

# 信用等级通知书

联合评字[2018]2023 号

---

铁牛集团有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AA+。

特此通知

联合信用评级有限公司

二零一八年十一月二十三日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 信用等级公告

联合[2018]2023 号

铁牛集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

**铁牛集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**  
**铁牛集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十一月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

## 铁牛集团有限公司

### 2018 年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 17.2 亿元

债券期限：5 年，附第 2 年、第 4 年底公司调整票

面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：应建仁先生

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2018 年 11 月 23 日

#### 主要财务数据

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 6 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 194.77 | 461.75 | 501.96 | 509.38   |
| 所有者权益（亿元）        | 72.11  | 119.48 | 154.52 | 158.13   |
| 长期债务（亿元）         | 28.35  | 60.01  | 68.05  | 67.79    |
| 全部债务（亿元）         | 87.10  | 217.94 | 205.69 | 220.42   |
| 营业收入（亿元）         | 79.95  | 144.11 | 304.89 | 131.64   |
| 净利润（亿元）          | 5.44   | 4.67   | 12.04  | 3.61     |
| EBITDA（亿元）       | 13.04  | 17.23  | 33.61  | --       |
| 经营性净现金流（亿元）      | 3.07   | -19.13 | 13.86  | 2.60     |
| 营业利润率（%）         | 13.62  | 16.96  | 15.25  | 16.38    |
| 净资产收益率（%）        | 7.80   | 4.87   | 8.79   | 2.31     |
| 资产负债率（%）         | 62.97  | 74.12  | 69.22  | 68.96    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 54.71  | 64.59  | 57.10  | 58.23    |
| 流动比率（倍）          | 1.43   | 0.98   | 1.10   | 1.15     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.15   | 0.08   | 0.16   | --       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.85   | 2.26   | 4.38   | --       |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 0.76   | 1.00   | 1.95   | --       |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、公司 2018 年 1~6 月财务数据未经审计；4、公司长期应付款主要为融资租赁款，已计入长期债务；公司其他非流动负债为中长期优惠利率贷款，已计入长期债务

#### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对铁牛集团有限公司（以下简称“公司”或“铁牛集团”）的评级反映了公司通过收购永康众泰汽车有限公司（以下简称“永康众泰”）转型为汽车整车生产企业后，在经营规模、产业布局等方面具有的综合竞争优势；此外，公司资本实力和整体抗风险能力也较收购永康众泰前得到进一步提升。同时，联合评级也关注到公司业务受汽车产业调控政策影响较大、电子材料业务经营压力较大、商誉规模较大、债务负担较重以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司合并永康众泰以后，基本形成了五金冲压件及模具，车用零部件，整车研发、制造及销售为一体的汽车产业链，随着公司产业链协同效应的逐步显现，公司综合实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，体现了应建仁先生对公司未来发展的信心。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

#### 优势

1. 近年来我国汽车行业持续发展，新车型的不断推出以及新能源汽车的普及为汽车相关行业的进一步发展提供了良好契机。

2. 公司收购永康众泰后，经营规模扩大，形成了较完备的汽车产业链，随着产业链协同效应的显现，公司竞争力有望进一步增强。

3. 公司通过收购永康众泰及增资，资本实力和整体抗风险能力得到进一步提升。

## 关注

1. 公司汽车整车业务起步较晚，目前市场占有率较低，品牌形象及市场知名度仍有待提升。

2. 公司电子材料业务 2016 年亏损较为严重，2017 年经营情况虽有所好转，但考虑到行业内产能过剩和需求结构升级矛盾突出等因素，未来仍面临较大经营压力。

3. 公司完成对永康众泰收购后，形成了较大规模的商誉，若永康众泰未来经营业绩不达预期，公司商誉将面临减值风险。

4. 公司整体资产质量一般，债务负担较重，且债务结构以短期债务为主，面临较大的短期偿债压力；公司少数股东权益占比高，所有者权益稳定性差；公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

## 分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

杜 渐

电话：010-85172818

邮箱：duj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

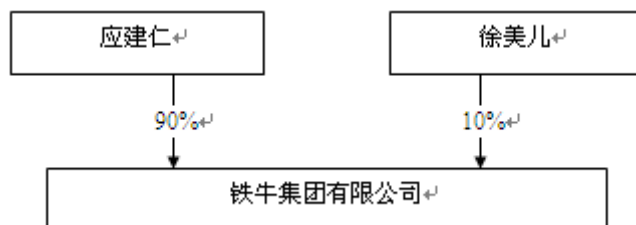
  
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

铁牛集团有限公司（以下简称“公司”或“铁牛集团”）前身系浙江铁牛实业有限公司（以下简称“铁牛实业”），由自然人应建仁、徐美儿共同出资组建，于1996年12月取得永康市工商行政管理局核发的注册号为3307842002135号的《企业法人营业执照》。公司初始注册资本1,200万元，实收资本1,200万元，其中自然人应建仁出资1,100万元，自然人徐美儿出资100万元。上述出资已经永康市审计师事务所于1996年11月出具永审所验字（1996）第295号验资报告验证。

铁牛实业分别在1998年3月、2002年11月和2003年3月三次增资，此后于2003年8月更名为铁牛集团有限公司，并于2007年12月第四次增资。2016年9月，公司收购永康众泰汽车有限公司（以下简称“永康众泰”）原第一、第二大股东合计51.92%股权，收购完成后公司拥有永康众泰56.83%的股权，成为永康众泰实际控制人，并将永康众泰纳入合并范围；2017年4月，公司控股子公司黄山金马股份有限公司以发行股份的方式购买铁牛集团等交易对方合计持有的永康众泰100%股权，并完成了工商变更登记，2017年5月，金马股份名称变更为“安徽众泰汽车股份有限公司”（以下简称“众泰汽车”），同时股票简称变更为“众泰汽车”，股票代码仍为000980.SZ。2017年11月21日安徽众泰汽车股份有限公司更名为众泰汽车股份有限公司。2017年7月，公司子公司众泰汽车非公开发行股票募集资金净额19.13亿元。2017年10月，公司新增注册资本8亿元，其中应建仁出资7.2亿元，徐美儿出资0.8亿元，公司注册资本增至16.68亿元。截至2018年6月底，公司实际控制两家上市公司，众泰汽车（原金马股份）和铜峰电子（股票代码：600237.SH）。截至2018年6月底，公司注册资本16.68亿元，实际控制人为应建仁先生。

图1 截至2018年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：实业投资；符合国家法律法规允许范围内的项目投资、投资管理[不含股权、证券、期货、基金等金融业务，未经金融等行业监管部门批准不得从事吸收存款、融资担保、代客理财、向社会公众集（融）资等金融业务]；汽车、汽车配件、拖拉机配件、模具、钣金件、电机产品、五金工具、家用电器，仪器仪表（具体经营项目详见《计量器具经营许可证》），装饰材料（不含危险化学品）开发、制造、加工、销售；自动化输送设备、仓储设备、焊接设备、涂装设备、自动化成套设备研发、制造、销售、安装、维护；建筑材料（不含混凝土、危险化学品）开发、加工、销售；金属材料（不含危险物品）销售；货物及技术进出口业务；房地产开发、经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司共60家；本部下设财务部、审计部、行政部、人力资源部、法务部、销售中心、采购中心、经营计划部、发展规划部、产品管理部、质量管理部、研发中心、生产管理部13个部门（详见附件1）；合并范围拥有在职员工37,323人。

截至2017年底，公司合并资产总额501.96亿元，负债合计347.44亿元，所有者权益合计154.52亿元，其中归属于母公司所有者权益合计44.10亿元。2017年，公司实现营业收入304.89亿元，净

利润 12.04 亿元，其中，归属于母公司净利润为 5.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 30.30 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 509.38 亿元，负债合计 351.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）158.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 46.17 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 131.64 亿元，净利润（含少数股东损益）3.61 亿元，其中，归属于母公司净利润为 2.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.09 亿元。

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

## 二、本期公司债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“铁牛集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）”。本期债券发行总规模不超过 17.2 亿元（含），债券期限为不超过 5 年，附第 2 年底、第 4 年底公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值 100 元，按面值发行；本期债券票面利率将由公司与主承销商按照国家有关规定通过簿记建档方式确定，具体面向合格投资者发行的票面利率确定方式视发行时上交所相应交易规则确定，在债券存续期间内固定不变；本期债券按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

公司实际控制人应建仁先生为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于补充营运资金及偿还债务。

## 三、行业分析

2017 年，公司完成永康众泰收购与全年收入并表后，汽车相关业务收入占主营业务收入比重为 84.49%，同时考虑到公司收购永康众泰后经营重心将以汽车相关业务为主，故行业分析将主要围绕汽车行业展开。

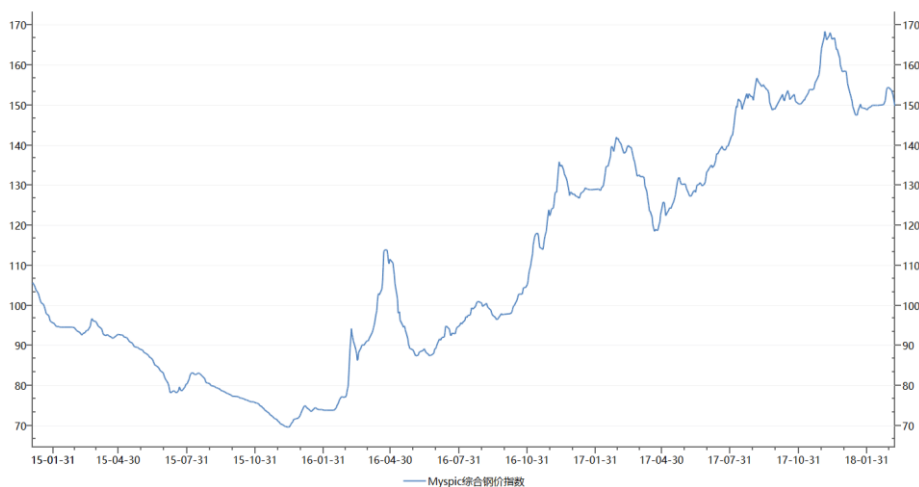
### 1. 行业概况

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。

从上游来看，钢材是汽车制造的主要原材料，汽车整车及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动对汽车生产企业的利润空间和盈利水平产生一定影响。2015 年以来，钢价整体呈波动上升的走势，给汽车生产企业带来一定成本压力。2017 年钢材价格呈现震荡上涨态势，整体呈现长强板弱<sup>1</sup>的特征。全年来看，钢价较 2016 年出现大幅上涨。截至 2017 年底，Myspic 综合钢价格指数为 158.42 点，同比增长 24%。截至 2018 年 3 月 9 日，Myspic 为 149.74 点。未来钢材价格的波动对汽车企业的成本控制形成一定挑战。

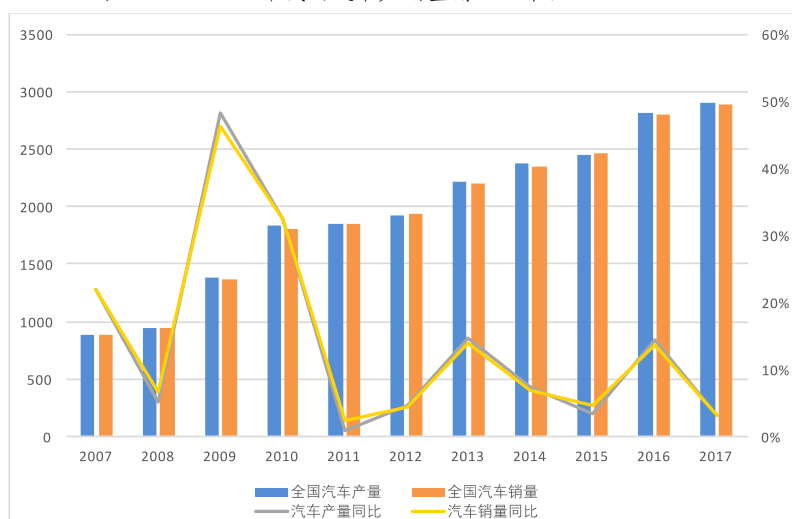
<sup>1</sup> 2017 年初以来，螺纹钢、线材等长材市场在很长一段时间内好于冷轧、热轧卷板等板材市场。长材价格高于热轧卷板、普板等板材价格，两者价差一度达到 500 元/吨~600 元/吨。由于钢厂的螺纹钢毛利明显高于板材盈利，因此钢厂产能向长材倾斜，从而形成“长强板弱”格局。

