



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：

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
锋龙转债	A+	A+

评级观点

本次评级结果是考虑到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）业务条线丰富，客户资质较好，有助于分散经营风险，且公司现金类资产储备相对充裕，能较好覆盖现有债务。但同时中证鹏元也关注到，公司主营业务的客户集中度很高，2022年主要客户需求下滑对公司业绩造成扰动，且下滑趋势至2023年一季度仍未好转，公司产能利用率明显回落，未来产能释放后能否顺利消化存在不确定性，原材料采购均价仍处于高位，给成本控制带来压力，毛利率有所下滑，园林机械零部件产品终端用户以海外客户为主，海外经济贸易环境波动易对公司营收造成扰动以及仍面临一定汇率波动和贸易政策变化风险。

评级日期

2023年6月19日

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	11.35	11.50	12.60	9.44
归母所有者权益	7.17	7.07	6.68	6.00
总债务	2.96	2.96	3.97	1.13
营业收入	1.12	5.87	7.20	5.48
净利润	0.01	0.49	0.89	0.85
经营活动现金流净额	0.05	1.42	0.34	0.59
净债务/EBITDA	-	-0.14	0.15	-0.76
EBITDA 利息保障倍数	-	3.83	8.58	46.19
总债务/总资本	29.24%	29.53%	37.31%	14.27%
FFO/净债务	-	-458.39%	523.06%	-112.31%
EBITDA 利润率	-	12.59%	19.26%	24.21%
总资产回报率	-	4.79%	9.55%	11.54%
速动比率	2.17	1.93	1.73	1.88
现金短期债务比	3.44	3.32	2.54	2.00
销售毛利率	19.78%	22.96%	28.19%	33.06%
资产负债率	36.81%	38.51%	47.02%	27.87%

注：2020年、2022年公司净债务为负。

资料来源：2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：朱琳艺
 zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：钟佩佩
 zhongpp@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司业务条线丰富，客户资质较好，有利于分散经营风险。**公司营收主要来自园林机械零部件、液压零部件和汽车零部件业务，业务条线丰富；下游客户以 MTD、卡特彼勒集团、克诺尔集团等业内龙头企业为主，且公司与其合作关系相对稳定，多业务有助于公司分散经营风险。
- **公司现金类资产储备相对充裕，能较好覆盖现有债务。**2022 年公司债务规模有所压降，账面现金类资产较为充裕，对现有债务的覆盖程度较好，短期偿债压力可控。

关注

- **公司主营业务的客户集中度均很高，2022 年主要客户需求下滑对公司业绩造成扰动，且下滑趋势至 2023 年一季度仍未好转。**公司园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件业务板块的前五大客户销售收入占总营收的比重均很高，公司仍面临一定的客户集中度风险。2022 年主要海外客户因前期应对供应链冲击增加备货而累库较多，致公司订单下降，营收明显下滑，至 2023 年一季度仍未好转。
- **跟踪期内公司产能利用率明显回落，需关注产能释放后的消化情况。**2022 年公司园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件业务的产能利用率均有所回落，而公司主要在建项目包括年产 325 万套液压零部件项目和年产 1,600 万件园林机械关键零部件项目，达产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。
- **2022 年公司原材料采购均价仍处于高位，给公司成本控制带来压力。**直接材料占公司营业成本的比重较高，其中主要为铝锭等大宗商品，2022 年原材料采购均价仍处于高位，对公司利润空间有所侵蚀。
- **跟踪期内公司毛利率有所下滑。**受原材料采购价格偏高和产能利用率回落等因素影响，公司成本控制难度加大，跟踪期内公司主营业务销售毛利率持续下滑，公司利润空间承压。
- **公司面临一定汇率波动和贸易政策变化风险。**公司产品外销比重仍较高，外销基本以外币结算，面临一定汇率波动风险。此外，公司产品终端用户以海外客户为主，海外经济环境、国际贸易摩擦和关税政策存在不确定性，易对公司营收造成扰动，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。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务条线丰富，客户资质较好且仍具有一定粘性，经营风险相对可控。

同业比较（单位：万元）

指标	锋龙股份	中坚科技	中马园林	瑜欣电子	恒立液压
总资产	115,031.30	89,009.31	21,403.38	103,467.16	1,620,107.62
营业收入	58,732.98	51,243.20	12,529.73	56,020.48	819,671.39
营业收入同比增长率	-18.39%	-5.13%	-42.79%	-14.48%	-11.95%
净利润	4,859.24	2,737.88	34.51	6,560.53	234,885.46
资产负债率	38.51%	26.42%	67.34%	12.66%	21.75%
产权比率	0.63	0.36	2.06	0.14	0.28
销售毛利率	22.96%	21.06%	19.12%	22.26%	40.55%
所有者权益	70,727.27	65,495.72	6,990.03	90,363.85	1,267,793.62

注：以上各指标均为 2022 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_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	8/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					A+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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+/锋龙转债	2022-06-17	徐宁怡、徐铭远	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
A+/稳定	A+/锋龙转债	2020-09-18	党雨曦、田珊	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	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
锋龙转债	2.45	2.44	2022-06-17	2027-01-08

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对锋龙转债的跟踪评级安排，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。截至2022年末，锋龙转债募集资金专项账户余额为3,757.99万元。

三、发行主体概况

截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为1.99亿元。公司控股股东仍为绍兴诚锋实业有限公司（以下简称“诚锋实业”），持股比例为43.32%，其中质押的公司股份为3,578.20万股，占其持有股份数的41.47%；实控人仍为董剑刚先生。截至2022年末，公司实际控制人董剑刚直接和间接持股合计占总股本比例为42.02%，公司股份结构图见附录二。

2022年公司设立子公司浙江锋蓝智造有限公司，未来拟开展汽车零部件制造业务，并纳入合并报表范围，详见表1。截至2022年末，公司仍主要从事园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件的研发、生产和销售，纳入合并报表范围的子公司合计6家，详见附录四。

表1 2022年公司新纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江锋蓝智造有限公司	70.00%	1,000.00	汽车零部件制造	设立

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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。

行业环境

1. 园林机械零部件行业

园林机械行业的下游需求较为稳定，主要市场仍位于海外发达国家，终端市场以家庭园艺消费为主，发展中国家消费场景相对较少，市场空间增长有限；2022 年部分海外园林机械零售商因前期备货较多，减少当年采购量，致行业收入及利润均有所下滑

