

2019年广东文灿压铸股份有限公司 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：





2019年广东文灿压铸股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-21	2020-05-08

债券概况

债券简称：文灿转债

债券剩余规模：1.44 亿元

债券到期日期：2025-06-10

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，附债券赎回及回售条款

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

评级观点

- 中证鹏元对广东文灿压铸股份有限公司（以下简称“文灿股份”或“公司”，股票代码 603348.SH）及其 2019 年 6 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司业务契合行业发展趋势；技术实力与产能布局方面优势更加突出；主要客户资质仍较好。汽车市场景气度波动会对公司经营产生一定影响；公司偿付压力上升；公司面临一定原材料价格波动、新增产能消化、汇率波动风险、商誉风险、客户集中度较高的风险等风险因素。

未来展望

- 公司客户资质较好且合作稳定，业务发展较有保障，未来公司在建产能释放，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险相对可控。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：万元）

项目	2021年3月	2020年	2019年
总资产	562,375.94	560,060.13	393,118.15
归母所有者权益	262,430.71	258,079.58	226,790.64
总债务	166,882.86	188,719.58	129,579.87
营业收入	105,066.58	260,256.89	153,771.01
净利润	5,015.44	8,994.97	7,103.45
经营活动现金流净额	16,872.18	78,293.58	23,475.19
销售毛利率	21.05%	23.56%	23.89%
EBITDA 利润率	-	22.40%	23.58%
总资产回报率	-	4.02%	3.29%
资产负债率	53.34%	53.92%	42.31%
净债务/EBITDA	-	2.10	0.34
EBITDA 利息保障倍数	-	6.50	6.41
总债务/总资本	38.87%	42.24%	36.36%
FFO/净债务	-	34.35%	212.78%
速动比率	0.94	0.95	2.11
现金短期债务比	0.95	0.89	2.61

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

优势

- **铝合金的使用契合目前汽车轻量化的发展趋势，未来市场需求有一定支撑。** 车用铝合金可以减轻汽车重量，从而达到节能减排以及增强续航能力等效果，符合目前汽车轻量化的整体趋势。目前国内车用铝合金渗透率较低，且豪华汽车以及新能源汽车的发展趋势尚在延续，未来车用铝合金的需求有一定的支撑。
- **公司在技术实力与产能布局方面优势更加突出。** 2020 年公司收购 Le Bélier SA（以下简称“百炼集团”）后，补齐了公司在低压铸造和重力铸造工艺方面的短板，工艺能力得到完善，产品品类得以扩充；百炼集团在全球拥有 10 个生产基地，分布在墨西哥、中国（武汉、大连）、法国、匈牙利、塞尔维亚等国家，使得公司完成了全球生产基地的布局。
- **公司下游主要客户资质较好且合作关系稳定。** 公司下游主要客户为全球知名一级汽车零部件供应商以及部分主流整车厂商，资质较好，公司与其合作关系稳定，未来产品需求有一定保障。

关注

- **汽车行业景气度波动的风险。** 汽车行业具备较强的周期性特征，汽车市场景气度波动会通过整车厂商传导至汽车零部件行业，从而对公司生产经营产生一定影响。
- **新增产能消化风险。** 受疫情影响，包括百炼集团在内的产能利用水平仍然一般，本期债券募投项目全部建成后，公司产能将进一步增加，后续供货量取决于终端车型的市场销售状况，新增产能能否及时消化存在不确定性。
- **客户集中度风险。** 2020 年公司对前五大客户的销售占比为 50.31%，下游客户集中度仍较高。未来若公司主要客户需求发生变化，将对公司生产经营带来一定影响。
- **原材料价格波动风险。** 公司营业成本中铝合金采购占比较高，2021 年铝合金价格中枢大幅上移将对公司盈利产生一定影响，且加大公司营运资金压力。
- **汇率波动风险。** 公司外销收入占比较高，由于公司与国外客户的货款一般以外币结算，货款有一定的信用期，如果信用期内汇率发生变化，将使公司的外币应收账款产生汇兑损益。
- **商誉规模较大，存在减值风险。** 2020 年公司收购百炼集团形成较大的商誉，若未来百炼集团经营不善导致业绩不及预期，将面临商誉减值的风险。
- **公司偿付压力上升。** 2020 年公司外部融资规模继续增加，考虑到公司账面现金类资产减少、合并百炼集团后营运资金增加、在建项目仍需较大规模的投入等，公司面临的偿付压力上升。

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2019年6月发行6年期8.00亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目、天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目、大型精密模具设计与制造项目和文灿股份研发中心及信息化项目。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为11,254.61万元。

三、发行主体概况

2020年，文灿转债累计转股股数为29,856,100股，转股额5.86亿元，同期对116名激励对象授予790万股限制性股票，使得公司股本增加至258,768,206股。截至2021年3月末，公司实收资本25,960.64万元。

2020年，公司完成对法国百炼集团（以下简称“百炼集团”）100.00%股权收购，交易定价为23,968.72万欧元。公司控股股东及实际控制人仍为唐杰雄、唐杰邦，二人为堂兄弟关系，且为一致行动人，分别直接持有公司11.59%的股份，并通过佛山市盛德智投资有限公司（以下简称“盛德智”）间接控制公司11.59%的股份，唐杰雄、唐杰邦合计直接和间接控制公司34.78%的股份，具体股权结构图见附录二。

2020年，公司主营业务未发生变化，仍为汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售。公司新纳入合并范围的子公司16家，主要为股权收购的百炼集团及其子公司和为收购而投资设立的广东文灿投资有限公司、文灿控股（德国）有限公司和文灿控股（法国）有限公司。

