

南京高精传动设备制造集团有限公司公开发行 2017 年 公司债券（第二期、第三期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：商思仪 syshang@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 23 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）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 1181 号

南京高精传动设备制造集团有限公司：

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：

将贵公司主体信用等级由 **AA-**调降为 **A+**；

将“17 南传 02”、“17 南传 03”的信用等级由 **AA-**调降为 **A+**；

并将主体及债项继续列入可能降级的观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际将南京高精传动设备制造集团有限公司（以下简称“南京高传”或“公司”）的主体信用等级由 **AA** 调降为 **A+**，将“17 南传 02”和“17 南传 03”的债项信用等级由 **AA** 调降为 **A+**，并将主体及债项继续列入可能降级的观察名单。本次信用等级的下调主要基于公司实际控制人因对南京建工产业集团有限公司（以下简称“南京建工”，已发生债务违约）进行担保等问题已被列入被执行人名单，受此影响，公司再融资能力趋弱，银行授信规模持续收缩，另外“17 南传 02”和“17 南传 03”即将进入回售选择期，若回售金额较大，公司将面临较大的短期偿债压力，而控股股东也面临较高的股权质押风险；受较高规模的应收帐款及货币资金受限部分占比较高影响，公司资产流动性较弱，加之大额对外投资质量及盈利情况值得关注，面临一定或有负债风险。但中诚信国际也肯定了公司在风电齿轮行业拥有较高的市场地位，研发及技术能力较强，下游风电整机客户质量较好，客户关系稳定等方面优势，2019 年以来，受益于下游需求行业回暖，公司经营获现能力有所好转。

概况数据

南京高传（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	287.76	281.32	263.11
所有者权益合计（亿元）	116.46	115.34	114.02
总负债（亿元）	171.30	165.98	149.10
总债务（亿元）	122.96	115.56	92.03
营业总收入（亿元）	80.08	83.62	97.28
净利润（亿元）	5.19	2.35	1.77
EBIT（亿元）	11.56	8.67	7.10
EBITDA（亿元）	16.55	13.65	11.94
经营活动净现金流（亿元）	11.38	8.25	14.51
营业毛利率（%）	26.95	18.44	19.01
总资产收益率（%）	4.16	3.05	2.61
资产负债率（%）	59.53	59.00	56.67
总资本化比率（%）	51.36	50.05	44.66
总债务/EBITDA（X）	7.43	8.47	7.71
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.21	2.21	2.52

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

正面

- **行业地位持续领先。**公司为中国风力发电传动设备的领先供应商，凭借强大的研究、设计和开发能力，产品已覆盖 750kW、1.5MW、2MW、3MW 及 5MW 风电传动设备，各类产品可大批量供应国内外客户，产品技术达到国际先进水平，而且亦成功研发及储备了生产 6MW 和 7MW 风力发电齿轮箱的能力和 技术，制造规模和市场占有率保持世界前列。
- **技术及研发设计能力较强。**公司重视技术与产品的研发，与国内外知名高校及风电客户开展新技术研发，截至 2019 年末，公司拥有专利技术 345 项，其中发明专利超过 100 项，主要涉及齿轮箱产品关键核心技术，进一步巩固和提升了产品技术核心竞争力。

同行业比较

2019 年部分装备企业主要指标对比表					
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
双环传动	81.60	54.88	32.36	0.75	4.93
天顺风能	130.66	54.48	60.58	7.64	8.49
南京高传	263.11	56.67	97.28	1.77	14.51

注：“双环传动”为“浙江双环传动机械股份有限公司”简称；“天顺风能”为“天顺风能（苏州）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）	债券余额（亿元）	存续期
17 南传 03	A+	AA-	5.00	5.00	2017/12/28~2023/01/02（3+2）
17 南传 02	A+	AA-	10.20	10.20	2017/07/13~2022/07/17（3+2）

注：“17 南传 02”回售日为 2020 年 7 月 17 日；“17 南传 03”回售日为 2021 年 1 月 2 日。

- **下游风电整机客户质量较好，客户关系稳定。**公司风电传动设备业务客户主要包括国内主要风机成套商以及国际知名的风机成套商，与客户保持稳定的合作关系，且在客户采购订单中占据主要份额，具备一定下游客户粘性。

