



2022年成都豪能科技股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年成都豪能科技股份有限公司公开发行可转换公司债券2023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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
豪能转债	AA-	AA-

评级观点

- 该评级结果是考虑到：成都豪能科技股份有限公司（以下简称“豪能股份”或“公司”，股票代码：603809.SH）汽车零部件业务收入仍主要来源于同步器、结合齿的销售，该业务产业链布局较为完善，产品具有良好的品质和稳定的配套能力，积累了大量优质客户且优质客户稳定性较好，使得汽车零部件业务的盈利能力仍较强；公司积极布局新能源车零部件市场，在建项目的逐步投产将使得该板块收入和盈利水平有望进一步提升；2022年公司航空零部件业务收入增长较快，其盈利能力较高。同时中证鹏元也关注到了燃油/新能源车销售结构变化、产品价格及原材料价格变动对公司后续业绩影响较大；航空零部件业务客户较为集中，结算周期较长，使得公司的资金使用效率不高；公司资产受限比例较高，需关注商誉减值风险；在建项目存在一定的资金缺口，且其未来收益情况值得关注；2022年末公司债务中短期债务占比较大，存在一定的短期偿债压力。

评级日期

2023年6月14日

联系方式

项目负责人：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	48.68	47.13	39.68	32.85
归母所有者权益	21.56	21.11	18.45	17.40
总债务	18.29	17.14	10.23	5.65
营业收入	3.79	14.72	14.44	11.71
净利润	0.43	2.19	2.21	1.93
经营活动现金流净额	-0.66	2.82	4.76	2.60
净债务/EBITDA	--	2.72	1.66	0.30
EBITDA 利息保障倍数	--	14.33	18.68	62.03
总债务/总资本	45.88%	44.80%	33.88%	22.83%
FFO/净债务	--	24.70%	43.76%	289.55%
EBITDA 利润率	--	32.01%	29.22%	29.64%
总资产回报率	--	6.36%	7.53%	7.85%
速动比率	0.74	0.69	0.64	0.87
现金短期债务比	--	0.55	0.46	1.10
销售毛利率	31.92%	34.55%	35.26%	35.10%
资产负债率	55.68%	55.19%	49.68%	41.82%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- 公司汽车零部件业务收入主要来源于同步器、结合齿的销售，该业务产业链布局较为完善，产品具有良好的品质和稳定的配套能力，积累了大量优质客户且优质客户稳定性较好，使得汽车零部件业务的盈利能力仍较强。公司汽车零部件业务收入主要来源于同步器、结合齿的销售，该业务实现了从模具设计制造到原材料熔炼、机加以及热处理、总成装配等较为完整产业链布局，依托于先进的生产设备以及快速设计开发的综合能力，其产品具有良好的品质和配套能力；公司积累了大量的优质客户（法士特、采埃孚、上汽集团、重汽集团等），加上产品认证周期较长，客户稳定性较好。综合以上因素，公司汽车零部件业务盈利能力在行业中处于较高水平。
- 公司积极布局新能源车零部件市场，目前收入规模不大但增速较快，随着在建项目的逐步投产，该板块业务收入和盈利水平有望进一步提升。公司通过发展差速器业务积极布局新能源市场，新建的汽车差速器总成生产基地于 2022 年实现一定规模的产品生产和交付，目前收入规模不大但增速较快，毛利率较低，未来随着公司 2 个在建生产基地（包括上述项目以及新能源汽车关键零部件生产基地）的逐步投产并实现规模效应，新能源车零部件业务收入和毛利率有望进一步提升。
- 2022 年公司航空零部件业务收入增长较快，其盈利能力较高。随着厂房改造完成和新增产能释放，2022 年航空零部件业务产量有所提高。由于下游客户需求旺盛，该板块收入快速增长，当年销售毛利率为 64.21%，处于较高水平。

关注

- 2022 年公司同步器收入有所减少，未来需关注燃油/新能源车销售结构变化、下游客户压价及原材料价格变动对公司后续业绩影响情况。由于下游燃油车市场需求放缓，尤其当年受商用重型货车市场不振的影响，公司部分产品订单减少，2022 年公司同步器收入同比减少 17.25%；公司汽车零部件业务业绩与下游汽车市场景气度关系紧密，燃油车和新能源车市场表现较为分化，燃油/新能源车销售结构变化对公司业绩影响较大。由于整车厂商每年均有降成本目标且处于汽车产业链顶端，公司汽车零部件业务议价能力较弱，产品价格面临下降压力；成本中原材料占比较大，近年来钢质坯件、有色金属等原材料价格对公司成本影响较大，需关注原材料价格变动对公司后续业绩影响情况。
- 航空零部件业务客户较为集中，结算周期较长，使得公司的资金使用效率不高。公司航空零部件业务的客户主要为航空飞行器制造公司，客户较为集中，客户需求变动对公司业绩有较大影响；其产品结算周期较长，导致该业务对营运资金的占用时间较长，资金使用效率不高。
- 公司资产受限比例较高，需关注商誉减值风险。2022 年末公司受限资产 16.39 亿元，占总资产的比例为 34.78%，包括用于借款抵质押的长期股权投资、固定资产等；公司收购成都昊轶强航空设备制造有限公司（以下简称“昊轶强公司”）形成商誉 2.03 亿元，若未来经营情况受下游客户订单影响不达预期，将面临商誉减值风险。
- 项目建设存在一定的资金缺口，需关注其未来收益实现情况。2022 年末主要在建项目分别为新能源汽车关键零部件生产基地建设项目（完工时间为 2026 年 10 月）、汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程（完工时间为 2024 年 9 月），截至 2022 年末尚需投资规模较大；虽然未来新能源汽车的需求预计将保持较高水平，但仍需关注公司市场拓展情况及公司在建项目的收益实现情况。
- 公司债务保持增长并呈现短期化，面临一定的短期偿债压力。公司项目建设持续推进，但经营活动现金净流入金额不足以覆盖投资需求，故外部融资需求扩大，使得公司总债务不断增长，其中短期债务占比较高，2022 年末公司现金短期债务比为 0.55，面临一定的短期偿债压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为随着公司在建项目的完工投产，新能源车领域产品产能及产量将得到提升，公司收入有望进一步增长。

同业比较（单位：亿元、%、天）

指标	豪能股份	精锻科技	双环传动	汽车零部件行业平均值
总资产	47.13	54.09	128.95	--
营业收入	14.72	18.08	68.38	--
净利润	2.19	2.48	5.86	--
销售毛利率	34.55	28.41	21.08	16.69
期间费用率	16.92	13.40	10.85	7.10
资产负债率	55.19	38.03	41.96	50.37
净营业周期	198.22	100.73	114.83	61.34

注：以上各指标均为 2022 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
汽车零部件企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
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	8/9
	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	非常强
	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		8/9
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					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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 aa-，反映了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。

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
AA-/稳定	AA-/豪能转	2022-5-26	龚程晨、陈俊	工商企业通用信用评级方法和模型	阅读全文

债 松 [\(cspy_ffmx_2021V1.0\)](#)、[外部特殊支持评价方法 \(cspy_ff_2019V1.0\)](#)

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
豪能转债	5.00	5.00	2022-5-26	2028-11-25

注：豪能转债于 2022 年 11 月 25 日发行，转股期开始于 2023 年 6 月 1 日，截至 2023 年 6 月 4 日已转股 79 股。

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2022年11月25日发行6年期5亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程和补充流动资金。截至2023年3月末，“豪能转债”募集资金专项账户余额为411.57万元。

三、发行主体概况

2022年及2023年1-3月公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。2022年，根据公司2021年度利润分配方案，以总股本30,288.748万股为基数，以资本公积金转增股本，共计转增股本总额9,086.6244万股。截至2023年3月末，公司注册资本、实收资本均为3.94亿元，控股股东仍为向朝东，共同实际控制人仍为向朝东、向星星和向朝明。2023年3月末公司前十大股东明细如下表所示。

