



2019年浙江今飞凯达轮毂股份有限公司公 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：

2019年浙江今飞凯达轮毂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
今飞转债	A+	A+

评级日期

2023年6月25日

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：高爽
gaos@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江今飞凯达轮毂股份有限公司（以下简称“今飞凯达”或“公司”，股票代码：002863.SZ）的公司汽轮产品中自主品牌占比较大，受益于国内汽车自主品牌崛起，公司汽轮 OEM 市场销售延续高速增长，且仍具有较好增长潜力，土地收储事项产生的补偿款一定程度上提升公司利润水平；我们也关注到，公司在金华等地仍有较大规模在建项目，2022 年公司汽轮与摩轮产品产能利用率均有所下滑，考虑到汽车市场景气度存在波动性、摩托车行业景气度偏弱，公司未来新增产能面临较大消化风险，且面临一定资本性支出压力；公司杠杆水平仍较高，跟踪期内公司债务规模持续扩张，面临较大短期偿债压力，此外，公司营业成本中原材料占比仍较高，未来仍需关注原材料价格波动对其盈利水平的影响。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	66.47	64.50	57.17	53.58
归母所有者权益	21.13	20.88	19.40	18.68
总债务	37.37	36.84	31.33	29.86
营业收入	9.32	42.19	39.55	31.15
净利润	0.25	1.14	1.37	0.66
经营活动现金流净额	1.15	4.06	2.49	2.34
净债务/EBITDA	--	7.63	7.58	7.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.55	2.62	2.52
总债务/总资本	63.80%	63.76%	61.68%	61.45%
FFO/净债务	--	4.57%	5.79%	5.37%
EBITDA 利润率	--	9.59%	9.62%	11.57%
总资产回报率	--	4.39%	5.11%	4.52%
速动比率	0.47	0.48	0.42	0.48
现金短期债务比	0.29	0.25	0.14	0.22
销售毛利率	14.42%	12.22%	12.85%	13.97%
资产负债率	68.10%	67.53%	65.95%	65.04%

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

优势

- **受益于国内汽车自主品牌崛起，公司汽轮 OEM 市场销售延续高速增长。**2022 年我国自主品牌乘用车合计销售 1,176.6 万辆，占比 49.9%，占有率较上年上升 5.4 个百分点，公司汽轮产品中自主品牌占比较大，受益于国内汽车自主品牌崛起，2022 年公司汽轮 OEM 市场销量同比增长超过 30%，且仍具有较好增长潜力。
- **政府补贴及土地收储事项产生的补偿款较大程度上提升了公司利润水平。**2022 年公司收到政府财政补贴 0.77 亿元，因金华两项土地收储事项收到补偿款 0.49 亿元，对公司本期利润贡献较大，同时贵州厂区土地收储补偿方案尚未确定，若未来进展顺利，其补偿款项将在一定程度上增强公司利润水平。此外，2023 年 6 月，深圳证券交易所已受理公司向特定对象发行股票申请文件，此次定向增发公司拟募集资金不超过 7.04 亿元，若此次定向增发通过深圳证券交易所审核并成功发行，公司资本实力有望进一步增强。

关注

- **汽车行业景气度波动风险。**汽车行业具备较强的周期性特征，2023 年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，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。
- **公司面临较大的新增产能消化风险和一定资本性支出压力。**目前公司在金华等地仍有较大规模在建项目，2022 年公司汽轮 AM 及摩轮产品国外市场占比仍较高，受美国、印度等市场销售下滑影响，收入规模均有一定下降，2022 年公司汽轮与摩轮产品产能利用率均有所下滑，考虑到汽车市场景气度存在波动性、摩托车行业景气度偏弱，且仍存在一定下行压力，公司未来新增产能面临较大消化风险，此外，公司仍面临一定建设支出压力。
- **公司仍面临较大短期偿债压力。**2023 年 3 月末公司资产负债率为 68.10%，杠杆水平仍较高，跟踪期内公司债务规模持续扩张，且短期债务占比较高，现金短期债务比较低，流动性指标表现仍较弱。
- **原材料价格波动风险。**公司营业成本中原材料占比仍较高，2022 年铝材价格中枢保持在相对高位，公司 EBITDA 利润率略有下滑，公司整体盈利能力仍较为一般，未来仍需关注原材料价格波动对其盈利水平的影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望，我们认为公司经营和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	今飞凯达	立中集团	万丰奥威	金固股份	跃岭股份
总资产	64.50	169.45	181.87	73.63	12.72
营业收入	42.19	213.71	163.82	30.19	7.74
净利润	1.14	5.01	10.32	1.09	0.03
销售毛利率	12.22%	9.51%	18.46%	7.56%	10.36%
资产负债率	67.53%	64.93%	53.94%	46.07%	19.82%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind

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	5/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	3/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		4/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
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+/今飞转债	2022-6-24	高爽、毕柳	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评级方法 (cspy_ff_2019.V1.0)	阅读全文
A+/稳定	A+/今飞转债	2018-8-23	杨培峰、毕柳	汽车及零部件制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0) 、 汽车及零部件制造企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2016V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
今飞转债	3.68	1.72	2022-6-24	2025-2-28

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 2 月发行 6 年期 3.68 亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产 300 万件铝合金汽车轮毂成品生产线项目、年产 500 万件摩托车铝合金轮毂项目和偿还银行贷款。截至 2022 年 12 月 31 日，“今飞转债”募集资金专户余额为 0.00 万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2022 年公司可转换公司债券“今飞转债”合计共转股 25,285 股，2023 年 1-3 月公司可转换公司债券“今飞转债”共转股 10,936 股，截至 2023 年 3 月末，公司实收资本变更为 49,885.51 万元，公司控股股东仍为今飞控股集团有限公司（以下简称“今飞控股”），其直接持有公司 28.85% 股份，公司实际控制人仍为葛炳灶，公司股权结构及实际控制关系如附录二所示。

截至 2023 年 6 月 24 日，公司已质押股权合计 13,400.00 万股，占总股本的 26.86%，其中今飞控股已质押的股权为 10,900.00 万股，占其持有股份的 75.74%，占总股本的 21.85%，金华市瑞琪投资有限公司已质押的股权为 2,500.00 万股，占其总持股的 53.37%，占公司总股本的 5.01%。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，主营业务仍为汽车、摩托车轮毂及组件生产销售。2022 年公司合并范围新设增加 1 家子公司，注销减少 1 家公司，2023 年 1-3 月公司合并报表注销减少 1 家公司，具体详见表 1。截至 2023 年 3 月末，纳入公司合并范围的子公司情况如附录四所示。

表1 2022 年及 2023 年 1-3 月公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2023 年 1-3 月不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务性质	合并方式
金华市今飞车料销售有限公司	51.00%	100.00	批发和零售业	注销
2022 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务性质	合并方式
浙江今杭环保科技有限公司	100.00%	1,000.00	技术研发	新设
2022 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务性质	不再纳入的原因
富源今飞汽车配件制造有限公司	100.00%	1,000.00	制造业	注销

