



2021年浙江锋龙电气股份有限公司公开发 行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021 年浙江锋龙电气股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
锋龙转债	A+	A+

评级观点

中证鹏元维持浙江锋龙电气股份有限公司（以下简称“锋龙股份”或“公司”，股票代码：002931.SZ）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定；维持“锋龙转债”的信用等级为 A+。

该评级结果是考虑到：公司业务条线丰富，客户资质较好且合作稳定，液压零部件业务具备技术优势，带来收入持续增长；同时中证鹏元也关注到，原材料价格上涨给公司成本控制带来压力，客户集中度很高，面临一定汇率波动风险和国际贸易政策变化风险，产能扩张较快，需关注产能释放后的消化情况等风险因素。

未来展望

公司客户资质较好且合作稳定，经营财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 17 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.03	2021	2020	2019
总资产	12.60	12.60	9.44	7.89
归母所有者权益	6.88	6.68	6.00	5.36
总债务	4.20	3.97	1.13	0.54
营业收入	1.76	7.20	5.48	4.10
EBITDA 利息保障倍数	-	8.58	46.19	41.91
净利润	0.17	0.89	0.85	0.61
经营活动现金流净额	-0.23	0.34	0.59	0.65
销售毛利率	24.74%	28.19%	33.06%	31.67%
EBITDA 利润率	-	19.26%	24.21%	21.12%
总资产回报率	-	9.55%	11.54%	10.12%
资产负债率	45.39%	47.02%	27.87%	23.68%
净债务/EBITDA	-	0.15	-0.76	-1.26
总债务/总资本	37.89%	37.31%	14.27%	8.20%
FFO/净债务	-	555.40%	-104.19%	-66.32%
速动比率	1.75	1.73	1.88	2.13
现金短期债务比	2.07	2.54	2.00	3.20

资料来源：2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：徐铭远
xumy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司业务条线丰富，客户资质仍较好且合作稳定。**公司主要收入来源于园林机械零部件、液压零部件和汽车零部件业务，业务条线丰富；下游客户以 MTD、卡特彼勒集团、克诺尔集团等业内龙头企业为主，且公司与其合作稳定。
- **公司液压零部件业务市场认可度较高，有望持续带来收入增长。**2021 年公司完成对杜商精机（嘉兴）有限公司（以下简称“杜商精机”）100% 股权收购，杜商精机以提供高端液压零部件的 OEM 产品为主，积累了卡特彼勒、博世等具有市场影响力的海外客户，市场认可度较高，有望在国产替代进程中进一步增加国内市场份额，带来收入增长。

关注

- **原材料价格上涨给公司成本控制带来压力。**直接材料占公司营业成本的比重较高，其中主要为铝锭等大宗商品，2021 年原材料价格上涨较快，对公司利润空间有所侵蚀。
- **公司客户集中度仍很高。**公司园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件业务板块的前五大客户销售收入占总营收的比重均很高，公司整体面临一定的客户集中度风险。
- **公司面临一定汇率波动风险和贸易政策变化风险。**公司产品外销比重仍较高，外销基本以外币结算，面临一定汇率波动风险。此外，国际贸易摩擦和关税政策存在不确定性，且公司部分生产用液压零部件仍依赖进口，需关注贸易政策对公司产品竞争力的影响。
- **公司产能扩张较快，需关注产能释放后的消化情况。**2021 年公司年产 1,800 万件汽车精密铝压铸零部件项目完工，2022 年一季度受疫情对生产节奏的扰动和商用车市场需求下滑影响，汽车零部件产能利用率下滑明显。此外，公司主要在建项目包括年产 325 万套液压零部件项目和年产 1,600 万件园林机械关键零部件项目，达产后将在较大程度上提升公司产能，未来产能释放后能否顺利消化存在不确定性。

同业比较（单位：万元）

指标	锋龙股份	中坚科技	中马园林	瑜欣电子	恒立液压
总资产	126,014.68	85,043.04	23,613.08	69,958.23	1,233,204.33
营业收入	71,963.87	54,016.86	21,900.52	65,502.37	930,921.81
净利润	8,941.74	1,249.97	1,118.15	8,211.94	269,905.84
销售毛利率	28.19%	18.68%	16.54%	23.40%	44.01%
资产负债率	47.02%	25.90%	70.58%	41.18%	25.08%
净资产收益率	13.26%	2.00%	17.59%	22.17%	32.54%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	6
	经营规模	2		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	2		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		弱	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa-
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	-1		
独立信用状况					a+
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					A+

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+	2020-09-18	党雨曦、田珊	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
A+/稳定	A+	2021-06-18	党雨曦、朱磊	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
锋龙转债	2.45	2.44	2021-06-18	2027-01-08

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对锋龙转债的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年1月发行6年期2.45亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产325万套液压零部件项目和补充流动资金。截至2021年末，锋龙转债募集资金专项账户余额为176.15万元。

三、发行主体概况

截至2021年末，公司控股股东仍为诚锋实业，持有43.33%股权，其中质押的公司股份为4,040.54万股，占其持有股份数的46.83%；实际控制人仍为董剑刚先生，通过直接和间接方式合计控股公司60.19%的股权。2022年5月，因任期届满，吴晖先生、俞小莉女士不再担任公司独立董事，选举张军明先生、王帆女士、杭丽君女士为公司独立董事。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为19,914.01万元。2021年公司合并报表范围未发生变化，纳入合并范围子公司合计5家，详见附件四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速

增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

行业环境

园林机械行业的下游需求较为稳定，周期性不强，主要市场仍位于海外发达国家，终端市场以家庭园艺消费需求为主，发展中国家消费场景相对较少，市场空间增长有限；2021年受益于及时有效的疫情控制，国内园林机械企业承接部分来自其他国家的订单，实现收入增长

园林机械行业的产品包括割草机、油锯、绿篱机等，广泛应用于公共园林和家庭绿地的养护以及伐木造材的使用过程，点火器、汽缸和飞轮等是整机机械主要的构成零部件。

就需求而言，因园林机械多为耗材，其使用寿命业内通常以小时计算，故替换需求较有保障；此外，园林机械产品的消费群体和终端客户较为分散，产品应用领域广泛，与经济周期的相关性较弱，需求较为稳定。从下游消费区域来看，2021年园林机械行业的市场需求仍主要来自欧美发达国家，两大市场占比合计超过70%，其收入水平更高，人均居住面积更大，拥有的独栋房屋数量、绿地面积规模更多，园林器械消费较为成熟，市场容量趋于稳定。而发展中国家园林养护市场尚处于发展阶段，目前仍以市政绿化维护为主，消费场景相对较少，短期的市场空间增长有限。

就供给而言，性能认证、客户认证和资金规模构成进入园林机械行业的主要壁垒。欧美发达国家较为严格的环保、节能以及性能安全要求标准，使行业筑起较高的壁垒；另一方面，园林机械类产品自动化和多功能化程度不断提高，对新进入者的资本实力提出了更高的要求。近年来发展中国家通过较低的人力成本持续吸引产业链转移，当地生产厂商通过OEM/ODM等合作方式，满足市场需求。但2021年部分发展中国家受疫情带来的生产节奏和供应链不稳定影响，有效产能不足，而国内在疫情及时控制并推动复工复产的基础上，承接部分来自其他国家的订单，使得行业收入及利润持续增长。

竞争格局方面，欧美龙头企业仍占据园林机械整机以及零部件市场高端件的主要份额。欧美国家园林机械行业具有较长的发展历史，积累了一定的资金、技术、品牌和销售渠道优势。在全球园林机械整机以及零部件厂商中，均占据优势地位。整机厂商方面，龙头企业包括德国STIHL、意大利的GGP、美国的MTD、瑞典的HUSQVARNA等。零部件市场方面，Walbro、Fenix和Ikeda等厂商在高端产品中具备较强的竞争优势。

表1 国际园林机械市场的主要企业

公司名称	细分领域	主要产品	主要市场
STIHL	整机	油锯、割灌机、绿篱机等	全球
GGP	整机	割草机	欧洲
MTD	整机	割草机	欧洲、北美
TORO	整机	割草机	欧洲、北美

HUSQVARNA	整机	各式园林机械	全球
TTI	整机	手持式园林机械、草坪修剪机械	全球
Walbro	零部件	点火器、飞轮、化油器等	全球
Fenix	零部件	点火器、调整器、控制器等	全球
Ikeda	零部件	飞轮磁电机等	全球
锋龙股份	零部件	点火器、飞轮、汽缸等	全球

