

# 深圳市凯中精密技术股份有限公司公开发行 可转换公司债券跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：商思仪 [syshang@ccxi.com.cn](mailto:syshang@ccxi.com.cn)

项目组成员：汤梦琳 [mltang@ccxi.com.cn](mailto:mltang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月19日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0923 号

## 深圳市凯中精密技术股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“凯中转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日

**评级观点：**中诚信国际维持深圳市凯中精密技术股份有限公司（以下简称“凯中精密”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“凯中转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了换向器产品保持领先的行业地位、新业务布局情况良好、收入规模增加以及经营活动净现金流保持在较好水平等优势对公司整体信用实力提供的有力支持；但同时，中诚信国际也关注到汽车行业景气度低迷、换向器行业需求端疲软、海外业务面临汇率波动等风险、盈利能力呈下滑趋势以及债务规模上升、面临一定短期偿债压力等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

### 概况数据

凯中精密（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	19.56	28.48	32.14	32.83
所有者权益合计（亿元）	11.36	13.18	13.70	13.87
总负债（亿元）	8.20	15.31	18.44	18.96
总债务（亿元）	5.15	11.83	13.69	15.28
营业总收入（亿元）	13.84	16.70	20.24	4.08
净利润（亿元）	1.53	1.13	0.66	0.17
EBIT（亿元）	1.94	1.60	1.27	--
EBITDA（亿元）	2.56	2.58	2.83	--
经营活动净现金流（亿元）	1.68	2.57	2.54	0.54
营业毛利率(%)	29.41	25.32	22.42	20.01
总资产收益率(%)	10.84	6.65	4.20	--
资产负债率(%)	41.94	53.73	57.37	57.75
总资本化比率(%)	31.21	47.30	49.98	52.41
总债务/EBITDA(X)	2.01	4.58	4.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.18	6.74	4.89	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

- **换向器产品保持领先的行业地位。**跟踪期内，公司换向器产销量仍保持全球第一，行业领先地位，与德国博世、戴姆勒、日本电装、采埃孚等知名企业保持稳固的战略合作关系，综合竞争实力较强。
- **新业务布局情况良好。**跟踪期内新能源汽车动力电池系统零组件、驱动电机连接器等产品需求增长，同时公司定点项目扩产放量，收购德国 SMK 后气控组件销售情况亦较好，非换向器业务拓展效果良好。
- **收入规模增加，经营活动净现金流保持在较好水平。**受益于

### 同行业比较

部分换向器和连接器企业主要指标对比表

公司名称	2020年3月末资产总额 (亿元)	2020年3月末资产负债 率(%)	2019年营业总收入 (亿元)	2019年净利润 (亿元)	2019年经营活动净现 金流(亿元)
永贵电器	23.33	16.53	10.80	-4.59	-0.14
华瑞股份	9.16	40.23	7.53	0.24	1.34
凯中精密	32.83	57.75	20.24	0.66	2.54

注：“永贵电器”为“浙江永贵电器股份有限公司”简称；“华瑞股份”为“华瑞电器股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债务余额(亿元)	存续期
凯中转债	AA	AA	4.16	4.1577	2018/07/30~2024/07/30

德国 SMK 全年并表以及各项业务的平稳发展，2019 年公司收入规模同比增长 21.20%，同时经营获现情况保持在较好水平。

### 关注

- **汽车行业景气度低迷，换向器行业需求端疲软。**2019 年以来汽车行业景气度持续低迷，受宏观经济增速放缓、物价上涨过快、居民杠杆水平高企叠加疫情因素影响，汽车市场复苏压力仍存在，对换向器行业需求造成一定负面影响。
- **海外收入规模较大，面临汇率波动等风险。**2019 年公司国外收入占比进一步提升至 63.55%，较大规模的外销业务使其面临一定汇率波动风险，新冠肺炎疫情亦对海外业务开展造成一定影响。
- **盈利能力呈下滑趋势。**受下游需求下降影响，2019 年以来公司毛利率持续下滑，同时由于期间费用较高，利润空间受到进一步压缩，盈利能力持续弱化。
- **债务规模上升，面临一定短期偿债压力。**跟踪期内公司债务规模持续上升，财务杠杆比率高；且期末货币资金较少，对短期债务保障能力较低，公司面临一定短期偿债压力。

### 评级展望

中诚信国际认为，深圳市凯中精密技术股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**下游需求大幅改善，公司收入规模及盈利能力大幅提升且具有可持续性。
- **可能触发评级下调因素。**受宏观经济及政策影响，汽车（含新能源汽车）行业景气度持续下行，公司产品销售规模萎缩、利润水平下降；债务规模上升，流动性压力加大。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