关注

- **再融资能力进一步趋弱，即期债务压力增加。**受南京建工债务违约事项影响，公司银行授信规模大幅收缩，长期债务转入一年内到期，加之“17 南传 02”及“17 南传 03”将分别于 2020 年 7 月及 2021 年 1 月进入回售选择期，债务期限变短将进一步增大其流动性风险，即期债务压力增加。此外，实际控制人因担保问题已被列入被执行人名单，或进一步影响公司再融资能力，后期外部融资情况值得关注。
- **控股股东股权质押风险较高。**公司控股股东中国高速传动设备集团有限公司（HK.00658，以下简称“中国高速传动”）间接控股股东丰盛控股有限公司（HK.00607，“丰盛控股”）已将其所持有的 73.91% 中国高速传动股权全部质押，若中国高速传动股价波动，丰盛控股将面临被动减持风险，进而导致公司存在实际控制人变更的潜在风险。
- **应收款项长期占用公司资金，资金流动性有待加强。**2019 年末公司应收账款及应收款项融资合计达到 74.27 亿元，且非经营性往来款及资金拆借规模较大，大量资金被长期占用，同时货币资金中受限占比较高。
- **大额对外投资质量及盈利情况值得关注，面临一定投资风险。**公司对浙江浙商产融投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“浙商产融基金”）投资 20 亿元，浙商产融基金通过下属公司持有关联方南京建工股权，系其第三大股东，南京建工违约使得公司面临较大的投资风险。

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

2017年7月公司发行“17南传02”，募集资金总额10.2亿元，扣除发行费用后，4.95亿元已用于补充流动资金，5.2亿元已用于偿还银行贷款。按照债券募集说明书的约定以及公司募集资金管理制度等相关规定使用，已全部使用完毕。

2017年12月公司发行“17南传03”，募集资金总额5.00亿元，扣除发行费用后，4.97亿元已用于偿还银行贷款。按照债券募集说明书的约定以及公司募集资金管理制度等相关规定使用，已全部使用完毕。

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，补贴退坡、平价上网等政策的推行带动风电行业进入快速建设期，行业景气度有所上升，带动齿轮箱需求进一步增加

2019 年，受补贴退坡刺激及海上风电发展提速的双重影响，部分风电企业加快工期，形成新一轮的抢装潮，当年全国风电新增并网装机 2,574 万千瓦，其中陆上风电新增装机 2,376 万千瓦、海上风电新增装机 198 万千瓦；截至 2019 年底，全国风电累计装机 2.1 亿千瓦，其中陆上风电累计装机 2.04 亿千瓦、海上风电累计装机 593 万千瓦，风电装机占全部发电装机的 10.4%。

图 1：近年来我国风电新增装机情况



资料来源：国家能源局

2019 年以来，国家发改委和国家能源局等部门发布了多项涉及风电行业规划和监管、上网电价、竞争性配置和消纳保障等方面的政策。5 月，国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》，再次调低风电上网电价，并首次明确陆上风电平价上网的时间表，此外，还对风电项目的并网期限进行规定，要求 2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。上述政策对实现 2021 年陆上风电项目全面平价上网的目标起到了良好的推动作用。

弃风率作为风电新增装机量的重要影响因素之一，已愈发得到政府部门的关注和重视。我国“三北”地区因风电场过于集中、风电资源与负荷错位分布、当地电网接纳能力不足、特高压电网建设不达预期等因素导致弃风限电现象日益严重。为促进风电消纳并降低弃风率，国家相关部门出台了一系列政策，力争到 2020 年基本解决清洁能源消纳问题。此外，提高电源调节能力、推进跨区跨省输电通道建设、通过风电供暖扩大消纳等一系列应对弃风问题的措施正在逐步落地，弃风限电形势逐步好转，2019 年风电平均利用小时数 2,082 小时，全国平均弃风率 4.0%，同比下降 3 个百分点，风电行业经营压力有所缓解。

风电齿轮箱是风电机组中技术含量最高的部件之一，其主要功用是将风轮在风力作用下所产生

的动力传递给发电机并使其得到相应的转速，所以风电齿轮箱也是最容易损坏的部件之一。从技术角度讲，风电设备分为“双馈式”和“直驱式”两种，主要区别在于前者需要“齿轮箱”，而后者没有。目前，考虑到技术成熟度，大部分机型采用“双馈式”，随着新增风电设备的增加，齿轮箱需求亦呈上升趋势。目前，我国齿轮箱制造企业已经具备独立自主研发能力，并批量制造1.5~6MW多种系列齿轮箱产品，可适应高低温、低风速、高海拔、海上及其他特殊工况环境，可配套国内主要整机制造企业的产品，基本满足国内风电产业发展需求，并有一部分企业正在研发8MW、10MW系列海上风电大兆瓦级齿轮箱。从竞争格局来看，过去几年内风电齿轮生产厂商也成集中化趋势，根据全球风能理事会（GWEC）披露的数据看，目前排名前三的供应商（南京高传、采埃孚、威能极）几乎占到全球齿轮箱年产能的四分之三，第二、三梯队的齿轮箱供应商竞争压力巨大。

中诚信国际认为，弃风率和电价调整等政策是影响我国近年来风电行业新增装机容量波动的重要因素，2019年以来弃风现象有所改善，加之补贴退坡、平价上网等政策的推行带来新一轮的“抢装潮”，新增装机容量大幅上升。此外，低风速区域及海上风电面临良好的发展前景，我国风电行业步入了提升发展质量和效益的深度调整阶段，长期来看行业有望保持平稳健康的发展状态。在此背景下，具有较强技术实力和优秀产品结构的风电设备企业能够更好地抵御行业周期性波动，并快速应对新的发展趋势。