四、运营环境

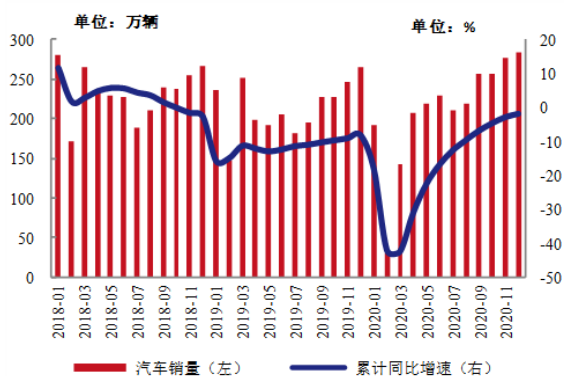
2020年汽车零部件需求随疫情缓解逐渐复苏，促进行业收入增速回升；预计2021年汽车行业消费回暖有望继续带动汽车零部件需求量上行

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%。

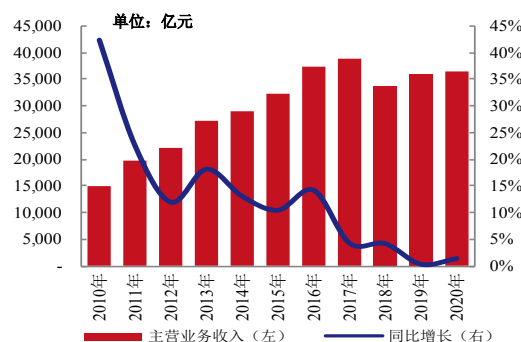
中证鹏元认为，国内疫情已经有效缓解，随着汽车消费需求回暖以及汽车“新三化”的不断推进，2021年汽车零部件需求量有望继续提升，海外零部件企业持续受疫情与短期事件影响，为中国零部件企业加速全球化创造机遇。考虑到汽车消费承担了促消费稳增长的职能、汽车以旧换新等消费刺激政策的实施、新能源补贴退坡政策延长以及2021年新能源汽车车型投放力度的加大，预计2021年汽车消费需求将温和回暖，有望直接带动零部件需求继续上行。另外，由于海外疫情的持续影响仍有较大不确定性、2021年以来的日本地震、德州暴风雪等短期自然灾害事件频发，部分海外零部件企业破产或者经营困难，而欧美汽车需求有复苏迹象，国内零部件企业在海外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



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2020 年汽车零部件行业主营业务收入增速回升



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年新能源车型投放力度加大，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。

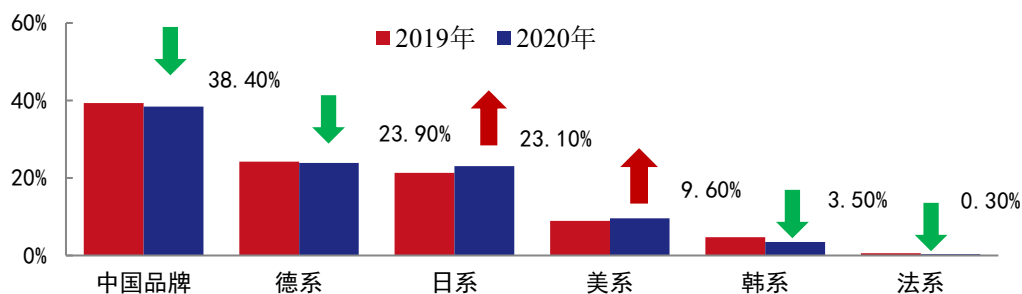
中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术以及供应体系卡位较好的企业将在激烈竞争中脱颖而出。中国新能源乘用车渗透率自2015年开始快速上升，但是目前电动化和智能化整体渗透率较低，相关技术迭代持续进行中，目前本土企业与外资企业的差距较小，同时供应体系也至关重要。长期来看，政府发展新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场占有率扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

疫情加速汽车零部件行业尾部企业出清；市场分化持续加剧，配套日系品牌、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强；市场并购重组保持活跃，需继续防范并购风险

中证鹏元认为，2021年汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧并购重组保持活跃，全球化进程即将加速。2020年疫情期间中国汽车零部件企业凭借较低的资产负债率表现出较强劲的韧性，在部分海外汽零企业破产或经营困难之下不断斩获海外新客订单，实现利润增长与份额提升。从行业内部看，疫情加速行业格局出清，强者恒强，弱者淘汰，预计2021年汽车零部件行业出清速度加快，供应商的破产数量将继续上升。

市场出清势必伴随着分化加剧，配套高性价比的日系、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强。从汽车品牌来看，凭借着良好的产品口碑和质量，2020年日系品牌表现亮眼，其中东风本田和广汽丰田销量大幅上扬，日系品牌市场份额增至23.10%，配套高性价比和高保值率的日系供应商抗压能力较强。中证鹏元预计2021年自主品牌仍占据市场份额首位，但市占率恐将有所下滑。主要原因如下：首先，自主品牌受众群体对价格较为敏感，受疫情影响，中低收入消费者购车能力和意愿受到抑制；其次，合资品牌向下竞争策略分流了部分自主品牌市场，受益于过去已经积累的口碑，在整体经济下行压力较大时，消费者买车的时候更加倾向于选择销量大、保值率比较高的合资品牌汽车；最后，自主品牌内部分化严重，疫情突袭下例如众泰汽车和力帆汽车等尾部车企抗风险能力较差，已进入加速淘汰阶段或重组阶段，尾部自主品牌被不断出清，需注意关联供应商的订单补充情况。此外，汽车零部件行业中掌握核心技术、出口占比较高的供应商如宁德时代、岱美股份等企业的抗压能力亦相对较强。

