



2019年浙江正裕工业股份有限公司可转换 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

2019年浙江正裕工业股份有限公司可转换公司债券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
正裕转债	A+	A+

评级日期

2024年06月20日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江正裕工业股份有限公司（以下简称“正裕工业”或“公司”，证券代码“603089.SH”）生产的减震器等产品主要面向汽车零部件售后市场，下游客户资质较好且需求相对稳定，公司仍拥有高效的供应链体系；同时中证鹏元也关注到，公司债务规模及杠杆水平持续攀升，且仍存在一定的短贷长投情况，短期偿债压力较大，而在建项目未来仍存在增量融资需求，公司产品仍以出口为主，中美贸易摩擦、汇率波动等因素可能影响公司外销表现，募投项目运营不及预期及产能持续扩张亦带来一定的经营风险，以及需关注折旧增加及存货减值等对盈利的侵蚀，资产大幅受限亦可能对融资弹性有一定约束。

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	28.23	27.54	23.96	22.18
归母所有者权益	11.72	11.58	11.06	10.50
总债务	10.00	8.87	7.44	5.39
营业收入	4.21	17.58	17.00	16.11
净利润	0.20	0.61	0.58	0.72
经营活动现金流净额	0.28	2.88	2.45	-0.32
净债务/EBITDA	--	2.85	3.24	2.20
EBITDA 利息保障倍数	--	10.00	9.09	17.21
总债务/总资本	42.98%	40.43%	37.23%	30.85%
FFO/净债务	--	27.00%	23.72%	36.36%
EBITDA 利润率	--	15.45%	12.15%	12.62%
总资产回报率	--	4.19%	4.37%	4.32%
速动比率	0.67	0.67	0.63	0.75
现金短期债务比	0.25	0.31	0.27	0.36
销售毛利率	26.77%	24.55%	21.25%	21.06%
资产负债率	53.01%	52.53%	47.68%	45.49%

注：2023年起，公司对部分会计政策进行变更，并追溯调整2021年及2022年相关财务数据，本报告中2021-2022年财务数据均采用期末数，因此部分指标与追溯调整数据存在细微差异。

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

优势

- **公司仍拥有高效的供应链体系，客户资源优质且稳定。**公司小批量、多品种的产品特点仍可高效匹配汽车零部件售后市场“一站式”采购需求，下游客户主要为知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购商，资质较好且多为长期合作客户，有利于保证经营稳定性。得益于海外需求有所恢复，2023年公司销售额实现小幅增长。

关注

- **债务规模及杠杆水平持续攀升，且仍存在一定的短贷长投情况，短期偿债压力较大。**公司在建的智造园生产基地总投资规模较大，促使公司加大债务融资以投入项目建设，且仍存在一定的短贷长投情况，以致偿债指标表现持续走弱，2024年3月末资产负债率攀升至53.01%、现金短期债务比为0.25，且后续建设资金预计仍有一定的增量融资需求，债务偿付压力较大。
- **公司业务仍高度依赖外销市场，中美贸易摩擦、汇率波动等因素可能对业绩形成扰动。**公司产品主要用于出口，2023年直接外销比例仍超过80%，其中北美洲仍为公司最大外销市场，考虑到近期美国宣布对我国电动汽车等产品进一步加征关税，中美贸易摩擦再度升级，虽然公司产品不在本次清单内，但仍需关注国际贸易政策演变可能带来的订单流失风险，此外，汇率波动等因素亦可能对公司业绩形成扰动。
- **需关注募投项目运营不及预期及产能大幅扩张带来的消化担忧。**本期债券募投项目主要生产汽车用橡胶减震产品，2022年已完工达产，但近年下游订单未明显放量叠加折旧费用高企致项目持续亏损，2023年亏损幅度虽有收窄但仍对公司盈利有所拖累；同时公司在建生产基地完全达产后，悬架减震器产能将大幅扩张，但近年产能利用率已现下滑趋势，需关注募投项目运营效益不及预期或新增产能无法充分消化的风险。
- **公司资产受限比例仍较高，且仍面临资产折旧增加及部分资产减值的风险。**公司新厂房逐步完工致固定资产大幅增加，需关注折旧计提对盈利的挤压；同期，公司储备的自主品牌产品库存持续积压且减值幅度进一步扩大，前期收购子公司形成的商誉亦存在一定的减值风险。此外，公司因抵押而受限的土地及房产占比仍较高，融资弹性受到较大约束。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为汽车零部件售后市场需求相对稳定，且公司下游客户资质仍较优，可以为公司提供稳定的业务来源，财务风险相对稳定。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
汽车零部件企业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	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	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	0
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。

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
正裕转债	2.90	1.38	2023-6-12	2025-12-31

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年12月31日发行6年期2.90亿元“正裕转债”，募集资金拟用于汽车悬置减震产品生产项目及补充流动资金。截至2023年末，募投项目已结项并已注销募集资金账户。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2024年3月末，公司控股股东仍为正裕投资，实际控制人仍为郑连松、郑念辉、郑连平，为一致行动人。因部分可转债于2023年转股，截至2024年3月末，公司实收资本变更为22,371.74万元，但由于尚未完成工商变更手续，注册资本仍为22,250.10万元，股东正裕投资、郑连松、郑连平、郑念辉分别持有公司44.02%、7.38%、6.90%和6.85%股份，其中正裕投资持有公司全部股票中的36.49%已质押。

跟踪期内，公司主营业务未发生重要变化，仍以汽车悬架系统减震器和发动机密封件为主。2023年，公司新设了5家子公司，主要用于经营泰国生产基地、横向拓展销售渠道以及纵向延伸产业链，截至2024年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

年度	子公司名称	持股比例	注册资本	变动情况
2023年	芜湖优肯汽车科技有限公司	100.00%	100.00	新设
	正裕工业（泰国）有限公司	100.00%	1.5亿泰铢	新设
	台州睿控科技有限公司	70.00%	580.00	新设
	台州睿进科技有限公司	80.00%	100.00	新设
	台州易控科技有限公司	70.00%	1,000.00	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

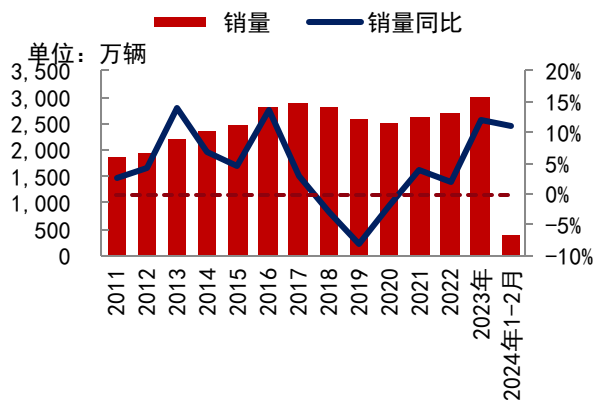
预计 2024 年国内整车市场需求稳中有增，汽车零部件行业仍将继续受益于汽车出海维持较高景气度和汽车零部件国产替代率逐步提升的双重有利因素，其中新能源汽车零部件产业链需求将更为旺盛；同时需关注 2024 年下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车和新能源车全面掀起降价潮，或对汽车零部件企业盈利形成一定挤压

