



# 2021年浙江三花智能控制股份有限公司公 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年浙江三花智能控制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	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
三花转债	AA+	AA+

## 评级观点

- 该评级结果是考虑到：浙江三花智能控制股份有限公司（以下简称“三花智控”或“公司”，证券代码为 002050.SZ）仍是全球热管理系统头部企业，且有望在良好发展前景的新能源汽车行业中受益，公司在新能源汽车热管理领域已建立技术优势，收入增速较快；公司的规模优势与技术优势有望继续维持制冷空调元器件板块业务平稳运营；公司客户资质优质，合作关系稳定，经营效益逐年增加，回款表现较佳，未来业务多元化程度有望继续提高，融资渠道不断丰富。同时中证鹏元也关注到公司家用空调板块面临更为激烈的存量市场竞争，汽车零部件板块可能存在技术更新迭代压力，仍面临一定原材料价格波动风险，募投项目可能存在效益不及预期等风险。

## 评级日期

2023年6月26日

## 联系方式

**项目负责人：** 张伟亚  
zhangwy@cspengyuan.com

**项目组成员：** 徐宁怡  
xuny@cspengyuan.com

**联系电话：** 0755-82872897

## 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	285.17	279.61	236.20	170.33
归母所有者权益	136.65	129.41	111.50	100.65
总债务	91.94	92.23	80.05	35.50
营业收入	56.79	213.48	160.21	121.10
净利润	6.09	26.08	17.05	14.73
经营活动现金流净额	7.36	25.10	15.56	20.87
净债务/EBITDA	--	0.49	-0.18	-1.14
EBITDA 利息保障倍数	--	14.46	18.73	35.71
总债务/总资本	39.90%	41.28%	41.57%	25.90%
FFO/净债务	--	165.05%	-475.74%	-73.24%
EBITDA 利润率	--	15.80%	17.17%	19.09%
总资产回报率	--	12.74%	10.45%	11.04%
速动比率	1.43	1.53	1.55	1.96
现金短期债务比	1.59	1.83	2.02	3.70
销售毛利率	25.57%	26.08%	25.68%	29.81%
资产负债率	51.43%	53.08%	52.36%	40.39%

注：2020年末和2021年末净债务均为负值。

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

- **新能源汽车行业发展前景较好，公司在热管理细分领域具备技术优势。**新能源汽车行业面临较好的市场前景，公司作为全球热管理系统头部企业，在相应领域持续研发投入使得对应的热管理领域成本持续优化与性能持续改善，未来发展前景广阔，2022年公司相关收入高速增长。
- **规模优势与技术优势有望继续对制冷设备零部件板块业务发展形成支撑。**公司核心的制冷空调电器零部件销售规模位居世界前列，市场占有率较高，规模效应明显，具备成本优势；2022年末公司已获国内外大量的专利授权及发明专利，长期的技术积累使得公司在相应领域技术优势明显；2022年公司推进数字化工厂建设，生产效率持续提升，成本优势与技术优势有望对公司经营持续发展形成支撑。
- **公司客户资质优质，合作关系稳定。**公司制冷空调电器零部件板块客户主要为格力、美的、LG等国内外龙头客户；汽车零部件客户主要为国际知名大型车企，经营实力相对较强，资质相对优质且合作关系稳定。
- **公司布局储能及机器人板块，业务多元化程度有望继续提高。**2022年公司成立三花新能源热管理科技（杭州）有限公司，加大对储能市场的开拓，截至2022年末，公司已就储能热管理系统解决方案与行业标杆企业达成合作，目前已有产线投产并得到客户审验通过，预计将在2023年实现销售，有望成为公司新的业绩增长点。此外，2022年公司布局机器人产业，重点聚焦仿生机器人机电执行器业务。
- **公司经营效益继续增加，回款表现较好。**2022年公司收入保持稳步增长，收现比表现较好，账期相对合理，经营活动现金流持续净流入且规模有所扩大。
- **公司不断丰富融资渠道，获取流动性资源的能力较好。**公司计划发行全球存托凭证（Global Depositary Receipts，以下简称“GDR”）并在瑞士交易所上市。公司融资渠道通畅且多样，融资弹性较好，如果GDR成功发行，将有助于公司拓展国际融资渠道，进一步推进全球化发展战略。

## 关注

- **2022年家用空调国内外销量同时下滑，整体进入存量市场及结构性调整阶段。**在全球通胀、俄乌战争、中美贸易冲突等大环境下，2022年家用空调出货量内外销分别下滑0.5%和3.2%，预计未来家用空调销售将逐步趋稳，市场发展进入结构性调整阶段，存量市场的竞争将更为激烈。
- **汽车零部件板块存在持续技术更迭压力。**近年公司积极拓展新能源汽车领域，但目前该行业尚处于资本扩张与技术更新期，竞争格局尚未稳定，公司存在持续技术更迭压力。
- **公司仍面临一定原材料价格波动风险。**2022年直接材料占公司营业成本的比重升至74.51%，占比较高，其中主要材料仍为铜管、铝合金和钢材等大宗商品。2022年以来价格虽有所回落但仍处于历史高位，对营运资金形成一定的压力。若未来原材料价格继续出现大幅波动、快速上涨等情形，若公司无法有效向下游传导，仍将对公司经营造成不利影响。
- **募投项目可能存在效益不及预期风险。**本期债券募投项目为年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，新增产能规模较大，若未来下游市场需求与预期出现较大偏差，可能导致项目收益情况不及预期，进而会对公司财务与经营形成较大负担。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在制冷空调元器件以及新能源汽车热管理系统已形成较好的技术优势地位，客户优质且合作关系较为稳定，可以为公司带来持续稳定的收入和现金流。

### 同业比较（单位：亿元）

指标	三花智控	奥特佳	富奥股份	盾安环境
总资产	279.61	121.50	152.59	81.54
营业收入	213.48	62.30	125.71	101.44
净利润	26.08	1.14	4.68	8.36
销售毛利率	26.08%	15.19%	8.42%	17.01%
资产负债率	53.08%	53.59%	44.49%	56.56%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind 资讯，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	评分要素	评分	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	6/7	财务状况	8/9
	行业风险状况	4/5	杠杆状况	非常强
	经营状况	6/7	盈利状况	7/7
业务状况评估结果	6/7	流动性状况	7/7	
调整因素	ESG 因素	6/7	财务状况评估结果	9/9
	重大特殊事项			0
	补充调整			0
个体信用状况			-1	
外部特殊支持			0	
主体信用等级			AA+	

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 aa+，反映了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。

### 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
AA+/稳定	AA+/三花转债	2022-5-23	张伟亚、徐宁怡	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+/三花转债	2020-11-2	田珊、张伟亚	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</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
三花转债	30	29.98	2022-5-23	2027-5-31

## 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2021年6月发行6年期30亿元可转换公司债券，募集资金用于公司年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目及补充流动资金。根据公司公告的《募集资金年度存放与使用情况鉴证报告》，截至2022年12月31日，三花转债募集资金专项账户余额为12.90亿元。

## 三、发行主体概况

截至2023年3月末，公司名称和主营业务均未发生变化，仍主要从事制冷空调电器零部件与汽车零部件研发、生产和销售。截至2023年3月末，公司股本为35.91亿元，其中控股股东为三花控股集团有限公司，控股股东通过直接与间接持有公司股份比例为47.94%，实际控制人为张道才、张亚波与张少波父子三人。2023年3月末公司产权及控制关系图见附录二。截至2023年5月31日，公司控股股东质押股份数量为7,550.97万股，股东浙江三花绿能实业集团有限公司质押股份数量为15,000.00万股。截至2022年末，公司合并报表范围内新增纳入合并范围6家子公司，减少1家子公司。

2022年，公司计划发行GDR并在瑞士交易所上市，截至目前已获得中国证券监督管理委员会受理，并获得瑞士证券交易所监管局的附条件批准<sup>1</sup>，同意公司发行的GDR在满足惯例性条件后在瑞士证券交易所上市。本次GDR计划发行规模较大，如果GDR成功发行，将有助于公司拓展国际融资渠道，进一步推进全球化发展战略，有效满足公司项目建设的资金需求。

**表1 2022年，公司合并范围变动情况（单位：万元）**

序号	新增子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
1	三花新能源热管理科技（杭州）有限公司	5,000.00	100.00%	投资设立
2	三花换热器（郑州）有限公司	1,000.00	100.00%	投资设立
3	浙江三花敏实汽车零部件有限公司	10,000.00	100.00%	投资设立
4	天津三花汽车零部件有限公司	5,000.00	100.00%	投资设立
5	Leaderway USA INC.	2 万美元	71.39%	投资设立

<sup>1</sup> 上述附条件批准不是公司GDR上市的最后批准。公司本次发行上市还需达成若干前提条件，包括但不限于本次发行上市的招股说明书尚需取得瑞士证券交易所监管局招股说明书办公室（Prospectus Office）的批准，公司的上市时间仍有待瑞士证券交易所最终确认，该等事项存在一定的不确定性。