图3 自主品牌随着尾部车企的出清市场份额持续下滑，预计2021年自主品牌市占率或将进一步下探



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

预计2021年零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑将为中国零部件企业提供新的发展

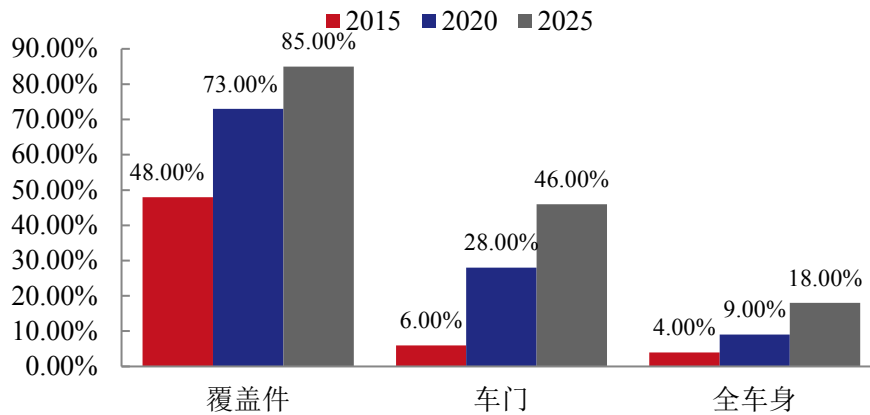
机遇，但需防范企业并购风险。全球乘用车销量增速维持下滑趋势，为应对行业变革与转型，整车厂商研发投入加大，国际车企通过降低成本来维持盈利能力的需求较大，重新选择零部件供应商的可能性持续提升。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，且由于部分海外零部件供应商受疫情与短期事件影响破产或经营困难，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链。此外，国际零部件龙头剥离或出售业务为国内零部件供应商提供配套可能，2020年零部件市场继续整合资源，跨界并购企业重组增多。2020上半年，由于疫情期间并购风险增加，全球汽车零部件企业完成的并购交易数量下降到55笔。下半年，由于新冠疫情带来的企业破产和低估值，全球汽车零部件行业掀起了一波并购交易浪潮，英飞凌收购赛普拉斯半导体，现代汽车收购安波福的合资公司，日本电产收购欧姆龙等，主要集中在新能源和智能网联领域。随着国际零部件市场出清，国内头部企业可把握时机，将遭遇生存危机的技术型企业兼并重组，从而快速提升核心竞争力，进而提升在国际市场的份额。但需注意，企业并购尤其是海外并购存在不容忽视的风险，如国家和地区监管部门的审批风险、并购融资的财务风险、整合过程中的经营体制和文化的冲突风险、市场份额相互渗透加剧内耗的风险、跨国经营的政策与汇率风险等。

铝合金具有减重效果好、抗冲击性能高等突出优点，契合目前汽车轻量化发展趋势，市场渗透率有望持续上升

国内汽车市场连续多年的高速增长，导致了包括汽车压铸等零部件行业产能快速扩张。目前国内生产车用铝合金压铸件的企业较多，低端产能出现一定的过剩情况，价格竞争较为激烈，而高端汽车压铸产品（例如高强度的铝合金车身结构件）由于技术壁垒较高，竞争格局相对较好，能够获得相对较高的盈利空间，且随着汽车轻量化趋势和新能源汽车的快速发展，其产能则仍然有一定提升空间。

在节能减排压力和新能源汽车性能提升需求的双重推动下，汽车产业呈现以铝代钢、代铁的趋势，汽车轻量化趋势提升单车用铝量，带来汽车铝合金压铸件的增量需求。根据Drive Aluminum的统计，北美市场到2025年铝合金的市场渗透率将达到26.6%。其中在覆盖件中的渗透率将达到85%，全铝车身渗透率将达到18%，车门的渗透率将达到46%。而对于发动机缸体来讲，到2025年北美铝合金的市场渗透率预计将达到85%。考虑到国内油价始终高于美国和中国新能源汽车销量增速远高于美国两方面因素，铝合金轻量化应用在中国的增速会高于美国。2016年10月，中国汽车工程学会发布节能与新能源汽车技术路线图指出，要在2025年力争整车质量平均减轻20%，汽车单车用铝合金达到250kg。鉴于目前国内的车用铝合金应用水平明显低于欧美，以及设定的汽车轻量化目标，未来国内车用铝合金市场仍有较高的提升空间。

图 4 北美市场未来车用铝合金市场渗透率预测



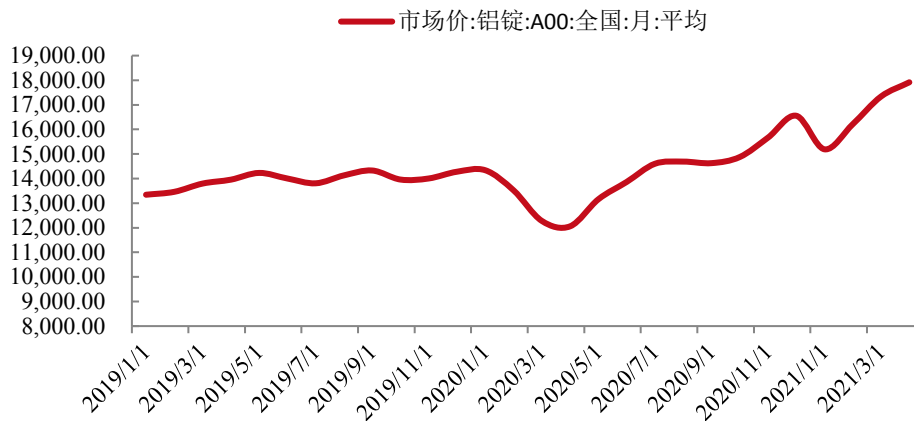
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

汽车零部件企业在产业链中议价能力较低，整体盈利能力一般；2021年铝锭价格中枢大幅上移将对行业盈利产生明显影响

汽车零部件行业属于典型的重资产与资本密集型行业，需要投入较多固定设备与资金，规模化经营能分摊固定成本形成经济效益，提升盈利能力，并且对上游的原材料供应商形成一定话语权。我国零部件行业的起步晚于整车行业，行业技术积累较少，产品主要集中在原材料密集、劳动力密集型产品，与国际先进同行相比，国内汽车零部件企业普遍技术含量较低、生产规模小、市场集中度低，处于产业链上定价能力较弱的环节。未来大型企业通过资金优势，扩张高端产品产能，能够在规模化效益以及技术升级方面获得较大竞争优势。