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。出口市场方面，2023 年，我国实现汽车出口 491 万辆，同比大幅增长 57.90%，表现亮眼，全球范围看，2023 年我国汽车出口量超越日本，已跃升世界第一大汽车出口国。

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¹，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。

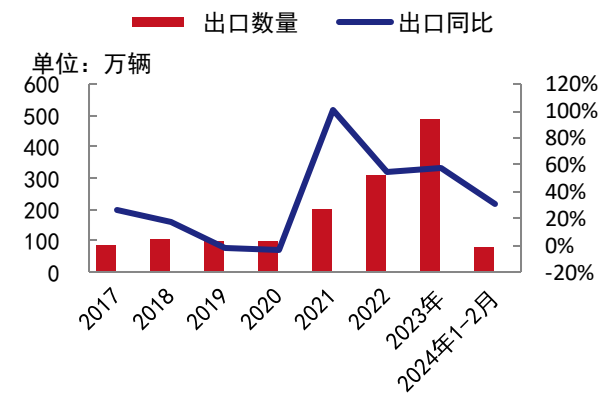
从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，自2023年以来，国内汽车市场一轮轮汽车降价浪潮此起彼伏，不仅涉及传统车企，更多造车新势力也纷纷加入其中。究其原因，首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，希冀于加强去库存收拢回现金流改善经营状况；其次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间，在囚徒困境的博弈环境下，其他车企必须纷纷跟随降价销售策略，作为主机厂商的供应商，汽车零部件行业面临的主机厂采购价格压降压力或随之上升。

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

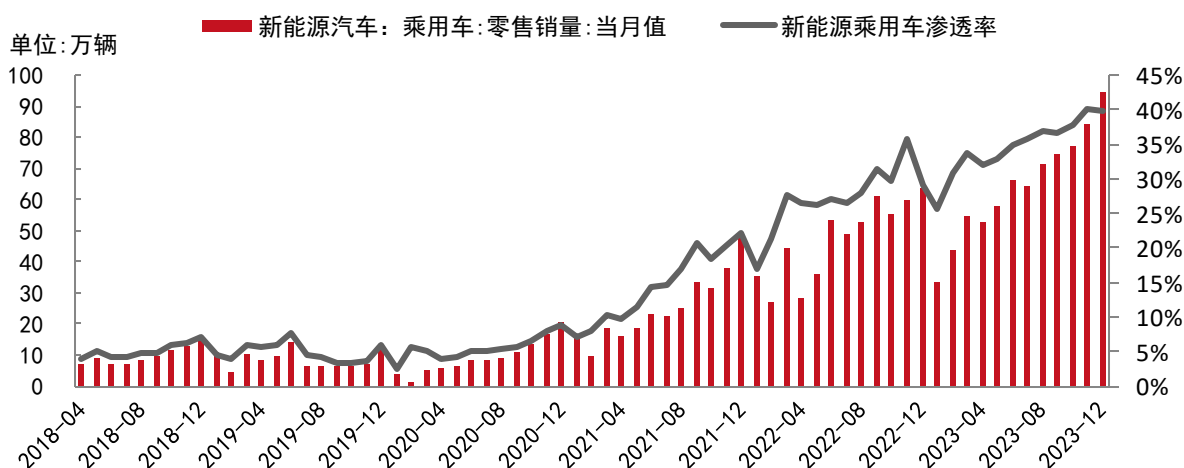
随着新能源汽车市场渗透率不断提高，与新能源汽车相关零部件需求有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于全球领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，部分细分零部件领域的全球市占率有望进一步抬升，但仍需关注海外贸易政策风险

¹ 按照 2023 年末汽车保有量 3.36 亿量/2023 年末全国人口数量计算所得。

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汽车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



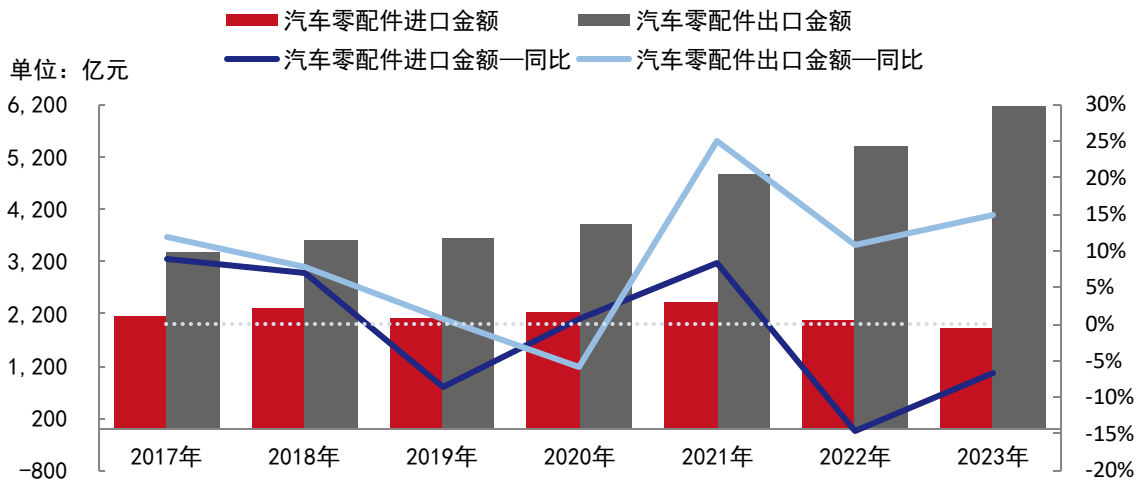
注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。
 资料来源：乘联会，中证鹏元整理

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 年我国汽车零部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

