跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1167 号

阜新德尔汽车部件股份有限公司：

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

阜新德尔汽车部件股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

阜新德尔汽车部件股份有限公司公开发行的“德尔转债”的债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六 月二十日

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

阜新德尔汽车部件股份有限公司
可转换公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-　评级展望：稳定

上次评级结果：AA-　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
德尔转债	5.56亿元	6年	AA-	AA-	2017/9/22

跟踪评级时间：2019年6月21日

主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	19.64	42.69	47.19	46.94
所有者权益（亿元）	15.24	16.75	19.38	19.63
长期债务（亿元）	0.00	9.98	7.26	7.09
全部债务（亿元）	0.13	11.72	14.55	15.08
营业收入（亿元）	6.23	25.41	38.21	8.79
净利润（亿元）	1.13	1.34	1.35	0.26
EBITDA（亿元）	1.75	3.13	3.94	--
经营性净现金流（亿元）	1.98	0.42	1.24	0.57
营业利润率（%）	37.64	30.09	25.67	26.08
净资产收益率（%）	7.43	8.35	7.47	1.34
资产负债率（%）	22.40	60.78	58.93	58.17
全部债务资本化比率（%）	0.85	41.16	42.89	43.44
流动比率（倍）	4.10	1.26	1.06	1.10
EBITDA全部债务比（倍）	13.31	0.27	0.27	--
EBITDA利息倍数（倍）	7,242.68	5.85	3.97	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.31	0.56	0.71	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2017年，长期应付款中应付华能贵诚信托有限公司份额已调整计入长期债务及相关指标计算；4. 2019年一季度数据未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，阜新德尔汽车部件股份有限公司（以下简称“公司”或“德尔股份”）作为国内汽车转向部件的龙头企业，在生产规模、产品质量、生产工艺技术等方面继续保持较强的竞争优势。2017年4月，公司成功并购汽车隔音隔热产品的专业提供商Carcoustics International GmbH（以下简称“CCI”）完成重大资产重组，进一步增强了公司的核心竞争力和整体抗风险能力。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到中美贸易摩擦、汽车行业景气度下行、公司商誉规模较大、控股股东股权质押比例高、债务负担明显加重以及期间费用对营业利润侵蚀显著等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司整合CCI业务和拓展下游客户，公司收入规模将进一步提高，产品类型更加丰富。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AA-，评级展望维持“稳定”；同时维持“德尔转债”的债项信用等级为AA-。

优势

1. 跟踪期内，公司继续保持国内汽车转向部件的龙头地位，客户开拓效果较好，电液泵产量明显上升。

2. 跟踪期内，公司逐步整合CCI，业务规模进一步扩大，产品多样性丰富，收入和利润水平有所提升，综合竞争能力得到增强。

3. 公司资产规模保持增长，盈利能力较强，经营性现金流保持净流入。

关注

1. 跟踪期内，汽车行业整体景气度下降，挤占零部件厂商盈利空间，公司综合毛利率有所下降。

2．随着收购 CCI 的完成，控股股东股权质押比例高，公司债务规模大幅增长，债务负担明显加重；同时，收购产生较大商誉，存在一定的减值风险。

3．公司出口业务规模增加，且主要出口国家以美国为主，近年来中美贸易摩擦不断，出口关税变化对公司业绩影响较大；同时，汇率波动也对公司未来经营业绩造成一定不确定性。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

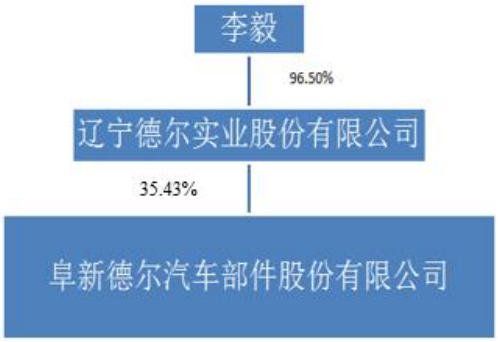
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

阜新德尔汽车部件股份有限公司（以下简称“公司”或者“德尔股份”）前身为成立于 2004 年的阜新德尔汽车转向泵有限公司（以下简称“德尔有限”），2012 年整体变更设立为股份有限公司。2015 年 6 月，公司向社会公众首次公开发行人民币普通股（A 股）2,500.00 万股，于 2015 年 6 月 11 日在深圳证券交易所挂牌交易（股票代码：“300473.SZ”，股票简称：“德尔股份”），总股本 10,000.00 万股。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 1.05 亿元，控股股东辽宁德尔实业股份有限公司（以下简称“德尔实业”）持有公司 35.43%股权（截至 2019 年 5 月底，持股比例的 60.56%已质押），为公司控股股东；自然人李毅持有德尔实业 96.50%的股份，间接持有公司股份的 34.02%，通过增持计划直接持有公司股份 56.2484 万股，占公司总股本比例为 0.53%，李毅合计持有公司股份的比例为 34.55%，是公司实际控制人。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围无变化；组织架构无变化。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围共 12 家子公司。截至 2019 年 3 月底，母公司及主要子公司拥有在职员工 5,020 名。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 47.19 亿元，负债合计 27.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.38 亿元，其中归属于母公司所有者权益 19.21 亿元。2018 年，公司实现营业收入 38.21 亿元，净利润（含少数股东损益）1.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.57 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 46.94 亿元，负债合计 27.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益 19.45 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.79 亿元，净利润（含少数股东损益）0.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 389.50 万元.

公司注册地址：阜新市经济开发区 E 路 55 号；法定代表人：李毅。

二、债券发行及募集资金使用情况

2018 年 7 月 18 日，公司发行“2018 年阜新德尔汽车部件股份有限公司可转换公司债券”，并于 2018 年 8 月 14 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“德尔转债”，债券代码“123011.SZ”，发行规模为人民币 56,470.66 万元，票面利率为第一年 0.50%、第二年 0.80%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%，期限为 6 年，采用累进利率按年计息，不计复利；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。

2019 年 1 月 24 日至 2024 年 7 月 18 日，“德尔转债”进入转股期，转股价格 34.96 元/股；2019 年 6 月 14 日起，转股价格变为 34.66 元/股。截至 2019 年 3 月底，德尔转债剩余金额为 55,572.79 万元。

截至 2018 年底，“德尔转债”募集资金已基本用于新增 50 万台电液泵项目二期和年新增 100 万台汽车自动变速箱油泵项目，募集资金账户余额 8,493.16 万元（包括尚未支付的中介费 269.82 万元）。