2019年受益于风电抢装潮，风电齿轮传动设备收入大幅上升，经营压力得以缓解，但海外疫情及贸易摩擦升级或将给公司出口带来一定负面影响

公司为中国风力发电传动设备的领先供应者，凭借强大的研究、设计和开发能力，产品已覆盖750kW、1.5MW、2MW、3MW及5MW风电传动设备，各类产品可大批量供应国内及国外客户，产

品技术达到国际先进水平，而且亦成功研发及储备了生产6MW和7MW风力发电齿轮箱的能力和技

术，产品技术水准已与国际竞争对手同步。此外，随着全球风电齿轮箱市场呈现低风速、大功率的发展趋势，公司积极顺应发展趋势，持续进行技术创新，推出的新一代3.8MW大功率风机齿轮箱，具有高可靠性，高效率，低度电成本等优势，并通过智能化系统升级，保证齿轮箱全生命周期的安全、平稳运行，提高整体风力发电经济效益。

近年公司主要产品产能保持稳定，目前拥有年产10,000台风力发电主齿轮箱、58,800台偏航变桨齿轮箱的生产能力。从产能利用情况来看，2019年公司风电主齿轮箱和偏航变桨齿轮箱产量分别同比增长21.09%和28.80%，产能利用率大幅提升，主要系风电行业“抢装潮”影响以及上年产能利用率偏低所致。从销量情况看，2019年公司风力发电主齿轮箱销量增长小于产量，主要系交货周期时点影响，偏航变桨齿轮箱销量在产量增加的基础上，消化上年库存，产销率突破100%，整体销售向好，经营压力有所缓解。

表1：公司风电齿轮传动设备主要产品产量和销量（台）

	风力发电主齿轮箱		偏航变桨齿轮箱	
	产量	销量	产量	销量
2017	7,147	7,366	38,189	31,859
2018	6,704	6,663	40,115	38,708
2019	8,118	7,325	51,667	52,127

资料来源：公司提供

从销售客户方面，公司风电产品客户主要为国内及国际知名的风机成套商，2019年仍维持强大的客户组合，与国电联合动力、广东明阳、远景能源、运达风电和GE等客户保持稳定的合作关系。凭借优质的产品和良好的服务，公司得到了海内外客户的广泛认可及信赖，在客户采购订单中占据主要份额，具备一定下游客户粘性。为了解决单一客户依赖性的问题，近年来公司不断拓展客户，2019年风电齿轮传动设备业务前五大客户销售金额合计54.33亿元，占风电产品销售总额的比重为67.89%，客户集中度较上年有所下降。

销售区域方面，近年来海外市场一直是公司重

点拓展的方向，出口规模持续上升，2019年风电齿轮传动设备海外销售收入为25.82亿元，收入占比超过三成，但由于国内需求增加较快以及贸易摩擦加剧影响，占比小幅下降。公司出口国主要是美国，其他国家和地区包括欧洲、印度及巴西等，其中美国、欧洲市场需求亦受益于区域内风电抢装有所上升。公司的控股股东中传控股有限公司（以下简称“中传控股”）为公司齿轮产品出口业务的海外销售平台，导致关联交易规模较大，2019年公司向关联方销售金额达到21.05亿元。考虑到海外销售账期较国内销售而言较长，中传控股对公司的账期一般为9~12月，周期较长，对公司资金形成一定占用。

国内市场方面，2019年受国内抢装潮影响，订单需求大幅上升，2020年底之前下游订单的需求较大，现金付款比重亦随之上升。同时，**中诚信国际也关注到**，补贴上网政策将于2020年完成，明年风电行业需求或将有所下行，目前公司正布局大功率风电齿轮的研发及生产，以提前应对2021年抢装需求减少后的市场转型。

2020年以来，在疫情影响下，国内及海外市场先后出现大规模停工的情况，加之中美贸易摩擦升级，国内整体进出口环境相对严峻，或将对公司海外业务开展带来负面影响。

采购方面，公司风电产品使用的原材料主要分为两大部分，一部分为采购后需再进行加工的零部件，如铸件毛坯、锻件毛坯，另一部分为依靠外部供应的配套件，如润滑系统、冷却系统、电机和轴承等。由于轴承价格较钢材市场变化较弱且存在滞后性，2019年进口轴承及铸件价格持续上升，公司面临的成本控制压力较大，加之下游客户不断要求降低产品价格，盈利空间受到挤压，成本控制能力愈发重要。

