

跟踪评级公告

联合〔2020〕2627号

铁牛集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

铁牛集团有限公司主体长期信用等级为 A，评级展望为“负面”

铁牛集团有限公司公开发行的“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”的债券信用等级为 A

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年八月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

铁牛集团有限公司

公开发行公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：A 评级展望：负面

上次评级结果：AA 评级展望：列入可能下调信用等级的评级观察名单

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 铁牛 01	2.00 亿元	5 年 (2+3)	AA	A	2020 年 2 月 10 日
18 铁牛 02	17.20 亿元	5 年 (2+3)	AA	A	2020 年 2 月 10 日

跟踪评级时间：2020 年 8 月 12 日

担保方：应建仁先生

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	503.16	522.76	367.47
所有者权益 (亿元)	155.72	168.49	44.69
长期债务 (亿元)	68.05	51.84	32.85
全部债务 (亿元)	205.69	245.89	216.58
营业收入 (亿元)	304.89	220.09	66.19
净利润 (亿元)	13.24	11.60	-124.76
EBITDA (亿元)	34.81	26.16	-100.21
经营性净现金流 (亿元)	13.86	-15.76	-37.47
营业利润率 (%)	15.25	14.34	0.19
净资产收益率 (%)	10.83	7.16	-117.05
资产负债率 (%)	69.05	67.77	87.84
全部债务资本化比率 (%)	56.91	59.34	82.90
流动比率 (倍)	1.11	1.02	0.86
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.11	-0.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.54	2.67	-7.45
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.81	1.36	-5.22

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3. 公司长期应付款主要为融资租赁款，已计入长期债务及相关指标计算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019 年，受汽车行业景气度下行影响，铁牛集团有限公司（以下简称“公司”）整车产销量大幅下降，导致公司营业收入和毛利率大幅下降；加之对商誉等资产计提减值损失的金额巨大、期间费用对营业利润侵蚀严重，公司净利润出现巨额亏损，归属于母公司所有者权益已降为负值。此外，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司已出现债务逾期并被列入失信被执行人名单，公司及其核心子公司众泰汽车股份有限公司（以下简称“众泰汽车”）2019 年财务报表被审计机构出具无法表示意见的审计报告，公司所持众泰汽车和安徽铜峰电子有限公司（以下简称“铜峰电子”）的股份被司法冻结，涉诉金额和对外担保规模很大，持续经营能力存在重大不确定性等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，但应建仁先生所提供担保对“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”按期偿付的影响不大。

综上，联合评级决定将公司主体及“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”移出可能下调信用等级的评级观察名单，并下调公司主体长期信用等级为 A，评级展望为“负面”；同时下调“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”的债项信用等级为 A。

优势

1. 在整车领域仍具有一定的生产能力和技术水平。公司之子公司众泰汽车已形成了较完备的汽车产业链，具备发动机、变速箱、电池、电机、电控等核心零部件研发能力，掌握电机、整车控制器、电机控制器和电池管理系统

统等新能源核心技术，并已在部分车型实现“三电系统”的自主配套；拥有永康、杭州、临沂等生产基地，整车设计产能为83万辆/年。

关注

1. 受汽车行业景气度下行影响大，公司整年业务营业收入大幅下降并发生巨额亏损，净资产大幅降低。众泰汽车品牌竞争力不足，在乘用车景气度下行的背景下，2019年整车产销量大幅下降，拖累公司营业收入和毛利率大幅下降；加之计提资产减值准备，公司2019年净利润亏损124.76亿元。截至2019年末，公司所有者权益较年初下降73.48%至44.69亿元，归属于母公司所有者权益为-6.56亿元。

2. 公司及众泰汽车已出现债务逾期，公司已并被列入失信被执行人名单。根据公司所发布年报，截至2019年底，公司及合并范围内子公司存在多笔逾期债务。因未履行已生效判决，公司和子公司众泰汽车、安徽铜峰电子集团有限公司已被列入失信被执行人名单。

3. 公司和众泰汽车2019年财务报表被审计机构出具无法表示意见的审计报告。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年财务报表、天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对众泰汽车2019年财务报表均出具了无法表示意见的审计报告。

4. 公司债务负担很重，且债务结构以短期债务为主，面临很大的集中偿付压力。截至2019年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为87.84%、82.90%和42.37%；公司全部债务为216.58亿元，其中短期债务占84.83%。公司应付债券回售日均在2020年，如投资人全部选择回售，届时公司将面临很大的集中偿付压力。

5. 公司所持众泰汽车、铜峰电子股份被冻结。截至2019年末，公司直接和间接共持有众泰汽车891,816,521股股份（占众泰汽车总股本的43.99%），其中891,816,475股已被冻结。截至2019年末，公司间接持有铜峰电子94,561,280股股份（占铜峰电子总股本的16.76%），全部处于被冻结状态。

6. 公司涉诉和对外担保金额很大，存在很大或有负债风险。根据公司年报，公司2019年末对外担保额合计22.69亿元，因金融借款纠纷、买卖合同纠纷等涉及诉讼金额32.00亿元，存在很大的或有负债风险。