本次跟踪债项“凯中转债”实际募集资金净额4.04亿元，截至2019年末累计使用1.90亿元（含发行费用），其中2019年使用0.74亿元，均用于募集资金项目；同期末尚未使用募集资金2.18亿元，其中2.11亿元用于暂时补充流动资金，募集资金专户余额为0.07亿元。初始转股价为13.25元/股，2020年5月23日调整为12.94元/股；截至2020年3月末累计转股数量为17,602股，转股金额为231,200元，尚有415,768,800元的“凯中转债”未转股。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1~2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进

展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性

动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

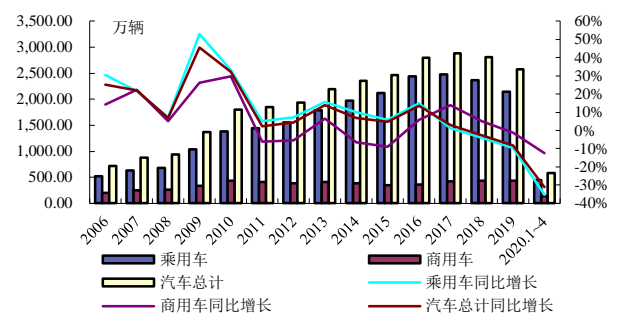
### 2019 年以来，我国汽车行业景气度持续低迷、家电行业销售出现回落，新冠肺炎疫情加大了宏观经济短期下行压力，换向器行业需求端较为疲软

换向器作为电机的核心零部件，其直接下游为各大电机制造企业，而电机主要运用于汽车、家用电器、电动工具、OA 办公设备等，故换向器与汽车、家电等行业的景气度关联程度较高。跟踪期内，换向器行业呈现出产业集中度进一步提高、自动化程度不断提升、产品更趋于节能化和环保化等发展趋势，行业龙头与客户一体化程度加深，具有更加明显的竞争优势。

2019 年以来受购置税优惠政策全面退出、前期销量透支、房地产挤出效应及经济增长放缓等因素影响，汽车行业景气度持续低迷。当年我国汽车产销量分别为 2,572.1 万辆和 2,576.9 万辆，同比分别下降 7.5% 和 8.2%，产销量降幅比上年分别扩大 3.3 个百分点和 5.4 个百分点。受乘用车进入传统销售

旺季、终端优惠力度较大、商用车市场需求有所改善及基数下降等因素影响，2019 年下半年以来我国汽车市场产销降幅有所收窄，消费信心缓慢修复。2020 年一季度在新冠肺炎疫情影响下，车企的经营和资金压力有所增大，车市复苏的不确定性进一步加大。2020 年 4 月，随着国内疫情防控形势持续好转，汽车行业产销也逐步恢复到正常水平，当月产销环比继续保持较快增长，同比也结束下降趋势，呈小幅增长态势。

图1：近年来中国汽车销量及增速情况（单位：万辆，%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

家电行业方面，据全国家用电器工业信息中心发布的《2019 年中国家电行业年度报告》显示，受房地产行业宏观政策调控及消费者需求下降影响，2019 年中国家电市场规模同比下降 2.2% 至 8,032 亿元，家电行业营业收入增幅亦有所下降。其中，空调零售额同比下跌 3.4% 至 1,912 亿元，冰箱零售额同比减少 1.2% 至 957 亿元，厨房电器整体进入下行区间，销售额略降至 1,759 亿元，洗衣机销售规模则小幅增长 1.2% 至 705 亿元。

从供给侧来看，电机产业链上游是电解铜、硅钢、碳结钢和绝缘材料等原材料供应商以及轴承、换向器、冷却器等配件供应商。其中主要原材料电解铜和钢材价格波动较大，对业内企业成本控制有较大影响。2019 年全年铜价受中美贸易谈判基调影响，总体呈先扬再抑后有小部分回调的震荡态势；当年 LME3 月期铜均价为 6,017 美元/吨，同比下跌 8.04%。2020 年以来，受疫情蔓延影响，全球金融市场剧烈波动，铜价大幅下跌，截至 3 月末 LME3 月期铜价格为 4,797.5 美元/吨，较年初下跌 22.45%。

图 2：近年来 LME3 月期铜价格走势（美元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019 年全球汽车行业景气度持续低迷，国内汽车产销量下滑，同时家电行业进入瓶颈期；在新冠肺炎疫情影响下，汽车市场调整周期将被拉长，电机行业需求端表现疲乏，换向器业内相关企业销售承压。但原材料铜价呈下行态势，企业成本控制压力得到一定缓解。

