

浙江万里扬股份有限公司

2014 年公司债券 2017 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>



## 浙江万里扬股份有限公司 2014 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第  
【203】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体:

万里扬集团有限公司

债券剩余规模: 7.5 亿元

债券到期日期: 2019 年  
08 月 26 日

债券偿还方式: 按年付  
息, 到期一次还本, 附  
投资者回售选择权

分析师

姓名:

王学鹏 张伟亚

电话:

021-51035670

邮箱:

wangxp@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司汽车及零  
部件制造业企业主体长  
期信用评级方法, 该评  
级方法已披露于公司官  
方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

本次跟踪评级结果

上次信用评级结果

本期债券信用等级

AA

AA

发行主体长期信用等级

AA

AA

评级展望

稳定

稳定

评级日期

2017 年 06 月 05 日

2016 年 04 月 29 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对浙江万里扬股份有限公司(以下简称“万里扬”或“公司”)及其 2014 年 8 月 26 日发行的 7.5 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的 2017 年跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司通过对外收购, 营业收入和利润大幅提升; 公司产能增长较快, 主要产品产量、销量和销售价格均呈不同程度增长。同时我们也关注到, 车辆购置税优惠政策将逐步取消, 可能对公司业绩产生一定影响; 公司融资租赁业务规模有所下降, 并存在一定经营风险; 公司应收账款规模较大, 存在一定回收风险; 公司新增商誉规模较大, 存在一定商誉减值风险等因素。

### 正面:

- 公司通过对外收购, 营业收入和利润大幅提升。公司 2016 年合并吉利汽车控股有限公司乘用车变速器资产和金兴汽车内饰股份有限公司全年业务收入和利润, 并完成对芜湖万里扬变速器有限公司(以下简称“芜湖万里扬<sup>1</sup>”)全部股权收购, 2016 年公司共实现营业收入 37.32 亿元, 同比大幅增长 89.20%; 实现营业利润 3.52 亿元, 同比大幅增长 49.60%。
- 公司产能增长较快, 主要产品产量、销量和销售价格均呈不同程度增长。公司通过收购芜湖万里扬, 新增乘用车变速器产能 65 万台, 同时在原有生产基地基础上扩建产能, 公司乘用车变速器产能由 2015 年末的 45 万台/年大幅提升至 2016 年末

<sup>1</sup> 芜湖万里扬原名为芜湖奇瑞变速箱有限公司, 原为奇瑞汽车股份有限公司下属全资子公司。

的 150 万台/年；受益于汽车行业整体景气度回升和对外收购，2016 年公司轻卡、中卡和乘用车手动变速器产量分别增长 14.01%、12.25% 和 91.92%，销量分别增长 12.65%、2.33% 和 82.19%，销售均价分别增长 0.65%、5.04% 和 19.12%。

### 关注：

- **车辆购置税优惠政策将逐步取消，可能对公司业绩产生一定影响。**由于国家自 2017 年起对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税，不再实施车辆购置税减半优惠，乘用车市场销量增速存在下滑可能，将对公司汽车变速器和汽车内饰件业务产生一定不确定性影响，从而影响公司业绩。
- **公司融资租赁业务规模有所下降，并存在一定经营风险。**由于新增租赁业务订单规模较小，2016 年末应收融资租赁款 8.83 亿元，同比下降 34.32%，整体业务规模有所下降，未来收入存在不确定性；由于客户以房地产行业为主且项目主要集中在安吉县、长兴县以及金华市，自 2016 年下半年房地产市场政策面逐步收紧，融资租赁业务可能存在一定经营风险。
- **公司应收账款规模较大，存在一定回收风险。**2016 年末公司应收账款账面价值为 15.50 亿元，同比增长 81.58%，占资产总额比例为 15.69%；应收账款主要为应收汽车变速器货款，其中账龄 1 年以内占比为 98.79%，客户虽然主要为知名汽车整机厂商，但仍存在一定回收风险，且规模较大，对营运资金形成一定占用。
- **公司新增商誉规模较大，存在一定商誉减值风险。**2016 年公司实施完成对芜湖万里扬收购，新增商誉规模较大，商誉账面价值由 2015 年末的 1.35 亿元大幅增长至 2016 年末的 13.28 亿元，未来宏观经济、汽车行业整体环境、公司自身经营管理等因素都可能对标的资产盈利带来不确定性，存在一定的商誉减值风险。

### 主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	938,023.94	988,099.54	608,219.19	406,179.21
归属于母公司所有者权益（万元）	582,167.56	558,410.72	231,536.78	217,171.92
有息债务（万元）	145,065.79	209,094.01	209,039.54	99,293.62
资产负债率	37.21%	42.84%	60.24%	44.39%
流动比率	1.75	1.35	1.14	3.15
速动比率	1.43	1.09	0.93	2.77
营业收入（万元）	158,977.57	373,225.43	197,264.56	138,203.21
营业利润（万元）	26,437.34	35,199.31	23,529.06	22,601.44
利润总额（万元）	28,923.79	37,506.73	25,523.86	23,447.13

综合毛利率	26.34%	23.75%	28.48%	27.41%
总资产回报率	-	6.01%	6.38%	7.49%
EBITDA（万元）	-	72,266.49	44,403.64	36,463.81
EBITDA 利息保障倍数	-	6.51	6.50	7.97
经营活动现金流净额（万元）	30,446.44	22,164.24	35,427.22	20,869.19
有息债务/EBITDA	-	2.89	4.71	2.72

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

## 一、 本期债券募集资金使用情况

2014年8月26日，经中国证券监督管理委员会《关于核准浙江万里扬变速器股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2014】262号）批准，公司公开发行7.50亿元公司债券，募集资金全部用于偿还银行借款和补充流动资金，截至2017年4月30日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

## 二、 发行主体概况

2016年公司控股股东及实际控制人未发生重大变更，控股股东万里扬集团有限公司（以下简称“万里扬集团”）直接持有公司28.45%的股份。实际控制人自然人黄河清和吴月华，分别持有万里扬集团51%和49%股份，黄河清和吴月华属夫妻关系，系一致行动人。

2016年4月11日，公司以2015年12月31日的总股本51,000万股为基数，以资本公积金向全体股东按每10股转增10股比例转增股本，总股份增加51,000万股。经中国证券监督管理委员会证监许可【2016】2372号文核准，2016年公司实施完成以发行股份及支付现金方式购买奇瑞汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞汽车”）下属的芜湖万里扬100%股权并募集配套资金的重大资产重组事项，合计发行新股33,000万股。芜湖万里扬100%股权整体价值按评估值确定为260,006.80万元<sup>2</sup>，公司以发行股份方式向奇瑞汽车合计支付160,000万元，以现金方式合计支付100,006.80万元，截至2016年12月31日公司已向奇瑞汽车全额支付现金交易对价。公司向奇瑞汽车发行165,289,256股，发行价格为9.68元/股；向万里扬集团有限公司、财通证券资管万里扬通鼎25号定向资产管理计划（浙江万里扬股份有限公司2016年第一期员工持股计划）等七名特定投资者发行164,710,744股，发行价格为9.18元/股，本次非公开发行股份已于2016年12月26日在深圳证券交易所上市。上述资本公积金转增股本和非公开发行股份实施完成后，公司股本总数由51,000.00万股增加至135,000.00万股，注册资本及实收资本均增长至135,000.00万元。

**表1 2017年3月末公司前10名股东持股情况（单位：股）**

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
万里扬集团有限公司	境内非国有法人	28.45%	384,075,744
香港利邦实业有限公司	境外法人	14.53%	196,165,000
奇瑞汽车股份有限公司	国有法人	12.24%	165,289,256
金华市众成投资有限公司	境内非国有法人	3.91%	52,785,000
陕西省国际信托股份有限公司—陕国投恒瑞1号	其他	3.42%	46,200,000

<sup>2</sup> 根据中水致远资产评估有限公司（以下简称“中水致远”）出具的中水致远评报字【2016】第2014号《评估报告》，以2015年12月31日为评估基准日，采用收益法确定的芜湖万里扬股东全部权益价值评估值为260,006.80万元，增值率为111.43%。



证券投资集合资金信托计划			
云南国际信托有限公司—云南信托 聚鑫 35 号集合资金信托计划	其他	3.09%	41,700,000
浙江万里扬股份有限公司—第一期员工持股计划	其他	2.22%	30,000,000
盛春林	境内自然人	1.93%	26,000,000
蔡锦波	境内自然人	1.78%	24,000,000
张正明	境内自然人	1.48%	20,000,000

资料来源：公司 2017 年第一季度报告、鹏元整理

2016年公司新增4家纳入合并财务报表范围内的子公司，包括芜湖万里扬、宁波万里扬变速器有限公司（以下简称“宁波万里扬”，原名为宁波万铭汽车部件有限公司）、上饶市金兴汽车内饰有限公司（以下简称“上饶金兴内饰”）和浙江吉孚汽车传动系统有限公司（以下简称“浙江吉孚”）。2016年公司不再纳入合并范围的子公司1家，为欧润尼农业科技有限公司（以下简称“欧润尼”），具体如下表所示。

**表2 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、2016 年内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	出资额	业务性质	合并方式
芜湖万里扬变速器有限公司	100.00%	260,006.80	汽车零部件	股权收购
宁波万里扬变速器有限公司	100.00%	2,000.00	汽车零部件	股权收购
浙江吉孚汽车传动系统有限公司	100.00%	50,000.00	汽车零部件	投资新设
上饶市金兴汽车内饰有限公司	100.00%	500.00	汽车内饰件	投资新设
2、2016 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	股权处置价款	业务性质	不再纳入合并报表原因
欧润尼农业科技有限公司	67.00%	1,300.00	缓释肥料	股权转让

