



# 2019年浙江正裕工业股份有限公司可转换 公司债券2023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2023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+

## 评级日期

2023年06月12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

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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”）生产的减震器等产品主要面向汽车零部件售后市场，下游客户资质较好且需求相对稳定，2022年公司经营活动现金流明显改善，且钢价偏弱运行有望推动成本端压力持续缓解；同时中证鹏元也关注到，公司债务规模持续扩张，且仍存在一定的短贷长投情况，短期偿债压力较大，公司产品仍以出口为主，短期内面临海外需求趋弱的风险，且中美贸易摩擦、汇率波动等因素可能影响公司外销表现，募投项目运营不及预期及产能持续扩张亦带来一定的经营风险，以及面临资产折旧增加、受限比例扩大及部分资产跌价的风险。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	23.39	23.96	22.18	18.04
归母所有者权益	10.96	11.06	10.50	10.23
总债务	7.26	7.44	5.39	2.49
营业收入	2.97	17.00	16.11	11.38
净利润	-0.11	0.58	0.72	1.14
经营活动现金流净额	0.20	2.45	-0.32	0.86
净债务/EBITDA	--	3.24	2.20	0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	9.09	17.21	11.74
总债务/总资本	36.93%	37.23%	30.85%	17.55%
FFO/净债务	--	23.72%	36.36%	131.51%
EBITDA 利润率	--	12.15%	12.62%	16.64%
总资产回报率	--	4.37%	4.32%	9.45%
速动比率	0.59	0.63	0.75	1.15
现金短期债务比	0.19	0.27	0.36	1.55
销售毛利率	24.34%	21.25%	21.06%	24.29%
资产负债率	46.96%	47.68%	45.49%	34.99%

资料来源：公司2020-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财报，中证鹏元整理

## 优势

- **公司仍拥有较为优质及稳定的客户资源。**公司小批量、多品种的产品特点仍可高效匹配汽车零部件售后市场“一站式”采购需求，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，有利于保证经营稳定性。
- **公司经营活动现金流明显改善，且钢价偏弱运行有望推动成本端压力持续缓解。**2022 年国际海运不畅明显缓和，缩短了海外客户的回款周期，同时钢价下行亦使得公司储备原材料的动力减弱，应收账款和存货等经营性占款减少，带动公司经营活动现金流同比大幅改善。中证鹏元预计 2023 年钢价将偏弱运行，公司成本端压力有望持续减轻。

## 关注

- **债务规模持续扩张，且仍存在一定的短贷长投情况，短期偿债压力较大。**公司在建生产基地总投资规模较大，促使公司加大债务融资以投入项目建设，且仍存在一定的短贷长投情况，以致杠杆比率及流动性指标表现持续走弱，2023 年 3 月末现金短期债务比已降至 0.19，短期偿付压力较大。
- **面临海外需求趋弱的风险，以及中美贸易摩擦、汇率波动等因素仍可能对业绩形成扰动。**公司产品主要用于出口，2022 年直接外销比例仍超过 80%，其中北美洲仍为公司最大外销市场，考虑到 2022 年下半年起海外客户进入前期累库消化阶段，下游需求减弱，受此影响 2023 年 1 季度公司营收已出现下滑，后续需求修复情况仍有待观察，且中美贸易摩擦、汇率波动等因素仍可能对公司业绩形成扰动。
- **需关注募投项目运营不及预期及产能大幅扩张带来的产能消化担忧。**本期债券募投项目主要生产汽车用橡胶减震产品，2022 年已完工达产，但下游订单未明显放量叠加折旧费用高企致亏损幅度持续扩大；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。需关注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。
- **面临资产折旧增加、受限规模扩大及部分资产跌价的风险。**2022 年，公司新厂房逐步完工致固定资产大幅增加，需关注折旧计提对盈利的挤压，且资产受限比例亦大幅提高，融资弹性进一步减弱。此外，公司仍面临一定的存货跌价风险及商誉减值风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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，可以为公司提供稳定的业务来源，财务风险相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	跃岭股份	金固股份	隆基机械	公司
总资产	12.72	73.63	35.76	<b>23.96</b>
营业收入	7.74	30.19	22.74	<b>17.00</b>
净利润	0.03	1.09	0.41	<b>0.58</b>
销售毛利率	10.36%	7.56%	6.99%	<b>21.25%</b>
资产负债率	19.82%	46.07%	38.73%	<b>47.68%</b>

注：（1）以上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；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFind，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

汽车零部件企业信用评级方法和模型

[cspy\\_ffmx\\_2022V1.0](#)

外部特殊支持评价方法和模型

[cspy\\_ffmx\\_2022V1.0](#)

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
<b>个体信用状况</b>					<b>a+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>A+</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

## 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+	2022-6-9	徐宁怡、龚程晨	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
A+/稳定	A+	2019-5-6	党雨曦、刘师宇	<a href="#">汽车及零部件制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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	2022-6-9	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“正裕转债”，募集资金拟用于汽车悬置减震产品生产项目及补充流动资金。截至2022年末，募投项目已结项并已注销募集资金账户。

## 三、发行主体概况

截至2023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。2022年，因部分可转债转股，公司实收资本变更为22,250.10万元，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22,249.98万元。公司股东正裕投资、郑连松、郑连平、郑念辉分别持有公司44.27%、7.42%、6.93%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。

跟踪期内，公司经营业务及合并范围未发生重要变化，仍以汽车悬架系统减震器和发动机密封件为主。截至2023年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司仍为6家，详见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业经济环境

**2022 年汽车零部件供应链稳定性虽一度遭遇冲击，但在国内整车市场需求稳中有增且汽车零部件国产替代率逐步提升的背景下，行业收入仍实现小幅增长；2023 年考虑到下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车掀起降价潮且居民消费信心仍需恢复，中证鹏元对汽车零部件行业消费持谨慎乐观态度**