7. 公司申请预重整并获法院受理登记。根据公司于2020年7月22日发布的公告，公司已向永康市人民法院提交预重整申请，永康市人民法院已受理。

分析师

孙长征 登记编号（R0040218070004）

崔濛骁 登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



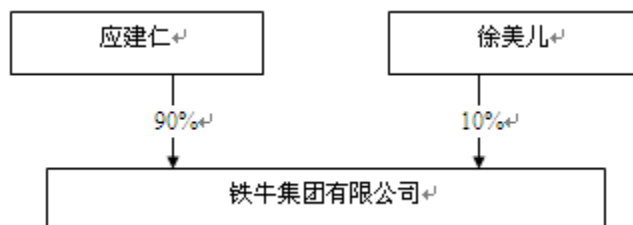
崔漫晓

联合信用评级有限公司

一、主体概况

铁牛集团有限公司（以下简称“公司”或“铁牛集团”）前身系浙江铁牛实业有限公司（以下简称“铁牛实业”），由自然人应建仁、徐美儿共同出资组建，初始注册资本为 1,200 万元，实收资本为 1,200 万元，其中自然人应建仁出资 1,100 万元，自然人徐美儿出资 100 万元。此后，经过 3 次增资，铁牛实业于 2003 年 8 月更名为现名。2016 年，公司收购永康众泰汽车有限公司（以下简称“永康众泰”）原第一、第二大股东合计 51.92% 股权，收购完成后公司拥有永康众泰 56.83% 的股权，并将永康众泰纳入合并范围；2017 年，公司控股上市子公司黄山金马股份有限公司（以下简称“金马股份”）以发行股份的方式购买铁牛集团等交易对方合计持有的永康众泰 100% 股权，金马股份名称变更为“安徽众泰汽车股份有限公司”（以下简称“众泰汽车”），同时股票简称变更为“众泰汽车”，股票代码仍为：000980.SZ；众泰汽车更名为众泰汽车股份有限公司。2017 年 10 月，公司新增注册资本 8 亿元至 16.68 亿元。截至 2019 年末，公司注册资本为 16.68 亿元，实际控制人为应建仁先生，股权结构如下图所示。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司未变更经营范围，公司本部组织架构未发生重大变化。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 11 家。截至 2019 年末，公司直接和间接共持有众泰汽车 43.99% 的股份，其中已质押股份占 84.48%，被冻结股份占 99.99%。截至 2019 年末，公司通过全资子公司安徽铜峰电子集团有限公司（以下简称“铜峰集团”）间接持有安徽铜峰电子股份有限公司（上海证券交易所上市公司，股票简称“铜峰电子”，股票代码“600237.SH”）16.76% 的股份，全部处于被冻结状态。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 367.47 亿元，负债合计 322.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益-6.56 亿元。2019 年，公司实现营业收入 66.19 亿元，净利润（含少数股东损益）-124.76 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-59.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额-37.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.60 亿元。

公司注册地址：浙江省金华市永康市经济开发区北湖路 19 号第 1 层；法定代表人：应建仁。

二、债券发行情况及募集资金使用

2018 年，公司获得中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕85 号文核准，面向合格投资者公开发行不超过 20 亿元的公司债券，并进行了分期发行。

1. 18 铁牛 01

2018 年 6 月 15 日，公司公开发行“铁牛集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”，并于 2018 年 7 月 3 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“18 铁牛 01”，债券代码“143683.SH”，

发行规模为人民币 2.80 亿元，票面利率 7.20%，期限为 5 年，每年付息一次，到期一次还本，在第 2 年末和第 4 年末设置利率上调选择权和投资者回售选择权。

“18 铁牛 01”由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2020 年 6 月 15 日，公司支付了“18 铁牛 01”2019 年 6 月 15 日至 2020 年 6 月 14 日的利息，并支付了债券持有人回售资金 0.80 亿元，债券本金余额为 2.00 亿元。截至报告出具日，“18 铁牛 01”募集资金已按照募集说明书约定用途全部使用完毕。

2. 18 铁牛 02

2018 年 12 月 24 日，公司公开发行“铁牛集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）”，并于 2019 年 1 月 10 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“18 铁牛 02”，债券代码“155104.SH”，发行规模为人民币 17.20 亿元，票面利率 7.20%，期限 5 年，每年付息一次，到期一次还本，在第 2 年末和第 4 年末设置利率上调选择权和投资者回售选择权。

“18 铁牛 02”由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2019 年 12 月 24 日，公司支付了“18 铁牛 02”2018 年 12 月 24 日至 2019 年 12 月 23 日的利息。截至本报告出具日，募集资金已按照募集说明书约定用途全部使用完毕。

三、行业分析

2019 年，我国汽车行业景气度下行，乘用车、新能源车产销量均出现下降，商用车受外部环境影响，产量小幅上升，产销情况好于乘用车。

2019 年，汽车行业在转型升级过程中受中美经贸摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素的影响，面临的下行压力进一步加大，市场景气度连续下行，产销量与行业主要经济效益指标均呈现负增长。根据中国汽车工业协会的统计数据，2019 年，我国汽车产销量继续蝉联全球第一，产销量分别为 2,572.06 万辆和 2,576.87 万辆，同比分别下降 7.51%和 8.23%，降幅比上年分别扩大 4.20 个百分点和 5.46 个百分点。

乘用车方面，2019 年，乘用车产销量分别为 2,136.02 万辆和 2,144.42 万辆，同比分别下降 9.22%和 9.56%，占汽车产销比重分别达到 83.05%和 83.22%，分别低于上年产销量比重的 1.56 个百分点和 1.22 个百分点。其中，轿车产销量同比分别减少 124.70 万辆和 123.44 万辆，同比分别下降 10.86%和 10.70%；SUV 产销量同比分别减少 59.99 万辆和 62.72 万辆，同比分别下降 6.03%和 6.28%。

新能源车方面，受补贴退坡影响，2019 年，新能源汽车产销量整体呈现下降态势，全年产销量分别为 124.18 万辆和 120.60 万辆，同比分别下降 2.25%和 4.00%。其中，纯电动汽车产销量分别为 102.00 万辆和 97.20 万辆，同比分别增长 3.40%和下降 1.20%；插电式混合动力汽车产销量分别为 22.00 万辆和 23.20 万辆，同比分别下降 22.50%和 14.50%；燃料电池汽车产销量分别为 2,833 辆和 2,737 辆，同比分别增长 85.50%和 79.20%。

商用车方面，在基建投资回升、国 III 汽车淘汰、新能源物流车快速发展，治超加严等利好因素促进下，商用车产销好于乘用车，商用车产销分别完成 435.75 万辆和 432.16 万辆，产量同比增长 1.84%，销量下降 1.05%。分车型产销情况看，客车产销分别完成 46.97 万辆和 47.15 万辆，同比分别下降 3.5%和 3.99%；货车产销分别完成 388.78 万辆和 385.01 万辆，产量同比增长 2.75%，销量同比下降 0.68%。

钢材作为汽车制造的主要原材料，全年价格波动幅度收窄，呈下行趋势，一定程度上降低了车

企业的成本控制压力。

从上游来看，钢材是汽车制造的主要原材料，汽车整车及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动将对汽车生产企业的利润空间和盈利水平产生一定影响。2019 年全年钢材价格波动幅度收窄，涨跌节奏变化加快，价格和行业盈利重心均出现下行，CSPI 国内钢材价格平均指数为 107.98 点，同比下降 6.77 点，降幅为 5.90%。除 2019 年 3 月份、2019 年 11 月份同比上升外，其余月份同比均有所下降。其中，汽车生产主要用钢中厚板、热轧卷板、冷轧薄板和热轧无缝管价格下降幅度较大，分别下降 323 元/吨、293 元/吨、287 元/吨和 426 元/吨。钢铁价格下降一定程度降低了车企的制造成本。