6	Sanhua Automotive Poland Sp.Zoo	0.5 万波兰兹罗提	100.00%	投资设立
	<b>不再纳入子公司名称</b>	<b>注册资本</b>	<b>持股比例</b>	<b>不再纳入原因</b>
1	SANHUA INTERNATIONAL LATAM SpA	-	-	清算注销

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 年房地产行业景气度下滑，导致家用空调增量需求减弱，整体销售进入存量市场及结构性调整阶段，2022 年内外销量双下滑，得益于产品均价调升，行业总销售额保持增长；但新节能政策落地实施后的变频空调销售表现暂未达预期；需关注成本上涨对企业利润空间的影响**

近年随着居民收入持续提高，城镇化的推进以及房地产市场的发展，中国家用空调销售总体处于扩容的趋势，但随着房地产市场调控逐步收紧、居民杠杆率的攀升及原材料价格上涨等多重不利因素影响，家用空调销售总量已见顶。根据产业在线统计数据，2022 年全年销量为 1.50 亿台，同比下降 1.7%，其中内销出货 8,429.0 万台，同比下降 0.5%；出口 6,574.7 万台，同比下降 3.2%，系十年来首次出现内外销双下滑。

未来中证鹏元认为随着城镇化已经进入相对较高的水平且中央层面“房住不炒”总基调延续，长效机制持续完善，虽然地方层面因城施策，部分城市放宽调控以促进需求释放但 2022 年以来，房地产供给侧改革、居民收入预期转弱等影响，房地产行业负面事件迭出，呈现供需两弱的局面。尽管政策利好不断，但销售端回暖仍相对滞后，预计 2023 年房地产行业将以“保交楼”和“去库存”为主，房地产市场景气度恢复尚需时日，导致家用空调的增量需求下滑，整体销售进入存量市场阶段。从家用空调销售结构来看，变频空调销售占比占绝对主导，驱动因素主要包括居民节能意识的提高以及国家环保政策。2020 年 7 月 1 日起史上最严“空调新能效”标准（GB21455-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》）正式实施，不再对定频与变频设定不同考核标准，而是将定频、变频空调能效等级合并，由原来的三级变成五级，能耗准入门槛有所提高。上述政策的实施有望带动变频空调销售进入快车道，长期来看变频空调销售占比有望进一步提高。但从短期数据来看，2022 年国内空调市场变频产品的出货量同比下滑了 9.86%，下滑幅度超过了行业总出货量的降幅，APF 能效等级在 2021 年的强制实施之后，并没有进一步推动变频空调产品出货量占比的提升。

产品价格方面，家用空调出货均价连续三年上升，并在 2022 年创下十年内的新高，其中线下市场均价 3,917 元，较上一年同比增长 4.1%，线上市场均价 3,146 元，较上一年同比增长 5.5%，此轮价格上涨的原因主要是由于近年原材料、运输、人力等成本上涨所致。得益于出货均价的上升幅度较大，抵消了出货量降低对出货额的影响，2022 年国内空调市场的出货额达到了 2,530 亿元，同比上升 4.98%。从成本端来看，近年来家电原材料中只有塑料价格呈走低态势，2022 年铜、钢、铝价格虽有所下滑但仍处于历史高位，而铜、钢、铝等金属材料以及塑料在家电成本中的占比极高，合计约占家电生产成本的 40%。受迫于不断上涨的成本，不少企业不得不通过提高价格来传导和转移压力，推动了此轮涨价潮的出现。而原材料价格上涨受多方面因素影响。国际政治经济形势变化、俄乌战争、外部环境等，打击了全球大宗商品生产和国际贸易，也导致运输等成本进一步上涨，多重因素叠加，对空调行业形成了一定的压力，未来仍需关注成本上涨对公司利润空间的影响。

**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，**

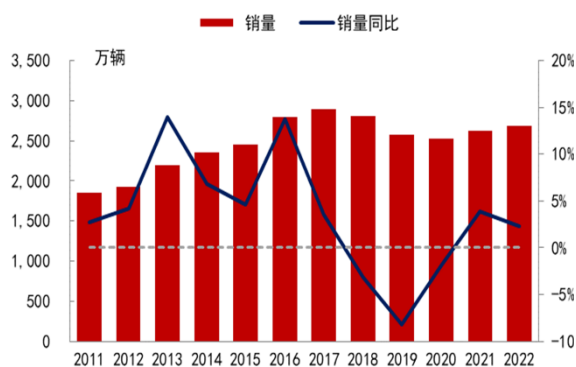
## 传统燃油车掀起降价潮且居民消费信心仍需恢复，中证鹏元对汽车零部件行业消费持谨慎乐观态度

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。

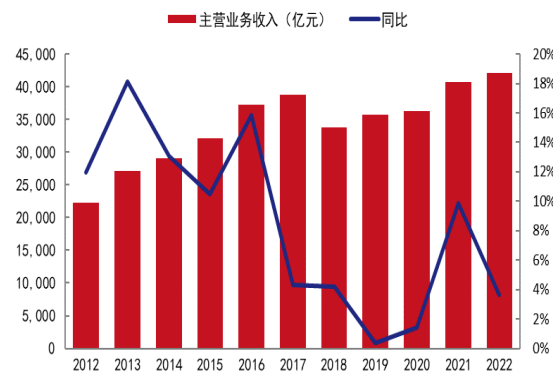
从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，2023 年主机厂竞争日益加剧，特斯拉、以东风汽车为首的传统燃油车等主流车企纷纷降价，亦导致消费者产生观望情绪，零部件厂商需求或随之承压。综合上述因素，中证鹏元对后续汽车零部件市场增速持谨慎乐观的态度。

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



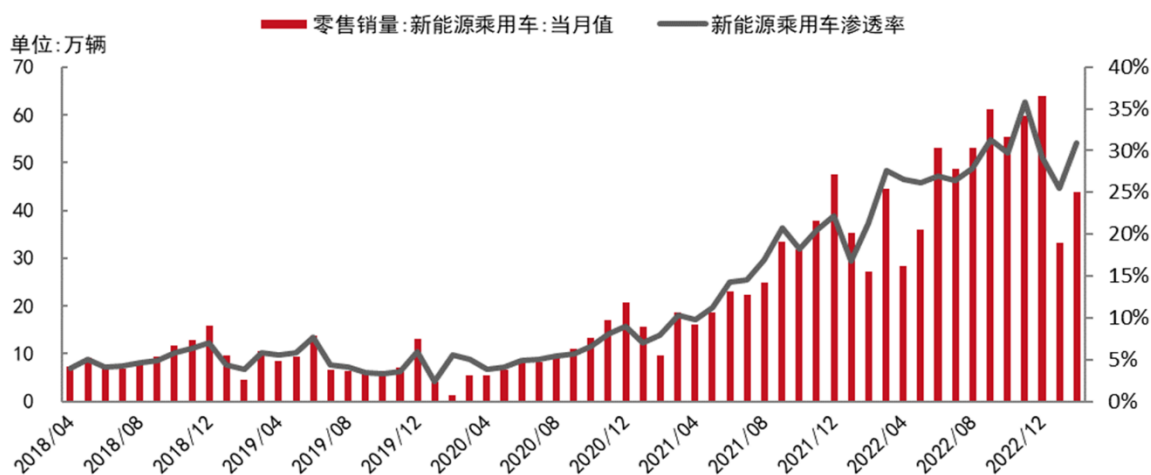
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

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**



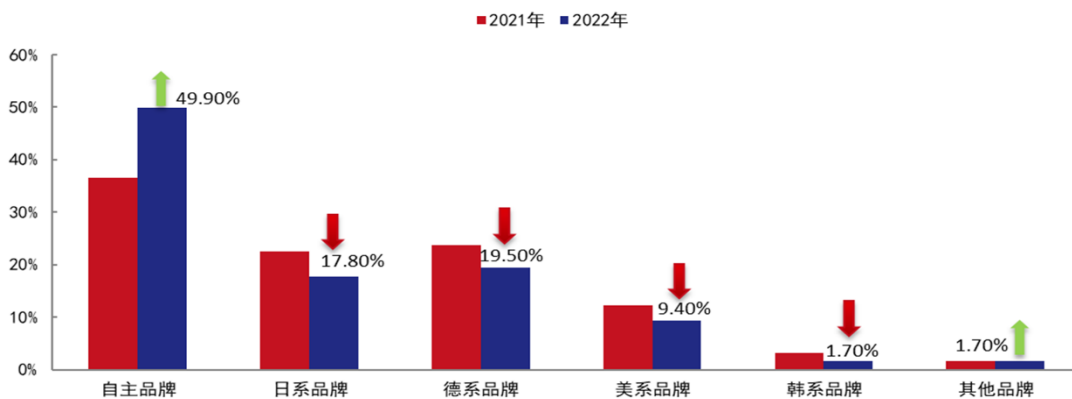
注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。  
 资料来源：乘联会，中证鹏元整理