### 受政府扶持减弱影响，新能源汽车发展增速有所下行，但随着利好政策频出，产业仍整体向好

随着全球能源危机和环境污染问题日益突出，各国政府先后公布了禁售燃油车的时间计划，各大国际整车企业也陆续发布新能源汽车战略。据 Marklines 统计，2019 年全球新能源汽车销量由 2013 年的 15 万辆增长至 221 万辆；根据中国汽车工业协会统计，2019 年我国新能源汽车销量 120.6 万辆，同比下降 4.0%，占全部汽车销量的比例仅为 4.68%。受补贴退坡及排放标准切换等因素影响，自 2019 年 7 月起，新能源汽车市场月销量持续下降，新能源汽车市场进入调整期；2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布通知称将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，补贴政策实施期限延长及脱坡节奏放缓有助于缓解新能源车企的经营压力。同时，2020 年欧盟将碳排放目标下调至 95g/km，政策驱动下排放成本快速提升，车企明显增加新能源车推广力度。

此外，根据工信部 2019 年 12 月发布的《新能源汽车产业发展规划（2021~2035 年）》（征求意见稿），到 2025 年我国新能源汽车市场竞争力明显提高，新能源汽车销量占比达 25% 左右；2020 年政府

工作报告中提出加大新型基础设施建设，推广新能源汽车。GGII 预计，到 2025 年全球新能源乘用车销量将达到 1,150 万辆，相较于 2019 年年均复合增长率为 31.6%，行业发展空间较为广阔。受益于新能源汽车行业的持续增长，新能源汽车“三电”（电池、电机、电控）系统零组件需求也将随之快速增加。

### 2019 年以来公司换向器产销量受汽车行业景气度下行及疫情影响而有所减少，但仍保持全球第一，行业地位领先

作为换向器行业龙头企业，公司 2019 年产销量仍保持全球第一，并与德国博世、戴姆勒、日本电装、采埃孚等知名企业保持稳固的战略合作关系，连续四届（8 年）被博世授予“全球优秀供应商”，并获得博泽集团“2019 年亚洲供应商创新奖”，较高的市场占有率及优质的客户资源为公司换向器及集电环业务发展提供良好支持。随着技改后的生产设备运行情况趋于稳定，2019 年公司换向器及集电环产能规模进一步扩张；但由于汽车行业景气度下行，换向器产品需求萎缩，当年产销量分别同比下降 10.67% 和 8.97%，产能利用率亦随之明显下滑，销售均价与上年持平。2020 年一季度，虽受益于大规格产品占比增加，产品销售均价有所提升；但全球疫情造成汽车需求持续低迷，尤其是德国、法国等海外市场销量下滑明显，当期公司换向器及集电环产销量大幅下降，产能利用率降至 50% 以下，中诚信国际将对后续需求恢复及产能释放情况保持关注。

表 1：公司换向器及集电环产能及产销情况（万只、元/只、%）

换向器及集电环	2018	2019	2020.1~3
年产能	116,600	132,792	33,198
产量	105,865	94,566	14,778
销量	105,902	96,407	16,679
销售均价	0.99	0.99	1.05
产能利用率	90.79	71.21	44.51

注：产销量数据经四舍五入处理；一季度产能未经年化。

资料来源：公司提供

国际知名电机企业对换向器供应商审核严格，一般需要经历 2~3 年的认证考察时间，而一旦成为合格供应商以后，供货关系相对稳定。因此，公司近年核心大客户相对稳定且集中度较高。2019 年公司前五大客户德国博世、埃贝赫、德昌电机、电产集团和戴姆勒的销售额合计 8.84 亿元，占营业收入比重为 43.67%，同比上升 3.12 个百分点，客户集中度较高，或面临一定的潜在业务波动风险。

采购方面，受铜价及钢材价格下跌影响，跟踪期内公司主要原材料铜带、电解铜和不锈钢采购均价整体有所回落；电木粉价格小幅波动，但由于公司议价能力较强，采购价格较为稳定。同时，在业务规模扩大的带动下，除电木粉采购量因换向器销量下降而有所减少外，2019 年公司各原材料采购量呈上升态势；其中不锈钢采购量大幅上升，主要系德国 SMK 并表同时其产品气控组件的主要原材料为不锈钢所致。同期公司向前五大供应商采购金额为 3.82 亿元，占采购总额的比重为 34.31%。

**表 2：公司主要原材料采购情况（吨、元/千克）**

原材料	2018		2019		2020.1~3	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格
铜带	3,136.31	55.35	3,265.92	52.61	605.57	52.93
电解铜	2,961.66	43.87	3,016.51	41.90	629.51	40.66
电木粉	3,144.12	25.47	3,102.78	24.52	583.69	25.60
不锈钢	713.57	19.52	3,683.94	16.89	1,175.25	10.45

资料来源：公司提供

### 受益于定点项目量产，2019 年新能源三电业务规模快速扩大，未来或成为公司新的收入及利润增长点，但新产能释放及产能利用率提升情况需保持关注

新兴产品方面，公司依托核心客户资源，持续推进新能源汽车三电、汽车轻量化及智能驾驶等产品研发和市场拓展，相关募投项目有序开展，产能规模明显扩大，产品品类及产品结构得到进一步丰富和优化；2019 年取得戴姆勒、采埃孚、德国博世、博泽、日本电装、电产集团等十几家世界知名客户的数十个项目、百余款产品定点，部分项目已进入