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

国内整机企业生产的多为中低端产品或为外资企业进行贴牌生产，议价能力不高，国内园林机械零部件企业对下游的议价能力相对尚可。就国内市场而言，主要分为外资企业和国内企业两大类。外资企业主要为整机厂商，仍在中高端市场占据较大市场份额，如STIHL、HUSQVARNA等；国内的整机厂商包括中坚科技、沃施股份等，占据中低端品牌市场，同时也以OEM/ODM的形式为外资企业进行贴牌生产，国内主要的零部件企业包括锋龙股份、瑜欣电子和余姚奥鑫等。

表2 国内园林机械市场的主要企业

公司名称	细分领域	主要产品	主要市场
中坚科技	整机	油锯、割灌机、绿篱机等	全球
沃施股份	整机	割草机	欧洲
派尼尔科技	整机	割草机	欧洲、北美
中马园林	整机	割草机	欧洲、北美
锋龙股份	零部件	点火器、飞轮、汽缸等	全球
瑜欣电子	零部件	手持式园林机械、草坪修剪机械	全球
余姚奥鑫	零部件	点火器、飞轮、化油器等	全球

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

贸易政策变动以及电力驱动对内燃机驱动的替代会对相关企业的经营状况形成一定掣肘。2021年美国商务部裁定，原产于中国的汽油割草机存在倾销和政府补贴行为，并向美国海关出具征税令，征收反倾销、反补贴保证金。在“双反”政策下的限制下，不具备出海能力的国内园林机械整机制造出口企业面临成本和经营风险升高的风险。

此外，随着电池技术的逐步成熟，其能量密度和便携性近年有所提升，部分园林机械终端产品开始采用锂电驱动的动力模式，而电机所需零部件与内燃机相关零部件不尽相同，若行业出现较大技术变革，电机驱动形成替代，则会对上游零部件厂商的现有产品结构形成较大冲击，可能会造成供应商内部的行业洗牌。

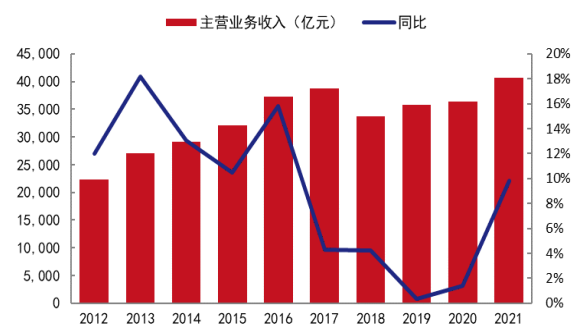
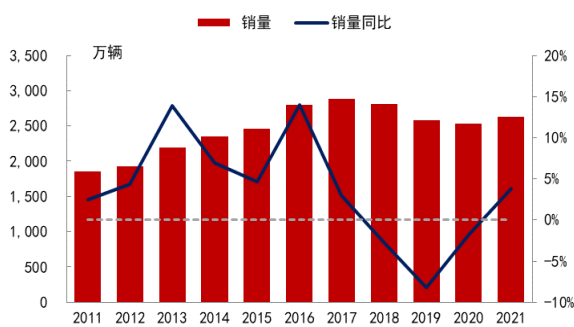
2021年汽车零部件需求虽然随经济复苏进一步回暖，行业收入增速回升；当下的疫情对汽车供应链及终端需求短期内形成明显扰动，对2022年汽车行业消费持谨慎乐观态度；汽车铝压铸件市场规模持续提升，市场渗透率仍有增长空间；铝压铸件行业集中度仍偏低，高端产能规模靠前的企业未来将获得较大竞争优势

2021年汽车零部件行业收入增速继续回升，主要系经济复苏推动汽车销量，尤其是新能源汽车销量同比增长较多所致。2021年中国汽车累计销量2,627.5万辆，同比增长3.8%，扭转了自2018年以来连续三年负增长的趋势，其中受新能源汽车爆发式增长影响，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，带动汽车零部件需求量上升。另一方面，钢材、铝锭等原材料成本大幅度上升，部分零部件产品价格上调。受此影响，2021年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长9.84%，在2020年扭转近五年增速逐年下滑的颓势基础上增速进一步回升，但利润总额同比仅增长0.32%，增幅远小于主营业务收入增速。

2022年3月以来的疫情对于以上海和吉林为首的传统汽车制造基地的正常生产造成了较大扰动，汽车供应链在短期受到了明显冲击，短期收缩明显。但考虑到汽车消费承担了促消费稳增长的职能、部分地区增加汽车牌投放指标等消费刺激政策的实施、新能源汽车车型投放力度的加大以及新能源汽车市场接受度和渗透率大幅提高等因素，中证鹏元对2022年汽车消费需求持谨慎乐观的态度。另外，由于在新能源车市场方面我国近年持续处于领先的市场地位，国内汽车零部件企业在经历了行业出清后开始加速布局海外产能规划建设，国内零部件企业在海外市场的份额有望进一步增长，在部分零部件领域加速实现全球化进程。

图1 2021年我国汽车销量实现近年来首次正增长

图2 2021年汽车零部件行业主营业务收入增速回升



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

汽车轻量化是在保证汽车强度和安全性能的前提下，降低汽车整备质量，随之降低汽车燃料消耗，与近年来不断加强的环保监管力度相适应，已成为世界汽车发展的潮流。铝合金以其低密度、高轻度、高弹性、高抗冲击性能等优点，成为了一种比较理想的轻量化材料，被用于汽车制造。汽车轻量化为降低油耗的重要手段。同时，汽车轻量化也是缓解新能源汽车续航里程痛点的重要途径，近年来新能源汽车实现飞跃式发展，市场空间巨大。

根据上市公司公告显示，目前铝合金车身结构件在燃油车中的渗透率仅为3%，纯电动车中的渗透率为8%。车身和发动机总成等压铸件是铝合金在汽车应用中的主要增长点，根据 Drive Aluminum 的统计，2015年北美市场汽车车用铝合金的市场渗透率仅为6.6%，随着减排节能推进，预计到2025年车用

铝合金的市场渗透率将达到 26.6%，其中在覆盖件中的渗透率将达到 85%，全铝车身渗透率将达到 18%，车门的渗透率将达到 46%，市场空间较大。国内市场来看，据中国产业信息网数据，2020 年中国单车用铝量为 138.6 千克，汽车市场中铝合金转向节、副车架、制动卡钳、控制臂的渗透率分别为 15%、8%、40%、5%，预计 2025 年单车用铝量将提升至 187.1 千克，5 年复合增速为 6.2%，具有提升空间。

目前主要的内资汽车压铸企业主要包括包括广东鸿图科技股份有限公司（以下简称“广东鸿图”）、爱柯迪股份有限公司（以下简称“爱柯迪”）、文灿集团股份有限公司（以下简称“文灿股份”）、旭升股份等；各大零部件厂商在结构件、三电系统、车身总成等方面积极布局。外资企业主要包括日本 RYOBI 株式会社、阿雷斯提（Ahresty Corporation）和皮尔博格（PIERBURG）等。目前铝合金压铸件行业集中度仍偏低，2021 年龙头企业 CR5 的国内市占率仅约为 10%，预计高端产能规模靠前的企业未来将在规模化生成以及盈利空间方面获得较大竞争优势。从内资企业来看，2021 年随着以新能源汽车为主的乘用车市场快速放量，上游车用铝合金压铸企业营业收入均较 2020 年有所增长，其中旭升股份、文灿股份等与新能源汽车绑定较深的企业，录得高于行业的大幅增长，受益明显。

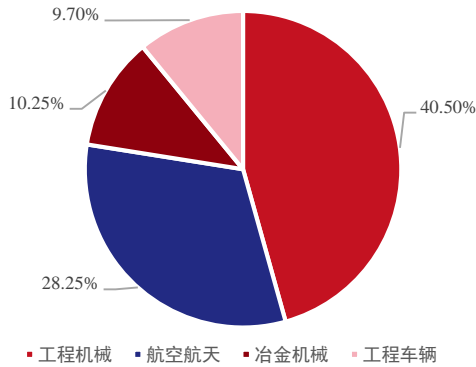
液压零部件主要用于工程机械，2021 年下游行业景气度呈前高后低状态；目前高端液压件主要依赖进口，未来国产化市场广阔