目前，我国人均汽车保有量仍远低于欧美日等发达国家和世界平均水平，长期看汽车刚性需求依然存在。

从下游来看，中国人均汽车保有量仍远低于欧美日等发达国家和世界平均水平，长远看目前我国仍处于工业化和城镇化同步加速发展的阶段，中国汽车市场的增长空间仍旧较大，汽车刚性需求仍然存在。目前，中国的千人保有量相当于美国上世纪三十年代水平，普遍低于欧美发达国家（美国 770 辆/千人、加拿大 625 辆/千人、德国 526 辆/千人、日本 526 辆/千人、中国大约 110~120 辆/千人），在发展中国家也只能算中等水平。近年来，我国城镇居民可支配收入持续平稳增长，对乘用车的需求提供了一定的支撑，2019 年我国城镇居民人均可支配收入为 42,359.00 元，同比增长 7.92%。在公路建设上，近年来，我国固定资产投资额逐年增长，平均保持 5% 以上的增速，使得高速公路里程数增长至 2019 年的 13.64 万公里，这为城际之间的交通提供了很大便利，从而提升了乘用车的需求。

竞争格局方面，2019 年我国汽车销量前十位的企业集团排名较上年度未发生变化，但市场集中度进一步提升。

从汽车行业整体市场格局上看，2019 年，汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为 2,329.40 万辆，同比下降 6.70%，占汽车销售总量的 90.40%，集中度高于上年同期 1.50 个百分点。前十名企业集团依次为：上汽、东风、一汽、北汽、广汽、长安、吉利、长城、华晨和奇瑞，各品牌排名较上年度未发生变化，但市场集中度进一步提升。

政策方面，汽车领域受到政府较多的政策调控，预计 2020 年将有更多政策出台，以提振汽车消费。

行业政策方面，2019 年 1 月 28 日，发改委发布了《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》，文件放宽汽车限购；取消二手车流通限制；推动老旧汽车报废更新；促进农村汽车更新换代；推进皮卡进城；新能源车补贴及免征购置税；完善新能源车基建等。2019 年 6 月 28 日，财政部、税务总局发布《关于继续执行的车辆购置税优惠政策的公告》，自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置新能源汽车免征车辆购置税，公告自 2019 年 7 月 1 日起施行。2020 年 1 月 21 日，工业和信息化部和国家税务总局公布第十三批《享受车船税减免优惠的节约能源使用新能源汽车车型目录》。第十三批名单中共涉及 169 款车型，其中，汽、柴油轻型商用车 4 款，天然气重型商用车 19 款，汽、柴油重型商用车 18 款；插电式混合动力乘用车 4 款，纯电动商用车 105 款，插电式混合动力商用车 4 款，燃料电池商用车 15 款。2020 年 3 月 31 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议。会议确定了多项政策，其中，为促进汽车消费，会议提出三项有关汽车消费的利好政策：一是将年末到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长 2 年；二是中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；三是对二手车经销企业销售旧车，从 5 月 1 日至 2023 年末减按销售额 0.50% 征收增值税。2020

年3月，广州市发布《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务的若干措施》，给予消费者新能源汽车补贴及置换新车补贴，以提振汽车消费。预期2020年将有更多限购放松、以旧换新及支持新能源汽车发展等利好政策出台，以缓解汽车市场的下行压力。

新冠肺炎疫情加大了汽车行业下行压力，尤其是疫情严重的湖北地区，其作为我国重要的汽车产业基地，直接影响当地车企的产销量，对供应链造成冲击，短期内制约了汽车供应能力和抑制了汽车消费需求。

行业关注方面，新型冠状病毒肺炎疫情增加行业下行压力。疫情严重的湖北地区及比较严重的广东、浙江等地区都是我国汽车工业大省且零部件配套企业众多，由于整车厂全国配套，产业链长，疫情除直接影响当地整车企业的产销量以外，短期内还将影响全国零部件供应，从而制约整车的生产节奏。同时，疫情还造成国内购车需求和消费能力短期内明显下降，中小企业资金链断裂隐患加大。但疫情结束后，抑制的消费需求预计会在短期内得到释放，加上居民对于公共出行方式不安全性的担忧将有所上升，将会对个人首次购车需求有一定促进。

未来，汽车行业将进入洗牌阶段，行业竞争态势将更加激烈。

未来，在新一轮科技革命和产业变革的推动下，汽车产业加速向智联化、电动化、数字化、共享化方向发展。以新能源汽车、智能网联汽车为代表的新动能正在发展壮大，智能交通、共享出行等新型商业模式正在快速兴起。国内汽车产业正处于转变发展方式、优化产业结构、转换增长动力，由高速增长转向高质量发展的关键时期，汽车市场正从销量市场向存量市场转变，市场洗牌进程将进一步加剧，以市场为导向的竞争态势将愈发激烈。

四、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化；根据公司公告，公司监事由洪念就变更为应卓轩。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，受汽车板块产销下降以及五金冲压件及模具板块停止经营的影响，公司营业收入和综合毛利率均大幅下降。

跟踪期内，公司五金冲压件及模具板块停止经营，收入主要来源于为汽车（含整车、配件及服务）、电子材料、房地产和贸易等板块。受汽车行业景气度下行、行业两级分化加剧等因素影响，2019年公司汽车销量大幅下降，实现营业收入66.19亿元，较上年下降69.93%；因收入下降、计提资产减值，净利润由上年的11.60亿元转为巨额亏损124.76亿元。

表1 2018—2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车	154.78	70.32	14.59	32.72	49.43	-3.67
电子材料	8.62	3.92	16.49	6.20	9.36	16.68
房地产	20.73	9.42	31.01	7.95	12.01	15.08
贸易	--	--	--	11.93	18.03	0.06
其他主营业务	5.07	2.30	8.41	6.60	9.97	6.63
五金冲压件及模具	29.76	13.52	19.91	--	--	--

其他业务收入	1.14	0.52	51.96	0.79	1.20	27.64
合计	220.09	100.00	16.98	66.19	100.00	2.57

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2019年，公司汽车板块收入为32.72亿元，较上年大幅下降78.86%，主要系汽车行业景气度下行，公司所产车型市场认可度下降所致；占营业收入的比例由上年的70.32%下降至49.43%。2019年，公司电子材料业务收入为6.20亿元，较上年下降28.09%，主要系公司2019年将铜峰电子的其他收入从该板块剔除，以及铜峰电子2019年主要产品销量、销售价格下降所致；占营业收入的比例由上年的3.92%上升至9.36%。2019年，公司房地产业务收入为7.95亿元，较上年下降61.65%，主要系已实现销售项目中，当期完工结转的项目减少所致；占营业收入的比重为由上年的9.42%上升至12.01%。2019年，公司其他主营业务收入占比小，新增的贸易业务利润空间小，二者对公司经营成果影响不大。

