



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024年跟踪评级报告

评级结果

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

评级观点

本次评级结果是考虑到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）业务条线丰富，客户资质较好，有助于分散经营风险，现金类资产储备相对充裕，能较好覆盖现有债务。但同时中证鹏元也关注到，公司拟进行控股股东和实控人的变更，并对部分主营业务进行置换，需持续关注上述事项进展及其对公司经营的影响；公司客户集中度较高，经营易受主要客户需求及中美贸易摩擦等因素影响；公司产能利用率仍处于相对低位，后续新增产能释放后公司面临一定的产能消化风险；公司收款存在客户以外币支付情形，仍面临一定汇率波动风险。

评级日期

2024年5月23日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	11.02	11.22	11.50	12.60
归母所有者权益	7.66	7.68	7.07	6.68
总债务	2.25	1.99	2.96	3.97
营业收入	1.02	4.33	5.87	7.20
净利润	-0.04	-0.07	0.49	0.89
经营活动现金流净额	-0.14	0.73	1.42	0.34
净债务/EBITDA	--	-2.77	-0.14	0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	2.17	3.83	8.58
总债务/总资本	22.67%	20.60%	29.53%	37.31%
FFO/净债务	--	-6.99%	-458.39%	523.06%
EBITDA 利润率	--	7.88%	12.59%	19.26%
总资产回报率	--	0.10%	4.79%	9.55%
速动比率	2.40	2.23	1.93	1.73
现金短期债务比	4.07	6.24	3.32	2.54
销售毛利率	18.09%	18.73%	22.96%	28.19%
资产负债率	30.49%	31.50%	38.51%	47.02%

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：钟佩佩
zhongpp@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

注：2022年及2023年公司净债务为负。

资料来源：2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司业务条线丰富，客户资质较好，有利于分散经营风险。**公司营收主要来自液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件业务，业务条线丰富；下游客户以卡特彼勒集团、博世力士乐、MTD、STHIL、克诺尔集团、东风等业内龙头企业为主，且公司与其保有长期合作，有助于公司分散经营风险。
- **公司债务规模有所下降，现金类资产相对较为充裕，能较好覆盖总债务。**2023 年公司债务规模继续下降，负债总额为 3.53 亿元，较 2022 年末下降 20.32%，总债务亦降至 1.99 亿元。公司账面现金类资产较为充裕，对总债务的覆盖程度较好，偿债压力可控。

关注

- **公司拟进行控股股东和实控人的变更，并对部分主营业务进行置换。**公司 2024 年 2 月发布公告，提示控股股东绍兴诚锋实业有限公司（以下简称“诚锋实业”）及其一致行动人董剑刚、绍兴上虞威龙科技有限公司（以下简称“威龙科技”）、厉彩霞拟进行股权转让，并置出园林机械零部件业务及相关资产、负债，置入景区管理业务。但上述事项能否顺利实施仍存在不确定性，中证鹏元将持续关注事项进展及其对公司经营和财务等的影响。
- **公司各业务板块的客户集中度均较高且美国客户占比较高，2023 年受前期客户胀库及贸易摩擦等因素影响，主要客户需求持续下滑，导致营收下滑且净利润转负，业绩有所承压。**公司液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件业务板块的前五大客户销售收入占其营收的比重均较高，公司仍面临一定的客户集中度风险。2023 年公司园林机械零部件业务因海外客户因前期备货较多，形成一定程度胀库，叠加贸易摩擦等因素，致公司订单下降；液压零部件和汽车零部件分别受工程机械主机厂和商用车客户需求不振影响，营收均明显下滑；2023 年度公司净利润出现小幅亏损，业绩有所承压。
- **2023 年公司产能利用率仍处于相对低位，后续新增产能释放后公司面临一定的产能消化风险。**2023 年公司液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件业务的产能利用率仍处于相对低位，跟踪期内，随着部分在建工程项目转固，公司资产折旧上升，主营业务销售毛利率持续下滑。此外，公司主要在建项目包括年产 325 万套液压零部件项目，达产后公司产能将进一步提升，面临一定的产能消化风险。
- **公司面临一定汇率波动和贸易政策变化风险。**公司产品外销占营收比重约 35%，外销基本以外币结算，面临一定汇率波动风险。此外，因海外经济环境、国际贸易摩擦和关税政策存在不确定性，易对公司经营造成扰动，且公司部分生产用液压配件仍依赖进口，需关注贸易政策对公司产品竞争力的影响。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务条线丰富，客户资质较好，经营风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	锋龙股份	中坚科技	大叶股份	瑜欣电子
总资产	11.22	9.75	30.96	11.94
营业收入	4.33	6.67	9.28	5.09
营业收入同比增速	-26.22%	30.09%	-36.91%	-9.17%
净利润	-0.07	0.48	-1.75	0.61
资产负债率	31.50%	28.43%	73.57%	22.63%
产权比率	0.46	0.40	2.78	0.29
销售毛利率	18.73%	25.27%	11.46%	26.32%
所有者权益	7.68	6.98	8.18	9.24

注：以上各指标均为 2023 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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A+/稳定	A+/锋龙转债	2023-06-19	朱琳艺、钟佩佩	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
A+/稳定	A+/锋龙转债	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

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	1.73	2023-06-19	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2023年末，锋龙转债募集资金专项账户余额为2,365.78万元。

三、发行主体概况

截至2024年3月末，公司注册资本为1.99亿元，实收资本为2.05亿元。公司控股股东仍为诚锋实业，持股比例为42.13%，其中质押的公司股份为2,200.00万股，占其持有股份数的25.50%；实控人仍为董剑刚先生。截至2023年末，公司实际控制人董剑刚直接和间接持股合计占总股本比例为40.63%，公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司合并报表范围未发生变化。截至2023年末，公司仍主要从事液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件的研发、生产和销售，纳入合并报表范围的子公司合计6家，详见附录四。

值得关注的是，2024年2月，公司发布公告提示控股股东诚锋实业及其一致行动人董剑刚、威龙科技、厉彩霞与浙江顶度云享旅游有限公司（以下简称“顶度云享”）、陈向宏、桐乡欣享企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“桐乡欣享”）签署了股份转让协议，约定诚锋实业向顶度云享、陈向宏及桐乡欣享转让公司合计6,141.13万股股份及对应全部权益，占公司截至2024年1月29日总股本的29.99%。股份转让完成后，顶度云享将成为公司控股股东，陈向宏将成为上市公司实际控制人。协议同时约定，股份转让交割完成后，顶度云享拟发出部分要约收购2,332.26万股股份（占公司总股本的11.39%），诚锋实业、董剑刚、厉彩霞和威龙科技承诺以其届时持有的公司的全部非限售股份有效申报预受要约，并同时承诺放弃其合计持有2,332.26万股股份的表决权且前述放弃行使的表决权在要约收购完成日前始终不恢复。

根据上述协议安排，本次权益变动前后，转让方及收购方在公司所拥有的权益股份情况如下表所示：

表1 股份转让方和收购方变动情况一览

股东	本次权益变动前		本次权益变动完成后（不含表决权放弃）		本次权益变动完成后（含表决权放弃）	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例	表决权数量（万股）	表决权比例
诚锋实业	8,627.93	42.13%	368.45	1.80%	-	-

威龙科技	1,035.66	5.06%	1,035.66	5.06%	-	-
董剑刚	2,123.80	10.37%	2,123.80	10.37%	1,592.85	7.78%
厉彩霞	397.20	1.94%	397.20	1.94%	-	-
转让方合计	12,184.59	59.50%	3,925.11	19.17%	1,592.85	7.78%
顶度云享	-	-	4,022.79	19.65%	4,022.79	19.65%
陈向宏	-	-	1,059.17	5.17%	1,059.17	5.17%
桐乡欣享	-	-	1,059.17	5.17%	1,059.17	5.17%
收购方合计	-	-	6,141.13	29.99%	6,141.13	29.99%
优益增基金	-	-	1,059.17	5.17%	1,059.17	5.17%
金蟾蜍基金	-	-	1,059.17	5.17%	1,059.17	5.17%
其他	8,292.69	40.50%	8,292.69	40.50%	8,292.69	40.50%
合计	20,477.28	100.00%	20,477.28	100.00%	18,145.03	88.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，股权协议转让同时，公司拟以现金方式向顶度旅游有限公司购买其持有的浙江顶度景区管理有限公司（以下简称“顶度景区管理公司”）51%的股权；公司拟向诚锋实业或其指定主体出售园林机械零部件及发电机逆变器零组件业务相关的资产、负债与业务，以此完成资产的置入和置出。