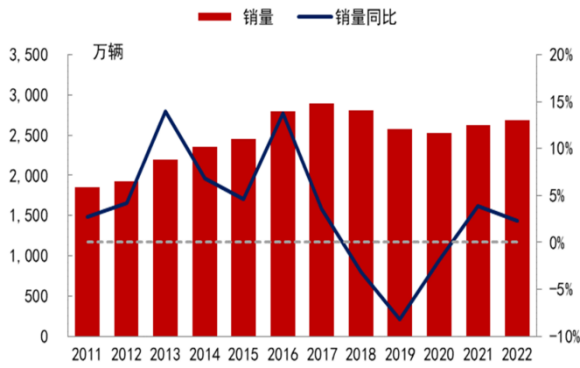
2022 年中国汽车销售市场先抑后扬，尽管上半年汽车行业供应链一度面临较强的短期冲击，下半年仍在新能源汽车快速增长的带动下迅速恢复，全年累计销量 2,686.4 万辆，同比增长 2.1%，延续了 2021 年以来的增长趋势。其中，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，且零部件国产化率较高，带动汽车零部件市场需求量持续上升，2022 年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长 3.63%。

汽车产业具有促消费稳增长的作用，是政府的重点监测和扶持产业之一，过去几年增加车牌投放指标、提供购车补贴等刺激汽车消费的政策频出、主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力。截至 2022 年末，根据公安部数据统计，我国千人汽车保有量持续上升至 226 辆，但与美国 837 辆、韩国 472 辆等全球主要国家相比，长期仍具备提升空间。然而，国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企和部分电动化转型较好的零部件企业仍将继续受益于新能源行业的较高景气度，其他传统车企的利润空间或被摊薄。

从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，2023 年主机厂竞争日益加剧，特斯拉、以东风汽车为首的传统燃油车等主流车企纷纷降价，亦导致消费者产生观望情绪，零部件厂商需求或随之承压。综合上

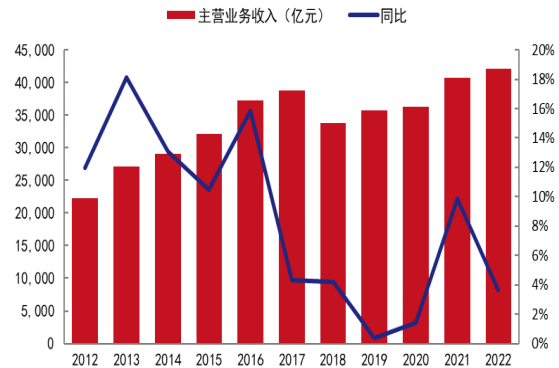
述因素，中证鹏元对后续汽车零部件市场增速持谨慎乐观的态度。

图 1 2022 年我国汽车销量实现持续增长



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2022 年汽车零部件行业主营业务收入增速有所放缓



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

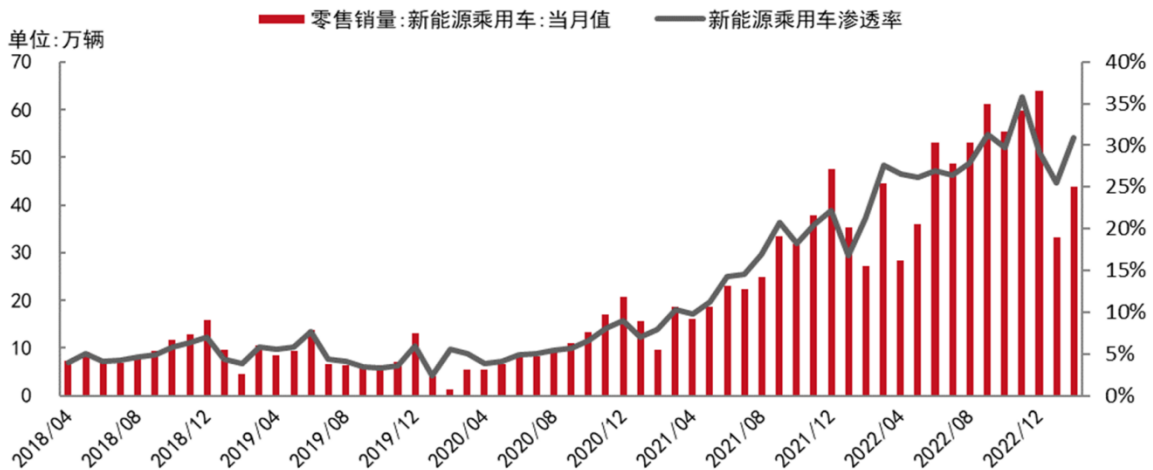
随着新能源汽车市场认可度提高，逐步由政策驱动转向需求驱动，渗透率持续提升，新能源汽车零部件需求亦有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，有望增加部分细分领域的全球市占率

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，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。近年市场对新能源汽车购置补贴退坡已充分预期，补贴金额占车辆消费总额的比重持续降低且处于较低水平，补贴退坡政策市场接受度较高。目前，消费者对新能源汽车认可度逐步提高、充电桩等配套设施亦持续完善，随着新能源车型投放力度加大，智能化程度不断提升，未来对新能源车市场保持乐观，预计新能源乘用车渗透率和新能源零部件需求均有望进一步提高。

中长期来看，掌握新能源汽车零部件核心技术以及供应体系获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出。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，新能源零部件需求存在持续支撑。另外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于领先地位，国内汽车零部件企业加速布局海外产能规划建设，有望进一步增加海外市场份额，加速实现部分零部件细分领域的全球化进程，提升市占率。预计短期内零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑继续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继续提升。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，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链。