表 2：公司风电齿轮箱原材料采购情况（亿元）

	2017	2018	2019
进口轴承	12.96	9.88	11.46
铸件毛坯	7.99	8.35	8.59
锻件毛坯	9.98	10.84	11.39

润滑系统	2.36	1.94	2.20
电机	0.66	0.73	0.98

资料来源：公司提供

研发方面，2019年公司研发投入金额3.99亿元；截至当年末，公司拥有专利技术345项，其中发明专利超过100项。其中，7800KW减速机研制成功并顺利投产运行，公司自主研发的PDM470型齿轮箱，已经通过蒙特利尔地铁项目首检。另外，公司也参与建设了交通运输部“厦门国际航运中心港口智慧物流平台示范工程”，已于去年在厦门通过交工验收，示范工程中的多式联运服务平台的港区货场轨道式集装箱门式起重机全套驱动系统齿轮箱，均采用公司全新一代MHB系列标准工业齿轮箱，已圆满完成试车。

总体来看，受益于风电消纳的改善及新增装机的增长，2019年公司风电齿轮传动设备板块收入规模大幅回升，经营压力有所缓解，但在全球疫情及贸易摩擦的冲击下，海外出口或将承压。

公司积极调整发展策略，适度发展非风电齿轮，并剥离非齿轮业务，为其聚焦主业发展提供了良好的基础，战略发展目标稳健

近年来受中国装备行业处于产能过剩的情况影响，公司调整了传统工业齿轮传动设备的发展策略。首先以节能环保为主线，凭借技术优势对重型产品进行技术升级，同时自主开发研制出具有国际竞争力的标准化、模块化及智能化产品，全面推进标准齿轮箱和工业行星齿轮箱等产品研发和市场开拓；与此同时，亦加强向客户提供及出售有关产品零部件和系统解决方案。

风电主业方面，随着全球风电齿轮箱市场呈现低风速、大功率的发展趋势，公司将重点推进大功率齿轮箱的产品，另一方面推动智能化升级，实现齿轮箱后续故障预警、早期故障诊断功能，使得设备维护以及易损件的替换更有预见性和针对性，从而进一步提升了后市场服务效率和质量。

非风电齿轮方面，2019年，公司重点拓展轨道交通齿轮箱，轨道交通传动产品已广泛涉及地铁、有轨

电车、城际、高铁车辆和机车等应用领域，先后与多家国内外知名厂商建立长期合作关系，目前国内市场占有率超过 20%，为中车系统外最大的齿轮供应商。由于风电齿轮箱需求较为旺盛，2020 年公司压缩了部分工业齿轮箱的产能转移给风电产品使用。

2019 年，公司将发展定位于专注齿轮箱主业，处置了经营柴油机业务等非核心子公司，柴油机产品及其他业务收入大幅下降，为其聚焦主业发展提供了良好的基础。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告，财务数据均采用报告期末数。

受益于风电行业的回暖，公司经营性业务利润有所回升，但受资产减值损失及期间费用侵蚀影响，利润总额及相关盈利指标仍维持下滑趋势

2019 年，受益于风电消纳政策以及补贴退坡、平价上网等政策推进，风电行业迎来抢装潮，公司风电齿轮箱销量大幅上升，带动板块收入及毛利率均有所上升，加之轨交齿轮产品的业务扩张，板块收入亦呈小幅上升态势，并带动营业总收入同比增长；但受限于成本上升以及下游客户在价格方面的话语权挤压，齿轮产品毛利率增幅较低。此外，公司剥离柴油机及其他非核心业务，相关板块收入规模下降，但收入规模较小，对毛利润贡献不大。

表 3：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
风电齿轮传动设备	65.16	66.73	80.04
工业齿轮传动设备	9.91	12.96	14.92
船用齿轮传动设备	0.25	-	-
数控机床	1.43	-	-
柴油机	1.16	1.26	0.47
其他	2.16	2.67	1.85
合计	80.08	83.62	97.28
毛利率	2017	2018	2019
齿轮传动设备	28.14	18.52	18.74
柴油机	4.31	3.08	27.66

其他	10.42	23.30	30.71
营业毛利率	26.95	18.44	19.01

注：2017 年数控机床板块毛利率计入其他板块中。

资料来源：公司提供

2019 年，尽管受益于债务规模及融资成本的减少，财务费用小幅下降；但由于风电齿轮订单增加，公司加大员工规模，销售费用及管理费用相应增加，并带动期间费用上升。受益于收入增速较快，期间费用率呈下降趋势，考虑到期间费用仍处于较高水平，对利润形成了较大侵蚀。

随着下游风电行业的好转，2019 年公司的盈利水平有所恢复，其中经营性业务利润升至 2.67 亿元，实现扭亏为盈，但利润水平相对偏低；资产减值损失方面，公司计提了较大规模的应收账款及其他应收款坏账损失，影响当期利润总额减少 3.89 亿元；此外近年来投资收益较为稳定，2019 年公司通过处置长期股权投资产生的投资收益 1.89 亿元，主要系公司处置非核心业务板块所收回的投资。较大的资产减值损失及期间费用侵蚀下，利润总额同比出现下降，使得 EBIT 和 EBITDA 均有所回落，导致 EBITDA 利润率及总资产收益率持续下滑，中诚信国际将持续关注公司经营环境及盈利能力变化情况。