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，因园林机械多为消耗品，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，2022 年园林机械行业的市场需求仍主要来自欧美发达国家，两大市场占比合计超过 70%，欧美地区居民收入水平更高，人均居住面积更大，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，目前仍以市政绿化维护为主，消费场景相对较少，短期的市场空间增长有限。2022 年部分海外园林机械零售商因前期为应对供应链冲击而备货较多，以致当年采购量下降，行业收入及利润均较上年有所下滑。

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。

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。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2 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

国内整机企业生产的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。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3 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。2021年美国商务部裁定，原产于中国的汽油割草机存在倾销和政府补贴行为，并向美国海关出具征税令，征收反倾销、反补贴保证金。此外，2022年10月美国商务部对中国手扶式汽油割草机产品启动反规避调查。在“双反”限制及贸易摩擦持续的政策环境下，不具备出海能力的国内园林机械整机制造出口企业面临成本和经营风险升高的风险。

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电控模式，而电机所需零部件与内燃机相关零部件不尽相同，预计将会给园林机械主机厂商和配套零部件厂商的竞争格局均带来一定扰动。

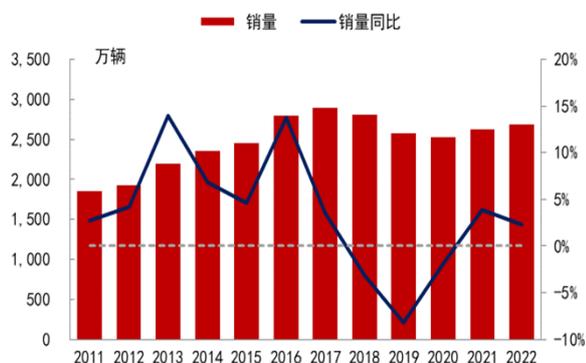
2. 汽车零部件行业

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

以传统燃油车为主的主机厂商掀起降价潮，市场竞争加速企业分化，新能源供应链布局较早、同自主品牌主机厂合作稳定、具备技术优势的零部件供应商有望继续享受新能源汽车发展红利，但转型较慢的传统车企或将面临一定压力

2023年3月，一轮汽车降价浪潮席卷全国，不仅涉及企业让利促销的市场竞争行为，亦有“有形的手”参与其中。首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，意图去库存回现金改善经营状况；其次，汽车排放国六（6B）标准临近实施对车企加快去库存亦有较大刺激；再次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间；最后，扩大内需大方针下，政府部门让渡车辆购置税等财政收入，借此激发消费活力并助力区域产业发展。技术迭代及市场竞争对车企影响深远，参与此轮购车优惠政策的车企和地方政府众多。产品竞争力下滑，传统车企规模效应减弱，盈利承压，产线折旧等固定成本支出对利润造成进一步侵蚀，短期需重点关注企业现金类资产储备及现金流表现。长期来看，基于现有品牌优势积极推进新能源布局的传统车企有望在未来行业格局中保有一席之地，而“价格战”背景下，产品力不足、转型落后的厂商将加速出清。

市场中低端产能出清往往伴随着企业分化，配套自主品牌、新能源产业链布局较早、掌握核心技术的供应商有望继续享受新能源汽车发展红利。从汽车品牌来看，凭借着丰富的车型布局，领先的电池配套能力和良好的市场营销，2022年自主品牌延续亮眼表现，销量同比持续高增，自主品牌市场份额大幅增至49.90%，带动新能源供应链布局较早、同自主品牌主机厂商合作稳定、具备技术优势的零部件企业持续受益。中证鹏元预计2023年自主品牌市占率有望进一步上升，且仍占据市场份额首位。从行业结构来看，随着国补退出、市场竞争加剧，新能源车头部效应更为突出，部分二三线车企销量已初现增长乏力，转型较慢的传统燃油车主机厂商则面临更大压力。

3. 液压零部件行业

液压零部件主要用于工程机械，2022年工程机械行业处于下行周期，对液压零部件市场需求形成一定压制；目前高端液压件主要依赖进口，未来国产化市场广阔

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，广泛应用于工程车辆、冶金机械和航空航天等领域。

工程机械行业作为典型的周期性行业，经过长达 10 多年的发展，行业营业收入已从 2008 年 2,773 亿元增至 2021 年的 9,065 亿元，工程机械行业在经历两轮繁荣期和一轮行业下行周期后，目前行业处于新一轮的调整期。受制于房地产市场疲软、宏观经济增速放缓导致市场需求减少等，工程机械行业阶段性竞争加剧，2022 年工程机械行业呈现“内冷外热”格局。以核心产品挖掘机销量为例，2022 年挖掘机销量增速自 2016 年以来首次转负，当年共销售挖掘机 261,346 台，同比下降 23.8%，其中，国内销售 151,889 台，同比下降 44.6%；出口 109,457 台，同比增长 59.8%。行业下行导致工程机械企业收入和利润整体呈下滑态势，根据中国工程机械工业协会统计，2022 年协会重点统计的企业营业收入、利润总额和产品销量较 2021 年度分别下滑 11.5%、36%、8.13%，工程机械行业成为 2022 年机械行业细分领域效益下降最为显著的子行业之一。2023 年 1-3 月，挖掘机销量共计 57,471 台，同比下降 25.5%；其中国内销售 28,828 台，同比下降 44.4%；出口 2,8643 台，同比增长 13.3%，工程机械整体表现仍旧低迷，对液压零部件的市场需求亦形成一定压制。

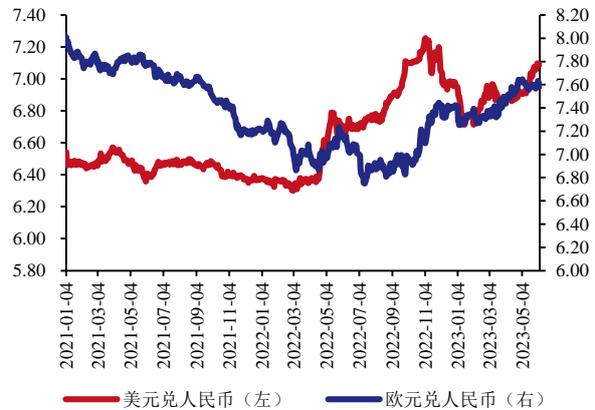
目前国外厂商仍占据液压零部件市场的主要地位，国内企业总体规模较小，集中度不高。国内液压企业起步较晚，技术水平与国际头部厂商存在差距，以中低端产品为主，价格竞争较为激烈。同时，国内装备制造业快速发展而液压行业发展滞后，高端液压件长期依赖进口。然而，随着液压行业中部分优质企业在细分领域逐步实现技术突破，通过高性价比优势获得市场份额，以及 2020 年以来供应链冲击，致国际贸易受阻，国内主机厂商积极寻找境内优质液压零部件供应商配套，促进国产替代的进程，国产液压件亦有望开拓更大市场。