图 3 近年新能源乘用车销量和渗透率整体呈波动向上态势





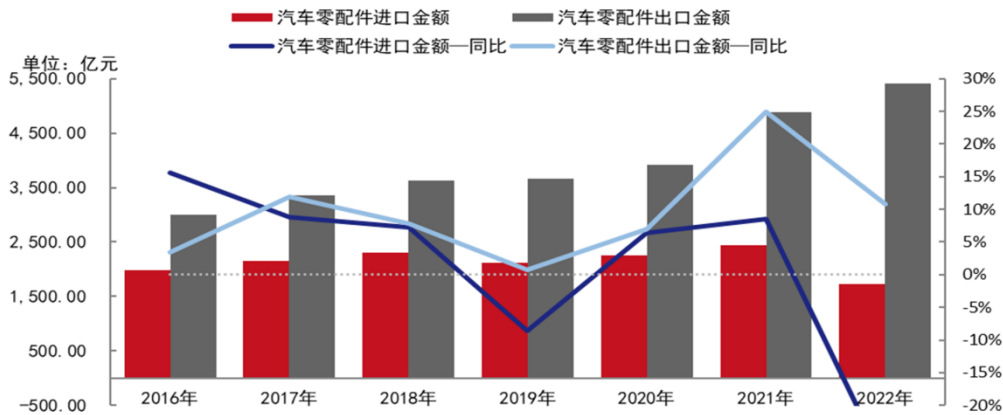
注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

**2022 年汽车零部件出口延续增长趋势，续创历史新高，进口金额有所下滑；预计随着国内自主品牌配套零部件企业加速出海，出口金额仍将持续增长，但未来需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**

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，2021-2022 年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、叠加国际油价高涨，国内外新能源汽车渗透率持续提高，市场消费者认可度亦逐步提升，新能源汽车正从政策及牌照驱动转向消费者需求驱动。2022 年中国汽车零部件出口金额同比增长 10.80%，达到 5,411.30 亿元，续创历史新高。

目前，欧美新能源汽车市场仍保持较高景气度，而中国在新能源产业链上发力较早，具备产业链集聚优势，国内零部件企业正加速海外客户布局，有望拉动行业持续上行，中证鹏元预计 2023 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及部分欧美国家经济承压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 2022 年汽车零部件出口表现亮眼**


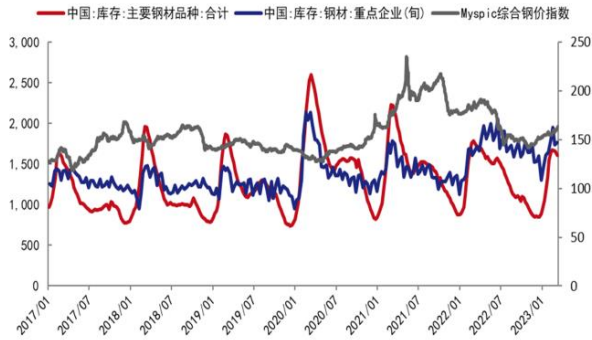
资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

供需宽松格局叠加成本端支撑下移，预计 2023 年钢价将偏弱运行，汽车零部件厂商成本端压力有望减轻；但人民币汇率预计将呈现双向波动、温和回升的态势，出口企业将面临一定的汇率波动压力

中证鹏元认为纵观 2023 年，钢材需求强预期弱现实，供需矛盾短期内仍难改善，钢价或将偏弱运行。需求方面，随着政府专项债继续发力、央行基建类项目资本和专项再贷款等结构性政策工具支持，基建投资仍为钢材需求主支撑；地产方面，预期修复周期较长，短期用钢需求难以改善；制造业方面，企业持续处于去库存周期，市场整体呈弱复苏态势，投资动能偏弱。供给方面，预期在需求明显复苏及利润端修复前，钢材产量将继续下降，但产量平控政策对供给弹性有一定限制，整体降幅有限。

汇率方面，2022 年全球经济发展面临巨大挑战，主要发达经济体激进收紧货币政策抗击通胀，美债和美元走势凌厉，尽管新兴市场遭受严峻的外溢性冲击，但人民币汇率表现出较强韧性，全年人民币对美元汇率呈现宽幅震荡、总体贬值的态势。展望 2023 年，全球经济将呈现错位增长态势，欧美国家经济出现衰退概率增大，而在多重政策发力带动下，国内经济有望回暖。此外，欧美国家加息将进入下半场，人民币汇率外部压力将有所缓解。受上述因素综合作用，预计全年人民币汇率将呈现双向波动、温和回升的态势。

**图 5 2023 年钢价自高位有所回落（单位：万吨）**
**图 6 2022 年人民币兑美元汇率宽幅震荡、总体贬值**



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理



资料来源：iFind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司客户资质较好且合作稳定，小批量、多品种的产品特点仍可高效匹配汽车零部件售后市场“一站式”采购需求，2022年公司经营总体平稳，且产能持续扩张有望进一步提高其市场份额，但需关注海外需求减弱及产能消化不足等经营风险

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，其中悬架系统减震器仍是公司主力产品。2022年，公司经营总体平稳，主营业务收入和毛利率均实现微增。分产品看，悬架系统减震器和发动机密封件收入和毛利率变动不大；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于年内完工达产，销售规模有所增长但尚未明显放量，而折旧费用高企对利润侵蚀较大，导致其他汽车零部件毛利率转负，此外，受海外需求趋于疲软等因素影响，2023年1季度公司主营业务收入同比减少16.64%，经营压力加大。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
汽车悬架系统减震器	1.95	65.97	21.74	12.30	72.58	20.93	12.08	75.52	19.14
发动机密封件	0.71	23.89	35.74	3.34	19.71	31.70	3.14	19.62	32.47
其他汽车零部件	0.30	10.14	14.38	1.31	7.72	-4.12	0.78	4.85	4.08
<b>合计</b>	<b>2.96</b>	<b>100.00</b>	<b>24.34</b>	<b>16.96</b>	<b>100.00</b>	<b>21.12</b>	<b>16.00</b>	<b>100.00</b>	<b>21.02</b>