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
期间费用合计	15.19	14.93	15.32
期间费用率（%）	18.96	17.85	15.75
经营性业务利润	5.73	-0.08	2.67
资产减值损失	2.67	0.80	3.89
投资收益	2.58	2.29	2.89
利润总额	6.41	2.51	2.36
EBITDA 利润率（%）	20.66	16.32	12.27
总资产收益率（%）	4.16	3.05	2.61

注：资产减值损失包括信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，受外部融资环境变化影响，公司债务规模下降，但受长期债务转入一年内到期影响，债务期限结构短期化占比增加；同时关联方资金拆借等情况和其他权益投资占用一定资金，资产流动性压力加大

2019 年末，公司流动资产规模基本变化不大，其中受益于年末回款，货币资金小幅增长，但其中受限货币资金 26.37 亿元，超过一半的货币资金受限导致资金流动性偏弱。同时，公司应收类款项规模较高，2019 年末，在收入规模上升的同时回款情况有所好转，应收账款有所下降，同时由于会计准则变更，应收票据计入应收款项融资，较上年末有所增加。此外，公司其他应收款为 21.87 亿元，较上年末有所增加，主要系本期新增应收处置非核心业务的款项，以及 2.10 亿元委托贷款由其他流动资产转入其他应收款所致。此外，公司收回结构性理财产品 9.47 亿元，交易性金融资产大幅下降。整体看，公司流动资产中快速变现资产规模较低，应收款项及其他应收款长期占用流动资金，货币资金使用受限规模较大，资产运营效率较低，短期流动性压力较大。

中诚信国际也关注到，2019 年末公司非经营性往来款和资金拆借规模达到 20.00 亿元，占净资产的比重达到 17.54%，主要系信托投资及由于出售非核心子公司的应收股权转让款及应收债权款。截至 2020 年 6 月 19 日，公司已收到股权转让款 2.99 亿元，已收债权款 1.06 亿元以及收回信托投资 5.11 亿元。较高的非经常性占款及资金拆借对公司资金形成较大占用，中诚信国际也将对公司回款情况保持关注。

表 5：截至 2020 年 6 月 19 日公司非经营性往来款情况

占款/拆借方名称	与公司是否存在关联关系	金额（亿元）
南京奥能锅炉有限公司	非关联	3.24
南通市振华宏晟重型锻压有限公司	非关联	2.30
江苏晶瑞半导体有限公司	非关联	1.15
南京京晶光电科技有限公司	非关联	2.11
中传重型机床有限公司	非关联	0.59
南京高传四开数控装备制造有限公司	非关联	0.78
南京南传智能技术有限公司	中传控股子公司	0.36
合计		10.53

资料来源：公司提供

非流动资产方面，近年来公司非流动资产规模较为稳定，随着在建工程陆续转固，但新增投资减

少，在建工程呈下降趋势；随着非核心板块出售，固定资产折旧小幅下降。公司其他权益工具投资主要包括上市公司日月重工股权投资 3.27 亿元、浙商产融基金 20.28 亿元等其他股权投资，当期公司处置日月重工股权账面价值 1.19 亿元。2019 年末浙商产融基金注册资金 330.80 亿元，实缴出资额为 309.29 亿元，其中宁波钱潮涌鑫投资管理合伙企业（有限合伙）作为普通合伙人出资 0.1 亿元，公司及其他十名 B 类有限合伙人各自分别出资 20 亿元，共计 220 亿元。浙商产融基金通过成立及投资子基金等模式进行投资。公司对浙商产融基金投资规模较大，但近年来投资收益规模有限，且浙商产融基金通过下属公司持有关联方南京建工股权，系其第三大股东，南京建工债务违约或对其造成较大负面影响，中诚信国际将持续关注公司持有该基金份额的投资质量及变现能力，并对其资金最终流向予以关注。

权益方面，受益于利润的积累，2019 年末未分配利润增加。此外，公司转让 7 家非核心子公司股权的同时向中传控股收购了其所持有的南京高精齿轮集团有限公司及南京高特齿轮箱制造有限公司股权，所有者权益以及少数股东权益均有所下降。公司分红情况稳定，2019 年股利分红 1.20 亿元（含回购股份），占净利润的 67.80%，中诚信国际也关注到较高的分红比例不利于公司权益的积累。