表2 公司拟置入业务和置出业务 2023 年财务数据一览（单位：万元）

业务名称	营业收入	毛利润
拟置出：园林机械零部件业务	12,904.50	2,267.70
拟置入：顶度景区管理公司	19,498.15	10,964.93

资料来源：公司提供，浙江顶度景区管理有限公司未经审计的 2023 年财务报表，中证鹏元整理

上述股权转让及资产置入、置出事项将使公司控股股东及实际控制人发生变化，且公司主营业务亦发生变化，但是否能顺利实施仍存在较大不确定性，中证鹏元将持续关注上述事项的进展及其对公司经营、财务和信用状况等方面的影响。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足、部分行业产能过剩和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

1. 园林机械零部件行业

园林机械行业的下游需求较为稳定，主要市场仍位于海外发达国家，终端市场以家庭园艺消费为主，发展中国家消费场景相对较少，市场空间增长有限；近年欧美地区部分园林机械零售商因前期备货较多，出现产品胀库现象，市场终端需求出现了一定程度放缓，行业收入及利润均有所下滑

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，因园林机械多为消耗品，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，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%，欧美地区居民收入水平更高，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。2022年下半年起，受国际政治

及经济环境变化等因素影响，部分客户提前备货，以致欧美地区出现产品胀库现象，园林机械市场终端需求出现了一定程度放缓。2023年市场需求虽有恢复但整体仍不高，行业收入及利润均有所下滑。

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。

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3 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

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、派尼尔等，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和瑜欣电子等。

表4 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。自2017年8月美国贸易代表宣布对中国启动“301调查”起，美国数次对中国产品加征关税。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。此外，2022年10月美国商务部对中国手持式汽油割草机产品启动反规避调查。在“双反”限制及贸易摩擦持续的政策环境下，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电控模式，而电机所需零部件与内燃机相关零部件不尽相同，预计将会给园林机械主机厂商和配套零部件厂商的竞争格局均带来一定扰动。

2.汽车零部件行业

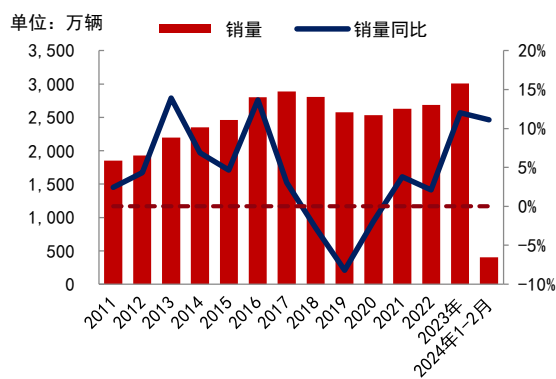
预计 2024 年在国内整车市场需求稳中有增，汽车零部件行业仍将继续受益于汽车出海维持较高景气度和汽车零部件国产替代率逐步提升的双重有利因素，其中新能源汽车零部件产业链需求将更为旺盛；同时需关注 2024 年下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车和新能源车全面掀起降价潮，或对汽车零部件企业盈利形成一定挤压

2023年中国汽车销售市场整体表现良好，在新能源汽车快速增长的带动下全年销量维持较高增速，累计销量 3,009.4 万辆，同比增长 12.00%，自 2021 年以来已连续 3 年实现保持增长趋势，全年销量更创历史新高。

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。2024年3月，国务院发布关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，开展汽车以旧换新。组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，并引导行业有序竞争。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设，利好政策频出。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 2023 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 238 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。同时，预计国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企、部分电动化转型较好且具备综合研发配套能力的零部件企业将继续受益于新能源行业的较高景气度，转型较慢的传统燃油车厂商面临压力，尾部企业开始出清，行业竞争加剧。

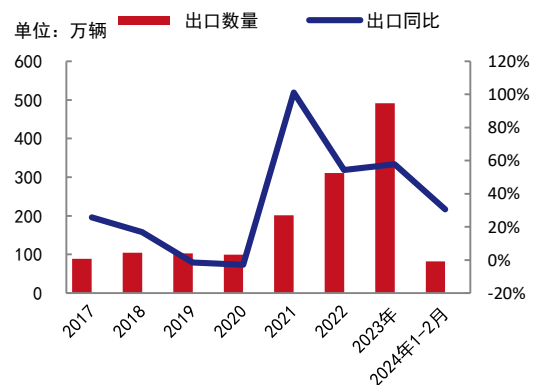
从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，自 2023 年以来，国内汽车市场一轮轮汽车降价浪潮此起彼伏，不仅涉及传统车企，更多造车新势力也纷纷加入其中。究其原因，首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，希冀于加强去库存收拢回现金流改善经营状况；其次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间，在囚徒困境的博弈环境下，其他车企必须纷纷跟随降价销售策略，作为主机厂商的供应商，汽车零部件行业面临的主机厂采购价格压降压力或随之上升。

图 1 2023 年我国汽车销量保持增长



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图 2 汽车出口市场保持较高景气度



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

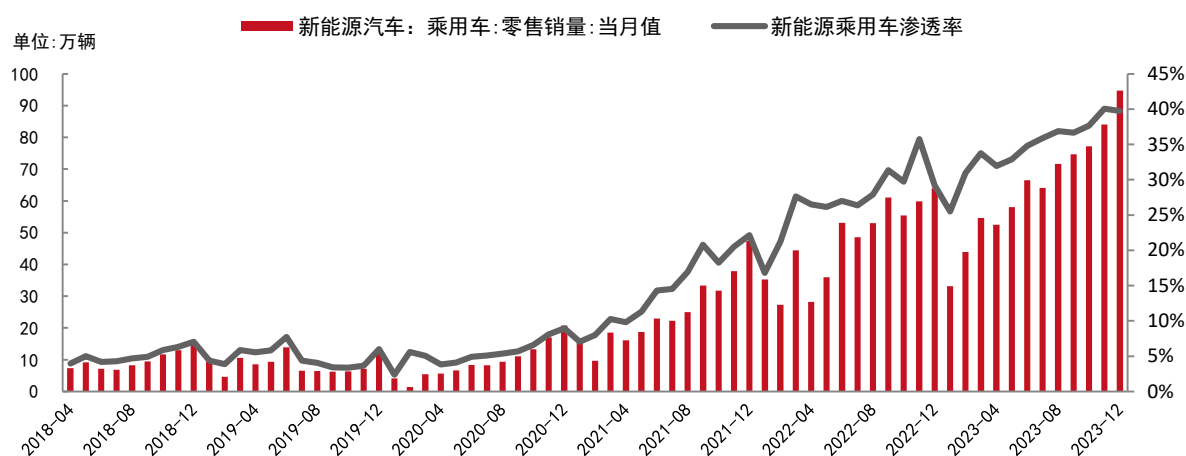
预计 2024 年我国汽车零部件行业将继续受益于自主品牌销量提升带来的国产替代化进程，但行业内部仍将面临一定分化，其中随着新能源汽车市场渗透率不断提高，与新能源汽车相关零部件需求有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于全球领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，部分细分零部件领域的全球市占率有望进一步抬升，但仍需关注海外贸易政策风险

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，2023 年自主品牌销售延续亮眼表现，销量持续高速增长，自主品牌市场份额大幅增至 51.84%，带动国产汽车零部件企业持续受益。但同时也需要关注到，近年来我国自主品牌销量增长的主要贡献因素仍源于新能源汽车市场，新能源汽车零部件供应链布局较早、同自主品牌主机厂商合作稳定、具备技术优势的尤其是国产汽车零部件企业将持续受益，而传统燃油车销售占比的持续下降将使得转型较慢的传统燃油车零部件供应商面临更大的经营压力，预计 2024 年汽车零部件行业内部仍将出现一定分化。

新能源汽车零部件方面，随着消费者对新能源汽车认可度逐步提高，充电桩等配套设施持续完善，主流车企不断加大新能源车型投放力度，汽车智能化程度不断提升，未来国内市场对新能源车的需求仍较好，需求推动已取代政策推动成为刺激新能源车消费的核心动力，预计新能源汽车渗透率和新能源零部件需求均有望进一步提高。