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

公司减震器产能持续扩充但利用率有所下滑，且在建产能规模较大，需关注产能大幅扩张带来的消化担忧；同时本期债券募投项目亏损幅度进一步扩大，后续运营效益仍有待观察

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。公司生产基地仍分布于台州玉环、宁波北仑

和安徽芜湖三地。

产能利用率方面，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。2022年，随着公司不断增加设备投入，玉环基地减震器产能持续扩充，但由于全年产能处于逐步爬升状态，叠加玉环基地和宁波基地当年度均出现短暂停产，导致产能利用率明显下滑。为保障客户交期需求，公司持续加大产能建设，新生产基地（即“智造园项目”）正加快推进，同时拟在泰国投资建厂以开拓东南亚市场，未来随着新建生产基地逐步建成投产，减震器产能有望大幅扩张，考虑到2022年产能利用率已出现下滑，后续新增产能的消化情况值得关注。

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，2022年芜湖荣基产能持续增加，产能利用率虽较上年有所下滑但仍处于偏紧状态。

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。2022年11月，本期债券募投项目汽车悬置减震产品生产项目已完工，但其现有产品品类尚无法满足客户一站式采购需求，下游客户订单未有明显放量，而前期固定资产折旧费用较高，导致芜湖安博业绩持续亏损，2022年净利润为-8,689.21万元，亏损额较上年扩大近2倍。2022年起，公司已根据客户需求逐步调整产品开发品类，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，需对后续市场开拓及产能利用情况予以关注。

短期内公司资本开支需求仍主要来自智造园项目建设，截至2023年3月末尚需投资5.39亿元，公司仍面临较大的资金筹措压力。

**表2 公司主要生产基地产能**

工厂名称	设计产能	2022年产量	产能利用率	主要产品
玉环正裕工厂（支）	10,500,000	7,834,363	74.61%	悬架系统减震器
宁波鸿裕工厂（支）	7,500,000	5,871,165	78.28%	悬架系统减震器
芜湖荣基工厂（套）	30,000,000	24,763,329	82.54%	汽车发动机密封件
芜湖安博工厂（套）	50,000,000	28,130,722	56.26%	橡胶减震产品、减震器配件等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表3 截至2023年3月末主要在建、拟建产能（单位：亿元）**

项目	总投资	已投资	设计总产能	建设主体
智造园	10.00	4.61	-	正裕工业
泰国生产基地	0.31	-	-	正裕工业
<b>合计</b>	<b>10.31</b>	<b>4.61</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产销情况方面，公司客户有小批量、多批次的采购特点，一般在与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系列产品还需增加一个总成组装工序<sup>1</sup>。对于以ODM模式销售的产品，公司一般根据订单量定期组织生产，但部分自主品牌产品会保留一定的安全库存。2022年，公司悬架系统减震器销量小幅微增，但产量受临时停产等因素限制低于上年水平，故产销率有所提升。

**表4 公司主要产品产能、产量情况**

产品	项目	2022年	2021年
汽车悬架系统减震器	产能（万支）	1,800.00	1,600.00
	产量（万支）	1,370.55	1,414.98
	产能利用率	76.14%	88.44%
	销量（万支）	1,385.72	1,346.27
	库存量（万支）	226.70	241.87
	产销率	101.11%	95.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司产品仍以出口为主，主要客户资质较好且合作稳定，2022年销售额小幅增长，但需关注海外需求趋弱、贸易政策、汇率变动等因素对公司业绩的扰动**

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，亦有少量自主品牌产品，对于整车配套比例较低。目前，公司产品仍主要供应海外汽车售后市场，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。2022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。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。

公司营业收入中外销占比较高，2022年直接外销比例较上年略有减少。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。需要关注的是，由于海外客户前期订单旺盛累积了大规模库存，2022年下半年起进入库存消化阶段，对公司订单量有所下滑，受此影响2023年1季度公司营收已出现下滑，后续需求修复情况仍有待观察。并且截至2023年5月，美国仍对中国部分商品征收高额关税，后续对华贸易政策走向尚不明朗，虽然目前公司与客户约定由其自行承担25%的关税，但如果未来国际贸易摩擦进一步升级，公司将面临一定的客户流失风险。此外，公司产品享受国家出口退税政策，且出口产品主要以美元等外币计价，出口退税政策变化、汇率波动等因素亦有可能对公司盈利表现形成扰动。

**表5 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）**

项目	2022年	2021年
----	-------	-------

<sup>1</sup> 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。

	金额	比例	金额	比例
境外	141,565.23	83.52%	137,168.94	85.72%
境内	27,941.97	16.48%	22,845.56	14.28%
<b>合计</b>	<b>169,507.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>160,014.50</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年，公司下游订单仍主要来自于长期合作的客户，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经营或市场环境变化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6 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
2022年	客户一	18,702.22	11.00%
	客户二	14,444.92	8.50%
	客户三	12,711.20	7.48%
	客户四	9,789.67	5.75%
	客户五	9,308.57	5.48%
	<b>合计</b>	<b>64,956.58</b>	<b>38.21%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>71,496.05</b>	<b>44.39%</b>