截至报告出具日，“德尔转债”尚未到第一个附息日。

三、行业分析

公司从事泵及电泵、无刷电机、汽车电子等汽车零部件的研发、生产和销售，所属行业为汽车制造业大类中的汽车零部件行业。

根据中汽协统计数据，2017 年我国汽车零部件出口金额 834.11 亿美元，较上年增长 38.44%；2018 年一季度出口金额 159.58 亿美元，较上年同期增长 13.31%。2017 年，我国汽车零部件进口金额 370.48 亿美元，较上年增长 7.17%；2018 年一季度进口金额 96.74 亿美元，较上年同期增长 31.40%。2018 年以来，经销商和整车企业盈利能力下滑，压力逐渐向上传导至零部件供应商。此外，中美贸易战带来对美出口关税上调，也将从一定程度上影响零部件厂商的盈利能力。

从上游看，钢材是汽车制造的主要原材料，汽车整车及零部件生产需要用到冷轧板、热轧板、电镀锌板和热镀锌板等钢材。钢材价格的波动将对汽车生产企业的利润空间和盈利水平产生一定影响。2018 年，全球钢铁价格保持在高位，下半年出现回落。截至 2018 年底，Myspic 综合钢价格指数为 141.0 点；截至 2019 年 3 月底，Myspic 综合钢价格指数为 145.2 点。国内来看，我国提出了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构性改革，2018 年钢铁行业超额完成全年压减钢铁产能 3,000 万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划 1.5 亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，2018 年我国生铁、粗钢和钢材产量分别为 7.7 亿吨、9.3 亿吨和 11.1 亿吨，同比分别增长 3.0%、6.0%和 8.5%；2018 年，CSPI 国内钢材价格平均指数为 114.8 点，同比上升 7.0 点，中钢协会员企业实现工业总产值 3.5 万亿元，同比增长 14.6%。钢铁价格上涨一定程度提高了零部件厂商的制造成本。

下游来看，汽车零部件主要用于汽车制造。根据中国汽车工业协会统计数据，2017 年，我国乘用车产销分别完成 2,483 万辆和 2,474 万辆，产销量较上年同期分别增长 2.1%和 1.9%；新能源汽车产销分别完成 68 万辆和 77 万辆，产销量较上年同期分别增长 25.3%和 53.0%。受购置税优惠政策完全退出的影响，2018 年，我国乘用车产销量分别完成 2,353 万辆和 2,371 万辆，较上年同期分别下降 5.2%和 4.1%；新能源汽车产销分别为 127 万辆和 126 万辆，较上年同期分别增长 59.9%和 61.7%。2017 年，商用车累计产量和销量分别为 424 万辆和 420 万辆，同比分别增长 14.9%和 15.1%；2018 年，商用车累计产量和销量分别为 428 万辆和 437 万辆，同比分别增咋 0.87%和 4.05%，增速有所放缓。

行业竞争来看，我国多数零部件企业集中在低端、低附加值领域，盈利能力低、产品品质不高，管理粗放；零部件产业集群空间分布分散；中国品牌零部件核心能力薄弱，企业自主创新能力不足。目前汽车零部件行业中大型外资企业仍旧占据主导地位，行业分化较为明显，外资和合资企业占据中高端市场，我国本土企业主要占据中低端市场，且竞争较为激烈。

行业政策来看，零部件行业受整车行业政策影响较大。2018 年以来，1.6L 以下燃油汽车恢复按10%的法定税率征收车辆购置税。我国逐步调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。汽车行业将分类型实行过渡期开放，通过 5 年过渡期，汽车行业将全部取消限制，实现全面开放。乘用车与商用车的国六排放法规将自 2019 年起分地区分阶段实施，导致部分乘用车客户持币观望，等待国五车降价清库。此外，法规升级将导致乘用车低端车型成本压力上升，加速优胜劣汰与产品升级；商用车单车价值量上升，附加值继续向关键产业链节点聚集。

行业关注来看，一是汽车整车行业增速放缓甚至下滑，汽车零部件行业对整车行业高度依赖，其发展周期与整车行业高度一致，可能因整车市场的增长减缓而出现回落。二是行业整体附加值低，汽车电子产品、燃油喷射器、安全系统、转向系统、传感器、制动系统等领域多为国外企业所控制，随着跨国企业逐步在国内布局，将对中国本土零部件生产企业构成冲击。三是零部件行业产品同质化、价格竞争白热化，存在不规范、缺乏标准、整零关系不协调等问题，制约企业共享技术进步。

行业发展来看，零部件企业与整车企业合作开发新产品是行业今后发展的主要方向，有利于提高创新的成功率，客观上也为零部件企业提供了更为广阔的空间，今后会逐渐演变为长期稳定的战略合作关系。跨国公司将继续推动我国汽车零部件行业的专业化和标准化发展。“智能化、网联化、电动化”的三化将成为主导零部件产业发展方向，将加快形成以新能源汽车和智能网联汽车为代表的零部件产业体系。2018 年零部件行业经历了下游整车景气度下行与上游原材料涨价的双重挤压，利润率处于下行通道。2019 年上游原材料价格预计会趋于缓和，稳中有降，零部件行业发展延续上年。

总体看，零部件行业受整车行业景气度下降影响，2018 年以来业绩压力加大，竞争日趋激烈。随着与整车厂供货的联系日趋紧密，与整车厂合作开发是主要方向，逐步向“智能化、网联化、电动化”发展。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事会成员发生变动：2019 年，董事张良森离任，由高国清接任；2018 年，独立董事程晓鸣、陈国辉和周恩涛离任，由郑云瑞、耿慧敏和季学武接任。

跟踪期内，监事陶兴荣于 2019 年 5 月离任，由王忠伟接任监事。

跟踪期内，因工作调整，周家林不再担任公司总经理职务，改由高国清自 2019 年 4 月起接任。

高国清先生，无境外永久居留权，硕士学历。2013 年进入公司，历任深圳南方德尔汽车电子有限公司研发经理，深圳南方德尔汽车电子有限公司总经理，公司运营总监。

跟踪期内，公司内部管理制度较上年无变化。

总体看，跟踪期内，公司主要董事会、监事会及管理层人员有一定变化，内部管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司主营业务范围未发生重大变化，仍主要从事汽车零部件的生产及销售。

2016~2018 年，公司营业收入逐年增长，分别为 6.23 亿元、25.41 亿元和 38.21 亿元，年均复合增长 147.71%，主要系收购 Carcoustics International GmbH（以下简称“CCI”）、扩大业务范围所致；