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，新能源车企头部效应更为突出，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**

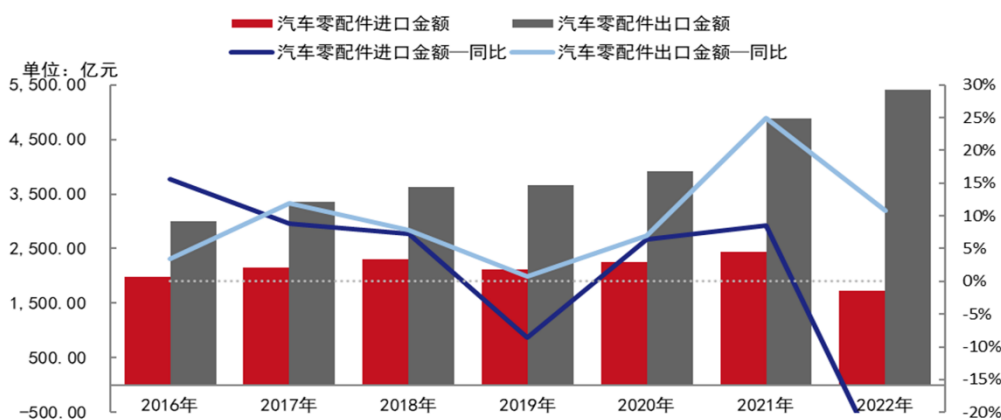
近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，2021-2022年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、叠加国际油价高涨，国内外新能源汽车渗透率持续提高，市场消费者认可度亦逐步提升，



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 年我国汽车零部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 5 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

### 2022 年铜和铝价格虽有所回落，但仍处于历史高位，预计未来铝价维持震荡偏强运行，下游行业仍将面临一定的成本管控压力

三花智控直接材料成本占公司营业成本的比重在70%以上，其中主要材料为铜和铝。

从铜的价格走势来看，2020年二季度至2021年5月，复工复产拉动消费回暖，叠加多国出台托底经济政策，铜处于供应受限而需求回升的过程中，使得铜价持续快速攀升，此后至2022年初铜价维持宽幅震荡行情。2022年2月受俄乌冲突爆发影响，铜价格快速下行，2022年7月企稳以来铜价呈震荡回调态势，价格中枢仍处于相对高位。

从铝的价格走势来看，2021年以来，在欧洲地区电解铝产能受能源危机影响继续扩大减产以及国内限产政策等多重因素影响下，铝价持续攀升，至2022年3月达到近年价格最高点；2022年3-6月，一方面是国内云南地区水电供应改善和冶炼利润高位刺激了大量的复产投产，并且国内消费持续疲软；另一方面是欧美通胀不断上升，其央行进入加息周期，美元指数和美债收益率上行对大宗商品价格形成打压，铝价持续下跌；2022年7月以来，铝价维持区间震荡。展望2023年，供给方面，受限产政策影响铝供应增量有限；需求方面，地产行业有望缓慢复苏，新能源车、光伏、特高压等板块用铝需求预期将保持增长，对铝消费形成一定支撑，总体来看我们认为2023年铝价将继续震荡偏强运行。

**图 6 2020 年以来铜价格有所上行，铜价仍处于相对高位**


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

**图 7 近年现货铝价格走势**


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

在汽零板块显著增长的带动下，2022年公司业务规模继续保持高速增长态势，增速进一步提升至33.25%；公司仍持续投入研发强化产品力打造，提升生产效率，有效维持公司目前技术及成本领先的地位；空调板块的客户优质且稳定，为公司稳健经营提供保障；汽零板块凭借技术优势与提前布局，在集成组件等热管理细分领域已具备先发优势；2022年公司积极开拓储能及机器人板块，未来业务多元化程度有望继续提高

公司仍主要从事热泵变频控制技术和热管理系统产品的研发和生产，产品的应用场景主要在家用空调与汽车。从2022年的经营表现来看，公司营业收入呈现持续高速增长的态势，增速进一步提升至33.25%。细分板块来看，得益于新能源汽车行业的高速发展以及公司的提前战略布局，汽车零部件保持高速增长，增速高达56.46%；制冷空调电器零部件业务仍是公司占比最高的业务，得益于全球热泵与多联机产品需求的爆发式增长，以及行业竞争格局变化带来的客户订单转移，2022年公司该板块收入继续增长23.31%。2023年1-3月，公司营业收入同比增长18.22%。毛利率方面，2022年公司销售毛利率保持相对稳定。

**表3 公司营业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
制冷空调电器零部件	34.66	61.03%	25.36%	138.34	64.80%	26.16%	112.18	70.02%	26.46%
汽车零部件	22.13	38.97%	25.89%	75.14	35.20%	25.92%	48.02	29.98%	23.85%
<b>合计</b>	<b>56.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.57%</b>	<b>213.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.08%</b>	<b>160.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.68%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表4 公司营业收入区域分布与占比（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	27.96	49.24%	114.16	53.48%	81.12	50.64%
国外	28.83	50.76%	99.32	46.52%	79.08	49.36%
<b>合计</b>	<b>56.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>213.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>160.21</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕制冷空调电器零部件和汽车零部件领域多年，积累了较多的技术，截至2022年末公司已获国内外专利授权3,408项，其中发明专利授权1,683项<sup>2</sup>。2022年研发投入规模达到了9.90亿元，同比增长31.66%，2022年度公司新增发明专利授权317项，通过研发的持续投入来强化产品力的打造，有助于维持公司目前技术领先的地位。

### （一）制冷空调电器零部件板块

公司继续在空冷热管理系统处于技术和规模上的优势地位，经营仍保持相对稳健；长期看受制于空调行业有限的增长空间，未来增长可能较为乏力

公司从事制冷空调电器零部件时间较长，是国内首批从事该领域企业。公司主要生产销售制冷空调冰箱之元器件及部件，产品种类基本齐全，包括四通换向阀、电子膨胀阀、微通道换热器、截止阀等，目前主要产品的市场占有率位居全球前列，规模优势明显。

得益于规模经济和良好的管理水平，公司生产成本处于较低水平，供货速度与能力较强，成本优势与供货能力形成了维持经营稳健的最核心的竞争力；同时公司在制冷空调电器零部件领域的技术实力较强，总体来看，规模优势以及技术优势将继续保持公司制冷空调电器零部件业务板块的运营平稳性，短期内经营风险较低。

2022年，全球热泵与多联机产品需求迎来爆发式增长，同时在行业竞争格局变化过程中，公司借助全球化布局和产业龙头优势，紧跟市场需求，带动制冷空调零部件各类产品的收入增长，其中产品四的增速相对突出。但我们考虑到，空调市场已经进入存量博弈期间，且短期内变频空调的市占率增长未达预期，受制于行业增长空间有限，未来业务增速可能相对乏力。

**表5 公司制冷空调电器零部件板块主要收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年
产品一 <sup>3</sup>	26.59	21.86
产品二	18.25	14.99

<sup>2</sup> 以上专利数据系公司整体的，包括制冷空调板块和汽零板块。

<sup>3</sup> 公司基于客户信息保密以及经营安全性角度考虑，不披露产品具体信息以及客户名称与供应商名称，下同。



产品三	18.19	14.87
产品四	10.09	7.76

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产线自动化水平较高，生产效率有所提升；2022年完成大明市厂区搬迁，为未来的业绩增长夯实基础；跟踪期各类型产品产能利用情况表现较好，考虑到新增产能较大，下游市场需求若不足，固定费用将会侵蚀利润规模

公司制冷空调电器零部件板块基本实现自动化或半自动化生产，自动化水平较高，产品良率水平维持在相对较高水平，对公司生产成本的控制形成保障；生产效率方面，公司推进数字化工厂建设，通过智能制造和精益生产，提升生产效率；产能方面，2022年公司的四大主打产品产能均有提升，其中产品一、产品二、产品三平稳度过产能爬坡期，产能利用率实现有效增长，产品四稍有下滑，整体来看，公司产品产能利用率均维持在相对合理的水平。2022年6月，公司将新昌县的商用制冷生产线搬迁至新昌县大明市镇厂区并投入运营，产线的自动化水平与涉及产品产能均有所提升，为未来潜在的中国市场消费升级和产业升级带来的发展机遇夯实基础。

考虑到目前国内空调能耗国家标准趋严，变频空调的市场需求可能继续增加，为应对市场扩容，公司目前主要投向年产6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目，新增较大产能，若未来政策执行力度以及公司市场拓展情况符合预期，公司制冷空调电器零部件板块相关产品产能利用率将继续维持在相对合理水平。一方面扩张新的先进产能将有助于公司固定成本与生产成本的管控，盈利能力可能继续保持稳健，另外一方面有助于增厚业绩表现。值得关注的是，受房地产市场低迷等多重因素影响，变频空调渗透率提高未达预期，中证鹏元关注到土地和房地产市场持续降温，若后续房地产市场景气度不及预期，可能导致公司新增产能存在消化风险。