资料来源：公司 2016 年审计报告、鹏元整理

为优化公司产品结构和开拓乘用车变速器市场，2016年公司实施完成以发行股份及支付现金方式购买奇瑞汽车下属的芜湖万里扬100%股权，芜湖万里扬从事乘用车手动挡变速器和自动挡变速器的研发、生产和销售，目前主要为奇瑞汽车提供配套，其CVT产品拥有自主知识产权，在国内汽车变速器市场具备较强的竞争力。通过收购芜湖万里扬，提升了公司生产制造能力和扩大产能，公司自2016年11月起将芜湖万里扬纳入合并范围，预计将推动公司业绩快速增长。为推动公司乘用车变速器业务发展，公司于2016年5月收购宁波万里扬100%股权，公司以宁波万里扬为基础建造宁波乘用车变速器生产运营基地，提升乘用车变速器产品生产供应能力，公司自2016年6月起将宁波万里扬纳入合并范围。

为扩大汽车内饰件产能，公司子公司金兴汽车内饰股份有限公司（以下简称“金兴内饰”）于2016年9月出资设立上饶金兴内饰，新建上饶汽车内饰件生产基地。公司于2016年12月出资设立浙江吉孚，浙江吉孚主要生产和销售新能源汽车传动系统和自动变速器，通过引进吉孚汽

车技术（浙江）有限公司（公司与吉孚动力技术（中国）有限公司合资成立）相关技术和服 务，将有助于提升公司在新能源汽车传动系统和自动变速器领域的研发能力和制造能力。上饶金兴 内饰和浙江吉孚自成立之日起纳入合并财务报表范围，截至2016年末公司尚未支付上饶金兴内 饰和浙江吉孚出资款。为优化资源配置和调整业务结构，公司将其持有的欧润尼67%股权转让 给万里扬集团，公司不再持有欧润尼股权并不再从事农业化肥方面相关业务。

截至2016年12月31日，公司资产总额为98.81亿元，归属于母公司的所有者权益为55.84亿 元，资产负债率为42.84%。2016年度，公司实现营业收入37.32亿元，利润总额3.75亿元，经营 活动现金净流入2.22亿元。

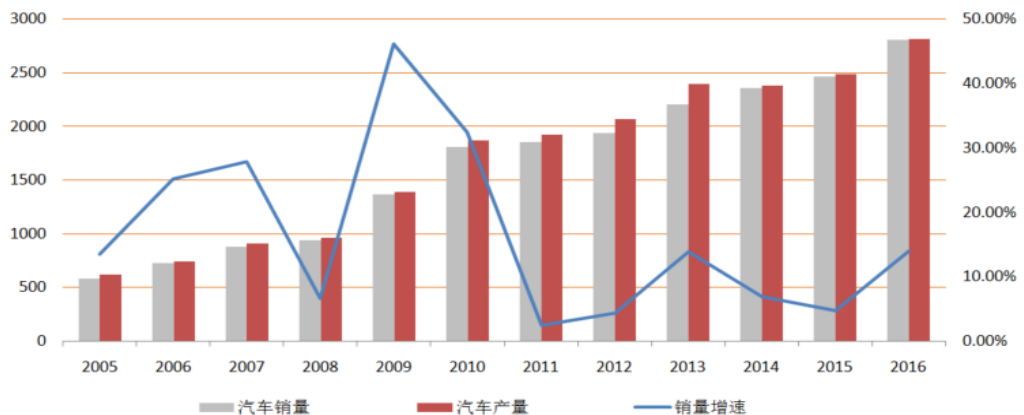
截至2017年3月31日，公司资产总额为93.80亿元，归属于母公司的所有者权益为58.22亿元， 资产负债率为37.21%。2017年第一季度，公司实现营业收入15.90亿元，利润总额2.89亿元，经 营活动现金净流入3.04亿元。

### 三、运营环境

**2016年我国汽车行业总产量与总销量保持持续增长，销量增速有所回升，未来商用车市场 景气度有望继续维持，随着国家购置税优惠政策逐步取消，乘用车市场面临一定压力**

汽车工业是国民经济重要的支柱产业，2016年我国汽车行业整体景气度有所回升，在财政 部、税务总局出台小排量车辆购置税减半优惠政策等刺激下，汽车产量与销量保持持续增长且 销量增速有所回升。2016年我国汽车行业总产量为2,819.31万辆，总销量为2,802.82万辆，销量 增速较上年增加8.97个百分点，根据中国汽车工业协会的统计数据，按汽车类别来看，2016年 我国汽车乘用车（包含轿车、MPV、SUV等）总销量为2,437.69万辆，商用车（货车、客车、 专用车等）总销量为365.13万辆。

图 1 2005-2016 年我国汽车产销情况（单位：万辆）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理



## 1、商用车

商用车方面，2016年中国商用车（货车、客车、专用车等）总销量为365.13万辆，增速为5.80%，从细分类型来看，客车方面，在国内高铁运力与乘用车销量增加等因素替代效应的影响下，客车销量同比有所降低，轻型的客车销量下滑显著，降幅达到10%；货车方面，随着大宗商品价格回升对运力需求增长明显，国家对超限超载专项行动使得单车运力普遍下降以及在2010-2012年购置的重卡使用寿命到期面临更新换代等因素的综合影响下，货车销量同比有所增加，增速达到8.74%。

表3 近年来汽车行业分类型销量及2016年增速情况（单位：万辆）

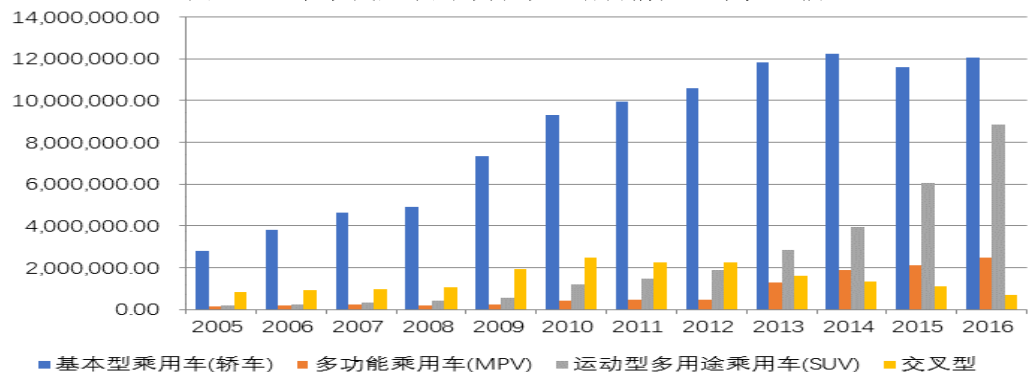
项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2016年增速
<b>客车</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>54</b>	<b>-10.00%</b>
大中型	14	15	15	14	15	17	13.33%
轻型	27	28	33	38	38	32	-15.79%
<b>货车</b>	<b>355</b>	<b>330</b>	<b>351</b>	<b>318</b>	<b>286</b>	<b>311</b>	<b>8.74%</b>
重型	88	64	77	74	59	73	23.08%
中型	29	29	29	25	24	31	36.36%
轻型	176	174	182	156	147	146	-0.68%
微型	49	53	53	53	55	61	10.91%
<b>商用车</b>	<b>404</b>	<b>381</b>	<b>407</b>	<b>379</b>	<b>345</b>	<b>365</b>	<b>5.80%</b>

资料来源：中国汽车工业协会

## 2、乘用车

乘用车方面，随着居民生活水平提高，消费结构升级加速，以及1.6升及以下排量乘用车的车辆购置税减税政策推出，1.6L及以下排量的乘用车销量大幅增加，2016年我国乘用车销量达到2,437.69万辆，同比增加15.22%，按照用途来看，基本型乘用车（轿车）销量占据绝对优势，2016年基本型乘用车（轿车）销量占乘用车比重49.51%；从发展速度来看，近年来逐渐兴起的商务型多功能乘用车（MPV）和运动型多功能乘用车（SUV）的销量，是增长最快的细分车型，其中SUV车型近两年增长率保持30%及以上。

图2 近年来我国乘用车分车型销售情况（单位：辆）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

总体看来，在基建投资增长、大宗商品价格回升、治理超载超限政策延续及新能源客车企稳回升等因素的综合作用下，商用车市场景气度有望继续维持。由于2017年国家不再实施车辆购置税减半优惠，将对乘用车实施1.6升及以下排量的乘用车按7.5%的税率征收车辆购置税，自2018年起恢复按10%的法定税率征收车辆购置税，随着国家购置税优惠政策逐步取消，乘用车市场面临一定压力。

**汽车零部件行业与整车制造业呈现正相关，2016年汽车零部件行业景气度有所提高；但随着行业竞争加剧，未来汽车零部件行业的盈利能力存在一定下行压力可能**

汽车零部件行业作为汽车整车行业的上游行业，是汽车工业发展的基础，近年随着整车消费市场和服务维修市场的迅猛发展，我国汽车零部件行业发展迅速，且发展趋势良好，不断转型升级向专业化方向发展。汽车零部件产业目前已基本形成以整车配套市场为主的依附式发展模式，汽车零部件行业与整车制造业之间表现出正相关。2015年整车行业景气度下行，全年乘用车销量增速为负，随着下游整车行业需求降低传导至汽车零部件行业，2015年下半年汽车零部件行业景气度也出现大幅下滑的情况，但2016年在小排量车辆购置税减半优惠政策与大宗商品价格回升等因素的驱动下，整车销量增速有所增加，汽车零部件行业景气度相应地有所提高。