量产阶段，多个项目即将转量产。在定点新项目持续扩产放量以及新技术研发取得突破的带动下，2019 年公司新能源汽车零组件产销量均同比增长，产能利用率仍较低，主要系提前进行产能配套所致；随着新产品陆续通过客户验收，未来该业务板块有望持续增长，产能利用率亦将有所提升。

外部收购业务方面，依托于与核心客户戴姆勒的稳定合作，高强弹性零件业务发展较为稳健，2019 年产销量小幅下降主要系汽车行业景气度下行所致，但产能利用率仍维持高位。得益于德国 SMK<sup>1</sup> 全年并表，2019 年气控组件产销量有所增加。

2020 年 1~3 月，新能源汽车零组件和高强弹性零件产销情况均不同程度地受到疫情爆发带来的影响，产能利用率较上年大幅下降；但由于德国 SMK 周边车企停产，气控组件销量有所下滑。

**表 3：公司非换向器产品产能及产销情况**

		(万只/年、万只、%)		
产品		2018	2019	2020.1~3
新能源汽车零组件	产能	4,200	5,568	1,392
	产量	1,772	2,526	425
	销量	1,663	2,334	430
	产能利用率	42.19	45.37	30.53
高强弹性零件	产能	18,980	18,980	4,745
	产量	18,411	18,042	3,956
	销量	18,118	17,453	4,426
	产能利用率	97.00	95.06	83.37
气控组件	产能	370	1,900	475
	产量	355	1,479	391
	销量	332	1,578	347
	产能利用率	95.95	77.86	82.40

注：产销量数据经四舍五入处理；2018 年气控组件统计口径为 2018 年 10 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

资料来源：公司提供

### 未来公司将在巩固换向器龙头地位的基础上，大力发展新能源汽车三电精密零组件；跟踪期内募投项目建设持续推进并陆续投产，其他在建项目未来尚需一定资本支出

未来公司将继续保持在换向器领域的竞争优势，同时加快提升非换向器产品新业务规模，拓展

<sup>1</sup> 2018 年 9 月 27 日，公司完成对德国 SMK100% 股权及其生产经营用厂房、土地的交割，已支付全部交易对价（合计 5,359.39 万欧元），

自 2018 年 10 月 1 日起纳入公司合并报表范围。公司与德国 SMK 未签署业绩承诺协议。



应用于新能源汽车动力电池系统、驱动电机系统、电控系统、汽车轻量化及汽车智能驾驶领域的核心精密零组件、多层绝缘线及其他新产品业务，实现产品结构进一步优化，多产品业务线均衡发展。此外，公司还将加快全球化布局，进一步提升全球配套服务能力，实现中国、欧洲、北美、日本四地协同销售、研发和生产。

在建项目方面，公司募投项目计划总投资 8.61 亿元，资金均来源于首次公开发行股票和可转换公司债券募集资金，截至 2020 年 3 月末已投入 6.16

亿元，投资已接近尾声；其中，受 2019 年换向器销售未达预期影响，当年高端电机整流子产业化及生产基地项目实际效益未达到预计情况，同时为保持技术先进性，公司暂缓了对换向器和集电环生产线技术改造建设项目的投资。除募投项目外，根据公司于 2019 年 8 月发布的公告，公司拟使用自筹资金 3.5 亿元建设河源新能源汽车部件智造产业基地一期项目，资金来源为自有资金、项目长期贷款等，建设周期约为 24 个月，目前基建已投入 2.8 亿元、部分业务主体设备正在安装调试，中诚信国际将对后续投融资进展及工程进度保持关注。

**表 4：截至 2020 年 3 月末公司募投项目情况（亿元）**

募投项目	募集资金到位时间	募集资金承诺投资总额	截至 2020 年 3 月末累计投资
长沙凯中电气科技有限公司电机整流子新建项目	2016 年 11 月	18,630.64	14,566.52
高端电机整流子产业化及生产基地项目	2016 年 11 月	27,084.29	27,176.24
汽车轻量化及汽车电控、电池组件扩充项目	2018 年 8 月	16,139.26	12,053.28
换向器和集电环生产线技术改造建设项目	2018 年 8 月	14,018.00	5,474.72
动力电池组件及连接器生产线建设项目	2018 年 8 月	5,268.00	19.74
信息化系统建设项目	2018 年 8 月	4,999.00	2,277.24
<b>合计</b>	--	<b>86,139.19</b>	<b>61,567.73</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。