车用铝合金是以铝为基材，添加多种合金元素生产的，其中铝的比重约为85%左右。铝合金中铝的成本占比最高，其他成本是熔化成本和添加的其他金属成本，通常铝合金的价格略高于电解铝的价格。受疫情冲击影响，生产和消费端受阻，2020年一季度铝锭价格大幅下跌，随着国内新冠疫情快速得到控制，疫情对经济活动影响逐步消退，需求端开始修复，同时宽松的货币政策和积极的财政政策下，2020年二季度开始，铝锭价格持续回升。从2020年三季度开始，全球有序复工复产，需求端持续增加，而铝锭供应仍然短缺，供需缺口较大，叠加长时间宽松的货币环境，通胀预期抬升，铝锭价格进一步大幅上涨，2021年5月铝锭价格最高上涨至2万元/吨左右，创近5年新高，2021年铝锭价格中枢大幅上移，对行业盈利产生明显影响。

图 5 受新冠疫情扰动，铝锭价格波动加大，2021 年铝锭价格中枢大幅上移将对行业盈利产生不利影响（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2020年，公司主营业务未发生变更，依然为汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售，占营业收入的92.88%，主营业务突出；此外公司亦对外提供压铸模具销售，对营业收入形成一定的补充。2020年7月，公司取得对百炼集团的控制权，自2020年8月将其纳入合并报表，使得公司营业收入大幅增长，扣除法国百炼集团合并收入，公司亦实现营业收入小幅增长；公司毛利率水平基本保持稳定，扣除合并报表变动影响，毛利率有所提升，主要系当年度新能源汽车客户和车身结构件产品贡献收入的比例提升；按销售区域分类来看，2020年公司收购百炼集团后，外销收入大幅增长至11.98亿元，占营业收入46.04%，外销地区主要为欧洲和北美洲。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
汽车类压铸件	241,737.60	22.56%	138,966.40	20.78%
模具	13,750.73	45.49%	10,797.76	63.98%
非汽车类压铸件	3,612.63	10.24%	3,077.38	26.85%
其他业务	1,155.93	14.33%	929.46	12.14%
合计	260,256.89	23.56%	153,771.01	23.89%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收购百炼集团后，公司在技术实力、客户资源、产能布局方面优势更加突出，综合实力增强；但对公司经营管理能力形成一定的挑战

经过多年积累，公司在铝合金压铸方面已掌握一定核心技术，包括复杂模具的设计开发、高真空压铸技术、热处理技术等，使得公司在铝合金压铸的车身结构件轻量化方面具有先发优势，并成为戴姆勒、

特斯拉和蔚来等头部品牌的配套供应商，为公司后续开发新能源整车客户以及获取相关订单夯实了基础；收购百炼集团后，补齐了公司在低压铸造和重力铸造工艺方面的短板，工艺能力得到完善，产品品类得以扩充，具体包括新增涡轮增压系统产品线，以及更复杂的铝合金轻量化刹车件、底盘和车身结构件等；公司子公司广东文灿模具有限公司，拥有大型和复杂模具自制能力，使公司可以针对不同车型的压铸件需求进行快速反应和设计，保障了业务的承接能力。2020年公司研发投入规模有所增加，占营业收入的3.21%。

客户资源方面，目前知名汽车整车厂商或一级零部件制造商都实行严格的供应商资格认证制度，通过一系列认证环节成为候选供应商往往需要耗费合作双方巨大的时间和经济成本，因此一旦双方确立供应关系，其合作关系一般比较稳定。目前公司已进入大众、宝马、奔驰、奥迪、特斯拉、蔚来等知名整车厂商和采埃孚、博世、麦格纳等全球知名一级零部件供应商的供应链体系，未来发展较有保障。

产能布局方面，公司国内生产基地分布在佛山、南通和天津，主要经营主体分别为公司本部、雄邦压铸（南通）有限公司（以下简称“南通雄邦”）和天津雄邦，分别位于汽车产业发达的珠三角、长三角和环渤海地区，基地布局基本是围绕核心客户建设。收购的百炼集团在在全球拥有 10 个生产基地，分布在墨西哥、中国（武汉、大连）、法国、匈牙利、塞尔维亚等国家，本次收购使得公司完成了全球生产基地的布局，有助于提高公司对于下游客户需求的响应速度、降低运输成本、提升核心客户满意度。

2020年公司本部收入规模有所下降并出现亏损，主要系疫情影响较大且收购百炼集团和股权激励产生的费用较高；南通雄邦以及天津雄邦主要聚焦车身结构件、底盘零件、新能源电力驱动件等附加值较高的铸件产品，其中南通雄邦营业收入略有增长，利润规模大幅提升，主要系高附加值的新能源汽车客户和车身结构件占比提升较多；天津雄邦是围绕大众等高端客户而建设，随着产能不断释放，天津雄邦营业收入和利润均实现较快增长，考虑到其产能尚处于爬坡阶段，后续产能利用水平的提升仍将带来收入及利润规模的提升。公司收购的百炼集团可以在产品组合、技术工艺、客户资源、生产布局等方面与公司形成互补，实现海外市场的快速扩张，完成公司全球化布局，增强公司综合竞争力，但经营规模的扩大、海外政治、文化、政策等方面的差异对公司经营管理能力形成一定的挑战，受海外疫情影响，百炼集团收入和利润有所下降，但2021年一季度经营情况恢复较好；此外，本期债券募投项目新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目实施主体为公司子公司江苏文灿压铸有限公司（以下简称“江苏文灿”），目前已与大众新能源进入量产交付阶段，在手订单大幅增长，随着项目建设完成，产能释放后将为公司贡献收入和利润。

表2 公司主要业务主体收入、利润情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
南通雄邦	79,547.08	8,883.86	79,264.60	4,842.74
天津雄邦	38,879.53	5,696.34	26,001.14	30.64
公司本部	38,901.85	-3,624.33	43,481.54	3,347.17