分别实现净利润 1.13 亿元、1.34 亿元和 1.35 亿元，年均复合增长 9.39%。公司主营业务收入主要来自隔音降噪产品、汽车液压转向泵、电液泵、变速箱油泵、液压齿轮泵等产品，主营业务十分突出，占营业收入的比例分别为 98.47%、99.38%和 99.46%。

从收入构成来看，由于 2017 收购 CCI，隔音降噪产品成为公司主要收入来源，2017 年和 2018 年分别实现收入 17.25 亿元和 27.59 亿元，对公司主营业务收入贡献占比 68.33%和 72.59%。汽车液压转向泵是公司传统业务，2016~2018 年波动下降，年均复合下降 2.18%，变化不大；占公司主营业务收入的比例由 2016 年的 89.31%逐年下降至 13.79%。2016~2018 年，公司电液泵收入逐年大幅增长，年均复合增长 449.24%，主要系新开发客户所致；占主营业务收入的比重由 2016 年的 1.51%逐年上升至 2018 年的 7.34%。公司产品品种多样，变速箱油泵、液压齿轮泵、汽车电子产品、动力转向罐、真空泵、EPS 电机、输油泵等产品占比较小，对公司收入影响不大。

从毛利率来看，2018 年，隔音降噪产品毛利率 22.92%，较上年下降 4.50 个百分点，主要系海外新工厂投产调试所致。2016~2018 年，汽车液压转向泵毛利率波动下降，2017 年较上年变化不大，2018 年较上年下降 3.84 个百分点，主要系产量有所下降、固定成本摊销增加所致。2016~2018 年，电液泵毛利率逐年增长，由 39.62%上升至 40.22%，其中 2018 年毛利率较上年上升 0.60 个百分点，主要系产量大幅上升产生规模效应所致。公司综合毛利率逐年下降，2018 年为 26.02%，主要系毛利率较低的隔音降噪产品占比增加所致。

表 1　2016~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
隔音降噪产品	--	--	--	172,534.61	68.33	27.42	275,866.63	72.59	22.92
汽车液压转向泵	54,759.14	89.31	42.61	56,427.95	22.35	42.87	52,392.51	13.79	39.03
电液泵	924.72	1.51	23.98	6,678.89	2.65	39.62	27,895.34	7.34	40.22
变速箱油泵	1,230.44	2.01	30.90	3,980.37	1.58	34.04	9,384.32	2.47	7.13
液压齿轮泵	2,448.34	3.99	5.68	5,477.89	2.17	20.52	7,294.69	1.92	31.28
汽车电子产品	729.64	1.19	-3.92	3,756.82	1.49	11.38	3,619.61	0.95	7.98
动力转向罐	1,210.52	1.97	28.20	3,622.89	1.43	20.59	3,288.40	0.87	19.68
真空泵	--	--	--	14.25	0.01	22.06	76.43	0.02	36.84
EPS电机	11.30	0.02	-156.22	10.33	0.00	2.25	75.40	0.02	28.00
输油泵	--	--	--	--	--	--	2.95	0.00	84.67
其他	--	--	--	--	--	--	141.01	0.04	48.21
合计	**61,314.10**	**100.00**	**39.74**	**252,504.00**	**100.00**	**30.82**	**380,037.29**	**100.00**	**26.02**

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.79 亿元，较上年同期增长 4.95%，实现净利润 0.26 亿元，较上年同期下降 43.58%，主要系出口关税增加所致。

总体看，跟踪期内，随合并范围扩大，公司营业收入大幅增长，产品结构有所变化，综合毛利率逐年下降。

2．业务运营

采购方面，公司泵类产品采购的原材料主要包括铝铸件、铁铸件、粉末冶金件，外购零部件主要包括皮带轮、阀轴类、接头弯管、支架、齿轮，采购量根据整车厂的生产进度，依照生产订单决

定。从采购量来看，2016~2018 年，公司最主要的采购原材料铝铸件和铁铸件随生产规模的扩大，采购量逐年增长，年均复合增长率分别为 21.16%和 29.99%；其余主要原材料和零部件根据生产产品的不同，采购量各有波动。隔音降噪产品采购的主要是各类化工仪器、橡胶热塑性弹性体、绝缘材料等，因隔音降噪产品根据配套不同，所需材料差异较大，因而采购量有所波动。从采购均价来看，除阀轴、支架和齿轮价格有所上涨外，近三年主要原材料和零部件采购均价较为稳定。从结算方式来看，国内采购基本按季度通过电汇及银行承兑汇票结算，进口原材料采购通过电汇形式按月度结算。

表 2　公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
铝铸件	采购均价（元/千克）	20.42	21.50	22.77
	采购量（吨）	1,977.36	1,067.83	2,902.59
铁铸件	采购均价（元/件）	6.24	6.75	7.33
	采购量（万件）	3,010.00	2,355.20	5,085.75
粉末冶金件	采购均价（元/件）	11.06	10.70	11.70
	采购量（万件）	290.44	176.72	177.13
皮带轮	采购均价（元/件）	12.82	12.62	11.88
	采购量（万件）	186.22	71.29	108.26
阀轴类	采购均价（元/件）	10.09	10.64	12.72
	采购量（万件）	286.79	149.88	278.54
接头弯管	采购均价（元/件）	3.39	3.42	3.82
	采购量（万件）	382.08	165.68	322.58
支架	采购均价（元/件）	9.04	9.04	18.33
	采购量（万件）	147.36	78.03	86.46
齿轮	采购均价（元/件）	22.11	23.51	28.19
	采购量（万件）	79.82	63.18	115.14
SS 3 kg/m² + schw. Vlies 1380x1250 draw	采购均价（元/件）	--	37.37	36.90
	采购量（万件）	--	39.37	42.67
TPE D624	采购均价（元/件）	--	9.52	9.40
	采购量（吨）	--	1,440.93	1,143.93
CC-foam PUR T14R 2200x1400x18mm Mat.-Nr. 1014111	采购均价（元/件）	--	33.55	38.06
	采购量（万件）	--	24.52	28.10
Alu-Coil 1050A MF 0,50 x　700mm	采购均价（元/件）	--	20.05	20.18
	采购量（吨）	--	724.54	1,218.97
Bayfit. VP.PU 20SA90 S Poly	采购均价（元/件）	--	15.53	15.49
	采购量（吨）	--	898.90	617.96