动力元件泵、控制元件阀、执行元件马达、辅助元油箱以及介质油构成了一个完整的液压系统，其中液压泵、液压阀和马达是工程机械的关键零部件，广泛应用于工程机械、工程车辆、冶金机械和航空航天等领域。

2021 年工程机械行业景气度呈前高后低状态，主要系 2020 年受疫情扰动，后期随着复工复产有序推进，国内基建新项目逐步开工，致使旺季拉长，带动 2021 年上半年工程机械需求量维持高增长。2021 年下半年基建及地产投资增速下行，下游购机积极性减退。总体而言，2021 年全年共销售挖掘机 34.3 万台，同比小幅增长 4.6%。2022 年一季度受国内疫情局部爆发影响，开工率及行业需求持续疲软，行业营收承压。液压零部件主要用于工程机械，受挖掘机等销量下行影响，亦需求疲软。此外，挖掘机的更新替换以及非道路机械国标未来逐步升级，将持续提供新增需求。除挖掘机外，起重机、混凝土机械等同样需要用到泵、阀、马达等液压系统，对液压零部件亦有需求。

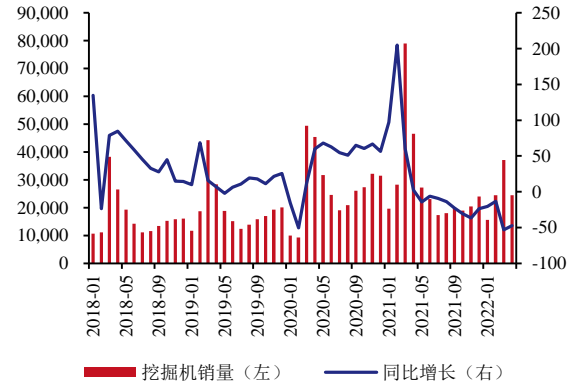
目前国外厂商仍占据液压零部件市场的主要地位，国内企业总体规模较小，集中度不高；但疫情与国际贸易摩擦加速了液压零部件国产化，国产液压件未来市场广阔。

图 3 液压零部件的主要应用领域



资料来源：智研咨询，中证鹏元整理

图 4 2021 年下半年来挖掘机销量持续下滑（单位：台，%）

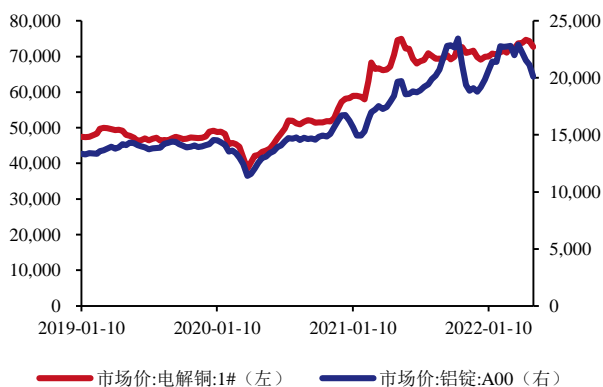


资料来源：Wind，中证鹏元整理

原材料和汇率的价格波动对出口为主的零部件生产商带来一定的业绩波动压力

以出口为主的零部件企业的利润水平受到原材料价格和汇率的波动的一定影响，其原材料主要为钢铁、铝锭等大宗商品，2021年以来原材料价格波动较为剧烈，考虑到零部件企业对下游的成本转嫁不充分，并且存在时滞，原材料的价格变化会对企业的成本控制造成一定的压力。另一方面，行业内企业产品外销比例占比大，且多为外币结算，人民币对主要国家或地区货币的汇率近期波动较大，对国内相关企业的盈利能力也会产生影响。

图 5 大宗原材料价格持续波动（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 人民币对美元、欧元汇率走势（单位：元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司主营业务未发生变化，仍以园林机械零部件、汽车零部件和液压零部件的研发、生产和销售为主。产品应用于割草机等园林机械终端产品，汽车传动及新能源汽车领域和工程机械、工业

机械的精密控制单元。从收入构成来看，2021年受益于国内及时有效的疫情控制，公司承接部分转移至国内的业务订单，园林机械零部件和液压零部件业务收入分别同比增长28.04%和37.21%；汽车零部件业务下游市场虽然整体需求疲软，但公司部分客户基于自身经营安排而订单放量，带动板块收入同比增长21.87%。综合影响下，公司2021年主营业务收入同比增长31.89%，规模持续扩张。2022年一季度，受上虞疫情导致该区域停工停产及客户订单延后影响，汽车零部件产品销售收入明显下滑，致使公司主营业务收入增速放缓。

毛利率方面，2021年在原材料价格快速上涨和人民币汇率大幅波动的压力下，公司园林机械零部件业务和汽车零部件业务毛利率均有所下滑。而液压零部件业务主要以内销为主，且在收购杜商精机后，产品结构持续优化，板块毛利率与上年基本持平。综合影响下，2021年公司主营业务销售毛利率同比下降4.69个百分点。2022年一季度，汽车零部件产品受原材料价格上涨但向下游客户价格传导不畅影响，毛利率大幅下降，公司整体毛利率亦有所下滑。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
园林机械零部件	8,470.59	30.12%	33,228.30	32.28%	25,952.19	39.12%
液压零部件	4,143.99	25.69%	17,382.75	25.35%	12,668.34	25.33%
汽车零部件	3,406.50	11.99%	15,739.85	21.83%	12,915.69	26.93%
其他零部件	1,269.43	33.18%	4,457.27	31.52%	2,151.70	38.34%
合计	17,290.50	25.71%	70,808.17	28.21%	53,687.92	32.90%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、园林机械零部件产品板块

公司园林机械零部件产品仍以汽油驱动的传统机械类产品为主，2021年承接来自部分其他国家的订单，产品产销量均实现增长，但需关注园林机械的电动化对公司现有产品结构可能带来的不利影响

跟踪期以来，公司仍主要为园林机械主机厂提供零部件，主要产品以汽油驱动的传统机械类产品为主，包括点火器、飞轮和汽缸等，广泛用于割草机、油锯、绿篱机等园林器械。公司绝大部分产品为以OEM的方式为客户提供贴牌生产的非标准件。

2021年公司点火器、飞轮和汽缸的产能均较上年有所增加，且产能利用率处于高位，主要系2021年部分发展中国家产能供给仍然不稳定，全球市场对国内制造业产业链依赖度提升，订单持续增长。另一方面，公司2020年产销量，整体库存水平不高，故2021年园林机械零部件产能利用率仍处高位，公司两年来均处于产能偏紧状态。2022年以来，其他国家产能逐步恢复加之国内疫情局部爆发，物流不畅，对行业供应链产生扰动，公司一季度整体产能利用率有所降低，其中汽缸订单受核心客户预期偏弱影响有所下降，公司减少排产，预计2022年上半年业绩可能承压。

表4 公司园林机械零部件主要产品生产情况（单位：万件）

主要产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
点火器	产能	155.00	620.00	575.00
	产量	152.41	693.15	633.69
	产能利用率	98.33%	111.80%	110.21%
飞轮	产能	210.00	864.00	821.00
	产量	231.54	941.28	892.54
	产能利用率	110.26%	108.94%	108.71%
汽缸	产能	32.00	146.00	92.00
	产量	13.15	155.03	94.80
	产能利用率	41.09%	106.18%	103.04%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前产品的下游应用主要为汽油驱动，故生产的零部件基本皆为汽油机械零部件。相较而言，电动产品因其噪音小、环保、重量轻等优点，可能成为未来园林机械发展的一种趋势，因电机结构与汽油机结构存在差异，零部件差异较大，故电动化趋势将会对目前公司的产品结构形成冲击。公司为应对可能出现的电动化趋势，参与设立了绍兴上虞锋龙园股权投资合伙企业（有限合伙）和战略投资宁波市德霖机械有限公司，投资布局智能及电动园林机械产品，但仍需持续关注技术变革对公司带来的不利影响。

园林机械零部件核心客户为业内龙头企业，合作关系稳定，但客户集中度较高；海外市场占比仍较高，面临汇率波动和贸易政策变动的的影响

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

2021年受益于国内疫情有效控制，产业供应链平稳有序，公司订单承接量持续增长。园林机械主要产品销量均较上年有所增加，点火器、飞轮和汽缸销量分别同比增长17.30%、6.83%和51.17%，均价较上年波动不大。