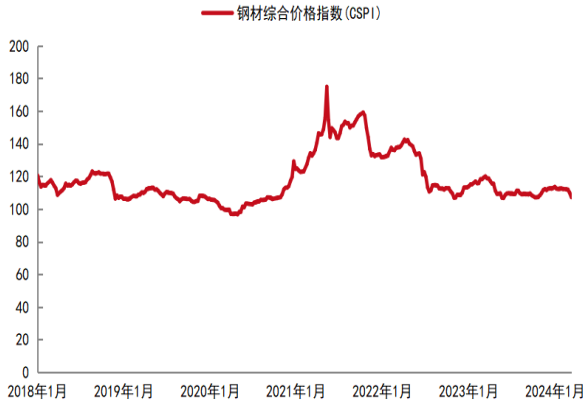
房地产行业遇冷令钢材需求触顶，基建和制造业托而不举，中短期内钢材供需矛盾难见实质性改善，预计 2024 年钢价将偏弱运行，而人民币汇率预计将呈现双向波动、温和回升的态势，汽车零部件制造及出口厂商成本端压力有望持续缓解，但仍面临一定的汇率波动压力

供需错配致钢价不断探底，考虑到需求端托而不举，供给端整体强韧性，预计中短期内钢价将偏弱运行。结构方面，随着我国经济发展动能转换，钢材市场消费格局重构，地产用钢大减，制造业则成为钢需增长新引擎，板材表现强于长材。钢铁下游需求主要为地产、基建和制造业，随着约占钢材需求三分之一份额的房地产行业遇冷，我国钢材需求临近下行拐点且表现继续分化，基建和制造业成为国内钢需增长仰赖的领域。基建方面，2024 年一季度受资金到位偏迟影响，基建需求释放不及预期，但基于积极的财政政策，预期 2024 年基建将继续托底钢需。2023 年下半年以来财政发力持续加码，专项债、PSL、1 万亿超长期特别国债等均有望为基建用钢提供支撑。制造业方面，2023 年新能源汽车、光伏、船舶等制造业及相关厂房投资增速较高，为钢材需求中少有的增量部分。

汇率方面，2023 年，主要发达经济体利率维持高位，我国经济回升向好，但仍面临有效需求不足、预期偏弱等问题。在此背景下，人民币汇率先升后贬，至年末企稳回升。2023 年末，人民币对美元汇率中间价为 7.0827，较 2022 年末下跌 1.7%。展望 2024 年，随着外部加息周期见顶愈加明确、美联储降息方向确定，中国经济稳健恢复、政策积极适度，中美经济货币周期错位大概率会经历回调，人民币汇率也会得到支撑。受上述因素综合作用，预计人民币汇率将在合理均衡水平上运行，在双向波动中全年或

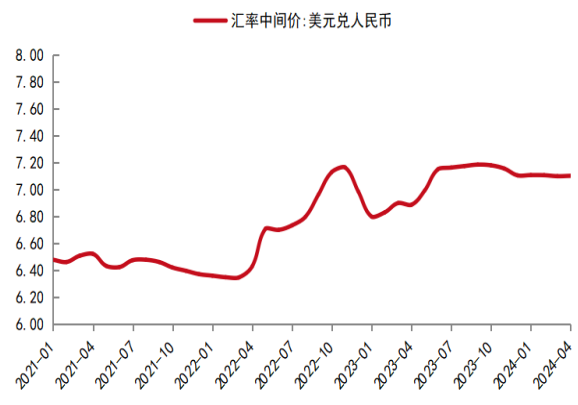
将表现出小幅度升值。

图 5 2023 年钢价自高位有所回落



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图 6 2023 年人民币兑美元汇率先升后贬、总体贬值



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司客户资质较好且合作稳定，小批量、多品种的产品特点仍可高效匹配汽车零部件售后市场“一站式”采购需求，2023年公司经营总体平稳，且产能持续扩张有望进一步提高其市场份额，但需关注贸易摩擦升级、产能消化不足、募投项目持续亏损等经营风险

公司仍主要从事汽车悬架系统减震器、汽车橡胶减震产品以及发动机密封件等汽车零部件产品的研发、生产与销售，其中悬架系统减震器仍是公司主力产品。2023年，公司经营总体平稳，主营业务收入实现微增，而得益于原材料价格下行对成本端压力的缓释，当年销售毛利率亦有明显提升。分产品看，悬架系统减震器、发动机密封件收入变动不大，毛利率均有所提升；随着公司持续丰富产品品类及拓展客户资源，汽车橡胶减震产品销售规模有所增长但尚未明显放量，而折旧费用高企对利润侵蚀仍较大，因此该业务毛利率虽较上年有所改善但仍处于亏损状态。

此外，2024年1季度公司主营业务收入同比增长41.65%，主要是上年同期海外客户处于累库消化阶段，订单较为低迷，2023年已有所恢复。

表2 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
汽车悬架系统减震器	2.87	68.59	23.82	12.38	70.78	25.03	12.30	72.58	20.93

发动机密封件	0.94	22.47	38.88	3.54	20.22	34.55	3.34	19.71	31.70
橡胶减震器	0.33	7.95	22.87	1.36	7.79	-2.53	1.14	6.72	-3.12
其他汽车零部件	0.04	0.99	-21.73	0.21	1.21	-8.90	0.17	0.99	-10.88
合计	4.19	100.00	26.68	17.49	100.00	24.40	16.95	100.00	21.12

注：其他汽车零部件包括减震器配件、密封件配件等，部分直接附赠予客户，因此毛利率持续为负；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司减震器产能持续扩充但利用率有所下滑，且在建产能规模较大，需关注产能大幅扩张带来的消化担忧；同时本期债券募投项目仍处于亏损状态，后续运营效益仍有待观察

公司主要生产悬架系统减震器，并通过兼并收购将产品拓展至橡胶减震产品以及发动机密封件等领域，主要为中高端汽车售后市场及整车配套企业提供产品。公司生产基地仍分布于台州玉环、宁波北仑和安徽芜湖三地。

产能利用率方面，公司汽车悬架系统减震器生产业务仍主要由公司本部及全资子公司宁波鸿裕工业有限公司（以下简称“宁波鸿裕”）负责。为保障客户交期需求，跟踪期内公司持续加大产能建设，新生产基地智造园项目加速推进，受此影响玉环基地减震器产能持续扩充，但由于全年产能爬升较订单获取偏快，导致悬架系统减震器产能利用率明显下滑。同时为开拓东南亚市场，公司在泰国新设的生产基地已完成设备入驻及首批试生产。未来随着智造园基地和泰国工厂完全达产，公司减震器产能有望大幅扩张，但考虑到近年减震器产能利用率持续下滑，后续新增产能的消化情况值得关注。

公司发动机密封件主要由芜湖荣基密封系统有限公司（以下简称“芜湖荣基”）等负责，2023年芜湖荣基生产基地产能持续增加，而受益于下游客户对密封件的需求较为旺盛，产能利用率较上年亦有明显提升，总体来看发动机密封件产能仍处于偏紧状态。