百炼集团 100,213.58 3,303.90 - -

注：法国百炼集团营业收入与净利润为2020年8-12月财务数据，法国百炼集团收入和净利润为合并其下属子公司的合并报表数据，未考虑评估增值

资料来源：公司提供

公司客户资质较好，持续导入新客户，未来业务发展具有保障；但公司仍面临一定的客户集中度较高的风险和外销风险

公司产品以直销为主，主要采用以销定产的生产模式，因此产销率保持在较高水平。2020年，受百炼集团合并影响，公司前五大客户结构出现一定的变动，其中采埃孚成为第一大客户，特斯拉未进入前五大客户，主要系当年度特斯拉相关产线升级改造阶段性停产所致。公司主要客户资质较好。2020年公司新开发了理想汽车、加拿大庞巴迪、恒大汽车等客户，主要提供车身结构件等产品。但公司前五大客户营收占比仍超过50%，存在一定客户集中度较高的风险。

表3 公司前五大客户销售金额及占比情况（合并口径）（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	销售内容	占销售总额比例
2020年	1	客户一	48,853.77	发动机系统零件、制动系统零件	18.77%
	2	客户二	37,780.23	变速箱系统零件	14.52%
	3	客户三	21,012.31	车身结构件、汽车件其他零件	8.07%
	4	客户四	12,487.79	制动与底盘零件	4.80%
	5	客户五	10,793.26	变速箱系统零件	4.15%
			合计	130,927.37	
2019年	1	客户一	30,032.36	变速箱系统零件	19.65%
	2	客户二	17,709.56	发动机系统零件、制动系统零件	11.59%
	3	客户三	12,798.17	变速箱系统零件	8.37%
	4	客户四	12,612.64	车身结构件、汽车件其他零件	8.25%
	5	客户五	11,854.72	车身结构件、汽车件其他零件	7.76%
			合计	85,007.47	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年，合并百炼集团后，外销收入大幅增长，占主营业务收入的比例提升至46.24%，其中欧洲和北美是外销的第一和第二大市场。需关注海外经济政策、贸易环境、政治文化等因素的差异与变动对公司带来的法律风险、运营风险及汇率波动风险等外销风险。

表4 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
内销	139,281.16	53.76%	106,349.96	69.58%
外销	119,819.80	46.24%	46,491.58	30.42%
合计	259,100.96	100.00%	152,841.55	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司产能规模继续提升，产能利用率略有下降，公司面临新增产能消化风险；2021年原材料价格中枢大幅上移将对公司盈利能力产生一定不利影响

2020年公司产能利用率略有下降，主要系疫情影响以及天津雄邦产能释放。为满足车身结构件等高端汽车压铸产品的市场增长需求，公司进行了相应的产能扩充，截至2020年末，公司主要在建项目如下表，上述项目完工将提高公司生产能力，推动业绩增长，但需关注公司在建项目投产后产能无法顺利消化进而无法实现预期收益的风险。

表5 截至2020年末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	设计年产能	已投产	负责子公司
汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸件技改项目	50,832.33	43,207.16	720万套	613万套	南通雄邦
新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目	61,135.60	12,998.55	480万套	49.6万套	江苏文灿
天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目	19,183.00	8,601.47	-	尚未达产	天津雄邦
大型精密模具制造项目	10,854.50	0.00	-	尚未达产	南通雄邦
合计	142,005.43	64,807.18			

资料来源：公司提供

从成本结构来看，直接材料占营业成本50%左右，其中最主要的原材料为铝合金，2020年二季度以来铝价震荡上升，整体出现较大幅度的上涨，尽管公司产品定价以成本加成为主，一般会定期根据铝价的变动进行调整，但产品价格调整有一定滞后性，且部分涨价成本需公司承担，2021年铝价中枢大幅上移将对公司盈利产生一定不利影响，并加大公司营运资金压力。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	比例	金额	比例
直接材料	101,896.66	51.48%	54,784.20	47.14%
制造费用	73,589.68	37.18%	51,198.39	44.05%
直接人工	22,454.17	11.34%	10,241.00	8.81%

资料来源：公司2019-2020年年度报告，中证鹏元整理

公司上游铝合金等原材料供应充足，属于充分竞争市场，受材料供应不足的影响较小。公司铝合金供应商较为稳定，但前五家铝合金供应商集中度较高。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告

和经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2020年新纳入公司合并范围内的子公司16家。

资产结构与质量

公司资产规模扩大，但整体资产流动性下降，面临一定的商誉减值风险

2020年末，公司总资产规模增长较快，主要系法国百炼集团合并所致，其中境外资产26.22亿元，占总资产的46.82%。资产结构以非流动资产为主，占比提升至62.83%。

2020年末，公司账面货币资金规模稳定，主要为银行存款，其中存放于境外的货币资金2.31亿元，受限比例很小。由于交易性金融资产变动，现金类资产减少。百炼集团合并后，公司应收账款大幅增加，应收对象主要为蔚来、大众、采埃孚等汽车整车厂商、汽车一级零部件供应商，账龄主要集中在一年以内，整体回收风险不大，但对公司资金占用明显。此外，0.37亿元的应收账款用于质押借款。存货主要系处于不同生产阶段的库存商品，百炼集团合并后，存货规模大幅增加，主要系在手订单增加，增加备货量所致，考虑到公司采用以销定产的生产方式且大宗商品价格仍保持高位，整体跌价风险可控。

公司固定资产主要为房屋建筑物与机械设备，2020年末固定资产账面价值大幅增长，主要系百炼集团合并以及在建工程转入所致，其中0.81亿元的固定资产用于抵押借款。2020年末在建工程主要为本期债券募投项目。2020年公司收购百炼集团形成商誉账面价值2.88亿元，若未来百炼集团经营业绩不及预期，将面临商誉减值的风险。2020年无形资产大幅增长，主要系合并百炼集团增加的土地使用权、专利权、商标权等，其中专利前和商标权2.03亿元。