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，随着公司并购 CCI，公司前五大供应商由铝铸件等零件逐渐变为隔音降噪产品原材料，采购金额占公司总采购金额的比例为由 28.29%下降至 15.28%，采购集中度较低。

表 3　2016~2018 年前五大供应商集中度情况（单位：万元、%）

年份	采购单位	购买材料	采购金额	占总采购额比重
2016 年	阜新中孚轻金属科技有限公司	铝铸件	3,355.23	10.26
	河身贸易株式会社	粉末冶金件	2,262.78	6.92
	玉环县大宏汽车转向泵零部件有限公司	轴\阀\支撑座等	1,321.29	4.04
	浙江启博机械有限公司	皮带轮	1,174.27	3.59
	常熟市金华机械有限公司	轴	1,138.27	3.48
	合　计	--	**9,251.84**	**28.29**
2017 年	Eurofoam 19628	Raw Material/ Resale	7,952.63	4.78
	Covestro Deutschland AG	Raw Material/ Resale	5,026.73	3.02
	阜新中孚轻金属科技有限公司	铝铸件	3,892.60	2.34
	Persico 14410	Raw Material/ Resale	3,838.51	2.31
	河身贸易株式会社	粉末冶金件	3,229.27	1.94
	合计	--	**23,939.74**	**14.39**
2018 年	Slim Aluminium S.p.A.		13,280.70	6.32
	Alcha International Holdings Ltd		6,582.40	3.13
	Chong Qing JiangDong machinery Co.,L		4,196.49	2.00
	VIG METAL SAN TIC A.S		4,069.09	1.94
	Reisgies Schaumstoffe GmbH		3,968.47	1.89
	合　计	--	**32,097.16**	**15.28**

资料来源：公司提供

生产方面，公司产品包括隔音降噪产品、泵及电泵、电机、汽车电子等汽车零部件，其中隔音降噪产品、汽车液压转向泵（HPS）和电液泵为公司主要产品。从产能来看，隔音降噪产品产能 2018 年增长 25.00%，主要系海外工厂陆续投产所致；汽车液压转向泵 2017 年产能增长至 360.00 万台/年，主要系生产线技术改造、提升效率所致；2016~2018 年，电液泵产能大幅提高，年均复合增长 328.17%，主要系产品需求增加、新建生产线所致。从产量来看，2018 年，隔音降噪产品产量大幅增长，主要系 2018 年全年纳入合并范围所致，刨除此因素后整体产量较为稳定。2016~2018 年，汽车液压转向泵产品产量年均复合下降 7.79%，主要系电动助力转向系统对机械液压助力转向系统替代速度加快所致；电液泵产品产量大幅增长，由 1.09 万台增长至 29.31 万台，主要系公司根据客户需求新建生产线所致。从产能利用率来看，2016~2018 年，隔音降噪产品产能利用率保持较高水平，汽车液压转向泵产能利用率逐年下降，电液泵产能利用率波动上升。

表 4　2016~2018 年公司主要产品产销情况（单位：万台、%、元/台）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
隔音降噪产品	产能	--	20,000.00	25,000.00
	产量	--	15,733.40	23,320.47
	产能利用率	--	78.67	93.28
	销量	--	15,733.40	23,320.47
	产销率	--	100.00	100.00
	均价	--	10.97	11.83

汽车液压转向泵	产能	290.00	360.00	360.00
	产量	253.32	253.41	215.40
	产能利用率	87.35	70.39	59.83
	销量	240.75	247.86	229.05
	产销率	95.04	97.81	106.34
	均价	227.45	227.66	228.74
电液泵	产能	3.00	15.00	55.00
	产量	1.09	13.15	29.31
	产能利用率	36.33	87.67	53.29
	销量	0.65	6.87	24.02
	产销率	59.63	52.24	81.95
	均价	1,426.59	972.18	1,161.32

资料来源：公司提供

销售方面，从销量来看，2016~2018 年，隔音降噪产品在排除合并时点因素外，销量较为稳定；汽车液压转向泵随商用车市场景气度波动下降，年均复合下降 2.46%；电液泵销量大幅增长，年均复合增长 507.90%，主要系新开发客户所致。从产销率来看，2016~2018 年，公司“以销定产”的生产方式使得隔音降噪产品和汽车液压转向泵的产销率保持在较高水平；因电液泵是公司新开发的主力产品，与新客户供货还需磨合，因此产销率波动提高。从销售均价来看，隔音降噪产品 2018 年销售均价略有增长，较上年增长 7.84%。2016~2018 年，汽车液压转向泵属于成熟产品，售价基本稳定；电液泵产品销售价格与产品品种相关，2017 年售价下降 31.85%，2018 年通过电机一体化等技术升级，售价较上年增长 19.46%。

从销售集中度来看，2016~2018 年，公司前五大客户集中度分别为 35.15%、47.28%和 34.74%，集中程度一般。自收购 CCI 后，公司主要客户由泵类产品逐渐变为隔音降噪产品，国际大型整车厂商增多。

表 5　2016~2018 年公司前五大供应商集中度情况（单位：万元、%）

年份	客户名称	销售金额	销售占比
2016 年	江铃汽车股份有限公司	6,165.42	9.90
	浙江吉利汽车零部件采购有限公司	5,478.98	8.80
	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	5,368.92	8.62
	海马汽车有限公司	2,678.39	4.30
	一汽解放汽车有限公司无锡柴油机厂	2,200.83	3.53
	合计	**21,892.55**	**35.15**
2017 年	Daimler Group	44,960.53	17.69
	Audi Seat	28,382.74	11.17
	BMW Group	20,628.81	8.12
	Ford Group	14,605.09	5.75
	VW Skoda	11,556.49	4.55
	合计	**120,133.67**	**47.28**
2018 年	Daimler Group	44,960.53	11.77
	Audi Seat	28,382.74	7.43
	HengLong USA Co.	24,142.69	6.32
	BMW Group	20,628.81	5.40

	Ford Group	14,605.09	3.82
	合计	**132,719.87**	**34.74**

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司销售规模持续扩大，继收购 CCI 之后，国际销售占比大幅增加；2016~2018 年，国内销售占比由 98.98%下降至 23.08%。隔音降噪产品的主要客户为宝马和奔驰，产品销往世界各地；国内泵类产品的主要客户新增克莱斯勒，美国地区销售比例大幅提高。销售结算方面，由于公司客户大部分为整车厂商，长期稳定合作，公司延续了对主要客户较为积极的信用政策，账期为 3 个月，多采取电汇、银行承兑汇票方式进行结算。