子公司芜湖安博帝特工业有限公司（以下简称“芜湖安博”）主要负责橡胶减震产品等。2022年11月，本期债券募投项目汽车悬置减震产品生产项目已完工，但其现有产品品类尚无法满足客户一站式采购需求，下游客户订单未有明显放量，而前期固定资产折旧费用较高，导致芜湖安博业绩持续亏损，2022年起，公司已根据客户需求逐步调整产品开发品类，2023年芜湖安博实现净利润为-5,823.39万元，亏损额较上年明显收窄，但仍对公司利润水平有所拖累。公司目前仍在持续丰富产品品类及拓展客户资源，但未来项目运营效益受下游客户需求、行业竞争情况等因素影响，存在较大不确定性，需对后续市场开拓及产能利用情况予以关注。

短期内公司资本开支需求仍主要来自智造园项目建设，截至2024年3月末尚需投资2.80亿元²，公司仍面临较大的资金筹措压力。

表3 公司主要生产基地产能

² 根据公司于2024年5月24日披露的公告内容，公司拟通过定增募集资金不超过2.50亿元（含），计划全部用于智造园项目建设，截至本报告出具日，董事会已通过定增预案。

年份	工厂名称	设计产能	产量	产能利用率	主要产品
2023年	玉环正裕工厂（支）	12,500,000	8,273,713	66.19%	悬架系统减震器
	宁波鸿裕工厂（支）	7,500,000	5,280,137	70.40%	悬架系统减震器
	芜湖荣基工厂（套）	37,000,000	36,120,075	97.62%	汽车发动机密封件
	芜湖安博工厂（套）	50,000,000	46,164,858	92.33%	橡胶减震产品
2022年	玉环正裕工厂（支）	10,500,000	7,834,363	74.61%	悬架系统减震器
	宁波鸿裕工厂（支）	7,500,000	5,871,165	78.28%	悬架系统减震器
	芜湖荣基工厂（套）	30,000,000	24,763,329	82.54%	汽车发动机密封件
	芜湖安博工厂（套）	50,000,000	28,130,722	56.26%	橡胶减震产品

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 截至 2024 年 3 月末主要在建产能（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	设计总产能	建设主体
智造园	10.00	7.20	1,600 万支悬架系统减震器	正裕工业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产销情况方面，公司客户具备小批量、多批次的采购特点，一般在与客户签订框架销售协议后进行产品研发，样品获得客户认可后进行标准化生产。公司主要减震器品种的生产流程包括部件制作、零件组装、喷漆包装三个主要工序，M系列产品还需增加一个总成组装工序³。对于以ODM模式销售的产品，公司一般根据订单量定期组织生产，但部分自主品牌产品会保留一定的安全库存。2023年，悬架系统减震器产销量均小幅下滑，但销售额实现微增，主要系产品结构变化所致，当年高附加值产品出货量增大，而受内销需求减少影响，发动机密封件销量同比亦略有下降；总体来看，虽然公司产能持续扩充增加了产量提升的空间，但受限于海外需求仍处于逐步恢复的阶段，全年来看公司主力产品产销率均有不同程度下滑。

表5 公司主要产品产能、产量情况

产品	项目	2023 年	2022 年
汽车悬架系统减震器	产能（万支）	2,000.00	1,800.00
	产量（万支）	1,355.39	1,370.55
	产能利用率	67.77%	76.14%
	销量（万支）	1,372.32	1,385.72
	库存量（万支）	209.77	226.70
	产销率	98.77%	101.11%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品仍以出口为主，主要客户资质较好且合作稳定，2023年销售额小幅增长，但公司业务对美洲市场较为依赖，需关注中美贸易摩擦升级、汇率波动等因素对公司业绩的扰动

³ 悬架支柱总成（M 系列）是在托盘支架式（D 系列）的基础上增加了支撑盘总成、轴承、弹簧、上弹簧盘、橡胶片等众多部件组装而成。车主能够运用简单的工具自行安装该产品，从而无需再去专业的汽车维修中心安装。

公司自成立以来主要发展汽车零部件售后市场，主要通过ODM方式直接销售，亦有少量自主品牌产品，对于整车配套比例较低。目前，公司产品仍主要供应海外汽车售后市场，合作客户主要为全球知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购商，如天纳克全球（TENNECO）、采埃孚全球（ZF）集团、墨西哥GOVI、美国AutoZone等等，客户资质较好。2023年公司的销售政策未发生较大变动，客户一般与公司签订框架购买协议，并根据自身需求每月向公司下一次或多次订单。在外销市场，客户在获得提单的60-90天内支付货款，一般通过T/T、LC信用证等方式结算，对于新客户，公司会要求其提供20%左右的预付款；在内销市场，公司根据客户资质情况，给予客户0-90天的货款支付期限。

公司营业收入中外销占比较高，2023年直接外销比例较上年略有减少。公司产品仍主要外销美洲、欧洲、亚洲、大洋洲和非洲，其中美洲系公司最主要的外销市场，尤其以美国最为集中。截至2024年5月，美国仍对公司出口的商品征收25%的关税，考虑到近期美国宣布对我国电动汽车等产品进一步加征关税，中美贸易摩擦再度升级，即便公司产品不在本次加征关税的清单内，仍需关注国际贸易政策演变可能带来的订单流失风险。此外，公司产品享受国家出口退税政策，且出口产品主要以美元等外币计价，出口退税政策变化、汇率波动等因素亦有可能对公司盈利表现形成扰动。

表6 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	比例	金额	比例
境外	144,570.19	82.66%	141,565.23	83.52%
境内	30,323.42	17.34%	27,941.97	16.48%
合计	174,893.61	100.00%	169,507.20	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年，公司下游订单仍主要来自于长期合作的客户，整体来看前五大客户集中度较上年有所提升，且仍存在单一客户占比10%以上的情形，有一定的客户集中风险。公司主要客户为全球知名汽车零部件生产商和采购商，资质较好，能为公司提供较为稳定的订单；但若重要客户因其自身经营或市场环境变化导致对公司产品需求的下降，公司经营业绩也将受到一定的不利影响。

表7 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占当期营业收入比例
2023年	客户一	20,705.19	11.78%
	客户二	20,186.36	11.48%
	客户三	11,812.69	6.72%
	客户四	10,891.23	6.19%
	客户五	10,005.24	5.69%
	合计	73,600.71	41.86%
2022年	客户一	18,702.22	11.00%
	客户二	14,444.92	8.50%

客户三	12,711.20	7.48%
客户四	9,789.67	5.75%
客户五	9,308.57	5.48%
合计	64,956.58	38.21%

注：公司对受同一实际控制人控制的销售客户销售额进行了合并计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于钢材等原材料价格高位回落，公司成本端压力有所缓解且有望持续，并且上游供应商仍较为分散，原材料短缺风险较小