表 6：近年来公司主要资产、权益情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	63.71	46.42	48.88
应收款项	77.80	78.76	74.27
其他应收款	14.32	15.04	21.87
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	14.43	1.67
存货	23.73	23.15	25.40
固定资产	32.67	26.92	30.99
在建工程	5.32	8.73	5.69
可供出售金融资产	36.17	35.80	31.19
实收资本	32.99	35.07	35.07
未分配利润	68.83	66.44	67.94
少数股东权益	5.95	5.34	0.34

注：中诚信国际将交易性金融资产计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；将其他权益工具及其他非流动金融资产计入可供出

售金融资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，受实际控制人关联子公司信托违约影响，部分银行压缩了公司授信额度，短期借款、应付票据均有所压减，但由于 2017 年发行的多期公司债券转入一年内到期或回售，短期债务压力仍然处于高位。受上述因素影响，公司总债务规模下降，其中长期债务大幅下降，而短期债务规模下降幅度不大，债务期限结构短期化严重，加之公司未受限货币资金规模有限，短期流动性压力较大。此外，公司适当加大了对上游供应商的信用支付比例，加之销售规模增加，应付账款及预收账款同比有所上升。此外，公司其他应付款为往来款，主要系向南京中传机床科技有限公司、中传控股等关联方拆借的往来款。受益于权益的积累以及债务规模的下降，2019 年末资产负债率及总资本化比率均呈下降趋势。

表 7：近年来公司主要负债及财务杠杆情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
短期借款	45.70	41.17	28.29
应付票据	47.74	45.27	38.85
应付账款	17.90	17.04	20.84
预收款项	5.82	2.94	5.19
其他应付款	16.37	21.69	23.25
一年内到期的非流动负债	5.25	5.00	19.90
短期债务	98.69	91.44	87.04
应付债券	24.12	24.11	4.98
总债务	122.96	115.56	92.03
短期债务/总债务（%）	80.26	79.13	94.58
资产负债率（%）	59.53	59.00	56.67
总资本化比率（%）	51.36	50.05	44.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司获现能力有所增强，但由于债务规模仍然维持较高水平，且公开债务偿还压力较大，整体偿债能力依然较弱

2019 年，受益于下游需求较高，公司回款情况有所改善，带动收现比增加，经营活动净现金流大幅上升。投资方面，公司收回上年购买的银行结构性理财产品 9.47 亿元，投资活动转为现金净流入态势。筹资活动方面，公司偿付银行贷款较多，加之兑付 5 亿元中期票据，筹资活动净流出敞口扩大。

2019 年，EBITDA 和总债务均有所下降，公司总债务/EBITDA 略有下滑，且受益于融资成本及债务规模的降低，整体 EBITDA 对债务利息的保障程度增加。此外，受益于经营获现的提升，经营活动净现金流对债务本息的偿付力度有所增加，但由于债务规模较大，其对本金的覆盖能力仍处于较低水平，同时扣除利息支出、股利及必要资本支出后对总债务的覆盖能力尚有待加强。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	11.38	8.25	14.51
投资活动净现金流	-6.34	-12.21	11.81
筹资活动净现金流	14.36	-13.13	-21.54
总债务/EBITDA（X）	7.43	8.47	7.71
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.21	2.21	2.52
经营净现金流/总债务（X）	0.09	0.07	0.16
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.21	1.34	3.06
（CFO-股利）/总债务（%）	6.69	0.64	10.14
货币资金/短期债务（X）	0.65	0.51	0.56

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

到期债务分布方面，公司 2020~2021 年面临到期债务高峰，2020 年以来，公司“17 南传 01”债券全部回售，兑付金额 9.00 亿元，“17 南传 02”和“17 南传 03”也即将进入回售选择期，若回售金额较大，公司将面临较大的短期偿债压力。

表 9：截至 2020 年 3 月末公司到期债务分布（亿元）

年份	2020 剩余	2021	2022 及以后
合并口径	55.16	29.73	-
母公司口径	38.60	16.98	-

资料来源：公司提供

公司外部授信有所减少，受限资产占比较高，备用流动性不足

财务弹性方面，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度共计 45.51 亿元，较 2018 年末减少 43.39 亿元，其中未使用授信额度为 5.57 亿元，银行抽贷情况严重，备用流动性不足。受南京建工债务违约事项影响，公司银行授信规模有所收缩，同时实际控制人因担保问题已被列入被执行人名单，未来外部融资能力值得关注。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保总额合计 7.80 亿元，占净资产的比重不高，目前均处于正常经营中，其中南京高传机电自动控制设备有限公司为关联企业，存在一定的代偿风险。

表 10：截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保方	是否为关联方	担保金额
南京市第四建筑工程有限公司	否	4.10
南京高传机电自动控制设备有限公司	是	1.68
岳西县高传风力发电有限公司	是	0.88
南通柴油机股份有限公司	否	0.64
南京中人能源科技有限公司	是	0.50