表5 公司园林机械零部件主要产品销售情况（单位：万元、万件、元/件）

主要产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
点火器	销量	158.18	700.83	597.48
	产销率	103.79%	101.11%	94.29%
	销售收入	2,929.00	11,518.18	9,537.22
	均价	18.52	16.44	15.96
飞轮	销量	220.02	943.30	882.99
	产销率	95.02%	100.21%	98.93%
	销售收入	3,693.21	13,838.99	11,561.01

汽缸	均价	16.79	14.67	13.09
	销量	19.87	135.63	89.72
	产销率	151.10%	87.49%	94.64%
	销售收入	530.31	3,421.33	2,486.54
	均价	26.69	25.23	27.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户情况来看，2021年公司主要客户包括MTD、TTI、HUSQVARNA、STIHL等园林机械主机厂，以欧美市场为主，基本对业内龙头厂商形成覆盖。公司客户资质情况整体较好，与其合作关系保持稳定，回款风险不大，未来业务收入有一定保障。但2021年公司园林机械零部件前五大客户营收占该业务总收入的比例为75.92%，集中度仍很高，若未来主要客户需求发生变化，对公司业务将有一定扰动。

此外，公司虽为以OEM生产模式为主的园林机械零部件代工厂商，但公司进入行业时间较长，积累经验较多，能够参与部分客户产品标准的制定。故公司在行业内仍具有一定竞争力，面对下游客户时，公司亦具备一定议价能力。

表6 公司园林机械零部件前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	产品类型	销售收入	占园林机械零部件总收入的比例
2021年	第一大客户	点火器、飞轮、汽缸等	7,655.63	23.04%
	第二大客户	点火器、飞轮等	5,607.23	16.87%
	第三大客户	点火器、飞轮、汽缸等	4,607.05	13.86%
	第四大客户	点火器、飞轮、汽缸等	4,267.60	12.84%
	第五大客户	飞轮等	3,088.01	9.29%
	合计	-	25,225.52	75.92%
2020年	第一大客户	点火器、飞轮、汽缸等	5,608.36	21.61%
	第二大客户	点火器、飞轮、汽缸等	5,129.17	19.76%
	第三大客户	点火器、飞轮等	3,664.99	14.12%
	第四大客户	点火器、飞轮、汽缸等	3,386.87	13.05%
	第五大客户	飞轮等	2,652.25	10.22%
	合计	-	20,441.63	78.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司园林机械产品终端客户所在地仍以欧美为主，公司近年逐步加大同海外客户位于中国的子公司的交易量，带动2021年外销占比同比下降5.10个百分点，也在一定程度上减弱了汇率波动和贸易政策变化带来的影响。公司仍有一定规模的园林机械业务外销收入，外销产品基本以外币结算，账期仍为60-90天，其中北美市场占比较大，因此需关注贸易摩擦对公司业务经营的影响和人民币汇率波动对公司盈利能力的影响。

表7 公司园林机械零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
----	-----------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	5,218.07	61.60%	17,667.09	53.17%	15,122.52	58.27%
国内	3,252.52	38.40%	15,561.21	46.83%	10,829.67	41.73%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、液压零部件产品板块

2021年受益于工程机械海外销售高速增长，公司液压零部件营收规模持续扩张；公司产品以高端液压零部件为主，市场前景广阔，但部分生产用配件仍需进口，若未来进口受限则可能会对公司正常生产造成一定影响

公司液压零部件业务板块仍由杜商精机运营，产品主要包括各类精密液压阀组件、液压泵和泵马达等应用于工程机械的核心部件。细分来看，液压阀是公司的主要产品，包括电磁阀、溢流阀、单向阀、阀组等，具体分为液压阀零件和液压阀组件，相较单件，组件的价格与毛利更高。

2021年为满足受疫情影响导致的国际产能缺口，中国工程机械出口额达340亿美元，同比增长62.78%。公司主要同海外客户的境内子公司进行交易，由于产品终端用户主要位于海外，在此带动下，公司液压阀零件和液压阀组件产量同比增长49.11%和77.17%，且均处于超负荷生产状态。2022年一季度受疫情影响，长三角地区物流不畅，致使公司部分进口零部件和外协加工件流转出现一定困难，部分产品排产受到影响，以致产能利用率短期大幅下降。此外，公司液压零部件产品以高端产品为主，在获得卡特彼勒、博世等工程机械及液压系统全球龙头企业认可的基础上，亦逐步推动国内液压零部件领域“进口替代”进程，同国内供应商加深合作，提升市场份额。随着锋龙转债募投项目新增年产325万套液压零部件项目的产能逐步释放，预计能够为公司贡献可观的收入。

需关注到用于生产液压组件的部分零配件，目前国内暂未有合格技术供应商，几乎全部依赖进口，若未来相应零件的进口受到限制，预计会对公司的正常生产造成一定程度的负面影响。

表8 公司液压阀类产品生产情况（单位：万套）

产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
液压阀零件	产能	69.00	250.00	203.00
	产量	42.74	298.59	200.25
	其中：用于直接销售部分	18.97	80.00	58.65
	用于进一步生产组装部分	23.77	218.59	141.60
	产能利用率	61.94%	119.44%	98.65%
液压阀组件	产能	29.00	95.00	62.00
	产量	18.40	111.14	62.73
	产能利用率	63.45%	116.99%	101.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司液压零部件业务核心客户稳定、资质好，但客户集中度很高；国内市场未来发展空间较大，公司有望从中获益

从销量来看，2021年公司受益于工程机械海外销量高增，直接提升了对液压泵、阀的关键零部件的需求，2021年公司液压阀零件和液压阀组件销量同比增长49.26%和69.86%。此外，公司调整产品结构，毛利较高的液压阀组件销售收入占主营业务收入的比重持续上升，增厚业务利润水平，在2021年原材料价格大幅上涨的压力下，依然维持了不低于上年的毛利率。国内市场方面，考虑到液压零部件精密程度要求较高，国内如徐工机械、三一重工等工程机械巨头的液压零部件基本依赖进口，而贸易摩擦及地缘政治风险亦加速了国产替代进程。公司作为掌握较高生产水平及工艺技术的液压零部件生产商，若是国内工厂机械设备厂商对公司的自有品牌开放供应商准入体系，预计未来液压零部件板块的市场空间将会得到拓展，有望从中获益。但仍需关注到，2021年下半年基建及地产投资增速下行，下游购机积极性减退，尤其2022年以来受国内疫情局部爆发影响，开工率及行业需求持续疲软，液压零部件作为工程机械上游行业，受挖掘机销量下行影响，亦需求疲软，短期内公司客户需求可能承压。

表9 公司液压阀类产品产销情况（单位：万元、万套、元/套）

产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年
液压阀零件	销量	15.38	77.93	52.21
	产销率	81.08%	97.41%	89.02%
	销售收入	372.97	2,447.06	1,580.20
	均价	24.25	31.40	30.27
液压阀组件	销量	18.41	105.38	62.04
	产销率	100.05%	94.82%	98.90%
	销售收入	3,262.81	12,806.06	9,894.76
	均价	177.23	121.52	159.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

卡特彼勒集团、博世集团等国际工程机械巨头是公司的主要客户，整体客户资质好，且与公司合作稳定，未来订单有一定保障。2021年公司对卡特彼勒集团销售额占液压零部件板块总体收入的57.61%，前五大客户销售收入占液压零部件总收入的90.92%，客户集中度进一步提高。若核心客户需求或是合作意向发生变化，将对公司业务带来一定的风险。

表10 公司液压零部件前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	产品类型	销售收入	占液压零部件总收入的比例
2021年	第一大客户	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	10,013.56	57.61%
	第二大客户	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	2,248.12	12.93%
	第三大客户	液压阀组件	1,319.98	7.59%
	第四大客户	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	1,263.15	7.27%
	第五大客户	液压阀零件、液压阀组件	959.56	5.52%

	合计	-	15,804.36	90.92%
2020年	第一大客户	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	7,280.12	57.47%
	第二大客户	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	1,697.07	13.40%
	第三大客户	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	1,127.62	8.90%
	第四大客户	液压阀零件、液压阀组件、其他液压件	712.78	5.63%
	第五大客户	液压阀零件、液压阀组件	543.01	4.29%
	合计	-	11,360.60	89.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