原材料仍为汽车零部件成本中的主要构成。公司悬架系统减震器和发动机密封件结构较为复杂，因此所需原材料种类较为繁杂。其中悬架系统减震器主要原材料包括钢制品（包括连杆、钢管及钢板类等）、包装物、橡胶等；发动机密封件主要原材料包括不锈钢、铁、冷轧板、铝板等金属材料和橡胶、无石棉、石棉等。2023年除了包装物及粉末冶金采购量降幅较大以外，其他原材料采购额较上年变动不大。

公司在橡胶、油封、总成类等少数原材料上有一定的议价能力，但多数原材料属于钢制品，考虑钢材为充分竞争市场，价格随行就市，而销售端产品价格较难同步调整，因此公司盈利受钢价波动影响较大。2023年受益于钢材价格震荡下行，公司主要原材料采购价同步下降，悬架系统减震器和发动机密封件毛利率均有所提升。中证鹏元认为，2024年钢价预计仍将偏弱运行，公司成本端压力有望持续缓解。

表8 公司主要原材料采购额和占比情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占主营业务成本比重	金额	占主营业务成本比重
连杆	12,017.71	9.09%	12,723.20	10.07%
钢管及钢板类	13,383.28	10.12%	14,095.91	11.15%
包装	10,753.60	8.13%	12,042.46	9.53%
弹簧及弹簧盘	6,553.55	4.96%	6,895.74	5.46%
橡胶	9,197.99	6.96%	8,818.07	6.98%
支架类	4,348.51	3.29%	5,065.92	4.01%
总成类	386.68	0.29%	597.80	0.47%
粉末冶金	2,853.92	2.16%	4,111.35	3.25%
减震器油	2,914.27	2.20%	3,567.01	2.82%
其他	32,927.71	24.90%	28,919.01	22.88%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司总部及子公司的采购业务由采购部统一负责，一般与长期合作供应商签订年度采购框架协议，并按月向供应商下单，2023年公司与供应商的结算方式未发生较大变动，仍为货到检验合格后1-4个月付款，并采取现金和银行承兑汇票结合的方式。公司合作供应商较为稳定且呈现较为分散的特点，多数

位于邻近的江浙地区，原材料短缺风险较小。

表9 公司前五大供应商采购金额及占比情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购原材料品种	采购金额	占当期采购总额比例
2023年	供应商一	活塞杆	6,211.11	6.13%
	供应商二	钢管	4,057.05	4.00%
	供应商三	冲压件	3,089.58	3.05%
	供应商四	钢管	2,910.07	2.87%
	供应商五	粉末冶金类	2,774.20	2.74%
		合计		19,042.01
2022年	供应商一	钢管	4,513.35	5.14%
	供应商二	连接支架、弹簧盘	3,456.16	3.93%
	供应商三	钢管	3,254.31	3.71%
	供应商四	连接支架、弹簧盘	3,002.67	3.42%
	供应商五	粉末冶金类	2,817.32	3.21%
		合计		17,043.81

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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围内新设5家子公司，详见表1，上述变动对公司财务报表可比性影响较小。

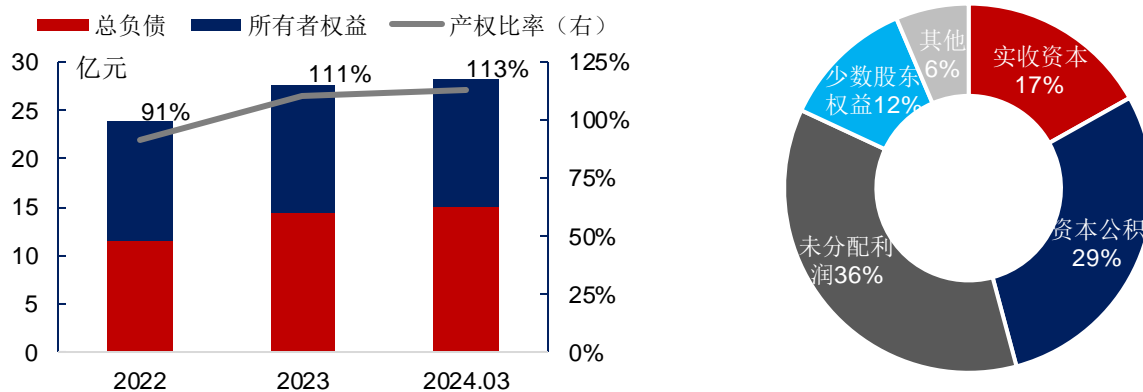
资本实力与资产质量

公司资产规模在债务融资驱动下有所提升，但其中因融资而受限的土地及房产占比仍较高，并且存货仍存在一定程度积压且减值幅度进一步扩大，需关注存货及商誉的减值风险以及固定资产折旧对盈利的侵蚀

跟踪期内，公司所有者权益在利润积累的带动下略有提升，同期对外融资力度加大驱动公司总负债明显增加，因此公司产权比率有所提升，所有者权益对总负债的保障程度减弱，其中权益结构较为均衡，未分配利润、资本公积、实收资本和少数股东权益均是重要组成部分。

图 7 公司资本结构

图 8 2024年3月末公司所有者权益构成



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

跟踪期内公司资产规模有所增长，主要受债务融资驱动，结构上仍以非流动资产为主。具体来看，自有厂房和设备以及业务推进形成的存货、应收账款是资产的核心组成部分，符合汽车零部件制造行业经营特性。

公司固定资产和无形资产分别为生产所需的厂房和设备以及土地使用权，跟踪期内，公司智造园项目厂房及设备持续完工转固，故而固定资产增幅较大，需关注后续周转效率及折旧计提对盈利的影响；截至2024年3月末，在建工程主要包括智造园在建的仓库、行政楼等项目投入。公司存货仍主要由库存商品与原材料构成，存货余额及结构较上年变动不大，期末留存的库存商品主要为已生产待交货产品及销售备货，公司为保障客户交期，前期储备了一定的自主品牌产品安全库存，但市场消化情况不及预期，以致库龄持续延长，存货跌价规模较上年进一步扩大，截至2023年末存货跌价准备余额为0.52亿元；若下游订单开拓未见实质改善，则公司存货面临继续减值的风险。由于2023年2季度起客户订单逐步回升，当年末应收账款余额亦随之增长，账期仍主要集中在1年以内，其中期末坏账准备余额0.33亿元，较上年略有扩大；截至2023年末，前五大应收对象的欠款合计占应收账款期末余额的44.43%，应收账款集中度同比有所提升，考虑到下游客户存在部分国内小型汽配经销商，抗风险能力较弱，需关注相应的回款风险。

