

2018 年海南钧达汽车饰件股份有限公司
可转换公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【49】号 01

债券简称：钩达转债
增信方式：保证担保和
股份质押担保
担保主体：中汽塑料（苏
州）有限公司
债券剩余规模：3.2 亿元
债券到期日期：2024 年
12 月 10 日
债券偿还方式：每年付
息一次，到期还本，附
债券赎回及回售条款
分析师

姓名：
田珊 张伟亚

电话：
021-53015670

邮箱：
tiansh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
汽车及零部件制造企业
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2018 年海南钩达汽车饰件股份有限公司 可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 05 月 21 日	2019 年 06 月 24 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对海南钩达汽车饰件股份有限公司（以下简称“钩达股份”或“公司”，股票代码：002865.SZ）及其 2018 年 12 月 10 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司积极优化客户结构，未来可能有助于提升业务平稳性；担保方提供股份质押担保增强了保障本期债券的安全性。同时我们也关注到国内汽车销量持续下滑叠加外需疲软，公司面临较大经营压力；公司核心客户实力相对较弱，抗风险能力不足；在建项目尚需投资规模较大，产能消化存在不确定性；经营活动现金流持续净流出，营运资金相对紧张以及公司可能面临资产减值损失。

正面：

- 公司积极优化客户结构，有助于提升业务平稳性。目前公司积极拓展工程机械行业客户、汽车-商用车行业客户以及汽车-乘用车行业中德系日系客户，并取得一定成果，客户结构可能会改善。
- 担保方提供股份质押担保增强了保障本期债券的安全性。中汽塑料以持有钩达股份为本期债券提供担保，截至报告出具日，质押数量为 3,272.80 万股，其中 864.37 万股为 2020 年 1 月 10 日追加质押，按照 2020 年 5 月 12 日收盘价测算，质押股票市值为 4.36 亿元，高于本期债券尚未偿还本息总额的 120%。

关注:

- **国内汽车销量持续下滑，公司面临较大经营压力。**2019 国内乘用车累计销量同比下降 9.56%，景气度下滑，预计 2020 年驱动行业下滑的核心因素尚未缓解叠加“COVID-19”疫情影响，汽车零部件需求降幅可能走阔，公司面临较大经营压力。
- **核心客户实力相对较弱，抗风险能力不足。**目前公司核心客户资质相对较弱，抗风险能力不足，公司作为其供应商，经营业绩易受影响，2019 年在行业景气度下行的背景下，客户经营效益恶化，公司销售收入与利润也双双下滑；叠加疫情影响，2020 年 1 季度经营处于亏损状态。
- **在建项目尚需投资规模较大，产能消化存在不确定性。**截至 2019 年末，公司主要在建项目总投资 8.44 亿元，已投资金额为 3.23 亿元，尚需投入较大规模资金，存在一定的资金压力；考虑到公司新增产能消化主要取决于客户自身经营与履约情况，存在不确定性。
- **经营活动现金流持续净流出，营运资金相对紧张。**2019 年公司经营活动现金流继续表现为净流出状态，考虑目前公司在建项目需要持续投入，且维持正常经营运转、偿还短期有息债务等尚有资金需求，整体营运资金相对偏紧。
- **公司可能面临资产减值损失。**截至 2019 年底，公司及子公司作为原告方合计诉讼金额为 1.18 亿元，被诉讼对象均为公司客户，合计规模较大，但是考虑到实际追偿过程中可能面临很多不确定性，公司可能面临一定回收风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	182,536.91	184,099.62	194,124.56	171,919.19
归属于母公司所有者权益合计	90,098.15	91,978.01	92,045.09	84,491.12
有息债务	53,657.72	53,056.30	62,522.75	27,650.57
资产负债率	50.64%	50.04%	52.58%	50.85%
流动比率	1.33	1.41	1.58	1.29
速动比率	0.95	1.06	1.20	0.80
营业收入	11,008.55	82,673.41	90,243.40	115,275.26
营业利润	-1,812.26	2,386.48	5,094.50	8,609.00
净利润	-1,884.33	1,722.71	4,183.17	6,744.26
综合毛利率	24.21%	28.79%	26.35%	24.60%
总资产回报率	-	2.85%	3.44%	6.07%
EBITDA	-	20,198.58	11,543.46	12,846.37

EBITDA 利息保障倍数	-	6.60	9.08	14.76
经营活动现金流净额	-1,578.40	-2,802.30	-9,091.27	-5,158.59

资料来源：公司 2017-2019 年年报与 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	13,029.69	13,821.86	12,989.02
所有者权益	13,000.31	13,815.91	12,984.95
资产负债率	0.23%	0.04%	0.03%
营业收入	0.00	0.00	0.00
净利润	-2.01	83.10	215.69
经营活动现金流净额	-	-	-12.52