2022年原材料价格前高后低，全年平均价格处于高位，零部件出口供应商仍有一定成本压力；2022年以来人民币对主要国家或地区货币有所贬值，有助于提升出口商外销利润空间

汽车零部件出口供应商的利润水平易受原材料价格和人民币汇率波动的影响。铝锭是公司直接材料中最主要的构成部分，2022年一季度受地缘冲突以及欧洲能源价格高企影响，铝价迅速冲高。但随后即在全球经济衰退担忧下持续破位下行。2022年8月，国内川渝和云南地区因干旱缺电出现大范围减停产，国外铝厂则在能源危机下出现停产等事件，供需双弱格局下，铝价进入震荡区间。目前铝价趋势未改，持续在18,500元/吨附近窄幅波动。此外，公司出口供应商外销比例占比较大，且多为外币结算，人民币对主要国家或地区货币的汇率2022年以来有所贬值，亦有助于提升其利润空间。

图 4 大宗原材料价格持续波动（单位：元/吨）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 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

五、经营与竞争

公司园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件三大业务客户集中度均较高，跟踪期内公司营收和利润率受主要客户需求下滑影响均出现回落，业绩有所承压

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的研发、生产和销售为主。产品应用于割草机等园林机械终端产品，汽车传动及新能源汽车领域和工程机械、工业机械的精密控制单元。从收入构成来看，2022 年公司主要海外客户为应对前期供应链冲击而提前备货，以致 2022 年累库较多，公司园林机械零部件订单下滑，收入同比下降 25.79%；液压零部件以高端件为主，收入相较上年波动不大；汽车零部件业务以应用于商用车为主，2022 年商用车市场需求疲软，收入同比下降 21.26%。综合影响下，公司 2022 年主营业务收入同比下滑 17.94%。2023 年一季度，受下游需求持续不振，外贸订单持续下滑影响，公司主营业务收入同比下滑 35.26%。

毛利率方面，2022 年在原材料全年平均价格处于高位，以及产能利用率回落等因素影响，公司三大业务毛利率均有所下滑。综合影响下，2022 年公司主营业务销售毛利率同比下降 4.92 个百分点。2023 年一季度客户需求未见好转，公司利润空间承压明显。

表 4 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
园林机械零部件	0.31	27.68%	18.21%	2.47	42.51%	26.90%	3.32	46.89%	32.28%
液压零部件	0.39	34.82%	22.28%	1.73	29.78%	22.68%	1.74	24.58%	25.35%
汽车零部件	0.28	25.00%	18.88%	1.24	21.34%	14.06%	1.57	22.18%	21.83%
其他零部件	0.14	12.50%	18.30%	0.38	6.71%	32.77%	0.45	6.21%	31.52%
合计	1.12	100.00%	19.81%	5.81	100.00%	23.29%	7.08	100.00%	28.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、园林机械零部件产品

公司园林机械零部件产品仍以汽油驱动的传统机械类产品为主，跟踪期内，公司客户前期为应对供应链冲击而备货较多且有所累库，2022年需求下滑，公司产能利用率有所下滑；需关注园林机械的电动化趋势对公司现有产品结构可能带来的不利影响

跟踪期内公司园林机械零部件业务仍以汽油驱动的传统机械类产品为主，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。公司绝大部分产品为以OEM方式（贴牌）生产的非标准件。

2022年下半年公司点火器、飞轮和汽缸的产量均较上年出现大幅下滑，且产能利用率迅速回落，主要系公司核心客户前期为应对供应链冲击而提前下单积极备货，以致有所累库，2022年相应库存未完全消化以致本年度订单采购需求减少所致。2023年一季度以来，公司核心客户仍处于前期需求透支多，对后续预期弱的状态，公司亦随之减少排产，产能利用率有所下滑。

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，已逐渐成为园林机械发展的一种新趋势。但也需关注到，从动力、性能和价格来看，目前传统汽油机园林机械仍具有较强的竞争优势。因电机结构与汽油机结构存在差异，零部件差异较大，故电动化趋势将会对目前公司的产品结构形成冲击。公司为应对电动化园林机械新趋势，逐步投资布局智能及电动园林机械产品，但仍需持续关注技术变革对公司带来的不利影响。

园林机械零部件主要客户以海外市场龙头企业为主，合作关系稳定，但客户集中度仍维持高位；需关注汇率波动和贸易政策变动对公司经营的影响

公司园林机械产品以直销为主，欧美市场仍为主要客户所在地，与海外客户签订销售订单后，成交方式以FOB（装运港船上交货）和销售至客户在国内的子公司为主。其中FOB成交以外汇结算，内销以人民币结算为主，公司给予客户的账期在60-90天之间。

2022年受公司核心客户需求不振影响，公司园林机械零部件产品的销量均大幅下滑，但由于公司采用以销定产的生产模式，因此产销率均处于较高水平，未形成库存积压。产品销售均价则均有所上升，主要系2021年至2022年上半年原材料价格较高，公司向客户申请调价获批相对滞后所致。

表5 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	2023年1-3月	2022年	2021年
点火器	销量	59.09	431.75	700.83
	产销率	104.64%	109.59%	101.11%
	销售收入	1,025.14	7,874.13	11,518.18

飞轮	均价	17.35	18.24	16.44
	销量	83.59	664.39	943.30
	产销率	95.10%	106.92%	100.21%
	销售收入	1,156.20	10,647.94	13,838.99
汽缸	均价	13.83	16.03	14.67
	销量	9.02	80.65	135.63
	产销率	128.31%	126.15%	87.49%
	销售收入	420.33	2,689.92	3,421.33
	均价	46.60	33.35	25.23