资料来源：公司提供，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

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

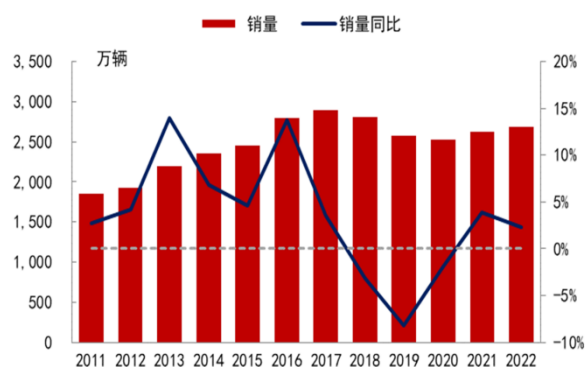
2022 年中国汽车销售市场先抑后扬，尽管上半年汽车行业供应链一度面临较强的短期冲击，下半年仍在新能源汽车快速增长的带动下迅速恢复，全年累计销量 2,686.4 万辆，同比增长 2.1%，延续了 2021

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。

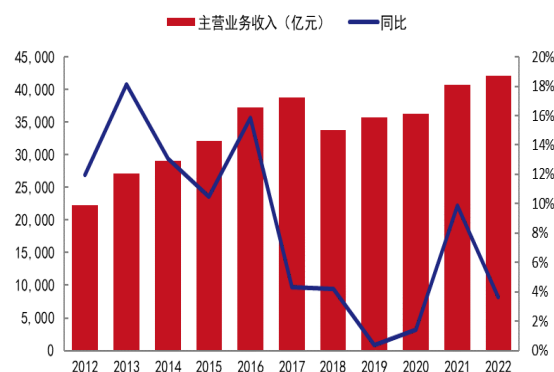
从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，2023年主机厂竞争日益加剧，特斯拉、以东风汽车为首的传统燃油车等主流车企纷纷降价，亦导致消费者产生观望情绪，零部件厂商需求或随之承压。综合上述因素，中证鹏元对后续汽车零部件市场增速持谨慎乐观的态度。

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

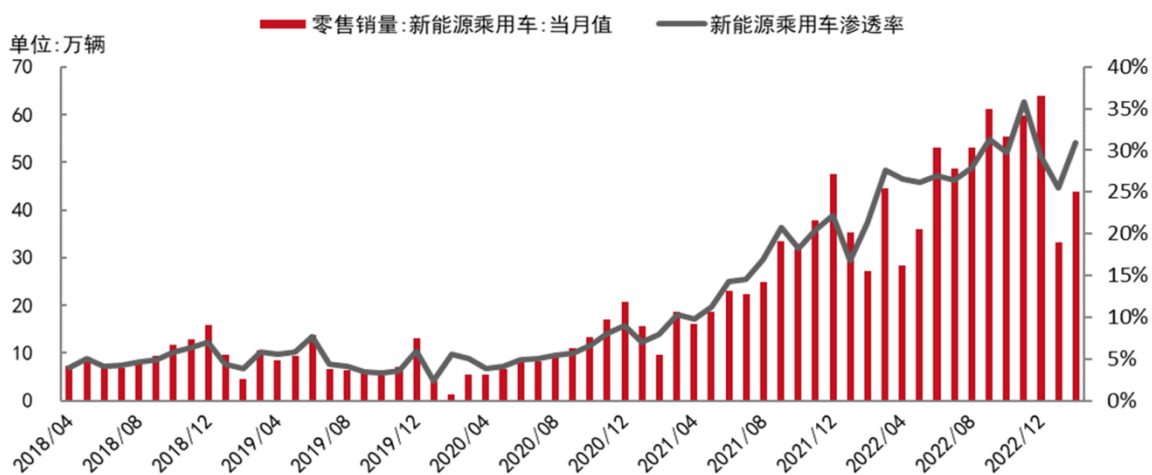
随着新能源汽车市场认可度提高，逐步由政策驱动转向需求驱动，渗透率持续提升，新能源汽车零部件需求亦有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，有望增加部分细分领域的全球市占率

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此已充分预期，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

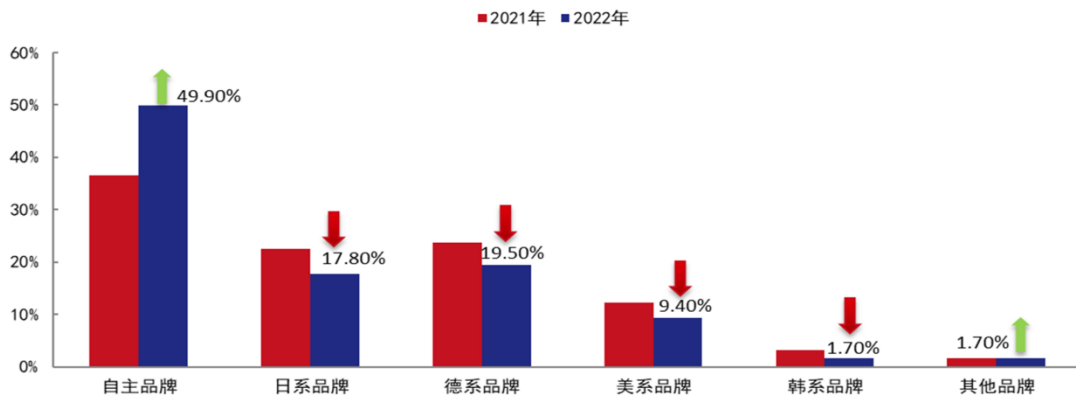
以传统燃油车为主的主机厂商掀起降价潮，市场竞争加速企业分化，新能源供应链布局较早、自主品牌主机厂合作稳定、具备技术优势的零部件供应商有望继续享受新能源汽车发展红利，但转型较慢的传统车企或将面临一定压力

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，地方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。

图 4 自主品牌受益于新能源车市场爆发式增长市占率大幅提高，预计 2022 年自主品牌市占率或将进一步上升



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

表2 2022 年主流车企在新能源汽车市场表现优异（单位：辆）

车企	2022 年	2021 年	同比
比亚迪	1,799,947	584,019	208.20%
上汽通用五菱	442,118	431,335	2.50%
特斯拉（中国）	439,770	320,766	37.10%
广汽埃安	273,757	126,974	115.60%
长安汽车	212,277	97,641	117.41%
理想汽车	133,246	90,520	47.20%
长城汽车	123,920	133,968	-7.50%
蔚来汽车	122,486	91,407	34.00%
小鹏汽车	120,757	98,176	23.00%
上汽大众	91,761	61,052	50.30%