从毛利率看，2019年，公司汽车业务毛利率由上年的14.59%下降至-3.67%，主要系固定成本较高，而公司汽车销量及销售收入大幅下降所致。2019年，公司电子材料业务毛利率较上年上升0.19个百分点，变化不大。2019年，公司房地产业务毛利率较上年下降15.93个百分点至15.08%，主要系结转项目差异较大所致。受上述因素影响，2019年，公司综合毛利率为2.57%，较上年下降14.41个百分点。

2. 众泰汽车

由于乘用车行业景气度下行、汽车品牌两级分化加剧，2019年众泰汽车整车产销量及销售收入大幅下降；由于固定成本较高、计提资产减值损失，众泰汽车2019年净利润出现巨额亏损。

众泰汽车为公司汽车板块的经营主体，目前拥有“众泰”“江南”“君马”三个自主品牌，产品覆盖轿车、SUV、MPV和新能源汽车等细分市场。众泰汽车在传统汽车、新能源汽车两大领域具备发动机、变速箱、电池、电机、电控等核心零部件研发能力；掌握电机、整车控制器（VCU）、电机控制器（MCU）和电池管理系统（BMS）等新能源核心技术，并已在EZ500、E330等车型实现三电系统的自主配套；拥有永康、杭州、临沂等7个生产基地，整车设计产能为83万辆/年。

采购方面，2019年，众泰汽车主要采购商品仍为汽车生产制造所需的原材料、零部件及辅材物料等，每月由采购部门根据生产部门提供的生产指令计划及售后服务部门提供的备件采购计划向供应商下发采购订单，由供应商予以确认并及时供货。采购结算方面，在采购一般零部件时，众泰汽车一般与供应商采用90天票据结算方式；对于发动机、变速箱、电池、电机及控制系统等关键零部件的采购，众泰汽车一般采用30天票据结算或预付款项等采购结算方式。

生产方面，2019年，众泰汽车未增加产能，仍主要采取以销定产的模式来组织日常生产工作，定期组织产销平衡会议，根据销售单位提供的订单需求制定生产计划，并由冲压、焊装制造、涂装制造、总装制造等部门具体执行生产过程，采购、技术研发、运输等部门提供协助。受销售量下降的影响，2019年，众泰汽车整车产量为1.62万辆，较上年大幅下降88.66%；产能利用率由上年的17.22%下降至1.95%，处于很低水平。

表2 2018—2019年众泰汽车整车产量及产能利用率（单位：辆、%）

项目	2018年	2019年
整车产能	830,000	830,000
整车产量	142,952	16,215
产能利用率	17.22	1.95

资料来源：众泰汽车年报及公司提供数据

销售方面，2019年，众泰汽车仍主要采用特许销售服务店模式和网销模式，其中网销模式主要通过天猫、京东、汽车之家、易车网等电商平台和汽车网站的合作开展。销售结算方面，众泰汽车采用现汇与票据结合的方式，受乘用车景气度下降和公司产品销路不畅等因素影响，2018年以来，下游经销商资金紧张，众泰汽车对经销商的赊销比例有所上升，账期有所延长；对于新能源汽车政府补贴款，众泰汽车根据终端销售数量申请财政补贴，相关部门核实后进行补贴资金清算。

2019年，受我国乘用车行业景气度继续下行、不同品牌汽车两级分化加剧的影响，众泰汽车销售汽车2.12万辆，较上年大幅减少86.29%；由于主要采取以销定产的模式，并积极进行库存消化，2019年，公司产销率为130.89%。

表3 2018—2019年众泰汽车整车销量及产销率（单位：辆、%）

项目	2018年	2019年
整车销量	154,844	21,224
产销率	108.32	130.89

资料来源：众泰汽车年报

受整车销量下降影响，2019年，众泰汽车营业收入较上年大幅下降79.78%至29.86亿元；同时，因固定成本占比较高，加之计提资产减值损失，众泰汽车2019年净利润亏损111.91亿元。

3. 铜峰电子

2019年，铜峰电子主要产品的产量、销量小幅下降，因主要产品销售价格下降，加之计提资产减值损失，铜峰电子营业收入小幅下降，净利润出现亏损。

铜峰电子为公司电子材料业务的运营主体，2019年，铜峰电子产品仍主要包括电子级薄膜材料和电容器等。

成本构成方面，2019年，铜峰电子的电子材料生产成本构成中，原材料占比为72.83%、制造费用占比为14.10%、人工费用占比为7.87%、燃料动力占比为5.19%，原材料成本占比较高。

从采购方面看，2019年，铜峰电子的电子材料业务所使用的原材料仍主要为聚丙烯颗粒和聚酯切片等，采购包括进口材料采购及国内材料采购。进口材料采购中，电工级聚丙烯原材料主要依靠进口，铜峰电子根据生产计划及材料消耗制定所需原材料清单，结合原材料安全库存量，制定采购计划；国内材料采购中，铜峰电子在选定合格供应商后，采用招投标方式确定原材料的采购价格，依据销售计划下达原材料采购计划。2019年，铜峰电子对前五名供应商采购额占年度采购总额的比例为31.87%，较上年上升5.57个百分点，采购集中度较高。

从生产方面看，2019年，铜峰电子薄膜材料和电容器的生产模式未发生变化。其中，对电容器产品，公司主要根据订单生产；对薄膜材料产品，公司结合生产线运行平衡及节能的需要，采用安全库存及以销定产并行的模式。2019年，铜峰电子薄膜材料产量为15,513.20吨，较上年下降0.62%，变化不大；电容器产量为5,369.30万只，较上年下降8.83%。

从销售方面看，铜峰电子的产品销售分为国内销售和国外销售，其中，国内销售主要采用直接销售模式，国外销售主要通过全资子公司安徽铜峰世贸进出口有限公司实现产品出口。2019年，铜峰电子薄膜材料销售量为12,048.89吨，较上年下降9.82%；产销率为77.69%，较上年下降7.92个百分点，主要系更多用于自身电容器生产所致；电容器销量为5,487.50万只，较上年下降6.04%，产销率为102.20%。

表 4 2018—2019 年铜峰电子主要产品销售情况（单位：吨、万只、%）

年份	产品	产量	销量	产销率
2018 年	薄膜材料	15,609.88	13,360.33	85.59
	电容器	5,889.01	5,840.23	99.17
2019 年	薄膜材料	15,513.20	12,048.8	77.69
	电容器	5,369.30	5,487.50	102.20

资料来源：铜峰电子年报

从销售集中度来看，2019 年，铜峰电子对前五名客户销售额占年度销售总额的比例为 19.66%，销售集中度较低。销售价格方面，2019 年，铜峰电子主要产品中除电力电子电容器及印刷用聚脂膜外，其他产品的市场需求及销售价格均存在不同程度的下降。

