商品构成，分别占存货的比重为40.27%和23.85%，2020年存货规模同比增长13.57%，主要系公司生产所需的铝锭和粗钢需求量增大，增加原材料储备所致。2020年其他流动资产较上年小幅上升，主要为公司购买的保本固定收益理财产品0.90亿元。

表21 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----------------|-------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 19,436.98 | 16.89% | 13,936.70 | 14.77% | 9,946.70 | 12.61% |
| 交易性金融资产 | 16,300.00 | 14.16% | 4,010.00 | 4.25% | 6,175.00 | 7.83% |
| 应收账款 | 15,546.87 | 13.51% | 15,031.58 | 15.93% | 10,535.91 | 13.35% |
| 存货 | 14,949.89 | 12.99% | 13,784.02 | 14.61% | 12,137.10 | 15.38% |
| 其他流动资产 | 8,580.40 | 7.45% | 9,001.71 | 9.54% | 8,217.22 | 10.41% |
| 流动资产合计 | 79,902.34 | 69.41% | 61,756.83 | 65.45% | 50,767.85 | 64.34% |
| 固定资产 | 18,004.78 | 15.64% | 17,849.18 | 18.92% | 18,312.00 | 23.21% |
| 无形资产 | 7,337.31 | 6.37% | 7,426.81 | 7.87% | 7,715.43 | 9.78% |
| 非流动资产合计 | 35,206.67 | 30.59% | 32,599.88 | 34.55% | 28,136.56 | 35.66% |
| 资产总计 | 115,109.01 | 100.00% | 94,356.71 | 100.00% | 78,904.40 | 100.00% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2020 年末公司固定资产主要为设备和厂房，其中用于银行借款抵押的受限规模为 2,005.13 万元，占固定资产账面价值的 11.23%。

截至 2020 年末，公司受限资产合计 8,042.10 万元，占总资产的比重为 8.52%。跟踪期内公司现金类资产占总资产比重较高，应收账款和存货对公司营运资金形成一定占用，总体流动性尚可。

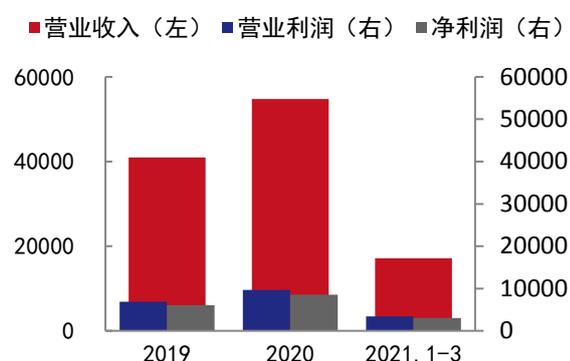
盈利能力

2020年公司营业收入及利润保持增长，整体盈利能力尚可

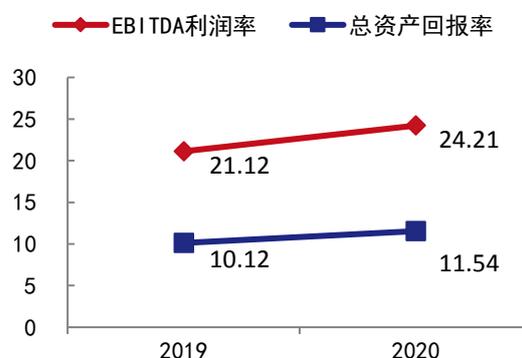
2020年随着杜商精机并表及公司继续推进生产线扩建，液压零部件和园林机械零部件业务板块均实现一定幅度的产能增长，并保持较高的产能利用率水平；受益于下游商用车市场复工复产后探底回升快速反弹，公司汽车零部件板块全年实现营收正增长。总体来看，公司2020年实现营业收入54,807.97万元，同比增长33.65%，规模扩张较快。