总体看，2016~2018 年，公司采购成本较为稳定，传统产品产销量保持稳定，新产品放量迅速；随着新产线投产和原产线技术改造，公司产能大幅提高，产能利用率和产销率保持在较高水平。

3．经营关注

（1）受整车厂业绩影响较大

公司所处的汽车零部件行业景气度主要取决于下游整车行业状况。2018 年以来，整车行业景气度下降，公司业绩将受到整车行业传导的不良影响。

（2）产品结构调整

公司目前最主要的产品为汽车液压转向泵，随着汽车环保、节能要求提高和国家政策调整，电动助力转向系统对机械液压助力转向系统替代进程加快，公司汽车转向泵被替代压力加大。公司已根据行业发展，拓展电液泵、变速箱泵、EPS 电机等多种产品，若新产品无法获取市场认可，收入可能出现下滑。

（3）贸易摩擦和汇率波动影响公司利润

公司积极拓展海外业务，出口收入规模和占比均有所增加，主要为对美国客户。2018 年以来，中美贸易摩擦加大，进口汽车及零配件的关税上涨已经开始对两国甚至全球汽车销量产生影响，给公司利润水平带来一定的不确定性。同时，出口业务多以美元结算，存在风险敞口，若汇率出现大幅波动，将对公司经营业绩产生较大影响。

（4）对 CCI 的业绩整合风险

CCI 为境外跨国企业，与公司在法律法规、会计税收制度、企业文化等经营管理环境方面都存在较大差异，需在企业文化、业务拓展、人员管理、财务管理等方面进行进一步的融合。若对 CCI 的整合不达预期，造成业绩下滑，可能会产生商誉减值风险。

4．未来发展

公司坚持“专注汽车”的业务发展指导思想，重点围绕汽车行业“电动化、新能源化、智能化”趋势，加大科技研发力度，积极展开新技术、新产品、新业务的布局，努力实现技术和产品的系统化组合，实现产品延伸的多样化布局，提升公司内生增长动力。

资产布局方面，公司积极寻求对同行业其他企业或上下游行业企业进行适当的收购兼并，整合优质资源，不断丰富公司的产品线，扩大企业规模和实力，提升公司的核心竞争力，推进公司全球化布局。

客户开发方面，公司在巩固和提高国内相关汽车零部件领域优势地位的基础上，通过平台化、集成化、系统化产品发展战略，进一步提高和主机厂商的粘合度，巩固和提高公司的行业优势地位；同

时，增强市场开发团队的建设，提高市场人员的专业知识及技能。

运营管理方面，公司将进一步提高公司运营效率，提升企业管理指标；完善供应商准入和绩效管理办法并严格执行，提升供应链质量管理水平；进一步提高工艺过程控制管理水平，完成基础工艺体系建立；引进自动化、智能化柔性生产单元；导入实施精益六西格玛生产质量管理体系；建立分层过程审核机制，确保质量管理体系持续运行的符合性，从而提高过程稳定性和一次通过率；

研发技术方面，成立技术攻关小组，攻克技术难题，解决新产品、新项目的技术问题，保证产品顺利批产；制定先进的产品开发流程，建立产品设计规范及设计联合审查机制；完善经验教训管理办法。

总体看，公司未来仍将以汽车零配件业务为主，加大产品升级和研发，实现多样化布局。公司发展目标明确。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2019 年一季度财报未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。2017 年，根据修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对 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 日前发生的政府补助不予追溯调整。公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，并且按照《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整。根据《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》及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的规定，公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，并且按照《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整。根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对“应收票据”、“应收账款”、“应收利息”、“应收股利”、“其他应收款”、“固定资产”、“固定资产清理”、“在建工程”、“工程物资”、“应付票据”、“应付账款”、“应付利息”、“应付股利”、“其他应付款”、“长期应付款”、“专项应付款”、“管理费用”、“研发费用”、“财务费用”等科目进行拆分及合并。会计政策变更对公司净利润无实质影响。

2017 年，公司合并范围内新增子公司 4 家，系辽宁万成企业管理中心（有限合伙）、阜新佳创企业管理有限公司（以下简称“阜新佳创”）、Jiachuang GmbH 和 CCI 及其附属公司；2018 年，公司合并范围内新增子公司 2 家，分别为日本德尔股份有限公司和香港德尔有限公司；2019 年一季度，公司合并范围无变化。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围子公司 12 家。公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 47.19 亿元，负债合计 27.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）19.38 亿元，其中归属于母公司所有者权益 19.21 亿元。2018 年，公司实现营业收入 38.21 亿元，净利润（含少数股东损益）1.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.57 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 46.94 亿元，负债合计 27.30 亿元，所有者权益（含少

数股东权益）19.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益 19.45 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.79 亿元，净利润（含少数股东损益）0.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 389.50 万元。

2．资产质量

2016~2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 54.99%。截至 2017 年底，公司资产总额 42.69 亿元，较年初增加 23.05 亿元，主要系合并范围扩大所致；截至 2018 年底，公司资产总额较年初增长 10.54%，主要系非流动资产增加所致，其中流动资产占比 41.23%，非流动资产占比 58.77%，资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

2016~2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 14.53%，主要系应收票据及应收账款和存货增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 19.46 亿元，较年初增长 7.66%；公司流动资产主要由货币资金（占比 18.64%）、应收票据及应收账款（占比 36.74%）和存货（占比 37.26%）构成。

2016~2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 37.10%。截至 2017 年底，公司货币资金 3.02 亿元，较年初下降 67.11%，主要系收购子公司及增加固定资产投入所致。截至 2018 年底，公司货币资金 3.63 亿元，较年初增长 20.27%，主要系公司筹资融入资金所致；公司货币资金主要由银行存款（占比 98.21%）构成，其中受限货币资金 693.66 万元，占公司期末货币资金的 1.91%，受限比例很低。

2016~2018 年，公司应收票据及应收账款逐年增长，年均复合增长 36.42%。截至 2017 年底，公司应收票据及应收账款 7.13 亿元，较年初增长 85.64%，主要系并购 CCI 所致，其中，应收票据 0.67 亿元，较年初下降 63.15%，主要为银行承兑汇票；公司应收账款 6.46 亿元，较年初增长 219.82%。截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 7.15 亿元，较年初变化不大；其中，应收票据 0.34 亿元，较年初下降 48.92%，主要系贴现增加所致；应收账款 6.81 亿元，较年初增长 5.36%。截至 2018 年底，公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比 50.83%，账龄 1 年以内的占比 95.90%，账龄较短；公司累计计提坏账准备 0.11 亿元，计提比例 1.65%，较为合理；公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计 2.61 亿元，占公司应收账款账面余额的 37.68%，集中度较高。