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

**受益于钢材等原材料价格高位回落，公司成本端压力有所缓解且有望持续，并且上游供应商仍较为分散，原材料短缺风险较小**

原材料仍为汽车零部件成本中的主要构成。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。2022年除了弹簧和橡胶采购量降幅较大以外，其他原材料采购额较上年变动不大。

公司在橡胶、油封、总成类等少数原材料上有一定的议价能力，但多数原材料属于钢制品，考虑钢材为充分竞争市场，价格随行就市，而销售端产品价格较难同步调整，因此公司盈利受钢价波动影响较大。2022年受益于钢材和橡胶价格震荡下行，公司主要原材料采购价同步下降，悬架系统减震器毛利率略有提升。中证鹏元认为，2023年钢价预计仍将偏弱运行，公司成本端压力有望持续缓解。

**表7 公司主要原材料采购额和占比情况（单位：万元）**

项目	2022 年		2021 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	12,723.20	10.07%	12,564.46	9.94%
钢管及钢板类	14,095.91	11.15%	14,946.47	11.83%
包装	12,042.46	9.53%	11,587.00	9.17%
弹簧及弹簧盘	6,895.74	5.46%	9,230.60	7.30%
橡胶	8,818.07	6.98%	11,570.69	9.16%
支架类	5,065.92	4.01%	4,624.02	3.66%
总成类	597.80	0.47%	151.94	0.12%
粉末冶金	4,111.35	3.25%	3,792.60	3.00%
减震器油	3,567.01	2.82%	2,601.97	2.06%
其他	28,919.01	22.88%	24,780.65	19.61%

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，一般与长期合作供应商签订年度采购框架协议，并按月向供应商下单，2022年公司与供应商的结算方式未发生较大变动，仍为货到检验合格后1-4个月付款，采用现金和银行承兑汇票结合的方式。公司合作供应商较为稳定且呈现较为分散的特点，多数位于邻近的江浙地区，原材料短缺风险较小。

**表8 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
2022 年	供应商一	钢管	4,513.35	5.14%
	供应商二	连接支架、弹簧盘	3,456.16	3.93%
	供应商三	钢管	3,254.31	3.71%
	供应商四	连接支架、弹簧盘	3,002.67	3.42%
	供应商五	粉末冶金类	2,817.32	3.21%
		<b>合计</b>		<b>17,043.81</b>
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%
		<b>合计</b>		<b>19,129.93</b>

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2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内公司合并报表范围无变化。

### 资本实力与资产质量

公司资产规模小幅提升，其中新厂房逐步完工转固使得非流动资产占比增加，且资产受限程度进一步提高，同时需关注存货跌价风险、商誉减值风险以及固定资产折旧对盈利的侵蚀

2022年公司所有者权益在利润积累的带动下略有提升，同期对外融资力度加大驱动公司总负债明显增加，因此公司产权比率有所提升，所有者权益对总负债的保障程度减弱，其中权益结构较为均衡，未分配利润、资本公积、实收资本和少数股东权益均是重要组成部分。

图7 公司资本结构

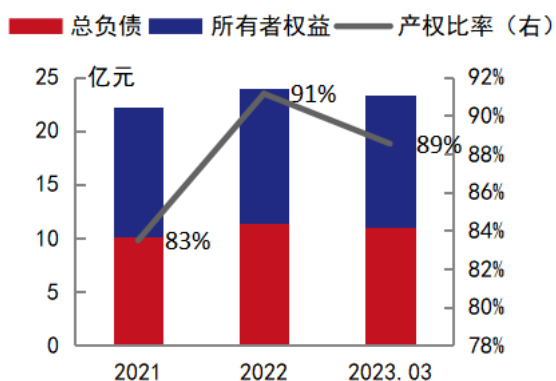
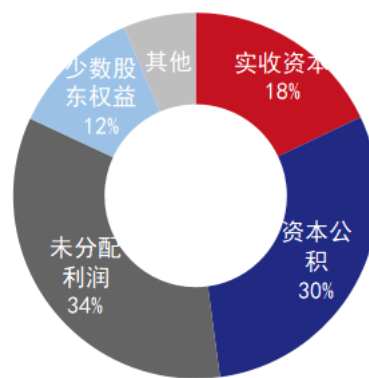


图8 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

2022年，公司资产略有增长，主要受债务融资驱动，随着新厂房建设加速，非流动资产占比明显提升。截至2023年3月末，公司资产结构仍以自有厂房和设备以及业务推进形成的存货、应收账款为主，符合汽车零部件制造行业经营特性。

公司固定资产和无形资产分别为生产所需的厂房和设备以及土地使用权，跟踪期内，公司智造园一期厂房部分完工转固，并以1.26亿元成功竞拍其相邻地块拟用于二期项目建设，故而固定资产和无形资产均有较大幅度增长，需关注后续周转效率及折旧计提对盈利的影响。截至2023年3月末，在建工程主要包括智造园一期、荣基智能立体仓库等项目投入。截至2022年末，公司存货仍主要由库存商品与原材料构成，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，公司为保障客户交期，会保留一定自主品牌产品的安全库存，致使库存商品规模较上年有所增加，而钢价走跌等因素使得公司原材料储备大幅减少，故而存货余额同比有所下降。由于自主品牌产品销售周期较长，2022年末公司存货跌价准备余额0.50亿元，较上年末增长49.38%；若下游订单开拓未达预期，则公司存货面临继续减值的风险。得益于2022年国际海运不畅明显缓和，海外客户的回款周期缩短，公司应收账款有所下降，账期仍主要集



中在1年以内，其中对车喜仕汽车科技（浙江）有限公司的剩余应收款预计无法收回，已核销坏账准备502.15万元，截至2022年末单项计提的部分为129.76万元；公司对前五大应收对象余额合计占应收账款期末余额的35.80%，应收账款集中度持续下降，考虑到下游客户存在部分国内小型汽配经销商，抗风险能力较弱，需关注相应的回款风险。