因主要产品销量、售价下降，2019 年，铜峰电子营业收入较上年下降 7.15%至 8.22 亿元，综合毛利率由上年的 18.32%下降至 14.40%。受上述因素及计提资产减值损失的影响，2019 年，铜峰电子净利润由上年盈利 0.10 亿元转为亏损 1.62 亿元。

4. 重大事项

（1）公司申请预重整并获法院受理登记

根据公司于2020年7月22日发布的《铁牛集团有限公司关于预重整申请受理的公告》，公司已向永康市人民法院提交预重整申请，并已收到永康市人民法院《通知》，对公司预重整申请受理登记。

（2）公司及控股子公司众泰汽车出现债务逾期，公司并已被列入失信被执行人名单

根据公司经审计财务报告，截至2019年底，公司及合并范围内子公司已逾期未偿还的短期借款合计1.21亿元，已逾期未偿还的一年内到期的长期借款2.96亿元，已逾期未偿还的一年内到期的长期应付款5.88亿元；逾期未还债务中，部分债务为众泰汽车下属子公司的债务。

因未履行已生效判决，公司已被法院列入失信被执行人名单。

（3）公司所持众泰汽车、铜峰电子股份被司法冻结

截至 2019 年末，公司直接和间接共持有众泰汽车 891,816,521 股股份（占众泰汽车总股本的 43.99%），其中 891,816,475 股已被冻结。截至 2019 年末，公司间接持有铜峰电子 94,561,280 股股份（占铜峰电子总股本的 16.76%），全部处于被冻结状态。

（4）子公司众泰汽车涉及大量诉讼

根据众泰汽车2019年年度报告，受债务危机影响，2019年末众泰汽车作为被告/申请人发生的诉讼仲裁共489起，主要涉及借款合同纠纷、买卖合同纠纷、承揽定做合同纠纷等，累计金额30.42亿元。除上述金额重大的诉讼外，截至2020年7月10日，和解或调解结案合计168起，管辖异议13起，撤诉及中止审理17起，取得判决书或其他生效法律文书的154起，待开庭及审理中的137起，未决诉讼总金额约为19.08亿元。

（5）公司及众泰汽车2019年财务报表被审计机构出具无法表示意见的审计报告

2020年7月10日，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年财务报表出具了无法表示意见的审计报告，形成无法表示意见的基础主要包括：①子公司众泰汽车经营资金短缺导致车型停产、工资逾期未付、供应商货款逾期起诉、银行账户冻结，存在对公司持续经营能力存在重大疑虑的重大不确定性。②公司存在众多诉讼及抵押担保事项，审计机构无法获取充分、适当的审计证据，以判断公司计提预计负债是否公允、完整，无法判断是否存在其他诉讼、抵押及对外担保事项可能对财务报告的影响。③公司向供应商预付资产、技术转让、材料款等约29.98亿元，应收2018年业绩补偿款21.49亿元，审计机构未能获取充分的审计证据确认上述款项的性质及可回收性。④公

司因疫情及相关仓库管理人员离职等原因，无法配合审计机构实施存货监盘。⑤公司固定资产账面价值62.01亿元，在建工程账面价值1.52亿元，无形资产账面价值29.27亿元，由于资金短缺，公司开工不足，设备大量闲置，审计机构无法判断公司对固定资产、在建工程及无形资产计提减值准备的合理性。⑥公司已确认递延所得税资产余额4.37亿元，审计机构无法判断公司未来能否产生足够的应纳税所得额用于抵扣。⑦2019年11月，公司转让两家子公司股权，截至审计报告日，公司未能提供丧失控制权日子公司的财务报表及会计账簿、会计凭证及转让协议等有关资料。

2020年6月22日，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对众泰汽车2019年财务报表出具了无法表示意见的审计报告，形成无法表示意见的基础主要包括与持续经营能力相关的重大不确定性、业绩补偿的可回收性、与重大预付款项相关的不确定性、递延所得税资产的确认和或有事项等。

（6）业绩补偿相关事项

因永康众泰2018年未达到业绩承诺，根据公司与众泰汽车签署的《盈利预测补偿协议》，以及公司与金浙勇签订的《关于收购永康众泰汽车有限公司部分股权的盈利预测及对价调整协议书》，公司应以46,846.97万股股票对众泰汽车进行股份补偿，同时永康众泰原实际控制人金浙勇应补偿公司现金20.28亿元。截至本报告出具日，金浙勇应给与公司的现金补偿尚未到账。

此外，因审计机构出具了无法表示意见的审计报告，根据相关《盈利预测补偿协议》及其补充协议，无法确认经审计的永康众泰2019年度归属于母公司股东的净利润金额及扣除非经常性损益以及配套募集资金所产生的损益后的净利润金额。

因未履行对众泰汽车的补偿义务，中国证券监督管理委员会浙江监管局（以下简称“浙江证监局”）于2020年4月对公司下发的《关于对铁牛集团有限公司采取责令改正措施的决定》，决定对公司采取责令改正的监督管理措施，并将相关情况记入证券期货市场诚信档案。

（7）众泰汽车及相关人员被监管部门出具警示函

因众泰汽车未及时对2019年业绩预告进行修正，以及在编制2019年一季报、半年报和三季报过程中出现会计差错，导致营业收入、营业成本同时虚增，信息披露不准确，浙江证监局于2020年7月对众泰汽车及其董事长兼总裁金浙勇等相关责任人采取出具警示函的监督管理措施，并计入证券期货市场诚信档案。

（8）众泰汽车年报被交易所问询

2020年6月29日，深圳证券交易所对众泰汽车下发《关于对众泰汽车股份有限公司的年报问询函》（公司部年报问询函〔2020〕第186号），问询内容主要包括众泰汽车经营业绩、产销量大幅下降的原因及合理性，是否具备持续经营能力，是否存在控股股东及相关方逃避业绩补偿损害上市公司利益的情形，流动性风险，资产减值损失的计提，诉讼仲裁事项多个等方面。公司于2020年7月21日进行了回复。

5. 经营关注

（1）公司汽车整车销量和营业收入大幅下降

汽车整车业务行业周期性较为明显，且易受政策影响，2018年以来行业发展低迷。同时，公司整车业务起步较晚，核心竞争力不足，目前市场占有率较低，品牌形象及市场知名度仍有待提升。2019年，公司汽车整车销量同比大幅下降86.29%；受其影响，公司营业收入较上年下降69.93%。

（2）公司持续经营能力存在重大不确定性

2019年，公司营业收入大幅下降，并出现重大亏损；所持重要子公司股份几乎全部处于被冻结状态；核心子公司众泰汽车经营资金短缺导致车型停产、工资逾期未支付、供应商货款逾期起诉、