从中期来看，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的趋势愈发明显。长期来看，政府支持新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场渗透率继续扩大仍是必然趋势，新能源汽车零部件需求存在持续支撑。此外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于全球领先地位，国内汽车零部件企业在部分领域技术和成本优势明显，随着海外产能规划建设布局加速，汽车零部件企业有望加快实现部分零部件细分领域的全球化进程，提升全球市场份额。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，但也需要关注海外市场面临的贸易政策风险。

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



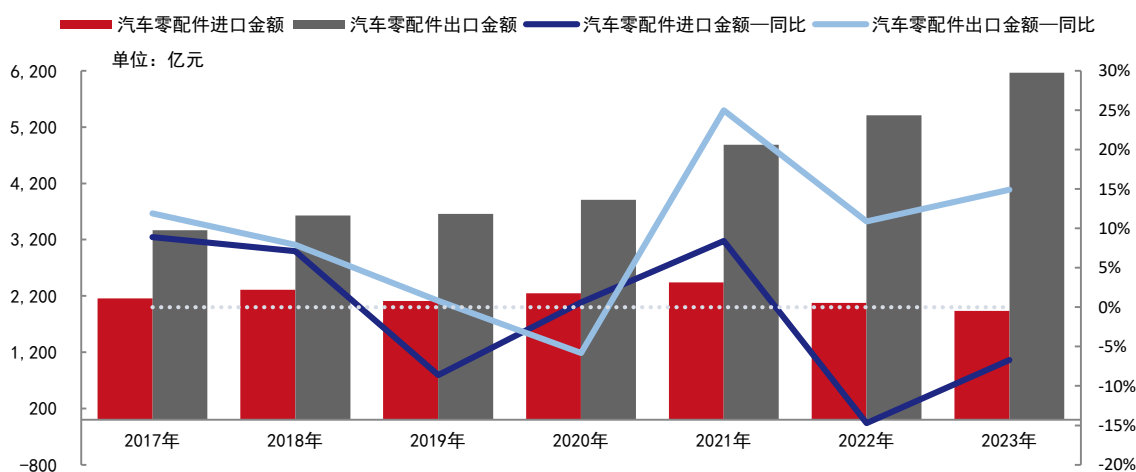
注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

2023 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，尽管 2019-2020 年受中美贸易摩擦等因素影响，我国汽车零部件出口表现较为疲软。2021-2023 年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、国内外新能源汽车渗透率持续提高，中国汽车零部件汽车成本优势愈发凸出，市场消费者认可度逐步提升，新能源汽车正从政策驱动转向消费者需求驱动。2023 年中国汽车零部件出口金额同比增长 14.90%，达到 6,165.86 亿元，续创历史新高。

目前，欧美新能源汽车市场景气度尚可，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，有望拉动汽车零部件行业持续上行，中证鹏元预计 2024 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦等海外不确定性限制因素的存在仍会对我国汽车零部件的进出口产生一定影响，未来需持续关注海外经济和贸易环境改善情况等因素。

图 4 2023 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

3. 液压零部件行业

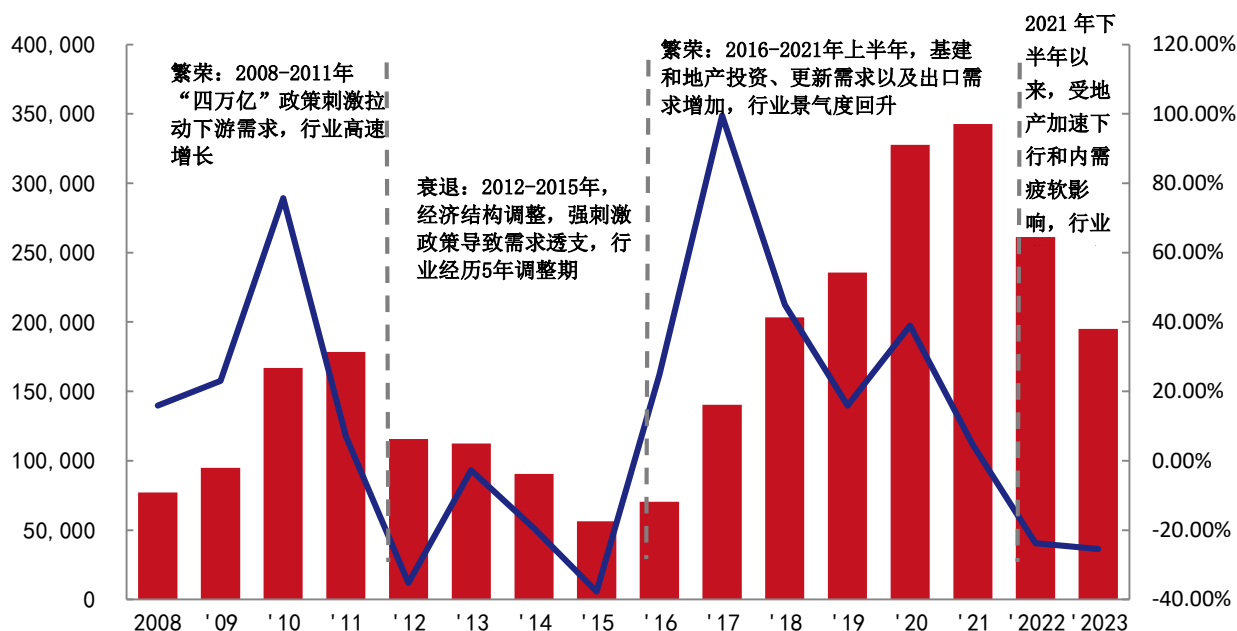
液压零部件广泛应用于工程机械、工业机械、半导体和商用车领域，其中国内市场以工程机械为主要应用领域；随着万亿国债推出及大规模设备更新需求，2024 年工程机械行业有望筑底企稳，液压零部件市场或将受益；目前高端液压件主要依赖进口，未来国产替代市场广阔

液压传动具有重量轻、体积小、运动惯性小、反应速度快等特点，是最重要的传动方式之一。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、液压阀和马达是液压传动的关键零部件。液压产品应用通常可分为行走机械和工业液压，其中行走机械包括工程机械、农业机械和车辆等，工业液压包括航空航天、机床等。美国市场以工程机械和农业机械为主要应用领域，占比分别超过 25% 和 15%，中国市场以工程机械为主要应用领域，占比超过 40%。

从国内液压产品的主要应用领域工程机械行业来看，2023 年行业仍处于下行周期。受制于房地产市场销售端依旧疲软、宏观经济下行压力加大导致国内市场需求减少等影响，2023 年国内工程机械市场依旧低迷。内需方面以核心产品挖掘机销量为例，2023 年 1-12 月，共销售挖掘机 195,018 台，同比下降 25.4%，其中国内销售 89,980 台，同比下降 40.8%。出口方面，在上年出口高基数叠加全球经济放缓、海外供应链恢复等背景下，我国挖掘机出口销量阶段性承压，2023 年工程机械产品出口 485.52 亿美元，同比增长 9.59%，增速较 2022 年下降明显。其中挖掘机 2023 年全年出口 105,038 台，同比下降 4.04%，且下半年以来挖掘机出口增速明显乏力，连续 7 个月出现同比负增长。行业持续低迷导致工程机械企业 2023 年营业收入依旧下滑，降幅为 13.1%，利润总额受 2022 年低基数影响增速超过 25%。值得注意的是，工程机械销量大幅下滑的趋势在近期有所缓解，2023 年 12 月国内挖掘机销量同比增长 24%，是 2021 年 11 月以来增速“首次回正”，2024 年 1-4 月共销售挖掘机 687,86 台，同比下降 9.78%；其中国