此外，商誉和货币资金亦是资产的重要组成部分。公司商誉主要系公司2018年分别收购芜湖荣基和芜湖安博51%股权形成，截至2023年末累计计提减值准备4,353.14万元，较上年没有变化，公司商誉规模较大，考虑到子公司盈利受下游市场需求、自身经营管理等多重因素扰动，公司仍面临一定的商誉减值风险。随着外部资金筹措力度加大，公司账面货币资金略有增长，但对短期债务的保障程度仍较弱。

由于对外融资规模增加，公司受限资产规模亦大幅提升，截至2024年3月末，公司受限资产合计为5.59亿元，占同期末总资产的比重为19.79%。其中用于借款抵押及票据担保的土地和房产占5.07亿元，其余主要为货币资金中的票据保证金，资产大幅度受限使得公司融资弹性面临较大考验。

表10 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	1.39	4.92%	1.59	5.78%	1.16	4.83%
应收账款	4.19	14.85%	4.21	15.27%	3.49	14.57%
存货	4.94	17.50%	4.57	16.60%	4.50	18.80%
流动资产合计	11.23	39.79%	11.11	40.36%	9.64	40.24%
固定资产	9.17	32.47%	9.19	33.36%	7.61	31.75%
在建工程	1.74	6.16%	1.53	5.55%	1.52	6.34%
无形资产	2.83	10.02%	2.84	10.33%	2.72	11.36%
商誉	1.81	6.43%	1.81	6.59%	1.81	7.57%
非流动资产合计	17.00	60.21%	16.42	59.64%	14.32	59.76%
资产总计	28.23	100.00%	27.54	100.00%	23.96	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

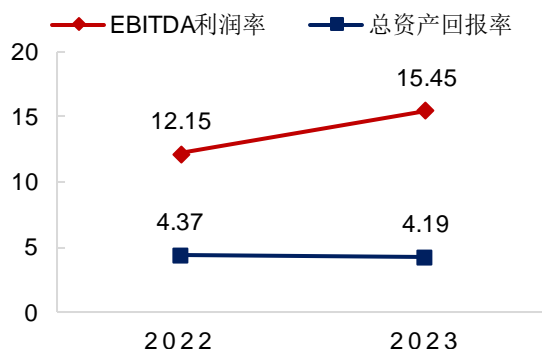
盈利能力

2023年公司营业收入小幅提升，成本端压力缓释推动主营业务盈利能力走强，预计2024年盈利能力有望在合理区间内保持相对平稳

公司营业收入主要来自悬挂系统减震器、发动机密封件及橡胶减震器等，2023年实现营收规模同比微增3.42%，而原材料价格下行推动主营业务盈利能力走强，受此影响公司EBITDA利润率亦同步提升。得益于美元兑人民币汇率小幅回升，当年公司实现汇兑收益0.14亿元，但较上年同期0.35亿元大幅减少，同期公司加大对海外市场营销开拓力度使得销售费用明显增长，叠加应收账款和应收款项融资规模扩大引致的信用减值损失增加，多重因素影响下，公司利润总额增幅远小于毛利润增幅，在资产规模扩大的情况下，总资产回报率同比略有下滑。

从长期来看，全球汽车零部件售后市场需求总体较为稳定，且随着公司产能持续扩张，未来业务规模仍有一定的增长空间，但需关注中美贸易摩擦、行业竞争激烈等外部因素导致订单流失的风险。盈利能力方面，钢价偏弱运行可能推动公司成本端压力持续缓解，但橡胶减震产品持续亏损、新厂房投用后固定资产折旧增加、美元汇率波动仍是盈利的扰动因素。综合上述影响，预计公司未来盈利能力波动有限。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务规模及财务杠杆持续扩张，且仍存在一定的短贷长投情况，现金短期债务比处于低位，近期偿付压力较大，而在建生产基地未来仍面临一定的资金筹措压力

跟踪期内，公司持续筹集银行借款资金以用于智造园项目建设，导致总债务规模明显提升，目前融资结构仍以银行借款为主，可转债和银行承兑汇票作为补充。从期限结构来看，截至2024年3月末，总债务为10.00亿元，其中长期债务占比有所增加，但短期债务规模仍较大，公司仍存在一定的短债长投情况，考虑到账面自有资金较少，公司面临较大的短期偿债压力。

应付账款主要为向上游供应商采购原材料等而产生，随公司业务规模增长总体呈波动上升的趋势。

表11 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	3.43	22.89%	3.37	23.33%	2.77	24.28%
应付票据	1.57	10.49%	1.32	9.13%	1.58	13.79%
应付账款	3.12	20.84%	3.63	25.07%	2.87	25.16%
流动负债合计	9.38	62.68%	9.70	67.06%	8.20	71.74%
长期借款	2.98	19.95%	2.19	15.12%	1.31	11.48%
应付债券	1.48	9.89%	1.46	10.11%	1.54	13.49%
非流动负债合计	5.58	37.32%	4.77	32.94%	3.23	28.26%
负债合计	14.96	100.00%	14.46	100.00%	11.42	100.00%
总债务合计	10.00	66.81%	8.87	61.33%	7.44	65.08%
其中：短期债务	5.45	36.45%	5.13	35.46%	4.47	39.10%
长期债务	4.54	30.35%	3.74	25.87%	2.97	25.99%

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

杠杆状况方面，由于公司为智造园项目筹措资金，推动债务规模持续扩张，2023年资产负债率及总债务/总资本比例均有所增长，杠杆水平持续提升。但得益于主营业务毛利润增长，EBITDA和FFO对净

债务的覆盖程度有所改善，EBITDA利息保障倍数亦有一定提升。

现金流及杠杆比率波动性方面，2023年，受益于主营业务毛利润增长，公司经营活动净现金流和FFO均有所提升。此外，公司近年处于产能扩张阶段，2023年智造园项目建设持续推进，投资活动现金流仍呈现大幅净流出状态，且考虑到该项目仍面临一定的资金缺口，而自有资金流动性偏紧，未来债务融资可能进一步增加，因此相比FFO和经营现金流，我们认为自由现金流能更为公允地反映公司的现金流状况。根据近年自由现金流/净债务指标数据，公司杠杆比率波动较大且存在进一步恶化的可能。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