2016~2018 年，随着经营规模的扩大，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 121.49%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 7.25 亿元，较年初增长 6.34%，主要系公司在产品增加所致；公司存货主要由库存商品（占比 49.45%）和原材料（占比 30.87%）构成，累计计提跌价准备 640.47 万元。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产规模逐年大幅增长，年均复合增长 140.10%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 27.73 亿元，较年初增长 12.65%，主要由固定资产（合计）（占比 33.24%）、无形资产（占比 11.15%）和商誉（占比 40.89%）构成。

2016~2018 年，公司固定资产（合计）逐年增长，年均复合增长 69.37%，主要系可转债募投项目投入增加及并购 CCI 所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 7.22 亿元，较年初增长 124.67%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 9.22 亿元，较年初增长 27.69%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 21.72%）和机器设备（占比 73.45%）构成。截至 2018 年底，公司各项固定资产共计提折旧 9.88 亿元，计提减值准备 2,353.49 万元，公司固定资产成新率 45.96%，成新率较低。

2016~2018 年，公司无形资产规模逐年增长，年均复合增长 176.35%，主要系子公司 CCI 的专有技术增加所致。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 2.72 元，较年初大幅增加 2.31 亿元。截

至 2018 年底，公司无形资产账面价值 3.09 亿元，较年初增长 13.76%，公司无形资产主要为专有技术（占比 40.96%）、客户资源（占比 24.89%）、境外土地（占比 13.89%）和土地使用权（占比 10.98%），共计提累计摊销 0.92 亿元，未计提减值准备。

2017 年，公司因收购阜新佳创（阜新佳创子公司为 CCI）新增 10.98 亿元商誉。截至 2018 年底，公司商誉 11.34 亿元，较年初变动不大；公司累计计提商誉减值准备 0.23 亿元。公司商誉价值较大，存在一定减值风险。

截至 2018 年底，公司受限资产 1.26 亿元，占总资产的比重为 2.67%，受限比例很低。

表 6　截至 2018 年底公司所有权或使用权受限资产情况（单位：万元、%）

项目	金额	占总资产比重	受限原因
货币资金	693.66	0.15	票据保证金及冻结款项
应收票据	361.78	0.08	银行抵押贷款
固定资产	7,245.50	1.54	银行抵押贷款
无形资产	4,295.96	0.91	银行抵押贷款
合计	**12,596.89**	**2.67**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 46.94 亿元，较年初变化不大；其中流动资产占比上升 0.69 个百分点至 41.92%，非流动资产占比 58.08%，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模逐年增长，存货和应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用；商誉规模较大，存在一定减值风险。公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

2016~2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 151.40%。截至 2017 年底，公司负债规模 25.95 亿元，较年初大幅增加 21.55 亿元，主要系合并范围扩大所致。截至 2018 年底，公司负债合计 27.81 亿元，较年初增长 7.17%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占比 65.85%，非流动负债占比 34.15%，负债结构以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 125.01%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 18.31 亿元，较年初增长 28.07%；公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占比 34.92%）、其他应付款（合计）（占比 21.00%）和一年内到期的非流动负债（占比 35.14%）构成。

2016~2018 年，公司应付票据及应收账款波动增长，年均复合增长 38.25%。截至 2017 年底，公司应付票据及应付账款 7.41 亿元，较年初增长 121.53%，主要系收购 CCI 所致；其中，应付票据 630.00 万元（全部为银行承兑汇票），应付账款 7.35 亿元，较年初增长 128.63%。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 6.39 亿元，较年初下降 13.73%，主要支付货款所致；其中，应付票据 625 万元（全部为银行承兑汇票），较年初变化不大；应付账款 6.33 亿元，较年初下降 13.84%。

2016~2018 年，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 443.39%。截至 2017 年底，公司其他应付款（合计）4.24 亿元，较年初大幅增加 4.11 亿元，主要系新增限制性股票回购义务所致；其中，其他应付款占比 89.58%。截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）3.85 亿元，较年初下降 9.36%，主要系资金拆借款减少所致；其中，其他应付款占比 91.12%。

2017 年，公司新增一年内到期的非流动负债 0.12 亿元，主要为一年内到期的长期应付款（占比

96.21%）。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.43 亿元，较年初大幅增加 6.31 亿元，主要系剩余期限不足一年的长期应付款转入所致。

2016~2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 248.23%，主要系应付华能贵诚信托份额波动所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 11.65 亿元，较年初大幅增加 10.87 亿元；截至 2018 年底，公司非流动负债合计 9.50 亿元，较年初下降 18.48%。公司非流动负债主要由长期借款（占比 30.31%）、应付债券（占比 46.10%）和递延所得税负债（占比 12.46%）构成。

2017 年，公司新增 0.61 亿元长期借款。截至 2018 年底，公司长期借款 2.88 亿元，较年初大幅增加 2.27 亿元，主要系公司资金需求增长，增加银行借款所致；公司长期借款由信用借款（占比 82.17%）和抵押借款（占比 17.83%）构成，其中，2~3 年内到期的有 0.51 亿元（占比 17.83%），其余为 4 年以上，长期借款集中偿付压力不大。

截至 2018 年底，公司应付债券 4.38 亿元，为发行的“德尔转债”，应付债券集中偿付压力较小。

2016~2018 年，公司递延所得税负债逐年大幅增长，年均复合增长 1,202.77%。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 1.18 亿元，较年初增长 96.51%，主要系折旧摊销差异和可转债折价产生的递延所得税负债增加。

2016~2018 年，公司全部债务规模逐年大幅增长，年均复合增长 952.49%，主要系合并范围扩大及发行债券所致。截至 2018 年底，公司全部债务 14.55 亿元，较年初增长 24.23%，其中短期债务占比 50.14%，长期债务占比 49.86%，债务结构较为均衡。从债务指标看，2016~2018 年，公司资产负债率波动上升，分别为 22.40%、60.78%和 58.93%；全部债务资本化比率逐年上升，分别为 0.85%、41.16%和 42.89%；长期债务资本化比率分别为 0.00%、37.35%和 27.24%。公司债务负担大幅加重，但仍处于合理水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 27.30 亿元，较年初变化不大，其中，公司流动负债占比 65.79%，较年初变化不大；非流动负债占比 34.21%，仍以流动负债为主，负债结构有待改善。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 15.08 亿元，较年初增长 3.62%；其中，短期债务占比 53.01%，长期债务占比 46.99%，短期债务占比小幅上升，公司债务结构较为均衡。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.17%、43.44%和 26.52%，较年初变化不大。