注：2019 年，公司将南通柴油机股份有限公司出售，不再纳入合并报表，成为公司非关联方。

资料来源：公司提供

2019 年末，公司受限资产合计为 47.50 亿元，占当期末净资产的 41.66%，其中 26.37 亿元受限货币资金为各项保证金，受限比例较高。

表 11：截至 2019 年末公司受限资产情况

受限资产	账面价值
货币资金	26.37
应收票据	11.79
固定资产	7.58
无形资产	1.76
合计	47.50

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

2019 年，公司涉及重大诉讼、仲裁共发生 4 起，合计金额 3.34 亿元，涉案金额规模不大，其中公司不当得利纠纷一案公司胜诉，1.30 亿元款项已经收回，剩余案件亦不会对公司经营情况和偿付能力造成重大影响。

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 5 月 27 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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

实际控制人被纳入被执行人名单，丰盛控股将其所持有的中国高速传动股份全部质押，南京建工违约对公司融资造成较大负面影响

公司实际控制人季昌群先生系南京建工（原名南京丰盛产业控股集团有限公司）的创始人，南京建工因公开市场已发生多起债券违约，南京建工信用资质很弱。

南京建工与公司虽无直接股权关系及业务往来，但南京建工实际控制人季昌荣与公司实际控制人季昌群为兄弟关系，债务违约事项已对公司的外部融资和资金流动性产生较大影响。此外，据中国执行信息公开网信息显示，季昌群个人因对外担保已被列入被执行人名单，执行标的 2.19 亿元，进一步影响了公司再融资能力。此外，公司对浙商产融基金投资 20 亿元，间接持有南京建工 21.6% 的股权，为其第三大股东，南京建工债务违约将对公司对外投资收益及本金回收造成影响。

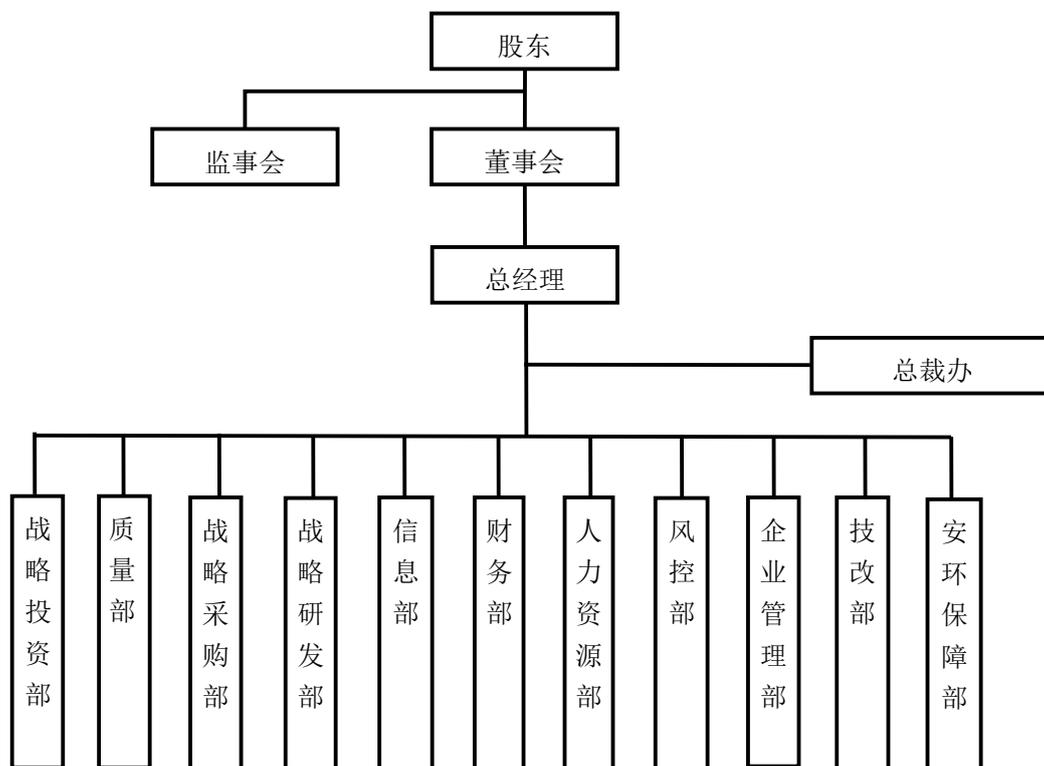
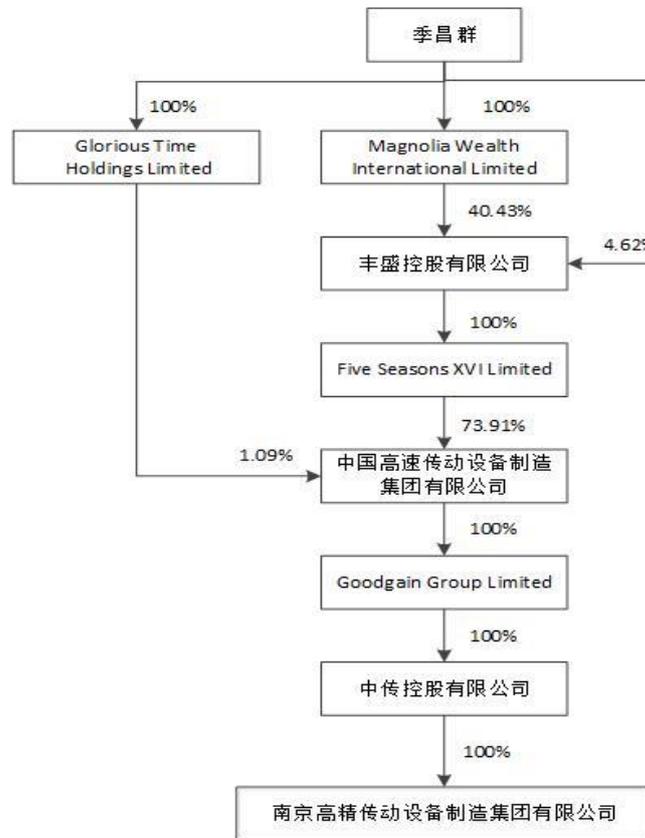
丰盛控股系公司控股股东中国高速传动的间接控股股东，据丰盛控股 2019 年年报披露，丰盛控股已将其所持有的 73.91% 中国高速传动股份全部质押，若中国高速传动股价波动，丰盛控股面临被动减持风险，进而导致公司存在实际控制人变更的潜在风险。