**表6 公司制冷空调电器零部件板块产能及产能利用率情况（单位：万件）**

年份	项目	产能	产量	产能利用率
2022年	产品一	9,261	7,669	82.81%
	产品二	14,126	12,158	86.07%
	产品三	6,602	5,218	79.04%
	产品四	400	266	66.49%
2021年	产品一	8,960	6,365	71.04%
	产品二	11,493	8,316	72.36%
	产品三	6,100	4,550	74.59%
	产品四	380	285	75.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从2022年公司主要采购供应商来看，因市场竞争格局的变化，前五大供应商合计采购金额集中度有所下降，整体水平不高。从供应商的构成来看，前五大供应商构成变动不大，公司与供应商合作关系相对稳定，考虑到公司主要采购商品为铜管与铝等，均为大宗商品，市场供给相对充裕，短缺风险较低。2022年以来，铜管与铝等商品价格有所回落，结合公司采取的上下游价格联动方式以及期货套期等措施，一定程度上有效缓释了公司的成本控制压力。但考虑到铜、铝、钢等大宗商品价格仍处于历史高位，且预计铝价维持震荡偏强运行，若未来原材料价格继续出现大幅波动、快速上涨等情形，公司对客户的产品价格调整滞后，仍将对公司经营造成不利影响。

**表7 公司制冷空调电器零部件板块主要供应商（单位：万元）**

年份	供应商	采购金额	占比
2022年	第一大供应商	54,023.06	7.03%
	第二大供应商	34,250.88	4.45%
	第三大供应商	12,257.15	1.59%
	第四大供应商	11,882.90	1.55%
	第五大供应商	11,215.19	1.46%
	<b>合计</b>	<b>123,629.18</b>	<b>16.08%</b>
2021年	第一大供应商	56,577.31	8.48%
	第二大供应商	32,954.11	4.94%
	第三大供应商	16,261.82	2.44%
	第四大供应商	15,702.22	2.35%
	第五大供应商	15,105.88	2.26%
	<b>合计</b>	<b>136,601.34</b>	<b>20.47%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司制冷空调电器零部件产销率表现依然较好，客户资质依然较优，且稳定性较佳，库存积压风险较低**

公司制冷空调电器零部件板块中内销产品生产模式总体采取“以销定产”加“标准件”合理备货，外销产品主要采用“以销定产”。2022年公司产品二的产销率下滑10.51个百分点，主要系公司主动放弃部分低毛利率的订单所致。其他三大主要产品的产销率小幅增长，总体水平维持仍较好。考虑到公司生产的产品基本上具备订单，产品滞销带来的跌价风险相对较低。

**表8 公司制冷空调电器零部件板块产销情况（单位：万件）**

年份	项目	产量	销量	产销率
2022年	产品一	7,669	7,374	96.15%
	产品二	12,158	11,421	93.94%
	产品三	5,218	5,197	99.60%
	产品四	266	271	101.89%

2021年	产品一	6,365	6,057	95.16%
	产品二	8,316	8,686	104.45%
	产品三	4,550	4,263	93.69%
	产品四	285	284	99.65%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司销售模式主要采用直销模式，国内外主要的大型空调制造商（格力、美的、LG等）基本上为公司客户，得益于公司产品的供货能力与成本优势，公司与核心客户的合作关系一直保持稳定，公司海外客户占比仍较大。近年前五大客户销售占比在40%左右，相对变化不大，集中度相对较高。从账期上来看，一般客户维持在45天至60天账期水平，以现金结算居多，票据偏少。我们认为下游空调制造商格局相对稳定，公司销售客户的集中度表现与下游行业竞争格局相匹配，考虑到公司核心产品市场竞争力较强，短期内即使下游核心客户经营效益发生变化，公司经营效益受单个客户经营状况变动影响仍相对较小。

**表9 公司制冷空调电器零部件板块主要客户（单位：万元）**

年份	客户	销售金额	占比
2022年	第一大客户	189,960.01	13.73%
	第二大客户	133,577.38	9.66%
	第三大客户	93,631.48	6.77%
	第四大客户	69,909.35	5.05%
	第五大客户	64,771.25	4.68%
	<b>合计</b>	<b>551,849.47</b>	<b>39.89%</b>
2021年	第一大客户	106,162.33	9.46%
	第二大客户	106,008.99	9.45%
	第三大客户	102,366.77	9.12%
	第四大客户	65,820.72	5.87%
	第五大客户	61,392.71	5.47%
	<b>合计</b>	<b>441,751.52</b>	<b>39.37%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）汽车零部件板块

得益于近年新能源汽车高景气度以及公司在新能源汽车热管理系统的技术布局，2022年公司汽车零部件收入继续保持高速增长态势，且未来该业务市场空间很大，公司已具备先发优势；未来新能源汽车热管理系统朝集成化、智能化方向发展，而公司凭借技术优势和提前布局，2022年部分产品以高增速扩量，占据行业领先地位

依托公司在制冷空调电器零部件领域积累的生产与制造经验，近年公司布局传统燃油车与新能源汽车热管理领域，并已经成为汽车热管理领域龙头企业，且呈现高速增长态势。目前公司传统燃油车热管理产品已经与大型的整车企业或一级配套商形成稳定的合作关系，但因近年传统燃油车销售持续缩量，部分产品销售金额逐年下滑。

2022年以来新能源汽车呈现快速增长态势，凭借技术的累积，公司加大对于新能源汽车热管理领域的投入，并已经与国内外知名的新能源汽车企业达成供货协议，因新能源汽车区别于燃油车，其电控部分以及动力电池部分对于热管理要求较高，公司相应领域呈现高速增长态势。得益于新能源汽车发展具备广阔的前景，热管理细分行业市场有望进一步扩容，技术方向往集成化、模块化发展，而公司已经在集成组件、热管理模块化产品等相关领域建立起先发优势，目前新能源热管理集成组件的市场占有率已位居全球第一，未来公司汽车零部件板块或将有较高增长空间。

2022年，在新能源汽车热管理零部件带领下，公司汽车零部件收入达到75.14亿元，56.46%的增速虽较上年有所回落但仍居高位。此外，在新能源汽车热管理系统的前沿技术领域，2022年公司的产品一产量进一步扩张，收入实现62.59%的高增速。

**表10 公司汽车零部件板块主要销售收入情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年
产品一	23.25	14.30
产品二	6.64	3.52
产品三	6.26	2.97
产品四	4.6	3.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2022年汽车零部件产销率整体较为稳定，以销定产模式，使得公司整体产销率较好，但需关注客户集中度高的风险有所提升**

公司汽车零部件板块生产模式总体采取以销定产，但因客户存货管理模式的影响，产量与销量核算口径存在差异，其中产品三产销率下降幅度较大，总体产销率水平仍维持较好，考虑到公司生产的产品基本上具备订单，产品滞销带来的跌价风险相对较低。

**表11 公司汽车零部件板块产销情况（单位：万件）**

年份	项目	产量	销量	产销率
2022年	产品一	145.95	137.13	93.96%
	产品二	1,835.95	1,824.51	99.38%
	产品三	366.29	358.15	97.78%
	产品四	1,375.60	1,315.08	95.60%

2021年	产品一	80.1	74.67	93.22%
	产品二	1,601.39	1,567.48	97.88%
	产品三	171.96	184.96	107.56%
	产品四	729.37	696.66	95.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司核心客户主要为大型的整车企业与一级配套商，随着新能源汽车销量的爆发式增长，2022年前五大客户销售金额以高增速继续增长，2022年前五大客户销售金额占比增至61.31%。从客户账期来看，一般在45天至60天，部分高资质国内客户可能会略有延长，但一般不超过90天，且部分主机厂选择支付票据结算。公司客户均为国内或者国际知名品牌汽车商，对应信用资质较好，目前公司与上述客户合作关系稳定，稳定的客户关系有助于维持公司业务发展。

**表12 公司汽车零部件板块主要客户情况（单位：万元）**

年份	客户	销售金额	占比
2022年	第一大客户	279,982.42	37.26%
	第二大客户	57,560.64	7.66%
	第三大客户	53,268.44	7.09%
	第四大客户	45,520.55	6.06%
	第五大客户	24,322.59	3.24%
	<b>合计</b>	<b>460,654.63</b>	<b>61.31%</b>
2021年	第一大客户	179,538.82	37.38%
	第二大客户	38,905.44	8.10%
	第三大客户	25,996.16	5.41%
	第四大客户	17,049.35	3.55%
	第五大客户	10,520.30	2.19%
	<b>合计</b>	<b>272,010.07</b>	<b>56.64%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2022年公司汽车零部件三大核心产品的产能实现大幅度扩产，但产能利用率尚处于爬坡阶段，整体产能利用率及产品良率表现仍较好；需关注未来核心客户经营效益下滑引发的公司产能利用率下滑导致的产能消化风险；原材料采购面临一定的价格上涨风险**