表11 公司液压零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	1,107.87	26.73%	4,819.19	27.72%	2,795.49	22.07%
国内	3,036.12	73.27%	12,563.56	72.28%	9,872.85	77.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、汽车零部件产品板块

公司汽车零部件业务下游客户主要为商用车厂，2021年下游市场需求相对低迷；汽车零部件业务同样面临客户集中度高和汇率波动的风险

公司汽车零部件产品主要包括制动系统、传动系统、调温系统的零部件以及新能源汽车零部件等，产品类型包括汽车铝压铸件和精密铁制零部件，下游客户主要为商用车厂和新能源车企。跟踪期内公司实现了新能源汽车领域零跑等客户的放量供应。2021年商用车市场受基建投资增速下行叠加“国六”排放标准下的更新换代高峰退坡，需求低迷，受此影响公司汽车铝压铸零部件销量有所下滑。2022年一季度商用车市场需求持续低迷叠加国内疫情对汽车供应链有所扰动，公司排产节奏受客户订单下滑影响有所放缓，致使产能利用率下降。

表12 公司汽车铝压铸零部件销售情况（单位：万元、万件、元/件）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
销量	211.61	890.34	955.01
产销率	88.45%	86.36%	100.71%
销售收入	1,918.89	8,921.24	9,276.78
均价	9.07	10.02	9.71
产能	356.00	1,204.00	1,177.00
产量	239.23	1,030.98	948.31
产能利用率	67.20%	85.63%	80.57%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户群体总体而言较为稳定，Dayco、克诺尔集团、东风富士汤姆森等资质较好的客户为公司汽车零部件销售收入的主要来源。从客户集中度来看，汽车零部件业务来自前五大客户的销售收入占比很高，2021年集中度有所下降，但占该业务总额的比例仍高达78.59%。公司汽车零部件业务亦面临客户需求变化的风险。此外，公司身为二级汽车零部件供应商，对下游客户议价能力不强，从而在上游原材料及人力成本波动时，难以有效将成本进行转嫁，故板块盈利能力易产生波动。

表13 公司汽车零部件前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	产品类型	销售收入	占汽车零部件总收入的比例
2021年	第一大客户	汽车铝铸件、其他汽车件	4,354.38	27.66%
	第二大客户	汽车铝铸件、其他汽车件	2,898.14	18.41%
	第三大客户	其他汽车件	2,231.81	14.18%
	第四大客户	其他汽车件	1,462.34	9.29%
	第五大客户	汽车铝铸件、其他汽车件	1,423.51	9.04%
	合计		12,370.18	78.59%
2020年	第一大客户	汽车铝铸件、其他汽车件	4,424.85	34.26%
	第二大客户	汽车铝铸件、其他汽车件	4,102.38	31.76%
	第三大客户	汽车铝铸件、其他汽车件	1,272.98	9.86%
	第四大客户	其他汽车件	915.03	7.08%
	第五大客户	其他汽车件	639.51	4.95%
	合计	-	11,354.75	87.91%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，2021年公司汽车零部件业务内外销基本持平。外销部分的收入以外币进行结算，需关注汇率波动对盈利的影响。

表14 公司汽车零部件业务销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国外	2,012.44	59.08%	7,860.51	49.94%	5,242.53	40.59%
国内	1,394.06	40.92%	7,879.34	50.06%	7,673.16	59.41%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产成本中原材料占比仍较大，主要为市场定价的大宗商品，公司为价格接受者，2021年原材料价格上涨较快，对公司利润空间有所侵蚀

公司三大业务板块中，直接材料均为生产成本的主要部分。其中，园林机械零部件业务的主要原材料包括铝材、漆包线和冲压件等；液压零部件业务的主要原材料为钢材和液压阀等零配件；汽车零部件业务的主要原材料为铝材和钢材。综合来看，在公司的直接原材料成本构成中，铝锭和液压零配件是最主要的构成部分。其中，铝锭为大宗商品，2021年公司购买铝锭的平均成本均大幅上涨，对公司利润空

间有所侵蚀；液压零配件中部分配件仍需进口，若未来相应零件的进口受到限制，预计会对公司的正常生产造成一定程度的负面影响。

表15 公司生产成本的构成情况（单位：万元）

业务板块	项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
园林机械零部件	直接材料	4,264.04	72.04%	15,872.83	70.54%	10,738.53	67.96%
	直接人工	712.40	12.04%	3,121.64	13.87%	2,400.05	15.19%
	制造费用	942.47	15.92%	3,507.83	15.59%	2,661.56	16.85%
	合计	5,918.91	100.00%	22,502.30	100.00%	15,800.15	100.00%
汽车零部件	直接材料	2,049.51	68.36%	8,061.17	65.52%	5,415.55	57.38%
	直接人工	311.44	10.39%	1,606.04	13.05%	1,312.88	13.91%
	制造费用	637.16	21.25%	2,637.04	21.43%	2,708.92	28.70%
	合计	2,998.11	100.00%	12,304.25	100.00%	9,437.35	100.00%
液压零部件	直接材料	2,099.88	68.19%	8,910.58	68.66%	6,243.17	66.00%
	直接人工	152.04	4.94%	635.34	4.90%	478.13	5.05%
	制造费用	827.51	26.87%	3,431.06	26.44%	2,738.48	28.95%
	合计	3,079.44	100.00%	12,976.98	100.00%	9,459.78	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表16 公司采购的主要原材料（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	采购量	采购额	采购量	采购额	采购量	采购额
铝材（万千克）	150.40	2,821.36	722.00	11,959.36	555.67	6,833.75
液压零配件	264.89	1,540.80	1,692.71	8,756.17	885.26	5,943.98
电子元器件	3,240.32	685.81	23,222.04	3,357.94	23,753.15	2,393.52
钢材类	151.51	864.36	299.31	2,026.08	272.71	1,454.29
冲压件	1,221.74	435.49	3,515.85	1,552.43	3,515.66	1,348.57
漆包线（万千克）	4.28	334.86	18.04	1,362.94	14.82	908.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购以现汇为主要付款方式，另有部分银行承兑汇票，账期一般为2-3个月。2021年公司与上游主要供应商保持稳定的合作关系，前五大供应商集中度同比上年基本持平，且集中度不高。公司主要原材料以铝材为主，属于大宗商品，短缺风险不大。

表17 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占采购总额的比例
2021年	兰溪市博远金属有限公司	4,843.21	9.97%
	杜商机械（东莞）有限公司	3,372.09	6.94%
	顺博合金江苏有限公司	2,312.10	4.76%

2020年	怡球金属资源再生（中国）股份有限公司	1,563.16	3.22%
	卡特彼勒（苏州）物流有限公司	1,511.62	3.11%
	合计	13,602.17	28.00%
	顺博合金江苏有限公司	2,579.55	8.57%
	苏州崇和金属有限公司	2,277.52	7.57%
	杜商机械（东莞）有限公司	1,509.23	5.02%
	兰溪市博远金属有限公司	1,123.16	3.73%
	卡特彼勒（苏州）物流有限公司	1,078.02	3.58%
	合计	8,567.47	28.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司完成对杜商精机剩余49%股权的收购，商誉减值风险不大

公司在2019年收购杜商精机51%股权的基础上，于2021年7月进一步与其原股东签订了剩余49%的股权转让协议，完成了100%的股权收购。杜商精机为国内液压零部件领域的技术领先厂商，2021年实现扣非后净利润3,077.60万元，完成2021年预测盈利的205.17%，连续三年完成收购51%控股权时约定的全部业绩对赌指标，商誉减值风险不大。

2021年公司研发投入持续增加，产能仍处于产能扩张阶段，需关注在建项目完工投产后的产能消化情况

2021年公司研发费用支出达4,377.44万元，同比增长32.79%，占营收的比重为6.08%。研发项目主要为电控类产品和新能源汽车产品的量产与试产，包括能实现点火角度精确控制的高精度磁电机、挖掘机专用平衡制动阀的开发以及新能源汽车控制器等，以优化产品结构，提升产品核心竞争力。