内 37,228 台，同比下降 2.9%，相较于 2023 年同期挖掘机整体销量下降 25% 和国内销量下降 43.5%，降幅已大幅收窄。

图 5 近年工程机械行业景气度一览（单位：台）



注：以上数据为代表性产品挖掘机销量和同比增速作为参考。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

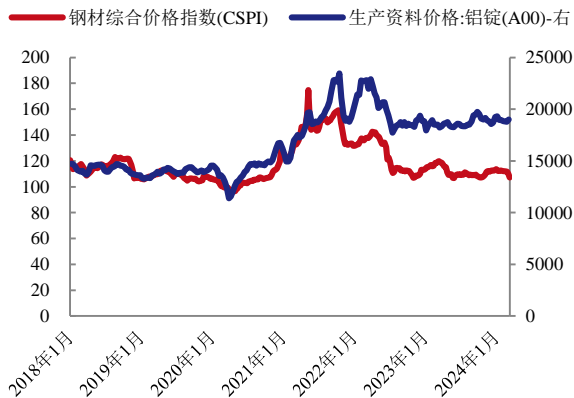
政策助力下 2024 年工程机械更新置换需求有望大幅提升。2024 年 3 月 7 日，国务院印发关于《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，明确有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造，工程机械无疑是最直接的关联行业之一，该政策将推动老旧“国一”、“国二”机型出清，加速存量“国三”切“国四”进程。2024 年 3 月 9 日，工信部等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，提出到 2027 年工业领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，加快淘汰工程机械行业落后低效设备、超期服役老旧设备。2024 年 4 月，住建部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案的通知》，其中针对建筑施工设备，明确要求更新淘汰使用超过 10 年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备（车辆），鼓励更新购置新能源、新技术工程机械设备和智能升降机、建筑机器人等智能建造设备。根据慧聪工程机械网数据，国二标准以下设备（使用年限 10 年以上）挖掘机、装载机、叉车、压路机保有量分别有 38.8 万台、36.2 万台、75.7 万台、3.4 万台，占 2023 年保有量的 19.79%、37.84%、13.35%、23.78%。预计未来有 70%-80% 的老旧设备将被淘汰出清，20%-30% 的老旧设备会产生以旧换新的需求。预计随着大规模设备更新政策落地实施，利好国内工程机械行业筑底企稳。

不同于 2012-2015 年工程机械行业的绝对低谷，主机厂经过 10 余年海外渠道布局和技术研发，目前全球工程机械市场呈现中美日三足鼎立局面，在 2022 年全球工程机械制造商 50 强销售中，中国企业销售额占比 24.2%、美国占比 22.9%、日本占比 21.2%。2024 年工程机械出海仍是主机厂发力方向，但预计出口各地区增速仍分化明显。2023 年我国工程机械进出口贸易额为 510.63 亿美元，同比增长 8.57%。其中累计进口 25.11 亿美元，同比下降 8.03%；累计出口 485.52 亿美元，同比增长 9.57%，其中在“一带一路”沿线国家，我国工程机械 2023 年出口金额合计 99.19 亿美元，占全部出口额 47.8%，同比增长 53.3%。在对各主要区域经济体出口中，其中非洲拉美、俄罗斯联邦、印度出口呈正增长；东盟、欧盟和英国、美加墨自贸区三大经济体出口下降，而这三大经济体需求不振是我国工程机械产品出口下半年下滑的主要动力。目前国内主机厂在海外的品牌及渠道力逐步加强、且充沛的产能和有竞争力的价格支撑了中国机械制造业出海保持较强的竞争力。预计 2024 年工程机械主机厂出海依旧是重要发力方向，对工程机械行业仍旧有较强的拉动作用，但出口增速或将有所放缓。

从市场竞争格局来看，液压行业的市场规模与地区的经济总量和工业化水平较为相关，其中美国、中国、日本为主要的液压件市场。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。国内液压企业起步较晚，技术水平与国际头部厂商存在差距，以中低端产品为主，价格竞争较为激烈。同时，国内装备制造业快速发展而液压行业发展滞后，高端液压件长期依赖进口。根据国际流体动力统计委员会数据，高端液压件行业集中度高，市场份额主要由博世力士乐、派克汉尼汾、丹佛斯、川崎等欧美日龙头企业占据，2022 年上述企业合计全球市占率近 50%，相较之下国内龙头企业恒力液压和艾迪精密液压件合计市占率不足 5%。然而，随着液压行业中部分优质企业在细分领域逐步实现技术突破，通过高性价比优势获得市场份额，以及在“中国制造 2025”的政策目标支持下，要求到 2025 年，70% 核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，部分标志性先进工艺达到国际领先水平，逐步形成整机牵引和基础支撑协调互动的产业创新发展格局。液压件作为核心基础零部件之一，其国产替代进程亦在不断加快，国内零部件厂商有望受益于此，开拓更大市场。

2023 年以来原材料价格有所下行，2024 年有望继续呈现区间波动态势，零部件厂商成本端压力有望得到一定程度缓解；2023 年以来人民币对主要国家或地区货币有所贬值，有助于提升出口商外销利润空间

机械零部件出口供应商的利润水平易受原材料价格和人民币汇率波动的影响。钢材和铝锭是机械零部件材料中最主要的构成部分，2023 年以来，国内钢价持续区间波动，但随着政府专项债继续发力、央行基建类项目资本和专项再贷款等结构性政策工具支持，基建投资预计将保持低速增长，对钢材需求形成主要支撑；地产方面，预期修复周期较长，短期用钢需求难以改善；制造业方面，随着营商环境改善、下游消费刺激政策发力，我国制造业增速有望有所恢复，一定程度支撑用钢和用铝需求，因此 2024 年我国钢材和铝材等价格预计将保持平稳，继续呈现区间波动态势。此外，对于出口供应商而言，2023 年以来人民币对主要货币美元、欧元等有所贬值，亦有助于提升其利润空间。

图 6 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 7 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

2023年公司液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件三大业务客户集中度仍较高，跟踪期内公司营收和整体销售毛利率受主要客户需求下滑影响均出现一定程度回落，其中园林机械零部件业务下滑幅度最大，整体业绩承压；公司产能利用率2023年仍处于相对低位，需关注募投项目投产后的产能消化风险；公司拟进行控股股东和实控人变更，并进行业务和相关资产置换，需持续关注事项进展及其对公司的影响

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍以液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件的研发、生产和销售为主。产品主要应用于工程机械、工业机械的精密控制单元、园林机械终端产品和汽车传动系统等。从业务构成来看，公司液压零部件核心客户稳定，仍以应用于工程机械的高端件为主，受客户需求下滑影响，其收入同比下降21.29%；园林机械零部件因贸易摩擦以及北美市场客户前期备货较多，出现一定程度胀库，2023年需求仍不振的影响，收入同比下降47.67%；汽车零部件产品以商用车应用为主，亦有部分新能源乘用车客户，但业务量整体不大，收入同比下降11.03%。综合影响下，公司2023年主营业务收入同比下滑25.78%。2024年一季度，公司受出口订单持续下滑，核心客户需求尚未明显恢复等因素影响，营业收入同比下滑9.14%。

利润水平方面，2023年受高毛利的外销比例下滑，以及公司产能利用率不高等因素影响，公司液压零部件和园林机械零部件业务毛利率下滑明显。综合影响下，2023年公司主营业务销售毛利率同比下降4.61个百分点，2024年一季度利润空间持续承压。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

液压零部件	0.29	28.71%	13.62%	1.36	31.48%	18.89%	1.73	29.78%	22.68%
园林机械零部件	0.40	39.60%	18.28%	1.29	29.86%	17.57%	2.47	42.51%	26.90%
汽车零部件	0.25	24.75%	19.92%	1.10	25.46%	16.79%	1.24	21.34%	14.06%
其他零部件	0.08	7.92%	27.67%	0.56	12.96%	24.41%	0.38	6.71%	32.77%
合计	1.01	100.00%	18.05%	4.32	100.00%	18.68%	5.81	100.00%	23.29%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、园林机械零部件产品

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，跟踪期内，因贸易摩擦、以及核心客户前期备货较多出现一定程度的胀库等因素影响，2023年订单持续下滑，公司产能利用率亦不高，收入及利润水平均有所承压；2024年公司发布公告拟置出园林机械零部件业务，需持续关注该事项的进展及对公司的影响

跟踪期内公司园林机械零部件业务仍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方式（贴牌）生产的非标准件。

2023年公司点火器、飞轮和汽缸的销量均较上年出现大幅下滑，主要系公司核心客户前期备货较多，出现一定程度的胀库，以及受贸易摩擦影响部分订单向其他国家转移，公司园林机械零部件订单采购需求持续减少。此外，公司前期库存偏高，且自2022年起园林机械零部件业务量有所减少，随之减少生产排单，公司近年产销率均超过100%。综合影响下，2023年公司园林机械零部件业务收入和毛利率均较上年大幅下滑。

园林机械零部件主要客户以海外企业为主，2023年公司客户集中度仍维持高位，部分核心客户订单下滑较快致业务承压明显；需关注汇率波动和贸易政策变动对公司经营的影响

公司园林机械产品以直销为主，欧美市场仍为主要客户所在地，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。