资料来源：中汽塑料 2017 年审计报告与 2018-2019 年未经审计的财务报表，中证鹏元整理

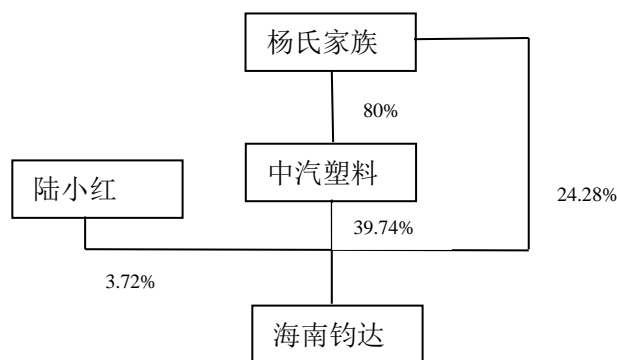
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月10日发行6年期3.2亿元可转换公司债券，截至2019年底，本期债券转股金额为4.48万元，绝大部分尚未转股。本期债券募集资金原计划用于长沙钧达汽车内外饰件建设项目和柳州钧达汽车内外饰件建设项目。截至2019年底，本期债券募集资金专户余额为0.81亿元¹。

二、发行主体概况

2019年度，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，控股股东与实际控制人仍分别为中汽塑料与杨氏家族（成员包括杨仁元、陆惠芬、徐晓平、陆小红、徐卫东、陆玉红、徐勇、陆小文、陆徐杨）；股本方面，公司实施回购注销限制性股票与本期债券转股，使得股本由上年的1.22亿元变为1.21亿元；2019年5月28日公司公告董事长王松林先生辞职，公司副董事长徐晓平代行董事长职责。2019年度，公司合并报表范围无变化。

图 1 截至 2019 年末公司产权与控制关系



资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

三、运营环境

中国汽车销量持续下滑，拖累汽车零部件行业收入负增长；受“COVID-19”疫情影响，2020 年汽车零部件需求降幅可能走阔

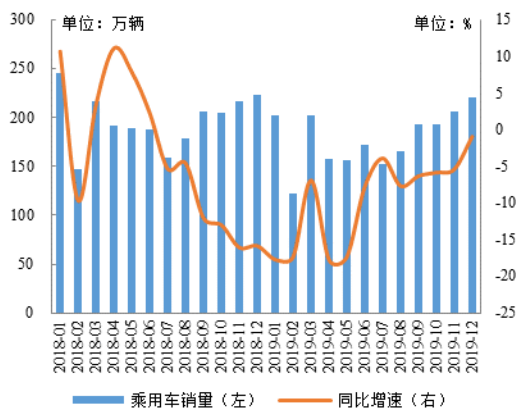
2019 年乘用车销量同比持续下滑，受整车市场行情拖累，汽车零部件行业收入首次

¹ 2019 年度公司使用本期债券闲置资金暂时补充流动资金，根据公司公告，截至 2019 年末，补充流动资金余额为 1.5 亿元。

呈现负增长。2019年国内乘用车累计销量2,144.42万辆，销量同比下跌9.56%，汽车行业营业收入同比下降1.80%，利润总额同比下降15.90%，但自6月份以来，在前期基数下降以及较大的终端优惠下同同比跌幅均已逐步收窄。受整车市场拖累，2019年1-11月中国汽车零部件行业的主营业务收入为31,900.17亿元，同比下降0.22%，利润总额同比下降9.31%，各项指标降幅均小于整车市场，自6月份以来降幅亦有所收窄。整体来看，2019年汽车零部件行业收入首次呈现负增长，但表现优于整车市场，主要系汽车后市场的稳定发展在一定程度上削弱了整车销售市场不景气对零部件行业造成的负面影响，保证了下游行业对零部件产品的基本需求。

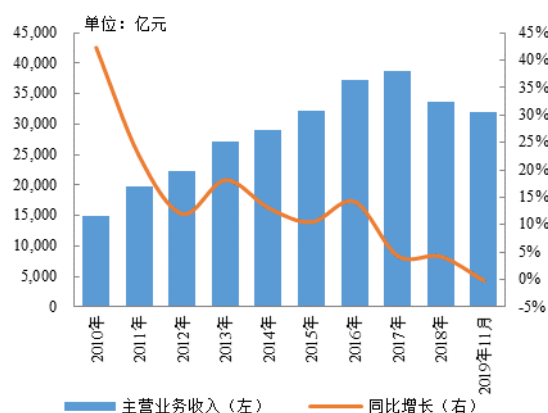
中证鹏元认为，受“COVID-19”疫情影响，2020年汽车零部件需求降幅可能走阔。我国经济增速持续放缓带来消费者收入预期下降，房价高企导致居民杠杆率持续走高，以及贫富差距等因素成为制约汽车发展的重要因素。“COVID-19”疫情作为“黑天鹅事件”因素加入，对乘用车暂时性消费需求形成抑制，且整车企业普遍延迟复工，对汽车零部件短期需求冲击显著。但从全年来看，中证鹏元认为疫情对于零部件需求的影响程度主要取决于疫情的发展，若疫情能够在3月份前有效控制，那么当下被抑制的购置需求会部分迁移至后期，全年影响可能会相对有限；反之，若疫情仍延续到4月份乃至更靠后，无疑将会对抗风险能力较弱的私营企业与个体单位形成明显冲击，而这部分人群数量占全部就业人口比重接近50%，社会就业问题将会面临严峻考验，最终疫情的影响将会体现在居民消费能力与意愿端，后续即使疫情得到有效控制，但汽车消费需求已经被明显削弱，势必影响全年汽车零部件需求的综合表现。受“COVID-19”疫情影响，2020年汽车零部件需求降幅可能走阔。