银行账户冻结；公司已被列为失信被执行人。公司持续经营能力存在重大不确定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为“无法表示意见”。公司财务报表按照《企业会计准则》及财政部等部门最新相关要求编制。会计政策变更对公司净利润无实质影响。

2019 年，公司合并范围内减少 2 家子公司（转让），截至 2019 年末，公司合并范围内子公司共 11 家，合并范围变动较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 367.47 亿元，负债合计 322.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益-6.56 亿元。2019 年，公司实现营业收入 66.19 亿元，净利润（含少数股东损益）-124.76 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-59.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额-37.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.60 亿元。

2. 资产质量

截至2019年末，因计提资产减值准备，公司资产规模较年初大幅下降，资产构成以流动资产为主；流动资产中应收账款和存货占比大，对营运资金形成较大占用；非流动资产以固定资产和无形资产为主；公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 367.47 亿元，较年初下降 29.71%，主要系非流动资产减少所致。其中，流动资产占 66.56%，非流动资产占 33.44%。公司资产以流动资产为主，流动资产占比较年初上升较快。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 244.58 亿元，较年初下降 18.98%，主要系货币资金和应收账款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.72%）、应收账款（占 26.44%）、其他应收款（占 15.67%）和存货（占 31.75%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 36.00 亿元，较年初下降 44.56%，主要系汽车整车销量大幅下降，收入下降所致。货币资金中有 20.92 亿元使用权受限，受限比例为 58.11%，主要包括被司法冻结的银行存款 2.57 亿元、银行承兑汇票保证金 17.96 亿元等。

截至 2019 年末，公司应收账款为 64.66 亿元，较年初下降 18.48%，主要系公司汽车销量下降、收入减少所致。应收账款账面余额为 69.44 亿元，主要包括单项金额重大并单独计提坏账准备的应收款项 15.38 亿元、按信用风险特征组合计提坏账准备的应收款项 53.28 亿元等。按信用风险特征组合计提坏账准备的应收款项中，账龄分析组合 40.26 亿元，无风险组合 13.02 亿元。按账龄分析法计提坏账准备的应收款项中，账龄 1 年以内的占 44.85%，1~2 年的占 49.50%，2~3 年的占 4.90%，其余账龄在 3 年以上，公司应收账款账龄较长。截至 2019 年末，公司累计计提坏账准备 4.77 亿元，计提比例为 6.87%；应收账款前五大欠款方余额合计为 27.87 亿元，占比为 40.13%，集中度高。

截至 2019 年末，公司其他应收款为 38.32 亿元，较年初增长 24.22%，主要系往来款和股权转让款增加所致；其他应收款账面余额为 39.49 亿元，主要包括业绩承诺补偿款 21.49 亿元、往来款 10.18 亿元、股权转让款 4.76 亿元等，其中业绩承诺补偿款的回收存在较大不确定性。截至 2019 年末，公司对其他应收款共计提坏账准备 1.17 亿元，计提比例为 2.96%。

截至 2019 年末，公司存货为 77.66 亿元，较年初下降 15.76%，主要系公司汽车产销规模下降所致。存货主要由原材料（占 12.02%）、库存商品（占 11.52%）、在产品（占 4.13%）、开发成品（占 11.54%）和开发成本（占 57.90%）等构成，累计计提跌价准备 4.93 亿元，计提比例为 5.97%。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 122.89 亿元，较年初下降 44.36%，主要系商誉下降所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 50.46%）、无形资产（占 23.82%）和其他非流动资产（占 11.95%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产为 62.01 亿元，较年初下降 20.33%，主要系计提折旧和减值准备所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 43.70%）和机器设备（占 54.81%）构成，已累计计提折旧 45.10 亿元；固定资产成新率为 63.14%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司无形资产为 29.27 亿元，较年初下降 34.77%，主要系计提减值准备所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 50.86%）、商标权（占 22.16%）和专用技术（占 19.38%）构成，累计摊销 16.27 亿元，计提减值准备 11.89 亿元。

截至 2019 年末，公司商誉为 1.66 亿元，较年初下降 97.35%，主要系计提商誉减值准备所致。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 14.68 亿元，较年初增长 712.16%，主要系长期资产购置款增加所致。

资产受限方面，截至 2019 年末，公司受限资产总额为 95.25 亿元，占总资产的 25.92%，受限比例较高。

表 5 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	20.92	票据保证金
存货	25.69	抵押借款
固定资产	23.00	抵押借款
无形资产	13.35	抵押借款
应收票据	0.03	银行承兑汇票质押
应收账款	12.26	质押借款
合计	95.25	--

注：公司所持子公司价值 48.63 亿元的股权已于质押借款并因诉讼被冻结
资料来源：公司年报

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债总额和债务规模较年初有所下降，流动负债、短期债务占比进一步上升；公司债务负担很重，且债务结构有待优化。

截至 2019 年末，公司负债总额为 322.78 亿元，较年初下降 8.89%，主要系非流动负债下降所致。其中，流动负债占 88.15%，非流动负债占 11.85%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债为 284.52 亿元，较年初下降 3.68%，主要系应付票据和应付账款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 39.83%）、应付票据（占 13.28%）、应付账款（占 17.59%）、预收款项（占 9.19%）和一年内到期的非流动负债（占 11.47%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 113.31 亿元，较年初增长 5.19%；短期借款中，质押借款占 1.41%，抵押借款占 36.75%，抵押结合保证借款占 11.11%，保证借款占 14.96%，质押结合保证借款占 27.00%，抵押、质押结合保证借款占 8.77%。公司短期借款中，有 1.21 亿元已逾期。

截至 2019 年末，公司应付票据为 37.79 亿元、应付账款为 50.06 亿元，分别较年初下降 33.48% 和 26.18%，主要系采购规模下降所致。应付票据中，银行承兑汇票占 98.88%；应付账款主要为应付货款（占 91.78%），账龄以 1 年内为主。

截至 2019 年末，公司预收款项为 26.14 亿元，较年初增长 51.25%，主要系预收售房款增加所致，其中预收售房款 16.46 亿元，占 62.95%；预收其他款项 9.69 亿元，占 37.05%。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 32.62 亿元，较年初增长 10.55%，主要系一年内到期的长期借款、长期应付款增长所致。其中，重要的已逾期未偿还的一年内到期长期借款共 2.96 亿元，重要的已逾期未偿还的一年内到期长期应付款 5.88 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 38.26 亿元，较年初下降 35.05%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 16.15%）、应付债券（占 52.28%）和长期应付款（占 17.45%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 6.18 亿元，较年初下降 71.64%，主要系即将到期借款转入流动负债所致；长期借款主要由抵押借款（占 23.64%）、保证借款（占 53.17%）和抵押结合保证借款（占 23.19%）构成。