我国汽车零部件行业开放程度相对较高，多数零部件生产企业，由于受到生产规模、技术实力及品牌认同等因素的制约，仅能依靠价格成本优势争取部分低端的整车配套市场（OEM）和售后服务市场（AM），在竞争中处于相对被动的地位，随着行业竞争加剧，未来盈利能力存在一定的下行压力。

图 3 近年汽车零部件申万行业指数



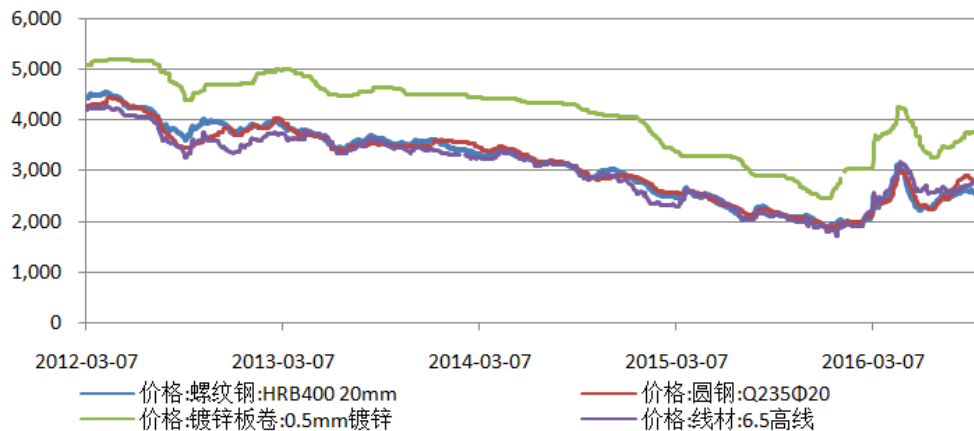
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

**近年得益于钢材价格的持续下行，原材料采购成本持续降低，但随着2016年钢材价格止跌回升以及人工成本的持续增加，汽车零部件企业生产成本承压**

钢材是汽车制造的主要原料，据统计钢材成本占汽车原材料成本的比重在70%以上，钢材主要的原材料为铁矿石，近年随着铁矿石产能的释放，其供需格局将逐渐向买方市场转移，而

焦炭、废钢等价格或将进一步下滑。钢铁属于产能过剩的行业，产品价格以“成本定价模式”为主，随着原料价格持续下行，加之近年宏观经济未有明显复苏，使得钢材价格不断降低。但2016年开始，随着国内钢材库存达到了近七年底点，其中建筑钢材库存量最低是达到361.2万吨，热轧卷板、冷轧卷板和中厚板库存量也相继处于低位。以前年度钢铁厂为削减产能，陆续进行限产、减产以及检修，钢材贸易商自发性地减量代理与钢铁厂商主动性的减少投放，使得2016年钢铁存量较小，出现缺货、断档以及规格加价等现象，钢材低库存情况也进使得钢铁价格上升进一步加剧，随着钢铁价格有所回升，汽车零部件企业原材料采购成本将承压。

图4 近年来主要钢材品种价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

#### 四、经营与竞争

公司主营业务主要包括汽车零部件业务和融资租赁业务，汽车零部件业务主要为研发、生产、销售乘用车和商用车变速器以及汽车内饰件产品，融资租赁业务主要为基础设施、房地产和设备融资租赁。2016年公司实现营业收入37.32亿元，同比大幅增长89.20%，系公司分别于2015年7月和2015年10月开始合并吉利汽车控股有限公司（以下简称“吉利汽车”）乘用车变速器资产和金兴内饰，2016年度合并其全年的业务收入和利润，使得汽车内饰件和乘用车变速器收入大幅提升；同时，公司于2016年11月开始合并芜湖万里扬，使得乘用车变速器收入规模进一步扩大，上述综合因素使得公司营业收入规模实现较大增幅。公司融资租赁业务由子公司浙江万融融资租赁有限公司（以下简称“万融租赁”）经营，2016年融资租赁业务收入为0.93亿元，收入规模较上年保持持平。

从毛利率来看，受乘用车手动变速器毛利率下降影响，2016年公司综合毛利率为23.75%，同比下降4.73个百分点。公司乘用车手动变速器零配件以外购为主，由于钢材和铝等原材料价格上涨导致外购零配件价格上涨，使得乘用车手动变速器毛利率由2015年的27.17%下降至

18.45%；商用车变速器零配件自制率较高，毛利率保持较好水平，2016年轻卡和中卡毛利率分别为29.94%、30.38%，同比分别提高1.43、0.57个百分点。2016年公司汽车内饰件毛利率为13.76%，公司通过改善经营管理降低各项成本，使得汽车内饰件毛利率同比提升4.23个百分点。2016年公司融资租赁业务毛利率为99.93%，依然保持较高水平。

**表4 2015-2016年公司营业收入分产品构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016年			2015年		
	营业收入	毛利率	占营业收入比重	金额	毛利率	占营业收入比重
汽车内饰件	103,594.77	13.76%	27.76%	26,741.15	9.53%	13.56%
乘用车手动变速器	83,427.82	18.45%	22.35%	38,441.78	27.17%	19.49%
乘用车自动变速器	27,132.89	28.86%	7.27%	-	-	-
轻卡变速器	87,944.53	29.94%	23.56%	77,579.53	28.51%	39.33%
中卡变速器	36,862.52	30.38%	9.88%	34,298.30	29.81%	17.39%
重卡变速器	341.58	-58.00%	0.09%	598.17	-21.10%	0.30%
配件	9,537.98	23.68%	2.56%	8,230.08	18.84%	4.17%
农机变速器	6,601.77	29.48%	1.77%	909.11	34.92%	0.46%
融资租赁收入	9,302.40	99.93%	2.49%	9,164.21	99.92%	4.65%
其他	8,479.16	3.69%	2.27%	1,302.22	-3.63%	0.66%
<b>合计</b>	<b>373,225.43</b>	<b>23.75%</b>	<b>100.00%</b>	<b>197,264.56</b>	<b>28.48%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

受汽车行业景气度回升影响，公司商用车变速器产量、销量保持稳定增长；通过收购吉利汽车乘用车变速器资产和芜湖万里扬全部股权，公司乘用车变速器产能、产量和销量大幅提升，汽车变速器整体收入保持较快增长

近年公司坚持开拓乘用车变速器业务战略，于2016年实施完成了收购奇瑞汽车下属的芜湖万里扬100%股权。由于公司2016年合并吉利汽车乘用车变速器资产全年业务收入和利润，同时购买芜湖万里扬100%股权，2016年乘用车手动变速器收入为8.34亿元，同比大幅增长117.02%，并新增乘用车自动变速器收入2.71亿元。从商用车变速器来看，轻卡和中卡变速器是仍是公司收入的重要来源，2016年轻卡和中卡变速器收入分别为8.79亿元和3.69亿元，同比分别增长13.36%和7.48%；重卡变速器毛利率为负值且持续扩大，但由于收入占比较小且非重点业务，对公司整体影响有限。2016年配件收入为0.95亿元，同比增长15.89%，同时公司加大农机市场开拓力度，2016年农机变速器收入0.66亿元，收入规模较上年大幅提升。

从产能情况来看，公司通过收购芜湖万里扬，新增乘用车变速器产能65万台，包括自动挡变速箱20万台/年、手动挡变速箱45万台/年，同时公司在原有生产基地基础上扩建产能，乘用车变速器产能由2015年末的45万台/年大幅提升至2016年末的150万台/年。公司现有商用车变速器产能已经能够满足生产所需，2016年公司商用车变速器产能为100万台/年。



2016年我国汽车行业商用车和乘用车产量与销量均保持持续增长且销量增速有所回升，受汽车行业整体景气度回升影响，公司主要变速器产品产量和销量均较上年呈不同程度提升。从产量和产能利用率来看，2016年公司商用车变速器整体产量共67.28万台，同比增长13.67%，产能利用率由上年的54.80%提升至67.28%，其中轻卡变速器、中卡变速器和重卡变速器产量分别同比增长14.01%、12.25%和17.42%，产能利用率分别同比提高8.32、14.32和6.64个百分点。由于乘用车变速器产能大幅提升，2016年公司乘用车变速器产量共49.94万台，同比大幅提升106.35%；由于芜湖万里扬于2016年11月纳入合并报表范围，新增产能基数较大且仅合并11-12月产量，乘用车变速器产能利用率相对较低，仍需关注公司新增产能的未来消化情况。

**表5 2015-2016年公司主要变速器产品的产能、产量和产能利用率情况（单位：台）**

类别	产品	项目	2016年	2015年
商用车变速器	轻卡变速器	产能	800,000	800,000
		产量	541,161	474,671
		产能利用率	67.65%	59.33%
	中卡变速器	产能	180,000	200,000
		产量	129,972	115,787
		产能利用率	72.21%	57.89%
	重卡变速器	产能	20,000	80,000
		产量	1,685	1,435
		产能利用率	8.43%	1.79%
乘用车变速器	乘用车变速器（手动挡）	产能	1,300,000	450,000
		产量	464,567	242,068
		产能利用率	35.74%	53.79%
	乘用车变速器（自动挡）	产能	200,000	-
		产量	34,952	-
		产能利用率	17.48%	-