目前公司主要的汽车零部件产品生产均已经实现自动化或半自动化，产品良率在95%以上，较高的良率有助于生产成本管控。从公司目前主要产品的产能利用率情况来看，2022年产品二产能不变，产能利用率有效提升11.72个百分点；其他三大核心产品的产能均有较大幅度的扩产，相应产能利用率尚处于爬升阶段，导致产能利用率出现下滑。总体来看，2022年公司产能利用率表现情况相对仍较好。中长期来看，新能源汽车销售前景较好，但考虑目前该行业尚处于资本扩张期与技术快速更迭期，竞争格局

尚未稳定，虽公司在开拓其他新客户，但若核心客户技术水平落后或陷入财务困境，可能使其经营出现困难，仍有可能进而导致公司汽车零部件产能利用率水平承压，固定费用等可能会影响公司的盈利表现。

**表13 公司汽车零部件主要板块产能利用率情况（单位：万件）**

年份	项目	产能	产量	产能利用率
2022年	产品一	210	145.95	69.50%
	产品二	2,000	1,835.95	91.80%
	产品三	500	366.29	73.26%
	产品四	1600	1,375.60	85.98%
2021年	产品一	90	80.10	89.00%
	产品二	2,000	1,601.39	80.07%
	产品三	180	171.96	95.53%
	产品四	840	729.37	86.83%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从近年公司主要采购供应商来看，前五大供应商合计采购金额占比不高，2022年前五大供应商合计采购金额占比增长至22.10%，集中度处于较低水平。从供应商的构成来看，公司与供应商合作关系相对稳定，考虑到公司主要采购商品市场供给相对充裕，短缺风险较低，但我们也关注到铜、铝等商品价格自2022年以来保持高位运行，虽然部分产品购销两端形成价格联动机制，但因时间间隔或者需求的削弱，也可能使得公司面临一定的原材料价格波动风险。

**表14 公司汽车零部件板块主要供应商情况（单位：万元）**

年份	供应商	采购金额	占比
2022年	第一大供应商	24,889.00	5.35%
	第二大供应商	23,793.94	5.11%
	第三大供应商	20,246.94	4.35%
	第四大供应商	20,132.95	4.33%
	第五大供应商	13,779.54	2.96%
	<b>合计</b>	<b>102,842.38</b>	<b>22.10%</b>
2021年	第一大供应商	12,233.44	3.82%
	第二大供应商	10,572.53	3.30%
	第三大供应商	10,215.24	3.19%
	第四大供应商	8,888.88	2.77%
	第五大供应商	8,503.39	2.65%
	<b>合计</b>	<b>50,413.48</b>	<b>15.73%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目较多，进一步扩大全球化生产布局；整体存在一定的资金压力，未来仍需关注在建工程投产进程及市场需求情况



2022年度，公司持续对扩产、技术改造、海外基地等项目持续投入大额资金，汽车零部件和空调板块产能均有较大的提升。截至2022年末，公司在建项目较多，境内在建项目总投资超过43.90亿元，海外除现有的越南、墨西哥工厂建设外，2023年计划继续开拓泰国制造基地。资金来源方面，除本期债券的两个募投项目（6,500万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目与年产5,050万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目）由募集资金覆盖80%以上外，其他均由公司自筹，考虑到公司现金类资产充沛，经营现金流表现较好，公司整体存在一定的资金压力。此外，预计公司未来新增产能较大，需要关注公司在建产能的投产情况。

**表15 截至 2022 年末，公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）**

项目	预计总投资	累计已投资	资金来源
年产 6,500 万套商用制冷空调智能控制元器件建设项目	17.81	9.15	募集资金
年产 5,050 万套高效节能制冷空调控制元器件技术改造项目	7.86	1.44	募集资金
年产 1,100 万套新能源汽车用高效换热器组件项目	7.60	4.10	自筹资金
年产 150 万套新能源热管理部件项目*	5.00	5.97	自筹资金
年产 300 万套新能源汽车热管理部件技术改造项目	2.06	1.82	自筹资金
年产 300 万套板式换热器组、200 万套 EXV 电子膨胀阀组件年技术改造项目	1.96	0.27	自筹资金
年产 400 万套新能源汽车热泵部件技术改造项目	1.61	1.47	自筹资金
越南工业厂区工程	2,800 万美元	1,455.44 万美元	自筹资金
墨西哥工业厂区工程	3,974.56 万美元	3,190.78 万美元	自筹资金
<b>境内在建项目合计</b>	<b>43.90</b>	<b>24.22</b>	-

注：越南和墨西哥工业厂区工程以美元计，合计值中暂予以剔除；年产150万套新能源热管理部件项目已超投。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2022年公司积极布局储能热管理及机器人产业，其中储能业务有望在2023年实现销售，成为公司新的业绩增长点，多元化程度继续提升**

2022 年一季度，公司成立三花新能源热管理科技（杭州）有限公司，加大对储能市场的开拓。截至2022年末，公司已就储能热管理系统解决方案已与行业标杆企业顺利达成合作，目前已有产线投产并得到客户审验通过，预计将在2023年实现销售。

公司积极布局机器人产业，重点聚焦仿生机器人机电执行器业务，机电执行器是仿生机器人的核心部件，主要由伺服电机、减速机构和编码器组成，公司通过持续投入和联合研发，已与多个客户建立合作具备先发优势。此外，2023年4月，公司与苏州绿的谐波传动科技股份有限公司（以下简称“绿的谐波”）签署了《战略合作框架协议》，协议约定在三花墨西哥工业园共同出资设立一家合资企业，主营谐波减速器相关产品的研发、生产制造及销售。通过此次合作，公司可充分利用绿的谐波在谐波减速器相关产品优势，助力机器人板块业务发展。



## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

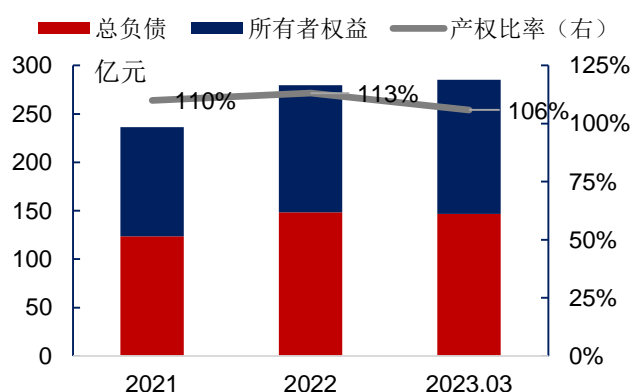
以下分析基于公司公告的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告以及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2022年年合并范围变化见表1。

### 资本实力与资产质量

**2022年公司资产规模持续提升，其中多项主打产品新增产能投放，新厂房完工转固使得非流动资产占比增加；整体资产质量较好，资金充裕度仍较高，应收账款风险可控，整体资产流动性较佳**

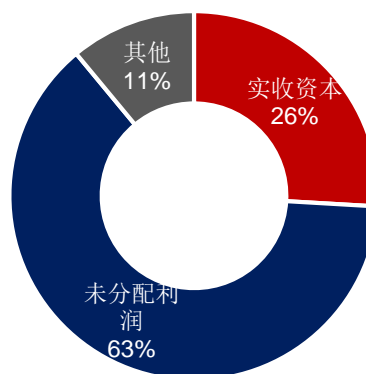
获益于公司持续经营利润积累，2022年公司所有者权益有所增长，同期保持较大力度的对外融资带动总负债增加，因此公司产权比率小幅增长，所有者权益对总负债的保障程度稍有减弱。权益结构中，因近年经营盈利效益好利润留存较多，未分配利润占主导地位，实收资本次之。

图 8 公司资本结构



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

图 9 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年及2023年1-3月，公司资产规模继续增长，主要系利润留存和债务融资驱动，随着新厂房建设加速，非流动资产占比提升。

截至2022年末，公司货币资金及应收票据等现金类资产充裕，其中货币资金受限比例很低，应收票据质押融资比重加大，受限比例增至91.44%，即期支付能力虽有下滑，但整体仍保持了充足的流动性。应收账款主要为货款，账款规模随收入增长继续扩大，考虑公司主要客户为家用空调龙头企业以及大型车企，经营实力相对较强，整体风险相对可控，但仍需关注公司目前给部分新能源汽车企业供货，考虑新能源汽车行业目前尚处资本扩张期与技术更迭期，部分车企经营可能存在不确定性，可能会导致公司面临一定的坏账风险。存货主要系公司在产品与库存商品，近年公司存货规模逐年提高，主要系公司销