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户情况来看，2022年公司主要客户仍为MTD、HUSQVARNA、STIHL、TTI等园林机械主机厂，基本覆盖了欧美地区的龙头园林机械制造商。公司客户资质情况整体较好，与其合作关系保持稳定，且回款风险不大。但2022年公司园林机械零部件前五大客户营收占该业务总收入的比例为79.60%，集中度仍很高，核心客户的需求节奏变化对公司园林机械零部件业务收入造成的扰动亦很大。

此外，公司虽为以OEM生产模式为主的园林机械零部件代工厂商，但公司进入行业时间长，经验丰富且与下游客户合作关系稳定，亦为国内园林机械零部件的主要供应商之一，故公司在行业内仍具有一定竞争力，具备一定的议价能力。

表6 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	销售收入	占园林机械零部件总收入的比例
2022年	第一大客户	5,606.18	22.74%
	第二大客户	5,226.02	21.19%
	第三大客户	3,945.30	16.00%
	第四大客户	3,041.06	12.33%
	第五大客户	1,809.34	7.34%
	合计	19,627.90	79.60%
2021年	第一大客户	7,655.63	23.04%
	第二大客户	5,607.23	16.87%
	第三大客户	4,607.05	13.86%
	第四大客户	4,267.60	12.84%
	第五大客户	3,088.01	9.29%
	合计	25,225.52	75.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司园林机械产品终端客户所在地仍以欧美为主，公司亦会同海外客户位于中国的子公司进行交易，能够在一定程度上减弱汇率波动和贸易政策变化带来的影响。2022年公司园林机械产品外销比例同比上年波动不大，由于公司外销客户认证周期长且合作关系稳定，外销毛利率相对内销亦更高。公司外销产

品基本以外币结算，账期仍为60-90天，其中北美市场占比较大，需关注贸易摩擦对公司业务经营的影响和人民币汇率波动对公司盈利能力的影响。

表7 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	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
国外	1,196.26	38.67%	29.47%	13,346.79	54.13%	33.23%	17,667.09	53.17%	-
国内	1,897.28	61.33%	11.11%	11,311.17	45.87%	19.42%	15,561.21	46.83%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、液压零部件产品

公司液压零部件业务客户集中度很高，2022年核心客户需求有所下滑，但随着国内客户顺利开拓营收规模同比上年波动不大；公司产品以高端液压零部件为主，市场前景广阔，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

公司液压零部件业务板块仍由杜商精机运营，产品主要包括各类精密液压阀组件、液压泵和泵马达等应用于工程机械的核心部件。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，组件的价格与毛利相较于单件更高。

公司液压零部件产品终端用户主要位于海外，公司则较多同海外客户的境内子公司进行交易，以致内销收入相对外销更高。2022年液压零部件市场总体需求较上年有所回落，但公司国内客户进口替代产品有所放量。2023年一季度，液压零部件市场需求亦未见好转，公司产量及产能利用率有所下滑。公司液压零部件产品以高端产品为主，在获得卡特彼勒、博世等工程机械及液压系统全球龙头企业认可的基础上，亦逐步推动国内液压零部件领域“进口替代”进程，同国内供应商加深合作，提升市场份额。随着锋龙转债募投项目新增年产325万套液压零部件项目的产能逐步释放，需关注公司后续产能的消化情况。

另外需关注的是，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，且客户不同意国产替代选型，预计会对公司的正常生产造成一定程度的负面影响。

公司液压零部件业务核心客户资质好，但客户集中度很高，需关注客户需求变化对公司经营业绩造成较大扰动；国内市场未来发展空间较大，公司有望从中获益

从销量来看，由于公司客户集中度很高，2022年及2023年1-3月，受核心客户需求下滑影响，公司液压阀类产品产销量有所下降。但同时受益于公司开拓中高端液压阀产品品类，公司液压阀组件均价持续上升，整体来看，2022年液压阀零部件板块虽然销量下滑但营业收入同比上年波动不大。

国内市场方面，考虑到液压零部件精密程度要求较高，国内如徐工机械、三一重工等工程机械巨头的液压零部件基本依赖进口，而贸易摩擦及地缘政治风险亦加速了国产替代进程。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，若是国内工厂机械设备厂商对公司的自有品牌开放供应商准入体系，预计未来液压零部件板块的市场空间将会得到拓展，有望从中获益。但仍需关注到，2022年及2023年一季度以来，地产及基建投资低迷，开工率及行业需求持续疲软，下游购机积极性减退，液压零部件作为工程机械上游行业，受挖掘机销量下行影响，需求偏弱，短期内公司液压零部件营收可能承压。

表8 公司液压阀类主要产品产销情况（单位：万套、万元、元/套）

产品	项目	2023年 1-3月	2022年	2021年
液压阀零件	销量	14.65	51.85	77.93
	产销率	90.04%	78.74%	97.41%
	销售收入	348.07	1,276.09	2,447.06
	均价	23.76	24.61	31.40
液压阀组件	销量	19.72	89.23	105.38
	产销率	131.38%	98.83%	94.82%
	销售收入	3,155.23	14,034.75	12,806.06
	均价	160.00	157.29	121.52

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，整体客户资质好，且与公司合作稳定，未来订单有一定保障。2022年公司对卡特彼勒集团销售额占比仍很高，占液压零部件板块总体收入的61.96%，前五大客户销售收入占液压零部件总收入的90.73%，客户集中度维持高位，公司液压零部件板块业绩受核心客户的需求影响很大，其订单情况会对公司业务带来较大扰动。

表9 公司液压零部件前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售收入	占液压零部件总收入的比例
2022年	第一大客户	10,694.25	61.96%
	第二大客户	2,511.28	14.55%
	第三大客户	942.39	5.46%
	第四大客户	881.23	5.11%
	第五大客户	630.60	3.65%
	合计	15,695.75	90.73%
2021年	第一大客户	10,013.56	57.61%
	第二大客户	2,248.12	12.93%
	第三大客户	1,319.98	7.59%
	第四大客户	1,263.15	7.27%
	第五大客户	959.56	5.52%
	合计	15,804.36	90.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司与客户的合作模式以同处于国内的外资厂商交易为主，以人民币为主要结算方式，故该板块内销仍占比较大。

表10 公司液压零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

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
国外	644.27	16.52%	20.11%	4,644.79	26.91%	17.18%	4,819.19	27.72%	-
国内	3,255.61	83.48%	22.71%	12,614.90	73.09%	24.70%	12,563.56	72.28%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、汽车零部件产品