此外，商誉和货币资金亦是资产的重要组成部分。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2022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，考虑到子公司盈利受下游市场需求、自身经营管理等多重因素扰动，公司面临较大的商誉减值风险。随着在建项目资金需求增加，公司货币资金流动性趋紧，对短期债务保障程度较弱。

随着对外融资力度加大，公司受限资产规模亦大幅提升，截至2022年末，公司受限资产合计为5.38亿元，占同期末总资产的比重升至22.45%。其中用于借款抵押及票据担保的土地和房产占4.75亿元，其余为货币资金中的票据保证金，资产大幅度受限使得公司融资弹性面临较大考验。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.81	3.46%	1.16	4.83%	1.34	6.06%
应收账款	3.06	13.08%	3.49	14.57%	3.76	16.96%
存货	4.52	19.33%	4.50	18.80%	5.30	23.91%
<b>流动资产合计</b>	<b>8.92</b>	<b>38.15%</b>	<b>9.64</b>	<b>40.24%</b>	<b>11.43</b>	<b>51.54%</b>
固定资产	7.74	33.09%	7.61	31.75%	5.44	24.53%
在建工程	1.48	6.32%	1.52	6.34%	1.20	5.42%
无形资产	2.70	11.56%	2.72	11.36%	1.48	6.68%
商誉	1.81	7.75%	1.81	7.57%	1.81	8.18%
<b>非流动资产合计</b>	<b>14.47</b>	<b>61.85%</b>	<b>14.32</b>	<b>59.76%</b>	<b>10.75</b>	<b>48.46%</b>
<b>资产总计</b>	<b>23.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.18</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财报，中证鹏元整理

## 盈利能力

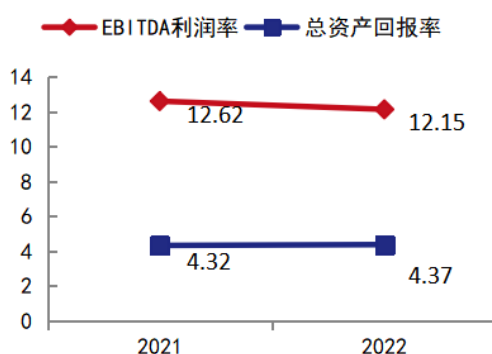
**2022年公司营业收入和毛利率均小幅提升，利润波动主要受非经常性损益影响；2023年盈利上涨与下行因素共存，预计盈利能力有望保持相对平稳**

公司营业收入主要来自悬挂系统减震器和发动机密封件，2022年实现营收规模同比增长5.55%，销售毛利率亦小幅提升。得益于2022年美元兑人民币震荡走强，公司实现汇兑收益0.35亿元，拉动归属于上市公司股东的扣非后净利润同比上升175.56%，但由于上年转让子公司实现投资收益0.33亿元，相较之下本年非经常性收入大幅减少，影响净利润同比下降18.80%。

由于2022年公司主营业务盈利能力总体保持稳定，EBITDA利润率和总资产回报率较上年变化不大。

展望2023年，海外客户累库消化短期内可能拖累下游需求，后续需求修复情况有待观察，但从长期来看，全球汽车零部件售后市场需求总体较为稳定，且随着公司产能持续扩张，未来业务规模仍有一定的增长空间，但需关注中美贸易摩擦、行业竞争激烈等导致订单流失的风险。盈利能力方面，钢价偏弱运行可能推动公司成本端压力持续缓解，但橡胶减震产品持续亏损、新厂房投用后固定资产折旧增加、美元汇率波动仍是盈利的扰动因素。综合上述影响，预计公司未来盈利能力波动有限。

**图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司债务规模持续扩张，且仍存在一定的短债长投情况，偿债指标整体表现趋弱，短期偿债压力较大，而在建生产基地未来仍面临较大的资金筹措压力

2022年，公司新增较大规模银行借款用于智造园项目建设，导致总债务及其在负债中的比重均明显提升，目前融资结构以银行借款为主，可转债和银行承兑汇票作为补充。从期限结构来看，截至2023年3月末，总债务为7.26亿元，其中短期债务和长期债务的比例约为3:2，仍存在一定的短债长投情况，考虑到账面自有资金较少，公司面临较大的短期偿债压力。

应付账款主要为向上游供应商采购原材料等而产生，因2022年4季度产量较前期有所下降，采购欠款也同步减少。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.25	29.57%	2.77	24.28%	1.82	18.01%
应付账款	2.59	23.62%	2.87	25.16%	3.68	36.51%
应付票据	0.89	8.14%	1.58	13.79%	1.79	17.70%
<b>流动负债合计</b>	<b>7.51</b>	<b>68.41%</b>	<b>8.20</b>	<b>71.74%</b>	<b>8.22</b>	<b>81.48%</b>
长期借款	1.36	12.38%	1.31	11.48%	0.00	0.00%

应付债券	1.56	14.20%	1.54	13.49%	1.49	14.72%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.47</b>	<b>31.59%</b>	<b>3.23</b>	<b>28.26%</b>	<b>1.87</b>	<b>18.52%</b>
<b>负债合计</b>	<b>10.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.09</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务合计</b>	<b>7.26</b>	<b>66.15%</b>	<b>7.44</b>	<b>65.08%</b>	<b>5.39</b>	<b>53.44%</b>
其中：短期债务	4.24	38.62%	4.47	39.10%	3.72	36.83%
长期债务	3.02	27.53%	2.97	25.99%	1.68	16.61%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