表1 截至2023年3月末公司前十大股东明细

股东名称	持股比例	持股总数（万股）
向朝东	18.12%	7,134.40
徐应超	6.89%	2,711.07
向星星	6.75%	2,657.56
杜庭强	4.31%	1,696.81
向朝明	3.62%	1,426.88
张勇	2.87%	1,131.92
杨燕	2.87%	1,130.97
贾登海	1.81%	713.44
中国对外经济贸易信托有限公司-外贸信托-高毅晓峰鸿远集合资金信托计划	1.74%	685.37
广发证券股份有限公司-中庚小盘价值股票型证券投资基金	1.58%	620.26

注：公司股东向朝东与徐应超为舅甥关系、向朝东与向星星为父女关系、向朝东与杜庭强为舅甥关系、向朝东与向朝明为兄弟关系。

资料来源：公司2023年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年公司仍主要从事汽车零部件、航空零部件研发生产销售业务，汽车零部件产品包括同步器、结合齿、差速器、离合器、各类坯件，产品主要应用于燃油汽车和新能源汽车，航空零部件产品包括航空结构件、标准件、材料试验件等。2022年及2023年1-3月公司合并范围内子公司无变化，截至2023年3月末，纳入公司合并范围的子公司共7家，详细情况见附录四。2022年末公司4家主要子公司的持股比例均为100.00%，详细情况见下表。

表2 截至 2022 年末公司主要子公司业务及财务表现（单位：亿元）

公司名称	简称	主营业务	注册资 本	总资 产	营业收 入	净利 润
泸州长江机械有限公司	长江机械	同步环、结合齿的研发、生产与销售	0.25	19.00	9.31	1.55
泸州豪能传动技术有限公司	泸州豪能	差速器及零部件的研发、生产与销售	3.50	18.16	1.98	-0.30
重庆豪能传动技术有限公司	重庆豪能	齿毂、齿套的研发、生产与销售	1.70	3.87	3.45	0.28
成都昊轶强航空设备制造有限公司	昊轶强公司	航空零部件、标准件等制造与销售	0.14	3.99	1.94	0.77

注：上表中重庆豪能、昊轶强公司数据均为合并其各自子公司后的并表数据。

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，

宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

2022 年汽车零部件供应链稳定性虽一度遭遇冲击，但在国内整车市场需求稳中有增且汽车零部件国产替代率逐步提升的背景下，行业收入仍实现小幅增长；2023 年考虑到下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车掀起降价潮且居民消费信心仍需恢复，中证鹏元对汽车零部件行业消费持谨慎乐观态度

2022 年中国汽车销售市场先抑后扬，尽管上半年汽车行业供应链一度面临较强的短期冲击，下半年仍在新能源汽车快速增长的带动下迅速恢复，全年累计销量 2,686.4 万辆，同比增长 2.1%，延续了 2021 年以来的增长趋势。其中，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，且零部件国产化率较高，带动汽车零部件市场需求量持续上升，2022 年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长 3.63%。

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，过去几年增加车牌投放指标、提供购车补贴等刺激汽车消费的政策频出、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 2022 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 226 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。然而，国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企和部分电动化转型较好的零部件企业仍将继续受益于新能源行业的较高景气度，其他传统车企的利润空间或被摊薄。

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，导致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，2023 年主机厂竞争日益加剧，以特斯拉为首的新能源车以及以东风汽车为首的传统燃油车等主流车企纷纷降价，亦导致消费者产生观望情绪，零部件厂商需求或随之承压。综合上述因素，中证鹏元对后续汽车零部件市场增速持谨慎乐观的态度。

图1 2022 年我国汽车销量实现持续增长



图2 2022 年汽车零部件行业主营业务收入增速有所放缓



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

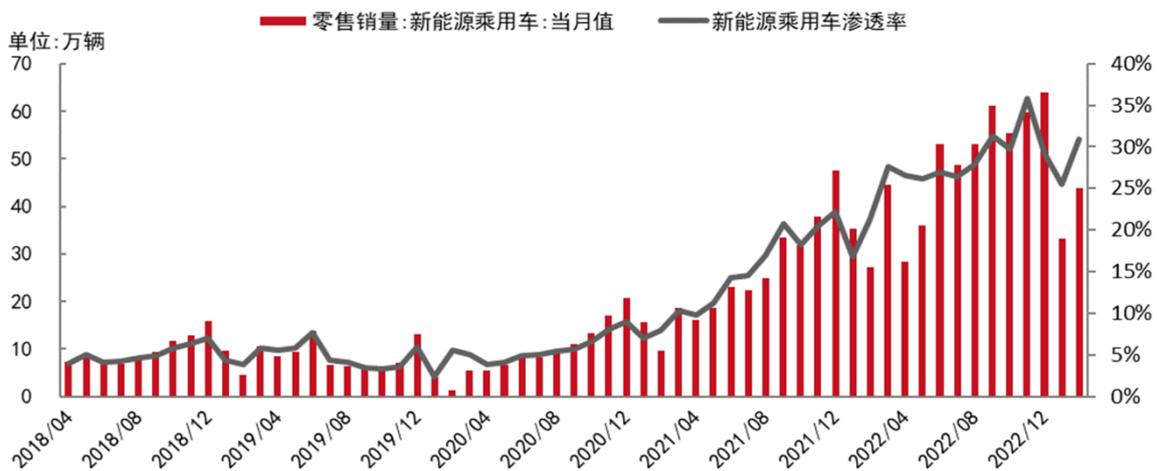
随着新能源汽车市场认可度提高，逐步由政策驱动转向需求驱动，渗透率持续提升，新能源汽车零部件需求亦有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于领先地位，近年零部件企业布局海外产能建

设，有望增加部分细分领域的全球市占率

新能源汽车零部件方面，随着新能源乘用车渗透率不断提高，汽车“新四化”进程加速，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。近年市场对新能源汽车购置补贴退坡此已充分预期，补贴金额占车辆消费总额的比重持续降低且处于较低水平，补贴退坡政策市场接受度较高。目前，消费者对新能源汽车认可度逐步提高、充电桩等配套设施亦持续完善，随着新能源车型投放力度加大，智能化程度不断提升，未来对新能源车市场保持乐观，预计新能源乘用车渗透率和新能源零部件需求均有望进一步提高。

中长期来看，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。长期来看，政府发展新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场占有率扩大仍是必然趋势，新能源零部件需求存在持续支撑。另外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于领先地位，国内汽车零部件企业加速布局海外产能规划建设，有望进一步增加海外市场份额，加速实现部分零部件细分领域的全球化进程，提升市占率。预计短期内零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑继续为中国零部件企业提供新的发展机遇，但需防范企业并购风险。全球乘用车销量增速维持下滑趋势，为应对行业变革与转型，整车厂商研发投入加大，国际车企通过降本来维持盈利能力的需求较大，重新选择零部件供应商的可能性继续提升。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。

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

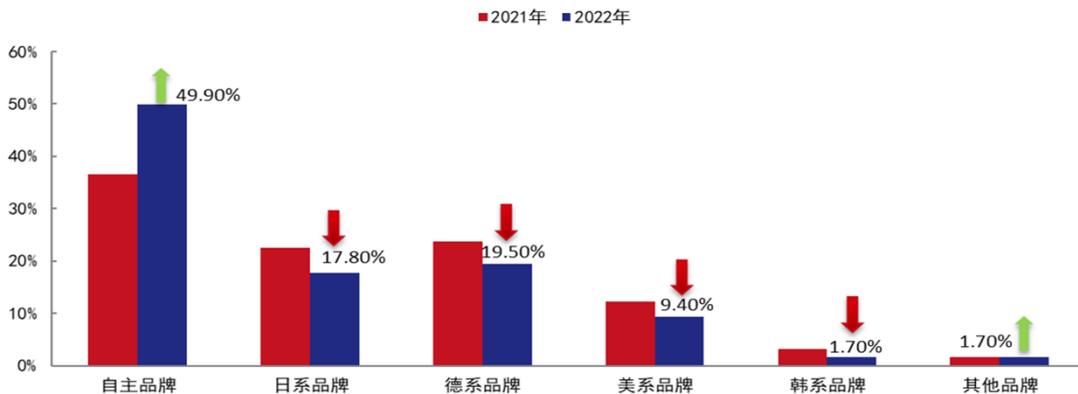
以传统燃油车为主的主机厂商掀起降价潮，市场竞争加速企业分化，新能源供应链布局较早、自主品牌主机厂合作稳定、具备技术优势的零部件供应商有望继续享受新能源汽车发展红利，但转型较慢的传统车企或将面临一定压力