注：2016年公司对商用车变速器产能进行了适当调整，中卡变速器产能由20万台/年下降至18万台/年，重卡变速器产能由8万台/年下降至2万台/年，商用车变速器整体产能由108万台/年小幅下降至100万台/年。

资料来源：公司提供，鹏元整理

从销售情况来看，2016年公司商用车变速器销量共66.06万台，同比增长10.37%，其中轻卡、中卡销量同比增长12.65%和2.33%；由于公司于2015年7月合并吉利汽车乘用车变速器资产，2016年合并其全年销量并完成对芜湖万里扬收购，2016年乘用车变速器销量为43.30万台，同比大幅增长95.45%，其中乘用车手动变速器同比增长82.19%。受汽车行业市场回暖影响，公司根据市场需求情况扩大产品生产规模，主要变速器产品产销率均略有下滑，轻卡、中卡、乘用车手动变速器产销率分别为98.09%、99.24%和86.88%，同比分别下降1.19、9.63和4.64个百分点，但仍保持在较好水平。从销售均价来看，除重卡变速器外，2016年主要变速器产品销售均价均呈不同程度上升，轻卡、中卡和乘用车手动变速器同比分别增长0.65%、5.04%和19.12%。

**表6 2015-2016年公司主要变速器产品销量、销售均价和产销率情况（单位：台、元/台）**

产品	项目	2016年	2015年
轻卡变速器	销量	530,849	471,232
	销售均价	1,657	1,646
	产销率	98.09%	99.28%
中卡变速器	销量	128,985	126,052
	销售均价	2,858	2,721
	产销率	99.24%	108.87%
重卡变速器	销量	776	1,246
	销售均价	4,402	4,801
	产销率	46.05%	86.83%
乘用车变速器（手动挡）	销量	403,620	221,538
	销售均价	2,067	1,735
	产销率	86.88%	91.52%
乘用车变速器（自动挡）	销量	29,381	-
	销售均价	9,235	-
	产销率	84.06%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，公司在汽车变速器细分领域具备较好的竞争优势，2016年受汽车行业景气度回升影响，商用车变速器产量、销量保持稳定增长，通过收购吉利汽车乘用车变速器资产和芜湖万里扬，乘用车变速器产能、产量和销量大幅提升，汽车变速器整体收入保持较快增长。

#### 芜湖万里扬预计将成为公司业务主要增长点，但需关注单一客户风险和资产减值风险

2016年公司实施完成以发行股份及支付现金方式购买奇瑞汽车下属的芜湖万里扬100%股权并募集配套资金的重大资产重组事项，芜湖万里扬原为奇瑞汽车内部变速箱生产部门，其功能在于为奇瑞自主品牌乘用车提供变速箱配套。通过收购芜湖万里扬，公司新增乘用车变速器产能65万台，获得奇瑞汽车相关的业务资源和乘用车变速箱技术成果，有利于优化产品结构和开拓乘用车市场，在业务规模、盈利水平等方面得到较大提升，芜湖万里扬预计将是公司业务主要增长点，抗风险能力将进一步增强。

芜湖万里扬与奇瑞汽车签署了《奇瑞汽车股份有限公司采购主合同》及《奇瑞汽车股份有限公司采购主合同补充协议》，合同期限为2016年1月1日起至2019年12月31日止。奇瑞汽车承诺，芜湖万里扬股权交割后，在奇瑞变速箱产品满足奇瑞汽车的整车产品规划要求且价格符合市场价格水平的前提下，奇瑞汽车将优先采购芜湖万里扬与奇瑞汽车销售车型匹配的变速箱产品，承诺与万里扬建立长期稳定的战略合作关系。根据《盈利预测补偿协议》，奇瑞汽车确认利润补偿期间为2016年、2017年、2018年和2019年，芜湖万里扬在利润补偿期间各年度的承诺净利润分别不低于2.00亿元、2.20亿元、2.42亿元和2.66亿元。

需要关注的是，由于芜湖万里扬一直是作为奇瑞汽车的内部配套部门，若未能在市场开拓

上取得显著进展，其单一客户的结构将可能对芜湖万里扬经营的长期发展带来不利影响。由于采用收益法确定的芜湖万里扬全部股权评估值为26.00亿元，增值率为111.43%，标的资产的估值较账面净资产增值较高，未来宏观经济和汽车行业整体环境的变化、公司自身的经营决策等因素都将对盈利带来不确定性，存在一定的商誉减值风险。

**由于公司合并金兴内饰全年收入和利润，并通过加强经营管理和业务整合，2016年汽车内饰收入大幅增加且盈利水平得到改善，汽车内饰业务对公司收入形成较好补充**

公司于2015年10月以人民币1.40亿元的价格收购了金兴内饰70%股份，开始合并金兴内饰营业收入；并于2016年5月以人民币0.60亿元的价格收购了金兴内饰剩余30%股份，金兴内饰成为公司的全资子公司。金兴内饰产品涵盖汽车方向盘、汽车内饰仪表板、门板、中控台、立柱、护板、出风口、烟灰缸、茶杯托架、保险杠等，主要客户包括奇瑞汽车、华晨宝马汽车有限公司、重庆长安汽车股份有限公司、北汽福田汽车股份有限公司（以下简称“北汽福田”）等整车厂商。公司发展汽车内饰业务，可以在营销渠道和客户市场等方面与汽车变速器业务实现资源共享和优势互补，进一步开拓市场领域，为公司创造了新的发展空间。

由于公司合并了金兴内饰全年的业务收入和利润，同时借助公司各种资源优势，不断开拓新的客户市场，汽车内饰业务规模有所扩大，2016年汽车内饰收入为10.36亿元，同比大幅增长287.40%，汽车内饰收入占比由2015年的13.56%提升至27.76%，汽车内饰业务对公司收入形成较好补充。公司自2015年10月收购金兴内饰后，通过加强经营管理和业务整合，金兴内饰的管理水平有所提升，加上成本控制能力的不断提高，使得金兴内饰收入和盈利水平得到改善，2016年汽车内饰毛利率由上年的9.53%提升至13.76%。

**公司采购渠道保持稳定且生产成本构成变化范围不大，由于公司收购的芜湖万里扬主要为奇瑞汽车提供配套，客户集中度有所提高**

公司汽车变速器生产原料主要包括钢铁、生铁和废钢等，由于上游钢材市场价格上涨，采购成本有所提升，相对于2015年全年，2016年公司钢材、生铁和废钢平均采购价格分别提升1.60%、5.08%和0.10%。2016年公司主要供应商未发生重大变化，前五大供应商占年度采购总额的比例合计19.37%，较上年下降2.65个百分点，采购渠道较为稳定。

面对钢材价格上涨压力，公司将一部分原材料价格上涨压力转嫁给下游的汽车整车厂商，并通过充分整合供应商资源，凭借规模采购优势和商业信用，与主要原材料供应商建立战略合作伙伴关系，以保障原材料供应的稳定性，获得采购价格上的优惠；同时，公司通过生产技术和工艺流程的改进，降低单位产品的原材料耗用量，从而减轻原材料价格上涨的压力。

**表7 2015-2016年公司主要原材料采购价格（单位：元/吨）**

原材料名称	采购单价
-------	------

	2016年	2015年
钢材	2,512.07	2,472.44
生铁	1,804.08	1,716.93
废钢	1,408.69	1,407.33

资料来源：公司提供

公司汽车零部件制造生产成本主要包括汽车变速器和汽车内饰件生产成本。2016年公司汽车变速器生产模式和生产成本构成未发生重大变化，主要成本仍为钢铁等原材料成本。2016年公司合并金兴内饰全年经营收入和成本，由于汽车内饰原材料成本占比较高，对公司整体汽车零部件制造生产成本构成形成一定影响。受钢材等原材料价格上涨和汽车内饰件业务比重提升影响，2016年直接材料占成本比重由上年的77.54%进一步提高至79.43%。公司通过生产设备改造和提升劳动效率，2016年制造费用占成本比重由上年的13.94%下降至13.87%，生产成本中人工工资占比较上年下降1.82个百分点。总体来看，公司生产成本变化范围不大。

**表8 2015-2016年公司汽车零部件制造生产成本构成情况表（单位：万元）**

项目	2016年		2015年	
	金额	占成本比重	金额	占成本比重
直接材料	215,861.95	79.43%	107,883.83	77.54%
人工工资	18,216.37	6.70%	11,848.75	8.52%
制造费用	37,684.28	13.87%	19,396.85	13.94%
<b>合计</b>	<b>271,762.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>139,129.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

由于2016年公司完成对奇瑞汽车下属的芜湖万里扬收购，而芜湖万里扬主要为奇瑞汽车乘用车提供变速箱配套，新增乘用车变速器销售收入很大部分来源于奇瑞汽车，奇瑞汽车成为公司第一大客户，2016年公司前五大客户收入占当年营业收入的比重由上年的54.75%提高至63.50%，客户集中度有所提高；随着2017年公司合并芜湖万里扬全部收入，预计客户集中度将大幅提升。公司国外销售收入占比较少，绝大部分为内销，公司主要与奇瑞汽车、吉利汽车、北汽福田和中国重型汽车集团有限公司等国内主要厂商保持良好合作关系，公司通常给予下游整车厂商1-3个月的赊销期，与客户结算方式主要为现金和银行承兑汇票。