2023年受公司核心客户需求不振影响，公司园林机械零部件产品的销量均大幅下滑，但由于公司采用以销定产的生产模式，因此产销率均处于较高水平，未形成库存积压。主要产品点火器和飞轮销售均价呈下滑趋势，主要系销售的产品结构变化所致。

表6 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	2024年1-3月	2023年	2022年
点火器	销量	74.43	269.80	431.75
	产销率	97.66%	110.30%	109.59%
	销售收入	1,328.72	4,480.13	7,874.13

飞轮	均价	17.85	16.61	18.24
	销量	119.72	397.14	664.39
	产销率	108.36%	104.42%	106.92%
	销售收入	1,505.60	4,892.89	10,647.94
汽缸	均价	12.58	12.32	16.03
	销量	14.71	44.42	80.65
	产销率	127.36%	123.35%	126.15%
	销售收入	558.91	1,751.46	2,689.92
	均价	38.00	39.43	33.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户情况来看，2023年公司主要客户为HOP、STIHL、MTD等园林机械主机厂，以欧美地区的龙头园林机械制造商为主。公司客户资质情况整体较好，回款风险不大，但2023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74.03%，客户集中度仍维持高位，部分核心客户的订单下滑较快，以致公司园林机械零部件业务承压明显。

表7 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	销售收入	占园林机械零部件总收入的比例
2023年	第一大客户	4,559.05	35.33%
	第二大客户	2,664.23	20.65%
	第三大客户	859.50	6.66%
	第四大客户	751.34	5.82%
	第五大客户	718.65	5.57%
	合计	9,552.76	74.03%
2022年	第一大客户	5,606.18	22.74%
	第二大客户	5,226.02	21.19%
	第三大客户	3,945.30	16.00%
	第四大客户	3,041.06	12.33%
	第五大客户	1,809.34	7.34%
	合计	19,627.90	79.60%

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，公司亦会同海外客户位于中国的子公司进行交易，能够在一定程度上减弱汇率波动带来的影响。由于海外行业竞争环境相对稳定且客户认证周期长，外销毛利率相对内销亦更高。公司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。2023年受客户前期采购胀库，以及客户需求下滑影响，公司园林机械产品核心客户订单下滑，外销比例同比有所下降，需关注客户库存消化和人民币汇率波动对公司经营和财务的影响。

表8 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	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国外	1,774.80	44.80%	26.97%	5,060.12	39.21%	26.05%	13,346.79	54.13%	33.23%
国内	2,186.61	55.20%	11.23%	7,844.38	60.79%	12.11%	11,311.17	45.87%	19.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、液压零部件产品

公司液压零部件业务客户集中度较高，2023年核心客户需求有所下滑，致经营承压；公司产品以高端液压零部件为主，有望受益于国产替代进程，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（嘉兴）有限公司（以下简称“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，组件的价格与毛利相较于单件更高。

公司液压零部件产品终端用户主要位于海外，公司则较多同海外客户的境内子公司进行交易，以致内销收入相对外销更高。公司液压零部件产品以高端产品为主，在获得卡特彼勒、博世力士乐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，同国内客户加深合作，提升市场份额。2023年公司液压零部件核心客户的需求较上年有所下降，但公司来自国内客户的订单有所放量。整体来看，液压阀组件的销量略有上升，但由于产品价格同比下滑以致公司液压零部件收入下降。2024年一季度，液压零部件市场需求亦未见好转，产品产销率下滑较快。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，需关注公司后续产能的消化情况。

另外需关注的是，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，且客户不同意国产替代选型，预计会对公司的正常生产造成一定程度的负面影响。

公司液压零部件业务核心客户资质好，但客户集中度较高，需关注客户需求变化对公司经营业绩造成较大扰动；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，由于公司客户集中度较高，2023年及2024年1-3月，受核心客户需求下滑影响，公司液压阀类产品销量有所下降。此外，2023年公司液压阀组件产品销售结构变化，价格有所下降。整体来看，2023年液压零部件板块销量和营收规模均同比下滑。

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。但需关注到，2023年以来，国内市场地产及基建投资低迷，开工率及行业需求持续疲软，下游购机积极性减退，液压零部件作为工程机械上游行业，受工程机械销量下行影响，需求偏弱，短期内公司液压零部件营收可能承压。

表9 公司液压阀类主要产品产销情况（单位：万套、万元、元/套）

产品	项目	2024年1-3月	2023年	2022年
液压阀零件	销量	12.59	43.03	51.85
	产销率	66.65%	111.74%	78.74%
	销售收入	305.41	1,111.20	1,276.09
	均价	24.26	25.82	24.61
液压阀组件	销量	15.89	94.89	89.23
	产销率	87.55%	107.26%	98.83%
	销售收入	2,262.67	10,506.33	14,034.75
	均价	142.40	110.72	157.29

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

卡特彼勒集团、潍柴液压传动有限公司等工程机械龙头是公司的主要客户，整体客户资质好。但受贸易摩擦影响，来自海外龙头企业的订单近年有所下滑，致公司液压零部件板块经营承压。2023年公司卡特彼勒集团销售额占比仍很高，占液压零部件板块总体收入的51.48%，前五大客户销售收入占液压零部件总收入的88.17%，客户集中度维持高位，公司液压零部件板块业绩受核心客户的需求影响很大，其订单情况会对公司业务带来较大扰动。

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	销售收入	占液压零部件总收入的比例
2023年	第一大客户	6,993.11	51.48%
	第二大客户	2,064.68	15.20%
	第三大客户	1,266.10	9.32%
	第四大客户	1,030.91	7.59%
	第五大客户	623.27	4.59%
	合计	11,978.08	88.17%
2022年	第一大客户	10,694.25	61.96%
	第二大客户	2,511.28	14.55%
	第三大客户	942.39	5.46%
	第四大客户	881.23	5.11%
	第五大客户	630.60	3.65%
	合计	15,695.75	90.73%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司较多同海外客户的境内子公司进行交易，以人民币为主要结算方式，故该板块内销占比较大。

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	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国外	769.90	26.45%	21.26%	3,176.11	23.38%	19.12%	4,644.79	26.91%	17.18%
国内	2,140.97	73.55%	10.87%	10,408.35	76.62%	18.82%	12,614.90	73.09%	24.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、汽车零部件产品

公司汽车零部件业务下游客户主要为商用车厂，2023年公司开拓了新能源乘用车客户，但客户集中度仍较高，且面临一定的汇率波动风险

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，下游客户主要以商用车为主。根据中汽协数据，2024年1-4月我国商用车销量同比增长8.1%，市场需求逐步恢复，公司汽车零部件业务后续有望企稳。

表12 公司汽车铝压铸零部件销售情况（单位：万件、万元、元/件）

项目	2024年1-3月	2023年	2022年
销量	198.19	897.79	911.62
产销率	107.92%	104.52%	107.09%
销售收入	1,789.54	8,531.39	8,638.29
均价	9.03	9.50	9.48
产量	183.64	858.94	851.24

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。2023年汽车零部件业务客户集中度有所增加，前五大客户销售收入占该业务营收的比重达78.25%，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有限，原材料价格波动向下游转嫁的能力不强，成本控制压力较大。

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	销售收入	占汽车零部件总收入的比例
2023年	第一大客户	5,510.08	49.97%
	第二大客户	1,443.37	13.09%
	第三大客户	627.77	5.69%
	第四大客户	603.40	5.47%
	第五大客户	443.30	4.02%
	合计	8,627.91	78.25%

2022年	第一大客户	5,290.31	42.69%
	第二大客户	999.09	8.06%
	第三大客户	784.83	6.33%
	第四大客户	713.97	5.76%
	第五大客户	700.65	5.65%
	合计	8,488.85	68.49%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，2023年公司汽车零部件业务外销占比小幅上升至59.68%，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	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国外	1,405.17	56.14%	13.84%	6,580.63	59.68%	14.96%	7,169.24	57.85%	14.16%
国内	1,097.91	42.86%	27.68%	4,445.22	40.32%	19.49%	5,223.75	42.15%	13.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

4、景区管理业务

公司拟置入顶度景区管理公司的旅游区管理业务，主要经营景点包括乌镇、濮院时尚小镇、贵州遵义乌江寨、山东章丘明水古城、广东赤坎华侨小镇等多个景点，景区管理业务收入来源于向各经营景点所在公司收取的管理费；公司拟置出园林机械零部件业务及相关资产、负债，置入景区管理业务能否通过审批和确认仍存在不确定性，中证鹏元将持续关注事项进展及其对公司的影响