图2 乘用车销量同比持续下降，但降幅逐步收窄



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图3 受“COVID-19”疫情影响，2020年汽车零部件需求降幅可能走阔



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，受“COVID-19”疫情影响，短期新能源汽车零部件需求将

受到不利影响。根据此前财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委于 2015 年 5 月联合发布的《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，2020 年新能源补贴政策将正式全面取消，但 2020 年 1 月工信部发言人表示 2020 年新能源政策将保持相对稳定，不会大幅退坡，在一定程度上缓解了新能源汽车零部件需求降幅。

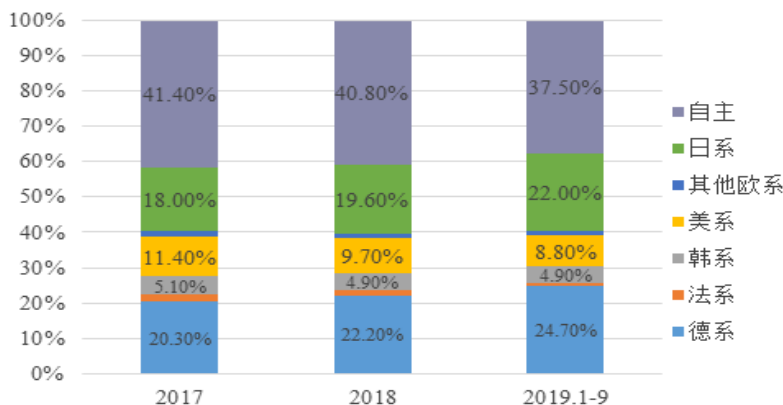
中长期来看，新能源零部件需求将继续提升，掌握核心技术的企业将在激烈竞争中脱颖而出。随着补贴取消带来更加公平的市场竞争、消费者需求渡过培育阶段以及充电桩等基础设施逐步完善后，传统合资企业开始加速入局新能源市场，特斯拉上海工厂以及国内造车新势力也将迎来量产阶段。长期来看，政府力推新能源的方针并未改变，未来新能源汽车市场扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求将继续提升。

2020 年汽车零部件行业继续出清；市场分化加剧，配套日系德系、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强；市场并购重组保持活跃，需防范并购风险

中证鹏元认为，2020 年汽车零部件行业继续出清，市场分化加剧并购重组保持活跃，全球化发展机遇即将来临。下游整车行业需求下降，年降幅度扩大、资金回款压力激增等因素导致大量零部件供应商业务停滞或倒闭。自 2018 年至今，汽车零部件行业涉及破产的案件多达 188 起，甚至部分头部企业如轮胎与车身板件制造商永泰集团、刹车片制造商信义集团、汽车电器国威科技、银亿股份等也相继申请破产，裁员瘦身的供应商持续增多。其中，国威科技作为华晨汽车等 14 家主机厂部分车型配件的唯一供应商，其破产直接导致部分主机厂被迫停产。整车行业不景气压力转嫁，部分主机厂经营不善拖欠账款，进一步挤压供应商生存空间，导致供应链断裂影响汽车生产，此类恶性循环将对整个汽车产业链造成非常严重的影响。

市场出清势必伴随着分化加剧，配套日系德系、掌握核心技术、出口占比高的头部供应商抗压能力较强。将 132 家 A 股上市的零部件企业按营业收入规模排名，前 20 家头部企业 2019 年前三季度营业利润合计为 171.27 亿元，较上年同期下降 8.44%，降幅低于同期行业平均水平 6.31 个百分点，而非头部企业营业利润合计 251.84 亿元，较上年同期下降 18.57%，头部供应商在上游整车市场低迷影响下降幅更小抗压能力相对较强。从汽车品牌来看，2019 年日系品牌销量大幅上扬，市场占有率逆势上升至 22%，德系品牌市场占有率亦较 2018 年末上升 2.5 个百分点至 24.7%，依附于强劲的整车厂力量，配套日系车与德系车的零部件供应商相对于配套韩系车、我国自主品牌乘用车等的供应商来说未来发展更有保障，抗压能力相对更强，信用风险较小。此外，掌握核心技术、出口占比较高的供应商如宁德时代、岱美股份等企业的抗压能力亦相对较强。

图 3 日系与德系品牌地位强势，自主品牌份额跌幅最大



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

预计 2020 年零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑将为中国零部件企业提供新的发展机遇，但需防范企业并购风险。近年来，全球乘用车销量增速整体呈现下滑趋势，迫使国际车企需要通过降成本来维持盈利能力的平稳，这就提供了重新选择零部件供应商的可能。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，且部分国内零部件已具备进入车企供应链重新配套的能力。此外，国际零部件龙头剥离或出售业务为国内零部件供应商提供配套可能，近年零部件市场不断整合资源，跨界并购企业重组增多。2018 年以来，中资汽车零部件企业共发生 20 多宗跨境投资和并购交易，如郑煤机收购博世电机业务、均胜电子收购高田资产、继峰股份收购全球领先的汽车座椅及内饰供应商格拉默、德赛西威全资收购德国先进天线技术公司 ATBB 等，主要集中在新能源和智能网联领域。随着国内零部件市场出清，头部企业亦可把握时机，将遭遇生存危机的技术型企业兼并重组，从而快速提升核心竞争力。但需注意，企业并购尤其是海外并购存在不容忽视的风险，如国家和地区监管部门的审批风险、并购融资的财务风险、整合过程中的经营体制和文化的冲突风险、市场份额相互渗透加剧内耗的风险、跨国经营的政策与汇率风险等。