图2 2015~2018年3月综合钢价指数走势



从汽车销售来看,受购置税优惠幅度减小以及新能源汽车政策调整等因素影响,2017年我国汽车行业乘用车板块面临一定压力,但受商用车板块销售良好影响,整体产销量在上年高基数的基础上总体呈现平稳的增长态势。2017年,我国全年汽车累计产量和销量分别为2,901.54万辆和2,887.89万辆,同比分别增长3.19%和3.04%,分别较2016年下降11.30和10.60个百分点。其中乘用车产销增速明显减缓,其累计产量和销量分别为2,480.70万辆和2,471.80万辆,同比分别增长1.60%和1.40%,增速放缓主要系受购置税补贴退坡影响所致;商用车累计产量和销量分别为420.87万辆和416.06万辆,同比分别增长13.81%和13.95%,商用车市场发展态势良好,主要系2017年全国基建需求较大且商用车进入换车周期所致。

图3 2007~2017年我国汽车产销量情况(单位:万辆、%)



出口方面,汽车出口受国际环境影响大,近几年世界经济一直呈低速增长,发达国家消费者对消费支出更加谨慎,同时新兴经济体市场也出现较大波动,导致国际市场汽车购买意愿偏低、需求不振。此外,关税壁垒和贸易限制政策等又令中国汽车出口的门槛变高。与此同时,中国车企海外投资建厂步伐加快,致力实现本地化生产,部分整车出口也转变为零部件出口,导致我国整车出口

增速下降。2017 年，汽车商品出口总额 1,716.82 亿美元，同比增长 9.77%。全年整车出口额较上年明显增长，共出口 106.38 万辆，同比增长 31.37%；出口金额 140.57 亿美元，同比增长 23.05%。

从汽车行业整体市场格局上看，目前我国汽车年销量超过百万辆的企业集团有八家。2017 年，中国汽车销量前 5 名的企业（集团）共销售汽车 1,976.76 万辆，占汽车销售总量的 68.46%，较上年下降 2.06 个百分点；中国汽车销售前 10 名的企业（集团）共销售汽车 2,556.24 万辆，占汽车销售总量的 88.52%，较上年上升 0.18 个百分点。2017 年，国内前十家汽车生产企业市场占有率与 2016 年基本一致，行业集中度较高。

表1 国内前十家汽车生产企业销量及市场占有率排名（单位：万辆、%）

| 排名 | 2016 年         |          |       | 2017 年         |          |       |
|----|----------------|----------|-------|----------------|----------|-------|
|    | 汽车制造商          | 销量       | 占有率   | 汽车制造商          | 销量       | 占有率   |
| 1  | 上海汽车集团股份有限公司   | 647.16   | 23.09 | 上海汽车集团股份有限公司   | 691.64   | 23.95 |
| 2  | 东风汽车集团股份有限公司   | 427.67   | 15.26 | 东风汽车集团股份有限公司   | 412.07   | 14.27 |
| 3  | 中国第一汽车集团公司     | 310.57   | 11.08 | 中国第一汽车集团公司     | 334.60   | 11.59 |
| 4  | 中国长安汽车集团股份有限公司 | 306.34   | 10.93 | 中国长安汽车集团股份有限公司 | 287.25   | 9.95  |
| 5  | 北京汽车集团有限公司     | 284.67   | 10.16 | 北京汽车集团有限公司     | 251.20   | 8.70  |
| 6  | 广州汽车工业集团有限公司   | 164.92   | 5.88  | 广州汽车工业集团有限公司   | 200.10   | 6.93  |
| 7  | 长城汽车股份有限公司     | 107.45   | 3.83  | 吉利汽车控股有限公司     | 130.52   | 4.52  |
| 8  | 吉利汽车控股有限公司     | 79.92    | 2.85  | 长城汽车股份有限公司     | 107.02   | 3.71  |
| 19 | 华晨汽车集团控股有限公司   | 77.44    | 2.76  | 华晨汽车集团控股有限公司   | 74.57    | 2.58  |
| 10 | 奇瑞汽车股份有限公司     | 69.85    | 2.49  | 奇瑞汽车股份有限公司     | 67.27    | 2.33  |
|    | 合计             | 2,475.99 | 88.34 | 合计             | 2,556.24 | 88.52 |

资料来源：中国汽车工业协会

总体看，2017 年钢材价格波动上涨，汽车制造行业生产成本有所上升；汽车行业产量和销量平稳增长，2017 年我国汽车行业乘用车板块面临一定压力，但商用车板块销售良好，整体涨幅明显低于 2016 年；汽车出口有所增长；自主品牌汽车市场占比进一步上升；汽车制造行业格局变化不大，集中度仍较高。

## 2. 行业政策

2016 年 12 月 29 日，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建【2016】958 号），该通知主要包括调整完善推广应用补贴政策、落实推广应用主体责任、建立惩罚机制；其中，明确提出除燃料电池汽车外，各类车型 2019~2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%。该通知从 2017 年 1 月 1 日起实施。

根据《财政部国家税务总局关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（财税【2016】136 号）规定，自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，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。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。

2017 年 3 月 1 日，国家工信部、发改委、科技部、财政部联合发布了《促进汽车动力电池产业发展行动方案》（工信部联装【2017】29 号），该方案指明了未来几年我国动力电池产业的发展方向，即持续提升现有产品的性能质量和安全性，进一步降低成本，2018 年保障高品质动力电池供应；大力推进新型锂离子动力电池研发和产业化，2020 年实现大规模应用；着力加强新体系动力电池基础研究，2025 年实现技术变革和开发测试。

2017年6月13日，工信部发布了关于征求《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2017年）》（征求意见稿）意见的通知，确立了“以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化”的智能网联汽车发展总体思路；到2020年，初步建立能够支撑驾驶辅助及低级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系；到2025年，系统形成能够支撑高级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。

2017年9月28日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局等五部门已联合发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（令【2017】44号），从两个方面进行积分核算管理，并纳入准入条件。积分为负且未抵偿归零的企业，将调整生产或进口计划。办法自2018年4月1日起施行，境内乘用车生产企业、进口乘用车供应企业一视同仁。

2017年12月27日，财政部、税务局、工信部、科技部联合发布《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》（财建【2017】172号），自2018年1月1日至2020年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。对免征车辆购置税的新能源汽车，通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。2017年12月31日之前已列入《目录》的新能源汽车，对其免征车辆购置税政策继续有效。

2018年4月17日，国家发改委就制定新的外商投资负面清单及制造业开放表示，汽车行业将分类型实行过渡期开放，2018年取消专用车、新能源汽车外资股比限制；2020年取消商用车外资股比限制；2022年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制，通过5年过渡期，汽车行业将全部取消限制，实现全面开放。

总体看，汽车行业的政策主要集中于节能减排、新能源化和创新研发等方面，更加完善了新能源汽车的推广应用体系，明确且严格地规定了新能源汽车财政补贴政策，确立并规划了自动驾驶的智能网联汽车的总体发展思路，且对外开放力度将进一步加大。

### 3. 行业关注

#### （1）国内自主品牌盈利能力和研发能力有待进一步提升

随着国内汽车消费市场的培育和发展，消费者对价格的敏感性降低，对车的性能、安全、外观和油耗等因素关注日益提高，而国内自主品牌汽车企业起步晚，技术积累薄弱，短期内受困于低端市场的格局难以改变，盈利能力普遍偏弱。随着合资企业纷纷将国外精品小车型导入我国市场，自主品牌的价格优势将逐渐弱化，盈利空间受到挤压。在合资整车企业中，目前主要由外方提供车型，主要核心技术掌握在外方手中，中方企业整体自主研发能力仍有待进一步提升。

#### （2）限购、限行城市增多，对汽车行业发展产生冲击

随着居民消费升级，个人购车势头较为强劲。但是，受到城市道路交通拥堵、汽车尾气排放超标、城市承载力限制等因素的影响，北京、上海、广州、贵阳、天津和杭州等城市出台汽车限购政策。限购政策对全国汽车销量可能造成影响。此外，限购还将对中高端国产品牌乘用车形成打压。以北京为例，实施限购政策后，销售车辆的平均单价提高了88%，1.6升及以下排量的轿车占有率下降了17%，限购和各种牌号限制使消费者更加趋向于买大尺寸车、大排量车、高价车、进口车。

总体看，自主品牌仍需培育和发展，自主研发能力有待进一步提升；受城市道路拥堵、环境污染的因素的影响，各城市限购、限行对汽车行业发展产生冲击。

### 4. 行业发展

从中长期看，汽车行业具有稳定增长的支撑。我国经济发达程度和汽车保有量水平决定中长期汽车消费的增速和持续性。城镇居民生活水平的提高、公路网络的完善、经济增长带动公路运输需

求的增长都将使得潜在的市场需求转化为购买力，支撑我国汽车行业稳定增长。

我国汽车行业在经历刺激政策退出带来的调整期之后，资金、资源和技术将向优势企业汇集。伴随并购重组催生特大型集团不断诞生，产业集中度必然提高，规模化生产将增强行业整体竞争力；企业间的竞争将更加集中于生产规模与产品结构、自主研发与创新能力、供应链管理等核心要素，具有上述优势的大中型企业将在竞争中继续占据有利地位。

此外，新能源汽车正迎来前所未有的发展时期。最后，随着汽车消费的升级，我国汽车金融和服务将迎来重大的发展机遇。根据发达国家汽车行业的发展经验，中国汽车工业的利润增长点也将由整车制造环节逐步向汽车金融和服务领域转移。

总体看，汽车行业未来仍将稳定发展，行业集中度预计将进一步提高；新能源汽车及智能网联汽车将得到进一步发展。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司始建于 1992 年，以汽车及相关零部件产业为主营业务，电子五金、房地产等业务为必要补充。

公司以汽车钣金件起家，先后成为昌河、通用、大众等品牌的核心供应商。现有的汽车零部件产品线涵盖了汽车车身、汽车仪表、变速箱、汽车空调等，汽车零部件产业已经成为公司的核心产业。

公司先后通过 ISO9001、TS16949 质量管理体系和 ISO14001 环境体系认证。公司产品遍布全国各地，远销世界四十个国家和地区。

公司下属子公司众泰汽车和铜峰电子为上市公司。众泰汽车主要从事车用零部件制造和整车制造，目前为国家级高新技术企业，设有省级企业技术中心、省级工程研究中心、省级博士后科研工作站，拥有 CAD 工作站及产品试验室等较为先进的软、硬件设施，具备较强的技术创新优势。铜峰电子主要从事薄膜电容器及其薄膜材料的研发、生产和销售，为目前 A 股市场仅有的两家薄膜电容器厂家之一，具有较强的市场、品牌优势。2017 年 4 月，公司子公司众泰汽车（原金马股份）合并永康众泰，永康众泰是以汽车整车研发、制造及销售为核心业务的汽车整车制造企业，拥有“众泰汽车”、“江南汽车”、“君马汽车”三个自主品牌，产品覆盖轿车、SUV 和新能源汽车等品类。永康众泰营销网络覆盖国内主要大、中城市及三、四线城市，截至 2017 年底，众泰汽车在终端建立了 1,200 家经销商，覆盖了全国约 360 个地级区市，覆盖率达 95%，2015~2017 年分别销售汽车 18.08 万辆、28.66 万辆和 25.80 万辆。

永康众泰在 2012 年成立了汽车工程研究院，并与浙江大学、浙江省汽车平台合作，搭建了省级院士专家工作站、博士后工作站、浙江省电动汽车科技创新团队等创新平台，完成了多项国家级及省部级科技研发项目。通过大量的研发投入，永康众泰在整车造型、整车设计、CAE、试验等各个环节都形成了自主的技术、标准以及知识产权。永康众泰在科技研发上已经步入自主创新的轨道。