杠杆状况方面，由于公司为智造园项目筹措资金，推动债务规模快速增长，2022年资产负债率及总债务/总资本比例均有所增长，杠杆水平持续提升。同时EBITDA和FFO对净债务的覆盖程度趋弱，且由于融资规模扩大增加了付息压力，EBITDA利息保障倍数亦大幅减少。

现金流及杠杆比率波动性方面，公司FFO较上年变化不大，但经营活动现金流大幅改善，主要系2022年国际海运不畅明显缓和，缩短了海外客户的回款周期，同时钢价下行亦使得公司储备原材料的动力减弱，应收账款和存货等经营性占款减少。此外，公司近年处于产能扩张阶段，2022年智造园项目建设进度加快，投资活动现金流净流出规模扩大，且考虑到该项目仍面临较大的资金缺口，未来可能造成债务融资进一步增加，因此相比FFO和经营现金流，自由现金流能更好反映公司的现金流状况。根据近年自由现金流/净债务指标数据，公司杠杆比率存在进一步恶化的可能。

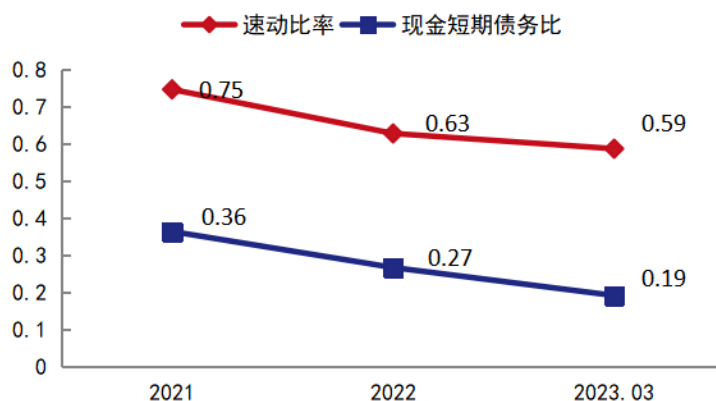
**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

项目	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	0.20	2.45	-0.32
FFO	--	1.59	1.63
资产负债率	46.96%	47.68%	45.49%
净债务/EBITDA	--	3.24	2.20
EBITDA 利息保障倍数	--	9.09	17.21
总债务/总资本	36.93%	37.23%	30.85%
FFO/净债务	--	23.72%	36.36%
经营活动现金流/净债务	3.03%	36.65%	-7.11%
自由现金流/净债务	-7.54%	-28.25%	-56.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

受短期债务规模扩大和流动资产减少的双重影响，公司速动比率和现金短期债务比均呈下滑态势，现金短期债务比2023年3月末已降至0.19。公司账面流动性很弱，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，短期偿债压力较大。虽然公司资产受限比例较高，融资弹性受到一定限制，但考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为多样且畅通，截至2023年3月末备用授信额度尚余8.42亿元，较上年同期大幅扩充，综合来看，公司获取流动性资源的能力较强。

**图 10 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

公司所从事的汽车悬架系统减震器等生产活动面临的环境风险相对较小，根据公司于 2023 年 5 月 29 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司过去一年未因空气污染和温室气体排放、废水排放或废弃物排放受到政府部门处罚。

#### 社会因素

根据公司于 2023 年 5 月 29 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 公司治理

公司作为上海证券交易所主板上市公司，根据有关法律法规及监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。公司在人员任免、重大合同签订等方面参与子公司的经营管理，并对其资金及融资活动进行统一归集和统筹，对下属子公司管控力度较强。

公司创始人及实控人郑连松、郑念辉、郑连平从业年限均逾 20 年，核心高管团队经验丰富且稳定性较好。根据公司于 2023 年 5 月 29 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，2020 年，公司前任高级管理人员李振辉因配偶短线交易公司股票被证监会出具警示函，除此以外近三

年公司高管不存在其他因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形，且公司过去一年未因信息披露不合规受处罚。2022年，公司董事兼总经理刘勇因个人原因辞职，其他董监高均无变更。此外，跟踪期内公司经营战略、管理及治理模式、组织架构均未发生重大调整。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（公司本部及子公司芜湖荣基、芜湖安博2023年5月5日、子公司宁波鸿裕2023年5月26日），公司本部及子公司宁波鸿裕、芜湖荣基、芜湖安博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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月28日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、债券偿还保障分析

### 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 2023 年 6 月 2 日，质押股票市值约 3.01 亿元，对本期债券未偿付本息总额覆盖率为 1.70 倍，股权质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

## 九、结论

从行业环境及公司经营竞争力来看，2022年国内汽车零部件出口延续增长趋势，且公司主要面向售后市场，随着全球汽车保有量提升，下游需求总体较为稳定。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，资质较优、合作关系稳定，且公司减震器品种较全，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，近年产能持续提升。但公司外销比例较高，面临海外需求趋弱的风险，且中美贸易摩擦、汇率波动仍可能对公司业绩形成扰动，而募投项目运营效益不佳及产能扩张较快恐进一步增加其经营风险。

从偿债能力来看，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，流动性指标降至低位，后续建设资金预计将持续依靠外部筹资来实现，偿债压力较大。但公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，备用授信额度充足，总体来看，公司抗风险能力一般。