公司汽车零部件业务下游客户主要为商用车厂，2022年下游市场需求持续低迷；汽车零部件业务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制动系统、传动系统、调温系统的零部件以及新能源汽车零部件等，产品类型包括汽车铝压铸件和精密铁制零部件，下游客户主要以商用车为主。2022年商用车市场受基建投资增速下行叠加“国六”排放标准下的更新换代高峰退坡，需求持续低迷，受此影响公司汽车铝压铸零部件销量延续了上年相对弱势的表现。2023年一季度公司汽车铝压铸零部件产能利用率不足50%。但根据全国商用车行业指数平台数据，下游商用车总体销量2023年一季度以同比有所增长，2023年1-5月销量同比上涨8.8%，公司汽车零部件业务预计后续有望企稳。

表11 公司汽车铝压铸零部件销售情况（单位：万件、万元、元/件）

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
销量	207.39	911.62	890.34
产销率	99.12%	107.09%	86.36%
销售收入	2,143.46	8,638.29	8,921.24
均价	10.34	9.48	10.02
产量	209.23	851.24	1,030.98

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，Dayco、克诺尔集团、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。2022年汽车零部件业务客户集中度有所下滑但仍偏高，前五大客户销售收入占该业务营收的比重达68.49%，公司汽车零部件业务亦面临客户需求变化的风险。

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有限，原材料价格波动向下游转嫁的能力不强，板块盈利能力易产生波动。

表12 公司汽车零部件前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售收入	占汽车零部件总收入的比例
----	------	------	--------------

2022年	第一大客户	5,290.31	42.69%
	第二大客户	999.09	8.06%
	第三大客户	784.83	6.33%
	第四大客户	713.97	5.76%
	第五大客户	700.65	5.65%
	合计	8,488.85	68.49%
2021年	第一大客户	4,354.38	27.66%
	第二大客户	2,898.14	18.41%
	第三大客户	2,231.81	14.18%
	第四大客户	1,462.34	9.29%
	第五大客户	1,423.51	9.04%
	合计	12,370.18	78.59%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，2022年公司汽车零部件业务外销占比上升至57.85%，外销部分的收入以外币进行结算，需关注汇率波动对盈利的影响。

表13 公司汽车零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

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
国外	1,869.85	67.54%	18.57%	7,169.24	57.85%	14.16%	7,860.51	49.94%	-
国内	898.55	32.46%	19.53%	5,223.75	42.15%	13.92%	7,879.34	50.06%	-

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，2022年原材料平均价格仍处于高位，对公司利润空间有所侵蚀

公司三大业务板块中，直接材料均为生产成本的主要部分。其中，园林机械零部件业务的主要原材料包括铝材、漆包线和冲压件等；液压零部件业务的主要原材料为钢材和液压阀等零配件；汽车零部件业务的主要原材料为铝材和钢材。综合来看，在公司的直接原材料成本构成中，铝锭和液压零配件是最主要的构成部分。其中，铝锭为大宗商品，2022年铝锭价格前高后低，全年平均价格仍处于较高水平，公司购买铝锭的平均成本同比上年小幅增加，对公司利润空间有所侵蚀；液压零配件中部分配件仍需进口，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14 公司采购的主要原材料（单位：万元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	采购量	采购额	采购量	采购额	采购量	采购额
铝材（万千克）	75.59	1,299.21	426.99	7,666.34	722.00	11,959.36
液压零配件	225.95	1,629.46	1,026.67	6,479.19	1,692.71	8,756.17
电子元器件	2,054.93	445.38	6,982.30	1,445.46	23,222.04	3,357.94
钢材类	18.54	113.99	175.33	1,104.59	299.31	2,026.08

冲压件	208.03	148.63	2,798.28	954.10	3,515.85	1,552.43
漆包线（万千克）	1.47	106.22	9.24	694.46	18.04	1,362.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购以现汇为主要付款方式，另有部分银行承兑汇票，账期一般为2-3个月。2022年公司与上游主要供应商保持稳定的合作关系，前五大供应商集中度同比有所上升。公司主要原材料以铝材为主，属于大宗商品，短缺风险不大。

表15 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占采购总额的比例
2022年	第一大供应商	3,436.25	11.00%
	第二大供应商	2,034.34	6.51%
	第三大供应商	1,980.40	6.34%
	第四大供应商	1,558.05	4.99%
	第五大供应商	1,183.31	3.79%
	合计	10,192.34	32.63%
2021年	第一大供应商	4,843.21	9.97%
	第二大供应商	3,372.09	6.94%
	第三大供应商	2,312.10	4.76%
	第四大供应商	1,563.16	3.22%
	第五大供应商	1,511.62	3.11%
	合计	13,602.17	28.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司产能利用率快速回落，但募投项目仍处于在建阶段，需关注在建项目投产后的产能消化情况

2022年以来公司三大主营业务产能利用率均快速回落，截至2023年3月末，园林机械零部件、液压零部件和汽车铝压铸零部件的产能利用率均低于60%，处于较低水平。公司可转债募投项目仍在建设过程中，建成达产后可新增年产1,600万件园林机械关键零部件项目和年产325万套液压零部件项目。截至2023年3月末，公司在建项目已投资2.44亿元，上述项目除年产325万套液压零部件项目由可转债募集资金覆盖外，其余仍需一定规模的自有资金投入。目前公司客户资质好但下游需求偏弱，需关注贸易政策变化、下游行业的运行情况对公司产能利用率造成的影响，持续关注在建项目投产后的产能消化情况。

表16 截至2023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	4,153.04	2023年12月
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	10,436.90	2023年12月
年产325万套液压零部件项目	21,927.34	9,847.41	2024年1月

合计	38,286.18	24,437.35
----	-----------	-----------

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。2022年公司控股子公司浙江昊龙电气有限公司与自然人蒋伟伟、秦志明共同出资设立浙江锋蓝智造有限公司，并纳入公司合并报表范围。截至2022年末，公司纳入合并报表范围子公司合计6家，详见附录四。

资本实力与资产质量

2022年公司资产规模有所下滑，在建工程占总资产的比重较高，需关注厂房设备投建进度及后续新增产能的消化情况，整体资产流动性一般

截至2023年3月末，公司所有者权益以未分配利润和实收资本为主。2022年至2023年3月末，公司经营效益留存推动未分配利润小幅增长，同时公司持续压降债务规模，综合影响下产权比率有所下降，净资产对于负债总额的保障程度较好。