截至 2019 年末，公司应付债券为 20.00 亿元，较年初无变化。公司应付债券回售日均在 2020 年，如投资人全部选择回售，届时公司将面临很大的集中偿付压力。

截至 2019 年末，公司长期应付款为 6.67 亿元，较年初下降 33.62%，主要系部分长期应付款即将到期转入流动负债所致；公司长期应付款全部为应付融资租赁款。

截至 2019 年末，公司全部债务为 216.58 亿元，较年初下降 11.92%。其中，短期债务占 84.83%，长期债务占 15.17%，以短期债务为主。短期债务合计 183.73 亿元，较年初下降 5.32%；长期债务合计 32.85 亿元，较年初下降 36.63%。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 87.84%、82.90%和 42.37%，较年初分别上升 20.07 个百分点、23.56 个百分点和 18.84 个百分点，主要系 2019 年公司所有者权益大幅下降所致。公司债务负担很重。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益较年初大幅下降，归属于母公司所有者权益已为负值。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）44.69 亿元，较年初下降 73.48%；因重要子公司众泰汽车巨额亏损，归属于母公司所有者权益和少数股东权益均大幅下降。其中，归属于母公司所有者权益已下降为-6.56 亿元。

4. 盈利能力

2019 年，受汽车销量大幅下降影响，公司收入规模大幅下降，加之资产减值损失计提金额巨大，公司出现巨额亏损。

2019 年，公司实现营业收入 66.19 亿元，较上年下降 69.93%，主要系汽车销量大幅下降所致。公司营业成本为 64.49 亿元，较上年下降 64.70%。公司净利润为-124.76 亿元，较上年的 11.60 亿元大幅下降，主要系收入下降以及公司对商誉等资产计提减值损失所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 46.98 亿元，较上年增长 26.85%，主要系管理费用和研发费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 19.38%、31.53%、21.20%和 27.89%。其中，销售费用为 9.11 亿元，较上年下降 22.41%，主要系公司汽车销售规模下降所致；管理费用为 14.82 亿元，较上年增长 63.48%，主要系停工损失和折旧与摊销等增加所致；研发费用为 9.96 亿元，较上年增长 62.28%，主要系合作协作研究与交流、设计费

等增加所致；财务费用为 13.10 亿元，较上年增长 29.68%，主要系利息费用增加所致。2019 年，公司费用收入比为 70.98%，较上年上升 54.15 个百分点，公司费用控制能力大幅下降。

2019 年，公司计提资产减值损失 86.76 亿元，主要包括商誉减值损失 61.20 亿元、无形资产减值损失 11.73 亿元、固定资产减值损失 4.80 亿元、坏账损失 4.44 亿元和存货跌价损失 3.66 亿元。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 0.19%，较上年下降 14.15 个百分点，主要系汽车产销量下降，单位成本上升所致。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为-32.95%、-26.25%和-117.05%，盈利指标大幅恶化。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金继续呈净流出状态且流出规模有所扩大，投资活动现金由净流出转为净流入。考虑到公司债务规模和目前主营业务发展状况，未来债务偿还还将主要依赖于资产处置和举借新债。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 90.42 亿元，较上年下降 59.11%，主要系收入规模下降，销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；经营活动现金流出量为 127.89 亿元，较上年下降 46.01%，主要系采购量下降，购买商品、接受劳务支付的现金和支付的税费减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金流量净额为-37.47 亿元，流出规模较上年增长 1.37 倍。2019 年，公司现金收入比为 108.87%，较上年上升 12.39 个百分点。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 21.95 亿元，较上年增长 14.90%，主要系收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出量为 18.41 亿元，较上年下降 64.52%，主要系投资支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 3.54 亿元，由上年的净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 230.99 亿元，较上年下降 19.44%，主要系取得借款收到的现金、发行债券收到的现金减少所致；筹资活动现金流出量为 215.65 亿元，较上年下降 18.64%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 15.34 亿元，继续呈净流入状态。

6. 偿债能力

2019 年，公司长、短期偿债能力指标均明显恶化；目前公司已出现债务逾期，且被列入失信被执行人名单，融资能力受到较大限制，公司整体偿债能力大幅下降。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.02 倍和 0.71 倍下降至 0.86 倍和 0.59 倍，现金短期债务比由年初的 0.38 倍下降至 0.21 倍，公司流动资产对流动负债的保障程度、现金类资产对短期债务的保障程度均有明显下降。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为-100.21 亿元，EBITDA 不能对利息和全部债务形成覆盖。

截至 2019 年末，公司对外担保总额合计 22.69 亿元，占公司同期净资产的 50.78%，公司对外担保规模大，存在很大的代偿风险。

截至 2019 年末，公司取得银行等金融机构授信 163.36 亿元，尚未使用额度 20.15 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司及重要子公司已出现债务逾期，公司已被列入失信被执行人名单，将对所获得授信额度的使用产生影响。

公司未提供企业信用报告，根据公司年报，公司已发生多笔债务逾期；此外，根据公开信息查

询结果，公司已被列入失信被执行人名单。

7. 公司本部财务概况

2019 年，公司本部因资产减值损失而出现巨额亏损，经营活动现金流入规模较小；受净利润亏损影响，截至 2019 年末，公司本部资产总额较年初大幅下降并已资不抵债，整体偿债能力大幅下降。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 145.60 亿元，较年初下降 36.14%，主要系非流动资产减少所致。其中，流动资产为 74.85 亿元（占 51.41%），非流动资产为 70.75 亿元（占 48.59%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 11.01%）、应收票据（占 10.75%）、预付款项（占 6.52%）和其他应收款（占 67.13%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.19%）、长期股权投资（占 79.93%）和固定资产（占 8.21%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 8.24 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 149.37 亿元，较年初下降 15.60%。其中，流动负债为 124.28 亿元（占 83.20%），非流动负债为 25.09 亿元（占 16.80%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 45.28%）、应付票据（占 12.87%）、其他应付款（占 24.10%）和一年内到期的非流动负债（占 15.09%）构成，非流动负债由应付债券（占 79.72%）和长期应付款（占 20.28%）构成。公司本部 2019 年资产负债率为 102.59%，较年初上升 24.96 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为-3.77 亿元，年初为 51.00 亿元，主要系发生巨额亏损，未分配利润大幅减少所致。