总体来看，2020年公司合并百炼集团后，资产规模扩大，但账面现金类资产减少，非流动性资产占比提升较多，资产流动性下降；应收账款对公司资金形成占用。

表7 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	57,377.57	10.20%	71,977.85	12.85%	75,308.79	19.16%
交易性金融资产	0.00	-	0.00	-	40,000.00	10.18%
应收账款	89,393.26	15.90%	78,679.30	14.05%	35,994.86	9.16%
存货	46,836.68	8.33%	40,915.88	7.31%	20,423.24	5.20%
流动资产合计	213,618.81	37.99%	208,170.85	37.17%	190,728.45	48.52%
固定资产	203,025.33	36.10%	217,054.53	38.76%	136,769.57	34.79%
在建工程	56,855.03	10.11%	47,703.46	8.52%	40,288.01	10.25%
无形资产	34,350.76	6.11%	35,904.92	6.41%	9,885.66	2.51%
商誉	27,647.66	4.92%	28,804.13	5.14%	0.00	-
非流动资产合计	348,757.13	62.01%	351,889.28	62.83%	202,389.70	51.48%
资产总计	562,375.94	100.00%	560,060.13	100.00%	393,118.15	100.00%

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

盈利能力

合并百炼集团后，营业收入大幅增长，但受限于并购发生的一次性费用的影响，盈利能力未能发生明显变化，2021年原材料价格上涨将对其短期盈利水平继续产生影响

2020年7月，公司取得对百炼集团的控制权，自2020年8月将其纳入合并报表，百炼集团2020年8-12月营业收入10.02亿，净利润0.33亿元。合并完成后，2020年营业收入大幅增长，但营业利润和净利润增长幅度相对较小，主要系收购资产以及股权激励产生的费用大幅上升。2020年公司EBITDA利润率略有下降，总资产回报率有所上升，盈利能力未能发生明显变化。随着疫情对百炼集团生产和经营的影响逐步消退，天津雄邦和江苏文灿产能不断释放，预计2021年公司营业收入将大幅增长，但原材料价格上涨和子公司产能爬坡将对其盈利水平形成压制。

图 6 公司收入及利润情况（单位：万元）

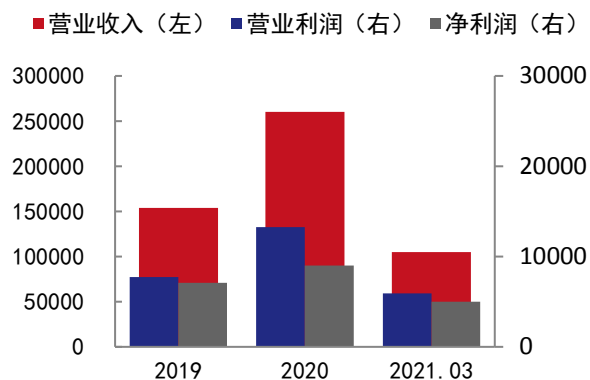
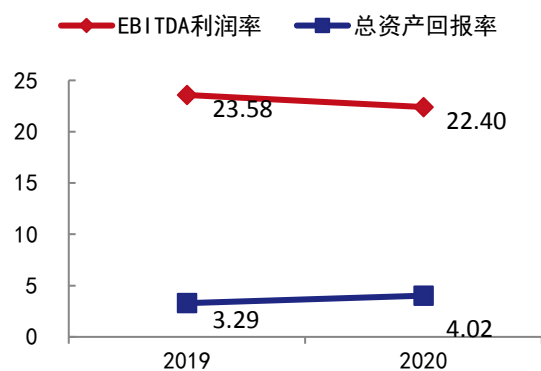


图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）

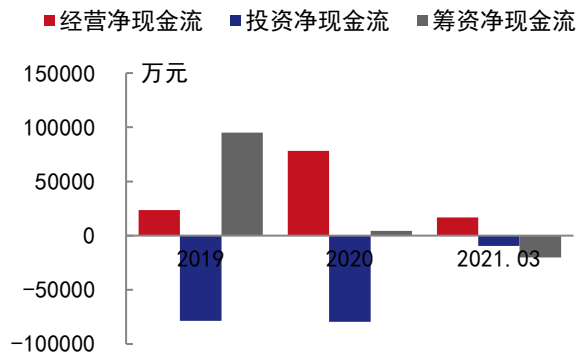
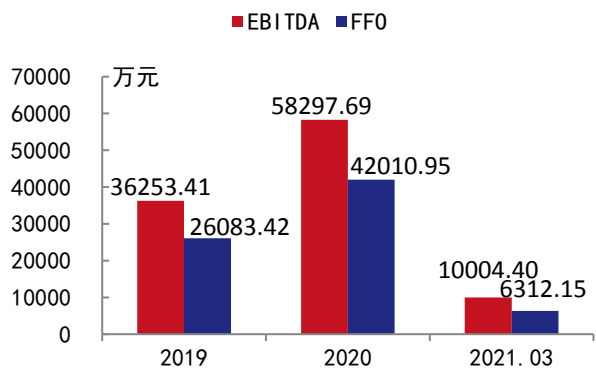


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

现金流

经营活动现金流表现良好，但面临一定的资金压力

2020年，合并百炼集团后，公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期大幅增长，主要系当年度利润规模增长、经营性应收应付项目变动所致。公司收购百炼集团在内的一系列子公司以及本期债券募投项目的不断投入，投资活动现金流净流出。2020年公司加大外部融资力度，用于海外并购、项目投资等，同期偿还到期的债务以及购买百炼集团少数股东权益支付的现金规模较大，使得当年度筹资活动现金基本收支平衡。整体来看，近年公司处于对外并购、产能扩张阶段，依靠经营现金流和筹资现金流平衡。以折旧为主的非付现费用规模较大且增长较快，FFO规模上升，现金生成能力较好。截至2020年末，公司主要在建项目仍需较大规模的投资，公司存在一定的资金压力。