2023年3月，一轮汽车降价浪潮席卷全国，不仅涉及企业让利促销的市场竞争行为，亦有“有形的手”参与其中。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，意图去库存

回现金改善经营状况；其次，汽车排放国六（6B）标准临近实施对车企加快去库存亦有较大刺激；再次，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；最后，扩大内需大方针下，地方政府部门让渡车辆购置税等财政收入，借此激发消费活力并助力区域产业发展。技术迭代及市场竞争对车企影响深远，参与此轮购车优惠政策的车企和地方政府众多。产品竞争力下滑，传统车企规模效应减弱，盈利承压，产线折旧等固定成本支出对利润造成进一步侵蚀，短期需重点关注企业现金类资产储备及现金流表现。长期来看，基于现有品牌优势积极推进新能源布局的传统车企有望在未来行业格局中保有一席之地，而“价格战”背景下，产品力不足、转型落后的厂商将加速出清。

市场中低端产能出清往往伴随着企业分化，配套自主品牌、新能源产业链布局较早、掌握核心技术的供应商有望继续享受新能源汽车发展红利。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，2022年自主品牌延续亮眼表现，销量同比持续高增，自主品牌市场份额大幅增至49.90%，带动新能源供应链布局较早、同自主品牌主机厂商合作稳定、具备技术优势的零部件企业持续受益。中证鹏元预计2023年自主品牌市占率有望进一步上升，且仍占据市场份额首位。从行业结构来看，随着国补退出、市场竞争加剧，新能源车头部效应更为突出，部分二三线车企销量已初现增长乏力，转型较慢的传统燃油车主机厂商则面临更大压力。

图4 自主品牌受益于新能源车市场爆发式增长市占率大幅提高，预计2022年自主品牌市占率或将进一步上升



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

表3 2022年主流车企在新能源汽车市场表现优异（单位：辆）

车企	2022年	2021年	同比
比亚迪	1,799,947	584,019	208.20%
上汽通用五菱	442,118	431,335	2.50%
特斯拉（中国）	439,770	320,766	37.10%
广汽埃安	273,757	126,974	115.60%
长安汽车	212,277	97,641	117.41%
理想汽车	133,246	90,520	47.20%
长城汽车	123,920	133,968	-7.50%
蔚来汽车	122,486	91,407	34.00%

小鹏汽车	120,757	98,176	23.00%
上汽大众	91,761	61,052	50.30%

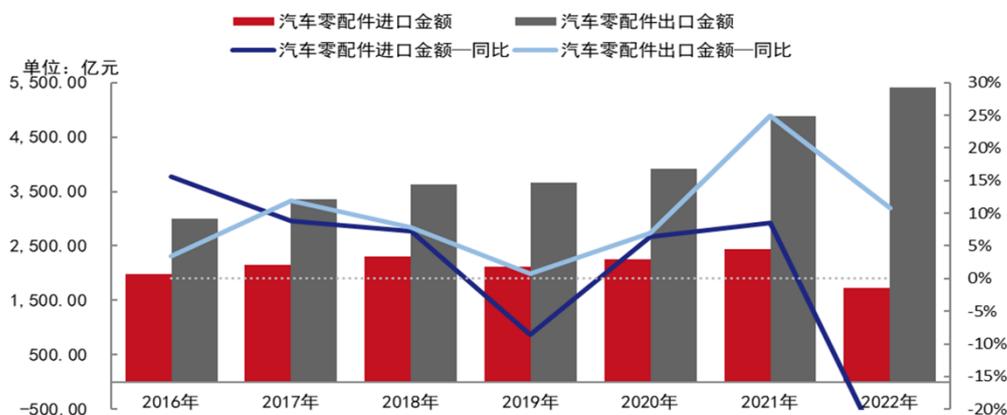
资料来源：乘联会，中证鹏元整理

2022 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，2021-2022 年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、叠加国际油价高涨，国内外新能源汽车渗透率持续提高，市场消费者认可度亦逐步提升，新能源汽车正从政策及牌照驱动转向消费者需求驱动。2022 年中国汽车零部件出口金额同比增长 10.80%，达到 5,411.30 亿元，续创历史新高。

目前，欧美新能源汽车市场仍保持较高景气度，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，有望拉动行业持续上行，中证鹏元预计 2023 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及部分欧美国家经济承压等事件仍会对我国汽车零部件的进出口产生不确定性，未来需持续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。

图5 2022 年汽车零配件出口表现亮眼



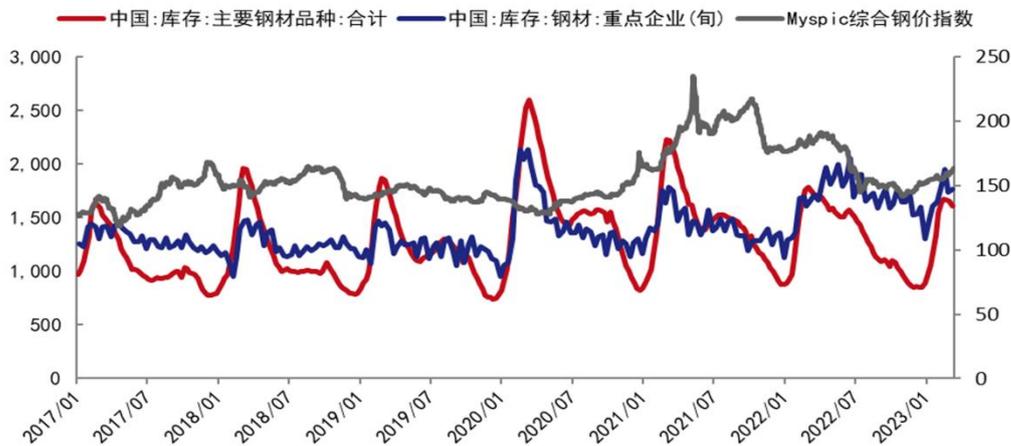
资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

用钢主力房地产业复苏较慢，基建投资“独木难支”，钢铁需求强预期弱现实；原材料价格回落，钢价成本端支撑下移；叠加产量平控政策带来的供给韧性，短期内钢材供需矛盾难见明显改善，预计钢价将偏弱运行，汽车零部件厂商成本端压力有望减轻

中证鹏元认为纵观 2023 年，钢材需求强预期弱现实，供需矛盾短期内仍难改善，钢价或将偏弱运行。需求方面，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，基建投资仍为钢材需求主支撑；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，企业持续处于去库存周期，市场整体呈弱复苏态势，投资动能偏弱。供给方面，预期在需求明显复苏及

利润端修复前，钢材产量将继续下降，但产量平控政策倒逼钢企筑底，整体降幅有限。

图6 2023年钢价自高位有所回落（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司汽车零部件收入及利润主要来源于同步器、结合齿的销售，同步器、结合齿产业链完善并具有良好的品质和稳定的配套能力，积累了大量优质客户且客户稳定性较好，使得汽车零部件业务的盈利能力较强，但需关注燃油/新能源车销售结构变化、下游客户压价及原材料价格变动对公司后续业绩影响情况；公司新能源车零部件板块收入初具规模，毛利率较低，未来随着在建项目投产，该板块收入及毛利率有望提升；公司航空零部件收入增势较好，盈利能力较强，但对主要客户的依赖度很高，回款周期较长

公司主要从事汽车零部件制造业务及航空零部件业务，由于航空零部件业务收入快速增长，2022年汽车零部件制造业务的占比有所下降但仍较大。公司汽车零部件制造业务又可分为传统燃油车零部件业务（主要产品为同步器、结合齿）和新能源车零部件业务（主要产品为差速器）。由于国内燃油车市场需求不旺叠加商用车销量大幅萎缩，燃油车零部件订单减少，2022年公司传统燃油车零部件业务收入出现下降，但新能源车零部件及航空零部件业务增长态势良好，使得当年营业收入保持相对稳定。汽车零部件制造的收入占比和毛利率均有所下滑，但高毛利率的航空零部件制造收入占比有所提高，综合影响下，2022年公司销售毛利率保持相对稳定。