四、经营与竞争

2019 年公司主营业务仍未发生变化，从收入构成来看，在行业景气度整体下行背景下，公司汽车零配件相关业务收入均有不同程度下滑，主营业务-其他主要系模具与其他饰件销售，规模较上年略有增加。毛利率方面，公司整体毛利率较上年略有改善，主要得益于

模具与其他饰件销售²贡献。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
仪表板	39,355.78	22.13%	49,664.65	28.42%
保险杠	8,691.34	20.80%	10,048.55	23.78%
门护板	6,279.00	22.64%	10,204.88	28.94%
装配业务	899.59	36.02%	1,212.49	35.47%
主营业务-其他	25,711.63	43.38%	17,556.89	18.45%
主营业务收入合计	80,937.34	28.93%	88,687.46	26.08%
其他业务收入	1,736.06	22.50%	1,555.94	41.76%
合计	82,673.40	28.79%	90,243.40	26.35%

资料来源：公司提供

协同能力将继续为公司经营提供一定安全垫，但主要客户资质较弱，集中度较高，加大了公司经营风险敞口；公司正积极拓展新客户，未来客户结构存在改善可能

公司生产基地布局毗邻下游客户，能够迅速及时响应客户需求，且公司报告期内继续保持较大规模的研发投入（研发投入0.48亿元，占营收比重为5.79%），整体上均有助于提高公司对下游客户产品生产与研发的协同能力，也为公司经营提供一定安全垫。但值得注意的是，公司主要配套客户资质较弱，从前五大客户构成来看，2019年前五大客户较上年略有变化，其中有客户因其经营效益问题，公司对其供货规模也相应减少，已经不在前五大客户中；第二大客户与第一大客户销售表现面临大幅下滑，核心配套客户抗风险能力不足，公司产品需求面临一定萎缩，此外，公司下游客户集中度较高（前五大客户集中度为52.74%），在下行的行业背景下，加大了公司经营风险敞口。

公司目前正不断调整客户结构，重点拓展汽车-乘用车中日系、德系品牌客户、工程机械行业客户以及汽车-商用车（中重卡）客户，并较大部分也已经取得供货许可，目前正处于小批量供货阶段，未来随着合作的深入，客户关系可能趋于稳定，进而带动公司客户结构的改善。

表2 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占营业收入的比重
2019年	第一大客户	13,554	16.39%
	第二大客户	11,781	14.25%
	第三大客户	8,201	9.92%

²2019年及以前年度公司对通过产品销量收回模具收入的模具成本按照2年平均摊销成本，而客户一般约定在一定期限内按一定数量分摊模具收入，若约定期满未达到约定分摊数量，客户将补偿未分摊完的模具收入。2019年模具收入中包含此类已分摊完成本而收回的模具收入。。

	第四大客户	5,121	6.19%
	第五大客户	4,947	5.98%
	合计	43,604	52.74%
2018年	第一大客户	18,041	19.99%
	第二大客户	16,210	17.96%
	第三大客户	6,952	7.70%
	第四大客户	6,397	7.09%
	第五大客户	6,296	6.98%
	合计	53,896	59.72%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

核心原材料价格波动风险增加了公司成本管控难度，也对盈利产生一定的影响

生产成本构成方面，公司直接原材料占营业成本比重在70%左右，成本构成未发生明显变化，产品原材料主要为塑料粒子，2019年塑料粒子价格上涨至1.27万元/吨，增加了公司成本管控难度。为对冲成本上行风险，公司继续实施优化生产工艺等途径降低生产成本，并取得一定效果，数据显示，公司报告年度内汽车零配件生产成本降幅超过其销售收入降幅。中证鹏元认为，公司原材料采购价格通常随行就市，非极端情况下，无法实现上下游价格联动来对冲风险，公司面临较大程度的价格上涨风险，将对毛利率产生负面影响。

表 3 公司主要原材料采购均价情况

项目	单位	2019年	2018年
塑料粒子	万元/吨	1.27	1.23

资料来源：公司提供

2019年公司主要供应商构成较上年未有明显变化，前五大供应商合计采购金额占年度采购总额比例为32.65%，集中度一般，考虑到公司主要原材料市场供给充裕，且公司不存在对单个供应商依赖明显的情况，原材料采购短缺的风险较低。

表 4 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购额	占比
2019年	广州长濂贸易有限公司	3,075.69	9.54%
	金发科技股份有限公司	2,428.57	7.53%
	苏州禾昌聚合材料股份有限公司	1,796.30	5.57%
	广州日产通商贸易有限公司	1,704.45	5.28%
	余姚市亚特橡塑有限公司	1,527.24	4.73%
	合计	10,532.25	32.65%
2018年	广州长濂贸易有限公司	3,692.74	8.97%
	金发科技股份有限公司	3,424.09	8.32%
	苏州禾昌聚合材料股份有限公司	2,338.92	5.68%
	广州日产通商贸易有限公司	1,914.09	4.65%