2019 年，公司本部营业收入为 14.20 亿元，投资收益为 4.60 亿元，发生资产减值损失 46.97 亿元，净利润为-54.77 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 17.98 亿元、15.17 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 2.81 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 39.29 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-43.62 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年末，公司现金类资产为37.92亿元，为“18铁牛01”和“18铁牛02”待偿本金合计（19.20亿元）的1.97倍，考虑到公司货币资金受限比例高，公司现金类资产对“18铁牛01”和“18铁牛02”的覆盖程度一般；截至2019年末，公司净资产为44.69亿元，为“18铁牛01”和“18铁牛02”待偿本金合计（19.20亿元）的2.33倍。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为-100.21亿元，无法对“18铁牛01”和“18铁牛02”的偿付提供保障。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为90.42亿元，为“18铁牛01”和“18铁牛02”待偿本金合计的（19.20亿元）的4.71倍。

综合以上分析，公司对“18铁牛01”和“18铁牛02”的偿还能力大幅下降。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

为确保公司债券如期兑付，公司采用第三方保证的方式为本次债券提供担保。公司董事长、实际控制人应建仁先生为“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”向债券持有人提供全额无条件不可撤销的连

带责任保证担保；担保范围包括本金及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日后两年止。

2. 担保人信用分析

经查询最高人民法院网站公开信息，应建仁先生存在被执行人信息，并已被列入限制消费人员名单。联合评级认为，应建仁先生所提供担保对“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”的偿付影响不大。

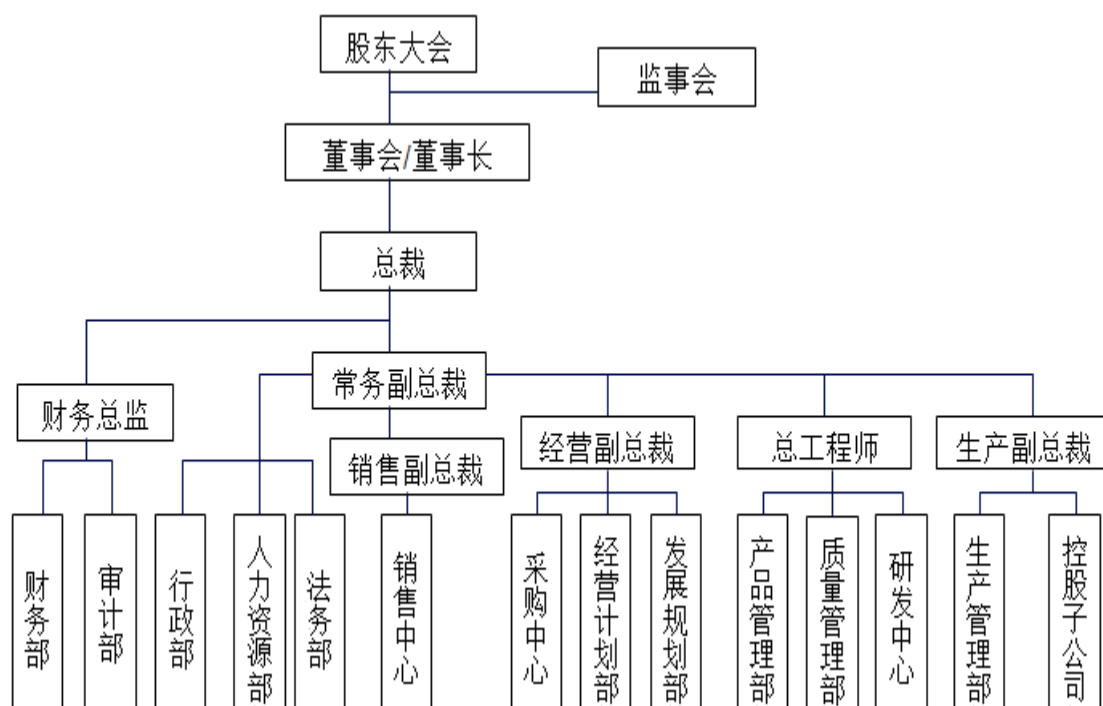
九、综合评价

2019 年，受汽车行业景气度下行影响，铁牛集团整车产销量大幅下降，导致公司营业收入和毛利率大幅下降；加之对商誉等资产计提减值损失的金额巨大、期间费用对营业利润侵蚀严重，公司净利润出现巨额亏损，归属于母公司所有者权益已降为负值。此外，联合评级还关注到公司已出现债务逾期并被列入失信被执行人名单，公司及其核心子公司众泰汽车 2019 年财务报表被审计机构出具无法表示意见的审计报告，公司所持众泰汽车和铜峰电子的股份被司法冻结，涉诉金额和对外担保规模很大，持续经营能力存在重大不确定性等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，但应建仁先生所提供担保对“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”按期偿付的影响不大。

综上，联合评级决定将公司主体及“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”移出可能下调信用等级的评级观察名单，并下调公司主体长期信用等级为 A，评级展望为“负面”；同时下调“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”的债项信用等级为 A。

附件 1 铁牛集团有限公司组织结构图



附件 2 铁牛集团有限公司

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	503.16	522.76	367.47
所有者权益 (亿元)	155.72	168.49	44.69
短期债务 (亿元)	137.64	194.05	183.73
长期债务 (亿元)	68.05	51.84	32.85
全部债务 (亿元)	205.69	245.89	216.58
营业收入 (亿元)	304.89	220.09	66.19
净利润 (亿元)	13.24	11.60	-124.76
EBITDA (亿元)	34.81	26.16	-100.21
经营性净现金流 (亿元)	13.86	-15.76	-37.47
应收账款周转次数 (次)	6.20	3.24	0.88
存货周转次数 (次)	2.58	1.86	0.73
总资产周转次数 (次)	0.66	0.43	0.15
现金收入比率 (%)	110.22	96.48	108.87
总资本收益率 (%)	6.26	5.52	-32.95
总资产报酬率 (%)	5.28	4.28	-26.25
净资产收益率 (%)	10.83	7.16	-117.05
营业利润率 (%)	15.25	14.34	0.19
费用收入比 (%)	10.72	16.83	70.98
资产负债率 (%)	69.05	67.77	87.84
全部债务资本化比率 (%)	56.91	59.34	82.90
长期债务资本化比率 (%)	30.41	23.53	42.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.54	2.67	-7.45
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.11	-0.46
流动比率 (倍)	1.11	1.02	0.86
速动比率 (倍)	0.73	0.71	0.59
现金短期债务比 (倍)	0.83	0.38	0.21
经营现金流动负债比率 (%)	5.09	-5.33	-13.17
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.81	1.36	-5.22

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3. 公司长期应付款主要为融资租赁款，已计入长期债务及相关指标计算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次债券-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次债券/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+研发费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券

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资产+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。