2023年一季度公司营业收入有所减少至3.79亿元。其中公司汽车零部件制造收入同比减少近5个百分点，主要系国内燃油车销量减少、公司所获订单减少所致；航空零部件制造收入同比减少近18个百分点，主要系受当期验收确认收入的产品结构影响，低毛利率产品占比增加所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
----	-----------	-------	-------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
汽车零部件制造	3.05	80.65%	27.56%	12.44	84.51%	28.62%	12.82	88.80%	32.24%
其中：燃油车板块	2.23	58.89%	29.75%	9.93	67.49%	31.28%	11.14	77.12%	32.25%
新能源车板块	0.43	11.38%	5.92%	1.21	8.23%	3.85%	0.39	2.71%	-1.80%
其他	0.39	10.38%	38.87%	1.29	8.79%	31.35%	1.30	8.97%	42.41%
航空零部件制造	0.67	17.74%	46.34%	1.93	13.11%	64.21%	1.38	9.55%	55.93%
其他业务	0.06	1.61%	91.18%	0.35	2.37%	81.94%	0.24	1.65%	78.21%
合计	3.79	100.00%	31.92%	14.72	100.00%	34.55%	14.44	100.00%	35.26%

注：燃油车板块仅统计同步器及结合齿的收入、毛利率数据。

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

1. 汽车零部件板块

受下游燃油车市场需求减弱、公司所获订单减少影响，2022年公司同步器收入有所减少；受益于出口增长，2022年结合齿收入保持增长；综合来看，2022年公司汽车零部件业务收入略有下降，但盈利能力在行业中处于较高水平，需关注燃油/新能源车销售结构变化对公司业绩的影响；由于产品认证周期较长，公司继续与优质客户大多保持稳定合作关系，对收入和利润形成较好的保障作用

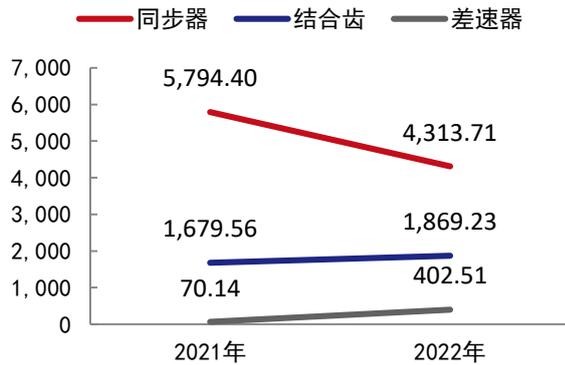
公司汽车零部件业务主要为同步器、结合齿、差速器等的生产销售，同步器、结合齿主要为应用于传统燃油车的零部件，差速器则主要为针对新能源汽车使用的零部件。

2022年各产品线的售价保持相对稳定。由于整车厂商每年均有降成本目标且处于汽车产业链顶端，对汽车零部件供应商具有较强的议价能力，因此会将降价部分传导至上游零部件供应商，导致与其配套的汽车零部件价格也需逐年下降。受此影响，公司生产的汽车零部件售价面临下降压力，但公司主动调整销售结构，使得各产品线的售价保持相对稳定。

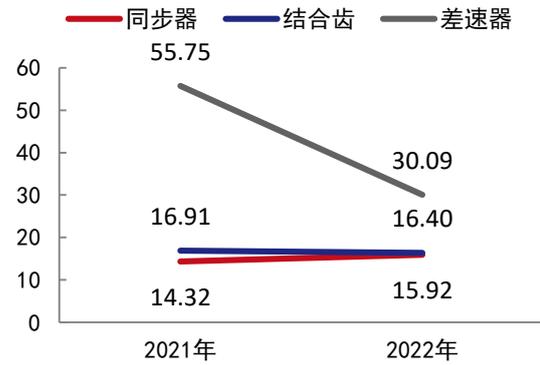
从各产品销售情况来看，同步器和结合齿方面，2022年燃油车市场销量有所萎缩，同时重型货车受基建减少以及前两年市场提前释放等影响销量下滑严重，受该等外部市场因素的不利影响，公司2022年同步器销量同比减少25.55%，收入同比减少17.25%。2022年同步器产品单价有所提高，主要有两方面原因：一是受产品结构变动影响，单件价格高的产品占比增加；二是2021年原材料价格持续处于高位水平，2022年同步器产品价格谈判时考虑2021年原材料价格影响，定价相对上升。结合齿方面，得益于结合齿拥有较强的竞争力并在出口销量上实现增长，2022年公司结合齿销售金额持续增长，单价保持相对稳定。差速器方面，2022年公司差速器业务处于发展初期，销量规模较小；毛利率较低，主要系该产品新投产的厂房及设备折旧较大、平摊到单个产品的折旧费用较高所致。随着公司差速器生产基地的产能陆续投产、业务持续上量，该业务收入有望快速增长，盈利水平有望改善。

图7 公司各类汽车零部件销量情况（单位：万件）

图8 公司各类汽车零部件销售单价情况（单位：元/件）



资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理



资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

综合来看, 2022年同步器收入有所萎缩, 公司汽车零部件制造业务收入随之有所下降。从收入占比来看, 2022年同步器及结合齿(传统燃油车板块)销售收入占营业收入的占比约67.5%, 同比下降近9.6个百分点。毛利率方面, 受同步器毛利率下降以及差速器毛利率较低的影响, 2022年毛利率下降至28.62%, 但在行业中仍处于较高水平, 行业平均值为16.69%。

公司汽车零部件业务业绩与下游汽车市场景气度关系紧密, 2023年1季度燃油车和新能源车销量分别增长-14.57%、26.20%, 销售增速表现较为分化; 根据乘用车市场信息联席会数据, 2022年12月份新能源车的渗透率超过30%, 2025年有望将超过50%, 新能源汽车行业的发展虽然利好公司差速器以及电机轴等相关产品的业务收入提升, 但同时也会对传统燃油车产生一定的替代效应, 进而对公司主要应用于传统燃油车的同步器系统产品销售造成不利影响。目前公司汽车零部件产能集中于燃油车领域, 但随着两个在建新能源汽车零部件产能建设项目的完工, 公司新能源车领域的零部件销售收入有望上升, 未来需要关注两大类型汽车销售结构变化对公司业绩的影响。

表5 公司汽车零部件业务收入构成及毛利率情况(单位: 亿元)

项目	2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
同步器	6.87	55.23%	29.04%	8.30	64.70%	30.91%	7.76	69.47%	34.55%
结合齿	3.07	24.68%	36.31%	2.84	22.14%	36.18%	2.42	21.67%	32.13%
差速器	1.21	9.73%	3.85%	0.39	3.05%	-1.80%	0.00	0.00%	-
其他	1.29	10.37%	31.35%	1.30	10.11%	42.41%	0.99	8.86%	27.07%
合计	12.44	100.00%	28.62%	12.82	100.00%	32.24%	11.17	100.00%	32.03%

资料来源: 公司 2020-2022 年年度报告, 中证鹏元整理

公司下游客户优质, 且客户稳定性较好。公司和下游整车厂或主机厂建立配套关系, 需要经过相当复杂的认证过程, 一般至少需要2-3年时间; 故公司与优质客户大多保持稳定合作关系, 客户流失情况较少。得益于较为优质的客户, 公司同步器、结合齿的产品销售单价高于行业水平。2022年公司前五大客户无变化, 前五大客户销售金额占当期汽车零部件销售总额的占比保持在55%上下, 大客户稳定性较好。

表6 公司汽车零部件业务前五大客户情况（单位：亿元）

年度	单位名称	销售金额	占当期汽车零部件销售总额的占比
2022年	Magna PT（原名为 GETRAG ASIA PACIFIC GMBH & CO.KG）	2.46	19.27%
	大众汽车（中国）投资有限公司	2.10	16.44%
	采埃孚集团	1.08	8.45%
	中国第一汽车股份有限公司	0.88	6.93%
	陕西法士特齿轮有限责任公司	0.70	5.49%
	合计	7.22	56.58%
2021年	GETRAG ASIA PACIFIC GMBH & CO.KG	2.04	15.88%
	大众汽车（中国）投资有限公司	1.64	12.81%
	陕西法士特齿轮有限责任公司	1.22	9.54%
	中国第一汽车股份有限公司	1.09	8.51%
	采埃孚集团	1.06	8.24%
	合计	7.05	54.98%