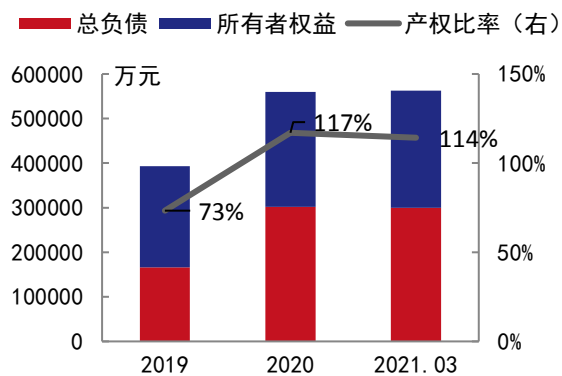
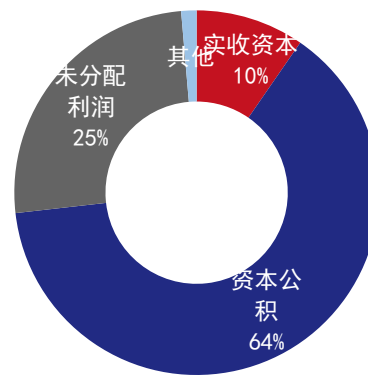
图 8 公司现金流结构

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


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

资本结构与偿债能力

2020 年公司负债水平有所上升，短期债务偿付压力增加

2020 年，得益于可转债转股和利润积累，所有者权益规模增加；同期，外部融资规模增长和百炼集团并表推动公司总负债增长较快，净资产对于负债总额的保障程度减弱。受可转债转股、收购百炼集团等影响，资本公积在权益中占比大幅提升。

图 10 公司资本结构

图 11 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 年一季报，中证鹏元整理

公司负债结构转变为以流动性负债为主。

2020 年，公司营运资金需求增加，短期借款规模有所上升。应付账款主要为材料采购款。一年内到期的长期付款较上年末大幅增长，短期偿付压力增加。

2020 年，公司长期借款增幅较大，主要系并购贷款增加所致。应付债券为本期债券，当年度较大规模的转股使得余额大幅减少。

表 8 公司主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
----	------------	--------	--------

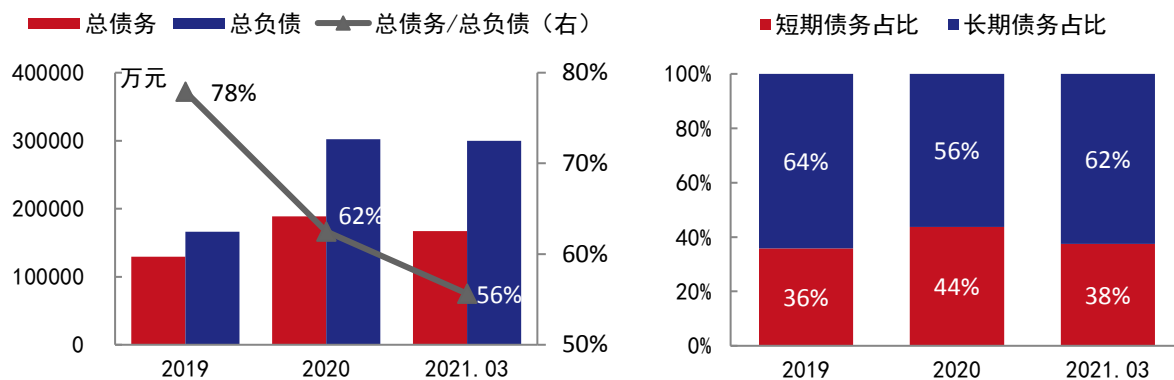
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	34,146.50	11.38%	51,216.55	16.96%	37,722.48	22.68%
应付账款	76,406.67	25.47%	59,968.58	19.86%	27,681.66	16.64%
一年内到期的非流动负债	27,965.36	9.32%	30,424.58	10.08%	8,743.44	5.26%
流动负债合计	176,515.29	58.85%	176,082.21	58.31%	80,641.58	48.48%
长期借款	89,719.15	29.91%	90,552.70	29.99%	24,532.68	14.75%
应付债券	14,547.32	4.85%	15,600.45	5.17%	58,581.27	35.22%
非流动负债合计	123,429.95	41.15%	125,898.34	41.69%	85,685.92	51.52%
负债合计	299,945.24	100.00%	301,980.55	100.00%	166,327.51	100.00%

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

2020年，总债务占总负债的比例有所降低；债务结构方面，短期有息债务占比有所上升，短期偿付压力增加。由于公司账面现金类资产减少、合并百炼集团后营运资金增加、在建项目仍需较大规模的投入，总债务规模的增加使得公司面临一定的债务偿付压力。

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 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

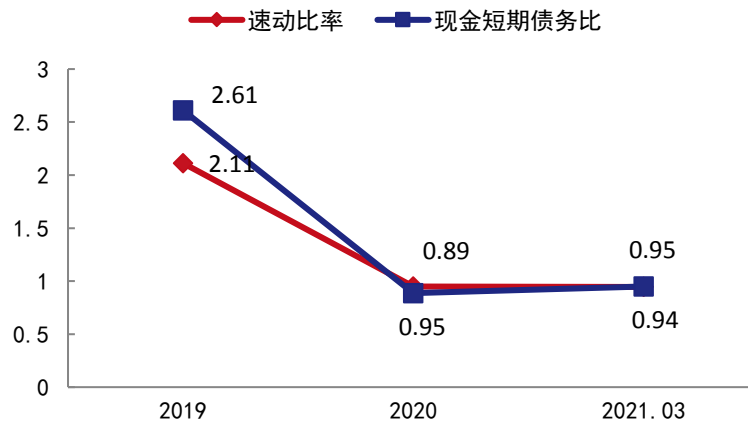
2020年，公司资产负债率继续上升，负债水平较高；EBITDA利息保障倍数基本稳定，盈利对债务利息偿付的保障程度仍较高；由于总债务规模增加较多，总资本对总债务的保障程度减弱，EBITDA和FFO对净债务的保障能力亦有所下降。整体来看，公司杠杆水平提升较多，财务风险有所上升。