公司获“全国 500 强企业”、“中国汽车工业三十强”、“国家质量奖”、“国家火炬计划产业基地骨干企业”和“浙江省首批 20 家汽车和汽车零部件生产重点骨干企业”等荣誉称号。

总体看，公司在汽车零部件和整车制造业务方面拥有较强竞争力。

## 2. 技术实力与装备水平

公司主要生产及检测设备均属于行业先进水平，部分设备达到国际先进水平。公司目前拥有的四轴联动数控龙门加工中心、五轴联动激光切割机、机械压力机生产线和三坐标测量仪技术水平为国际先进水平。其他多项生产及检测装备达到行业先进水平。

公司拥有国家级、省级高新技术企业 2 家，并建有博士后工作站，近年参与承担多项国家级和省级重大科技攻关项目。截至 2017 年底，众泰汽车及其下属公司拥有 986 项授权专利，其中 32 项发明专利，278 项实用新型专利，676 项外观设计专利。

2015~2017 年，公司技术开发费分别为 0.68 亿元、0.91 亿元及 3.78 亿元，占营业收入的比重分别为 0.85%、0.63%和 1.24%，2017 年公司技术开发费大幅增长主要系完成永康众泰收购后，公司主动加大技术研发投入所致。但与跨国整车企业相比，公司研发投入占营业收入的比重远低于跨国整车企业约 5%的平均水平，公司在技术研发方面仍需进一步的投入。

总体看，公司目前生产装备较为先进，能够满足公司目前的生产情况；公司具有较强的科研创新能力，拥有较为丰富的技术储备；但与国际水平相比，公司在技术研发方面需要进一步的投入。

## 3. 人员素质

截至 2017 年底，公司拥有董事、监事及高管人员 7 人。公司核心管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体动态和公司的运营发展。

公司董事长应建仁先生，1962 年生，本科学历，高级经济师；历任永康市长城机械五金厂（现浙江金大门业有限公司）厂长、浙江铁牛实业有限公司执行董事兼总经理、公司执行董事；现任众泰汽车董事，金马集团有限公司董事，铜峰电子董事，公司董事长。

公司总经理叶菲先生，1964 年生，本科学历；历任解放军 87167 部队招待所所长、解放军 87167 部队附属医院院长、浙江 001 集团常务副总经理、浙江耀江集团总裁助理及总裁顾问；现任公司总经理。

截至 2017 年底，公司总人数 37,323 人，其中生产人员占比为 63.27%、销售人员占比为 4.72%、技术人员占比为 20.87%、财务人员占比为 1.39%、其他人员占比为 9.75%。学历构成方面，高中及以下占比为 74.00%、大专占比为 18.31%、本科及以上占比为 7.69%。年龄构成方面，30 岁及以下占比为 46.02%、30 岁~50 岁占比为 51.25%、50 岁以上占比为 2.73%。

总体来看，公司核心管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验；员工学历构成和岗位构成符合公司业务经营需求。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司建立了健全的组织机构，根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了股东会、董事会、监事和经理层的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。

由于公司是两个自然人投资设立的有限责任公司，因此股东会成员为应建仁先生和徐美儿女士。股东会是公司的权力机构。公司设董事会，成员为 3 人。董事会设董事长一人，董事长由董事会选举产生。董事长任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。公司设监事一名，由股东会选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为三年。监事任期届满，可连选连任。公司设总经理，由董

事会决定聘任或者解聘，总经理对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构较简单，有待进一步完善。

## 2. 管理制度

公司各项规章制度健全，内控机制较为完善。公司制定了涵盖安全生产管理、销售管理、资金管理、对外担保管理等多方面的制度，内控制度较为健全、完善且能得到有效执行。

在安全生产方面，公司制定了《班组安全管理办法》、《安全生产检查制度》、《安全生产考核、奖惩制度》、《工伤事故管理制度》、《外来施工（作业）人员管理制度》等十几种安全管理制度，并成立安全生产委员会全面负责人员、经费和措施的落实。

在销售管理方面，公司执行细化的销售提成激励方案和销售费用管理办法，销售人员薪酬与个人业绩和团队业绩挂钩。

在资金管理方面，除众泰汽车和铜峰电子两家上市公司的资金管理独立外，其他各下属单位的财务资金均由公司总部统一调配，重大投融资必须向公司上报审核。

在对外担保方面，下属子公司的对内对外担保事项必须由公司总部进行统一管理；在对下属子公司管理方面，公司设立内审制度，内审部门在董事会下属的专门委员会直接领导下开展工作，对公司各部门以及下属单位的财务收支和经济效益等进行监督检查。

总体来看，公司建立了比较健全的内部管理机制，管理风险不大。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司业务涵盖五金冲压件及模具、车用零部件（变速箱和仪表件）、电子材料（电容器薄膜和薄膜电容器）和房地产等。公司于2016年9月并购永康众泰，新增汽车整车业务。其中五金冲压件及模具运营主体为公司本部，剩余所有其他业务的运营主体均为子公司。

表2 2015~2017年公司主营业务收入、占比和毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块       | 2015 年 |        |       | 2016 年 |        |       | 2017 年 |        |       |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|            | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   |
| 汽车整车、配件及服务 | 32.91  | 41.19  | 10.32 | 96.66  | 67.13  | 19.95 | 257.30 | 84.49  | 18.21 |
| 五金冲压件及模具   | 27.64  | 34.59  | 18.95 | 27.72  | 19.25  | 19.96 | 30.81  | 10.12  | 20.27 |
| 其他         | 19.37  | 24.22  | 12.73 | 19.61  | 13.62  | 11.35 | 16.40  | 5.39   | 10.25 |
| 合计         | 79.91  | 100.00 | 14.53 | 143.99 | 100.00 | 19.29 | 304.51 | 100.00 | 18.35 |

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司主营业务收入呈逐年增长态势，分别为79.91亿元、143.99亿元和304.51亿元，占营业收入的比重分别为97.99%、99.95%及99.88%，公司主业突出。

从收入构成看，2015~2017年，汽车整车、配件及服务业务收入三年分别为32.91亿元、96.66亿元和257.30亿元；2017年公司汽车整车、配件及服务收入较上年大幅增长166.19%，主要系合并永康众泰，新增汽车整车业务所致。2016年公司合并了永康众泰当年10~12月的营业收入，2017年公司合并了永康众泰全年的营业收入，导致公司该板块营业收入逐年大幅增长，成为公司第一大业务板块。2015~2017年，公司五金冲压件及模具板块收入稳步增长，三年分别为27.64亿元、27.72亿元和30.81亿元，占主营业务收入比重分别为34.59%、19.25%和10.12%。2015~2017年，公司其他业务主

要包括铜峰电子的电子材料业务、浙江卓诚兆业投资开发有限公司（以下简称“卓诚兆业”）等的房地产业务、众泰汽车的门业产品和黄山金仕特种包装材料有限公司的特种包装纸业务等，近三年，公司其他业务收入分别为19.37亿元、19.61亿元和16.40亿元，占比分别为24.22%、13.62%和5.39%。

从毛利率看，2015~2017年公司主营业务综合毛利率水平波动上升，三年分别为14.53%、19.29%和18.35%。其中，五金冲压件及模具毛利率逐年小幅上升，2017年毛利率水平为20.27%；受公司合并的汽车整车业务收入规模进一步扩大及原材料价格波动等因素影响，汽车整车、配件及服务板块毛利率水平呈波动上升趋势，三年分别为10.32%、19.95%和18.21%；其他板块毛利率水平逐年小幅下降，三年分别为12.73%、11.35%和10.25%，但该部分业务收入占比逐年下降，对公司影响不大。

2018年1~6月，公司实现营业收入、利润总额和净利润131.64亿元、5.03亿元和3.61亿元，分别较上年同期增长4.67%、13.04%和38.09%，利润总额及净利润同比增幅较大主要系公司成本控制较好所致。

总体看，公司合并永康众泰后，公司进一步完善了汽车产业链的整合，形成了以汽车整车、配件及服务、五金冲压件及模具业务为主，电子材料、房地产等其他业务为有效补充的业务结构；得益于公司收购永康众泰后新增汽车整车业务，公司营业收入大幅增长，综合毛利率水平波动上升。

## 2. 汽车整车、配件及服务

2017年，公司整车制造业务收入占板块收入的89.93%，车用零部件业务收入占板块收入的10.07%。

### 汽车整车制造业务

公司汽车整车业务由众泰汽车负责，众泰汽车拥有浙江众泰汽车制造有限公司（以下简称“众泰制造”）、众泰新能源汽车有限公司（以下简称“众泰新能源”）两家全资子公司。众泰制造和众泰新能源为永康众泰实际经营主体。众泰汽车产品的消费群体集中在三、四线城市，拥有“众泰汽车”、“江南汽车”、“君马汽车”三个自主品牌，产品覆盖轿车、SUV和新能源汽车等品类。

众泰汽车作为自主品牌汽车制造商，属于行业后来者。众泰汽车最初通过“引进—消化—吸收再创新”的模式进入整车制造行业，以差异化、特色化发展战略在激烈的市场竞争中实现快速发展。经过多年积累，众泰汽车已经由“引进开发、集成创新”向“整合资源、自主创新”方向成功转型，具备较强的产品开发能力，储备了多款车型，涵盖轿车、SUV以及新能源汽车。

行业地位方面，据中国汽车工业协会发布的信息：从产业规模、品牌影响力、产品市场保有量等综合因素分析，众泰汽车目前在国内汽车行业处于第二梯队。从市场占有率来看，据中国汽车工业协会统计分析，众泰汽车销量2017年销量25.8万辆，占全国乘用车市场销量的0.91%，占自主品牌乘用车销量的2.38%。目前市场占有率较低，品牌形象及市场知名度仍有待提升。

采购方面，众泰汽车设有采购部门，根据生产部门提供的生产指令计划及售后服务部门提供的备件采购计划，采购部门每月向供应商下发采购订单，由供应商予以确认并及时供货。众泰汽车与原材料供应商和配套件供应商签订中长期合作协议，与供应商保持良好的合作关系，保证进货渠道的相对稳定、可靠。成本方面，发动机、底盘、电池、电机和电控系统、车身零部件和变速箱占比较大，2017年占比在60%以上。

从供应商集中度来看，2015~2017年，该板块前五大供应商采购金额占当期采购总额比例分别为41.97%、51.92%和43.95%，采购集中度较高，但符合汽车整车行业合作开发的特点，公司主要原材料及零部件上游供应商竞争较为充分，公司不存在对单一供应商过度依赖的情形。

表3 2017年众泰汽车主营业务前五名供应商（单位：万元、%）

| 供应商名称     | 金额                | 占当期采购总额比例    |
|-----------|-------------------|--------------|
| 供应商一      | 268,928.86        | 15.39        |
| 供应商二      | 261,684.90        | 14.97        |
| 供应商三      | 91,212.35         | 5.22         |
| 供应商四      | 74,056.60         | 4.24         |
| 供应商五      | 72,145.11         | 4.13         |
| <b>合计</b> | <b>768,027.82</b> | <b>43.95</b> |

资料来源：公司提供

研发方面，众泰汽车的研发工作主要由汽车工程研究院（以下简称“研究院”）承担。研究院拥有造型室、整车及零部件系统开发试验室、焊装及总装试制车间等，并配备了相关软件，具备在整车平台规划、造型设计、CAE分析、数据设计、试制、试验、NVH、操稳、新能源等领域核心技术开发能力。

生产模式方面，众泰汽车定期组织产销平衡会议，根据销售部门提供的订单需求制定生产计划，并由冲压部门、焊装制造部门、涂装制造部门、总装制造部门等具体执行生产过程，协调采购、技术研发、运输等部门提供协助，从而保证生产的正常进行。

销售模式方面，众泰汽车下设销售公司，主要采用特许销售服务店模式，同时积极探索网销模式、新能源汽车新型销售模式。特许销售服务店模式下，众泰汽车对国内市场进行分区域管理，以各大、中城市为重点，采用整车销售、零配件供应、售后服务、信息反馈为一体的4S店营销服务体系，建立符合公司标准的4S汽车专卖店。截至2017年底，公司共有汽车4S店1,200家。同时众泰汽车积极推进产品销售渠道下沉，在县级市场建立具有整车销售和维修服务功能的“2S”店。网销模式下，众泰汽车通过与天猫、京东、汽车之家、易车网等电商平台和汽车网站合作，持续探索适合车企的新型营销模式。目前，众泰汽车以京东旗舰店作为发展电商模式的重要载体，构建集产品销售、产品体验、品牌展现为一体的电子商务平台。