总体看，近年来，公司负债规模大幅增长，以流动负债为主，整体债务负担较重。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 12.76%，主要系利润累积和发行“德尔转债”所致。截至 2018 年底，公司所有者权益 19.38 亿元，较年初增长 15.75%；归属于母公司所有者权益 19.21 亿元，其中，股本占比 5.46%，其他权益工具占比 5.42%，资本公积比 64.34%，盈余公积占比 4.86%，未分配利润占比 26.01%，所有者权益以股本和资本公积为主，权益稳定性较好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 19.63 亿元，较年初变化不大。所有者权益构成情况较年初变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益规模逐年增长，所有者权益稳定性较好。

4．盈利能力

2016~2018 年，受益于公司业务规模扩大，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 147.71%，2018 年实现营业收入 38.21 亿元；营业成本逐年增长，年均复合增长 171.93%，与营业收入变动方向基本一致，2018 年营业成本 28.32 亿元。2016~2018 年，公司净利润逐年增长，分别为 1.13 亿元、

1.34 亿元和 1.35 亿元，年均复合增长 9.39%，其中归属母公司所有者的净利润分别为 1.10 亿元、1.31 亿元和 1.34 亿元。

期间费用方面，2016~2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 162.95%，主要系管理费用增加所致。2018 年，公司期间费用总额 7.91 亿元，较上年增长 31.72%；其中，销售费用占比 17.71%，管理费用占比 58.19%，研发费用占比 14.26%，财务费用占比 9.83%。2018 年，公司销售费用较上年增长 54.99%，主要系计提三包维修费和产品运费增加所致；管理费用较上年增长 48.55%，主要系职工薪酬、租赁费和快递运杂费增加所致；研发费用较上年下降 19.63%，主要系研发人员薪酬减少所致；财务费用较上年增长 29.87%，主要系利息支出增加所致。从公司费用控制能力来看，2016~2018 年，公司费用收入比分别为 18.37%、23.64%和 20.70%，公司费用控制能力有待加强。

从非经常性损益来看，2016~2018 年，公司资产减值损失逐年增长；2018 年，公司资产减值损失 0.25 亿元，较上年增加 0.21 亿元，主要系商誉减值损失增加所致，对营业利润存在侵蚀。2017 年起，政府补助分别计入递延收益、其他收益和营业外收入或冲减成本费用；资产处置收益由营业外收入调整至资产处置收益科目。2017~2018 年，公司其他收益分别为 0.07 亿元和 0.12 亿元，全部为政府补助，占利润总额的比例分别为 4.36%和 6.56%，公司利润对政府补助的依赖性一般。2016~2018 年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降 39.22%；2018 年，公司营业外收入 277.49 万元，占利润总额的比例为 1.57%。公司非经常性损益对利润总额的影响较小。

从整体盈利指标来看，由于毛利率较低的隔音降噪设备收入占比提高，2016~2018 年，公司营业利润率逐年下降，分别为 37.64%、30.09%和 25.67%；总资本收益率波动上升，分别为 7.39%、8.53%和 7.51%；总资产报酬率波动下降，分别为 6.81%、7.09%和 6.14%；净资产收益率波动上升，分别为 7.43%、8.35%和 7.47%；盈利能力总体略有下降。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.79 亿元，较上年同期增长 4.95%，实现营业利润 0.45 亿元，净利润 0.26 亿元，分别较上年同期下降 28.86%和 43.58%，主要系关税增加所致。

总体看，近年来，公司收入规模逐年增长，盈利能力略有下降，费用控制能力有待加强。

5．现金流

从经营活动来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 135.80%，主要系因随营业收入增长，销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2018 年，公司经营活动现金流入 39.11 亿元，较上年增长 52.55%。2016~2018 年，公司经营活动现金流出逐年增加，年均复合增长 173.80%，主要系公司增加原材料储备，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2018 年，公司经营活动现金流出 37.87 亿元，较上年增长 50.17%。受上述因素影响，2016~2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为 1.98 亿元、0.42 亿元和 1.24 亿元，保持净流入。从收入实现质量来看，2016~2018 年，公司现金收入比分别为 111.23%、100.35%和 100.77%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 5.95%。2017 年，公司投资活动现金流入 49.63 万元，较上年下降 85.61%，主要系 2016 年公司收到政府拨付研发专项资金所致；2018 年，公司投资活动现金流入 387.23 万元，较上年增加 337.61 万元，主要系收到票据保证金所致。2016~2018 年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 42.60%，主要系收购子公司及固定资产投资规模增加所致；2018 年，公司投资活动现金流出 3.59 亿元，较上年增长 64.65%。受上述因素影响，2016~2018 年，公司投资活动现金净流出分别为 1.73 亿元、2.17 亿元和 3.55 亿元，公司投资活动具有较大的资金需求。

从筹资活动来看，2016 年，公司没有筹资活动现金流入。2017 年和 2018 年，公司筹资活动现

金流入分别为 15.03 亿元和 10.42 亿元，主要为借款融资和发行债券融入资金。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 176.49%。2017 年，公司筹资活动现金流出 19.41 亿元，较上年大幅增加 18.40 亿元，主要系偿还债务支付现金所致；2018 年，公司筹资活动现金流出 7.73 亿元，较上年下降 60.16%，主要系偿还债务规模下降所致。受上述因素影响，2016~2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-1.01 亿元、-4.38 亿元和 2.69 亿元，由净流出转为净流入。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 0.57 亿元，投资活动产生的现金流净流出 0.57 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 345.51 万元。