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变化情况等因素

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

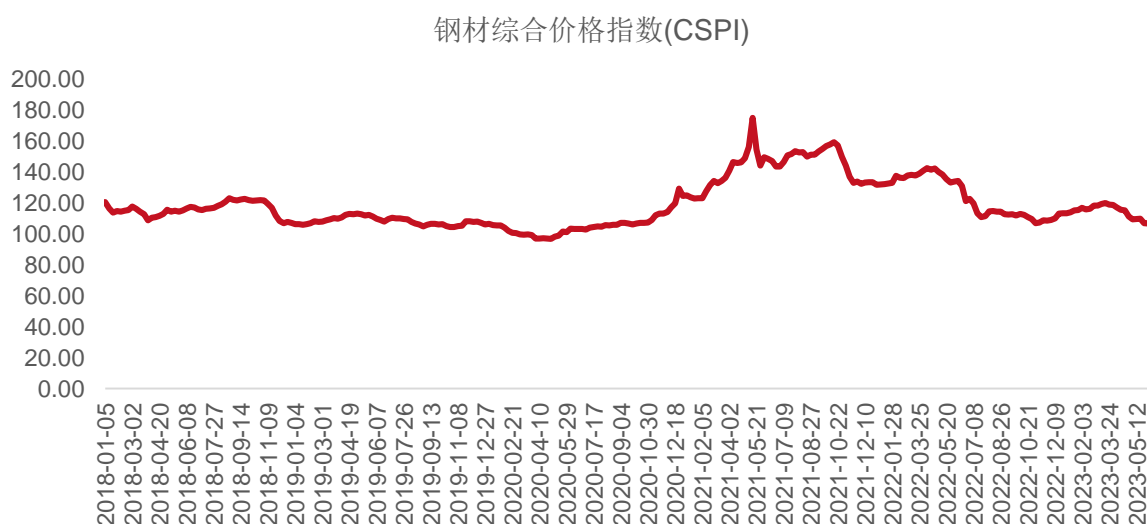
聚优势，国内零部件企业正加速海外客户布局，有望拉动行业持续上行，中证鹏元预计 2023 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及部分欧美国家经济承压等事件仍会对我国汽车零部件的进出口产生不确定性，未来需持续关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素。

钢材及铝锭价格处于震荡偏弱运行阶段，汽车零部件厂商成本端压力预计将有所缓解

从钢材综合价格指数来看，2021 年 1 月钢材价格迎来快速增长，峰值出现在 2021 年 5 月 14 日，之后钢材价格一直在高位宽幅震荡。进入 2021 年 10 月后，主要用钢行业增速放缓，叠加“双控”措施、外部环境因素，钢材消费下降。尽管钢铁生产继续环比下降，但需求端下降更为明显，钢材价格大幅下滑。2022 年上半年下游地产行业新开工面积出现较为明显负增长，钢材下游需求不升反降，市场预期落空使得进入下半年后钢价大幅下跌，同时海外衰退预期升温，海外钢价亦出现明显下跌，我国钢材出口价格优势减弱，亦对钢价形成一定程度冲击。2022 年 11 月以来，钢价整体呈震荡上行趋势，上涨动能主要来自于经济复苏的强预期。但从需求端、成本端及供给端表现来看，预计 2023 年钢价仍将维持偏弱运行。

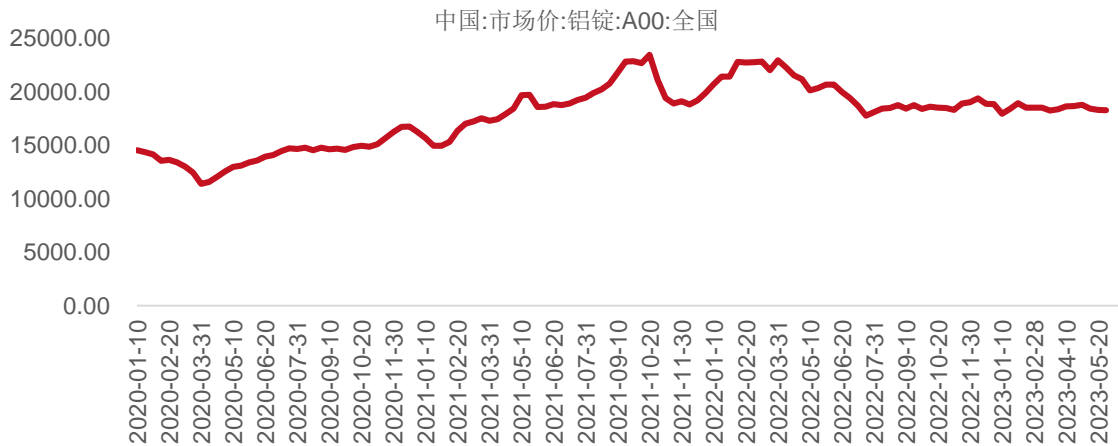
2022 年 1-3 月受俄乌冲突影响，海外铝供应端缩减加上俄铝出口受影响消息面预期，铝价快速走高；2022 年 4 月开始，受美联储逐步进入加息周期，国内受交通、物流受阻影响，需求偏弱，叠加供给端云南及内蒙等地复产使得产能增加，铝锭价格大幅回落；2022 年下半年至今，铝锭价格处于相对高位震荡运行阶段。

图 5 2022 年以来钢材价格中枢有所下移



资料来源：Ifind，中证鹏元整理

图 6 2022 年铝价呈现先涨后跌随后横盘宽幅震荡走势（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为国内重要的铝合金轮毂生产企业, 受益于国内汽车自主品牌崛起, 2022年公司OEM市场销售延续高速增长, 但受美国、印度等海外市场需求下滑影响, 公司汽轮AM及摩轮产品销量下滑, 公司整体盈利能力仍一般

跟踪期内, 公司仍主要从事汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮的生产及销售, 具体来看, 汽轮、摩轮产品仍为公司营业收入的主要来源, 2022年原材料价格上涨使得主要产品销售均价提升, 公司汽轮、摩轮产品业务收入规模均有所提升; 其他业务方面, 受铝等原材料价格上涨影响, 公司中间合金材料销售收入仍保持较高规模。2022年实现营业收入42.19亿元, 同比增长6.67%。

毛利率方面, 公司盈利仍主要由汽轮、摩轮产品贡献, 2022年公司汽轮AM市场销售不景气, 相关产品售价提升幅度低于原材料涨幅, 汽轮业务整体毛利率有所降低; 摩轮方面, 公司提升大排量摩托车轮毂、摩圈轮毂等高利润率产品的销售规模, 摩轮产品毛利率有所回升, 综合影响下, 2022年公司销售毛利率较上年下滑0.63个百分点。随着原材料成本降低, 2023年1-3月公司销售毛利率回升至14.42%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 万元)

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
汽轮	220,860.25	52.35%	17.02%	202,061.52	51.09%	17.98%
摩轮	68,727.18	16.29%	9.13%	67,819.67	17.15%	8.15%
电轮	11,190.92	2.65%	1.36%	10,996.77	2.78%	1.04%
主营业务合计	300,778.34	71.29%	14.64%	280,877.96	71.01%	14.94%
中间合金	96,617.25	22.90%	1.03%	80,464.66	20.34%	2.09%
房租收入	4,854.81	1.15%	83.97%	4,884.04	1.23%	90.90%
废料及铝渣锭收入	414.80	0.10%	45.91%	1,717.97	0.43%	86.15%

其他收入	19,259.13	4.56%	11.87%	27,593.19	6.98%	4.54%
其他业务合计	121,145.99	28.71%	6.23%	114,659.86	28.99%	7.72%
合计	421,924.33	100.00%	12.22%	395,537.82	100.00%	12.85%

资料来源：公司提供

受益于国内汽车自主品牌崛起，公司汽轮 OEM 市场销售延续高速增长；公司汽轮 AM 及摩轮产品国外市场占比仍然较高，受美国、印度等市场销售下滑影响，收入规模均有一定下降，摩轮市场景气度较低，未来仍面临一定的下行压力。