从产销量情况来看，2016年，众泰汽车产量销量均大幅增长，主要系市场推广效应良好且购置税补贴政策红利影响所致；2017年，众泰汽车产量销量均小幅下降，主要系受购置税补贴退坡影响，乘用车行业景气度较低所致。2015~2017年，众泰汽车产品产销率三年分别为97.34%、98.37%和97.75%，处于较高水平。

表4 近三年主要众泰汽车的产销情况（单位：辆）

| 车型系列      | 产量             |                |                | 销量             |                |                |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|           | 2015年          | 2016年          | 2017年          | 2015年          | 2016年          | 2017年          |
| Z系列       | 32,906         | 30,658         | 19,349         | 32,148         | 27,517         | 19,264         |
| T系列       | 107,291        | 105,250        | 126,189        | 106,606        | 103,051        | 128,327        |
| E系列       | 25,165         | 29,346         | 37,169         | 23,035         | 32,777         | 37,444         |
| S系列       | 0              | 42,136         | 37,666         | 0              | 42,119         | 30,956         |
| 大迈系列      | 20,397         | 83,899         | 43,546         | 19,021         | 81,086         | 41,990         |
| <b>合计</b> | <b>185,759</b> | <b>291,289</b> | <b>263,919</b> | <b>180,810</b> | <b>286,550</b> | <b>257,981</b> |

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，2015~2017年，众泰汽车前五大客户销售金额占该板块营业收入的比重分别为15.86%、5.03%和6.45%，处于较低水平，公司对下游主要客户依赖度较低。

表 5 2017 年主要众泰汽车前五大客户情况（单位：万元、%）

| 客户名称            | 销售金额              | 销售金额占该板块营业收入的比重 |
|-----------------|-------------------|-----------------|
| 浙江港邦汽车销售有限公司    | 70,726.10         | 3.03            |
| 江苏金坛大迈汽车销售有限公司  | 21,840.24         | 0.94            |
| 温州市大展汽车销售服务有限公司 | 18,318.71         | 0.78            |
| 西安兴达汽车贸易有限公司    | 20,158.49         | 0.86            |
| 山西华磊众泰汽车销售有限公司  | 19,574.31         | 0.84            |
| <b>合计</b>       | <b>150,617.85</b> | <b>6.45</b>     |

资料来源：公司提供

从销售价格来看，众泰汽车主要产品销售价格受公司定价策略及所售车型具体配置不同略有波动，整体变化不大，价格处于行业内中低端车型典型价格区间，具体情况见下表。

表 6 2015~2017 年众泰汽车主要产品销售价格（万元/辆）

| 车型    | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-------|--------|--------|--------|
| T600  | 7.77   | 7.82   | 7.93   |
| 云 100 | 10.65  | 9.58   | 7.95   |
| 大迈 X5 | 6.78   | 6.85   | 6.67   |
| SR7   | -      | 7.36   | 6.88   |
| E200  | -      | 10.68  | 9.04   |
| Z700  | -      | 9.74   | 9.42   |
| Z500  | 6.52   | 6.47   | 7.02   |
| Z300  | 5.06   | 4.44   | 4.71   |
| 大迈 X7 | -      | -      | 9.70   |
| SR9   | -      | 9.67   | 10.13  |
| T700  | -      | -      | 10.87  |

资料来源：公司提供

总体看，近三年，众泰汽车产销量整体波动上升，产销率保持较高水平，产品销售价格基本稳定；公司整车业务起步较晚，目前市场占有率较低，品牌形象及市场知名度仍有待提升。

### 车用零部件业务

公司车用零部件业务主要由子公司众泰汽车和杭州易辰孚特汽车零部件有限公司（以下简称“易辰孚特”）负责。其中众泰汽车主要生产汽车售后件及服务、车用仪表件和车用零部件；易辰孚特主要生产汽车变速箱。2017年，公司售后件及服务收入13.97亿元，毛利率20.51%。车用仪表件和车用零部件业务收入14.89亿元，毛利率18.38%，变速箱业务收入11.02亿元，毛利率15.85%，整体经营情况稳定。

车用仪表件和车用零部件的生产成本中，原材料（主要是钢材、铜和塑料）成本占比最大，近三年原材料占总成本的比重均在80.00%以上，分别为80.14%、80.11%和80.18%，较为稳定。2015~2017年，公司钢材采购价格分别为0.45万元/吨、0.47万元/吨和0.48万元/吨；铜的采购价格分别为4.50万元/吨、4.60万元/吨和4.80万元/吨；塑料的采购价格较为稳定，三年均为1.40万元/吨，采购价格总体稳定。

公司车用仪表件和零部件采用直销的模式，直接和汽车主机厂对接，根据主机厂的采购订单进行生产。销售结算方面，一般是赊销模式，结算方式是采用银行承兑汇票或者现金，主要以银行承兑汇票为主，账期为三个月。

总体看，众泰汽车车用零部件业务已经成为公司主营业务收入的重要组成部分。未来随着众泰汽车产能的进一步释放，公司车用零部件业务收入有望进一步增加。

### 3. 五金冲压件及模具业务

公司还具备五金冲压件模具的开发和生产能力，产业链较为完整。其中冲压件模具的开发与生产是五金冲压产品生产的前提，模具工艺技术水平也是决定五金冲压件产品质量的重要因素。公司从事五金冲压件模具的设计与开发有近15年的时间，在工艺和设备配置上具有明显的优势，为公司车身零部件业务的快速发展提供了保障。

公司五金冲压件及模具生产成本主要由原材料和制造费用构成，具体情况见下表。

表 7 2015~2017 年公司五金冲压件及模具生产成本构成情况（单位：%）

| 项目        | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 原材料占总成本比例 | 71.96  | 72.04  | 73.75  |
| 制造费用占比    | 11.34  | 11.39  | 10.56  |
| 直接人工占比    | 8.93   | 8.98   | 8.52   |
| 能源占比      | 6.87   | 6.67   | 6.36   |
| 其他        | 0.90   | 0.92   | 0.81   |
| 合计        | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

资料来源：公司提供

采购结算方面，公司一般采用电汇方式与钢材经销商进行结算。为实现公司零库存的管理目标，公司一般在生产前2~3个月进行采购订货，并按生产需求提货，收货后一个星期左右与供应商结算货款。

公司五金冲压件的原材料主要是钢材中的冷轧钢和酸洗钢，近年来受市场价格上升影响，公司采购价格有所上升，对公司该板块业务成本控制带来一定压力。具体如下表所示。

表 8 2015~2017 公司五金冲压件及模具主要原材料采购量及采购价格（单位：吨、元/吨）

| 原材料 | 项目   | 2015 年     | 2016 年     | 2017 年     |
|-----|------|------------|------------|------------|
| 冷轧钢 | 采购量  | 153,442.20 | 155,062.81 | 179,356.38 |
|     | 采购价格 | 5,140.00   | 5,244.51   | 5,436.45   |
| 酸洗钢 | 采购量  | 103,588.00 | 102,944.80 | 120,138.23 |
|     | 采购价格 | 4,667.80   | 4,768.78   | 4,938.63   |

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司原材料供应商主要是上海正宇金属材料供应有限公司、永康市港邦贸易有限公司、浙江盛合贸易有限公司、武义玉皇星工贸有限公司等经销商，前五大供应商较为稳定。2015~2017年，公司向前五大供应商采购金额占采购总额的比重分别为57.05%、55.18%和56.39%，采购集中度较高。对于钢材的采购，较大的采购量有助于提高公司采购的议价能力及原材料供应稳定性，符合行业特点。

在生产设备方面，公司拥有一套完整的模具制造与检查生产线，以及五条冲压生产线，拥有各类模具2,000余副。公司具有大、中、小型件产品每年2.4亿次的冲压生产能力，点、凸焊接4亿次，气焊90万米的生产能力，其中公司的冲压件模具不仅能满足自身冲压件产品生产，还具有富余的外协加工能力。

生产方面，该板块近三年产能无变化，产销率及产能利用率处于较高水平，具体情况见下表。

表 9 2015~2017 年公司五金冲压件及模具生产及销售情况

| 产品    | 项目       | 2015 年     | 2016 年     | 2017 年     |
|-------|----------|------------|------------|------------|
| 五金冲压件 | 产能（套）    | 350,000    | 350,000    | 350,000    |
|       | 产量（套）    | 306,540    | 310,588    | 324,697    |
|       | 销量（套）    | 310,282    | 307,162    | 322,907    |
|       | 产销率（%）   | 101.22     | 98.90      | 99.45      |
|       | 产能利用率（%） | 87.58      | 88.74      | 92.77      |
|       | 收入（万元）   | 189,272.33 | 191,154.74 | 209,889.76 |
| 模具    | 产能（台套）   | 3          | 3          | 3          |
|       | 产量（台套）   | 3          | 3          | 3          |
|       | 销量（台套）   | 3          | 3          | 3          |
|       | 产销率（%）   | 100.00     | 100.00     | 100.00     |
|       | 产能利用率（%） | 100.00     | 100.00     | 100.00     |
|       | 收入（万元）   | 87,117.00  | 86,044.59  | 98,169.12  |

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司前五大客户销售金额占总销售收入的比重分别为44.94%、42.67%和41.83%，集中度较高。公司对主要销售客户的依赖程度较高，主要系公司以销定产的生产方式和五金冲压件及模具的针对性较强所致，也符合五金冲压件行业的特点。

从结算方式来看，公司五金冲压件的销售主要采用赊销方式，账款期限以1年以内为主，结算以银行承兑汇票为主。

总体看，公司五金冲压件及模具业务近三年产能无变化，产销率及产能利用率处于较高水平，整体经营情况良好。

#### 4. 其他业务

公司其他业务主要包括电子材料业务和房地产业务。另外公司其他业务包括众泰汽车的门业产品业务和黄山金仕特种包装材料有限公司的特种包装纸业务，但由于上述业务收入贡献极小，下文将主要围绕电子材料业务及房地产业务展开。

##### 电子材料业务

公司电子材料业务主要运营主体为子公司铜峰电子（股票代码 600237.SH），铜峰电子收入主要来自于电容器和电容器薄膜的销售。

2015~2017 年，公司电子材料业务营业收入分别为 6.00 亿元、5.91 亿元及 7.90 亿元；净利润分别为 0.09 亿元、-2.18 亿元及 0.15 亿元。2016 年经营业绩较差主要系行业内产能过剩、主导产品盈利能力下降、部分子公司亏损以及计提资产减值准备等因素所致，2017 年行业整体情况有所改善，公司扭亏为盈。

从成本构成来看，2017 年，铜峰电子的电子材料业务生产成本构成中，原材料占比 73.53%、制造费用占比 12.98%、人工费用占比 8.34%、能源占比 5.15%，原材料成本占比较高。

从采购方面来看，铜峰电子的电子材料业务所使用的原材料主要是聚丙烯颗粒和聚酯切片。铜峰电子原材料采购包括进口材料采购和国内材料采购，采购模式有所不同。铜峰电子主要原材料为电工级聚丙烯树脂。目前电工级聚丙烯树脂原材料供应几乎全部为进口，国内尚无厂家能够批量生产。铜峰电子前五名供应商主要是供应聚丙烯颗粒和聚酯切片的供应商。2015~2017 年，铜峰电子对前五大供应商的采购金额占比分别为 40.03%、46.14%和 34.06%，采购集中度较高。

铜峰电子产品销售分为国内销售和国外销售。在国内销售方面，公司主要采用直接销售模式。

在国外销售方面，公司通过子公司安徽铜峰世贸进出口有限公司实现产品出口。

表 10 2015~2017 年铜峰电子主营业务收入区域构成（万元、%）

| 项目 | 2015 年           |               | 2016 年           |               | 2017 年           |               |
|----|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
|    | 金额               | 比例            | 金额               | 比例            | 金额               | 比例            |
| 国内 | 45,229.51        | 77.65         | 44,074.99        | 76.71         | 61,832.98        | 78.30         |
| 国外 | 13,017.64        | 22.35         | 13,379.57        | 23.29         | 17,133.92        | 21.70         |
| 合计 | <b>58,247.15</b> | <b>100.00</b> | <b>57,454.55</b> | <b>100.00</b> | <b>78,966.90</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司提供