### 2019 年公司收入规模扩大但毛利率下降，且较高的期间费用和资产减值损失对利润总额形成一定侵蚀，叠加疫情对出口订单造成不利影响，公司盈利能力有所弱化

2019 年，受益于非换向器新业务的良好发展，公司营业总收入保持增长态势，但受德国 SMK 并表造成毛利率较低的气控组件业务占比提升影响，营业毛利率小幅下滑。分板块来看，换向器业务仍是公司最主要的收入来源，受汽车行业销量下降影响，该板块收入同比减少 9.76%。虽然销量有所下

降，但销售均价的提升使得高强弹性零件板块收入与上年持平。受益于已定点新项目的逐步量产以及德国 SMK 全年纳入合并报表范围，2019 年新能源汽车零组件及气控组件业务收入分别同比大幅增长 68.37% 和 231.06%。毛利率方面，除换向器和高强弹性零件毛利率因销量减少导致固定成本无法摊薄而有所下降外，其余板块均呈提升态势；其中新能源汽车零组件毛利水平同比大幅增长 11.55 个百分点，但由于收入占比较小，对整体毛利率拉动作用有限。2020 年一季度，新冠肺炎疫情对欧美市场汽车销售及换向器和其他零部件出货造成一定负面影响，公司营业总收入同比减少 15.70%，毛利率进一步下滑。

**表 5：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）**

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
换向器及集电环	10.08	10.53	9.50	1.75
新能源汽车零组件	0.48	0.98	1.65	0.38
高强弹性零件	1.83	1.83	1.83	0.41
气控组件	--	1.61	5.33	1.19

营业总收入	13.84	16.70	20.24	4.08
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
换向器及集电环	32.58	28.79	28.04	20.80
新能源汽车零组件	36.18	31.84	43.39	44.99
高强弹性零件	25.49	23.73	19.89	24.86
气控组件	--	8.77	9.86	11.01
<b>营业毛利率</b>	<b>29.41</b>	<b>25.32</b>	<b>22.42</b>	<b>20.01</b>

注：上表为公司主要板块收入，加总与营业总收入存在差异；部分数据经四舍五入处理。

资料来源：公司提供

德国 SMK 全年纳入合并报表范围，加之公司加大新能源汽车三电市场拓展力度以及计提可转债和并购贷款利息，2019 年销售费用和财务费用均同比大幅增长，管理费用同比小幅下降，主要系上年收购德国 SMK 支付较多中介费所致；在上述因素的带动下，期间费用同比增加，期间费用率虽有所下降但仍处于高位。2020 年 1~3 月，公司推行降本增效工作，各项期间费用均同比减少；但由于收入下降幅度较大，同时疫情导致当期产生未复工工资及防疫物资费用，期间费用率呈上行趋势，费用控制能力有待提升。

受初始获利能力减弱及期间费用较高影响，2019 年经营性业务利润同比减少；由于换向器行业景气度下行，公司对库存商品计提跌价准备并对收购瑞西（香港）有限公司时形成商誉的剩余账面价值全额计提减值损失，当期资产减值损失对利润总额的侵蚀有所增加。受上述因素影响，EBITDA 利润率及总资产收益率等盈利能力指标随之弱化。2020 年一季度，收到政府补助同比大幅增长可为利润总额形成一定补充，但毛利润减少叠加期间费用高企，盈利水平进一步下降。此外，**中诚信国际也注意到**，公司客户主要为国际知名汽车零部件配套企业，加之德国 SMK 纳入合并报表范围，2019 年国外收入占比进一步升至 63.55%，较大规模的外销业务或使其持续面临一定汇率波动风险；叠加 2020 年以来海外疫情爆发，海外订单及生产或受到较大影响，中诚信国际将对公司海外业务的开展以及对汇率风险的控制情况保持关注。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	2.20	2.90	3.49	0.79
期间费用率(%)	15.89	17.35	17.25	19.36

经营性业务利润	1.84	1.37	1.11	0.16
资产减值损失合计	0.03	0.10	0.36	-0.02
投资收益	0.02	0.01	-0.01	--
营业外损益	0.00	-0.01	-0.05	0.00
利润总额	1.81	1.26	0.70	0.18
EBITDA 利润率(%)	18.49	15.47	13.99	--
总资产收益率(%)	10.84	6.65	4.20	--

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 经营规模的扩大及在建项目的推进带动公司资产、负债及权益规模同步增长，对资金的需求使得有息债务不断扩张，财务杠杆比率升高