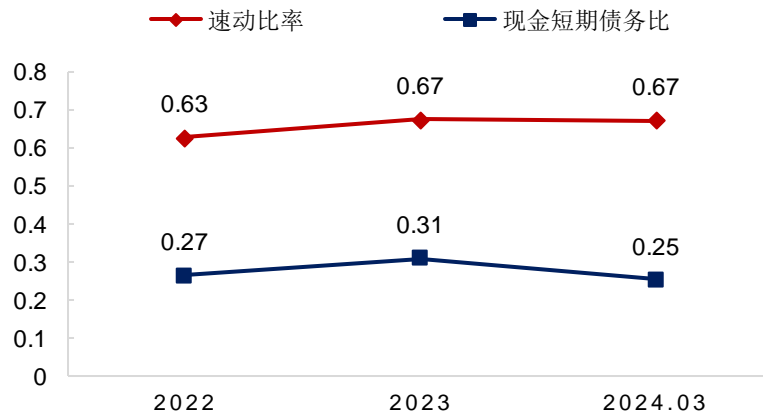
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.28	2.88	2.45
FFO（亿元）	--	2.09	1.59
资产负债率	53.01%	52.53%	47.68%
净债务/EBITDA	--	2.85	3.24
EBITDA 利息保障倍数	--	10.00	9.09
总债务/总资本	42.98%	40.43%	37.23%
FFO/净债务	--	27.00%	23.72%
经营活动现金流净额/净债务	3.23%	37.20%	36.65%
自由现金流/净债务	-10.06%	-10.56%	-28.25%

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

2023年，由于公司新增银行借款扩大了账面资金储备，速动比率和现金短期债务比均略有提升，但随着在手现金逐步投入项目建设，2024年3月末现金短期债务比又跌至0.25。公司账面流动性很弱，经营性现金流及账上现金余额对短期债务的覆盖程度偏低，短期偿债压力较大。

公司作为上市企业，融资渠道较为多样，截至2024年3月末，未使用的授信额度尚余7.13亿元，备用流动性尚且充裕，但我们同时关注到，公司财务杠杆已攀升至较高水平，资产亦大幅度受限，融资弹性可能受到较大约束。综合来看，公司获取流动性资源的能力一般。

图 10 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 1-3 月财务报表，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

公司所从事的汽车悬架系统减震器等生产活动面临的环境风险相对较小，根据公司于 2024 年 5 月 31 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年未因空气污染和温室气体排放、废水排放或废弃物排放受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司于 2024 年 5 月 31 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，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、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司作为上海证券交易所主板上市公司，根据有关法律法规及监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。公司在人员任免、重大合同签订等方面参与子公司的经营管理，并对其资金及融资活动进行统一归集和统筹，对下属子公司管控力度较强。

公司创始人及实控人郑连松、郑念辉、郑连平从业年限均逾 20 年，核心高管团队经验丰富且稳定性较好。根据公司于 2024 年 5 月 31 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，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，且公司过去一年未因信息

披露不合规受处罚。2023年9月，公司董事会、监事会完成换届选举，3名独立董事周岳江、姚景元、余显财任期届满后更换为李连军、曲亮、方年锁，同时监事会主席由郑元豪更换为杨华珍，除此以外其他董监高均无变更。此外，跟踪期内公司经营战略、管理及治理模式、组织架构均未发生重大调整。

（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（公司本部2024年5月23日、子公司宁波鸿裕2024年5月24日、子公司芜湖荣基和芜湖安博2024年5月21日），公司本部及子公司宁波鸿裕、芜湖荣基、芜湖安博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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月31日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、债券偿还保障分析

控股股东以其持有的股份为本期债券提供质押担保，为本期债券的安全性提供了一定保障

本期债券采用股份质押担保方式，出质人正裕投资将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。

根据《股份质押合同》本次股票质押担保的主债权（以下简称“主债权”）为债务人本次发行的可转换公司债券之金额。本次股票质押担保之质押财产为出质人持有的等值于股份质押合同项下主债权的130%的正裕工业人民币普通股股份。在办理初始股份质押手续时，质押财产的价值按照质押登记的前一交易日正裕工业股票的收盘价计算。本次股票质押担保之担保期限为自股份质押合同下的登记之日起至债务人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）。

股份质押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，质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，质权人有权要求出质人在30日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期可转换公司债券尚未偿还之本息总额的比例高于130%，追加的资产限于正裕工业人民币普通股，追加股份的单位价值为连续30个交易日内正裕工业股票收盘价的均价。

股份质押合同签订后及主债权有效存续期间，若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人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（按办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本

期债券尚未偿还本息总额130%。

根据公司于 2020 年 2 月 25 日公示，公司控股股东正裕投资自 2020 年 2 月 21 日起将其持有的 35,942,796 股公司股票用于为本期债券提供担保，质押手续已办理完成。本期债券于 2019 年 12 月 31 日发行，截至本报告出具之日质押资产尚未发生上述须追加担保物情形；截至 2024 年 6 月 5 日，质押股票市值约 3.16 亿元，对本期债券未偿付本息总额覆盖率为 1.95 倍，股权质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

九、结论

从行业环境及公司经营竞争力来看，2023年国内汽车零部件出口延续增长趋势，且公司主要面向售后市场，随着全球汽车保有量提升，下游需求总体较为稳定。公司下游客户主要为知名汽车配件厂商、汽车零部件生产商和采购商，资质较优、合作关系稳定，且公司减震器品种较全，可适配于全球售后市场的大多数汽车品牌及车型，具备规模化供应能力，近年产能持续提升。但公司外销比例较高，中美贸易摩擦、汇率波动仍可能对公司业绩形成扰动，而募投项目运营效益不佳及产能扩张较快恐进一步增加其经营风险。

从偿债能力来看，公司在建的智造园项目总投资规模较大，为保障项目建设支出，公司加大银行借款融资力度，资产负债率持续攀升，现金短期债务比亦处于低位，后续建设资金预计仍需要依靠外部筹资来实现，偿债压力较大，且账面资产抵质押比例较高。但公司作为上市公司，融资渠道较为多样，备用授信额度尚属充足。总体来看，公司抗风险能力一般。