2024年2月，公司公告提示控股股东及其一致行动人董剑刚、威龙科技、厉彩霞与顶度云享、陈向宏、桐乡欣享签署了股权转让协议。与此同时，公司拟以现金方式向顶度旅游有限公司购买其顶度景区管理公司51%的股权，置入旅游区管理业务。

景区管理业务主要由顶度景区管理公司负责，对乌镇、濮院时尚小镇、贵州遵义乌江寨、山东章丘明水古城、广东赤坎华侨小镇等景点进行运营管理。盈利模式包括：1) 顶度景区管理公司与各景区签署管理服务协议，并委派运营团队为景区提供运营管理服务，顶度景区管理公司根据协议约定收取基本管理费，并根据双方约定的业绩奖励方案提取年度业绩奖励管理费；2) 顶度景区管理公司基于内容创造与品牌打造能力承接大型会务、大型活动等项目，并收取相应费用。就收费模式而言，顶度景区管理公司通常和由当地政府部门控股的景区建设公司成立合资公司，再由合资公司向顶度景区管理公司签署长期协议，每年支付景区管理费，协议期限视具体景区5-15年不等。顶度景区管理公司的收入会因管理景区数量和景区运营阶段的不同存在一定的波动。

根据公司提供的顶度景区管理公司未经审计的 2023 年财务报表，其 2023 年实现营业收入 1.95 亿元，净利润 0.85 亿元，净利率为 43.59%。截至 2023 年末，资产合计为 1.73 亿元，有息债务为 0.10 亿元，账面货币资金 0.72 亿元。顶度景区管理公司主要财务指标如下所示：

表15 浙江顶度景区管理有限公司 2023 年主要财务指标一览（单位：万元）

项目	2023 年
营业总收入	19,498.15
净利润	8,524.71
货币资金	7,245.21
应收账款	8,156.52
流动资产合计	16,586.92
固定资产	633.19
非流动资产合计	754.80
资产总计	17,341.72
短期借款	1,001.07
负债合计	12,191.18
实收资本	1,000.00
所有者权益合计	5,150.54

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，2023 年原材料平均价格有所回落

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，液压零部件业务的主要原材料为钢材和液压阀等零配件；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；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，2023 年铝锭价格有所回落，全年平均价格同比下滑，公司购买铝锭的平均成本同比上年小幅下降；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16 公司采购的主要原材料（单位：万元）

项目	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年	
	采购量	采购额	采购量	采购额	采购量	采购额
铝材（万千克）	75.64	1,325.68	317.22	5,384.91	426.99	7,666.34
液压零配件	268.95	1,304.79	841.79	4,968.28	1,026.67	6,479.19
电子元器件	2,581.13	347.44	10,329.39	1,595.24	6,982.30	1,445.46
钢材类	19.98	131.24	77.59	443.73	175.33	1,104.59
冲压件	408.55	186.80	1074.71	610.40	2,798.28	954.10
漆包线（万千克）	1.62	125.31	6.29	463.27	9.24	694.46

注：液压零配件采购量单位为 PCS；电子元器件采购量单位为 PC、件、块、片、只；钢材类采购量单位为 kg、M、PC、PCS、块、米；冲压件采购量单位为 PC、个、片、张、只。

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。2023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小幅下降。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
2023 年	第一大供应商	2,776.90	11.90%
	第二大供应商	1,650.45	7.07%
	第三大供应商	927.28	3.97%
	第四大供应商	673.44	2.89%
	第五大供应商	622.32	2.67%
	合计	6,650.37	28.50%
2022 年	第一大供应商	3,436.25	11.00%
	第二大供应商	2,034.34	6.51%
	第三大供应商	1,980.40	6.34%
	第四大供应商	1,558.05	4.99%
	第五大供应商	1,183.31	3.79%
	合计	10,192.34	32.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司产能利用率仍处于相对低位，募投项目仍处于在建阶段，需关注在建项目投产后的产能消化风险

2022年以来公司三大主营业务产能利用率均快速回落，2023年仍处于相对低位。公司可转债募投项目仍在建设过程中，建成达产后可新增年产325万套液压零部件项目。截至2023年末，公司在建项目已投资2.53亿元，由募集资金和自筹资金覆盖。目前公司下游需求偏弱且客户稳定性趋弱，需关注贸易政策变化、下游客户需求变动等对公司产能利用率造成的影响，以及在建项目投产后的产能消化风险。

表18 截至 2023 年末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
年产 325 万套液压零部件项目及 410 万套汽车精密金属件项目	31,500.00	13,792.73
年产 1,600 万件园林机械关键零部件项目	12,371.19	11,544.04
合计	43,871.19	25,336.77

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

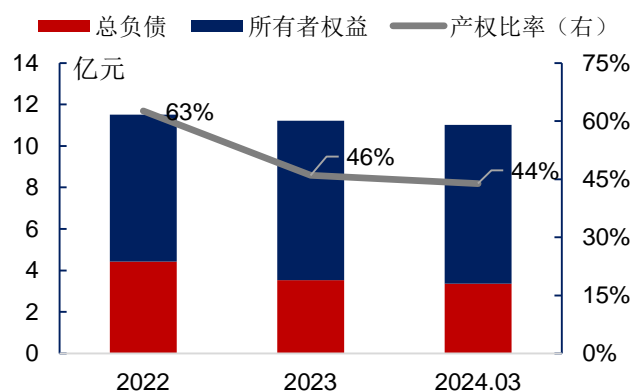
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围无变化。截至2023年末，公司纳入合并报表范围子公司合计6家，详见附录四。

资本实力与资产质量

2023年公司资产规模持续小幅下滑；公司资产主要以厂房设备及在建工程为主，需关注项目投建进度及后续新增产能的消化情况和资产折旧压力；公司现金类资产较为充裕，整体受限比例不高，资产质量一般

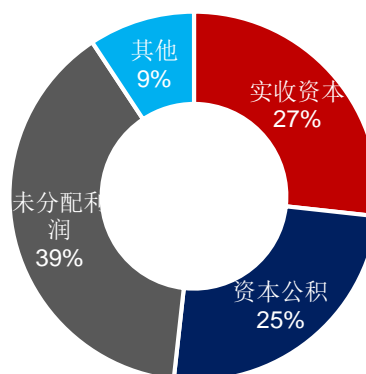
截至2024年3月末，公司所有者权益以未分配利润和实收资本为主。2023年随着公司部分“锋龙转债”转股以及员工持股计划解锁推动资本公积增长，同时公司持续压降债务规模，综合影响下产权比率有所下降，净资产对负债的保障程度较好。

图 8 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年以来公司总资产规模小幅减少，截至2024年3月末，公司总资产规模为11.02亿元，较2022年末减少4.17%。

公司资产以固定资产、在建工程和现金类资产为主，应收账款和存货占比较高，符合制造业企业特征。流动资产方面，截至2023年末，公司现金类资产主要包括货币资金、理财产品和应收款项融资，合计3.04亿元，占总资产的比重为27.09%。其中用于银行承兑汇票保证金和银行承兑汇票质押的金额为0.06亿元，受限比例不高，流动性相对充裕。2023年末公司固定资产主要为设备和厂房，随着杭州湾总部厂房转固，规模大幅上升。公司在建工程受转固影响规模有所下降，但仍为资产的重要构成，包括年

产325万套液压零部件及410万套汽车精密金属件、年产1,600万件园林机械关键零部件项目等。

其他重要资产方面，2023年应收账款同比上年波动不大，前五大应收对象均为同公司具有长期合作关系的行业知名企业，包括Caterpillar、Husqvarna Group、Dayco、STIHL Group以及潍柴液压传动有限公司，考虑到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，整体回收风险相对可控。公司存货主要由原材料及库存商品构成，2023年规模下滑主要系公司承接订单减少，同时减少原材料和库存商品备货，且2023年以来原材料价格降幅较大，计提存货减值准备较高所致。2021年公司完成了对杜商精机100%的股权收购，杜商精机为国内液压零部件领域厂商。截至2023年末，公司商誉账面价值为903.25万元，杜商精机已连续三年完成收购时约定的全部业绩对赌指标，商誉减值风险不大。

整体来看，公司资产中流动资产和非流动资产占比较为均衡，且波动不大。其中存货基本有订单相对应，滞销风险较低，但2023年以来原材料价格降幅较大，需关注可能的存货跌价风险。此外，公司近年扩产节奏较快，需关注厂房扩建后的投产进度，以及后续新增产能的消化情况。整体来看，公司资产质量一般。