图 6 公司资本结构

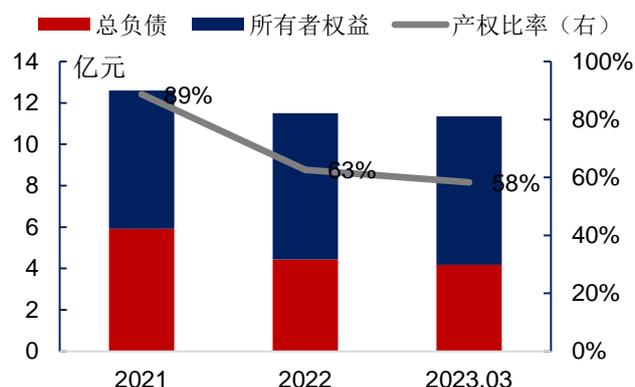
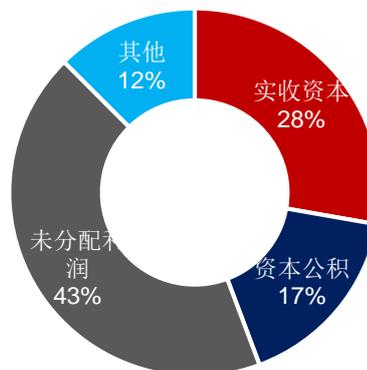


图 7 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年以来公司债务规模有所压降，总资产规模亦有所减少。截至2023年3月末，公司总资产规模达11.35亿元，相较2021年末减少9.92%。从资产构成来看，2022年末仍以流动资产为主要构成，较上年变动不大。

截至2022年末，公司现金类资产主要包括货币资金、理财产品和应收款项融资，合计3.22亿元，占总资产的比重为27.91%，其中用于银行承兑汇票保证金和银行承兑汇票质押的金额为0.10亿元，受限比

例不高，流动性相对充裕。随着公司营收规模下滑，2022年应收账款亦有所下滑，前五大应收对象均为同公司具有稳定合作关系的行业知名企业，包括Caterpillar、Global Sales Group、Husqvarna Forestry Products、Dayco以及国有企业西安双特智能传动有限公司，考虑到公司客户整体资质较好，经营实力相对较强，且账期基本都在一年以内，整体回收风险相对可控。公司存货主要由原材料及库存商品构成，2022年规模有所下滑主要系公司承接订单减少，同时减少原材料和库存商品备货所致。公司采用以销定产模式，存货基本都有订单保障，滞销风险较低。

2022年末公司固定资产主要为设备和厂房，规模较上年波动不大。随着公司锋龙转债募投项目年产325万套液压零部件，以及年产410万套汽车精密金属件和年产1,600万件园林机械关键零部件项目持续投入，2022年在建工程账面价值同比持续增长。2021年公司完成了对杜商精机100%的股权收购，杜商精机为国内液压零部件领域的技术领先厂商。截至2022年末，公司商誉账面价值为920.92万元，公司已连续三年完成收购时约定的全部业绩对赌指标，商誉减值风险不大。

公司资产主要以现金类资产、在建项目和存货为主。其中，公司资产受限比例不高，存货基本有订单相对应，滞销风险较低，但由于2023年以来原材料价格降幅较大，需关注可能的存货跌价风险。此外，公司近年扩产节奏较快，需关注厂房扩建后的投产进度，以及后续新增产能的消化情况。整体来看，公司资产流动性一般。

表17 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	1.57	13.84%	1.68	14.64%	1.35	10.70%
应收账款	1.05	9.27%	1.18	10.28%	1.76	14.00%
存货	1.66	14.59%	1.74	15.14%	2.20	17.48%
交易性金融资产	1.39	12.27%	1.29	11.25%	2.38	18.89%
流动资产合计	6.11	53.88%	6.28	54.63%	8.12	64.41%
固定资产	1.83	16.13%	1.85	16.08%	1.91	15.17%
在建工程	2.53	22.30%	2.23	19.38%	1.22	9.70%
非流动资产合计	5.23	46.12%	5.22	45.37%	4.48	35.59%
资产总计	11.35	100.00%	11.50	100.00%	12.60	100.00%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

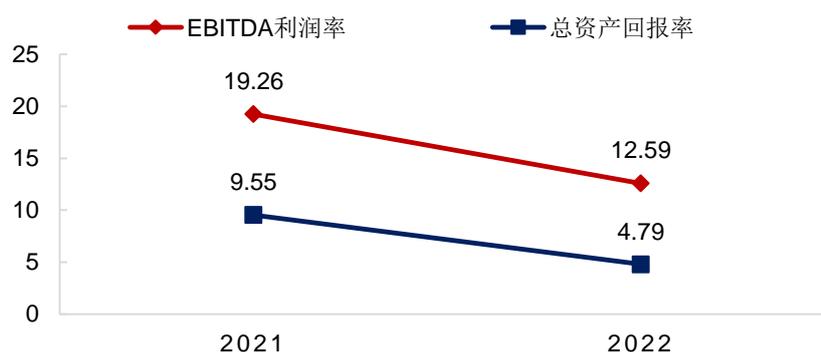
2022年公司主营业务收入受客户需求偏弱影响而有所下滑，同期原材料平均价格仍较高，且公司产能利用率回落，致产品成本偏高，对公司利润空间有所侵蚀，盈利能力持续下降；2023年一季度，公司订单需求仍较弱，拖累利润水平大幅下降

2022年公司园林机械零部件、液压零部件和汽车零部件三大业务板块营业收入均有所下滑，主要系

公司主要业务的客户集中度均较高，且以北美客户为主，公司核心客户一方面前期为应对供应链冲击而备货较多，另一方面受贸易政策影响，以致其2022年订单减少。整体来看，公司园林机械零部件和汽车零部件业务产品变化不大，公司经营情况受核心客户需求变化而有所波动；液压零部件业务具有行业领先的技术优势，有望在国产替代进程加速的背景下，扩大国内市场份额，成为公司未来收入的增长点。此外，公司海外客户占比较大，汇率波动和贸易政策变动易对公司利润空间构成扰动。公司仍以增加同海外客户在国内的子公司进行交易合作，并以人民币作为结算货币来缓解风险。