柳州六合方盛机械有限公司	1,555.54	3.78%
合计	12,925.37	31.39%

资料来源：公司提供

公司产能利用率同比有所降低，对经营毛利率产生负面影响，短期内难以明显改善；在建项目尚需较大投入，面临一定资金压力，客户经营状况与履约情况会对新增产能消化产生较大影响，面临不确定性

公司主要产能较上年未有变化，但公司销售模式是以销定产，产量情况受仪表盘、保险杠与门护板需求影响较大，在景气度相对低迷的市场环境下，公司各项产品产能利用率均有不同程度下滑，财务方面直接影响就是，相关设备与厂房的折旧摊销可能会对经营的毛利率水平产生负面影响。考虑到公司正积极拓展新的优质客户，随着合作的推进，新客户的订单需求可能会带动公司的产能利用率提高，但客户关系巩固或增进带来订单需求的大量增加尚需时间，且在当前汽车消费低迷以及新冠疫情影响的行情下，汽车零部件企业销量很难大幅提升，预计短期内公司产能利用率难以明显改善。

截至2019年末，公司主要在建产能项目为长沙钧达汽车内外饰件建设项目（以下简称“长沙项目”）、柳州钧达汽车内外饰件建设项目（以下简称“柳州项目”）以及佛山华盛洋年产25万套汽车塑料内外饰件生产项目等，长沙项目主要是配套工程机械行业客户，柳州项目主要是配套客户商用车板块，上述行业或板块均具备较好的发展景气度，其余项目也均有明确的配套客户。预计未来项目完工产能消化具备一定的保障，但仍需关注在建项目尚需投入大量资金，存在一定的资金压力，以及客户自身经营与履约情况对公司实际产能消化的影响。

表5 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	设计年产能	已投资
长沙钧达汽车内外饰件建设项目	27,790.00	30 万套汽车内外饰件	1,738.68
柳州钧达汽车内外饰件建设项目	18,430.00	30 万套汽车内外饰件	7,038.86
郑州钧达年产 30 万套汽车内外饰件生产项目	13,600.00	30 万套汽车内外饰件	10,810.40
佛山华盛洋年产 25 万套汽车塑料内外饰件生产项目	19,809.00	25 万套汽车内外饰件	10,561.44
苏州新中达研发中心项目	4,800.00	-	2,172.91
合计	84,429.00	-	32,322.29

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告与公司2020年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围未变化。

资产结构与质量

公司整体资产流动性仍不强且部分资产存在坏账或跌价风险

截至2019年末，公司资产规模为18.41亿元，较2018年略有减少。从资产构成来看，2019年末非流动资产占资产总额比重为53.17%，为主要构成。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款与应收票据与存货等构成。截至2019年末，公司货币资金为2.41亿元，其中0.25亿元为银行承兑汇票保证金，使用受限，即期支付能力尚可，2020年3月末，货币资金账面余额降至1.87亿元。2019年末公司应收账款为3.46亿元，款项主要包括货款与应收账款融资，其中应收账款融资主要是因票据拆业务形成，账面价值为0.56亿元，处于受限状态，其余应收账款均为正常经营业务形成，前五名应收对象占比为53.02%，集中度相对较高，但考虑到公司客户结构主要为经营资质偏弱的整车企业，客户未来可能存在一定的经营风险，可能会出现坏账风险。公司存货主要为生产经营相关的原料、在产品及产成品，2019年公司新计提了0.12亿元跌价准备³，未来应持续关注公司存货跌价风险。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、长期待摊费用和其他非流动资产等构成。随着在建项目转固，截至2019年末，公司固定资产为4.07亿元，较上年有所增加。长期待摊费用主要由模具开发投入构成，在模具对应的产品投入量产后，主要摊销方式为自相应产品开始量产后两年内直线摊销，2019年末公司长期待摊费用为2.48亿元，同比增长35.94%。其他非流动资产主要为预付模具、房产款和工程款等，其中房产款系公司对客户采取的资产保全而留置的房产。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18,659.69	10.22%	24,059.69	13.07%	41,625.37	21.44%
应收账款	33,042.58	18.10%	34,579.39	18.78%	38,670.68	19.92%
存货	22,900.03	12.55%	21,431.49	11.64%	27,176.93	14.00%
流动资产合计	80,652.99	44.18%	86,218.14	46.83%	112,670.56	58.04%

³存货计提跌价主要系该部分存货用来生产客户特定的产品，但因客户生产规划，预期对公司该部分存货需求量较小，公司因此计提相关跌价。

固定资产	39,217.97	21.48%	40,684.49	22.10%	37,052.52	19.09%
长期待摊费用	26,762.88	14.66%	24,808.65	13.48%	18,249.98	9.40%
其他非流动资产	10,333.24	5.66%	7,950.28	4.32%	8,445.88	4.35%
非流动资产合计	101,883.92	55.82%	97,881.48	53.17%	81,454.00	41.96%
资产总计	182,536.91	100.00%	184,099.62	100.00%	194,124.56	100.00%