随着经营规模的扩大，2019 年末资产总额进一步增加，主要来源于多个募投项目和生产基地持续投建以及技改设备、基建工程等陆续转固带动当期末在建工程和固定资产增加，上述因素也使得非流动资产占比进一步升至 66.20%。流动资产方面，随着前期募集资金的逐渐使用，2019 年末货币资金进一步减少，其中受限部分为 0.13 亿元。应收账款同比增长主要系收入规模扩大所致，当期末累计计提坏账准备 0.24 亿元且以一年以内为主，同时由于客户主要为领先汽车零部件供应商，应收账款回收安全性较高。2019 年公司对存货规模进行控制，受铜价下跌、换向器等产品市场价格下滑等因素影响，当期末累计计提存货跌价损失 0.17 亿元，存货规模小幅压降。截至 2020 年 3 月末，资产总额较上年末略有增加，其中存货增加主要系公司在年初进行备货但受疫情影响订单和出货量下降所致。

2019 年以来负债规模亦呈扩张态势，且有息负债为主。经营扩大和生产基地建设使得公司对长短期资金需求均增加，跟踪期内长短期借款增加带动总债务不断增长；随着部分长期借款临近到期，短期债务占比有所升高，且考虑到 2020 年 3 月末货币资金仅有 2.87 亿元，公司面临一定短期偿债压力。

受益于持有的力合汽车科技有限公司股权产生一定利得带动其他综合收益同比增加 0.68 亿元，2019 年末所有者权益小幅增长。由于 2017 年限制性股票激励计划的业绩条件未达到第二个解除限

售期的业绩考核要求、部分限制性股票激励对象离职等因素，2019 年公司对部分限制性股票激励计划所授予的股份进行回购注销，使得当期末资本公积和库存股均减少。此外，当期公司分红 0.20 亿元，占归属于上市公司普通股股东净利润的比例为 30.48%，导致未分配利润小幅下降。截至 2020 年 3 月末，得益于利润积累，所有者权益规模保持增长。但受债务规模增幅较大影响，资产负债率和总资本化比率持续上升。

**表 7：近年来公司主要资产负债表情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	4.59	2.81	2.34	2.87
应收账款	2.95	3.54	4.40	3.91
存货	2.11	3.42	3.17	3.73
固定资产	4.48	12.20	13.34	13.15
在建工程	3.26	1.79	3.76	3.97
短期债务	4.19	5.00	5.92	7.18
总债务	5.15	11.83	13.69	15.28
资本公积	3.98	4.06	3.82	3.82
其他综合收益	0.06	0.05	0.73	0.73
未分配利润	4.42	4.97	4.82	4.98
资产负债率	41.94	53.73	57.37	57.75
总资本化比率	31.21	47.30	50.66	52.22

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司经营获现情况良好，投融资需求有所缩减，但债务规模上升使得偿债能力指标趋弱

2019 年公司经营获现能力保持在良好水平，经营活动净现金流超过当期净利润水平主要系非付现成本增加所致；受技改、扩产能和基地建设支出维持一定规模影响，投资活动现金仍呈净流出态势，但由于购买理财产品到期赎回以及上年支付收购 SMK 投资款，投资活动现金净流出大幅减少；2019 年公司减少了借款规模同时未进行债券发行，筹资活动净现金流同比减少。2020 年一季度，虽然疫情导致销售规模缩减，但收到政府补助带动经营活动净现金流同比增加；部分生产基地建设放缓使得投资活动现金净流出继续下降，融资需求随之减少。

偿债能力方面，受债务规模上升以及计提可转债利息影响，加之盈利能力下滑，2019 年 EBITDA

及经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均有所弱化。

**表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流（亿元）	1.68	2.57	2.54	0.54
投资活动净现金流（亿元）	-2.99	-8.79	-3.74	-1.10
筹资活动净现金流（亿元）	1.06	4.30	0.76	1.00
经营活动净现金流/总债务(X)	0.33	0.22	0.19	0.14*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.65	6.72	4.39	--
总债务/EBITDA(X)	2.01	4.58	4.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.18	6.74	4.89	--
(CFO-股利)/总债务(%)	22.36	15.59	10.33	--

注：带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 资本市场融资渠道能为公司流动性提供一定支持，受限资产规模可控且不存在或有负债，但控股股东股权质押比例较高需保持关注

截至 2020 年 3 月末，公司获得各家银行授信额度合计 21.95 亿元，其中未使用授信余额为 8.81 亿元，有一定备用流动性；根据公司于 2020 年 4 月发布的公告，为满足公司日常生产经营及业务拓展资金需求，董事会同意 2020 年度公司及子公司可向银行等金融机构申请总额度不超过人民币 35 亿元或等值外币的综合授信。同时公司作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为畅通，具备一定的再融资能力。截至本报告出具日，公司控股股东吴瑛女士及股东张浩宇先生分别累计质押 0.61 亿股和 0.48 亿股（其中张浩宇质押股票全部为给公司发行的可转债提供担保），占其所持股票总数的比重分别为 64.96% 和 62.02%，合计占公司总股本的 37.69%，质押比例较高，中诚信国际将对潜在风险予以持续关注。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产总额 4.68 亿元，包括用于抵押贷款的固定资产和无形资产 3.82 亿元、以银行承兑汇票保证金为主的受限货币资金 0.22 亿元等，占同期末总资产的 14.26%，比重较低。此外，同期末公司不存在对外担保及未决诉讼形成的或有负债。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信