为满足下游客户需求增长，2021年公司仍处于产能扩张阶段。跟踪期内公司对园林机械零部件产能基于募投项目将继续增加。公司2019年收购杜商精机后，新增液压零部件板块，为抓住进口替代背景下的国内增长需求，发行锋龙转债募集资金用于投资建设年产325万套液压零部件项目，项目总投资21,927.34万元。截至2022年3月末，公司在建项目未来尚需投资金额22,087.03万元。公司近年收入规模持续增长，下游需求尚可且客户资质好，但仍需关注政策变动、下游行业的运行情况对公司产能利用率造成的可能影响，持续关注未来在建项目投产后的产能消化情况。

表18 截至2022年3月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间
浙江锋龙电气股份有限公司研发中心新建项目	3,987.65	2,248.81	2023年4月30日
浙江锋龙电气股份有限公司年产1,600万件园林机械关键零部件新建项目	12,371.19	6,457.83	2023年4月30日
年产325万套液压零部件项目	21,927.34	7,492.51	2024年1月31日
合计	38,286.18	16,199.15	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020-2021年公司合并报表范围均无变化。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，现金类资产占比较高，存货大幅增长但滞销风险低，整体流动性较好

2021年随着公司现金类资产、存货和在建项目投入增加，总资产规模增至12.60亿元，同比增长33.55%。从资产构成来看，2021年末流动资产仍为主要构成，较上年变动不大。

截至2021年末，公司流动资产中主要构成为现金类资产，包括货币资金和理财产品，两者合计3.73亿元，占总资产的比重为29.59%，其中银行承兑汇票保证金为0.06亿元，受限规模较小，流动性较为充裕。随着公司营收规模增长，2021年应收账款略有增加，前五大应收对象均为同公司具有稳定合作关系的行业龙头企业，包括Caterpillar、Global Sales Group、MTD等，考虑公司客户整体资质较好，经营实力相对较强，且账期基本都在一年以内，整体风险相对可控。公司存货主要由原材料及库存商品构成，2021年规模大幅增长，主要系公司增加备货、以及随着营收规模增长，生产所需的原材料需求量增大，叠加当期原材料价格大幅上涨所致；此外，2021年末公司生产基地受疫情影响短时封闭，导致商品出货不畅，亦对年末库存商品账面价值有一定扰动。但考虑到公司存货基本都有订单保障，滞销风险较低。

表19 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,589.38	13.17%	13,486.47	10.70%	13,936.70	14.77%
交易性金融资产	17,600.00	13.97%	23,800.00	18.89%	4,010.00	4.25%
应收账款	17,977.32	14.27%	17,641.93	14.00%	15,031.58	15.93%
存货	22,659.91	17.98%	22,028.81	17.48%	13,784.02	14.61%
流动资产合计	78,981.10	62.68%	81,172.27	64.41%	61,756.83	65.45%
固定资产	18,796.66	14.92%	19,119.45	15.17%	17,849.18	18.92%
在建工程	14,812.22	11.76%	12,229.09	9.70%	3,055.99	3.24%
非流动资产合计	47,019.65	37.32%	44,842.40	35.59%	32,599.88	34.55%
资产总计	126,000.74	100.00%	126,014.68	100.00%	94,356.71	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司固定资产主要为设备和厂房，本期新增年产1,800万件汽车精密铝压铸零部件项目完工转固，账面价值小幅增加。其中用于银行借款抵押的受限规模为0.28亿元，占固定资产账面价值的

14.66%。随着公司锋龙转债募投项目及年产 1600 万件园林机械关键零部件项目继续投入，2021 年在建工程账面价值同比持续增长。

公司资产主要以现金类资产、存货和应收账款为主。其中，公司客户资质整体较好，应收账款账期短，整体回收风险不大；存货基本有订单相对应，滞销风险较低。截至 2021 年末，公司受限资产合计 0.45 亿元，规模较小。整体来看，公司资产流动性较好。

盈利能力

2021年公司承接国外转移订单带动营业收入持续增长，但原材料价格上涨过快，对公司利润空间有所侵蚀，盈利能力有所下降

2021年公司园林机械零部件、液压零部件和汽车零部件三大业务板块营业收入均保持增长，一方面受益于2021年国内疫情控制及时有效，生产节奏平稳有序，国内制造业企业承接部分来自其他国家的订单，带动公司园林机械零部件和液压零部件产销量和营业收入增长；另一方面系公司个别客户订单放量，带动公司汽车零部件收入增长。整体来看，公司园林机械零部件和汽车零部件业务同客户合作稳定，产品变化不大，经营相对稳定；液压零部件业务具有行业领先的技术优势，有望在国产替代进程加速的背景下，扩大国内市场份额，成为公司未来收入的增长点。此外，公司收入来自海外客户的比重较大，汇率波动和贸易政策变动均为潜在风险，目前公司以增加同海外客户在国内的子公司进行交易合作，并以人民币作为结算货币来减弱风险。

利润水平方面，2021年公司销售毛利率同比下滑4.87个百分点，EBITDA利润率和总资产回报率均较上年降低，盈利能力有所下降，主要系2021年受宏观经济和地缘政治等因素叠加影响，原材料价格居高不下，对公司三大业务的利润空间均有所侵蚀。公司完成对杜商精机的收购后，液压零部件业务产品结构逐步优化，以高端件为主，具有一定的市场认可度，该板块预计未来毛利水平存在一定的支撑。

图 7 公司收入及利润情况（单位：万元）

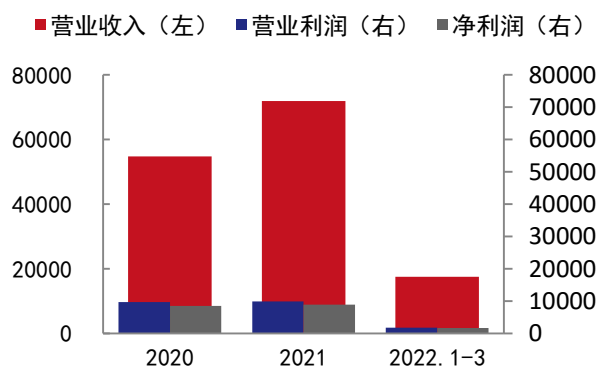
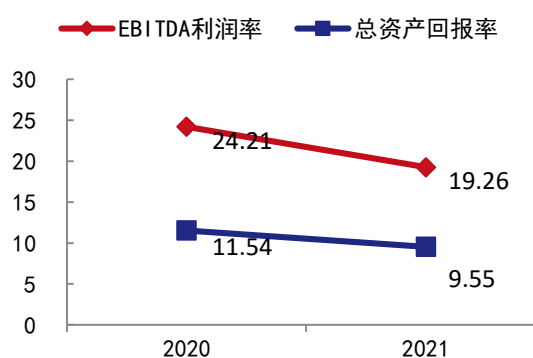


图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

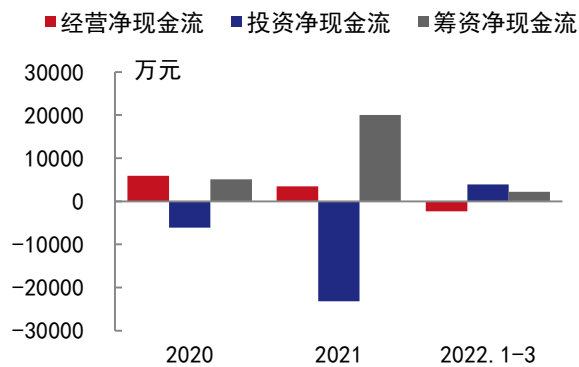
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务获现能力较好，需关注公司经营现金流与资本支出的平衡压力

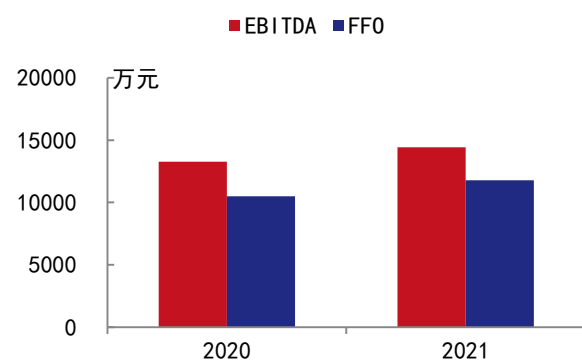
公司经营业务获现能力较好，2021年营收规模持续增长，但经营活动净现金流同比有所下滑。主要系公司利润水平有所下滑，且受疫情影响增加库存备货，造成经营活动现金流出大幅增加所致。从营运现金流来看，公司2021年EBITDA保持增长，带动FFO小幅增加，营运活动现金生成能力尚可。从投资活动现金流来看，2021年公司除购买理财产品资金有所增加外，资本支出规模亦处于高位，需关注公司经营现金流与资本支出的平衡压力。2021年随着锋龙转债募集资金到账与借款增加，公司筹资活动现金流大幅增长。