注：2018年应收账款中包括应收账款与应收票据，2019年应收账款中包括应收账款与应收账款融资；2020年3月应收账款中包括应收账款、应收票据与应收账款融资。

资料来源：公司2018-2019年审计报告与2020年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期增加，加剧了营运资金压力，整体资产运营效率明显弱化

2019年公司与客户结算政策未发生变化，应收款项周转率较上年变动不大；受计提跌价以及优化存货管理模式等影响，周转天数降至148.63天；公司对上游供应商议价能力不强，应付账款周转天数下滑，公司净营业周期较上年有所增加，我们认为净营业周期增加加剧了营运资金的压力。此外，公司销售规模降低明显，而总资产规模变化不大，使得总资产运营效率大幅降低，周转天数较上年增至823.49天。

表7 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收款项周转天数	159.48	151.38
存货周转天数	148.63	184.58
应付款项周转天数	241.50	302.32
净营业周期	66.61	33.64
流动资产周转天数	433.03	438.86
固定资产周转天数	169.25	146.65
总资产周转天数	823.49	730.11

注：应收款项包含应收账款和应收票据、应收账款融资；应付款项包含应付账款和应付票据。

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司经营表现有所变差，短期可能继续表现不佳

2019年受下游整车行业市场景气度的影响，公司营业收入规模出现下滑，当年实现营业收入8.27亿元，同比下滑8.39%，2020年1季度公司经营表现进一步恶化，经营亏损，考虑到公司的客户结构主要以国产汽车品牌为主，行业地位靠后，易受行业基本面影响，在汽车行业核心掣肘因素未得到缓解以及新冠疫情仍在全球持续蔓延，行业发展外部环境较为恶劣背景下，2020年公司经营业绩预计改善难度较大。但结合公司目前正积极拓展资质

较优的客户且取得一定成果，可能会对公司未来中长期发展提供有利的基础。从毛利率来看，2019年公司毛利率略有改善，改善驱动因素主要来源于成本端的控制以及模具业务中客户补偿相关模具收入⁴所致。

期间费用方面，2019年公司期间费用率增至24.44%，费用对于利润侵蚀明显，但考虑到可转换债务实际计息方式与会计计息核算方式存在差异，会计计息核算方式会高估利息支付水平，因此公司期限费用控制表现好于账面。在经营收入下滑与费用侵蚀的共振下，2019年实现净利润0.17亿元，同比降低58.82%，2020年1季度出现了经营亏损。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	11,008.55	82,673.41	90,243.40
营业利润	-1,812.26	2,386.48	5,094.50
净利润	-1,884.33	1,722.71	4,183.17
综合毛利率	24.21%	28.79%	26.35%
期间费用率	38.94%	24.44%	20.31%
营业利润率	-16.46%	2.89%	5.65%
总资产回报率	-	2.85%	3.44%
净资产收益率	-	1.87%	4.74%
营业收入增长率	-25.70%	-8.39%	-21.71%
净利润增长率	-	-58.82%	-37.97%

资料来源：公司2018-2019年审计报告与2020年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，在建项目尚需投入资金规模仍较大，面临一定的资金支出压力

公司与客户结算中存在较多的信用结算，使得2019年公司收现比情况表现不佳，指标存在失真。2019年公司经营活动现金流表现不佳，虽同比净流出规模下降，但表现仍为净流出状态；投资活动现金表现为净流出，流出规模增至1.37亿元，主要系购建固定资产增加所致。除经营活动与投资活动现金流存在较大缺口外，公司筹资活动产生的现金流量净额为负，主要因为当年融资规模不大而银行贷款偿还金额增加。另外，公司在建项目尚需投入规模仍较大，整体而言公司面临一定的资金压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
----	-------	-------

⁴ 详情见脚注 2。

收现比	0.62	0.76
净利润	1,722.71	4,183.17
营运资本变化	-23,025.17	-24,141.85
其中：存货减少（减：增加）	5,004.87	13,804.84
经营性应收项目的减少（减：增加）	2,273.01	-4,629.25
经营性应付项目的增加（减：减少）	-30,303.05	-33,317.45
经营活动产生的现金流量净额	-2,802.30	-9,091.27
投资活动产生的现金流量净额	-13,661.04	-10,463.11
筹资活动产生的现金流量净额	-1,551.42	40,759.71
现金及现金等价物净增加额	-18,014.77	21,205.33