表9 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	53.34%	53.92%	42.31%
净债务/EBITDA	-	2.10	0.34
EBITDA利息保障倍数	-	6.50	6.41
总债务/总资本	38.87%	42.24%	36.36%
FFO/净债务	-	34.35%	212.78%

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

2020年公司现金类资产规模减少，而短期债务规模上升，速动比率和现金短期债务比均出现较大幅度的下滑，公司短期偿付压力增加。

图 14 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2018年1月1日至报告查询日（2021年4月26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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

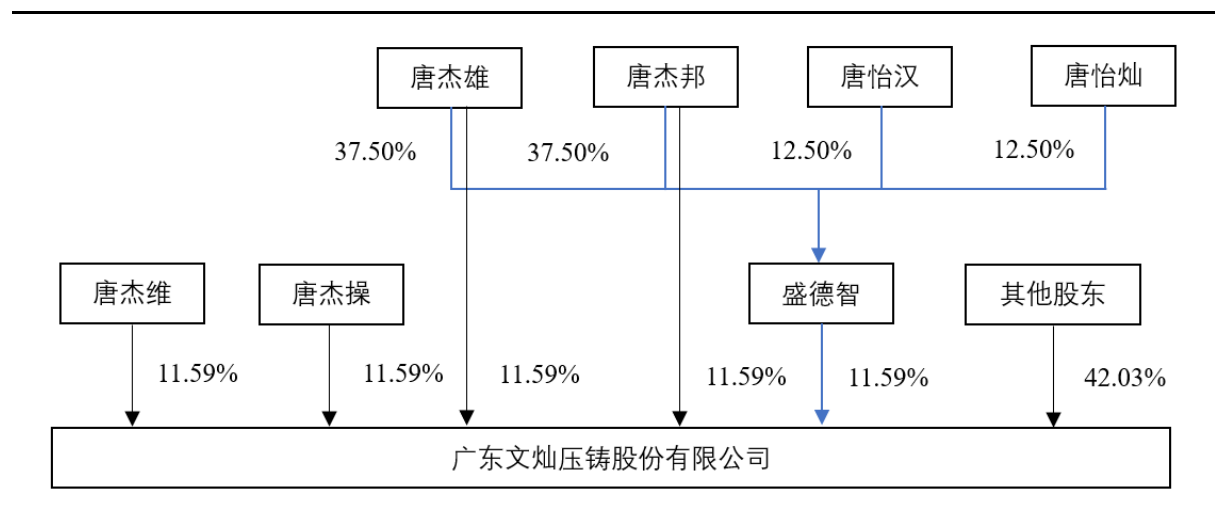
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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）	2021年3月	2020年	2019年
货币资金	57,377.57	71,977.85	75,308.79
应收账款	89,393.26	78,679.30	35,994.86
流动资产合计	213,618.81	208,170.85	190,728.45
固定资产	203,025.33	217,054.53	136,769.57
在建工程	56,855.03	47,703.46	40,288.01
非流动资产合计	348,757.13	351,889.28	202,389.70
资产总计	562,375.94	560,060.13	393,118.15
短期借款	34,146.50	51,216.55	37,722.48
应付账款	76,406.67	59,968.58	27,681.66
一年内到期的非流动负债	27,965.36	30,424.58	8,743.44
流动负债合计	176,515.29	176,082.21	80,641.58
长期借款	89,719.15	90,552.70	24,532.68
应付债券	14,547.32	15,600.45	58,581.27
长期应付款	0.00	431.75	0.00
非流动负债合计	123,429.95	125,898.34	85,685.92
负债合计	299,945.24	301,980.55	166,327.51
总债务	166,882.86	188,719.58	129,579.87
归属于母公司的所有者权益	262,430.71	258,079.58	226,790.64
营业收入	105,066.58	260,256.89	153,771.01
净利润	5,015.44	8,994.97	7,103.45
经营活动产生的现金流量净额	16,872.18	78,293.58	23,475.19
投资活动产生的现金流量净额	-9,532.97	-79,659.66	-78,741.86
筹资活动产生的现金流量净额	-20,221.85	4,337.29	95,195.70
财务指标	2021年3月	2020年	2019年
销售毛利率	21.05%	23.56%	23.89%
EBITDA 利润率	-	22.40%	23.58%
总资产回报率	-	4.02%	3.29%
产权比率	114.30%	117.01%	73.34%
资产负债率	53.34%	53.92%	42.31%
净债务/EBITDA	-	2.10	0.34
EBITDA 利息保障倍数	-	6.50	6.41
总债务/总资本	38.87%	42.24%	36.36%
FFO/净债务	-	34.35%	212.78%
速动比率	0.94	0.95	2.11
现金短期债务比	0.95	0.89	2.61

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

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
雄邦压铸（南通）有限公司	100%	3,008.00 万美元	设计、制造、销售汽车铝合金精密压铸件
杰智实业有限公司	100%	港币 7,187.08 万元	投资及贸易
广东文灿模具有限公司	100%	3,000.00 万元	模具及配套工装的研发、设计、生产与销售
天津雄邦压铸有限公司	100%	40,000.00 万元	设计、制造、销售汽车用铝合金精密压铸件
江苏文灿压铸有限公司	100%	20,000.00 万元	设计、制造、销售汽车铝合金精密压铸件
广东文灿投资有限公司	100%	30,000.00 万元	投资控股
文灿控股（德国）有限公司	100%	2.5 万欧元	投资控股
文灿控股（法国）有限公司	100%	19,331.00 万欧元	投资控股
百炼集团及其下属 12 家子公司	100%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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+交易性金融负债+应付票据+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-现金类资产+（营业成本+销售费用+管理费用）*3%
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（其他收益）
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
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。

附录五 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。