表19 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.20	10.93%	1.44	12.85%	1.68	14.64%
交易性金融资产	1.42	12.90%	1.33	11.88%	1.29	11.25%
应收账款	1.15	10.42%	1.18	10.53%	1.18	10.28%
存货	1.31	11.91%	1.34	11.93%	1.74	15.14%
流动资产合计	5.57	50.54%	5.71	50.89%	6.28	54.63%
固定资产	3.13	28.36%	3.18	28.34%	1.85	16.08%
在建工程	1.50	13.62%	1.52	13.52%	2.23	19.38%
非流动资产合计	5.45	49.46%	5.51	49.11%	5.22	45.37%
资产总计	11.02	100.00%	11.22	100.00%	11.50	100.00%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

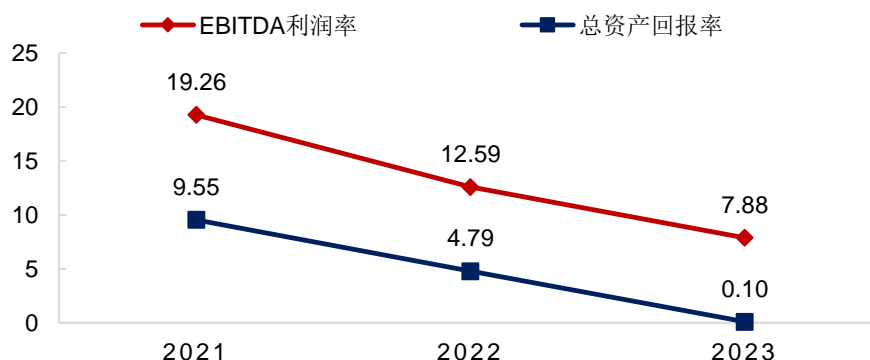
2023年公司主营业务收入受客户需求偏弱影响而有所下滑，且公司产能利用率回落，致产品成本偏高，盈利能力持续下降；随着部分项目建成转固，但尚未完成产能爬坡，总资产回报率快速下降

2023年公司液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件三大业务板块营收均有所下滑，主要系公司主要业务的客户集中度均较高，且以北美客户为主，公司核心客户一方面前期为应对供应链冲击而备货较多，另一方面受贸易政策影响，2023年订单持续减少。整体来看，公司园林机械零部件和汽车零部件业务产品变化不大，公司经营情况受核心客户需求变化而波动；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

司海外客户占比较大，汇率波动和贸易政策变动对公司影响较大。公司通过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缓解潜在风险。

利润水平方面，2023年公司销售毛利率同比有所下滑，EBITDA利润率较上年下降明显，主要系公司2023年承接订单下滑，产能利用率不高，公司利润水平下滑。整体来看，公司园林机械零部件和汽车零部件业务盈利能力有所承压；液压零部件业务因其产品结构以高端件为主，具有一定的市场认可度，毛利水平尚有一定支撑。此外，随着公司部分项目建成转固，但尚未完成产能爬坡，总资产回报率2023年快速下降至0.10%。

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年公司虽然主营业务收入规模、盈利和获现能力均有所下滑，但债务规模继续压降至较低水平，公司现金类资产对现有债务的覆盖程度较好，短期内债务压力可控

2023年公司压降银行借款规模以及部分“锋龙转债”转股，债务规模有所下降。应付账款随着厂房转固，工程款结算而有所增加。截至2023年末，公司负债总额为3.53亿元，较2022年末下降20.32%，总债务亦降至1.99亿元。2023年公司业务收缩，压降用于日常营运的短期借款，其构成主要为信用借款。公司应付账款主要为应付材料款、工程款、设备款和运输、能源费等，随着厂房转固而有所增加。2023年公司未新增长期银行借款，应付债券即“锋龙转债”部分转股后截至2023年末账面价值为1.50亿元。

整体来看，2023年公司订单下滑，为应对可能的经营风险而压降债务，虽然总营收和盈利能力均明显下滑，但公司账面现金类资产储备充裕，对现有债务的覆盖程度较好，短期内债务压力可控。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.63	18.83%	0.42	11.90%	0.89	20.10%

应付账款	0.79	23.41%	1.14	32.16%	0.93	20.97%
流动负债合计	1.78	52.85%	1.96	55.54%	2.36	53.22%
应付债券	1.52	45.30%	1.50	42.53%	2.00	45.05%
非流动负债合计	1.58	47.15%	1.57	44.46%	2.07	46.78%
负债合计	3.36	100.00%	3.53	100.00%	4.43	100.00%
总债务合计	2.25	66.83%	1.99	56.41%	2.96	66.89%
其中：短期债务	0.72	21.53%	0.49	13.88%	0.97	21.85%
长期债务	1.52	45.30%	1.50	42.53%	2.00	45.05%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着公司营收规模下滑，2023年FFO亦有所下滑。经营活动现金流仍保持净流入状态，但主营业务获现能力有所下降，净流入规模降至0.73亿元。此外，公司持续压降债务，2023年盈余现金仍相对债务保持充裕，净债务为负，公司偿债压力可控。

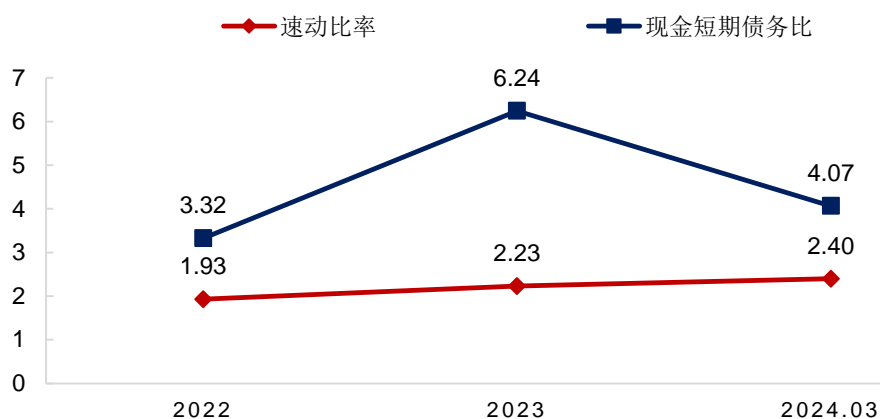
2022年公司资产负债率下降7.01个百分点，杠杆水平有所降低。2023年公司EBITDA因盈利下降而有所下滑，EBITDA利息保障倍数有所下降，但由于公司总债务规模不高，其对利息的覆盖程度仍较好。2024年一季度，公司仍有一定规模的在建工程资本投入，自由现金流由正转负，需关注公司的现金流压力。

表21 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.14	0.73	1.42
FFO（亿元）	--	0.07	0.46
资产负债率	30.49%	31.50%	38.51%
净债务/EBITDA	--	-2.77	-0.14
EBITDA利息保障倍数	--	2.17	3.83
总债务/总资本	22.67%	20.60%	29.53%
FFO/净债务	--	-6.99%	-458.39%
经营活动净现金流/净债务	20.37%	-76.56%	-1,422.08%
自由现金流/净债务	57.47%	-9.62%	-442.08%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2023年公司现金短期债务比和速动比率均有所上升，处于较好水平，公司可变现资产对短期债务的保障程度较好。此外，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为通畅，截至 2023 年末尚有银行授信额度 8.45 亿元，融资渠道和融资弹性尚可。整体而言，短期内公司偿债风险可控。

图 11 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据《浙江锋龙电气股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保的情形。公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

公司治理

目前公司战略规划较为清晰，以向下游主机厂商提供园林机械零部件、液压零部件和汽车铝压铸零部件为主营业务，能够较好适应政府的环保等政策。公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《浙江锋龙电气股份有限公司公司章程》，建立了现代法人治理结构，能够对子公司进行有效治理和控制。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。

公司实控人董剑刚先生、多数董事和高管在公司及其他关联方单位共事多年，行业经验较为丰富，

管理团队较为稳定。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2023年末，公司组织架构图如附录三所示。

（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（2024年4月30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。

八、债券偿还保障分析

截至目前，控股股东诚锋实业提供的股票质押为锋龙转债本金的偿还提供了一定保障，公司正在筹划将可转债担保变更为实控人董剑刚先生持有的股份及一定数额保证金，中证鹏元持续关注该事项进展