公司实行“以销定产”的订单拉动式生产模式，每月由营销部根据订单的总体情况以及产能情况，总体分配 OEM 和 AM 的产能份额，以及分配各个客户的产能，跟踪期内，公司产销率仍保持较高水平。生产周期方面，OEM 市场从研发设计到批量投入生产一般需要 1-2 年，AM 市场从产品设计开发到投入生产一般需要 2-3 个月。受益于国内自主品牌汽车厂商的高成长性，2022 年公司汽轮 OEM 市场销量同比增长超过 30%，推动汽轮产品全年销量保持增长。受本土化采购增加，BIS 认证等众多因素影响，2022 年公司印度市场摩轮销售有所下滑，使得 2022 年公司摩轮产品销量下滑 10.47%；公司未来拟通过积极开拓国内及东南亚市场、开发附加值高的摩轮产品等措施以应对摩轮产品销量下滑。

销售价格方面，为规避铝价波动带来的成本风险，公司在与整车制造厂签订供货协议时，会以当时的基准铝价约定产品价格，并约定在一定周期内³根据该周期内的平均铝价对产品价格进行相应调整，2022 年铝材价格中枢有所上涨，且公司扩大了大排量摩托车轮毂、摩圈轮毂等高利润率产品销量占比，当期公司汽轮平均售价提升 8.19%，摩轮平均售价提升 13.19%。2023 年 1-3 月，伴随铝价下滑，公司汽轮、摩轮产品平均售价均有所降低。

表4 2021-2022 年及 2023 年 1-3 月公司主要产品销售情况（单位：万只、元/只）

产品名称	项目	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
汽轮	销量	185.15	761.44	753.68
	平均价格	278.70	290.06	268.10
	产销率	101.05%	103.24%	95.38%
摩轮	销量	128.15	541.14	604.39
	平均价格	116.14	127.01	112.21
	产销率	115.28%	101.75%	99.57%

资料来源：公司提供

分区域及市场来看，2022 年我国自主品牌乘用车合计销售 1,176.6 万辆，占比 49.9%，占有率较上年上升 5.4 个百分点，公司汽轮产品中自主品牌占比较大，受益于自主品牌及新能源汽车市场占有率逐步提升，2022 年国内 OEM 市场汽轮销售收入增长 83.70%，延续高速增长态势。汽轮国外市场的销售收

³ 一般以季度均价联动，部分客户是月均价和半年度均价联动。

入仍主要来源于 AM 市场，2022 年公司子公司沃森制造（泰国）有限公司（以下简称“沃森制造”）泰国工厂汽轮产能略有提升，由于 2021 年汽轮 AM 业务在美国市场爆发式增长，2022 年回归正常值使得当期国外汽轮 AM 收入较上年下滑 31.13%。公司摩轮产品以 OEM 市场销售为主，受产品售价提升影响，2022 年整体收入规模保持稳定。

表5 2020-2022 年及 2023 年 1-3 月公司主要产品分市场销售情况（单位：万元）

产品	项目	2023 年 1-3 月		2022 年		2021 年		
		收入	占比	收入	占比	收入	占比	
汽轮	国内	AM	734.37	1.07%	4,993.48	1.66%	10,676.78	3.80%
		OEM	27,236.22	39.79%	108,883.60	36.20%	59,274.07	21.10%
		小计	27,970.59	40.86%	113,877.00	37.86%	69,950.84	24.90%
	国外	AM	14,628.86	21.37%	76,759.51	25.52%	111,458.48	39.68%
		OEM	9,001.12	13.15%	30,223.69	10.05%	20,652.20	7.35%
		小计	23,629.99	34.52%	106,983.20	35.57%	132,110.68	47.03%
摩轮	国内	AM	51.83	0.08%	42.17	0.01%	141.73	0.05%
		OEM	6,160.37	9.00%	30,680.41	10.20%	29,326.33	10.44%
		小计	6,212.20	9.07%	30,722.58	10.21%	29,468.06	10.49%
	国外	AM	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
		OEM	8,670.43	12.67%	38,004.60	12.64%	38,351.61	13.65%
		小计	8,670.43	12.67%	38,004.60	12.64%	38,351.61	13.65%

资料来源：公司提供

公司 OEM 市场客户主要系整车制造厂商，公司与下游客户建立长期供货合作协议。从客户销售集中度来看，2022 年公司前五大客户销售额占比为 38.66%，较上年有所降低；其中汽车轮毂产品前两大客户占比分别为 13.49% 和 5.95%，集中度仍较高。结算方面，公司与下游大客户货款结算仍主要以票据开展，账期一般在 90 天以内；公司国外市场业务主要以美元、日元结算，2022 年公司产生汇兑收益 916.23 万元，汇兑损益规模较小。

2022 年公司汽轮、摩轮产能利用率均有所下滑；当前公司在建项目较多，仍面临一定建设支出压力，且新增产能存在较大消化风险；2022 年金华厂区土地收储补贴款项一定程度上提升了公司利润水平

生产方面，受益于云南生产基地产能充分释放，以及沃森制造泰国工厂产能进一步提升，2022 年公司汽轮金华基地年产 300 万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目与年产 1,000 万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目进展顺利，公司汽轮产能增至 978.60 万只/年，摩轮产能增至 760.40 万只/年。

产能利用率方面，2022 年公司汽轮产量下滑至 757.37 万只，主要系汽轮海外 AM 市场销量下滑所致，公司汽轮产品新投产工厂产能尚在爬坡期，叠加 2022 年上半年受物流交通阻隔影响较大，2022 年公司汽轮产品产能利用率下滑至 75.37%；同期公司摩轮产能利用水平进一步下滑，主要系公司实行“以销定产”的生产模式，摩轮市场需求景气度较低，产品产量的增长幅度较产能的增长幅度较低所致。

表6 2021-2022年公司产能利用率情况（单位：万只）

产品名称	项目	2022年	2021年
汽轮	产能	978.60	811.54
	产量	737.57	790.19
	产能利用率	75.37%	97.37%
摩轮	产能	760.40	748.64
	产量	531.82	606.98
	产能利用率	69.94%	81.08%

资料来源：公司提供

表7 公司主要产品产能分布情况（单位：万只/年）

生产基地	汽轮		摩轮	
	2022年	2021年	2022年	2021年
金华	420.40	401.11	174.40	224.71
云南	397.10	253.25	586.00	523.93
泰国	161.10	157.18	0.00	0.00
合计	978.60	811.54	760.40	748.64

资料来源：公司提供

跟踪期内，江西丰城年产 500 万只整体式铝合金电动车项目建成投产，截至 2022 年末，公司主要在建项目方面，宁夏生产基地不生产成品，只生产半成品；年产 300 万件铝合金汽车轮毂建设项目系公司为规避反倾销、贸易战等影响，利用关税优势，在泰国投资建设的汽轮产能。截至 2022 年末，公司主要在建项目计划总投资 17.74 亿元，根据投资进度测算，公司主要项目未来尚需投资 3.39 亿元，公司仍面临一定资金支出压力。

表8 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：万元、万只/年）

项目名称	所在地	计划总投资	投资进度	产品类别	设计产能
年产 300 万件铝合金汽车轮毂建设项目	泰国	37,630	99.51%	汽轮	300
年产 300 万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目	金华	74,000	70.74%	汽轮	300
年产 1,000 万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目	金华	65,804	81.63%	摩轮	1,000
合计	-	177,434	-	-	-