图 9 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况

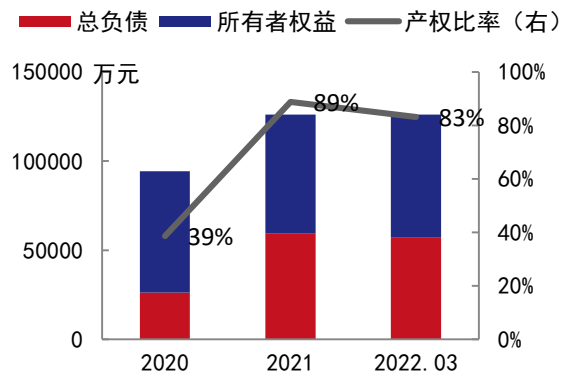


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

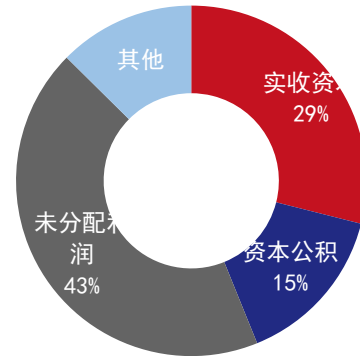
资本结构与偿债能力

公司债务规模扩张较快，偿债压力有所增加，但仍然可控

随着公司锋龙转债募集资金到账和借款规模增加，截至2021年末，公司总负债5.92亿元，同比大幅增长125.10%，债务规模扩张较快。随着公司经营积累，公司盈余公积和未分配利润小幅增长，带动公司归母所有者权益同比增长11.32%至6.68亿元。综合影响下，2021年末公司产权比率升至88.74%，所有者权益对负债的保障程度有所降低，但保障程度尚可。

图 11 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

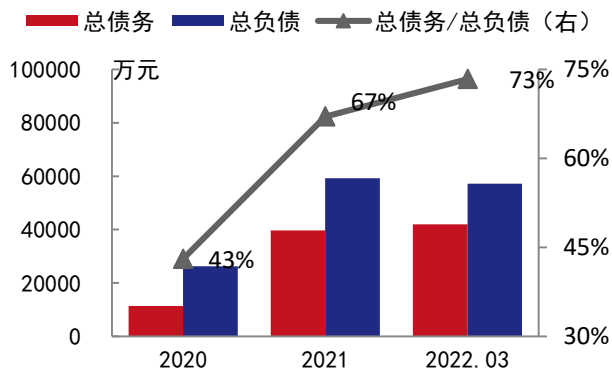
随着营收规模增长，2021 年公司增加用于日常营运资金的短期借款，主要为信用借款、附追索权的票据贴现和信用证贴现。公司应付账款主要为应付材料款、设备款和运输、能源费等，随着订单增加亦有所增长。为支付杜商精机 49% 股权收购款，2021 年公司新增长期借款 0.55 亿元，发行锋龙转债募集资金 2.45 亿元，经过溢折价摊销和部分转股后，2021 年末应付债券账面价值为 1.88 亿元。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

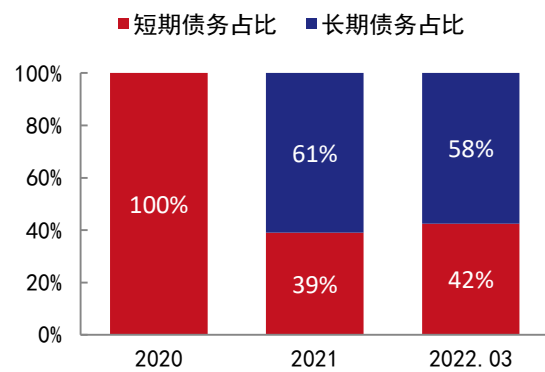
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15,312.67	26.77%	12,680.82	21.40%	8,794.27	33.44%
应付账款	10,019.09	17.52%	13,837.91	23.36%	11,525.18	43.82%
流动负债合计	32,245.28	56.38%	34,206.78	57.73%	25,581.85	97.27%
长期借款	5,095.83	8.91%	5,484.38	9.26%	0.00	0.00%
应付债券	19,061.46	33.33%	18,751.86	31.65%	0.00	0.00%
非流动负债合计	24,946.62	43.62%	25,041.24	42.27%	718.25	2.73%
负债合计	57,191.90	100.00%	59,248.02	100.00%	26,300.10	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至 2021 年末，公司总债务规模为 3.97 亿元，较上年增长 251.33%，占当年总负债的 67.06%，债务压力有所增加。2021 年随着公司发行锋龙转债并增加银行长期借款，债务结构改善。

图 13 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

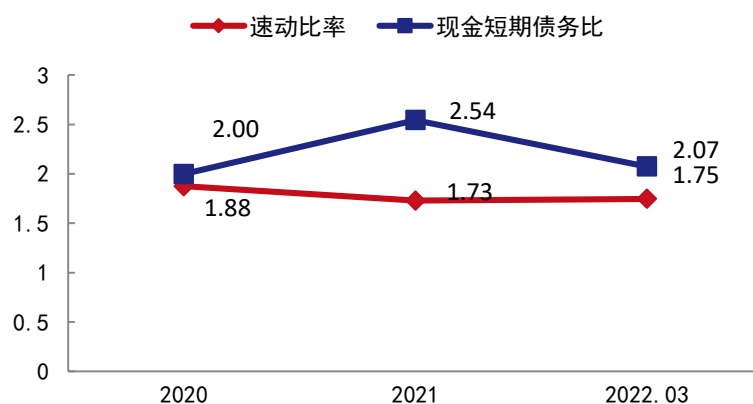
2021 年随着公司发行债券和增加借款规模，资产负债率大幅上升。公司 EBITDA 利息保障倍数明显下降，但对债务的保障程度仍较高，整体偿债能力尚可。2021 年公司净债务由负转正，盈余现金对债务的保障程度有所降低。

表 21 公司杠杆状况指标

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	45.39%	47.02%	27.87%
净债务/EBITDA	-	0.15	-0.76
EBITDA 利息保障倍数	-	8.58	46.19
总债务/总资本	37.89%	37.31%	14.27%
FFO/净债务	-	555.40%	-104.19%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，2021 年公司现金类资产和短期债务均大幅增加，综合影响下现金短期债务比较上年略有上升。公司速动比率和现金短期债务比仍处于较高水平，对短期债务的保障程度尚可。

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月27日），公司本部及其控股股东均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

2022年5月，公司收到绍兴市上虞区人民法院送达的《民事起诉状》、《传票》等法律文书，公司原股东应明哲作为原告，对公司提起诉讼，请求确认公司于2010年8月作出的《绍兴锋龙电机有限公司董事会决议》无效并由公司承担案件诉讼费用，原告认为决议将原告持有的30.03%公司股权转让给第三方香港东纬有限公司无效，该决议非原告签名，原告对此也不知情。上述案件已于2022年5月20日立案，目前尚未开庭审理，需关注该案件对公司股权结构和日常经营造成的可能影响。

八、债券偿还保障分析

诚锋实业提供的股票质押为锋龙转债本金的偿还了提供了一定保障

诚锋实业作为出质人将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，以保障锋龙转债的本息按照约定如期足额兑付。根据西南证券股份有限公司（以下简称“西南证券”）与诚锋实业签订的《浙江锋龙电气股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），诚锋实业将持有的锋龙股份市值为3.43亿元的限售股份（以下简称“质押股票”）为锋龙转债提供担保。在办理初始股票质押手续时，出质股份为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的诚锋实业持有的锋

龙股份市值为3.43亿元的股份，质押担保范围为公司因发行锋龙转债所产生的全部债务，包括但不限于主债权（可转债的本金及利息）、公司违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用，期限为至公司履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