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2024年5月20日，诚锋实业质押股票的市场价值高于本期债券尚未偿还本息总额的120%，位于合同约定范围内。

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%。

根据公司公开披露信息，可转债担保人诚锋实业拟以协议转让方式转让其所持的8,259.48万股公司股份，完成协议转让后其持股数量将变更为368.45万股。同时，本次协议转让受让方之一顶度云亨将在协议转让完成后，向公司除顶度云亨及其一致行动人以外的全体股东发出部分要约收购，诚锋实业及其一致行动人董剑刚、威龙科技、厉彩霞承诺以全部非限售股份有效申报预受要约2,332.26万股股份。

基于上述股份协议转让及申报预受要约的需要，诚锋实业拟解除其目前为本期债券提供担保的2,200.00万股公司股份质押状态。经公司第三届董事会第十六次会议审议和2024年第二次债券持有人会议决议，同意变更公司因发行可转债“锋龙转债”所产生的全部债务的担保人及担保物，担保人由公司现控股股东诚锋实业变更为公司实际控制人、董事长、总经理董剑刚先生，担保物由诚锋实业持有的2,200.00万股公司股份变更为董剑刚先生持有的1,592.85万股公司股份及一定数额的保证金（需质押的保证金金额不少于：“锋龙转债”未偿还本息金额合计-15,928,516股*办理质押登记的前一交易日收盘价/140%）。但目前该事项仍在审批过程中，中证鹏元将持续关注事项进展。

九、结论

公司主营业务包括液压零部件、园林机械零部件和汽车零部件的研发、生产及销售。从行业层面来看，园林机械零部件终端客户主要来自海外市场，因北美市场前期备货较多，出现一定程度胀库以及贸易摩擦等因素，以致2023年订单持续减少；液压零部件下游客户主要来自工程机械等行业，2023年全球工程机械行业需求尚未明显恢复，公司订单需求亦有承压；汽车零部件业务下游客户主要为商用车市场，跟踪期内客户订单仍较为低迷，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，应收账款回收风险不大。跟踪期内，公司营收和利润率受主要客户需求下滑影响整体出现回落，但公司销售毛利率低于行业平均水平，仍有一定的竞争优势。从财务指标来看，虽然公司主营业务获现能力有所下降，但总债务规模有所压降，公司现金类资产储备仍相对充裕，对债务的保障程度较好，偿债压力可控。此外，公司2024年2月发布公告，提示控股股东诚锋实业及其一致行动人董剑刚、威龙科技、厉彩霞拟进行股权转让，并置出园林机械零部件业务及相关资产、负债，置入景区管理业务，但上述事项能否顺利实施仍存在较大不确定性，中证鹏元将持续关注事项进展及其对公司经营和财务等的影响。整体来看，公司具备一定的抗风险能力。

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+。

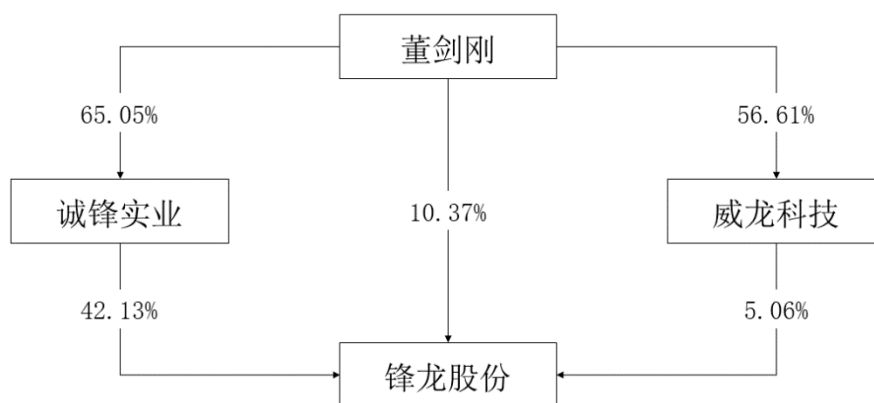
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.20	1.44	1.68	1.35
交易性金融资产	1.42	1.33	1.29	2.38
应收账款	1.15	1.18	1.18	1.76
存货	1.31	1.34	1.74	2.20
其他流动资产	0.02	0.01	0.00	0.02
流动资产合计	5.57	5.71	6.28	8.12
固定资产	3.13	3.18	1.85	1.91
在建工程	1.50	1.52	2.23	1.22
无形资产	0.64	0.64	0.68	0.71
非流动资产合计	5.45	5.51	5.22	4.48
资产总计	11.02	11.22	11.50	12.60
短期借款	0.63	0.42	0.89	1.27
应付账款	0.79	1.14	0.93	1.38
一年内到期的非流动负债	0.01	0.02	0.02	0.07
流动负债合计	1.78	1.96	2.36	3.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.55
应付债券	1.52	1.50	2.00	1.88
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1.58	1.57	2.07	2.50
负债合计	3.36	3.53	4.43	5.92
总债务合计	2.25	1.99	2.96	3.97
其中：短期债务	0.72	0.49	0.97	1.55
总债务	2.25	1.99	2.96	3.97
所有者权益	7.66	7.68	7.07	6.68
营业收入	1.02	4.33	5.87	7.20
营业利润	-0.05	-0.03	0.50	0.99
净利润	-0.04	-0.07	0.49	0.89
经营活动产生的现金流量净额	-0.14	0.73	1.42	0.34
投资活动产生的现金流量净额	-0.29	-0.47	0.17	-2.32
筹资活动产生的现金流量净额	0.19	-0.50	-1.28	2.00
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA	--	0.34	0.74	1.39
FFO	--	0.07	0.46	1.06
净债务	-0.67	-0.95	-0.10	0.20
销售毛利率	18.09%	18.73%	22.96%	28.19%
EBITDA 利润率	--	7.88%	12.59%	19.26%

总资产回报率	--	0.10%	4.79%	9.55%
资产负债率	30.49%	31.50%	38.51%	47.02%
净债务/EBITDA	--	-2.77	-0.14	0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	2.17	3.83	8.58
总债务/总资本	22.67%	20.60%	29.53%	37.31%
FFO/净债务	--	-6.99%	-458.39%	523.06%
自由现金流/净债务	20.37%	-76.56%	-1,422.08%	170.17%
自由现金流/净债务	57.47%	-9.62%	-442.08%	-475.50%
速动比率	2.40	2.23	1.93	1.73
现金短期债务比	4.07	6.24	3.32	2.54

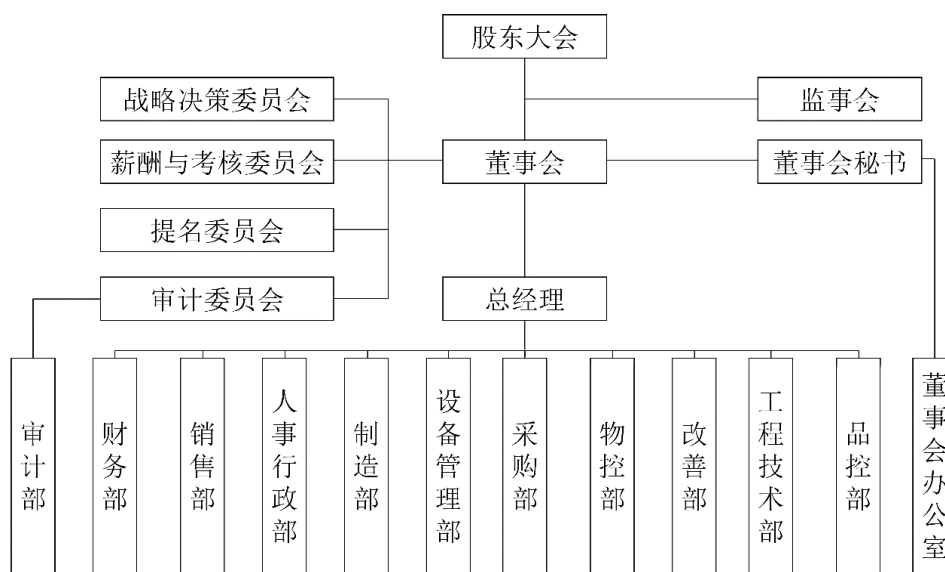
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2023 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
浙江锋蓝智造有限公司	1,000 万元	70.00%	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%	机电制造

资料来源：公司 2023 年年报，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。