资料来源：公司提供

公司汽车零部件制造产业链布局完善，同步器、结合齿业务具备良好的生产品质以及较强的产品配套能力，由于燃油车市场行情偏弱，尤其受商用重型货车市场不振的影响，2022年公司同步器产能利用不足，产量有所减少；得益于国内外订单较多，结合齿产量不断提高；公司同时积极布局新能源车领域产品，已与多家车企合作且部分产品已量产，此领域产品是汽车零部件业务的新增长点

公司业务已经实现了模具设计制造、原材料熔炼制造、管材挤制、精密锻造、高精度机械加工、热处理和总成装配等产业链布局，有利于公司缩短交货周期，降低采购成本。传统燃油车领域，2022年公司乘用车业务获得麦格纳、大众、一汽、吉利、长城等客户多个新项目订单。公司为采埃孚重卡AMT项目独家配套同步器和行星结构等零件，部分产品直接出口德国、匈牙利、巴西、俄罗斯等国家，并配套奔驰、斯堪尼亚等整车厂。整体来看，公司所获同步器的订单量有所下降，而结合齿的订单量略有增长。

新能源车领域，泸州豪能将把变速器板块打造成为集模具开发、铸造、机加、锻造、热处理以及总成装配于一身的研发生产制造基地。汽车变速器总成生产基地建设项目一期工程已于2022年实现部分投产，当年新增变速器零件产能500万件/年。得益于公司在手订单以及交付的产品规模增加，2022年变速器收入快速增长。2021年起公司与比亚迪、德纳、吉利、长城、蔚来、理想等客户在新能源汽车用变速器零部件及总成产品开展了多项合作，部分产品已量产。其中公司自主设计的EDS变速器总成配套新能源汽车极氪001，已处于量产爬坡阶段。此外，公司正在推进新能源汽车关键零部件生产基地建设项目，新能源车零部件成为汽车零部件业务的新增长点。

同步器生产方面，2022年传统燃油车销量下滑，其中商用重型货车市场较为不振，公司同步器订单量及产量减少，产能利用率从2021年的95.08%降低至2022年的64.61%，下降明显。结合齿生产方面，

得益于国内外订单较多，2022年结合齿产量保持增长，产能利用率保持在90%以上。2022年公司差速器新增产能充分释放，当年接近满产，产量达598.79万件。

表7 公司汽车零部件产能及产量情况（单位：万件/年、万件）

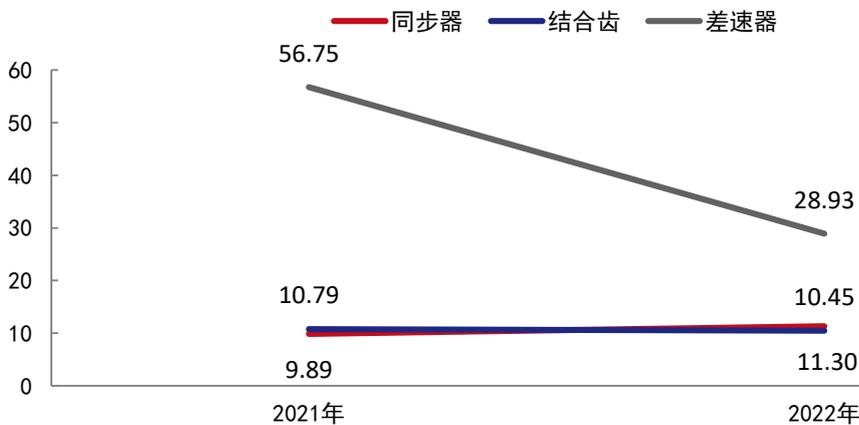
项目	2022年			2021年		
	同步器	结合齿	差速器	同步器	结合齿	差速器
产能	6,420.00	2,050.00	600.00	6,420.00	2,050.00	100.00
产量	4,148.05	1,960.89	598.79	6,104.14	1,888.63	83.78
产能利用率	64.61%	95.65%	99.80%	95.08%	92.13%	83.78%

资料来源：公司提供

汽车零部件成本中原材料占比较大，其中钢质坯件采购量最大，未来需要关注原材料价格变动对公司后续业绩影响情况；受产品结构变化及新增产线带来的折旧影响，2022年同步器产品成本承压明显，而得益于内部供应商采取成本优化措施，结合齿的单位成本略有下降

公司汽车零部件成本包括原材料、制造费用、人工费用等，其中原材料占比较大。公司采购的原材料主要包括钢质坯件、有色材料、摩擦材料等，其中钢质坯件采购量最大，主要用于同步器产品，受公司自身钢质坯件产能不足以满足经营需求，公司部分钢质坯件需向外部供应商采购。原材料价格对公司成本影响较大，未来需要关注原材料价格变动对公司后续业绩影响情况。分产品来看，2022年同步器的单位成本同比增长14.16%，主要有两方面原因，一方面是钢价在高位运行，另一方面销量下降分摊的单位固定成本相应上升，此外同步器产品结构变动以及客户加工精度要求提升等影响，部分产品加工成本有所提升。结合齿方面，结合齿的坯件主要从子公司青竹机械采购，青竹机械通过技术改进、智能生产等方式优化成本，使得其单位成本呈下降趋势，但下降幅度有限。随着产品结构有所变动以及产量增大、制造费用在每件产品上摊薄，2022年差速器成本同比明显下降，未来随着规模效应的释放，其成本有望进一步下降。

从原材料价格来看，钢质坯件主要受钢价变化、产品结构变化影响，2022年单价保持在高位；2022年有色材料单价保持在高位运行。从采购数量来看，钢质坯件采购量最多，有色材料、摩擦材料其次，受到同步器产量下降影响，2022年上述材料的采购量均有所下降。

图9 公司汽车零部件单位成本情况（单位：元/件）


资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司汽车零部件原材料采购情况（单位：万元、万件、万公斤、元/件、元/公斤）

项目	2022年			2021年		
	金额	数量	单价	金额	数量	单价
钢质坯件	26,853.37	3,447.56	7.79	30,569.43	3,881.09	7.88
有色材料	4,592.78	95.60	48.04	6,086.56	129.06	47.16
摩擦材料	2,115.05	7.95	266.00	4,684.53	22.21	210.96
其他	18,532.51	-	-	13,407.54	-	-
合计	52,093.71	-	-	54,748.06	-	-

注：钢质坯件按件计算，有色材料、摩擦材料按公斤计算。

资料来源：公司提供

2022年公司汽车零部件业务前五大供应商有所变动，前五大供应商采购金额占当期汽车零部件采购总额的占比继续降低至28.99%。

表9 2021-2022年公司汽车零部件业务前五大供应商情况

2022年	2021年
重庆鼎强商贸有限公司	重庆兴韵晨金属材料有限公司
重庆兴韵晨金属材料有限公司	重庆市璧山区茂渝机械制造有限公司
西宁特殊钢股份有限公司	重庆鼎强商贸有限公司
重庆市璧山区茂渝机械制造有限公司	常州光洋轴承股份有限公司
常州光洋轴承股份有限公司	嘉兴和新精冲科技有限公司

资料来源：公司提供

2022年公司研发投入规模继续提高，其占营业收入的比例也持续提高，产品实力得到提升，使得汽车零部件业务具有一定技术优势和客户粘性；公司主要在建项目总投资规模较大，均为新能源车领域，建成投产后新能源板块业务收入将大幅提升，但需关注其未来收益实现情况

公司是国家高新技术企业，建有省级技术中心、工程技术研究中心和国家认可实验室。公司研发、创新及综合实力得到相关部门的认可，具体来看，2022年重庆豪能入选“重庆市‘专精特新’企业”，同时公司被成都企业联合会授予2022年度“成都制造业100强”、“民营企业100强”的荣誉称号。