售规模扩大，加上客户库存管理模式的影响，考虑公司存货基本上都有订单保障，滞销风险较低。

2022年，随着公司空调板块的四大核心产品及汽零板块三大产品的新增产能集中投放，在建工程部分转固，以本期债券两大募投项目及多个新能源汽车技术改造项目为主的在建项目仍在持续投入，预计未来固定资产及在建工程余额仍将继续增长，给公司带来一定的资金支出压力。

整体看来，公司资产受限比例有所上升，现金类资产保持充沛，应收账款必要时可通过保理或质押及时回笼资金，整体资产质量较好，流动性较佳。

**表16 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	63.28	22.19%	58.78	21.02%	67.08	28.40%
应收票据	18.97	6.65%	22.04	7.88%	21.44	9.08%
应收账款	54.11	18.97%	52.28	18.70%	35.16	14.89%
存货	42.44	14.88%	43.35	15.50%	36.38	15.40%
<b>流动资产合计</b>	<b>187.58</b>	<b>65.78%</b>	<b>187.56</b>	<b>67.08%</b>	<b>165.71</b>	<b>70.16%</b>
固定资产	65.14	22.84%	63.75	22.80%	42.33	17.92%
在建工程	12.99	4.56%	10.33	3.69%	13.44	5.69%
<b>非流动资产合计</b>	<b>97.59</b>	<b>34.22%</b>	<b>92.06</b>	<b>32.92%</b>	<b>70.49</b>	<b>29.84%</b>
<b>资产总计</b>	<b>285.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>279.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>236.20</b>	<b>100.00%</b>

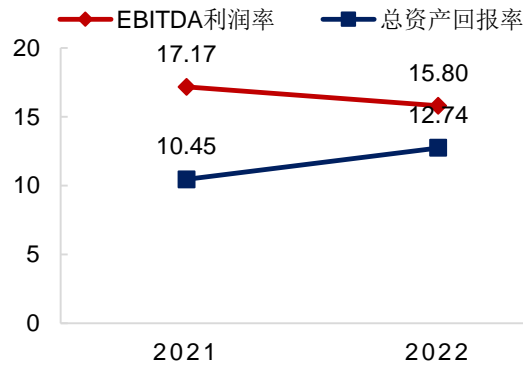
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2022年公司营收保持高速增长，在规模效应等因素的带动下，主业的盈利能力略有提升，考虑到公司处于新产能投产持续释放期，预计仍将具备较好的收入增长潜力以及良好的盈利能力

2022年公司业绩保持高速增长，同比上升33.25%，其中，公司制冷空调电器零部件业务境外发展迅速，同时抓住客户转单的机遇，仍保持着持续稳定增长；汽车零部件业务因新能源汽车市场景气度高涨，进而带动业绩快速增长。考虑到公司目前新增产能仍然在不断的释放，以及下游新能源汽车需求较好，公司收入端仍具备较好的增长潜力。

得益于原材料价格下降、多产业协同及规模效应显现等，2022年公司销售毛利率略有回升；期间费用方面，公司职工薪酬、办公费及搬迁费增加，导致管理费用增长44.66%；2022年随着债务规模增长利息支出增幅较大，同期实现汇兑收益2.29亿元，带动财务费用转负。2022年公司资产回报率提升2.29个百分点；为规避原材料价格风险和防范汇率风险，公司开展了衍生工具业务，包括期货衍生工具和汇率衍生工具等，2022年分别结算亏损642.75万元和19,183.64万元，带动EBITDA利润率下滑，但公司主营业务的盈利能力实际有所改善。考虑到公司技术实力强，主要产品的市场占有率全球领先，随着未来业务规模的进一步增长，规模效应和较强的成本控制能力将有助于公司保持良好的盈利能力。

**图 10 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年公司债务规模持续扩张，但考虑到经营活动现金流表现依然良好，投资资金支出压力相对可控，整体偿债压力较小；2023年有望发行GDR开拓国际融资渠道，融资渠道通畅且多样，公司获取流动性资源的能力较好

2022年，公司新增较大规模银行借款用于年产1,100万套新能源汽车用高效换热器组件项目等的建设，债务总量有所增长。其中为匹配项目投资期，新增债务以长期借款为主，导致债务结构发生调整，长期债务占比增加。但随着2023年1-3月部分长期借款转为一年内到期，短期债务占比回升。

2022年末，公司债务以应付票据、长期借款和应付债券等为主。因越南、墨西哥等海外建设项目有资金需求，同时为匹配外币资产，2022年公司内保外贷规模继续增长，导致短期借款余额同比增长75.34%，存在一定的短债长投情况；应付票据随业务规模增长；一年内到期的非流动负债净偿还较多；长期借款同比大幅增长124.97%，新增部分均为保证借款；本期可转债转股比例极低（0.05%），账面余额仍较大，若后续转股不及预期，或将为公司带来一定的债务压力。此外，公司整体应付账款增速弱于采购成本增速，对下游的占款优势有所减弱。

**表17 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	12.60	8.59%	12.94	8.72%	7.38	5.97%
应付票据	25.62	17.47%	25.80	17.39%	18.92	15.29%
应付账款	38.60	26.32%	38.85	26.17%	32.15	25.99%
一年内到期的非流动负债	14.39	9.81%	5.68	3.83%	17.63	14.26%
<b>流动负债合计</b>	<b>101.35</b>	<b>69.10%</b>	<b>94.56</b>	<b>63.71%</b>	<b>83.51</b>	<b>67.52%</b>
长期借款	9.31	6.35%	18.02	12.14%	8.01	6.48%
应付债券	28.10	19.16%	27.77	18.71%	26.52	21.44%

非流动负债合计	45.32	30.90%	53.86	36.29%	40.16	32.48%
负债合计	146.67	100.00%	148.42	100.00%	123.67	100.00%
总债务合计	91.94	62.68%	92.23	62.14%	80.05	64.72%
其中：短期债务	52.61	35.87%	44.42	29.93%	43.93	35.52%
长期债务	--	--	47.80	32.21%	36.11	29.20%

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

杠杆状况方面，由于公司同步推进墨西哥、越南、波兰及国内绍兴滨海、中山、沈阳等生产基地的建设，对产能布局及技术改造等项目的投入较多，推动债务规模快速增长，2022年公司净债务由负转正。得益于公司良好的经营效益，2022年资产负债率及总债务/总资本等指标相对平稳。因利息成本随债务规模快速增长，导致EBITDA利息保障倍数下滑，但保障程度仍较好，整体偿债压力仍较小

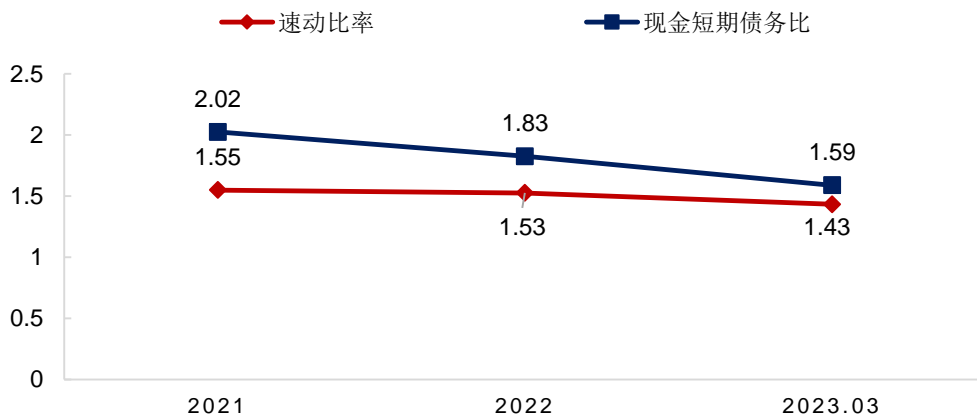
现金流及杠杆比率波动性方面，2022年公司经营活动收现情况较好，FFO随之提升；从投资活动来看，2022年公司加大对产能布局及技改项目的资本性投入，导致投资活动现金净流出规模高达26.71亿元，预计2023年资本支出规模仍将处于高位。考虑到公司资金充裕且经营现金流基本实现了对投资的覆盖，对债务筹资现金流的依赖程度不高。若2023年GDR成功发行，将在中短期内对公司资金形成有力补充，有效缓解资金支出压力。考虑到公司处于产能扩张期，在建及拟建项目尚需较多资金投入，公司后续资本支出仍将处于高位，自由活动现金流/净债务指标能很好的反映公司杠杆比率状况，预计短期内自由活动现金流/净债务仍偏弱。

**表18 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	7.36	25.10	15.56
FFO(亿元)	--	27.04	23.45
资产负债率	51.43%	53.08%	52.36%
净债务/EBITDA	--	0.49	-0.18
EBITDA 利息保障倍数	--	14.46	18.73
总债务/总资本	39.90%	41.28%	41.57%
FFO/净债务	--	165.05%	-475.74%
经营活动现金流/净债务	--	153.16%	-315.62%
自由活动现金流/净债务	--	-26.37%	80.37%