资料来源：公司提供

根据公司 2018 年 9 月 3 日公布的《关于收到实施规划搬迁、土地收储通知的公告》，公司仙华南街 800 号用地已不符合金华经济技术开发区《秋滨吕塘单元控制性详细规划》，为推进规划实施，经金华经济技术开发区管委会讨论研究决定，公司该地块列入开发区规划搬迁、土地收储范围，其中土地面积 127,602 平方米，建筑面积 74,229.54 平方米。截至 2021 年末，公司已经基本完成场地清空，收储的厂房及土地权证已经移交金华经济技术开发区管委会，并收到不动产收回补偿合计金额 2.54 亿元。2022 年 4 月 20 日，公司收到剩余款项（含奖励款）0.63 亿元，2022 年 6 月 13 日，公司收到在腾空期限内提前腾空空地的奖励款 0.11 亿元。公司于 2021 年 1 月 11 日收到控股股东今飞控股《关于出租地块实施规划搬

迁、土地收储的通知》，向今飞控股所租的环城西路 938 号用地列入金华市婺城区人民政府规划搬迁、土地收储范围。截至 2022 年 12 月 31 日，浙江今飞亚达轮毂有限公司已经基本完成场地清空及搬迁事宜，并已于 2021 年收到不动产收回补偿合计金额 0.54 亿元。上述两项收储事项本期已基本完成，公司共计收到 3.82 亿元拆迁补偿款。

公司于 2021 年 1 月收到贵阳市白云区国有资产监督管理委员会的《关于实施资产收购的函》。拟对公司下属子公司贵州今飞轮毂有限公司（以下简称“贵州今飞”）位于白云区云环东路 430 号地块的土地使用权（包括该地块上的房屋、附属品）进行收购，其中土地面积 82,139.00 平方米，截至 2022 年末账面原值为 0.22 亿元，建筑面积为 45,658.14 平方米，截至 2022 年末账面原值为 1.03 亿元。截至 2023 年 3 月末，上述收储地块补偿方案均未确定。考虑到上述地块占地面积较大，若收储进展顺利，其补贴款项将在一定程度上改善公司利润水平和现金流状况。

为配合地方政府土地收储工作，公司金华厂区需进行搬迁，2019 年公司新增年产 300 万件轻量化铝合金汽车轮毂智能制造项目和年产 1,000 万件摩托车铝合金轮毂智能制造项目，其中汽轮项目通过非公开发行股票募集部分所需资金。上述产能置换项目 2022 年已实现部分产能替换，考虑到厂区占地面积及建筑面积较大，预计搬迁投入资金规模较大，公司仍面临一定建设支出压力。考虑到汽车市场景气度存在波动性、摩托车行业景气度较弱，未来新增产能仍面临较大消化风险。

直接材料成本占公司主营业务成本比重较大，且公司原材料采购集中度较高，2022 年铝材价格中枢维持高位，对公司成本控制仍形成较大压力；2023 年一季度，铝锭价格中枢稳定后呈现回落趋势，公司销售毛利率亦有所回升，但未来若铝价产生大幅波动，仍对将公司盈利产生不利影响

从轮毂制造成本构成来看，公司生产成本仍主要包括材料成本、人工成本、制造费用以及燃料动力成本，其中材料成本系主要成本支出，跟踪期内其采购金额占比仍超过 60%，而材料成本中，铝材的采购仍系主要支出，因此铝材采购价格的波动系影响生产成本的主要因素之一。公司采购部于每月末，根据下一期生产计划确定采购安排，铝材按月度备货。2022 年公司铝采购均价为 19.60 元/公斤，较 2021 年增长 21.72%。云南电解铝资源丰富，就近设厂便于公司铝材采购，节约运输成本以及熔化铝锭的燃料动力成本，且当地人工成本相对较低，电价优惠力度较大，云南生产基地产能释放一定程度上有助于公司缓解铝价上涨压力。

表9 公司轮毂制造主要成本项目构成表（单位：万元）

成本项目	2023 年 1-3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	37,060.07	64.75%	160,465.11	63.53%	146,428.17	61.29%
燃料及动力	6,554.71	11.45%	30,361.88	12.02%	25,581.37	10.71%
直接人工	5,766.37	10.08%	26,785.61	10.60%	27,387.64	11.46%
制造费用	7,850.83	13.72%	34,978.89	13.85%	38,626.96	16.17%
合计	57,231.96	100.00%	252,591.49	100.00%	238,914.14	100.00%

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，由于公司轮毂制造成本支出以铝材采购支出为主，因此公司前五大供应商仍主要系铝业公司或相关贸易公司。2022 年公司前五大供应商采购金额占采购总额的比重为 54.68%，供应商采购集中度仍较高。结算方式方面，公司与主要供应商货款结算仍以电汇为主，账期通常为预付货款或发货后 15 天内付款。

2023 年一季度铝锭价格中枢稳定后呈现回落趋势，公司铝材采购单价相较 2022 年全年有所降低，当期公司销售毛利率回升至 14.42%；公司与上下游均签订了长期供货协议，但公司针对价格波动的反应可能具有滞后性，若未来原材料价格发生大幅波动，仍将对公司盈利产生一定不利影响。

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中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告及未经审计的公司 2023 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围变化情况详见表 1。

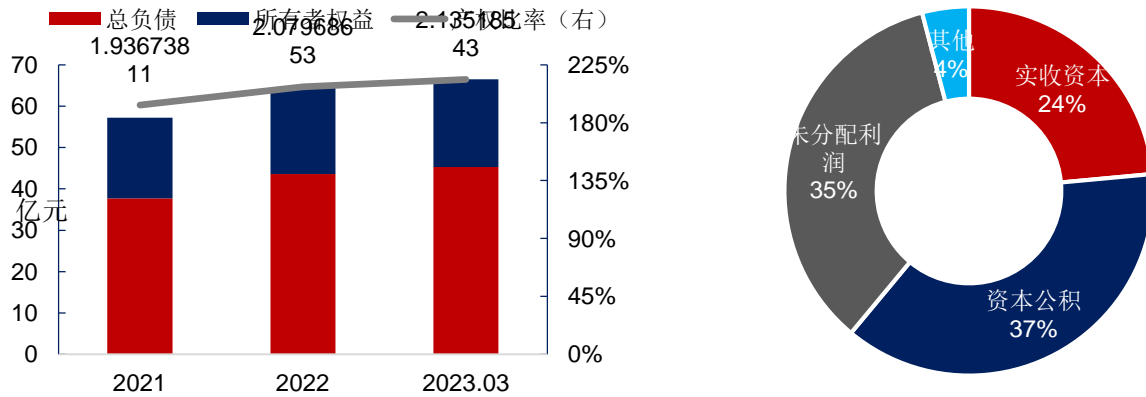
资本实力与资产质量

跟踪期内公司资产规模持续增长，但结构上来看公司厂房、设备等非流动资产占比仍较高，且 2022 年末受限资产占总资产比重达 31.27%，公司资产整体流动性一般，规模较大的存货与应收款项亦对营运资金形成较大占用