利润水平方面，2020年公司销售毛利率为33.06%。其中，毛利较高的园林机械零部件板块营收规模增长较大，推动公司销售毛利率上行，但该板块以外销为主，未来需关注汇率波动对公司盈利水平的影响。汽车零部件板块方面，公司向高端件转型，盈利能力有所提升；收购杜商精机后，液压零部件产品结构有所优化，板块毛利率有所上升。综合影响下，公司毛利率较上年小幅上升1.39个百分点，波动不大。

2020年公司EBITDA利润率继续上行，总资产回报率有所回升。

图 7 公司收入及利润情况（单位：万元）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）


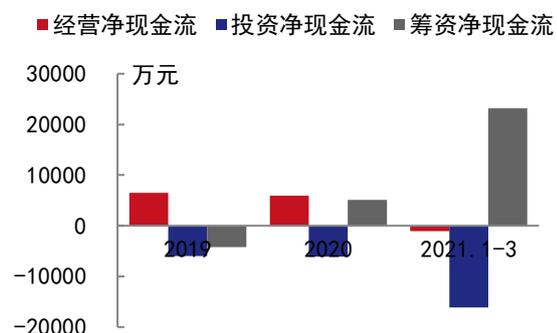
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

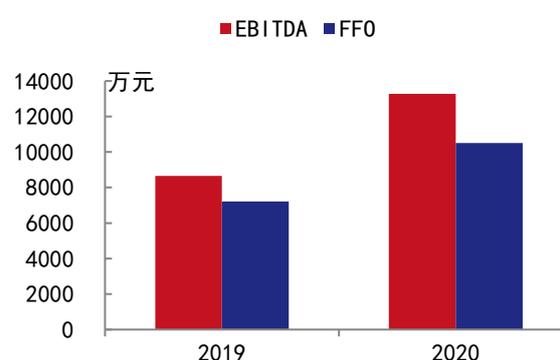
公司经营活动现金保持净流入，但主要在建项目仍需投入较多资金，面临一定的资金支出压力

跟踪期内公司主要客户的回款周期仍为 60-90 天，2020 年公司营收规模大幅增长，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 17.28%，同时公司支付的货款及支付给职工的现金也有所增加，以致公司 2020 年经营活动现金流净额为 5,939.30 万元，同比减少 8.63%。公司盈利能力提升，EBITDA 和 FFO 持续增加，现金生成能力有所提升。

2020 年公司投资活动现金仍为净流出，主要系公司持续对 IPO 募投项目进行投入，支付杜商精机厂房建设及工程设备相关款项。公司筹资活动净现金流由负转正，主要是借款净流入所致。

图 9 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目仍需投入 32,172.51 万元，资金规模较大，存在一定的资金压力。

资本结构与偿债能力

公司有息债务规模扩张较快，但债务压力仍然可控

截至2021年3月末，公司总负债为37,761.46万元，较2019年末增长102.10%，主要系发行本期债券所致；所有者权益为77,347.55万元，较2019年末增长28.44%。同期产权比率升至48.82%，所有者权益对负债的保障程度有所降低，但保障程度依然较好。

图 11 公司资本结构

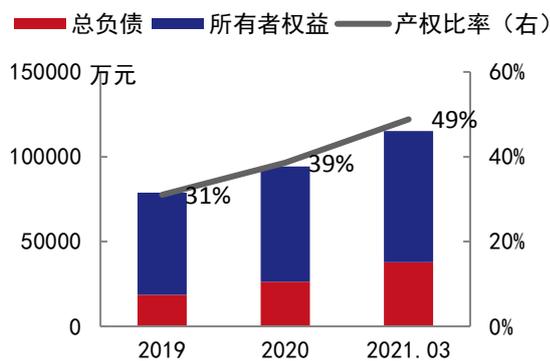
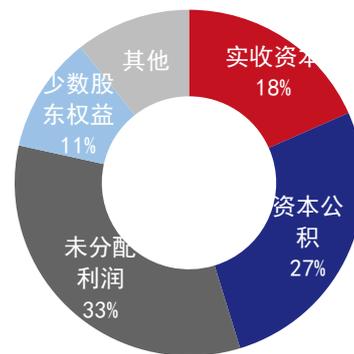