#### 公司研发人员、研发资金投入和拥有专利数量均保持较快增长，研发实力不断增强

公司作为国内知名的汽车变速器生产商，近年一直保持规模较大的研发投入。由于2016年公司收购芜湖万里扬，研发人员数量和研发投入金额均快速增长，2016年公司研发人员数量为602人，较上年增长25.42%，研发人员占员工数量比重为12.88%，较上年提高0.20个百分点；2016年公司研发投入金额为11,281.07万元，较上年增长58.00%；由于营业收入增长较快，公司研发投入占营业收入比例由上年的3.62%下降至3.02%。

**表9 2015-2016年公司研发投入占营业收入的比重情况（单位：万元）**



项目	2016年	2015年
研发人员数量(人)	602	480
研发人员数量占比	12.88%	12.68%
研发投入金额	11,281.07	7,140.10
研发投入占营业收入比例	3.02%	3.62%

资料来源：公司提供

公司目前研发重点主要包括第三代CVT、AT、PHEV、AMT等产品的研发，变速器的轻量化、可靠性、承载力、操控舒适性等研究以及内饰件模具的新材料、新工艺开发，为公司长期发展提供技术支撑。通过加大技术研究投入和外部收购，公司拥有专利数量大幅增长，截至2016年末公司共拥有专利265项，其中发明专利73项、实用型专利170项、外观专利22项。公司拥有较多的专利，能在一定程度上保障公司技术实力优势，并促进调整产品结构和转型升级，提升市场竞争力。

**表10 2015-2016年公司拥有专利情况（单位：项）**

名称	2016年	2015年	专利用途
发明专利	73	9	自行实施
外观专利	22	18	自行实施
实用型专利	170	114	自行实施

资料来源：公司提供

**公司融资租赁收入保持稳定，毛利率保持较高水平，但新增融资租赁订单较小，整体业务规模有所下降，未来收入存在不确定性，并面临一定经营风险**

公司融资租赁业务由其全资子公司万融租赁经营，客户主要包括浙江、山东、江苏等地的房地产开发企业、制造型企业和政府融资平台等。公司融资租赁业务主要采取售后返租的方式，租赁物包括商品房、城市基础设施和设备等，租赁期多为2-3年，实际利率根据客户情况而有所不同，实际利率区间为10%-16%。

2016年实现融资租赁业务收入0.93亿元，同比增长1.51%，毛利率达99.93%；但由于公司新增融资租赁订单规模较小且逐步收回融资租赁借款，截至2016年末应收融资租赁款为8.83亿元，较上年末下降34.32%，整体融资租赁业务规模有所下降。由于应收租赁款项均有相关担保，公司预计无法收回的可能较小，故未计提坏账准备。融资租赁属于资金密集型行业，业务规模扩张主要依赖于公司资金规模，对融资和风险控制能力要求较高，投资性支出压力较大，且面临一定信用风险和流动性风险。

总的来看，公司融资租赁收入保持稳定，毛利率保持较高水平，但新增融资租赁订单规模较小，整体业务规模有所下降，未来收入存在不确定性；由于客户以房地产行业为主且项目集中于安吉县、长兴县以及金华市三个城市，自2016年下半年房地产市场政策面逐步收紧，公司可能存在一定经营风险。

**表11 截至2016年末公司融资租赁业务主要客户情况（单位：万元）**

客户名称	应收融资租赁款	租赁期	担保方式
安吉县城西北开发有限公司	22,102.10	2015.9.21-2017.9.22	安吉县资产经营有限公司 保证担保
长兴绿宇房地产开发有限公司	16,137.65	2014.3.31-2016.3.31	房产抵押+保证金
金华市百事达市场开发有限公司	14,812.72	2015.6.17-2017.6.2	房产抵押+公司担保+个人 担保
浙江瑞城发展有限公司	10,572.33	2014.1.6-2017.1.10	房产抵押+保证金
金华市龙湾置业有限公司	9,351.50	2014.7.2-2016.1.15	房产抵押+保证金
<b>合计</b>	<b>72,976.30</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

### 公司逐步退出农业化肥、小额贷款及房地产等业务，集中发展汽车变速器制造主业

为优化资源配置和调整业务结构，跟踪期内公司将欧润尼67.00%股权以1,300.00万元的价格转让给万里扬集团，并将其持有的金华市婺城区万通小额贷款有限公司（以下简称“万通小贷”）27.75%股权以人民币9,466.00万元的价格转让给万里扬集团，转让完成后公司不再持有欧润尼和万通小贷股权，不再参与农业化肥和小额贷款业务。

公司子公司万融租赁于2014年与万里扬集团、杭州美通家居集团有限公司共同出资设立杭州万汇通置业有限公司（以下简称“万汇通置业”），其中万融租赁出资390万元，占其注册资本的39%，主要从事杭州市转塘区商业地产项目的开发。随着万汇通置业开发商业地产项目逐步销售和实现收益，截至2016年末万融租赁已收回对万汇通置业合作经营项目投入4,210.44万元（按照39%股权比例支付的土地出让金），并收到利息3,226.63万元，由于项目时间跨度较长故利息总额较高；截至2016年末万汇通置业无新增地产项目。

总的来看，公司逐步收缩和退出农业化肥、小额贷款、房地产等其他业务，集中精力专注于汽车变速器制造主业的经营发展，有利于公司发展优势主业。

## 五、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2015-2016年审计报告和未经审计的2017年一季度财务报表，报告采用新会计准则编制。2016年公司合并报表范围变化情况详见表2。

### 资产结构与质量

公司通过完成对芜湖万里扬收购，资产规模不断扩大，但应收账款规模较大且存在一定回

### 收风险；新增商誉规模较大，标的资产盈利存在一定不确定性，存在一定减值风险

公司于2016年通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式完成收购奇瑞汽车下属的芜湖万里扬，并募集配套资金15.12亿元用于支付收购款和补充流动资金，2016年末公司资产规模由2015年末的60.82亿元增长至98.81亿元，同比大幅增长62.46%，其中货币资金、应收账款、存货和固定资产均增长较快，通过收购芜湖万里扬导致商誉新增规模较大。由于公司偿还银行借款使得货币资金规模大幅下降，2017年3月末资产总额为93.80亿元，资产规模较2016年末下降5.07%。

从资产结构来看，2016年末公司流动资产和非流动资产占比分别为46.06%和53.94%，由于收购芜湖万里扬使得非流动资产特别是商誉增长较快，非流动资产占比较2015年有所上升；2017年3月末公司资产结构未发生明显变化。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货。由于公司非公开发行股票顺利实施，募集配套资金规模较大，2016年末公司货币资金为11.32亿元，同比增长85.29%，其中使用受限货币资金为1.47亿元，包括银行承兑汇票或信用证保证金1.18亿元和用于开具银行承兑汇票而质押的银行存款0.29亿元。2016年末公司应收票据为2.96亿元，全部为银行承兑汇票，回收较有保障，期末已质押应收票据0.19亿元。由于公司2017年第一季度业务收入大幅增加，收到以票据结算的货款较多，2017年3月末应收票据增长至6.26亿元。

公司应收账款主要为应收汽车变速器货款，由于经营业务规模扩大，且受合并芜湖万里扬影响，2016年末应收账款为15.50亿元，同比大幅增长81.58%，占总资产比例为15.69%，占比较上年提升1.66个百分点。从账龄来看，1年以内应收账款占比为98.79%，账龄较短，公司累计计提坏账准备0.85亿元，本期计提坏账准备0.24亿元。从欠款客户来看，前五大应收账款客户账面余额为11.96亿元，占比为73.16%，其中奇瑞汽车和浙江吉利汽车零部件采购有限公司占比分别为36.14%和17.82%。公司应收账款客户虽然主要为知名汽车整机厂商，但仍存在一定回收风险，由于应收账款规模较大，在一定程度上影响资金运营效率。

由于公司融资租赁业务规模下降，应收融资租赁款下降幅度较大。2016年末公司其他应收款为4.82亿元，同比下降37.89%，其中应收一年内到期融资租赁款4.69亿元。其他应收款前五大客户期末余额占比为86.84%，均为房地产项目开发企业，行业集中度较高，客户均提供房产抵押和较高比例保证金（保证金比率为40%-55%），房地产项目多处于安吉县、长兴县以及金华市，随着政府对房地产政策逐步收紧，仍存在一定回收风险。公司存货主要包括原材料、在产品 and 库存商品，2016年末存货账面价值为9.03亿元，同比增长60.06%，由于公司收购芜湖万里扬，业务规模扩大，汽车变速器库存商品和原材料规模大幅增加；目前公司主要汽车变速器销售情况较好，存货跌价减值风险较小。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	69,679.06	7.43%	113,198.11	11.46%	61,091.30	10.04%
应收票据	62,589.82	6.67%	29,646.82	3.00%	22,757.19	3.74%
应收账款	147,898.25	15.77%	154,990.37	15.69%	85,356.48	14.03%
其他应收款	52,370.70	5.58%	48,199.46	4.88%	77,607.72	12.76%
存货	81,532.72	8.69%	90,285.87	9.14%	56,406.05	9.27%
<b>流动资产合计</b>	<b>449,701.94</b>	<b>47.94%</b>	<b>455,138.80</b>	<b>46.06%</b>	<b>311,693.94</b>	<b>51.25%</b>
长期应收款	31,577.11	3.37%	41,366.90	4.19%	65,657.69	10.80%
长期股权投资	32,041.94	3.42%	41,594.78	4.21%	17,912.87	2.95%
固定资产	158,206.63	16.87%	163,782.53	16.58%	100,638.84	16.55%
在建工程	54,724.20	5.83%	13,117.63	1.33%	10,386.17	1.71%
无形资产	62,450.85	6.66%	64,611.29	6.54%	36,570.43	6.01%
商誉	132,794.90	14.16%	132,794.90	13.44%	13,456.51	2.21%
其他非流动资产	54.06	0.01%	59,508.72	6.02%	41,577.00	6.84%
<b>非流动资产合计</b>	<b>488,322.00</b>	<b>52.06%</b>	<b>532,960.74</b>	<b>53.94%</b>	<b>296,525.25</b>	<b>48.75%</b>
<b>资产总计</b>	<b>938,023.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>988,099.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>608,219.19</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要包括长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉。公司一年以上到期应收融资租赁款计入长期应收款，2016年末余额为4.14亿元，加上一以内到期应收融资租赁款，公司期末应收融资租赁款合计为8.83亿元，同比下降34.32%，公司新增融资租赁订单规模较小，融资租赁业务规模有所下降。2016年末公司长期股权投资为4.16亿元，包括对金华新隆股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“金华新隆”）、万通小贷和山东雷沃传动有限公司（以下简称“山东雷沃”）的股权投资。金华新隆主要投资于金华市范围内由金华市政府推动的汽车（包括新能源汽车）及其零部件行业（汽车变速器和汽车内饰件产品除外）的重大投资项目，2016年末公司累计已投资2.90亿元，持有股份比例为48.33%，2016年公司收到金华新隆发放分红款0.28亿元，长期股权投资质量尚可。由于公司将万通小贷全部股权转让给万里扬集团，2017年3月末长期股权投资下降至3.20亿元。