用报告》及相关资料，2017~2020年4月28日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

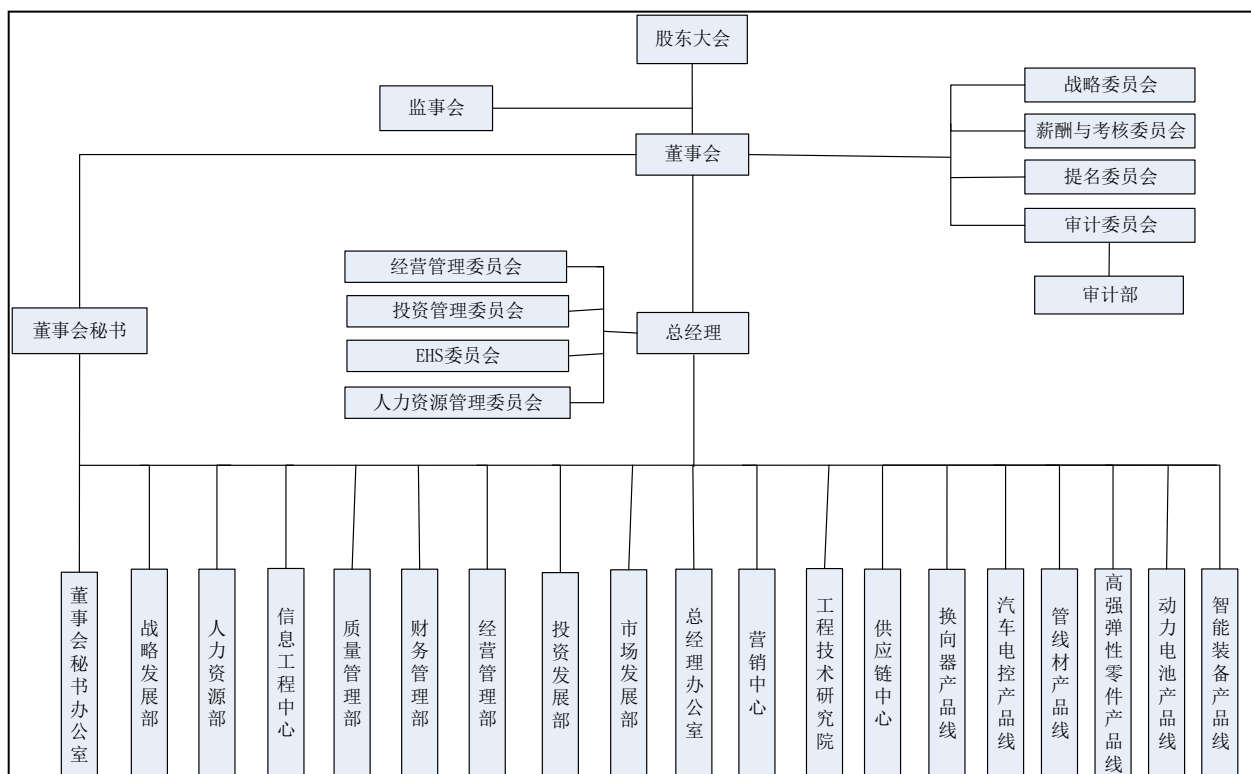
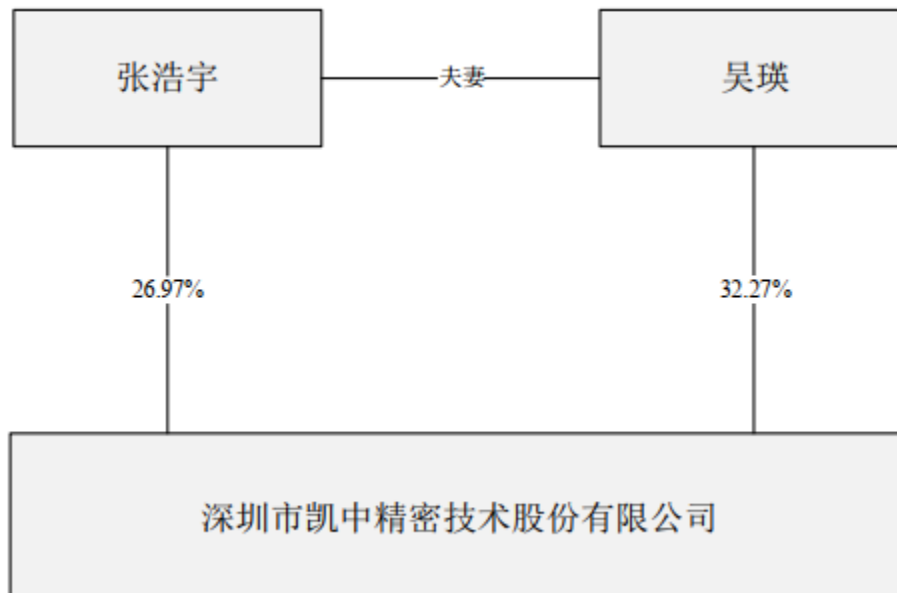
### 公司控股股东为自然人，对公司支持意愿很强，但支持能力较弱