公司还具备专用设备的设计和制造能力，根据产品和工艺特点自行设计了多台专用设备，专业化程度高，提高了生产效率，确保了产品工艺质量。公司通过自主设计、研发，与客户形成高度配合，实现与客户同步开发、协同发展的健康互动模式，使得公司产品具备一定的技术优势以及较强的客户粘性。2022年公司研发投入规模继续提高，其占营业收入的比例也持续提高，产品实力得到提升；其中2022年公司获得1项发明专利，15项实用新型专利，开展196个研发项目，涉及353个研发产品。

表10 公司研发投入情况

项目	2022年	2021年
研发投入（万元）	10,074.14	8,045.97
研发投入总额占营业收入比例（%）	6.85	5.57
公司研发人员的数量（人）	221	213
研发人员数量占公司总人数的比例（%）	7.83	9.31

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

2022年末公司主要在建项目总投资16.08亿元，尚需投资7.98亿元。汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程为前次可转换公司债券的募投项目，2022年部分产能实现投产，截至2022年末已投资7.47亿元，预计2024年9月完工，该项目建成运营并全部达产达能后，预计可实现年销售收入10.77亿元。新能源汽车关键零部件生产基地建设项目总投资5.50亿元，其中拟使用拟发行的可转债资金3.90亿元，剩余1.60亿元由公司自筹。设计产能为年产新能源汽车电机轴200万根，预计可实现年销售收入2.90亿元，年均净利润0.58亿元。需关注公司市场拓展情况及在建项目投产时获取订单以及收益实现情况。

表11 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工年月
新能源汽车关键零部件生产基地建设项目	5.50	0.63	2026.10
汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程	10.58	7.47	2024.9
合计	16.08	8.10	-

资料来源：公司提供

2. 航空零部件板块

随着厂房改造完成和新增产能释放，2022年航空零部件产量有所提高；由于下游需求旺盛，该业务收入保持增长，盈利能力维持在较高水平，但公司对主要客户的依赖度很高，面临一定的政策风险，且由于客户验收周期较长，该业务对营运资金形成一定占用

航空零部件业务主要包括航空结构件、标准件、材料试验件的精密加工。产品包括飞机机头、机身、机翼、尾段等部位相关零部件，主要应用于各型军机、民机及无人机。公司在成都经开区为昊轶强公

司提供的二期厂房目前正在改造，2022年新都航空产业园航空零部件研发制造项目已初步形成产能。随着厂房改造完成和新增产能释放，2022年产量有所提升。

下游需求方面，近年来我国军费支出整体呈上升态势，预计公司航空零部件业务的下游需求将维持旺盛态势。公司客户主要为航空飞行器制造公司（军用、民用），对单一客户较为依赖。需注意的是，若未来国家对航空产业各项支持政策无法顺利实施或停止实施，导致下游市场需求下滑，则将不利于昊轶强公司航空业务的快速发展。得益于部分产品的销售单价及收入增长，2022年销售金额同比增长39.85%至1.93亿元，毛利率提高8.28个百分点至64.21%。2022年产销率变动不大，为46.80%，主要系公司加工产品验收周期较长所致。此外，该业务结算周期较长，对营运资金的占用时间较长，降低了公司的资金效率。

2022年昊轶强公司实际运营业绩超过预期，故收购昊轶强公司形成的商誉尚未计提减值准备，但未来仍需关注其面临的减值风险；2022年公司收购重庆豪能剩余股权，重庆豪能成为全资子公司，此举便于公司推进与重庆豪能的资源整合以及深度融合

2020-2021年，公司分两次收购昊轶强公司100.00%股份，产生商誉2.03亿元；昊轶强公司原股东对于业绩作出2次承诺，第一次承诺为昊轶强公司2020-2022年实现扣除非经常性损益后的净利润数分别为3,000万元、4,000万元和5,000万元；第二次承诺为2021-2023年实现扣除非经常性损益后的净利润分别为4,500万元、5,000万元和6,000万元。2022年昊轶强公司实际运营业绩继续超过预期，商誉未发生资产减值风险，但未来经营情况可能不达预期，需关注其面临的减值风险。

2022年，公司收购子公司重庆豪能剩余49.00%股权，交易金额为0.91亿元，重庆豪能成为公司全资子公司，便于公司推进与重庆豪能的资源整合以及深度融合。重庆豪能主要负责同步器中齿毂、齿套等以及锻件的生产，且产品主要供应给内部企业。

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信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年及2023年1-3月公司合并范围内子公司无变化，截至2023年3月末，纳入公司合并范围的子公司共7家，详细情况见附录四。

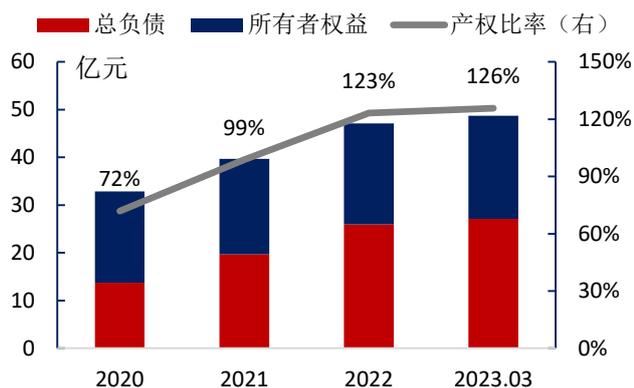
资本实力与资产质量

随着公司持续融资以满足在建项目资金需求，2022年末公司负债规模保持增长，财务杠杆水平继续提升；资产以应收账款、存货、固定资产、在建工程为主，符合公司重资产型企业特征，资产受限

比例较高，需关注公司面临的商誉减值风险

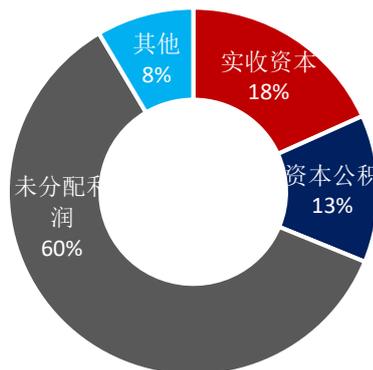
由于公司不断通过外部融资对在在建项目投入，2022年末负债规模保持增长，净资产增量部分主要来自计入权益部分的本期债券以及累积的利润；综合上述情况来看，2022年末公司资产总额保持增长，财务杠杆水平有所提升，且处于较高水平。

图10 公司资本结构



资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图11 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以汽车零部件及航空零部件业务形成的应收账款、存货、固定资产、在建工程为主，2022年末上述科目占总资产的比重为70.47%。汽车零部件行业普遍存在赊销情况，赊销账期在3-6月，故2022年末公司应收账款占有一定比例，其中大部分为按账龄分析法计提坏账准备的应收账款，账龄以1年为主；公司前五大应收账款对象分别为麦格纳动力总成（江西）有限公司、陕西法士特齿轮有限责任公司、采埃孚福田自动变速箱（嘉兴）有限公司、深圳市比亚迪供应链管理有限公司、中国第一汽车股份有限公司，应收上述对象的款项占应收账款总额比重为36.06%。2022年因公司营业收入以及账期管理方式变动不大，故应收账款保持相对稳定。

公司存货主要为库存商品（主要为汽车零部件产品）、已交付未结算受托加工产品（均为航空零部件产品）。因公司生产的产品均为客户要求定制生产的配套产品，2022年末公司存货计提减值准备规模少，为0.13亿元。2022年末已交付未结算受托加工产品的规模保持增长，并导致存货增长。

随着公司购置机器设备，固定资产保持增长，2022年末主要包括机器设备11.91亿元以及厂房、办公楼等建筑物4.10亿元。随着公司向在建工程不断投入资金，在建工程保持增长，2022年末包括汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程、新能源汽车关键零部件生产基地建设项目。

其他资产方面，公司货币资金主要为银行存款，对短期债务的覆盖程度较低；2022年末公司无形资产主要为子公司长江机械于2021年购置的土地，该土地已经办妥产权证书。公司商誉系2020年收购昊轶强公司股权形成，昊轶强公司2022年完成业绩承诺，故商誉未发生减值，但未来经营情况可能不达预期，