同时，双方在质押合同中约定，在合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于锋龙转债尚未偿还本息总额的120%，西南证券有权要求诚锋实业在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与锋龙转债未偿还本息总额的比率高于140%。在出现上述须追加担保物情形时，诚锋实业应追加提供相应数额的公司人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。截至2022年6月7日，诚锋实业质押股票的市场价值已超过连续30个交易日持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%。截至2022年6月17日，诚锋实业已按照质押合同约定完成补充质押。如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过锋龙转债尚未偿还本息总额的160%，诚锋实业有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于锋龙转债尚未偿还本息总额的140%。

九、抗风险能力分析

公司三大业务为园林机械零部件、液压零部件和汽车零部件。其中，园林机械零部件终端客户主要来自海外市场，需求较为平稳，2021年国内疫情控制及时有效，生产节奏平稳有序，公司承接部分其他国家的转移订单，实现收入增长；液压零部件下游客户主要来自工程机械等行业，有一定的周期性，2021年挖掘机出口销量增速较高，上游零部件行业充分受益，但需关注2022年工程机械行业景气度的下降压力；汽车零部件业务下游客户主要为商用车市场，亦具有周期性，跟踪期内全国商用车销量较为低迷，对车用零部件需求有所冲击。

公司三大业务的客户资质均较好且粘性较强，跟踪期内公司营收规模有所增长，销售毛利率处于行业平均水平，有一定的竞争优势。跟踪期内公司资产负债率增长较快，总债务及长期债务均有所扩张，偿债压力增加但整体可控。整体而言，公司具备一定的抗风险能力。

十、结论

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

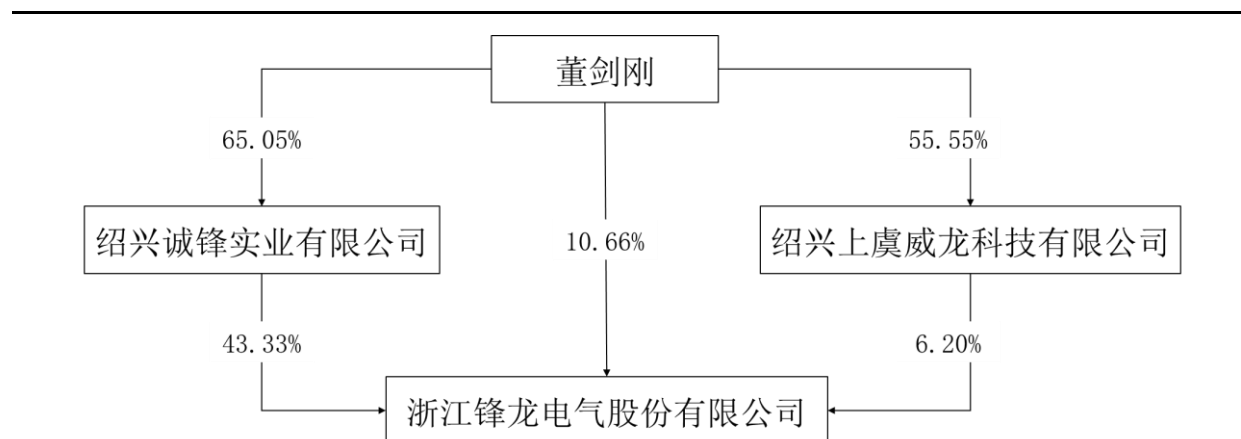
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）（单位：万元）

财务数据（单位：万元）	2022年3月	2021年	2020年
货币资金	16,589.38	13,486.47	13,936.70
交易性金融资产	17,600.00	23,800.00	4,010.00
应收票据	113.06	143.63	0.00
应收账款	17,977.32	17,641.93	15,031.58
存货	22,659.91	22,028.81	13,784.02
流动资产合计	78,981.10	81,172.27	61,756.83
固定资产	18,796.66	19,119.45	17,849.18
在建工程	14,812.22	12,229.09	3,055.99
非流动资产合计	47,019.65	44,842.40	32,599.88
资产总计	126,000.74	126,014.68	94,356.71
短期借款	15,312.67	12,680.82	8,794.27
应付账款	10,019.09	13,837.91	11,525.18
一年内到期的非流动负债	836.14	735.23	0.00
流动负债合计	32,245.28	34,206.78	25,581.85
长期借款	5,095.83	5,484.38	0.00
应付债券	19,061.46	18,751.86	0.00
非流动负债合计	24,946.62	25,041.24	718.25
负债合计	57,191.90	59,248.02	26,300.10
总债务	41,976.58	39,741.60	11,329.18
归属于母公司的所有者权益	68,808.84	66,766.65	59,979.53
营业收入	17,584.36	71,963.87	54,807.97
净利润	1,658.84	8,941.74	8,500.63
经营活动产生的现金流量净额	-2,309.85	3,434.31	5,939.30
投资活动产生的现金流量净额	3,898.75	-23,203.16	-6,117.08
筹资活动产生的现金流量净额	2,187.37	20,044.71	5,138.63
财务指标	2022年3月	2021年	2020年
销售毛利率	24.74%	28.19%	33.06%
EBITDA 利润率	-	19.26%	24.21%
总资产回报率	-	9.55%	11.54%
产权比率	83.12%	88.74%	38.64%
资产负债率	45.39%	47.02%	27.87%
净债务/EBITDA	-	0.15	-0.76
EBITDA 利息保障倍数	-	8.58	46.19
总债务/总资本	37.89%	37.31%	14.27%
FFO/净债务	-	555.40%	-104.19%
速动比率	1.75	1.73	1.88

现金短期债务比	2.07	2.54	2.00
---------	------	------	------

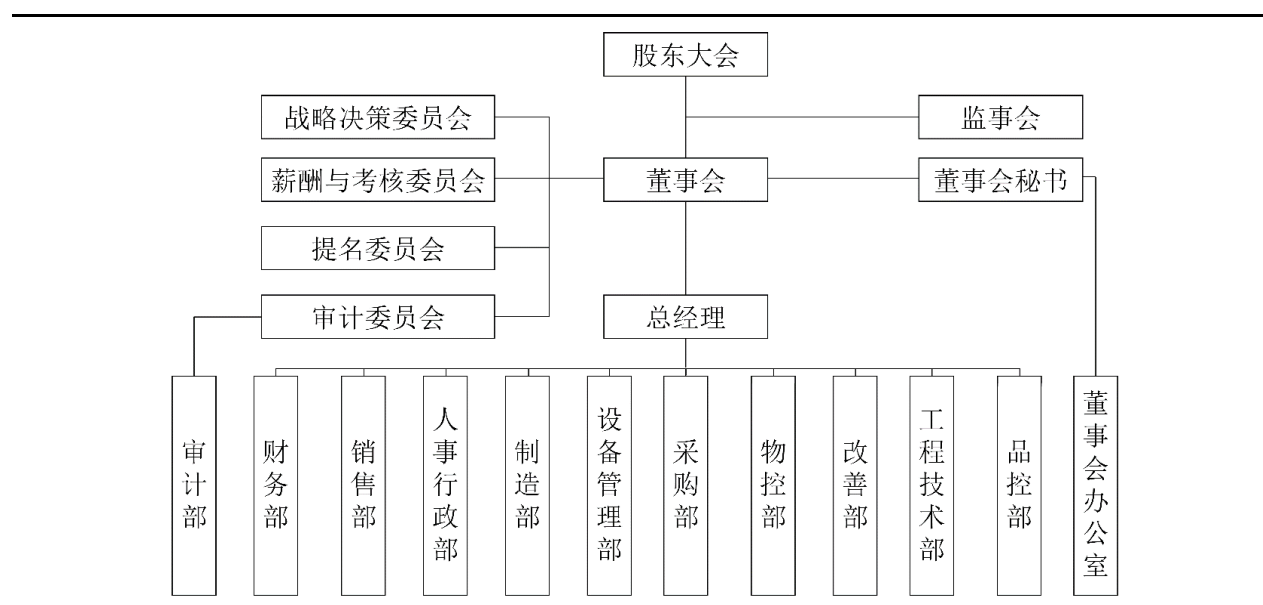
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江昊龙电气有限公司	780 万美元	100.00%	汽车零部件制造
绍兴毅诚电机有限公司	280 万美元	100.00%	机电制造
锋龙电机香港有限公司	490 万美元	100.00%	投资管理
杭州锋龙科技有限公司	1,000 万元	100.00%	研发与服务
杜商精机（嘉兴）有限公司	19,086.68 万元	100.00%	液压零部件制造

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+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	货币资金+交易性金融资产+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+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

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、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。