从销售集中度来看，铜峰电子的电子材料产品销售对象比较分散，2017 年铜峰电子前五大客户的销售金额占比 23.40%，销售集中度较低，铜峰电子对主要客户的依赖程度较低。

从销售结算方式来看，由于市场竞争较为激烈，公司该业务一般采取赊销模式，信用期为 3 个月，但对于一些市场需求强烈的产品采取现款现货销售策略。

总体看，近三年，公司电子材料业务经营业绩波动较大，2017 年实现扭亏为盈，营业收入稳步增长，经营效益有一定改善。但考虑到行业内产能过剩和需求结构升级矛盾仍很突出等因素，公司电子材料业务未来仍有较大经营压力。

### 房地产业务

公司房地产业务运营主体主要是卓诚兆业。

截至 2017 年底，卓诚兆业在建房地产项目有三个，分别是塞纳庄园项目、玫瑰园项目和江南大院一期项目。塞纳庄园规划建筑面积 9.61 万平方米，总投资额 2.13 亿元，截至 2017 年底已投资 2.70 亿元；玫瑰园规划建筑面积 22.09 万平方米，总投资额 29.45 亿元，截至 2017 年底已投资 22.94 亿元；江南大院一期规划建筑面积 7.91 万平方米，总投资额 7.79 亿元，截至 2017 年底已投资 5.06 亿元。此外，公司还计划开发永康智慧城五金产业电商园项目，该项目预计占地面积 695.9 亩，地块以铁岭路、苏溪河为中心轴，共三大区块、7 个地块，涉及住宅、商业、办公楼、园区等多个部分，土地总成本约 21 亿元，目前该项目尚未正式开工。截至 2017 年底公司房地产业务共储备土地 16 宗，土地面积为 54.51 万平方米。

2015~2017 年，公司房地产销售收入分别为 3.29 亿元、3.25 亿元和 1.57 亿元，2017 年收入大幅减少，主要系公司新的房地产项目尚未达到收入确认条件所致。

总体看，公司房地产业务收入近三年有所减少，但在建、拟建项目规模较大，未来收入规模有望提升。

### 5. 经营效率

近三年，公司的应收账款周转率分别为 4.49 次、4.77 次和 6.31 次，2017 年营业收入大幅增加，应收账款周转率有所上升；公司存货周转率分别为 1.60 次、1.77 次和 2.62 次；公司总资产周转率分别为 0.40 次、0.44 次和 0.63 次。

与汽车行业上市公司相比较来看，公司经营效率处于行业中下水平。

表 11 2017 年同行业上市公司经营效率情况（单位：次）

| 公司简称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|------|---------|-------|--------|
| 江淮汽车 | 10.63   | 19.63 | 1.03   |
| 海马汽车 | 4.45    | 5.86  | 0.57   |

|              |             |              |             |
|--------------|-------------|--------------|-------------|
| 东风汽车         | 2.38        | 9.47         | 0.92        |
| 上汽集团         | 13.60       | 17.05        | 1.31        |
| <b>上述中位值</b> | <b>7.54</b> | <b>13.26</b> | <b>0.98</b> |
| <b>铁牛集团</b>  | <b>6.20</b> | <b>2.58</b>  | <b>0.63</b> |

资料来源：wind

注：铁牛集团数据由联合评级根据公司审计报告计算，其他上市公司数据引自 Wind

总体看，公司整体经营效率较低。

## 6. 重大事项

### 收购永康众泰

2016年9月20日和9月22日，永康众泰原第一、第二大股东金浙勇和长城（德阳）长富投资基金合伙企业（以下简称“长城长富”）分别将持有的永康众泰44.69%和7.23%的股权转让给铁牛集团，转让完成后铁牛集团持有永康众泰56.83%的股权，成为永康众泰实际控制人。根据天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具的模拟合并审计报告（天职业字[2017]4653号），截至2016年底，永康众泰资产总额183.32亿元，负债合计149.37亿元，所有者权益合计33.95亿元；2016年，永康众泰营业收入225.04亿元，利润总额15.80亿元，净利润13.26亿元。

根据金马股份（后更名为“众泰汽车”）2016年10月11日公布的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）摘要》，金马股份拟以发行股份的方式购买铁牛集团等交易对方合计持有的永康众泰100%股权，并募集配套资金。

根据中通诚评估出具的中通评报字[2016]31号《资产评估报告》，以2015年12月31日为评估基准日，拟购买资产的评估值为1,160,127.64万元。基于上述评估结果，经交易各方友好协商，永康众泰100%股权的交易作价为1,160,000.00万元，金马股份将以发行股份的方式支付全部交易对价。

同时，金马股份拟采用询价方式向包括铁牛集团在内的不超过10名特定对象非公开发行股份募集配套资金，配套融资总额不超过20亿元，其中铁牛集团同意认购配套资金5亿元，其他单个投资者及其一致行动人认购的配套资金不高于5亿元。本次发行股份购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，最终配套融资成功与否不影响本次发行股份购买资产行为的实施。

2017年4月6日，金马股份收到中国证监会下发的《关于核准黄山金马股份有限公司向铁牛集团有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2017]454号）。2017年4月11日，经永康市市场监督管理局核准，金马股份就本次交易项下的标的资产永康众泰100%股权过户事宜完成了工商变更登记，并取得永康市市场监督管理局换发的《营业执照》（统一社会信用代码：91330784MA28D52N36）。本次工商变更登记后，金马股份已取得永康众泰100%股权，永康众泰成为金马股份的全资子公司。

2017年5月25日，金马股份变更为“安徽众泰汽车股份有限公司”，并已完成公司名称、注册资本及经营范围等事项的工商变更等级手续，同时股票简称变更为“众泰汽车”，股票代码仍为000980.SZ。

总体看，公司本次收购完成后，资产规模大幅增长，资本实力和抗风险能力得到进一步增强，但同时形成了较大规模的商誉，若永康众泰经营发生波动，将直接影响公司业绩。

## 7. 经营关注

### 业务整合风险

2016年，永康众泰纳入合并范围，公司业务的经营范围将扩大至汽车整车制造领域。公司与永

康众泰仍需在公司治理结构、企业内部管理制度、财务体系、客户与供应商管理及技术研发等方面进行一系列的整合。如果整合措施不当或整合效果不及预期，将会影响公司与永康众泰协同效应的发挥，从而增加公司管理成本。

#### **商誉规模较大**

公司对永康众泰收购完成后，资产规模进一步提升，但同时形成了较大规模的商誉，若永康众泰经营业绩未达预期，公司存在商誉减值的风险。

#### **汽车整车业务周期性风险较高**

公司未来将以汽车整车研发、制造及销售为核心业务，其行业周期性较为明显，且易受政策影响，宏观经济波动及政策变动将对公司业绩产生较大影响。

#### **电子材料业务经营压力较大**

公司子公司铜峰电子 2016 年亏损较为严重，2017 年经营情况虽有所好转，但考虑到行业内产能过剩和需求结构升级矛盾仍很突出等因素，铜峰电子未来仍有较大经营压力。

### **8. 未来发展**

未来，公司计划采取对外引进和对内整合的办法，提高公司综合竞争实力。

对外引进方面，公司计划加强与国内知名高校、科研院所、整车企业的合作，推进科技创新，增强发展动力；加快产业升级转型，提高劳动生产率，以科技创新为核心，带动产品和品牌的创新；力促产品质量提升，提高盈利水平。

对内整合方面，公司计划做好集团以及为外部客户新开发项目的过程控制和管理；计划完善 ERP 系统，进一步促进原材料、人力成本的节约；加大多工位模具筹划力度，节约模具投入成本。同时，总结前期开发开卷落料模的成功经验，形成公司内部标准，后续新开发的车型，将开卷落料模一并列入新产品开发总体计划，进行制度化管控，并深化企业内部改改，增强企业的活力，加强企业抗风险能力。

总体看，公司仍以科技创新为核心，力促增强盈利水平；短期目标主要集中在内部管理的完善和过程的优化，符合公司发展现状，发展计划可行性较高。

## **七、财务分析**

### **1. 财务概况**

公司 2015~2017 年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见的审计报告。2018 年上半年财务数据未经审计。公司于 2014 年 7 月 1 日开始执行《企业会计准则第 30 号——财务报表列报（2014 年修订）》、《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》（修订）、《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》（修订）等 7 项新颁布或修订的企业会计准则，并针对上述会计准则的变更对 2014 年度相关的财务报表项目进行了调整。

会计政策变更方面，2017 年 4 月 28 日，财政部发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会〔2017〕13 号），自 2017 年 5 月 28 日起施行，对于施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，要求采用未来适用法处理。2017 年 5 月 10 日，财政部发布了《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》（财会〔2017〕15 号），自 2017 年 6 月 12 日起施行，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日至本准则施行日之间新增的政府补助根据该准则进行调整。

从合并范围来看，2016 年，公司收购上海飞众汽车配件有限公司和永康众泰，合并范围新增 2 家公司，2017 年公司合并范围无变化。由于公司 2016 年 9 月收购永康众泰，2016 年年度审计报告将永康众泰资产并入铁牛集团合并资产负债表，将永康众泰 2016 年第四季度的损益并入铁牛集团 2016 年度合并利润表，考虑到永康众泰资产、收入规模较大，近三年，公司财务数据相对合并前发生较大变化，财务数据可比性较差。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 501.96 亿元，负债合计 347.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 154.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 44.10 亿元。2017 年，公司实现营业收入 304.89 亿元，净利润（含少数股东损益）12.04 亿元，其中，归属于母公司净利润为 5.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 30.30 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 509.38 亿元，负债合计 351.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）158.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 46.17 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 131.64 亿元，净利润（含少数股东损益）3.61 亿元，其中，归属于母公司净利润为 2.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.09 亿元。

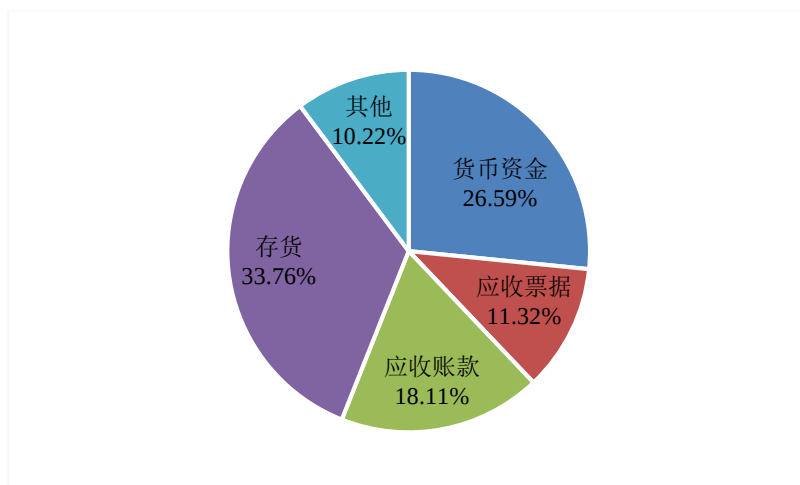
## 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额呈逐年增长态势，年均复合增长率为 60.54%。截至 2017 年底，公司资产总额 501.96 亿元，较年初增长 8.71%，主要系公司经营规模扩大所致。其中流动资产占比 59.75%，非流动资产占比 40.25%，近三年公司资产结构变动不大，均以流动资产为主。

### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长率为 50.65%。截至 2017 年底，公司流动资产 299.91 亿元，较年初增长 10.97%，主要系货币资金及应收账款规模增长所致；从构成来看，公司流动资产以货币资金（占 26.59%）、应收票据（占 11.32%）、应收账款（占 18.11%）和存货（占 33.76%）为主。