截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益主要为资本公积、未分配利润与实收资本构成。受益于盈余积累，跟踪期内公司所有者权益规模持续提升，但整体资本实力仍较弱；融资增加使得公司负债规模持续增长；跟踪期内公司产权比率持续增长，2023 年 3 月末为 213.52%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较弱。此外，公司拟向特定对象发行股票募集资金不超过 7.04 亿元，2023 年 6 月，深圳证券交易所已受理公司向特定对象发行股票申请文件，公司本次向特定对象发行股票事项尚需通过深圳证券交易所审核，并获得中国证监会作出同意注册的决定后方可实施，若最终成功发行，公司资本实力有望进一步增强。

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 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2022 年末，公司固定资产主要系机器设备、房屋及建筑物等资产，2022 年末规模较上年末增长 34.15%，主要系在建工程中金华今飞智造厂区项目以及云南今飞汽轮厂区、摩轮厂区项目转固所致，期末合计 8.58 亿元固定资产因抵押受限，合计 2.52 亿元固定资产尚未办理产权证书；在建工程主要包括金华、云南、江西丰城、宁夏等地的工程项目，2022 年重点在建工程项目累计投入 5.41 亿元，当期转入固定资产金额为 9.29 亿元；投资性房地产主要系从金华、贵州生产基地固定资产及在建工程转入的租赁厂房，其中 4.07 亿元已对外抵押；无形资产主要系公司购置的土地使用权资产，其中 1.56 亿元已用于借款抵押担保。

2022 年末，公司存货主要包括原材料 0.68 亿元、在产品 4.37 亿元和库存商品 6.32 亿元，由于公司客户要求的交货周期通常短于公司采购周期与生产周期，且内销 AM 模式成本结转时点取决于客户生产领用进度，公司在产品与库存商品规模较高，未来若汽车与摩托车行业景气度变化，可能存在存货滞销风险。跟踪期内公司应收账款规模有所降低，2022 年末应收账款中账龄在 1 年以内的款项占比为 94.98%，前五名欠款方合计占比为 42.12%，累计计提坏账准备 0.39 亿元，应收款项仍存在一定的回收风险。2022 年公司借款规模持续扩大，期末公司货币资金账面余额同比增长 64.48%，其中 4.21 亿元保证金及定期存单使用受限，受限比例高达 56.63%。

整体上看，伴随在建项目持续投入，跟踪期内公司资产规模持续增长，但结构上来看公司厂房、设备等非流动资产占比较高，且 2022 年末公司受限资产规模高达 20.17 亿元，占总资产比重为 31.27%，公司资产整体流动性一般，且公司应收款项与存货规模较大，对营运资金仍形成较大占用。

表10 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	6.58	9.91%	7.43	11.53%	4.52	7.91%
应收账款	4.53	6.81%	4.68	7.26%	5.13	8.97%
存货	13.50	20.30%	11.35	17.60%	10.99	19.23%

流动资产合计	28.76	43.28%	27.65	42.88%	23.91	41.83%
投资性房地产	4.05	6.10%	4.08	6.32%	3.42	5.98%
固定资产	26.88	40.44%	27.12	42.05%	20.22	35.37%
在建工程	2.88	4.33%	1.86	2.88%	5.89	10.30%
无形资产	2.24	3.38%	2.27	3.51%	2.51	4.39%
非流动资产合计	37.70	56.72%	36.84	57.12%	33.26	58.17%
资产总计	66.47	100.00%	64.50	100.00%	57.17	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

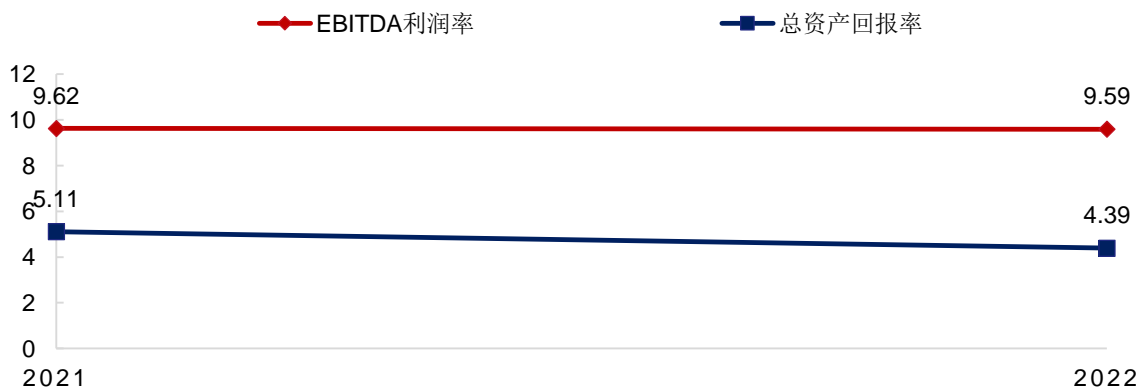
盈利能力

2022 年公司营业收入保持增长，当期土地收储事项补偿款与政府补助对盈利贡献较高，公司整体盈利能力仍一般，同时仍需关注原材料价格波动对其盈利水平的影响

公司主营业务收入主要包括汽轮、摩轮和电轮销售收入，受益于自主品牌高成长性对公司汽轮 OEM 市场销量拉动，以及原材料价格上涨对产品售价提升，2022 年公司主要产品销售收入均有所增长；其他业务方面，受铝等原材料价格持续上涨影响，中间合金材料销售收入仍保持较高规模。综合影响下，2022 年营业收入较上年增长 6.77%。2022 年公司实现利润总额 1.08 亿元，其中包括当年收到财政补贴计入其他收益 0.77 亿元，占本期利润总额比重为 71.08%；此外金华两项土地收储事项拆迁补偿款计入营业外收入 0.49 亿元，占本期利润总额比重为 45.15%，土地收储事项补偿款与政府补贴对公司本期盈利贡献仍较高。

2022 年上游原材料价格中枢仍维持高位，公司 EBITDA 利润率略有下滑，伴随在建项目持续投入，跟踪期内公司资产规模持续增长，公司产能利用水平亦有所下滑，使得 2022 年公司总资产回报率下滑至 4.39%，公司主营业务盈利能力较弱，未来仍需关注原材料价格波动对其盈利水平的影响。

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

2022 年公司经营活动现金流状况有所改善，流动性指标有所提升，但整体仍较弱；公司杠杆水平

较高，跟踪期内公司债务规模持续扩张，且短期债务占比较高，现金短期债务比较低，公司仍面临较大短期债务压力

从负债结构看，公司负债仍主要为流动负债。跟踪期内，公司总债务规模持续扩大，截至 2023 年 3 月末为 37.37 亿元，债务规模较高，短期债务在总债务中占比达 71.73%，债务结构有待改善，公司仍面临较大短期偿债压力；公司融资渠道以银行借款为主，并辅以小规模融资租赁和债券。短期借款系公司负债的主要构成，借款类型主要包括保证借款、抵押质借款等，借款利率主要在 3.02%-5.25% 之间；应付票据全部为银行承兑汇票，其规模随票据结算时点的不同有所波动；一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款；为满足工程建设资金需要，跟踪期内，公司长期借款规模持续增加，主要为抵押及保证借款、保证借款；应付债券即应付本期债券，长期应付款系新增融资租赁借款。