公司固定资产主要由房屋及建筑物和专用设备构成，无形资产主要为土地使用权和专利技术，由于公司收购芜湖万里扬，固定资产和无形资产均保持较快增长。2016年末固定资产账面价值为16.38亿元，较2015年末增加6.31亿元；无形资产账面价值为6.46亿元，较2015年末增加2.80亿元。2016年末公司在建工程为1.31亿元，主要为设备安装和变速器生产线等工程项目；2017年3月末在建工程大幅增长至5.47亿元，主要系浙江吉孚前期预订设备到货后从其他非流动资产转列到在建工程科目。2016年末公司其他非流动资产为5.57亿元，主要为公司子公司浙江吉孚预付的生产线设备购置款，随着设备到货将其转列到在建工程科目，2017年3月末其他



非流动资产下降至54.06万元。

2016年公司实施完成以发行股份及支付现金方式购买奇瑞汽车下属的芜湖万里扬全部股权，由于采用收益法确定的芜湖万里扬全部股权评估值为26.00亿元，标的资产的估值较账面净资产增值较高，新增商誉规模较大，商誉账面价值由2015年末的1.35亿元大幅增长至2016年末的13.28亿元，未来宏观经济和汽车行业整体环境的变化、公司自身的经营决策等因素都可能对盈利带来不确定性，存在一定的商誉减值风险。

总的来看，公司通过完成对芜湖万里扬收购，资产规模不断扩大，但应收账款规模较大且存在一定回收风险；新增商誉规模较大，外部环境和自身经营因素可能对标的资产盈利带来不确定性，仍存在一定减值风险。

## 资产运营效率

### 公司资产运营效率有所提升，运营压力有所减轻

由于2016年公司营业收入增长较快，且应收账款回款速度相对保持稳定，应收账款周转天数较2015年下降7.43天；由于收购芜湖万里扬，公司汽车零部件库存产品和在产品规模较大导致存货增长较快，但由于销售规模持续扩大，存货周转天数较2015年下降22.34天；受公司业务规模扩大影响，2016年末应付款项规模保持较快增长，应付账款周转天数较上年下降14.48天，公司与供应商之间结算议价能力依然较强；受上述因素综合影响，公司净营业周期为-7.18天，同比减少15.29天，资产运营效率有所提升。2016年公司流动资产、固定资产和总资产均保持较快增长，但增速均小于同期营业收入增速，因此流动资产、非流动资产和总资产周转天数均有所下降，运营压力有所减轻。

**表13 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	141.19	148.62
存货周转天数	92.78	115.12
应付账款周转天数	241.15	255.63
净营业周期	-7.18	8.11
流动资产周转天数	369.83	539.24
固定资产周转天数	127.53	144.98
总资产周转天数	769.88	925.62

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

公司通过对外收购，营业收入和利润规模大幅增长

由于公司2016年合并吉利汽车乘用车变速器资产和金兴内饰全年的业务收入和利润，并于2016年11月开始合并芜湖万里扬，同时公司不断开拓市场和扩大业务规模，使得乘用车变速器和汽车内饰件收入大幅提升，2016年公司共实现营业收入37.32亿元，同比大幅增长89.20%。2016年公司轻卡、中卡变速器和汽车内饰件毛利率均有所提升，但乘用车手动变速器毛利率下降且收入占比较大，2016年综合毛利率为23.75%，同比下降4.73个百分点。由于新增芜湖万里扬收入且各项业务收入规模扩大，2017年1-3月公司实现营业收入15.90亿元，较2016年同期增长110.08%，实现利润总额2.89亿元，较2016年同期增长238.29%。

2016年公司对外并购和扩建产能使得期间费用支出增长较快，且与2015年相比无委托贷款利息收入，管理费用和财务费用均增长较快，2016年期间费用率为14.54%，较2015年提高1.24个百分点，期间费用占比较高；2016年财务费用中利息收入主要为子公司万融租赁收回对万汇通置业合作经营项目利息3,226.63万元。由于公司2017年1-3月收入规模大幅增长，期间费用率下降幅度较大，由2016年末的14.54%下降至8.36%。2016年公司投资收益由2015年的-154.47万元增长至0.81亿元，投资收益主要包括财通证券资产管理有限公司定向资产管理计划收益0.51亿元（投资本金4.20亿元，投资期限自2015年12月29日-2016年10月21日）和金华新隆发放分红款0.28亿元。

公司营业外收入主要来源于政府补助和非流动资产处置利得，由于政府补助规模增长，2016年营业外收入为0.35亿元，同比增长56.27%，对公司利润形成一定补充。受营业收入扩大和投资收益增长影响，2016年公司营业利润和利润总额分别为3.52亿元和3.75亿元，同比分别增长49.60%和46.95%；由于资产规模增长较快，2016年公司总资产回报率为6.01%，同比小幅下滑0.37个百分点。

**表14 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入	158,977.57	373,225.43	197,264.56
投资收益	638.46	8,142.89	-154.47
营业利润	26,437.34	35,199.31	23,529.06
营业外收入	2,519.67	3,521.72	2,253.66
利润总额	28,923.79	37,506.73	25,523.86
综合毛利率	26.34%	23.75%	28.48%
期间费用率	8.36%	14.54%	13.30%
总资产回报率	-	6.01%	6.38%
净资产收益率	-	7.63%	9.06%

资料来源：公司2015-2016年审计报告和未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金保持净流入，但主业现金回收能力有所下降；投资活动净流出规模扩大，对外投资对外部筹资活动依赖较大**

受益于营业收入规模扩大，公司净利润规模较上年增长较快，2016年公司FFO（经营所得现金）较上年增长45.22%；由于公司收购芜湖万里扬导致折旧摊销费用增长较快，2016年非付现费用为2.85亿元，同比增长74.62%；由于汽车变速器库存商品和在产品等存货规模增长较快，2016年公司营运资本占用资金规模有所提升。由于公司合并芜湖万里扬11-12月收入，合并收入规模相对较大且受账期影响截至2016年末现金尚未回流，使得主营业务现金回收能力有所下降，收现比由2015年的1.02下降至0.71；经营活动产生的现金流量净额为2.22亿元，保持净流入但流入规模有所下滑。

公司投资活动现金流主要包括对外收购支付款项、融资租赁业务资金投入及收回、理财产品的购买及收回等，由于公司完成对芜湖万里扬全部股权收购，2016年公司投资活动产生的现金流量净额为-10.22亿元，投资活动现金净流出规模进一步扩大。为完成对芜湖万里扬收购，公司通过增发股份并募集配套资金来支付收购对价，吸收投资规模较大，且新增一定规模银行借款，2016年筹资活动产生的现金流量净额为14.08亿元，筹资活动现金净流入规模大幅提升，公司对外投资对外部筹资活动依赖较大。

**表15 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
净利润	30,762.00	21,183.17
非付现费用	28,471.86	16,305.39
非经营损益	-634.62	-1,107.07
FFO	58,599.24	36,381.49
营运资本变化	-36,435.00	-954.26
其中：存货减少（减：增加）	-28,534.55	-8,832.63
经营性应收项目的减少（减：增加）	-41,723.45	-34,104.48
经营性应付项目的增加（减：减少）	33,823.00	41,982.85
经营活动产生的现金流量净额	22,164.24	35,427.22
投资活动产生的现金流量净额	-102,209.61	-51,355.03
筹资活动产生的现金流量净额	140,750.44	18,032.70
现金及现金等价物净增加额	60,705.07	2,104.89
收现比	0.71	1.02

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

**公司有息债务规模仍较大，资产负债水平虽有所降低，但仍存在一定债务压力**

公司负债规模保持稳定增长，2016年末负债总额为42.33亿元，同比增长15.55%；随着公

司增发股份完成收购，2016年末所有者权益由2015年末的24.18亿元大幅增长至56.48亿元，负债与所有者权益比率由2015年的151.49%下降至74.96%。由于公司偿还较大规模短期借款，2017年3月末公司负债总额为34.91亿元，负债与所有者权益比率进一步下降至59.27%，所有者权益对负债的保障程度提升明显。