图 12 2021年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末公司负债基本为流动负债，短期借款规模为8,794.27万元，同比增长158.32%，其中包括信用借款5,505.49万元，附追索权票据贴现2,888.32万元和抵押借款400.47万元。随着公司订单增加，2020年公司应付账款大幅增长54.51%，主要为应付材料款、设备款和运输、能源费等。2021年公司发行本期债券，应付债券账面价值有所增加。

表22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

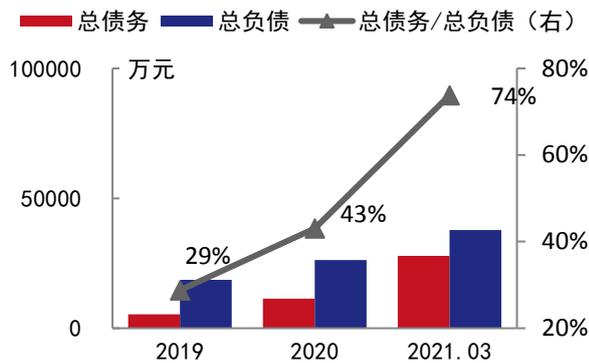
| 项目 | 2021年3月 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 7,277.08 | 19.27% | 8,794.27 | 33.44% | 3,404.39 | 18.22% |
| 应付票据 | 2,664.95 | 7.06% | 2,534.91 | 9.64% | 1,861.16 | 9.96% |
| 应付账款 | 7,320.42 | 19.39% | 11,525.18 | 43.82% | 7,458.97 | 39.92% |
| 其他应付款 | 12.95 | 0.03% | 74.87 | 0.28% | 3,500.13 | 18.73% |
| 流动负债合计 | 19,166.02 | 50.76% | 25,581.85 | 97.27% | 18,124.29 | 97.00% |
| 应付债券 | 17,899.45 | 47.40% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动负债合计 | 18,595.45 | 49.24% | 718.25 | 2.73% | 560.48 | 3.00% |
| 负债合计 | 37,761.46 | 100.00% | 26,300.10 | 100.00% | 18,684.77 | 100.00% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务规模为11,329.18万元，较上年增长110.68%，占当年总负债的43.08%。

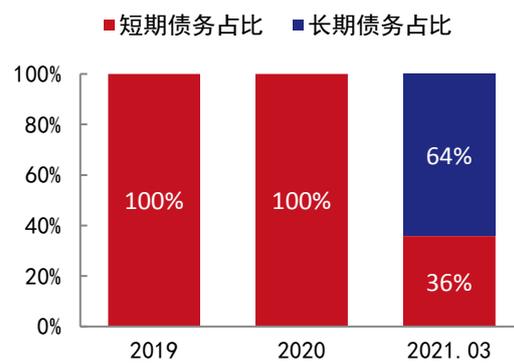
2020年公司总债务均为短期债务，包括短期借款和应付票据，其中短期借款以信用借款和附追索权票据贴现为主，应付票据均为银行承兑汇票。截至2021年3月末，公司新增长期有息债务17,899.45万元，为本期债券。总体来看，跟踪期内公司有息债务增幅较大，偿债压力有所增加。

图 13 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

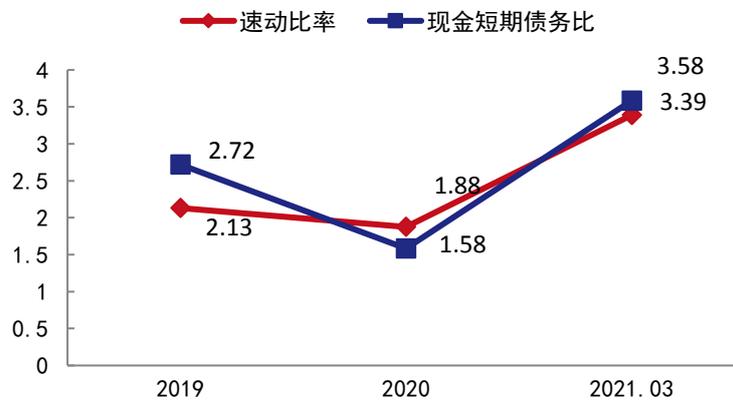
随着公司短期借款和应付债券规模增加，资产负债率有所上升，但总体负债水平不高。公司 EBITDA 利息保障倍数对债务的保障程度较高，整体偿债能力尚可。