利润水平方面，2022年公司销售毛利率同比有所下滑，EBITDA利润率和总资产回报率均较上年降低，盈利能力有所下降，主要系公司2022年产能利用率不高，以及全年原材料平均价格仍较高，以致产品成本偏高，对公司三大业务利润均有所侵蚀。2023年一季度，公司订单需求仍较弱，产能利用率进一步下滑，园林机械零部件和汽车零部件业务毛利率亦持续下滑。液压零部件业务因其产品结构以高端件为主，具有一定的市场认可度，毛利水平尚有一定支撑。

图 8 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

2022年公司主营业务获现能力有所下滑；公司压降债务规模，现金类资产对现有债务的覆盖程度较好，短期内债务压力可控

跟踪期内，公司压降银行借款规模，应付账款亦随着营收规模下滑而有所下降，债务规模有所下降。截至2023年3月末，公司负债总额为4.18亿元，较2021年末下降29.39%，总债务亦降至2.96亿元。2022年公司业务收缩，压降用于日常营运的短期借款，其构成主要为信用借款和票据融资。公司应付账款主要为应付材料款、设备款和运输、能源费等，随着订单下降亦有所下滑。2022年公司偿还长期借款后未新增借贷，应付债券即“锋龙转债”，经过溢折价摊销后2022年末账面价值为2.00亿元。

整体来看，2022年公司为应对可能的经营风险而压降债务，虽然总营收和盈利能力均明显下滑，但公司账面现金类资产储备充裕，对现有债务的覆盖程度较好，短期内债务压力可控。

表18 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	0.87	20.84%	0.89	20.10%	1.27	21.40%
应付账款	0.82	19.72%	0.93	20.97%	1.38	23.36%
流动负债合计	2.06	49.23%	2.36	53.22%	3.42	57.73%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.55	9.26%
应付债券	2.03	48.50%	2.00	45.05%	1.88	31.65%
非流动负债合计	2.12	50.77%	2.07	46.78%	2.50	42.27%
负债合计	4.18	100.00%	4.43	100.00%	5.92	100.00%
总债务合计	2.96	70.93%	2.96	66.89%	3.97	67.08%
其中：短期债务	0.94	22.43%	0.97	21.85%	1.55	26.17%
长期债务	2.03	48.50%	2.00	45.05%	2.42	40.91%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着公司营收规模下滑，2022年FFO亦有所下滑。经营活动现金流仍保持净流入状态，虽然主营业务获现能力有所下降，但净流入规模同比增加1.08亿元，主要系2022年公司在手订单减少，亦减少材料和劳务采购所致。此外，随着公司压降债务，2022年盈余现金相对债务较为充裕，净债务由正转负，公司偿债压力可控。

2022年公司资产负债率下降8.51个百分点，债务杠杆有所降低。2022年公司EBITDA因收入降低而有所下滑，EBITDA利息保障倍数大幅下降，但由于公司债务规模不高，其对利息的覆盖程度仍较好。2023年一季度，公司在建工程资本开支规模有所上升，自由现金流由正转负，需关注公司的现金流压力。

表19 公司现金流及杠杆状况指标

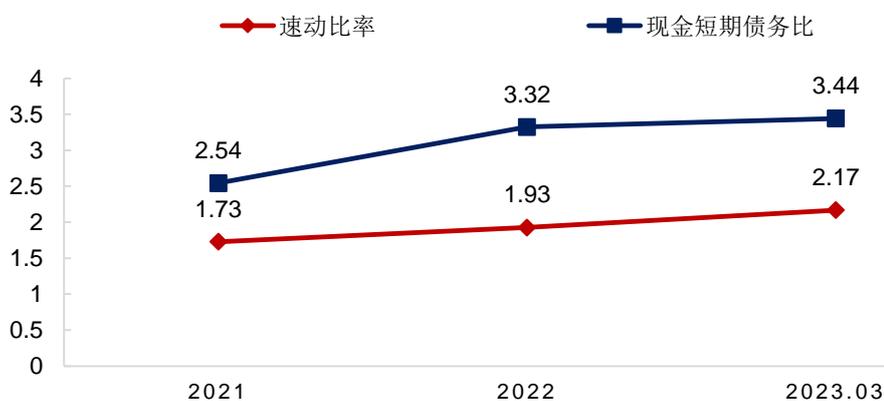
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	0.05	1.42	0.34
FFO(亿元)	-	0.46	1.06
资产负债率	36.81%	38.51%	47.02%
净债务/EBITDA	-	-0.14	0.15
EBITDA 利息保障倍数	-	3.83	8.58
总债务/总资本	29.24%	29.53%	37.31%
FFO/净债务	-	-458.39%	523.06%
经营活动现金流/净债务	-21.17%	-1,422.08%	170.17%
自由现金流/净债务	79.98%	-442.08%	-475.50%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年至2023年一季度，公司货币资金波动增加，短期债务持续压降，综合影响下，公司现金短期债务比和速动比率均持续上升，处于较好水平，公司可变现的资产和对短期债务的

保障程度较好。此外，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为通畅，截至 2022 年末尚有银行授信额度 8.60 亿元，融资渠道和融资弹性尚可。整体而言，短期内公司偿债风险可控。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，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 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公开信息查询（截至 2023 年 6 月 12 日）和公司提供的《浙江锋龙电气股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》（截至 2023 年 6 月 7 日）（以下简称“说明”），公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据说明，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。公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

公司治理

目前公司战略规划较为清晰，以向下游主机厂商提供园林机械零部件、液压零部件和汽车铝压铸零部件为主营业务，能够较好适应政府的环保等政策。公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《浙江锋龙电气股份有限公司公司章程》，建立了现代法人治理结构，能够对公司子公司进行有效治理和控制。

公司实控人董剑刚先生、多数董事和高管在公司及其他关联方单位共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2022年末，公司组织架构图如附录三所示。

（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（2023年5月22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、债券偿还保障分析

诚锋实业提供的股票质押为锋龙转债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，以保障锋龙转债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”）为锋龙转债提供担保。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锋龙转债所产生的全部债务，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）持续低于锋龙转债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锋龙转债未偿还本息总额的比例高于140%。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。截至2023年6月8日，诚锋实业质押股票的市场价值高于本期债券尚未偿还本息总额的120%，位于合同约定范围内。

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）持续超过锋龙转债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）不得低于锋龙转债尚未偿还本息总额的140%。