图 4 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金规模逐年增长，年均复合增长率为 26.09%。截至 2017 年底，公司货币资金 79.75 亿元，较年初增长 32.64%，主要系众泰汽车发行股份募集资金 20 亿元，该募集资金设有专项用途，目前尚有较大余额未使用完毕所致；货币资金以银行存款（占 75.65%）和其他货币资金（占 24.11%）为主，其中其他货币资金为使用受限的银行承兑保证金，受限货币资金占比较高。

2015~2017 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 124.08%。截至 2017 年底，公司应收票据 33.95 亿元，较年初减少 35.27%，主要系众泰汽车建立了票据池业务，2017 年众泰汽车应收票据质押减少，采用票据背书等其他方式向供应商支付货款，导致应收票据余额减少。

2015~2017 年，公司应收账款规模逐年增加，年均复合增长率为 73.73%。截至 2017 年底，公司应收账款 54.32 亿元，较年初增长 28.19%，系众泰汽车应收新能源汽车补贴款、货款等增加所致。截至 2017 年底，公司已计提坏账准备 0.89 亿元，计提比例为 1.62%。截至 2017 年底，公司前五大客户应收账款合计金额为 27.01 亿元，占应收账款期末余额的 48.93%，集中度较高。按账龄分析法来计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占比 84.65%；1~2 年以内的占比 9.30%；2~3 年以内的占比 2.92%；3~4 年以内的占比 2.35%；4~5 年以内的占比 0.44%；5 年以上的占比 0.34%，公司应收账款账龄较短。

表 12 截至 2017 年底公司应收账款前五名情况

| 单位名称 | 年底余额（亿元） | 账龄    | 占应收账款年底余额合计数的比例（%） | 坏账准备年底余额（亿元） |
|------|----------|-------|--------------------|--------------|
| 单位一  | 10.75    | 1 年以内 | 19.47              | 0.21         |
| 单位二  | 5.57     | 1 年以内 | 10.08              | --           |
| 单位三  | 4.53     | 1 年以内 | 8.20               | --           |
| 单位四  | 3.33     | 1 年以内 | 6.03               | 0.07         |
| 单位五  | 2.84     | 1 年以内 | 5.14               | --           |
| 合计   | 27.01    | --    | 48.93              | 0.28         |

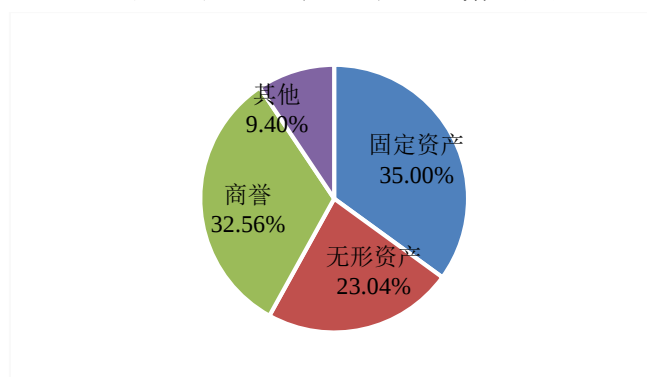
资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货以原材料、库存商品、在产品、开发成品和开发成本为主；随着公司经营规模的扩大，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 54.34%。截至 2017 年底，公司存货 101.24 亿元，较年初增长 14.14%，主要系生产经营规模扩大所致；公司存货主要由原材料（占 13.24%）、库存商品（占 21.96%）、在产品（占 4.50%）、开发成品（占 4.14%）和开发成本（占 55.93%）构成，其余分别为委托加工物资。截至 2017 年底，公司对存货计提跌价准备 1.35 亿元，主要集中在库存商品；截至 2017 年底，公司库存商品跌价准备占其账面余额的 6.67%。

### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率为 79.63%。截至 2017 年底，公司非流动资产 202.05 亿元，较年初增长 5.52%，主要系固定资产、无形资产和商誉的增长所致；从构成来看，以固定资产（占 35.00%）、无形资产（占 23.04%）和商誉（占 32.56%）为主。

图 5 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司固定资产规模逐年增长，三年复合增长率为 70.80%，主要系合并永康众泰所致。截至 2017 年底，公司固定资产 70.72 亿元，较年初增长 14.32%，主要系房屋及建筑物增加所致；公司固定资产主要以房屋及建筑物（占 39.35%）和机器设备（占 58.91%）为主。截至 2017 年底，公司固定资产累计折旧 24.75 亿元，固定资产成新率为 74.39%，成新率尚可。截至 2017 年底，公司有账面价值 4.95 亿元的固定资产受限，系用于抵押借款所致，占固定资产总账面价值的 7.00%，占比不高。

2015~2017 年，公司无形资产规模波动增长，年均复合增长 179.33%。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 50.44 亿元，较年初增长 745.43%；截至 2017 年底，公司无形资产 46.55 亿元，较年初减少 7.71%；以土地使用权（占 34.48%）、非专利技术（占 14.87%）和商标权（占 20.49%）为主。截至 2017 年底，无形资产累计摊销 7.52 亿元。截至 2017 年底，公司有账面价值 25.16 亿元的无形资产用于抵押借款，占无形资产账面价值总额的 49.89%。

2015 年，公司无商誉，2016~2017 年，公司商誉均为 65.79 亿元，主要系收购永康众泰所产生。未来如果被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

资产受限方面，截至 2017 年底，公司受限资产总额 108.70 亿元，占总资产的 21.66%，受限资产规模较大，可能对公司资产流动性以及后续资产运用产生一定影响。

表 13 截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：万元）

| 项目     | 金额           | 受限原因         |
|--------|--------------|--------------|
| 其他货币资金 | 192,264.27   | 票据保证金        |
| 固定资产   | 67,214.31    | 用于抵押借款及融资租赁  |
| 无形资产   | 251,594.50   | 用于抵押借款       |
| 应收票据   | 79,382.26    | 质押用于开具银行承兑汇票 |
| 股权     | 471,547.01   | 用于质押借款       |
| 应收账款   | 25,028.97    | 用于质押借款       |
| 合计     | 1,087,031.32 | --           |

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 509.38 亿元，较年初增长 1.48%。其中，流动资产占比 61.50%，非流动资产占比 38.50%，仍以流动资产为主，资产结构变化不大。

总体看，近年来，随着公司合并范围的扩大，公司资产规模大幅增长；公司资产构成以流动资产为主，受限资产规模较大，永康众泰纳入合并范围后形成的商誉规模较大，公司资产质量一般。

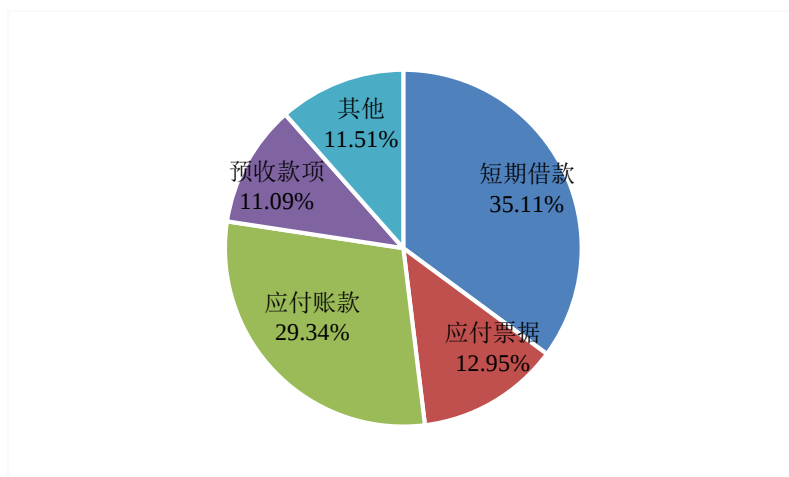
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长率为 68.31%。截至 2017 年底，公司负债合计 347.44 亿元，较年初增长 1.51%；其中流动负债占 78.38%，非流动负债占 21.62%，公司负债以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长率为 71.78%。截至 2017 年底，公司流动负债 272.31 亿元，较年初减少 0.91%；公司流动负债主要以短期借款（占 35.11%）、应付票据（占 12.95%）、应付账款（占 29.34%）和预收款项（占 11.09%）为主。

图 6 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 75.01%；截至 2017 年底，公司短期借款 95.61 亿元，较年初增长 1.07%；主要为质押加保证借款（占 21.65%）、保证借款（占 39.79%）和非金融机构借款（占 21.84%）。

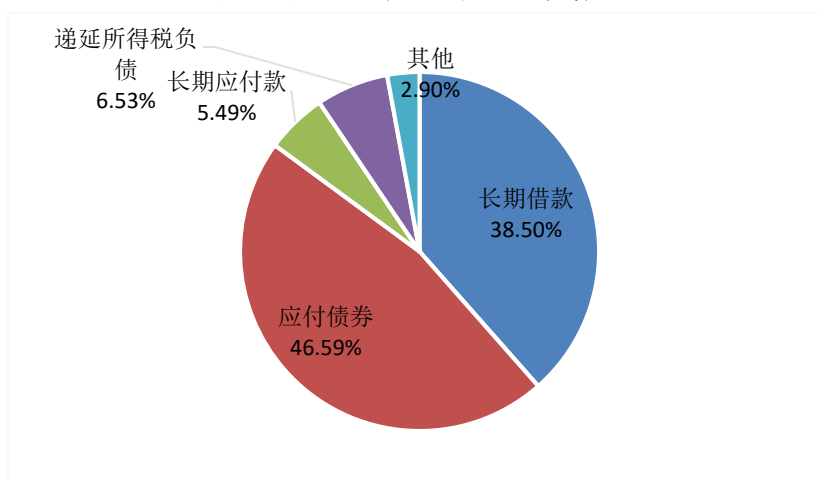
2015~2017 年，公司应付票据呈波动增长态势，年均复合增长 29.17%。截至 2017 年底，公司应付票据 35.27 亿元，较年初减少 40.89%，主要系 2017 年公司采用应收票据质押后开出应付票据的业务减少，使用票据背书等其他方式向供应商支付货款增加，导致应付票据减少所致。

2015~2017 年，公司应付账款呈逐年增长态势，年均复合增长率为 179.64%。截至 2017 年底，公司应付账款 79.90 亿元，较年初增加 13.79%，主要系公司经营规模扩大，应付货款增加所致；公司应付账款以货款（占 93.48%）为主，其余为工程款和设备款（占 6.52%）。

2015~2017 年，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长 84.76%。截至 2017 年底，公司预收款项 30.20 亿元，较年初增长 47.60%，主要为房地产项目预售款增长所致；其中预收房款 18.52 亿元（占 61.33%），预收其他款 11.68 亿元（占 38.67%）。

2015~2017 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长率为 57.28%。截至 2017 年底，公司非流动负债 75.13 亿元，较年初增长 11.38%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要以长期借款（占 38.50%）、应付债券（占 46.59%）、长期应付款（占 5.49%）和递延所得税负债（占 6.53%）为主。

图 7 截至 2017 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 51.00%。截至 2017 年底，公司长期借款 28.92 亿元，较年初增长 320.52%，主要系公司根据资金需求安排的长期融资增加所致；其中 2018 年需偿还 2.96 亿元，2019 年需偿还 15.95 亿元，2020 年需偿还 8.23 亿元，2021 年需偿还 0.50 亿元，2019~2020 年存在一定集中偿付压力。

2015~2017 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 182.90%。截至 2017 年底，公司应付债券 35.00 亿元，主要系公司于 2016 年发行的公司债券“16 铁牛债”（20 亿元）和“16 铁牛 01”（15 亿元），“16 铁牛债”和“16 铁牛 01”的期限均为 3 年，届时公司将面临较大的集中偿付压力。

2015~2017 年，公司长期应付款呈波动减少态势，年均复合减少 32.24%，主要系融资租赁业务减少，且部分转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年底，公司长期应付款 4.12 亿元，较年初减少 73.95%，已将长期应付款计入长期债务。

截至 2015 年底，公司无递延所得税负债。2016~2017 年，公司递延所得税负债分别为 5.36 亿元、4.91 亿元。截至 2017 年底，公司递延所得税负债较年初减少 8.54%，主要系应纳税暂时性差异规模相应减少所致。