表 23 公司杠杆状况指标

| 项目 | 2021 年 3 月 | 2020 年 | 2019 年 |
|---------------|------------|----------|---------|
| 资产负债率 | 32.80% | 27.87% | 23.68% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.41 | -0.95 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 46.19 | 41.91 |
| 总债务/总资本 | 26.49% | 14.27% | 8.20% |
| FFO/净债务 | - | -195.04% | -87.25% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，2020 年公司现金类资产波动不大，但由于公司短期债务增幅较大，2020 年现金短期债务比下滑较多。公司速动比率和现金短期债务比仍处于较高水平，对短期债务的保障程度尚可。

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月26日），公司本部及其控股股东均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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

诚锋实业提供的股票质押为本期债券本金的偿还了提供了一定保障

诚锋实业作为出质人将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。根据西南证券股份有限公司（以下简称“西南证券”）与诚锋实业签订的《浙江锋龙电气股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），诚锋实业将持有的锋龙股份市值为3.43亿元的限售股份（以下简称“质押股票”）为本期债券提供担保。在办理初始股票质押手续时，出质股份为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的诚锋实业持有的锋龙股份市值为3.43亿元的股份，质押担保范围为公司因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（可转债的本金及利息）、公司违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用，期限为至公司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）。

同时，双方在质押合同中约定，在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，质押股票的市场价值（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120%，西南证券有权要求诚锋实业在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本息总额的比

率高于140%；追加的资产限于公司人民币普通股，追加股份的价格为连续30个交易日内公司收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，诚锋实业应追加提供相应数额的公司人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的160%，诚锋实业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（以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的140%。

九、结论

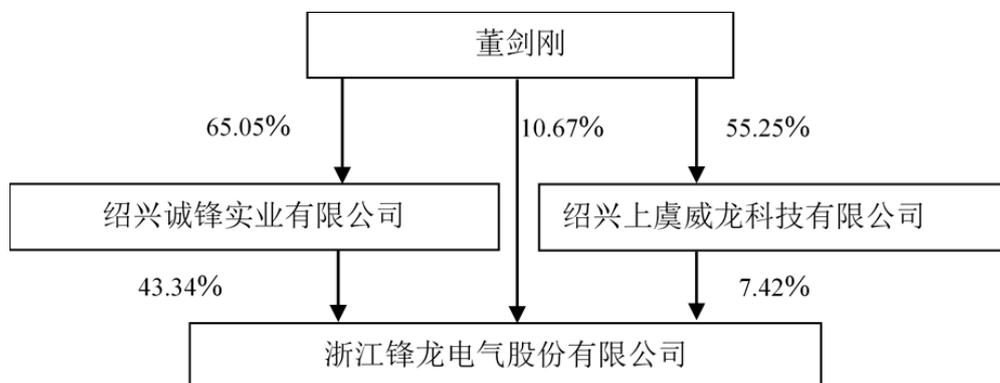
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为A+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）（单位：万元）