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+。

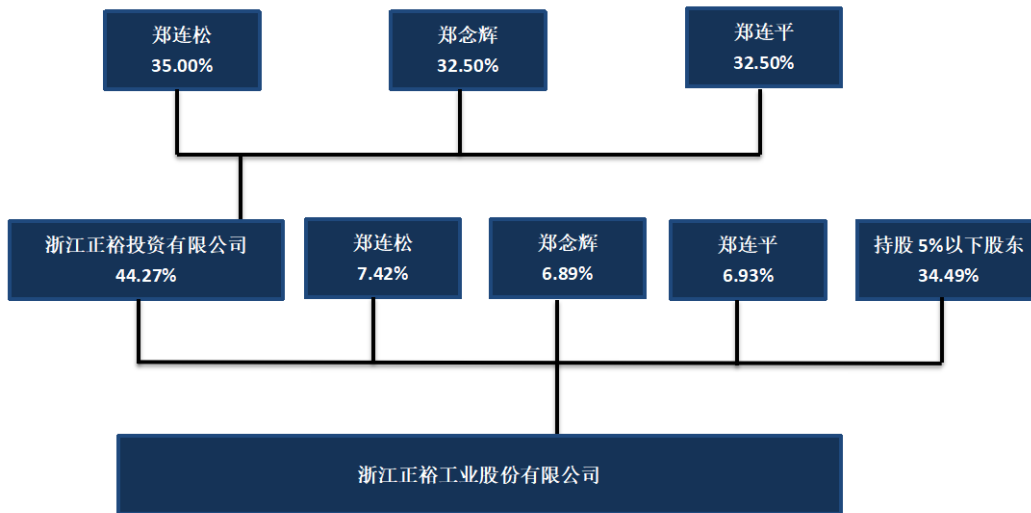
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
应收账款	3.06	3.49	3.76	3.00
存货	4.52	4.50	5.30	3.42
流动资产合计	8.92	9.64	11.43	8.74
固定资产	7.74	7.61	5.44	5.36
无形资产	2.70	2.72	1.48	1.60
非流动资产合计	14.47	14.32	10.75	9.29
资产总计	23.39	23.96	22.18	18.04
短期借款	3.25	2.77	1.82	0.00
应付账款	2.59	2.87	3.68	2.70
流动负债合计	7.51	8.20	8.22	4.61
长期借款	1.36	1.31	0.00	0.00
应付债券	1.56	1.54	1.49	1.43
非流动负债合计	3.47	3.23	1.87	1.70
负债合计	10.98	11.42	10.09	6.31
总债务	7.26	7.44	5.39	2.49
所有者权益	12.41	12.54	12.09	11.72
营业收入	2.97	17.00	16.11	11.38
营业利润	-0.11	0.80	0.80	1.44
净利润	-0.11	0.58	0.72	1.14
经营活动产生的现金流量净额	0.20	2.45	-0.32	0.86
投资活动产生的现金流量净额	-0.69	-4.35	-1.25	-1.06
筹资活动产生的现金流量净额	0.45	1.78	1.38	0.23
<b>财务指标</b>	<b>2023年3月</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
EBITDA	--	2.06	2.03	1.89
FFO	--	1.59	1.63	1.50
净债务	6.53	6.70	4.47	1.14
销售毛利率	24.34%	21.25%	21.06%	24.29%
EBITDA 利润率	--	12.15%	12.62%	16.64%
总资产回报率	--	4.37%	4.32%	9.45%
资产负债率	46.96%	47.68%	45.49%	34.99%
净债务/EBITDA	--	3.24	2.20	0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	9.09	17.21	11.74
总债务/总资本	36.93%	37.23%	30.85%	17.55%
FFO/净债务	--	23.72%	36.36%	131.51%
速动比率	0.59	0.63	0.75	1.15
现金短期债务比	0.19	0.27	0.36	1.55

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财报，中证鹏元整理

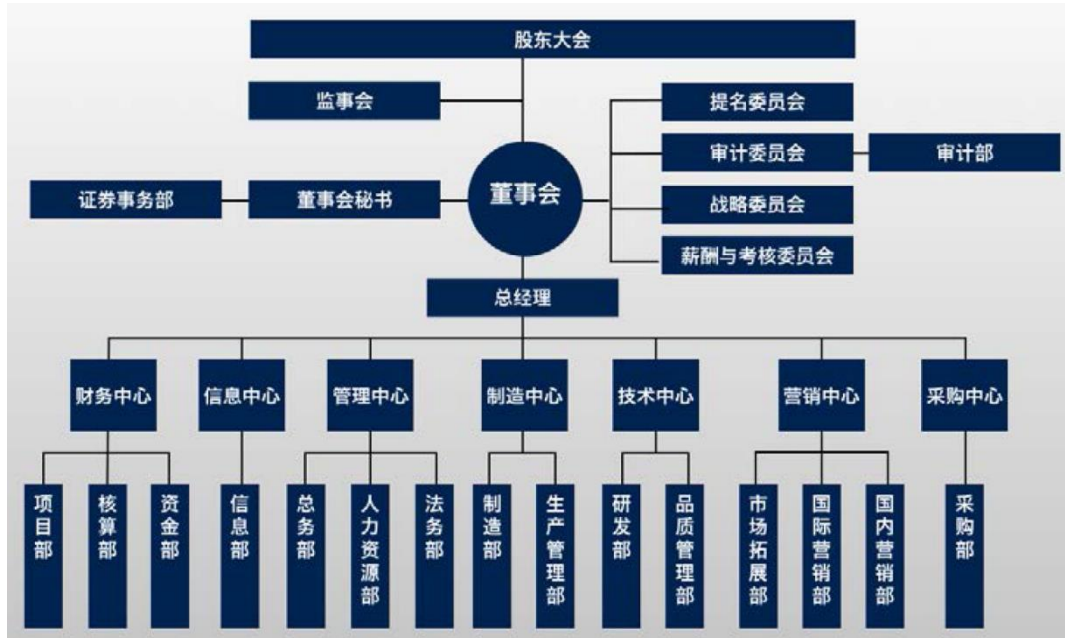


附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录四 2023 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	1,000.00	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	800.00	80%	一般项目：汽车零部件及配件制造；汽车零部件研发；汽车零部件批发；汽车零部件零售

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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。