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司短期存在一定的有息债务偿还压力

截至2019年底，公司债务总额降至9.21亿元，2020年3月末增至9.24亿元；公司所有者权益同比略有降低，同期产权比率达到100.16%，保障程度有所提升，但保障水平不高。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	92,438.75	92,121.61	102,079.48
所有者权益	90,098.15	91,978.01	92,045.09
产权比率	102.60%	100.16%	110.90%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告与 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司的负债主要以流动负债为主，流动负债主要集中于短期借款、应付票据与应付账款、一年内到期的非流动负债等。截至2019年底，公司短期借款规模为1.49亿元，借款类型包括抵押借款与保证借款，2020年3月末增至1.74亿元；应付账款与应付票据主要为应付供应商的款项（包括材料款、设备款以及模具款）；2019年末公司一年内到期的非流动负债0.15亿元，主要是一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。截至2019末，公司长期借款规模为0.35亿元，2020年3月末进一步下降；应付债券系公司发行的本期债券，余额为2.73亿元，计入其他权益工具中账面价值为0.54亿元。截至2020年3末，公司有息债务总额为5.37亿元，短期有息债务为2.44亿元，考虑到公司目前受限资产占比不高，目前位于海口等地土地与房产尚未抵质押，以公允价值计量来看，仍具备一定的融资弹性，结合公司目前融资弹性以及债务偿还弹性，我们认为公司短期仍存在一定的债务偿付压力。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
短期借款	17,357.94	18.78%	14,857.94	16.13%	18,020.00	17.65%
应付票据与应付账款	33,716.97	36.47%	36,151.27	39.24%	42,832.82	41.96%
预收款项	-	-	1,763.35	1.91%	2,103.12	2.06%
一年内到期的非流动负债	3,500.00	3.79%	1,500.00	1.63%	2,870.70	2.81%
流动负债合计	60,544.89	65.50%	61,059.33	66.28%	71,510.81	70.05%
长期借款	1,500.00	1.62%	3,500.00	3.80%	5,000.00	4.90%
应付债券	27,776.65	30.05%	27,303.29	29.64%	25,474.93	24.96%
非流动负债合计	31,893.86	34.50%	31,062.28	33.72%	30,568.67	29.95%
负债合计	92,438.75	100.00%	92,121.61	100.00%	102,079.48	100.00%
其中：有息债务	53,657.72	58.05%	53,056.30	57.59%	62,522.75	61.25%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告与 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，截至2019年末，公司资产负债率为50.04%，流动比率与速动比率均较上年有所降低，同时考虑到公司存货与应收款占比较高，即时变现能力不强，实际偿债能力低于账面表现，整体短期偿债能力一般。公司EBITDA对于债务的保障程度明显降低，但保障水平相对较高，有息债务/EBITDA水平略有降低，但绝对水平仍相对较高，整体偿债能力表现不佳。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	50.64%	50.04%	52.58%
流动比率	1.33	1.41	1.58
速动比率	0.95	1.1	1.20
EBITDA（万元）	-	20,198.58	11,543.46
EBITDA 利息保障倍数	-	6.60	9.08
有息债务/EBITDA	-	2.63	3.77
负债总额/EBITDA	-	4.56	6.16
经营性净现金流/流动负债	-0.03	-0.05	-0.13
经营性净现金流/负债总额	-0.02	-0.03	-0.09

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告与 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中汽塑料为本期债券提供股份质押担保和全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

1、担保主要条款

公司控股股东中汽塑料为本期债券采用股份质押和保证的担保方式，其中股份质押担保为中汽塑料将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，保证担保为中汽塑料

为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据本期债券募集说明书与《关于控股股东股份质押的公告》等文件约定要求，截至报告出具日，中汽塑料质押数量为3,272.80万股，其中864.37万股为2020年1月10日追加质押，按照2020年5月12日收盘价测算，质押股票市值为4.36亿元，与未偿付债券余额及利息⁵的比例约为124%，高于本期债券尚未偿还本息总额的120%，但低于150%。

2、中汽塑料情况

中汽塑料实收资本以及控股股东、实际控制人均未发生变化，控股股东和实际控制人分别为杨氏投资和杨氏家族。除持有公司39.74%股份外，中汽塑料无其他实际经营业务。

截至2019年12月31日，中汽塑料资产总额为1.30亿元，所有者权益合计1.30亿元，资产负债率为0.23%。

表 13 中汽塑料主要财务指标

项目	2019 年	2018 年
总资产（万元）	13,029.69	13,821.86
股东权益合计（万元）	13,000.31	13,815.91
资产负债率	0.23%	0.04%
营业收入（万元）	0.00	0.00
营业利润（万元）	-2.01	-33.78
利润总额（万元）	-2.01	83.10
净利润（万元）	-2.01	83.10
经营活动现金流净额（万元）	-	-

资料来源：中汽塑料 2018-2019 年未经审计的财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日2020年4月23日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年底，公司及子公司涉及多起未决诉讼，公司作为原告方，合计诉讼金额为

⁵ 假设后续存续期未转股，利率按照发行约定计算。

1.18亿元，规模较大，目前公司已经针对部分被诉讼对象的财产等实施查封或冻结，亦或是与被诉讼对象达成和解，风险相对可控，但是考虑到实际追偿过程中可能面临很多不确定性，公司仍然可能面临一定的损失。