表11 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	18.79	41.50%	19.73	45.29%	18.67	49.53%
应付账款	4.84	10.70%	3.46	7.94%	3.24	8.59%
应付票据	7.05	15.56%	6.98	16.02%	5.82	15.42%
一年内到期的非流动负债	0.97	2.15%	2.37	5.45%	1.50	3.99%
流动负债合计	32.59	72.00%	33.71	77.39%	30.78	81.64%
长期借款	7.66	16.92%	5.18	11.90%	3.41	9.05%
应付债券	1.81	3.99%	1.81	4.16%	1.73	4.60%
长期应付款	1.08	2.38%	0.70	1.60%	0.20	0.52%
非流动负债合计	12.67	28.00%	9.85	22.61%	6.92	18.36%
负债合计	45.27	100.00%	43.55	100.00%	37.70	100.00%
总债务合计	37.37	82.56%	36.84	84.59%	31.33	83.11%
其中：短期债务	26.81	59.22%	29.12	66.85%	25.99	68.94%
长期债务	10.56	23.34%	7.73	17.74%	5.34	14.17%

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

偿债指标方面，2022 年末及 2023 年 3 月末，公司资产负债率与总债务/总资本进一步提升，整体杠杆水平较高。2022 年公司 EBITDA 规模有所增长，但公司债务规模持续扩大，利息支出亦增加，使得 2022 年公司 EBITDA 利息保障倍数略有下滑，EBITDA 对债务利息偿付的保障程度仍尚可。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

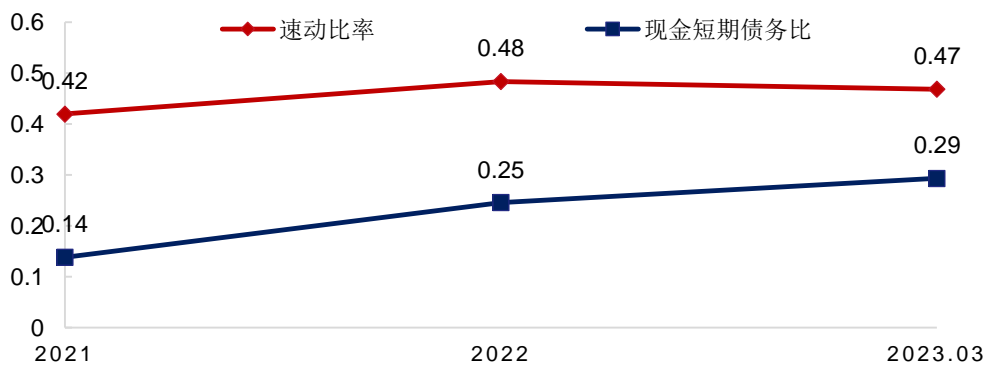
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	1.15	4.06	2.49
FFO（亿元）	--	1.41	1.67
资产负债率	68.10%	67.53%	65.95%
净债务/EBITDA	--	7.63	7.58

EBITDA 利息保障倍数	--	2.55	2.62
总债务/总资本	63.80%	63.76%	61.68%
FFO/净债务	--	4.57%	5.79%
经营活动现金流/净债务	3.85%	13.16%	8.65%
自由现金流/净债务	-0.70%	-6.76%	-16.16%

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

流动性指标方面，长期借款融资以及经营活动现金流改善使得公司账面资金余额有所增长，2022 年末公司速动比率与现金短期债务比指标有所提升，公司短期流动性有所改善，但整体仍较弱。公司流动性需求主要来自项目开支和债务还本付息，2023 年 3 月末公司现金类资产难以覆盖其短期债务，公司尚未使用银行授信额度约为 3 亿元，规模相对较小。受益于营业收入以及应收票据贴现、到期承兑金额增加，2022 年公司经营活动净现金流为 4.06 亿元，相较上年有所改善，但相较当期资本支出规模（6.14 亿元）仍存在一定缺口，使得同期公司自由现金流（FCF）仍为负，公司业务发展使得资本性支出持续进行，未来主要资本性支出仍将依赖筹资活动。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，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 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司及其子公司的污染防治设施均按环评要求建设与运行，污染物均严格按照要求排放，跟踪期内，公司及其子公司均未发生环境污染事故，无环境纠纷，未收到任何形式的环境保护行政处罚。

社会方面，根据公司提供的关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说

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。

公司治理与管理方面，2022年7月，公司高管、副总经理叶龙勤先生因工作调整原因请求辞去副总经理职务，其离任后仍担任公司董事及董事会薪酬与考核委员会委员，公司于2022年7月1日召开第四届董事会第二十三次会议，审议同意聘任陈国华先生为公司副总经理，跟踪期内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违规事项。

（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15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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6月15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、本期债券偿还保障分析

富源今飞房地产开发有限公司为本期债券提供了担保

富源今飞房地产开发有限公司（以下简称“今飞房地产”）为本期债券提供无条件的不可撤销连带责任保证担保，担保范围为可转债总额的100%本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，保证期间为债券所应承担的第一笔主债务产生之日起，至债券所应承担的最后一笔主债务履行期限届满之日起两年。

今飞房地产成立于2018年3月，出资人系今飞控股，注册资本为41,000.00万元，今飞控股持有100.00%股权，今飞房地产主要从事房地产开发、销售、经营，截至2022年末，今飞房地产总资产为77,351.80万元，所有者权益为39,255.77万元，资产负债率为49.25%，2022年实现营业收入6,550.87万元，中证鹏元未对今飞房地产进行评级，其为本期债券提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保的增信效果无法判断。

表13 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2022年	2021年
总资产	77,351.80	78,686.13
所有者权益	39,255.77	39,293.47
总债务	0.00	0.00
资产负债率	49.25%	50.06%

营业收入	6,550.87	16,910.24
营业利润	61.39	-406.85
净利润	-38.24	-669.41

资料来源：今飞房地产 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年财务报表，中证鹏元整理

九、结论

公司是国内重要的铝合金轮毂生产企业，涉及汽车铝合金车轮、摩托车铝合金车轮以及电动车铝合金车轮的生产及销售；2022 年我国自主品牌乘用车合计销售 1,176.6 万辆，占比 49.9%，占有率较上年上升 5.4 个百分点，公司汽轮产品中自主品牌占比较大，受益于国内汽车自主品牌崛起，公司汽轮 OEM 市场销售延续高速增长，且仍具有较好增长潜力；此外 2022 年公司持续收到较大规模的政府财政补贴，且金华两项土地收储事项产生的补偿款亦对公司利润贡献形成补充，贵州厂区土地收储若未来进展顺利，其补偿款项将在一定程度上增强公司利润水平。

但同时我们也关注到，公司在金华等地仍有较大规模在建项目，2022 年公司汽轮 AM 及摩轮产品国外市场占比仍然较高，受美国、印度等市场销售下滑影响，收入规模均有一定下降，2022 年公司汽轮与摩轮产品产能利用率均有所下滑，考虑到 2023 年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，汽车市场景气度存在波动性，且摩托车行业景气度偏弱，公司未来新增产能面临较大消化风险，且面临一定资本性支出压力；公司杠杆水平仍较高，跟踪期内公司债务规模持续扩张，且短期债务占比较高，面临较大短期偿债压力，此外，公司营业成本中原材料占比仍较高，未来仍需关注原材料价格波动对其盈利水平的影响。