总体看，近年来，公司经营活动现金保持净流入，但无法满足其投资活动现金需求，仍有一定的融资需求。

6．偿债能力

2016~2018 年，公司流动比率分别为 4.10 倍、1.26 倍和 1.06 倍，速动比率分别为 3.69 倍、0.79 倍和 0.67 倍，流动资产对流动负债的保护程度一般。2016~2018 年，公司现金短期债务比分别为 83.66 倍、2.13 倍和 0.54 倍，现金类资产对短期债务的保护能力持续下降。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 1.75 亿元、3.13 亿元和 3.94 亿元，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增加所致。2018 年，公司 EBITDA 中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额占比分别为 23.40%、6.65%、25.19%和 44.76%，以计入财务费用的利息支出和利润总额为主。2016~2018 年，公司 EBIDTA 利息倍数分别为 7,242.68 倍、5.85 倍和 3.97 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；公司 EBITDA 全部债务比分别为 13.31 倍、0.27 倍和 0.27 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力大幅下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年底，公司累计获得银行授信 5.05 亿元，尚未使用额度 1.01 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1021090100090400B），截至 2019 年 3 月 14 日，公司未结清信贷信息和已结清信贷信息均不存在关注类和不良或违约类信息。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

总体看，受 2017 年并购 CCI 影响，公司负债规模和整体债务规模大幅增长，偿债能力指标下降，但考虑到公司在品牌价值、市场占有率和技术研发等方面具有的综合竞争优势，以及公司在并购 CCI 后收入规模的扩大和盈利能力的提升，公司整体偿债能力仍属很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（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）为 4.08 亿元，约为“德尔转债”待偿本金合计（5.56 亿元）的 0.73 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产 19.63 亿元，约为待偿债券本金（5.56 亿元）的 3.53 倍，公司的现金类资产和净资产能够对“德尔转债”的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.94 亿元，约为“德尔转债”待偿本金合计（5.56 亿元）的 0.71 倍，公司 EBITDA 对“德尔转债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入39.11亿元，约为“德尔转债”待偿本

金合计（5.56亿元）的7.04倍，公司经营活动现金流入量对“德尔转债”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司行业地位、客户质量、规模等方面所具备的优势，公司对“德尔转债”的偿还能力很强。

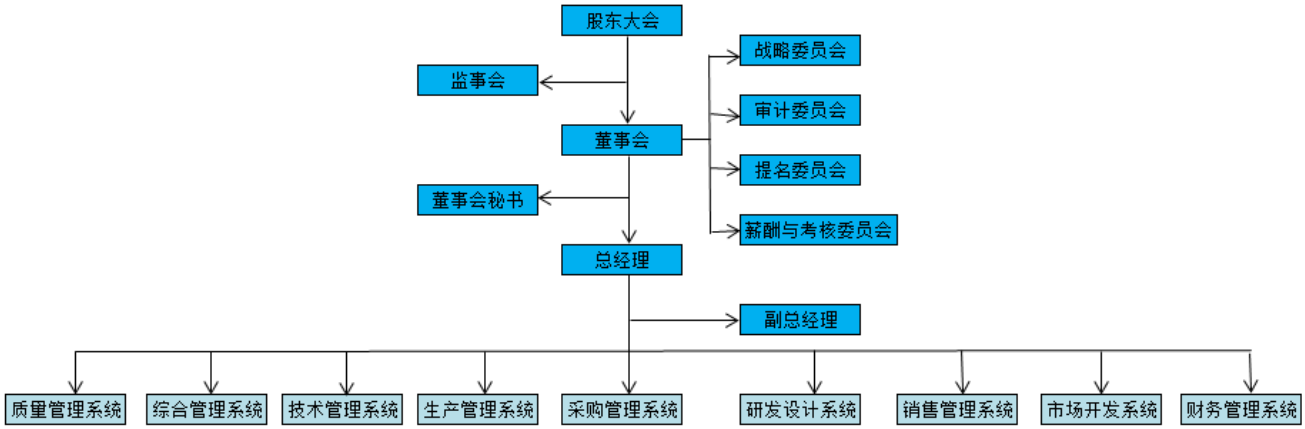
八、综合评价

跟踪期内，德尔股份作为国内汽车转向部件的龙头企业，在生产规模、产品质量、生产工艺技术等方面继续保持较强的竞争优势。2017年4月，公司成功并购汽车隔音隔热产品的专业提供商Carcoustics International GmbH（以下简称“CCI”）完成重大资产重组，进一步增强了公司的核心竞争力和整体抗风险能力。同时，联合评级也关注到中美贸易摩擦、汽车行业景气度下行、主要产品被替代压力加大、公司商誉规模较大、控股股东股权质押比例高、债务负担明显加重以及期间费用对营业利润侵蚀显著等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司整合CCI业务和拓展下游客户，公司收入规模将进一步提高，产品类型更加丰富。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望维持“稳定”；同时维持“德尔转债”的债项信用等级为 AA-。

附件 1　阜新德尔汽车部件股份有限公司组织结构图



附件 2　阜新德尔汽车部件股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	19.64	42.69	47.19	46.94
所有者权益（亿元）	15.24	16.75	19.38	19.63
短期债务（亿元）	0.13	1.73	7.30	7.99
长期债务（亿元）	0.00	9.98	7.26	7.09
全部债务（亿元）	0.13	11.72	14.55	15.08
营业收入（亿元）	6.23	25.41	38.21	8.79
净利润（亿元）	1.13	1.34	1.35	0.26
EBITDA（亿元）	1.75	3.13	3.94	--
经营性净现金流（亿元）	1.98	0.42	1.24	0.57
应收账款周转次数（次）	3.44	5.87	5.67	--
存货周转次数（次）	2.76	4.19	3.99	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.82	0.85	0.19
现金收入比率（%）	111.23	100.35	100.77	106.44
总资本收益率（%）	7.39	8.53	7.51	--
总资产报酬率（%）	6.81	7.09	6.14	--
净资产收益率（%）	7.43	8.35	7.47	1.34
营业利润率（%）	37.64	30.09	25.67	26.08
费用收入比（%）	18.37	23.64	20.70	21.21
资产负债率（%）	22.40	60.78	58.93	58.17
全部债务资本化比率（%）	0.85	41.16	42.89	43.44
长期债务资本化比率（%）	0.00	37.35	27.24	26.52
EBITDA 利息倍数（倍）	7,242.68	5.85	3.97	--
EBITDA 全部债务比（倍）	13.31	0.27	0.27	--
流动比率（倍）	4.10	1.26	1.06	1.10
速动比率（倍）	3.69	0.79	0.67	0.66
现金短期债务比（倍）	83.66	2.13	0.54	0.51
经营现金流动负债比率（%）	54.80	2.92	6.76	3.18
EBITDA//待偿本金合计（倍）	0.31	0.56	0.71	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2017 年，长期应付款中应付华能贵诚信托有限公司份额已调整计入长期债务及相关指标计算；4. 2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　计算指标的计算公式

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

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负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级