表 14 截至 2019 年底公司涉及重大未决诉讼情况（单位：万元）

项目	诉讼金额	进展
公司与仙河电气资产收购合同纠纷案	2,250.00	审理中
重庆森迈与重庆力帆乘用车有限公司、力帆实业（集团）股份有限公司定作合同纠纷案	4,104.67	已查封与冻结部分资产（力帆实业（集团）股份有限公司名下 4,104.67 万元银行存款或其他等值财产）
公司、苏州新中达与荣成华泰汽车有限公司、鄂尔多斯市华泰汽车车身有限公司合同纠纷案	619.81	已查封与冻结部分资产（荣成华泰汽车有限公司银行存款 520 万与锦银金融租赁有限公司股权、鄂尔多斯市华泰汽车车身有限公司不动产）
苏州新中达与杭州长江汽车有限公司定作合同纠纷案	1,057.48	已和解，分期支付
重庆森迈与重庆理想智造汽车有限公司定作合同纠纷案	650.78	已查封与冻结部分资产
开封中达与山东国金汽车制造有限公司定作合同纠纷案	1,035.98	已和解，分期支付
公司与湖南长丰猎豹汽车有限公司定作合同纠纷案	2,075.71	已查封对方部分资产
合计	11,794.43	-

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年公司积极拓展新客户，重点突出在工程机械行业与汽车-商用车行业，并取得一定成果，我们认为若随着未来公司与新客户合作的深化，公司经营的稳健性有望提高；中汽塑料提供的股份质押担保增强了本期债券的安全性。但同时我们也关注到目前下行的行业周期，公司在细分领域内面临客户资质低端等系列问题，可能影响短期经营业绩，加上公司目前准备建设的项目尚需较大投资，加重公司经营资金紧张程度等，我们认为公司短期经营效益可能会继续恶化，但风险仍相对可控，未来随着与新客户合作的逐步深化，公司业绩存在改善的可能。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，本期债券信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	18,659.69	24,059.69	41,625.37	24,973.28
应收票据及应收账款	27,451.44	29,004.41	38,670.68	37,221.77
其他应收款	839.54	645.99	1,040.39	818.89
存货	22,900.03	21,431.49	27,176.93	40,981.11
流动资产合计	80,652.99	86,218.14	112,670.56	107,357.55
长期股权投资	4,395.61	4,381.18	3,626.44	3,186.15
投资性房地产	1,809.13	1369.29	195.00	208.00
固定资产	39,217.97	40,684.49	37,052.52	36,469.78
在建工程	6,553.51	6,017.18	3,019.80	199.34
无形资产	11,290.01	11,075.41	9,738.99	6,856.43
其他非流动资产	10,333.24	7,950.28	8,445.88	4,630.01
非流动资产合计	101,883.92	97,881.48	81,454.00	64,561.64
资产总计	182,536.91	184,099.62	194,124.56	171,919.19
短期借款	17,357.94	14,857.94	18,020.00	6,700.00
应付票据及应付账款	33,716.97	36,151.27	42,832.82	68,801.81
预收款项	-	1,763.35	2,103.12	992.94
其他应付款	1,204.94	1,650.64	1,889.98	112.51
一年内到期的非流动负债	3,500.00	1,500.00	2,870.70	2,092.40
流动负债合计	60,544.89	61,059.33	71,510.81	83,068.13
长期借款	1,500.00	3,500.00	5,000.00	4,000.00
应付债券	27,776.65	27,303.29	25,474.93	-
长期应付款	2,365.75	-	-	254.72
非流动负债合计	31,893.86	31,062.28	30,568.67	4,359.94
负债合计	92,438.75	92,121.61	102,079.48	87,428.07
其中：有息债务	53,657.72	53,056.30	62,522.75	27,650.57
营业收入	11,008.55	82,673.41	90,243.40	115,275.26
营业利润	-1,812.26	2,386.48	5,094.50	8,609.00
营业外收入	-0.16	0.03	0.06	0.07
净利润	-1,884.33	1,722.71	4,183.17	6,744.26
经营活动产生的现金流量净额	-1,578.40	-2,802.30	-9,091.27	-5,158.59
投资活动产生的现金流量净额	-9,313.04	-13,661.04	-10,463.11	-4,554.59
筹资活动产生的现金流量净额	2,111.37	-1551.42	40,759.71	16,759.87
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	159.48	151.38	103.45

存货周转天数	-	148.63	184.58	137.20
应付账款周转天数	-	241.50	302.32	267.28
净营业周期	-	66.61	33.64	-26.63
流动资产周转天数	-	433.03	438.86	291.98
固定资产周转天数	-	169.25	146.65	114.02
总资产周转天数	-	823.49	730.11	491.01
综合毛利率	24.21%	28.79%	26.35%	24.60%
期间费用率	38.94%	24.44%	20.31%	16.50%
营业利润率	-16.46%	2.89%	5.65%	7.47%
总资产回报率	-	2.85%	3.44%	6.07%
净资产收益率	-2.07%	1.87%	4.74%	9.60%
营业收入增长率	-25.70%	-8.39%	-21.71%	24.96%
净利润增长率	-	-58.82%	-37.97%	25.82%
资产负债率	50.64%	50.04%	52.58%	50.85%
流动比率	1.33	1.41	1.58	1.29
速动比率	0.95	1.06	1.20	0.80
EBITDA (万元)	-	20,198.58	11,543.46	21,517.16
EBITDA 利息保障倍数	-	6.60	9.08	24.73
有息债务/EBITDA	-	2.63	3.77	1.30
债务总额/EBITDA	-	4.56	6.16	4.06
经营性净现金流/流动负债	-	-0.05	-0.13	-0.06
经营性净现金流/负债总额	-	-0.03	-0.09	-0.06

资料来源：公司 2017-2019 年年报与 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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