2015~2017 年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长率为 53.67%。截至 2017 年底，公司全部债务 205.69 亿元，较 2016 年底减少 5.62%，主要系短期债务的减少所致；其中短期债务 137.64 亿元（占 66.92%），长期债务 68.05 亿元（占 33.08%），债务结构有待调整。2015~2017 年，公司的资产负债率波动上升，三年分别为 62.97%、74.12%和 69.22%；全部债务资本化比率波动上升，三年分别为 54.71%、64.59%和 57.10%；长期债务资本化比率波动上升，三年分别为 28.22%、33.43%和 30.57%，公司债务负担较重，但仍属可控。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 351.25 亿元，较年初增长 1.10%。其中，流动负债 271.61 亿元（占比 77.33%），非流动负债 79.63 亿元（占比 22.67%），仍以流动负债为主。截至 2018 年 6 月底，公司全部债务为 220.42 亿元，较年初增长 7.16%；公司资产负债率和长期债务资本化率由年初的 69.22%和 30.57%降至 68.96%和 30.01%，全部债务资本化比率由年初的 57.10%增加至 58.23%。债务负担较年初变化不大。

总体看，公司自 2016 年收购永康众泰后，负债规模大幅增长，2017 年众泰汽车完成发行股票募集资金后，公司财务杠杆有所下降；公司债务以短期债务为主，债务结构有待优化，整体债务负担较重。

### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长率为 33.18%。截至 2016 年底，公司所有者权益 119.48 亿元，较年初增长 65.68%；主要系收购永康众泰后，少数股东权益增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益 154.52 亿元，较年初增长 29.33%，主要系众泰汽车发行股票募集资金所致；公司归属于母公司所有者权益为 44.10 亿元，其中实收资本占 37.83%，资本公积占 19.66%，盈余公积占 3.37%，未分配利润占 39.15%，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益为 158.13 亿元，较年初增长 2.34%。所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，近三年，公司所有者权益规模快速增长，归属于母公司的所有者权益占比低，未分配利润占比较高；公司权益结构稳定性一般。

### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入逐年快速增长，年均复合增长率为 95.27%。2016 年，公司实现营业收入 144.11 亿元，较上年增长 80.24%，主要系永康众泰 2016 年第四季度利润表纳入合并范围所致；2017 年，公司实现营业收入 304.89 亿元，较上年增长 111.56%，主要系永康众泰全年损益纳入合并范围所致；公司营业成本 248.68 亿元，较上年增长 113.68%；实现营业利润 15.67 亿元，较上年增长 201.07%；实现净利润 12.04 亿元，较上年增长 157.89%。

期间费用方面，近三年公司费用总额逐年增长，三年复合增长率为 100.34%。2017 年，公司费用总额 32.68 亿元，较上年增长 79.05%，主要系永康众泰纳入合并范围所致。其中，销售费用较上年增长 142.88%至 10.87 亿元；管理费用较上年增长 123.02%至 13.70 亿元；财务费用较上年增长 6.21%至 8.11 亿元。近三年公司费用收入比分别为 10.18%、12.67%和 10.72%，公司费用控制能力一般。

2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 0.78 亿元、1.37 亿元和 0.23 亿元，2016 年增幅较大主要系众泰汽车计提坏账准备和存货跌价准备增长，以及铜峰电子计提坏账准备和固定资产减值损失增长综合所致；同期，公司投资收益分别为 2.84 亿元、0.01 亿元和 0.14 亿元，2015 年由于处置子公司，公司投资收益规模较大；2015~2017 年，公司营业外收入分别为 1.96 亿元、0.71 亿元和 0.41 亿元；2016 年营业外收入较上年减少 63.93%，主要系铜峰电子土地征收补偿款减少所致；2017 年营业外收入同比减少 41.86%，主要系会计准则调整导致公司政府补助收入和其他收入减少所致；2015~2017 年，营业外收入占利润总额的比重分别为 29.27%、12.08%和 2.63%，公司利润总额对营业外收入的依赖度逐年降低。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资产报酬率为 5.29%、4.11%和 4.85%，呈波动下降态势；2015~2017 年，总资本收益率为 5.72%、4.96%和 5.65%，呈波动下降趋势；2015~2017 年，净资产收益率分别为 7.80%、4.87%和 8.79%，呈波动上升态势。

与同行业公司相比，公司净资产收益率、总资产报酬率、销售毛利率在行业中处于中上水平。

表 14 2017 年主要汽车企业盈利指标情况（单位：%）

| 公司简称  | 净资产收益率      | 总资产报酬率      | 销售毛利率       |
|-------|-------------|-------------|-------------|
| 江淮汽车  | 3.12        | 1.11        | 10.16       |
| 海马汽车  | -14.15      | -9.10       | 6.42        |
| 东风汽车  | 3.04        | -0.73       | 9.60        |
| 上汽集团  | 16.49       | 7.52        | 12.67       |
| 上述中位值 | <b>3.08</b> | <b>0.19</b> | <b>9.88</b> |

|      |      |      |       |
|------|------|------|-------|
| 铁牛集团 | 8.79 | 4.85 | 22.60 |
|------|------|------|-------|

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，除铁牛集团外，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入、利润总额和净利润 131.64 亿元、5.03 亿元和 3.61 亿元，分别较上年同期增长 4.67%、13.04%和 38.09%，利润总额及净利润同比增幅较大主要系公司成本控制较好所致。

总体看，近年来由于公司合并了永康众泰，收入规模大幅提升；公司费用控制能力一般；利润总额对营业外收入的依赖度逐年降低，整体盈利能力尚可。

## 5. 现金流

2016 年，永康众泰第四季度现金流量表纳入公司合并范围，而 2017 年永康众泰全年现金流量表纳入公司合并范围，导致 2015~2017 年公司现金流变动幅度较大。

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 85.97 亿元、115.87 亿元和 339.48 亿元，2017 年流入规模大幅增加，较上年增长 193.00%，主要系 2016 年永康众泰第四季度经营现金流入纳入合并范围，而 2017 年永康众泰全年经营现金流入纳入合并范围所致；近三年销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，分别为 83.67 亿元、113.25 亿元和 336.05 亿元；近三年公司经营活动产生的现金流出总额分别为 82.90 亿元、135.00 亿元和 325.63 亿元。受上述因素影响，公司近三年经营活动的现金流净额分别为 3.07 亿元、-19.13 亿元和 13.86 亿元；从收入实现质量看，近三年，公司现金收入比分别为 104.65%、78.58%和 110.22%，收入实现质量尚可但有一定波动。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 17.94 亿元、2.25 亿元及 6.35 亿元，2015 年金额较高系处置锐展（铜陵）科技有限公司收到的现金较多所致，2017 年有所增长系收到往来款增加所致；投资活动现金流出分别为 15.17 亿元、48.29 亿元及 26.01 亿元，2016 年流出金额较高系收购永康众泰所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司投资活动现金流净额分别为 2.76 亿元、-46.03 亿元和-19.66 亿元。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 61.34 亿元、150.03 亿元和 341.45 亿元，2017 年流入规模较上年大幅增长 127.58%，主要系公司吸收投资收到现金增加所致；公司筹资活动现金流出分别为 40.04 亿元、94.92 亿元和 305.38 亿元，主要为偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金，2017 年流出规模较上年大幅增长 221.74%，主要系偿还借款规模增加所致；受上述因素影响，公司近三年产生的筹资活动现金流净额分别为 21.30 亿元、55.12 亿元和 36.07 亿元。

2018 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.60 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-11.51 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-3.17 亿元。

总体看，随着经营规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，由于 2016 年收购永康众泰使得公司投资活动现金流出规模较大，融资规模较大；随着未来公司业务的进一步开展，公司仍有一定融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.43、0.98 倍和 1.10 倍；速动比率分别为 0.97 倍、0.66 倍和 0.73 倍。2017 年公司流动负债水平较为平稳，公司流动比率和速动比率均有所上升，2017 年由于公司合并永康众泰全年损益，上述指标均较 2015 年有所下降。近三年

公司现金短期债务比分别为 0.97、和 0.71 倍和 0.83 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司近三年的 EBITDA 分别为 13.04 亿元、17.23 亿元和 33.61 亿元。2017 年，公司 EBITDA 由利润总额（占 46.65%）、计入财务费用的利息支出（占 22.83%）、摊销（占 9.30%）和折旧（21.22%）构成。近三年公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.85 倍、2.16 倍和 4.38 倍，公司的 EBITDA 全部债务比为 0.15 倍、0.08 倍和 0.16 倍，EBITDA 对利息保障能力较强，对全部债务保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司对外担保总额 22.17 亿元，较上年减少 23.67 亿元，占公司净资产的 14.35%，公司对外担保整体规模较大，若被担保对象经营发生波动，公司存在一定代偿风险。

截至 2018 年 6 月底，公司无对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的重大诉讼、仲裁及重大行政处罚事项。

截至 2018 年 6 月底，公司共获得银行授信额度合计 149.62 亿元，未使用额度 34.33 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司下属子公司众泰汽车及铜峰电子为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033078400016640Q），截至 2018 年 7 月 2 日，公司已结清及未结清业务中无关注类、不良类信息记录。

总体看，公司偿债指标表现尚可，未来随着公司对汽车产业链的整合、其经营规模与竞争力有望进一步增强，整体偿债能力有望得到进一步增强。

## 八、本期债券公司债券偿债能力分析

### 1. 本期债券公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务合计 220.42 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 17.20 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债规模较小，对公司债务水平影响有限。

以 2018 年 6 月的财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 17.2 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 34.96%、60.04%和 69.97%，较发债前分别上升 4.95 个百分点、1.81 个百分点和 1.01 个百分点，债务负担略有加重，但仍属可控水平。

### 2. 本期债券公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 33.61 亿元，为本期债券公司债券发行额度（17.20 亿元）的 1.95 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2017 年经营活动产生的现金流入 339.48 亿元，为本期债券公司债券发行额度（17.20 亿元）的 19.73 倍；公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高；经营活动现金流量净额为 13.86 亿元，是本期债券公司债券发行额度（17.20 亿元）的 0.81 倍，对本期债券的覆盖能力强。综合以上分析，并考虑到公司的规模，近年的经营状况以及未来的发展，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

## 九、债权保护条款分析

### 1. 担保条款

为确保本期债券公司债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本期债券提供担保。根据公司董事长、实际控制人应建仁先生为本期债券向债券持有人出具的担保协议、担保函，应建仁先

生为公司本期发行的不超过 5.00 亿元公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；担保范围包括本金及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。担保人承担保证责任期间为债券存续期及债券到期之日后两年止。

## 2. 担保人信用分析

应建仁先生（以下简称“担保人”）是中华人民共和国公民，无其他国家和地区的国籍和永久居留权，依法具有提供担保的法律资格。

截至 2017 年底，担保人除持有公司 90%的股权、浙江本来教育投资有限公司（以下简称“本来教育”）100%的股权和浙江省永康市模具加工中心有限公司（以下简称“模具中心”）71.30%的股权外无其他投资持股情况。

本来教育由应建仁先生于 2014 年 7 月 30 日出资成立，注册资本 5,000 万元，经营范围为：教育投资、教育咨询（不含教育培训和教育中介）。2017 年 3 月，担保人应建仁先生出资 7,700.00 万元收购模具中心 71.30%的股权，并于 2017 年 3 月 20 日完成工商变更。模具中心成立于 1999 年 12 月 17 日，注册资本 108,000 万元，经营范围为：汽车覆盖件模具、钣金冲压件模具、塑料模具、压铸模具制造、加工、销售。

根据担保人提供的 2018 年 5 月 29 日的个人征信报告，应建仁资信状况良好，偿还有息债务方面未发生违约行为。

截至 2018 年 6 月底，应建仁先生对外担保总额合计 125.61 亿元，对外担保规模较大。

总体看，考虑到应建仁先生其他担保规模较大，其对本期债券的担保增信作用有限；但应建仁先生为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，体现了实际控制人对公司未来发展前景的信心。