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年末，公司速动比率和现金短期债务比均有所下滑，若剔除已质押的应收票据，现金类资产仍能对短期债务形成覆盖，公司短期债务压力可控。2023年公司有望通过发行GDR拓展国际融资渠道，整体融资渠道多样且较为通畅，截至2022年末，公司银行授信尚可使用额度为47.89亿元，银行授信仍可为公司提供一定的流动性支持，公司资产仍具有较好的融资弹性。此外，公司通过内保外贷的方式进行境外融资，2022年末外币债务余额为9.44亿元，可完全由外币货币性资产覆盖，外币债务风险敞口较小。

**图 11 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

公司 ESG 表现良好，主要管理人员具有多年行业经验，管理层较为稳定

#### 环境因素

根据公司于 2023 年 5 月 12 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》，过去一年公司曾因“未建立消毒管理组织、制定消毒管理制度”受到新昌县卫生健康局处罚。

#### 社会因素

根据公司于 2023 年 5 月 12 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》，过去一年公司曾因“进口商品编码申报错误”、“消防设施未保持完好有效”、“占用疏散通道”、“托运人提供的验证重量与实际重量的误差超过百分之五或一吨”等原因受到钱江海关、绍兴海关、杭州钱塘新区消防救援大队、宁波海事局予以罚款或整改处罚。鉴于上述事项罚款金额较小且均已整改完毕，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响。

#### 公司治理

公司作为深圳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。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。

公司多数高层管理人员及技术人员有多年从业经验，对行业有较为深入的了解，且多位高层在公司工作年限超过十年，2022年公司新增一名董事任金士先生，整体来看，公司高管人员变动不多，管理层稳定性较好。根据公司于2023年5月12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》，近三年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，且公司过去一年未因信息披露不合规受处罚。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2023年5月11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2021年1月1日至报告查询日（2023年5月14日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

截至2022年末，公司无对外担保情况。

# 八、结论

公司业务分为两大板块，其中汽车零部件板块中新能源汽车发展前景较好，公司在新能源汽车热管理领域已建立技术优势，增速发展较快；制冷空调电器零部件板块，公司的规模优势与技术优势有望继续维持制冷空调元器件板块业务平稳运营。综合来看，公司客户资质优质，合作关系稳定；经营效益逐年增加，回款表现较好；2022年公司布局储能及机器人板块，业务多元化程度有望继续提高；融资渠道不断丰富，获取流动性资源的能力较好。但是2022年家用空调内外销量双下滑，整体进入存量市场及结构性调整阶段；公司汽车零部件板块可能存在技术更新迭代压力；募投项目可能存在效益不及预期风险等风险因素。债务方面，虽然2022年公司债务规模继续提升，但负债率仍在可控范围内，现金类资产充沛，对短期债务覆盖程度较好，公司仍具备较强的抗风险能力。

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“三花转债”的信用等级为AA+。



## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

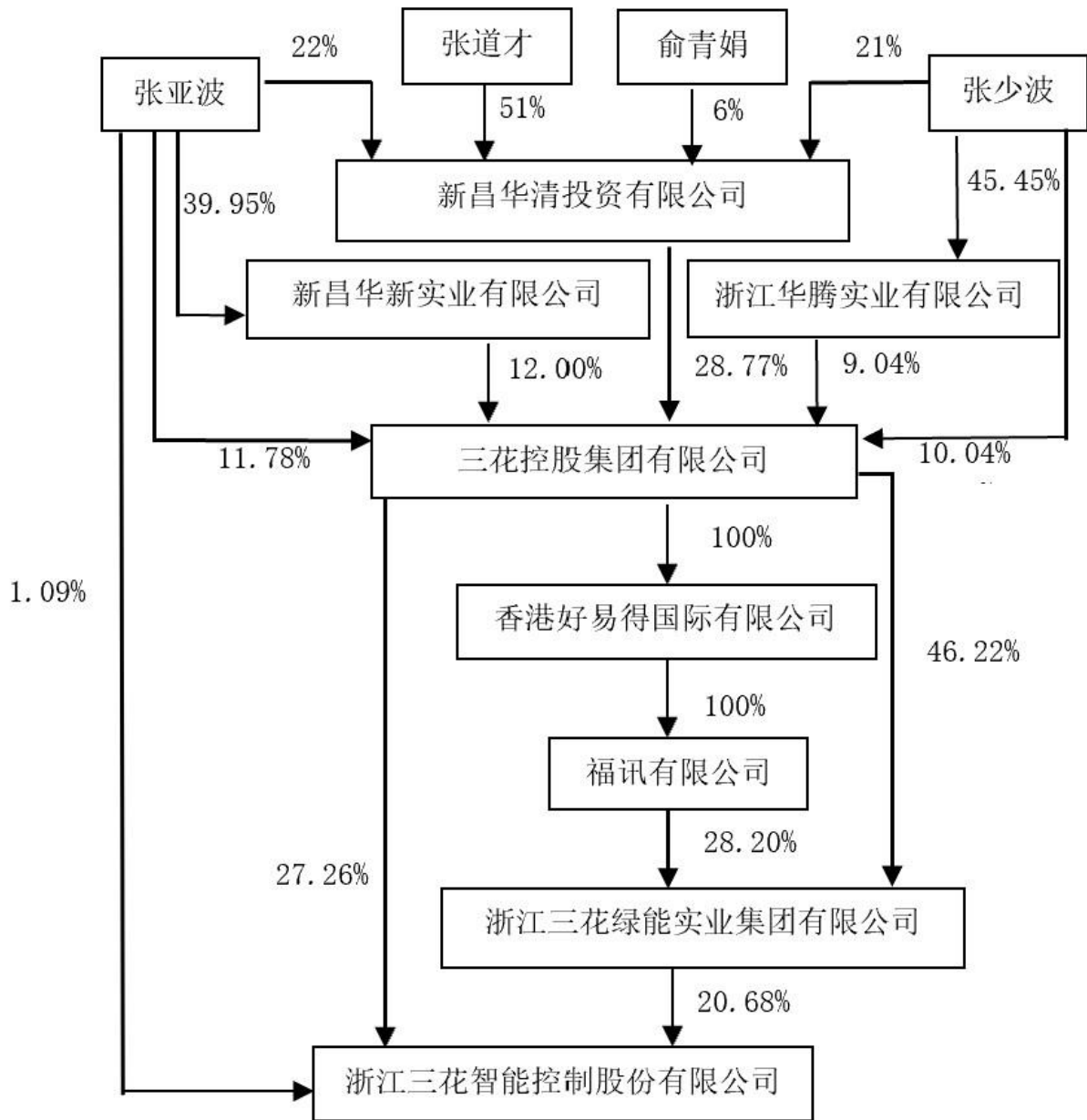
财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	63.28	58.78	67.08	34.90
应收账款	54.11	52.28	35.16	23.56
存货	42.44	43.35	36.38	23.08
应收票据及应收账款	73.08	74.32	56.60	46.80
流动资产合计	187.58	187.56	165.71	115.84
固定资产	65.14	63.75	42.33	38.39
非流动资产合计	97.59	92.06	70.49	54.48
资产总计	285.17	279.61	236.20	170.33
应付账款	38.60	38.85	32.15	22.80
应付票据及应付账款	64.22	64.65	51.06	35.18
应付票据	25.62	25.80	18.92	12.39
流动负债合计	101.35	94.56	83.51	47.28
应付债券	28.10	27.77	26.52	0.00
非流动负债合计	45.32	53.86	40.16	21.52
负债合计	146.67	148.42	123.67	68.80
总债务	91.94	92.23	80.05	35.50
所有者权益	138.50	131.19	112.53	101.53
营业收入	56.79	213.48	160.21	121.10
营业利润	7.02	30.67	19.87	17.02
净利润	6.09	26.08	17.05	14.73
经营活动产生的现金流量净额	7.36	25.10	15.56	20.87
投资活动产生的现金流量净额	-3.92	-26.71	-50.50	-7.95
筹资活动产生的现金流量净额	0.18	-5.97	28.23	-3.96
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	33.72	27.51	23.11
FFO(亿元)	--	27.04	23.45	19.35
净债务(亿元)	--	16.39	-4.93	-26.42
销售毛利率	25.57%	26.08%	25.68%	29.81%
EBITDA 利润率	--	15.80%	17.17%	19.09%
总资产回报率	--	12.74%	10.45%	11.04%
资产负债率	51.43%	53.08%	52.36%	40.39%
净债务/EBITDA	--	0.49	-0.18	-1.14
EBITDA 利息保障倍数	--	14.46	18.73	35.71
总债务/总资本	39.90%	41.28%	41.57%	25.90%
FFO/净债务	--	165.05%	-475.74%	-73.24%
速动比率	1.43	1.53	1.55	1.96