**表16 公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	349,060.48	423,333.95	366,377.23
所有者权益	588,963.46	564,765.59	241,841.96
负债与所有者权益比率	59.27%	74.96%	151.49%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

从债务结构来看，公司依然以流动负债为主，2016年末和2017年3月末流动负债占总负债比重分别为79.40%和73.54%，流动负债占比存在一定波动。

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款。2016年末公司短期借款为8.37亿元，同比增长26.44%；随着公司偿还较大规模借款，2017年3月末短期借款为0.62亿元，较2016年末大幅下降92.59%。公司采购原材料主要使用银行承兑票进行结算，2016年末应付票据为5.05亿元，规模较上年有所下降。随着业务规模扩大，公司占用上游资金规模较大，应付货款和应付设备工程款增加较多，2016年末应付账款为17.29亿元，同比大幅增长78.45%。2016年末公司融资租赁业务收取保证金合计2.19亿元，其中一年内到期的融资租赁保证金为1.43亿元，计入其他应付款；一年以上到期的融资租赁保证金为0.76亿元，计入长期应付款。

**表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6,200.00	1.78%	83,700.00	19.77%	66,200.00	18.07%
应付票据	63,935.99	18.32%	50,508.08	11.93%	61,029.11	16.66%
应付账款	151,978.62	43.54%	172,864.69	40.83%	96,871.03	26.44%
其他应付款	25,096.96	7.19%	16,221.00	3.83%	36,329.90	9.92%
<b>流动负债合计</b>	<b>256,688.73</b>	<b>73.54%</b>	<b>336,115.08</b>	<b>79.40%</b>	<b>273,290.41</b>	<b>74.59%</b>
应付债券	74,929.80	21.47%	74,885.93	17.69%	74,710.43	20.39%
长期应付款	7,940.50	2.27%	7,610.50	1.80%	10,290.50	2.81%
<b>非流动负债合计</b>	<b>92,371.75</b>	<b>26.46%</b>	<b>87,218.88</b>	<b>20.60%</b>	<b>93,086.82</b>	<b>25.41%</b>
<b>负债合计</b>	<b>349,060.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>423,333.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>366,377.23</b>	<b>100.00%</b>
<b>有息负债</b>	<b>145,065.79</b>	<b>41.56%</b>	<b>209,094.01</b>	<b>49.39%</b>	<b>209,039.54</b>	<b>57.06%</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要包括应付债券和长期应付款，2016年末应付债券为7.49亿元，全部为应付本期债券；2016年末长期应付款为0.76亿元，全部为一年以上到期的融资租赁业务保证金。2016年末公司有息债务规模为20.91亿元，规模较2015年末基本保持持平；随着公司偿还较大

规模短期借款，2017年3月末有息债务规模为14.51亿元，较2016年末下降30.62%，占债务总额比重为41.56%，公司有息债务整体规模有所下降，但仍存在一定债务压力。

从偿债指标来看，由于公司完成收购芜湖万里扬，资产和所有者权益保持较快增长，而负债规模增速相对较慢且逐步偿还借款，资产负债率由2015年的60.24%下降至2017年3月末的37.21%，资产负债水平有所降低。由于存货等流动资产增长较快，公司流动比率和速动比率逐步提高，短期偿债能力有所提升。受益于利润较快增长，2016年公司EBITDA为7.23亿元，同比增长62.75%，但业务规模扩大导致利息支出规模增加，EBITDA利息保障倍数为6.51，总体保持稳定；随着有息债务规模下降，有息债务/EBITDA倍数下降至2.89。整体来看，公司有息债务规模仍较大，资产负债水平有所降低，短期偿债能力有所提升，但仍存在一定债务压力。

**表18 公司偿债能力指标**

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	37.21%	42.84%	60.24%
流动比率	1.75	1.35	1.14
速动比率	1.43	1.09	0.93
EBITDA (万元)	-	72,266.49	44,403.64
EBITDA 利息保障倍数	-	6.51	6.50
有息债务/EBITDA	-	2.89	4.71

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

万里扬集团运营情况较为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债券偿付提供一定程度的保障

2016年担保方万里扬集团实际控制人、经营范围均未发生重大变化，万里扬集团承担集团内企业的控股职能，自身经营性业务较少，2016年营业收入来源仍主要由公司贡献。2016年万里扬集团注册资本由0.75亿元增长至3.00亿元，实收资本仍为0.75亿元。

**表19 2015-2016年万里扬集团主营业务收入构成（单位：万元）**

项目	2016年			2015年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
汽车变速器	251,849.09	25.72%	68.61%	160,056.97	27.82%	80.60%
汽车内饰件	103,594.77	13.76%	28.22%	26,741.15	9.53%	13.47%
融资租赁收入	9,302.40	99.93%	2.53%	9,164.21	99.92%	4.61%
仓储、物流、运输和其他	2,314.23	19.83%	0.63%	2,627.98	31.98%	1.32%
<b>主营业务收入小计</b>	<b>367,060.50</b>	<b>24.19%</b>	<b>100.00%</b>	<b>198,590.31</b>	<b>29.78%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：万里扬集团 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年末，万里扬集团资产总额为121.50亿元，所有者权益为53.75亿元，资产负债率



55.76%；2016年度，万里扬集团实现营业收入37.55亿元，利润总额6.75亿元，经营活动现金净流出5.77亿元。作为万里扬集团的重要资产部分，2016年末公司资产总额占万里扬集团资产比例为81.32%，较上年小幅提升；公司营业收入和利润总额分别占万里扬集团的99.38%和55.55%，仍然是万里扬集团收入和利润的主要来源。

**表20 2014-2016年万里扬集团主要财务指标**

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	1,215,012.50	761,219.60	528,069.65
所有者权益（万元）	537,464.46	257,946.29	245,338.24
有息债务（万元）	424,559.00	302,039.53	159,792.60
资产负债率	55.76%	66.11%	53.54%
流动比率	1.12	0.97	1.99
速动比率	0.91	0.78	1.7
营业收入（万元）	375,539.66	199,901.93	142,644.19
营业利润（万元）	65,949.45	17,392.51	20,706.88
利润总额（万元）	67,519.61	20,097.36	21,665.82
综合毛利率	23.77%	29.46%	28.40%
总资产回报率	8.53%	5.03%	6.05%
EBITDA（万元）	108,855.37	44,624.02	37,353.13
EBITDA 利息保障倍数	6.25	3.61	5.23
经营活动现金流净额（万元）	-57,683.52	50,734.75	32,591.48

资料来源：万里扬集团 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

总体来看，万里扬集团运营情况较为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能为本期债券偿付提供一定程度的保障。但需注意的是，公司是万里扬集团营业收入和利润的主要来源，存在一定的系统风险。

经鹏元综合评定，万里扬集团主体长期信用等级为AA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够为本期债券提供一定的信用保障。

## 七、评级结论

公司于2016年合并吉利汽车乘用车变速器资产和金兴内饰全年业务收入和利润，并完成对奇瑞汽车所属芜湖万里扬全部股权收购，营业收入和利润大幅提升。公司通过收购芜湖万里扬，同时在原有生产基地基础上扩建产能，乘用车变速器产能大幅提升，2016年主要汽车零部件产品产量、销量和销售价格均呈不同程度增长。

同时我们也关注到，车辆购置税优惠政策将逐步取消，可能对公司汽车变速器和汽车内饰件业务产生一定影响，从而影响公司业绩。公司融资租赁业务规模有所下降，未来收入存在不

确定性，由于客户以房地产行业为主且项目主要集中安吉县、长兴县以及金华市，随着房地产市场政策面逐步收紧，融资租赁业务可能存在一定经营风险。公司应收账款规模较大，对营运资金形成一定占用，存在一定回收风险。公司新增商誉规模较大，未来宏观经济、汽车行业整体环境、公司自身经营等因素都可能对标的资产盈利带来不确定性，存在一定的商誉减值风险。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	69,679.06	113,198.11	61,091.30	68,942.08
应收票据	62,589.82	29,646.82	22,757.19	24,268.81
应收账款	147,898.25	154,990.37	85,356.48	30,486.86
预付款项	23,449.34	3,668.59	3,926.52	1,530.55
应收利息	0.00	0.00	3.85	465.18
其他应收款	52,370.70	48,199.46	77,607.72	69,590.36
存货	81,532.72	90,285.87	56,406.05	33,822.89
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	50,000.00
其他流动资产	12,182.05	15,149.58	4,544.83	165.27
<b>流动资产合计</b>	<b>449,701.94</b>	<b>455,138.80</b>	<b>311,693.94</b>	<b>279,271.99</b>
可供出售金融资产	3,000.00	3,000.00	3,001.00	3,000.00
长期应收款	31,577.11	41,366.90	65,657.69	33,900.38
长期股权投资	32,041.94	41,594.78	17,912.87	13,228.34
固定资产	158,206.63	163,782.53	100,638.84	58,246.35
在建工程	54,724.20	13,117.63	10,386.17	5,866.14
无形资产	62,450.85	64,611.29	36,570.43	11,515.78
开发支出	1,434.95	725.68	0.00	0.00
商誉	132,794.90	132,794.90	13,456.51	757.18
长期待摊费用	7,149.62	7,570.58	4,097.80	59.65
递延所得税资产	4,887.73	4,887.73	3,226.94	333.38
其他非流动资产	54.06	59,508.72	41,577.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>488,322.00</b>	<b>532,960.74</b>	<b>296,525.25</b>	<b>126,907.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>938,023.94</b>	<b>988,099.54</b>	<b>608,219.19</b>	<b>406,179.21</b>
短期借款	6,200.00	83,700.00	66,200.00	7,200.00
应付票据	63,935.99	50,508.08	61,029.11	17,558.69
应付账款	151,978.62	172,864.69	96,871.03	24,892.92
预收款项	2,241.50	2,190.47	2,344.84	844.58
应付职工薪酬	3,059.51	4,184.20	1,875.01	1,220.35
应交税费	819.41	4,431.05	3,990.04	3,051.35
应付利息	3,356.74	2,015.59	2,050.49	1,955.70
其他应付款	25,096.96	16,221.00	36,329.90	31,950.55
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	2,600.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>256,688.73</b>	<b>336,115.08</b>	<b>273,290.41</b>	<b>88,674.15</b>
长期借款	0.00	0.00	4,500.00	0.00
应付债券	74,929.80	74,885.93	74,710.43	74,534.93
长期应付款	7,940.50	7,610.50	10,290.50	16,859.00
预计负债	1,096.16	1,297.05	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	8,405.30	3,425.41	3,585.89	224.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>92,371.75</b>	<b>87,218.88</b>	<b>93,086.82</b>	<b>91,617.92</b>
<b>负债合计</b>	<b>349,060.48</b>	<b>423,333.95</b>	<b>366,377.23</b>	<b>180,292.07</b>