总体来看，中诚信国际认为公司实际控制人对公司无法形成外部支持，并对公司外部融资能力造成一定负面影响。

评级结论

综上所述，中诚信国际将南京高精传动设备制造集团有限公司的主体信用等级由 **AA-** 调降为 **A+**，将“17 南传 02”和“17 南传 03”的债项信用等级由 **AA-** 调降为 **A+**，并将主体及债项继续列入可能降级的观察名单。

附一：南京高精传动设备制造集团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：南京高精传动设备制造集团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
货币资金	637,131.84	464,213.42	488,829.90
应收账款净额	501,448.68	651,383.32	465,159.23
其他应收款	143,181.18	150,425.35	218,706.93
存货净额	237,298.63	231,459.40	254,018.45
长期投资	381,164.20	380,505.91	380,456.11
固定资产	326,650.99	269,234.10	309,930.97
在建工程	53,214.09	87,320.46	56,857.58
无形资产	70,735.15	54,526.62	59,689.50
总资产	2,877,588.78	2,813,202.29	2,631,136.55
其他应付款	163,710.35	216,860.74	232,539.69
短期债务	986,860.79	914,418.49	870,448.05
长期债务	242,701.81	241,146.52	49,843.73
总债务	1,229,562.60	1,155,565.01	920,291.78
净债务	592,430.77	691,351.59	431,461.87
总负债	1,712,985.05	1,659,763.98	1,490,957.87
费用化利息支出	51,467.36	61,643.39	47,398.83
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,164,603.73	1,153,438.31	1,140,178.68
营业总收入	800,759.34	836,195.33	972,752.57
经营性业务利润	57,340.64	-844.40	26,656.01
投资收益	25,803.39	22,931.78	28,887.15
净利润	51,890.37	23,499.87	17,683.43
EBIT	115,586.57	86,736.44	70,979.73
EBITDA	165,457.38	136,502.35	119,357.24
经营活动产生现金净流量	113,820.24	82,463.28	145,143.58
投资活动产生现金净流量	-63,398.84	-122,118.06	118,113.46
筹资活动产生现金净流量	143,625.41	-131,285.50	-215,372.79
资本支出	41,761.68	39,685.03	50,881.18

财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	26.95	18.44	19.01
期间费用率(%)	18.96	17.85	15.75
EBITDA 利润率(%)	20.66	16.32	12.27
总资产收益率(%)	4.16	3.05	2.61
净资产收益率(%)	4.52	2.03	1.54
流动比率(X)	1.38	1.42	1.28
速动比率(X)	1.21	1.25	1.10
存货周转率(X)	2.58	2.91	3.25
应收账款周转率(X)	1.56	1.45	1.74
资产负债率(%)	59.53	59.00	56.67
总资本化比率(%)	51.36	50.05	44.66
短期债务/总债务(%)	80.26	79.13	94.58
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.07	0.16
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.12	0.09	0.17
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.21	1.34	3.06
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.69	0.64	10.14
总债务/EBITDA(X)	7.43	8.47	7.71
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.15	0.14
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.21	2.21	2.52
EBIT 利息保障倍数(X)	2.25	1.41	1.50

注：中诚信国际将合同资产计入存货，将合同负债计入预收账款。

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+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+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
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	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。
C	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
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。