现金短期债务比	1.59	1.83	2.02	3.70
---------	------	------	------	------

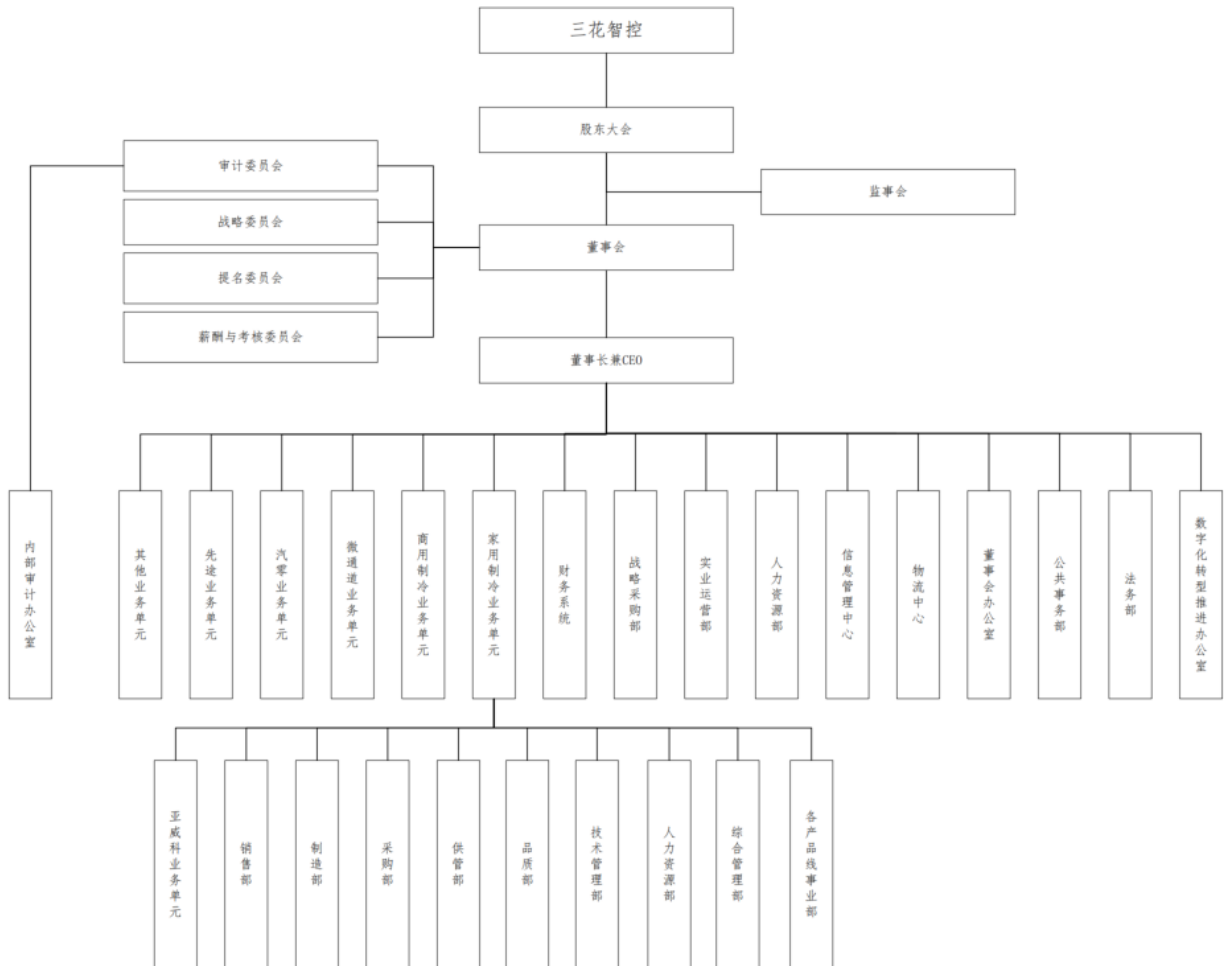
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（2023 年度）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2022 年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
芜湖三花自控元器件有限公司	30,000.00	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花商贸有限公司	5,000.00	100.00%	制冷元器件及部件销售
浙江三花制冷集团有限公司	25,000.00	100.00%	商用制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花汽车零部件有限公司	216,000.00	100.00%	汽车零部件研发制造销售
杭州三花微通道换热器有限公司	36,000.00	100.00%	微通道研发制造销售
三花股份（江西）自控元器件有限公司	9,500.00	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
苏州三花空调部件有限公司	1,000.00	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
武汉市三花制冷部件有限公司	600.00	60.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
中山市三花制冷配件有限公司	714.29	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
中山市三花空调制冷配件有限公司	800.00	60.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
绍兴三花新能源汽车部件有限公司	125,000.00	100.00%	汽车零部件研发制造销售
绍兴市上虞三立铜业有限公司	700.00	80.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
苏州新智汽车部件有限公司	500.00	100.00%	汽车零部件研发制造销售
常州兰柯四通阀有限公司	10,088.65	100.00%	商用制冷元器件及部件研发制造销售
珠海恒途电子有限公司	1,800.00	71.39%	控制器研发
芜湖三花制冷配件有限公司	2,000.00	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
安徽三花制冷新材料科技有限公司	1,000.00	60.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
新昌县四通机电有限公司	1,428.57	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
杭州先途电子有限公司	6,653.33	71.39%	控制器研发制造销售
三花亚威科电器设备（芜湖）有限公司	2,036.84 万欧元	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
三花国际（欧洲）有限公司	800 万欧元	100.00%	制冷元器件及部件销售
三花欧洲汽车零部件有限责任公司	2.5 万欧元	100.00%	汽车零部件研发制造销售
三花汽车零部件北美制造有限公司	30 万美元	100.00%	投资管理
三花汽车零部件墨西哥有限公司	35 万美元	100.00%	汽车零部件制造
三花汽车零部件美国有限公司	100 万美元	100.00%	汽车零部件销售
三花印度私人有限公司	6,100 万卢比	100.00%	汽车零部件研发制造销售
日本三花汽车部品株式会社	5,207.34 万日元	100.00%	汽车零部件销售
R 氏帕克特制造有限公司	1,200 美元	100.00%	微通道研发制造销售
三花墨西哥实业有限公司	3,680 万美元	100.00%	微通道制造
三花国际新加坡私人有限公司	9,557.98 万美元	100.00%	制冷元器件及部件销售；汽车零部件销售
三花（越南）有限公司	3,580 万美元	100.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
日本三花贸易株式会社	9,500 万日元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件销售
韩国三花股份有限公司	20 万美元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件销售

德国三花亚威科电器设备有限公司	500万欧元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件销售
三花亚威科电器设备土耳其有限公司	3,440万里拉	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
亚威科波兰电器设备有限合伙企业	11,818.57万波兰兹罗提	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
亚威科电器设备斯洛伐克有限公司	0.03万欧元	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
波兰电器设备管理有限责任公司	5万波兰兹罗提	100.00%	投资管理
布莱克曼有限合伙企业	157.13万欧元	100.00%	投资管理
布莱克曼管理有限责任公司	3.5万欧元	100.00%	咖啡机洗碗机元器件及部件研发制造销售
三花国际有限公司(美国)	3,755万美元	100.00%	投资管理
三花德州技术中心有限公司	1,590万美元	100.00%	制冷元器件及部件研发, 汽车零部件研发
美国投资基金壹号有限公司	1,884万美元	100.00%	制冷元器件及部件研发
美国国际管路件有限公司	-	100.00%	投资管理, 家用空调冰箱制冷元器件及部件销售
美国阿肯色管路件有限公司	88万美元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
美国国际管路件蒙特雷有限公司	2.5万美元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件研发制造销售
美国管路件国际杠杆融资有限公司	1,765万美元	100.00%	家用空调冰箱制冷元器件及部件制造
浙江先机智能科技有限公司	3,460.00	100.00%	智能装备制造
三花墨西哥投资有限公司	1,200万美元	100.00%	投资管理
浙江三花商用制冷有限公司	165,529.00	100.00%	商用制冷元器件及部件研发制造销售
绍兴三花汽车热管理科技有限公司	55,000.00	100.00%	汽车零部件研发制造销售
浙江三花板换科技有限公司	2,500.00	70.00%	制冷元器件及部件研发制造销售
浙江三花汽零商贸有限公司	5,000.00	100.00%	汽车零部件销售
浙江三花换热器有限公司	10,000.00	100.00%	微通道研发制造销售
三花新能源热管理科技(杭州)有限公司	5,000.00	100.00%	能源管理及设备研发制造销售
浙江三花敏实汽车零部件有限公司	10,000.00	51.00%	汽车零部件研发制造销售
天津三花汽车零部件有限公司	5,000.00	100.00%	汽车零部件研发制造销售
Leaderway USA INC.	2万美元	71.39%	控制器研发制造销售
Sanhua Automotive Poland Sp.Zoo	0.5万波兰兹罗提	51.00%	汽车零部件研发制造销售
三花换热器(郑州)有限公司	1,000.00	100.00%	微通道研发制造销售

资料来源: 公开资料, 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。