实收资本	135,000.00	135,000.00	51,000.00	34,000.00
资本公积金	310,087.50	310,087.50	90,789.12	107,789.12
盈余公积金	11,912.18	11,912.18	9,859.19	8,368.47
未分配利润	125,167.88	101,411.04	79,888.47	67,014.33
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>582,167.56</b>	<b>558,410.72</b>	<b>231,536.78</b>	<b>217,171.92</b>
少数股东权益	6,795.90	6,354.87	10,305.18	8,715.22
<b>所有者权益合计</b>	<b>588,963.46</b>	<b>564,765.59</b>	<b>241,841.96</b>	<b>225,887.14</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>938,023.94</b>	<b>988,099.54</b>	<b>608,219.19</b>	<b>406,179.21</b>

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
<b>营业总收入</b>	<b>158,977.57</b>	<b>373,225.43</b>	<b>197,264.56</b>	<b>138,203.21</b>
营业收入	158,977.57	373,225.43	197,264.56	138,203.21
<b>营业总成本</b>	<b>133,178.69</b>	<b>346,169.01</b>	<b>173,581.03</b>	<b>116,859.02</b>
营业成本	117,106.02	284,590.96	141,077.88	100,314.97
营业税金及附加	1,184.58	3,129.13	2,008.44	1,740.02
销售费用	2,340.44	14,817.92	9,398.31	7,384.64
管理费用	8,960.70	30,494.99	16,928.03	11,658.00
财务费用	1,988.53	8,947.80	-84.38	-5,069.90
资产减值损失	1,598.41	4,188.22	4,252.74	831.30
<b>其他经营收益</b>	<b>638.46</b>	<b>8,142.89</b>	<b>-154.47</b>	<b>1,257.26</b>
投资净收益	638.46	8,142.89	-154.47	1,257.26
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	2,482.46	-244.94	1,257.26
<b>营业利润</b>	<b>26,437.34</b>	<b>35,199.31</b>	<b>23,529.06</b>	<b>22,601.44</b>
加：营业外收入	2,519.67	3,521.72	2,253.66	1,022.54
减：营业外支出	33.23	1,214.30	258.86	176.85
其中：非流动资产处置净损失	-	832.06	41.11	35.59
<b>利润总额</b>	<b>28,923.79</b>	<b>37,506.73</b>	<b>25,523.86</b>	<b>23,447.13</b>
减：所得税	4,909.31	6,744.73	4,340.68	3,565.68
<b>净利润</b>	<b>24,014.48</b>	<b>30,762.00</b>	<b>21,183.17</b>	<b>19,881.44</b>
减：少数股东损益	241.33	-463.56	18.31	727.26
归属于母公司所有者的净利润	23,773.15	31,225.56	21,164.87	19,154.18

注：“-”指鹏元未获得相关数据。

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理



### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	141,215.84	264,153.70	200,975.56	154,844.96
收到的税费返还	235.48	574.09	343.06	75.48
收到其他与经营活动有关的现金	19,845.58	12,940.62	2,841.05	2,502.59
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>161,296.91</b>	<b>277,668.41</b>	<b>204,159.67</b>	<b>157,423.04</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	101,420.39	173,404.80	116,295.59	99,354.94
支付给职工以及为职工支付的现金	11,289.49	33,400.72	21,299.47	15,459.06
支付的各项税费	9,383.09	24,581.48	15,202.40	12,825.15
支付其他与经营活动有关的现金	8,757.49	24,117.16	15,934.99	8,914.68
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>130,850.46</b>	<b>255,504.17</b>	<b>168,732.45</b>	<b>136,553.84</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>30,446.44</b>	<b>22,164.24</b>	<b>35,427.22</b>	<b>20,869.19</b>
收回投资收到的现金	2,300.00	49,967.49	56,725.01	8,580.10
取得投资收益收到的现金	725.00	2,800.86	0.00	1,373.65
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	2,841.04	245.99	176.27
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	1,243.71	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	1,305.52	55,201.42	99,729.49	92,874.55
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>4,330.52</b>	<b>112,054.51</b>	<b>156,700.49</b>	<b>103,004.57</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	727.27	67,793.62	33,500.14	8,801.99
投资支付的现金	0.00	53,699.92	113,296.52	98,887.79
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	92,770.58	8,981.86	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	460.01	0.00	52,277.00	12,500.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>1,187.28</b>	<b>214,264.12</b>	<b>208,055.52</b>	<b>120,189.78</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>3,143.24</b>	<b>-102,209.61</b>	<b>-51,355.03</b>	<b>-17,185.21</b>
吸收投资收到的现金	200.00	149,604.46	150.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	0.00	150.00	0.00
取得借款收到的现金	100.00	147,800.00	67,900.00	45,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	7,330.00	0.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	74,473.50
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>300.00</b>	<b>304,734.46</b>	<b>68,050.00</b>	<b>119,673.50</b>
偿还债务支付的现金	78,500.00	137,400.00	35,299.90	78,200.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	140.11	18,422.17	13,717.40	7,140.79
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	261.15	150.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	8,161.85	1,000.00	31,593.60
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>78,640.11</b>	<b>163,984.02</b>	<b>50,017.30</b>	<b>116,934.39</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-78,340.11</b>	<b>140,750.44</b>	<b>18,032.70</b>	<b>2,739.11</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-44,750.43</b>	<b>60,705.07</b>	<b>2,104.89</b>	<b>6,423.10</b>
期初现金及现金等价物余额	98,499.37	37,794.29	35,689.40	29,266.30
期末现金及现金等价物余额	53,748.94	98,499.37	37,794.29	35,689.40

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	30,762.00	21,183.17	19,881.44
加：资产减值准备	4,188.22	4,252.74	831.30
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14,730.72	9,316.82	8,041.96
无形资产摊销	4,117.89	1,697.93	397.21
长期待摊费用摊销	5,435.03	1,037.90	4.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	612.46	-69.93	-94.56
财务费用	7,557.06	-520.86	-4,969.45
投资损失	-8,142.89	154.47	-1,257.26
递延所得税资产减少	-661.25	-670.75	-91.38
存货的减少	-28,534.55	-8,832.63	7,214.82
经营性应收项目的减少	-41,723.45	-34,104.48	-1,842.99
经营性应付项目的增加	33,823.00	41,982.85	-7,246.17
经营活动产生的现金流量净额	22,164.24	35,427.22	20,869.19
现金的期末余额	98,499.37	37,794.29	35,689.40
减：现金的期初余额	37,794.29	35,689.40	29,266.30
现金及现金等价物净增加额	60,705.07	2,104.89	6,423.10

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年一季	2015年	2014年	2013年
应收账款周转天数	-	148.62	139.49	100.28
存货周转天数	-	115.12	134.97	74.00
应付账款周转天数	-	255.63	168.93	127.16
净营业周期	-	8.11	105.53	47.12
流动资产周转天数	-	539.24	614.04	234.20
固定资产周转天数	-	144.98	158.16	96.97
总资产周转天数	-	925.62	974.37	355.76
综合毛利率	25.56%	28.48%	27.41%	22.33%
期间费用率	14.37%	13.30%	10.11%	10.62%
营业利润率	11.10%	11.93%	16.35%	11.90%
总资产回报率	-	6.38%	7.49%	12.46%
净资产收益率	-	9.06%	9.09%	14.66%
负债与所有者权益比率	158.84%	151.49%	79.82%	61.71%
资产负债率	61.37%	60.24%	44.39%	38.16%
流动比率	1.07	1.14	3.15	1.48
速动比率	0.88	0.93	2.77	1.16
EBITDA (万元)	-	44,403.64	36,463.81	29,428.53
EBITDA 利息保障倍数	-	6.50	7.97	7.99
有息债务 (万元)	229,956.95	209,039.54	99,293.62	63,158.45
有息债务/EBITDA	-	4.71	2.72	2.15

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收账款} + \text{期末应收票据}) / 2 ] \}$
	存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
	应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付账款} + \text{期末应付票据}) / 2 ] \}$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / 2 ] \}$
	非流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年非流动资产总额} + \text{上年非流动资产总额}) / 2 ] \}$
	总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	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 )
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

## 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、债务人主体长期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、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。