仍需关注其面临的减值风险。

受限资产方面，2022年末公司受限资产16.39亿元，占总资产的比例为34.78%，具体情况见下表。

表12 公司受限资产构成情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	0.62	保证金及冻结资金
应收票据	0.09	质押
应收款项融资	0.02	质押
应收账款	0.81	长期借款质押
长期股权投资	4.02	长期借款质押
固定资产	7.92	综合授信抵押
在建工程	1.57	综合授信抵押
无形资产	1.34	综合授信抵押
合计	16.39	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.69	5.54%	3.37	7.15%	2.74	6.91%
应收账款	4.16	8.55%	3.59	7.61%	3.58	9.01%
存货	6.59	13.53%	6.36	13.49%	5.13	12.93%
流动资产合计	16.82	34.55%	16.11	34.17%	14.22	35.83%
固定资产	16.90	34.71%	16.43	34.86%	14.19	35.76%
在建工程	7.07	14.53%	6.84	14.51%	4.72	11.89%
无形资产	2.02	4.14%	2.02	4.30%	2.07	5.22%
商誉	2.03	4.17%	2.03	4.31%	2.03	5.12%
非流动资产合计	31.86	65.45%	31.02	65.83%	25.46	64.17%
资产总计	48.68	100.00%	47.13	100.00%	39.68	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

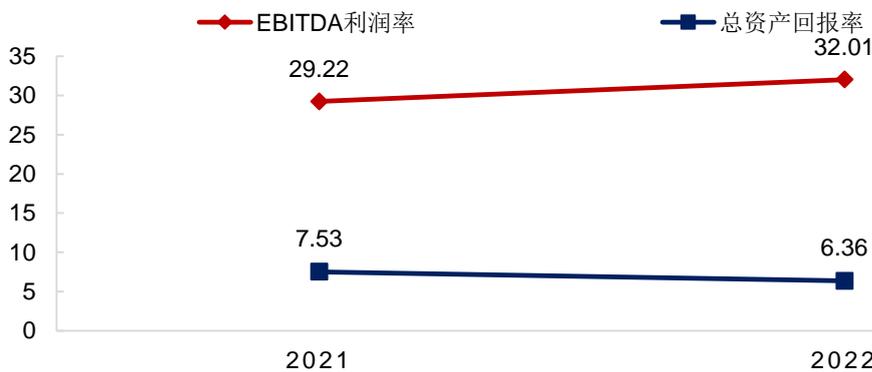
盈利能力

公司涉及汽车零部件和航空零部件两大业务，得益于优质客户带来较为稳定的订单且订单价格较高，营业收入保持小幅增长，销售毛利率维持在行业中较高水平，EBITDA利润率等盈利能力指标表现较好；2023年一季度，受国内汽车销售行情不佳以及航空零部件客户结算规模减少所致，收入及毛利率同比有所下降

公司营业收入主要来源于汽车零部件制造业务、航空零部件制造业务，汽车零部件业务收入主要来自于大量的优质客户，包括国内外大型车企（法士特、采埃孚、上汽集团、重汽集团等），客户订单较为稳定且销售定价较高，使得传统燃油车领域业务毛利率保持在行业中较高水平；公司航空零部件业

务客户主要为航空飞行器制造企业，近年来受益于订单不断增长，收入规模不断增长，且其盈利水平较高。上述因素使得近年公司营业利润、净利润保持相对稳定，EBITDA利润率、总资产回报率均维持在较高水平。2023年1-3月，公司营业收入仍来自于汽车零部件制造业务，但汽车零部件收入规模同比有所减少，主要系国内汽车销售行情不佳所致；航空零部件收入同比减少幅度更大，主要系受当期验收确认收入的产品结构影响，低毛利率产品占比增加所致。2023年1季度公司销售毛利率较2022年有所下降，主要系当期结算的航空零部件加工价格较低所致。

图12 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司项目建设推进带来的融资需求扩大，使得公司总债务保持增长，其中短期债务占比较高，面临一定的短期偿债压力，但考虑到公司融资渠道较为畅通，银行融资具有一定空间，流动性尚可

公司不断对在建项目投入资金，但经营活动现金净流入金额不足以覆盖投资需求，公司需要从外部获取融资资金，故债务规模持续增长。2022年末公司总债务规模较大，占到负债总额的65.90%。公司债务包括银行借款和债券，短期债务与长期债务的占比相当，期限结构有优化空间。2022年末银行借款主要包括抵押、保证和信用借款，利率区间为3.7%-5.0%，主要贷款银行包括进出口银行、民生银行、中国银行等，1年内到期借款的比例达59%，占主要部分。公司存续债券为“豪能转债”，发行规模为5.00亿元，账务处理时对负债成分及权益成分进行拆分，2022年末计入应付债券的部分为4.07亿元。

其余主要负债中，应付账款主要为应付浙江海德曼智能装备股份有限公司、重庆市璧山区茂渝机械制造有限公司、重庆兴富吉实业有限公司的材料款。其他应付款主要包括应付子公司昊轶强公司等原股东股权转让款1.25亿元、限制性股票回购义务0.19亿元。

表14 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	利率区间	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	3.7%-5.0%	11.32	6.69	4.63
债券融资	0.3%-2.5%	4.07	0.00	4.07

合计	-	15.40	6.69	8.70
----	---	-------	------	------

注：上表债务未包括应付票据。

资料来源：公司 2022 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.34	8.62%	2.86	11.00%	5.52	27.99%
应付账款	3.05	11.24%	3.15	12.10%	2.42	12.28%
其他应付款	1.47	5.42%	1.48	5.70%	2.79	14.13%
一年内到期的非流动负债	3.89	14.36%	3.91	15.05%	1.23	6.22%
流动负债合计	13.87	51.17%	14.17	54.47%	14.15	71.78%
长期借款	5.63	20.78%	4.63	17.81%	2.59	13.16%
应付债券	4.13	15.25%	4.07	15.65%	0.00	0.00%
非流动负债合计	13.24	48.83%	11.84	45.53%	5.56	28.22%
负债合计	27.11	100.00%	26.01	100.00%	19.71	100.00%
总债务合计	18.29	67.47%	17.14	65.90%	10.23	51.89%
其中：短期债务	8.52	31.44%	8.44	32.43%	7.63	38.73%
长期债务	9.77	36.03%	8.70	33.46%	2.59	13.16%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司财务杠杆水平有所提升。2022年末公司经营活动现金流净额有所减少至2.82亿元，但FFO仍保持在较大规模，经营活动现金生成能力表现较好。随着公司债务融资规模的增长，净债务/EBITDA及总债务占总资本的比重有所提高，但仍处于较低水平，总资本能够有效偿还总债务。公司利息支出规模的增长导致公司EBITDA对利息支出的保障表现有所弱化，但EBITDA仍能有效覆盖利息支出。公司继续对在建项目投入资金并购买机器设备，资本开支规模均超过经营活动净现金流，导致自由活动现金流为负，自由活动现金流/净债务指标表现仍不佳。

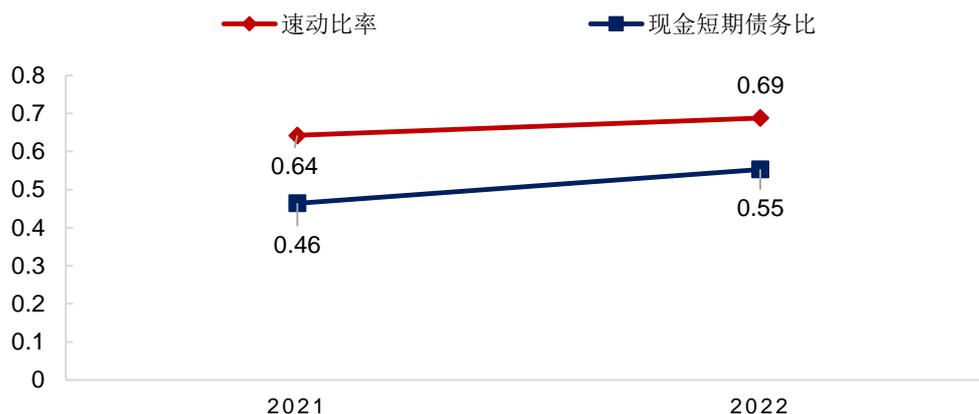
表16 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	-0.66	2.82	4.76
FFO	--	3.16	3.07
资产负债率	55.68%	55.19%	49.68%
净债务/EBITDA	--	2.72	1.66
EBITDA 利息保障倍数	--	14.33	18.68
总债务/总资本	45.88%	44.80%	33.88%
FFO/净债务	--	24.70%	43.76%
经营活动净现金流/净债务	--	22.01%	67.98%
自由现金流/净债务	--	-19.03%	-17.24%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，2022年公司现金短期债务比略有提高至0.55，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱；2022年速动比率变动很小，速动资产对流动负债的覆盖程度仍不高；整体来看，公司流动性指标表现一般。截至2022年末，公司未使用授信额度规模不大，备用授信额度较少。考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，公司再融资空间尚可。