凯中精密为控股股东的主要资产，对其收入和利润贡献程度很高，控股股东对公司支持意愿很强；同时，受益于推进多项技改及创新项目，公司持续获得各项政府补助，2017~2020年一季度收到并计入当期损益的政府补助分别为0.09亿元、0.17亿元、0.15亿元和0.15亿元。但由于控股股东为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司的支持能力较弱。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持深圳市凯中精密技术股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“凯中转债”的债项信用等级为 **AA**。

### 附一：深圳市凯中精密技术股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：深圳市凯中精密技术股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	45,909.47	28,128.49	23,382.94	28,706.75
应收账款净额	29,459.05	35,418.64	43,952.92	39,109.75
其他应收款	611.48	1,988.61	2,297.36	2,022.70
存货净额	21,119.24	34,193.32	31,671.83	37,295.36
长期投资	2,058.27	3,802.77	9,679.26	9,679.26
固定资产	44,797.18	122,016.44	133,445.73	131,496.05
在建工程	32,616.65	17,874.17	37,555.42	39,651.64
无形资产	7,974.27	13,468.47	17,118.96	18,184.93
总资产	195,602.13	284,845.27	321,389.94	328,271.92
其他应付款	7,476.51	7,696.95	6,120.69	5,964.10
短期债务	41,935.65	50,040.33	59,201.83	71,783.24
长期债务	9,589.25	68,254.04	77,694.66	80,976.13
总债务	51,524.90	118,294.36	136,896.50	152,759.37
净债务	5,615.43	90,165.87	113,513.56	124,052.62
总负债	82,042.68	153,054.85	184,388.72	189,586.11
费用化利息支出	1,288.80	3,403.53	5,781.75	--
资本化利息支出	653.73	428.68	9.01	--
所有者权益合计	113,559.45	131,790.42	137,001.21	138,685.82
营业总收入	138,409.14	166,972.71	202,357.43	40,788.78
经营性业务利润	18,387.99	13,679.63	11,108.98	1,603.95
投资收益	174.88	50.25	-54.91	0.00
净利润	15,251.25	11,344.38	6,561.08	1,658.78
EBIT	19,434.25	15,974.08	12,738.37	--
EBITDA	25,593.79	25,831.62	28,313.87	--
经营活动产生现金净流量	16,797.69	25,739.56	25,435.82	5,403.81
投资活动产生现金净流量	-29,906.53	-87,877.98	-37,411.20	-11,005.08
筹资活动产生现金净流量	10,614.48	43,014.05	7,577.57	10,002.22
资本支出	24,945.59	60,895.15	42,465.45	11,478.02
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	29.41	25.32	22.42	20.01
期间费用率(%)	15.89	17.35	17.25	19.36
EBITDA 利润率(%)	18.49	15.47	13.99	--
总资产收益率(%)	10.84	6.65	4.20	--
净资产收益率(%)	14.25	9.25	4.88	4.81*
流动比率(X)	1.41	1.34	1.04	1.09
速动比率(X)	1.12	0.93	0.74	0.73
存货周转率(X)	5.35	4.51	4.77	3.78*
应收账款周转率(X)	5.00	5.15	5.10	3.93*
资产负债率(%)	41.94	53.73	57.37	57.75
总资本化比率(%)	31.21	47.30	49.98	52.41
短期债务/总债务(%)	81.39	42.30	43.25	46.99
经营活动净现金流/总债务(X)	0.33	0.22	0.19	0.14*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.40	0.51	0.43	0.30*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.65	6.72	4.39	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	22.36	15.59	10.33	--
总债务/EBITDA(X)	2.01	4.58	4.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.61	0.52	0.48	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.18	6.74	4.89	--
EBIT 利息保障倍数(X)	10.00	4.17	2.20	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款的融资租赁款项调整至长期债务，将公司计入短期借款的应收账款保理和期末未到期已贴现的应收票据（对应“质押借款”）调出短期债务；3、中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将应付利息和应付股利计入其他应付款；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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。
<b>AA</b>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	受评对象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。
<b>BBB</b>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	受评对象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。
<b>CCC</b>	受评对象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。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。