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“正裕转债”的信用等级为A+。

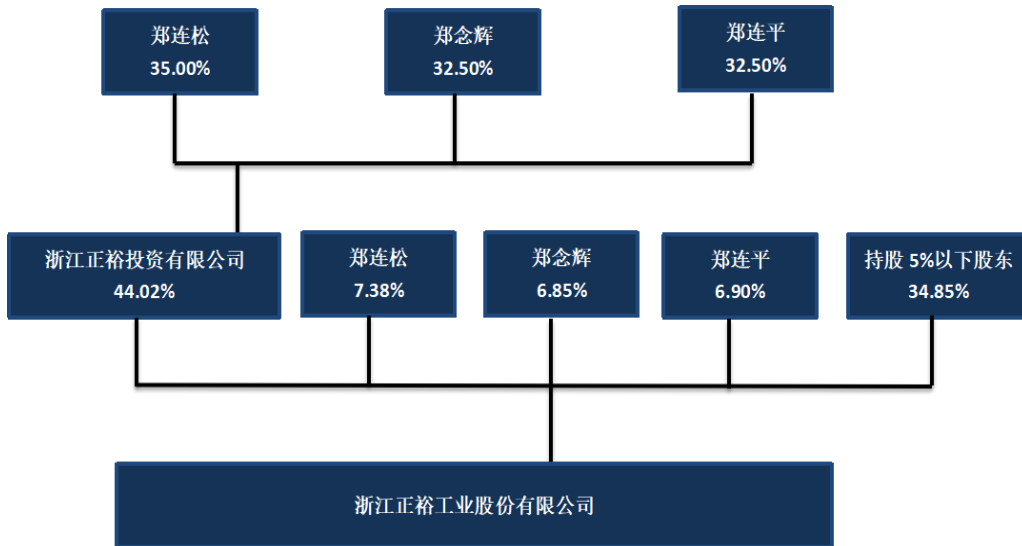
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.39	1.59	1.16	1.34
应收账款	4.19	4.21	3.49	3.76
存货	4.94	4.57	4.50	5.30
流动资产合计	11.23	11.11	9.64	11.43
固定资产	9.17	9.19	7.61	5.44
在建工程	1.74	1.53	1.52	1.20
无形资产	2.83	2.84	2.72	1.48
商誉	1.81	1.81	1.81	1.81
非流动资产合计	17.00	16.42	14.32	10.75
资产总计	28.23	27.54	23.96	22.18
短期借款	3.43	3.37	2.77	1.82
应付票据	1.57	1.32	1.58	1.79
应付账款	3.12	3.63	2.87	3.68
流动负债合计	9.38	9.70	8.20	8.22
长期借款	2.98	2.19	1.31	0.00
应付债券	1.48	1.46	1.54	1.49
非流动负债合计	5.58	4.77	3.23	1.87
负债合计	14.96	14.46	11.42	10.09
总债务合计	10.00	8.87	7.44	5.39
其中：短期债务	5.45	5.13	4.47	3.72
所有者权益	13.26	13.07	12.54	12.09
营业收入	4.21	17.58	17.00	16.11
营业利润	0.24	0.82	0.80	0.80
净利润	0.20	0.61	0.58	0.72
经营活动产生的现金流量净额	0.28	2.88	2.45	-0.32
投资活动产生的现金流量净额	-1.20	-3.73	-4.35	-1.25
筹资活动产生的现金流量净额	0.81	1.22	1.78	1.38
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	2.72	2.06	2.03
FFO（亿元）	--	2.09	1.59	1.63
净债务（亿元）	8.71	7.73	6.70	4.47
销售毛利率	26.77%	24.55%	21.25%	21.06%
EBITDA 利润率	--	15.45%	12.15%	12.62%
总资产回报率	--	4.19%	4.37%	4.32%
资产负债率	53.01%	52.53%	47.68%	45.49%
净债务/EBITDA	--	2.85	3.24	2.20

EBITDA 利息保障倍数	--	10.00	9.09	17.21
总债务/总资本	42.98%	40.43%	37.23%	30.85%
FFO/净债务	--	27.00%	23.72%	36.36%
经营活动现金流净额/净债务	3.23%	37.20%	36.65%	-7.11%
自由现金流/净债务	-10.06%	-10.56%	-28.25%	-56.75%
速动比率	0.67	0.67	0.63	0.75
现金短期债务比	0.25	0.31	0.27	0.36

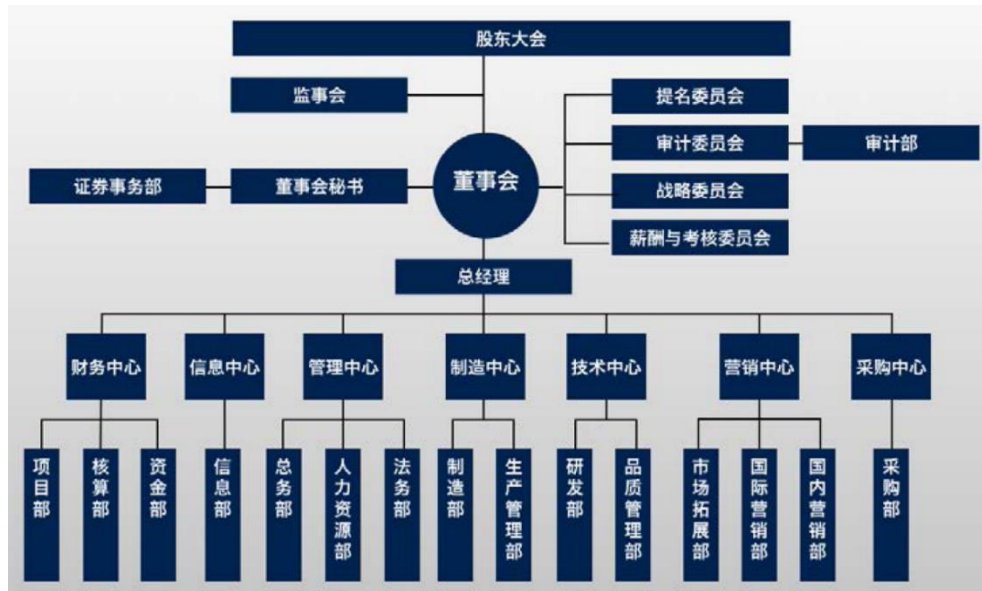
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
宁波鸿裕工业有限公司	13,630.26	100.00%	汽车减震器及其它汽车关键零部件的研发和生产
芜湖荣基密封系统有限公司	2,800.00	51.00%	汽车零部件、密封件、塑料制品、模具制造、加工、销售
芜湖安博帝特工业有限公司	5,580.00	51.00%	密封件、减振件、汽车配件、橡胶制品、塑料制品制造、加工、销售
ADD USA,INC	1 美元	100.00%	自营和代理汽车减震器及其他汽车关键零部件和技术的进出口业务
上海优肯汽车科技有限公司	1,000.00	100.00%	汽车零部件的销售
南京优肯汽车科技有限公司	800.00	80.00%	汽车零部件的销售
芜湖优肯汽车科技有限公司	100.00	100.00%	仓储服务、汽车零部件的销售
正裕工业（泰国）有限公司	1.5 亿泰铢	100.00%	汽车配件制造
台州睿控科技有限公司	580.00	70.00%	工业自动控制系统装置、气压动力机械及元件制造及销售
台州睿进科技有限公司	100.00	80.00%	汽车零部件及配件制造、销售
台州易控科技有限公司	1,000.00	70.00%	锻件及粉末冶金制品销售

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+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。