九、结论

公司主营业务包括园林机械零部件、液压零部件和汽车零部件的研发、生产及销售。从行业层面来看，园林机械零部件终端客户主要来自海外市场，因前期应对供应链冲击备货较多以致2022年需求减少，但中长期来看园林机械消费市场需求预计保持平稳，有利于公司恢复平稳经营；液压零部件下游客户主要来自工程机械等行业，有一定的周期性，2022年全球挖掘机行业景气度下行，公司订单需求亦有承压；汽车零部件业务下游客户主要为商用车市场，亦具有周期性，跟踪期内全国商用车销量较为低迷，对车用零部件需求有所冲击。

公司三大业务的客户资质均较好，应收账款回收风险不大。跟踪期内，公司营收和利润率受主要客户需求下滑影响均出现回落，但公司销售毛利率处于行业平均水平，仍有一定的竞争优势。从财务指标来看，公司总债务规模有所压降，虽然主营业务获现能力有所下降，但公司现金类资产储备仍较充裕，对债务的保障程度较好，偿债压力可控。整体来看，公司具备一定的抗风险能力。

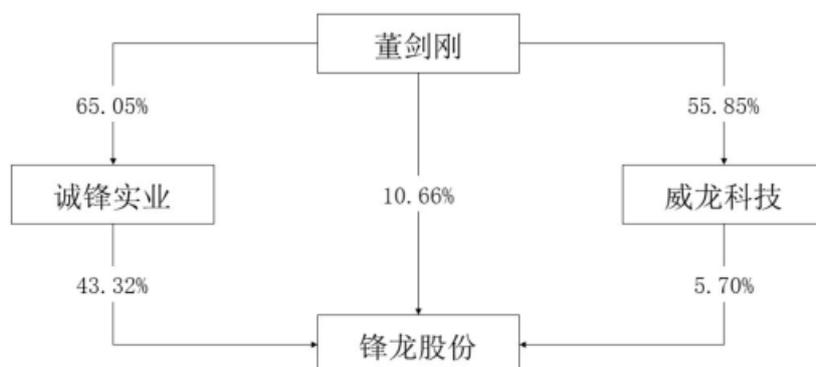
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持锋龙转债信用等级为A+。

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
货币资金	1.57	1.68	1.35	1.39
存货	1.66	1.74	2.20	1.38
交易性金融资产	1.39	1.29	2.38	0.40
流动资产合计	6.11	6.28	8.12	6.18
固定资产	1.83	1.85	1.91	1.78
在建工程	2.53	2.23	1.22	0.31
非流动资产合计	5.23	5.22	4.48	3.26
资产总计	11.35	11.50	12.60	9.44
短期借款	0.87	0.89	1.27	0.88
应付账款	0.82	0.93	1.38	1.15
应付票据	0.06	0.06	0.21	0.25
流动负债合计	2.06	2.36	3.42	2.56
长期借款	0.00	0.00	0.55	0.00
应付债券	2.03	2.00	1.88	0.00
非流动负债合计	2.12	2.07	2.50	0.07
负债合计	4.18	4.43	5.92	2.63
总债务	2.96	2.96	3.97	1.13
所有者权益	7.17	7.07	6.68	6.81
营业收入	1.12	5.87	7.20	5.48
营业利润	0.00	0.50	0.99	0.97
净利润	0.01	0.49	0.89	0.85
经营活动产生的现金流量净额	0.05	1.42	0.34	0.59
投资活动产生的现金流量净额	-0.12	0.17	-2.32	-0.61
筹资活动产生的现金流量净额	-0.04	-1.28	2.00	0.51
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	-	0.74	1.39	1.33
FFO(亿元)	-	0.46	1.06	1.13
净债务(亿元)	-0.23	-0.10	0.20	-1.01
销售毛利率	19.78%	22.96%	28.19%	33.06%
EBITDA 利润率	-	12.59%	19.26%	24.21%
总资产回报率	-	4.79%	9.55%	11.54%
资产负债率	36.81%	38.51%	47.02%	27.87%
净债务/EBITDA	-	-0.14	0.15	-0.76
EBITDA 利息保障倍数	-	3.83	8.58	46.19
总债务/总资本	29.24%	29.53%	37.31%	14.27%
FFO/净债务	-	-458.39%	523.06%	-112.31%
速动比率	2.17	1.93	1.73	1.88
现金短期债务比	3.44	3.32	2.54	2.00

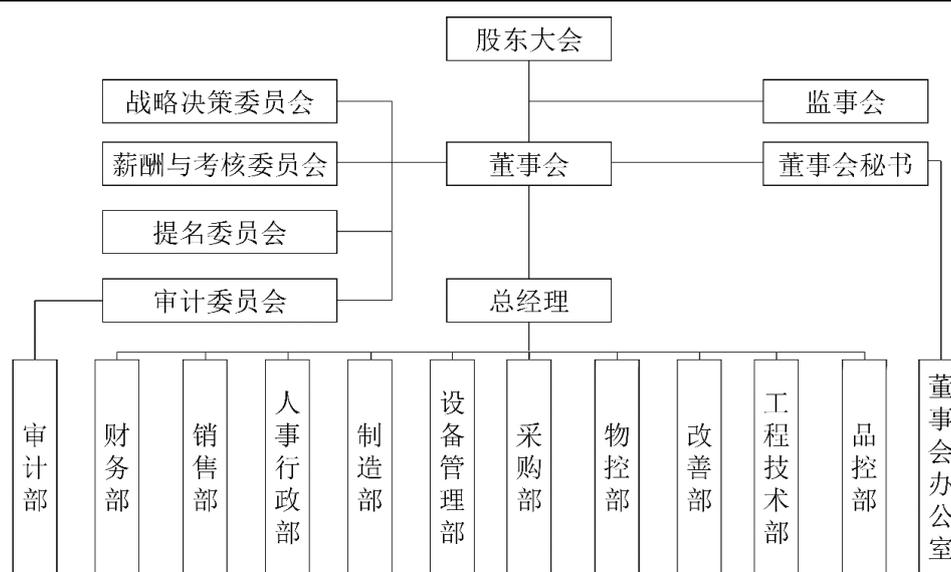
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



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 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2022 年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
浙江锋蓝智造有限公司	1,000 万元	70.00%	汽车零部件制造
绍兴毅诚电机有限公司	280 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	19,086.68 万元	100.00%	机电制造

资料来源：公司 2022 年年报，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。