| 财务数据 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|------------|-----------|-----------|
| 货币资金 | 19,436.98 | 13,936.70 | 9,946.70 |
| 交易性金融资产 | 16,300.00 | 4,010.00 | 6,175.00 |
| 应收账款 | 15,546.87 | 15,031.58 | 10,535.91 |
| 存货 | 14,949.89 | 13,784.02 | 12,137.10 |
| 流动资产合计 | 79,902.34 | 61,756.83 | 50,767.85 |
| 固定资产 | 18,004.78 | 17,849.18 | 18,312.00 |
| 非流动资产合计 | 35,206.67 | 32,599.88 | 28,136.56 |
| 资产总计 | 115,109.01 | 94,356.71 | 78,904.40 |
| 短期借款 | 7,277.08 | 8,794.27 | 3,404.39 |
| 应付账款 | 7,320.42 | 11,525.18 | 7,458.97 |
| 一年内到期的非流动负债 | 30.62 | 0.00 | 111.99 |
| 流动负债合计 | 19,166.02 | 25,581.85 | 18,124.29 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 17,899.45 | 0.00 | 0.00 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 18,595.45 | 718.25 | 560.48 |
| 负债合计 | 37,761.46 | 26,300.10 | 18,684.77 |
| 总债务 | 27,872.10 | 11,329.18 | 5,377.54 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 68,947.61 | 59,979.53 | 53,609.23 |
| 营业收入 | 17,124.94 | 54,807.97 | 41,007.35 |
| 净利润 | 3,056.97 | 8,500.63 | 6,064.17 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -1,091.34 | 5,939.30 | 6,499.99 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -16,099.45 | -6,117.08 | -5,972.44 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 23,196.96 | 5,138.63 | -4,208.95 |
| 财务指标 | 2021年3月 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 32.62% | 33.06% | 31.67% |
| EBITDA 利润率 | - | 24.21% | 21.12% |
| 总资产回报率 | - | 11.54% | 10.12% |
| 产权比率 | 48.82% | 38.64% | 31.03% |
| 资产负债率 | 32.80% | 27.87% | 23.68% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.41 | -0.95 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 46.19 | 41.91 |
| 总债务/总资本 | 26.49% | 14.27% | 8.20% |
| FFO/净债务 | - | -195.04% | -87.25% |
| 速动比率 | 3.39 | 1.88 | 2.13 |
| 现金短期债务比 | 3.58 | 1.58 | 2.72 |

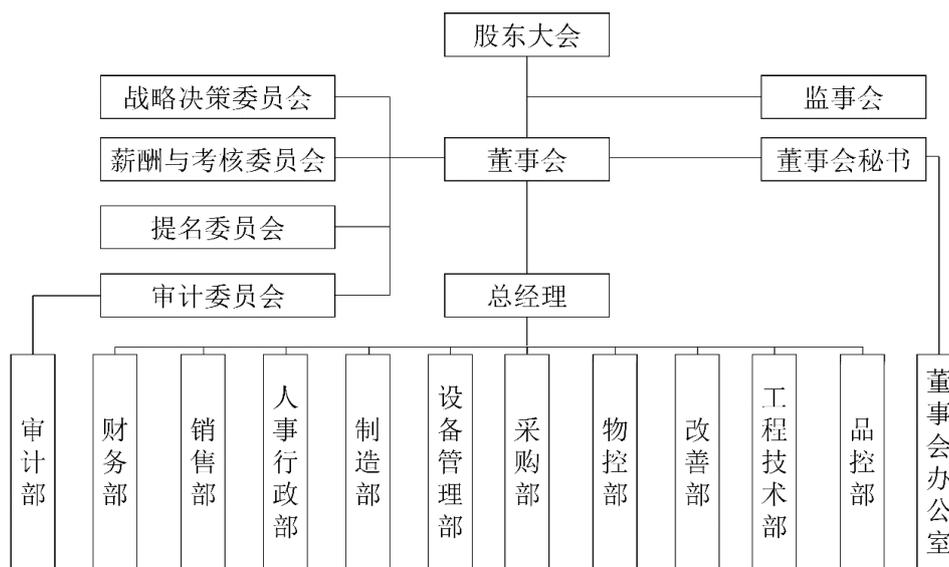
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



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 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 |
|--------------|-----------|---------|---------|
| 浙江昊龙电气有限公司 | 780 万美元 | 100.00% | 汽车零部件制造 |
| 绍兴毅诚电机有限公司 | 40 万美元 | 100.00% | 机电制造 |
| 锋龙电机香港有限公司 | 490 万美元 | 100.00% | 投资管理 |
| 杭州锋龙科技有限公司 | 1,000 万元 | 100.00% | 研发与服务 |
| 杜商精机（嘉兴）有限公司 | 2,910 万美元 | 51.00% | 液压零部件制造 |

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+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 | 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 |

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。 |