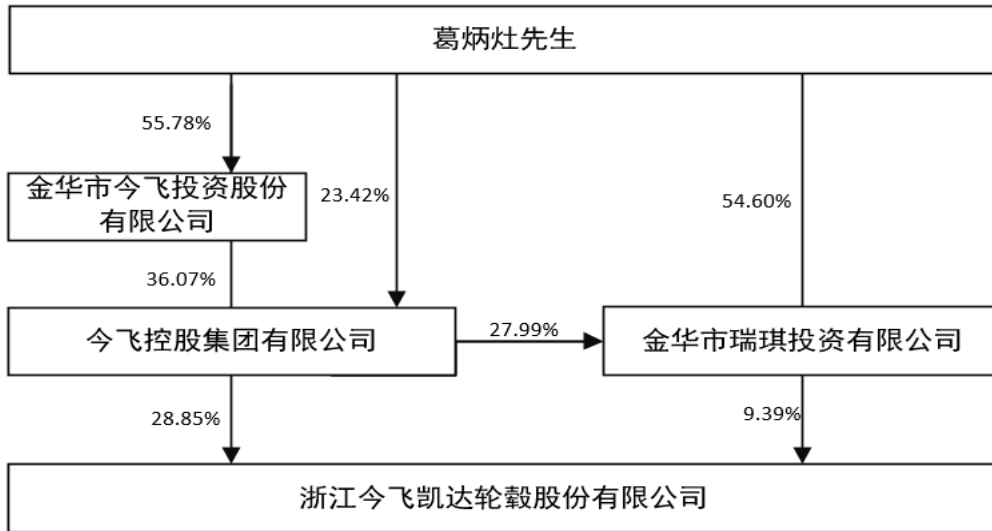
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定，维持“今飞转债”的信用等级为 A+。

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
存货	13.50	11.35	10.99	10.37
流动资产合计	28.76	27.65	23.91	23.82
固定资产	26.88	27.12	20.22	18.18
非流动资产合计	37.70	36.84	33.26	29.76
资产总计	66.47	64.50	57.17	53.58
短期借款	18.79	19.73	18.67	17.37
应付账款	4.84	3.46	3.24	2.11
应付票据及应付账款	11.89	10.43	9.05	8.26
应付票据	7.05	6.98	5.82	6.15
流动负债合计	32.59	33.71	30.78	28.27
长期借款	7.66	5.18	3.41	2.78
非流动负债合计	12.67	9.85	6.92	6.58
负债合计	45.27	43.55	37.70	34.85
总债务	37.37	36.84	31.33	29.86
所有者权益	21.20	20.94	19.47	18.73
营业收入	9.32	42.19	39.55	31.15
营业利润	0.18	0.65	1.40	0.84
净利润	0.25	1.14	1.37	0.66
经营活动产生的现金流量净额	1.15	4.06	2.49	2.34
投资活动产生的现金流量净额	-1.45	-5.99	-4.11	-5.81
筹资活动产生的现金流量净额	0.19	3.66	0.24	5.84
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	4.05	3.81	3.60
FFO（亿元）	--	1.41	1.67	1.36
净债务（亿元）	29.76	30.85	28.83	25.34
销售毛利率	14.42%	12.22%	12.85%	13.97%
EBITDA 利润率	--	9.59%	9.62%	11.57%
总资产回报率	--	4.39%	5.11%	4.52%
资产负债率	68.10%	67.53%	65.95%	65.04%
净债务/EBITDA	--	7.63	7.58	7.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.55	2.62	2.52
总债务/总资本	63.80%	63.76%	61.68%	61.45%
FFO/净债务	--	4.57%	5.79%	5.37%
速动比率	0.47	0.48	0.42	0.48
现金短期债务比	0.29	0.25	0.14	0.22

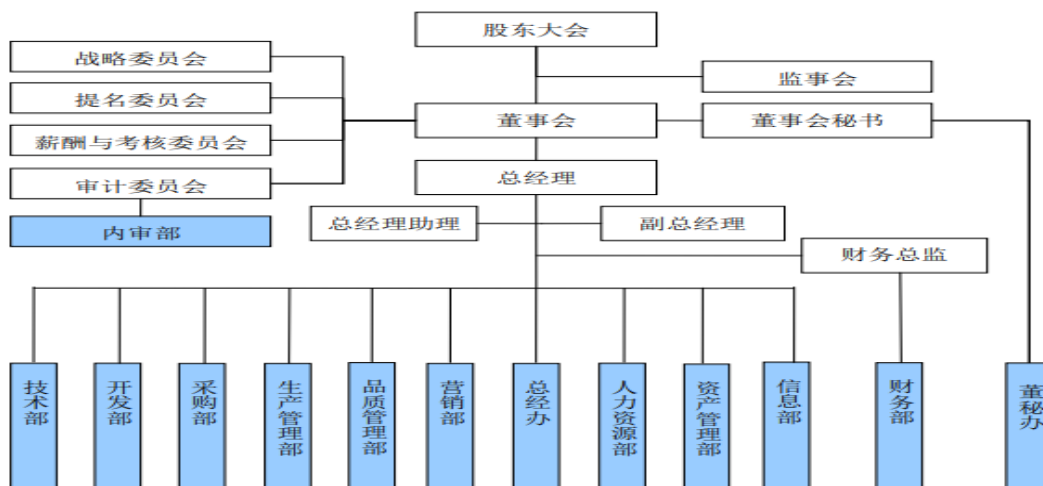
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 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

公司名称	持股比例	主要经营	业务性质
浙江今飞亚达轮毂有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
浙江今飞摩轮有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
浙江今泰汽车零部件制造有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
金华市今飞零部件制造有限公司	70.00%	浙江金华	制造业
金华市今飞轻合金材料有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
浙江今飞汽摩配技术研究院有限公司	100.00%	浙江金华	技术服务业
金华市今飞汽车配件有限公司	100.00%	浙江金华	批发和零售业
贵州今飞轮毂有限公司	100.00%	贵州贵阳	制造业
FUTURE INDUSTRIAL & TRADING IN C (飞驰工贸股份有限公司)	100.00%	美国	批发和零售业
JINFEI TRADING INDIAN PRIVATE LIMITED (印度今飞贸易有限公司)	100.00%	印度	批发和零售业
云南富源今飞轮毂制造有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
宁夏今飞轮毂有限公司	100.00%	宁夏中卫	制造业
云南今飞摩托车配件制造有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
富源今飞零部件有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
浙江今飞智造摩轮有限公司	100.00%	浙江金华	批发和零售业
浙江今飞新材料有限公司	100.00%	浙江金华	批发和零售业
浙江今飞国际贸易有限公司	100.00%	浙江金华	批发和零售业
VOSSENMANUFACTURE (THAILAND) CO., LTD. (沃森制造(泰国)有限公司)	100.00%	泰国	制造业
富源今飞汽车配件制造有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
云南飞速汽车轮毂制造有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
金华市今科新材料有限公司	90.00%	浙江金华	批发和零售业
江西今飞轮毂有限公司	100.00%	江西宜春	制造业
金华市今飞车圈有限公司	100.00%	浙江金华	制造业
浙江今飞摩轮研究院有限公司	100.00%	浙江金华	研发与技术服务业
云南今飞铝合金材料研发有限公司	100.00%	云南曲靖	制造业
浙江今杭环保科技有限公司	100.00%	浙江金华	生态保护和环境治理业

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。