图13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司治理结构较为完善，管理团队较为稳定，随着公司进入新能源车零部件领域，人才储备和管理水平将面临一定的挑战

环境因素

环境方面，根据《公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

根据公开资料查询，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

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了

股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员9名，其中独立董事3名，截至2023年3月末，公司共同实际控制人向朝东、向星星和向朝明合计控制公司11,218.84万股，占公司总股本的28.49%，且近年的持股比例保持稳定，未有减持动作，对公司的控制力度较强。公司对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控。公司根据行业特点和经营管理需要，设立了销售部、采购部、财务部等部门，公司已建立了较完整的内部管理制度，覆盖了研发、采购、销售等多个环节。截至2023年3月末，公司组织架构图如附录三所示。

近年新能源汽车行业快速发展，公司在相关领域推进的在建项目有2个，分别为汽车差速器总成生产基地建设项目一期工程、新能源汽车关键零部件生产基地建设项目。随着公司经营规模的不断扩大，人才储备和管理水平将面临一定的挑战。

（二）过往债务履约情况

根据公司本部提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月25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。

根据子公司长江机械、泸州豪能提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月10日），子公司长江机械、泸州豪能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。

八、结论

公司业务经营面临的风险包括燃油/新能源车销售结构变化、下游客户压价及原材料价格变动，上述风险因素的影响较大；此外，航空零部件业务客户较为集中，结算周期较长，使得公司的资金使用效率不高；公司资产受限比例较高，需关注商誉减值风险；在建项目存在一定的资金缺口，且其未来收益情况值得关注；2022年末公司债务中短期债务占比较大，存在一定的短期偿债压力。抗风险能力方面，公司汽车零部件业务收入仍主要来源于同步器、结合齿的销售，该业务产业链布局较为完善，产品具有良好的品质和稳定的配套能力，积累了大量优质客户且优质客户稳定性较好，使得汽车零部件业务的盈利能力仍较强；公司积极布局新能源车零部件市场，在建项目的逐步投产将使得该板块收入和盈利水平有望进一步提升；2022年公司航空零部件业务收入增长较快，其盈利能力较高。综合来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“豪能转债”的信用等级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	2.69	3.37	2.74	2.83
应收账款	4.16	3.59	3.58	3.36
存货	6.59	6.36	5.13	4.02
流动资产合计	16.82	16.11	14.22	13.51
固定资产	16.90	16.43	14.19	11.33
在建工程	7.07	6.84	4.72	3.80
非流动资产合计	31.86	31.02	25.46	19.34
资产总计	48.68	47.13	39.68	32.85
短期借款	2.34	2.86	5.52	3.49
应付账款	3.05	3.15	2.42	2.37
其他应付款（合计）	1.47	1.48	2.79	3.27
一年内到期的非流动负债	3.89	3.91	1.23	0.02
流动负债合计	13.87	14.17	14.15	10.85
长期借款	5.63	4.63	2.59	1.21
应付债券	4.13	4.07	0.00	0.00
非流动负债合计	13.24	11.84	5.56	2.88
负债合计	27.11	26.01	19.71	13.74
总债务	18.29	17.14	10.23	5.65
所有者权益	21.57	21.12	19.96	19.11
营业收入	3.79	14.72	14.44	11.71
营业利润	0.49	2.45	2.51	2.22
净利润	0.43	2.19	2.21	1.93
经营活动产生的现金流量净额	-0.66	2.82	4.76	2.60
投资活动产生的现金流量净额	-0.32	-6.52	-8.29	-2.93
筹资活动产生的现金流量净额	0.18	4.10	3.37	1.64
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	4.71	4.22	3.47
FFO(亿元)	--	3.16	3.07	2.98
净债务(亿元)	15.09	12.80	7.01	1.03
销售毛利率	31.92%	34.55%	35.26%	35.10%
EBITDA 利润率	--	32.01%	29.22%	29.64%
总资产回报率	--	6.36%	7.53%	7.85%
资产负债率	55.68%	55.19%	49.68%	41.82%
净债务/EBITDA	--	2.72	1.66	0.30
EBITDA 利息保障倍数	--	14.33	18.68	62.03
总债务/总资本	45.88%	44.80%	33.88%	22.83%

FFO/净债务	--	24.70%	43.76%	289.55%
速动比率	0.74	0.69	0.64	0.87
现金短期债务比	--	0.55	0.46	1.10

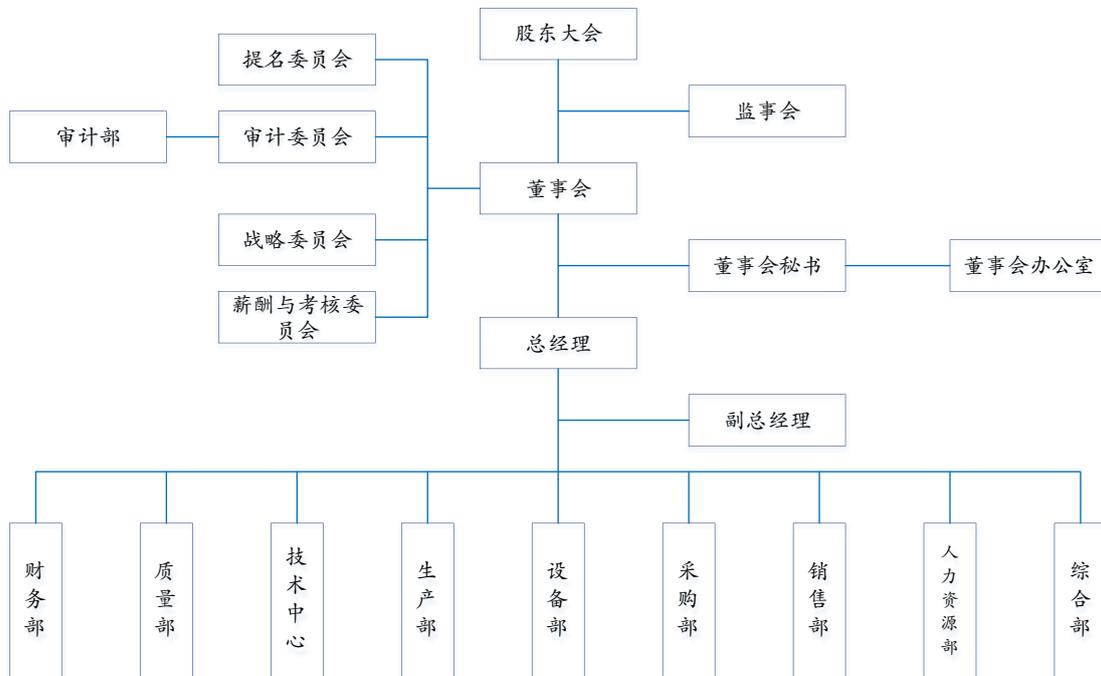
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：企业预警通

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023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
泸州长江机械有限公司	2,523.69	100%	同步环、结合齿的研发、生产与销售
泸州豪能传动技术有限公司	35,000.00	100%	差速器及零部件的研发、生产与销售
重庆豪能传动技术有限公司	17,000.00	100%	齿毂、齿套的研发、生产与销售
成都昊轶强航空设备制造有限公司	1,400.00	100%	航空零部件、标准件等制造与销售
重庆青竹机械制造有限公司	4,000.00	100%	齿轮精密锻件制造与销售
成都恒翼升航空科技有限公司	3,000.00	100%	航空零部件、相关设备设计、制造及装配
成都豪能空天科技有限公司	5,000.00	80%	航天配套产品

资料来源：公司提供

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

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。