## 十、综合评价

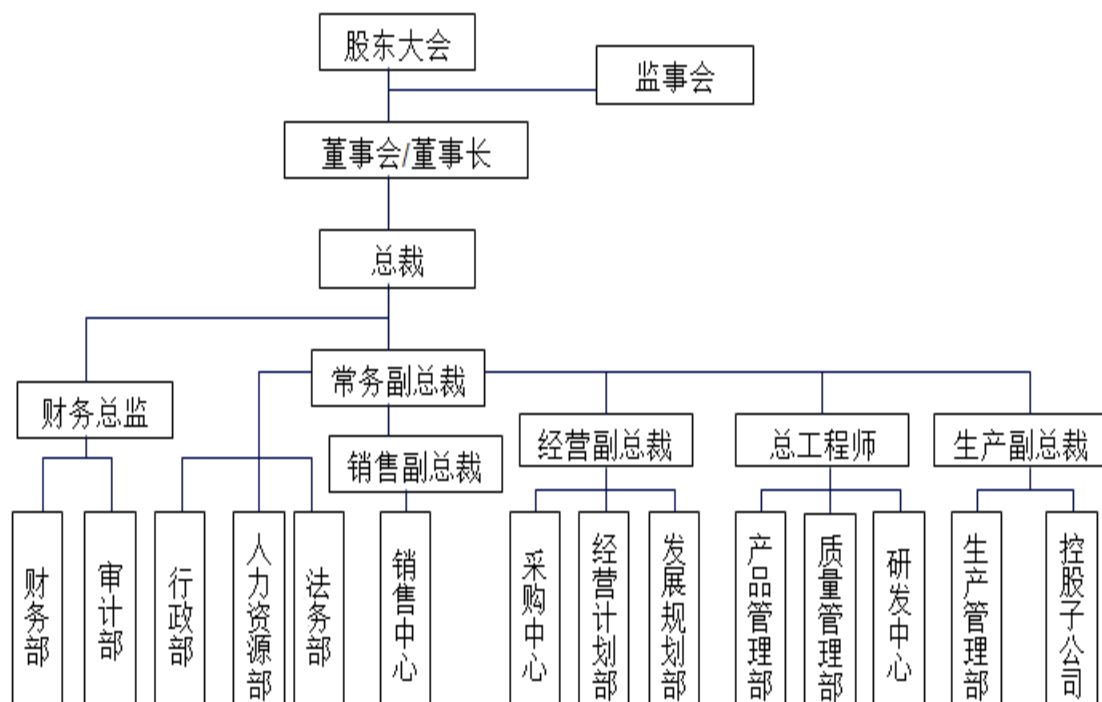
公司通过收购永康众泰转型为汽车整车生产企业后，在经营规模、研发实力、产业布局等方面具备了一定的综合竞争优势。此外，公司资本实力和整体抗风险能力也较收购永康众泰前得到进一步提升。同时，联合评级也关注到公司业务受汽车产业调控政策影响较大、电子材料业务经营压力较大、商誉规模较大、债务负担较重以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司合并永康众泰以后，基本形成了五金冲压件及模具，车用零部件，整车研发、制造及销售为一体的汽车产业链，随着公司产业链协同效应的逐步显现，公司综合实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，体现了应建仁先生对公司未来发展的信心。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

## 附件 1 铁牛集团有限公司组织结构图



**附件 2 截至 2017 年底铁牛集团有限公司对外担保明细**

| 提供担保方        | 被担保方            | 同公司的关系 | 担保总额<br>(万元)      | 担保<br>起始日  | 担保<br>到期日  |
|--------------|-----------------|--------|-------------------|------------|------------|
| 铁牛集团有限公司     | 浙江弘大实业有限公司      | 非关联方   | 2,700.00          | 2017/10/31 | 2018/4/28  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江弘大实业有限公司      | 非关联方   | 2,000.00          | 2017/5/3   | 2018/4/23  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江金磐机电实业有限公司    | 非关联方   | 2,500.00          | 2017/6/13  | 2018/5/31  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江金磐机电实业有限公司    | 非关联方   | 1,790.00          | 2017/5/26  | 2018/5/25  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江金磐机电实业有限公司    | 非关联方   | 1,800.00          | 2017/11/14 | 2018/11/13 |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江金磐机电实业有限公司    | 非关联方   | 1,000.00          | 2017/10/23 | 2018/7/25  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江金磐机电实业有限公司    | 非关联方   | 900.00            | 2017/10/25 | 2018/8/25  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江金磐机电实业有限公司    | 非关联方   | 2,000.00          | 2017/10/24 | 2018/5/14  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江开成电缆制造有限公司    | 非关联方   | 2,100.00          | 2017/5/3   | 2018/5/2   |
| 铁牛集团有限公司     | 三锋集团有限公司        | 非关联方   | 2,000.00          | 2017/12/8  | 2018/6/7   |
| 铁牛集团有限公司     | 三锋集团有限公司        | 非关联方   | 3,000.00          | 2017/12/11 | 2018/6/11  |
| 铁牛集团有限公司     | 永康市金路工贸有限公司     | 非关联方   | 3,000.00          | 2017/5/11  | 2018/5/11  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江升兴利休闲用品有限公司   | 非关联方   | 2,380.00          | 2017/9/25  | 2018/9/25  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江升兴利休闲用品有限公司   | 非关联方   | 450.00            | 2017/6/30  | 2018/6/29  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江世达工具制造有限公司    | 非关联方   | 1,500.00          | 2016/6/28  | 2017/6/27  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江世达工具制造有限公司    | 非关联方   | 500.00            | 2017/6/14  | 2018/5/10  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江世达工具制造有限公司    | 非关联方   | 2,500.00          | 2017/6/23  | 2018/6/18  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江世达工具制造有限公司    | 非关联方   | 1,000.00          | 2015/11/27 | 2016/8/10  |
| 铁牛集团有限公司     | 弘大集团有限公司        | 非关联方   | 2,000.00          | 2016/11/16 | 2017/11/15 |
| 铁牛集团有限公司     | 郑泰集团有限公司        | 非关联方   | 3,000.00          | 2016/4/20  | 2016/10/18 |
| 安徽铜峰电子集团有限公司 | 铜陵发展投资集团有限公司    | 非关联方   | 9,500.00          | 2015/8/1   | 2018/8/1   |
| 安徽铜峰电子集团有限公司 | 铜陵发展投资集团有限公司    | 非关联方   | 2,500.00          | 2015/8/1   | 2018/8/1   |
| 铁牛集团有限公司     | 合肥亿恒机械有限公司      | 非关联方   | 2,000.00          | 2017/6/15  | 2018/6/15  |
| 铁牛集团有限公司     | 合肥亿恒机械有限公司      | 非关联方   | 2,000.00          | 2017/6/15  | 2018/6/15  |
| 铁牛集团有限公司     | 合肥亿恒机械有限公司      | 非关联方   | 1,000.00          | 2017/3/9   | 2018/3/9   |
| 铁牛集团有限公司     | 合肥亿恒机械有限公司      | 非关联方   | 1,000.00          | 2017/3/24  | 2018/3/23  |
| 铁牛集团有限公司     | 浙江仁泰汽车配件有限公司    | 非关联方   | 1,916.00          | 2017/6/12  | 2018/6/12  |
| 铁牛集团有限公司     | 临沂众泰汽车零部件制造有限公司 | 非关联方   | 20,000.00         | 2017-6-20  | 2018/6/20  |
| 铁牛集团有限公司     | 临沂众泰汽车模具科技有限公司  | 非关联方   | 30,000.00         | 2017/10/26 | 2019/10/25 |
| 铁牛集团有限公司     | 锐展（铜陵）科技有限公司    | 非关联方   | 30,000.00         | 2017/9/20  | 2018/9/20  |
| 铁牛集团有限公司     | 锐展（铜陵）科技有限公司    | 非关联方   | 5,000.00          | 2017/11/16 | 2018/11/15 |
| 铁牛集团有限公司     | 锐展（铜陵）科技有限公司    | 非关联方   | 30,000.00         | 2017/12/31 | 2018/12/31 |
| 铁牛集团有限公司     | 合肥亿恒智能科技股份有限公司  | 非关联方   | 2,800.00          | 2017/12/20 | 2020/12/20 |
| 铁牛集团有限公司     | 合肥亿翔智能制造有限公司    | 非关联方   | 1,500.00          | 2017/12/20 | 2020/12/20 |
| 铁牛集团有限公司     | 众泰国际汽车贸易有限公司    | 非关联方   | 2,000.00          | 2017/12/14 | 2018/12/12 |
| 铁牛集团有限公司     | 众泰国际汽车贸易有限公司    | 非关联方   | 20,320.00         | 2017/1/19  | 2019/1/25  |
| 铁牛集团有限公司     | 众泰国际汽车贸易有限公司    | 非关联方   | 5,000.00          | 2017/2/10  | 2018/2/9   |
| 铁牛集团有限公司     | 众泰控股集团有限公司      | 关联方    | 10,000.00         | 2017/7/20  | 2018/5/19  |
| 铁牛集团有限公司     | 众泰控股集团有限公司      | 关联方    | 1,000.00          | 2017/7/11  | 2018/7/9   |
| 铁牛集团有限公司     | 众泰控股集团有限公司      | 关联方    | 2,000.00          | 2017/11/1  | 2018/5/1   |
| 铁牛集团有限公司     | 永康市模具加工中心有限公司   | 关联方    | 4,000.00          | 2017/6/16  | 2018/6/15  |
| <b>合计</b>    |                 |        | <b>221,656.00</b> |            |            |

注：该表格包含 2017 年到期相关担保情况

### 附件 3 铁牛集团有限公司

#### 主要财务数据

| 项目                 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 6 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）           | 194.77 | 461.75 | 501.96 | 509.38     |
| 所有者权益（亿元）          | 72.11  | 119.48 | 154.52 | 158.13     |
| 短期债务（亿元）           | 58.75  | 157.93 | 137.64 | 152.63     |
| 长期债务（亿元）           | 28.35  | 60.01  | 68.05  | 67.79      |
| 全部债务（亿元）           | 87.10  | 217.94 | 205.69 | 220.42     |
| 营业收入（亿元）           | 79.95  | 144.11 | 304.89 | 131.64     |
| 净利润（亿元）            | 5.44   | 4.67   | 12.04  | 3.61       |
| EBITDA（亿元）         | 13.04  | 17.23  | 33.61  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）        | 3.07   | -19.13 | 13.86  | 2.60       |
| 应收账款周转次数（次）        | 4.41   | 4.69   | 6.20   | --         |
| 存货周转次数（次）          | 1.57   | 1.74   | 2.58   | --         |
| 总资产周转次数（次）         | 0.40   | 0.44   | 0.63   | 0.26       |
| 现金收入比率（%）          | 104.65 | 78.58  | 110.22 | 121.28     |
| 总资本收益率（%）          | 5.72   | 4.96   | 5.65   | --         |
| 总资产报酬率（%）          | 5.29   | 4.11   | 4.85   | --         |
| 净资产收益率（%）          | 7.80   | 4.87   | 8.79   | 2.31       |
| 营业利润率（%）           | 13.62  | 16.96  | 15.25  | 16.38      |
| 费用收入比（%）           | 10.18  | 12.67  | 10.72  | 12.48      |
| 资产负债率（%）           | 62.97  | 74.12  | 69.22  | 68.96      |
| 全部债务资本化比率（%）       | 54.71  | 64.59  | 57.10  | 58.23      |
| 长期债务资本化比率（%）       | 28.22  | 33.43  | 30.57  | 30.01      |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 2.85   | 2.26   | 4.38   | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）    | 0.15   | 0.08   | 0.16   | --         |
| 流动比率（倍）            | 1.43   | 0.98   | 1.10   | 1.15       |
| 速动比率（倍）            | 0.97   | 0.66   | 0.73   | 0.80       |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.97   | 0.71   | 0.83   | 0.59       |
| 经营现金流流动负债比率（%）     | 3.33   | -6.96  | 5.09   | 0.96       |
| EBITDA/本期债券发债额度（倍） | 0.76   | 1.00   | 1.95   | --         |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、公司长期应付款主要为融资租赁款，已计入长期债务；4、公司非流动负债为中长期优惠利率贷款，已计入长期债务

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 铁牛集团有限公司 2018 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年铁牛集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

铁牛集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。铁牛集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注铁牛集团有限公司的相关状况，如发现铁牛集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如铁牛集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至铁牛集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送铁牛集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年十一月二十三日