跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1086 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贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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”
铁牛集团有限公司公开发行的“16 铁牛债”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：

二零一八年六月二七日

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 年公司债券跟踪评级报告

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	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 铁牛债	20 亿元	2+1 年	AA+	AA+	2017 年 5 月 26 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 21 日

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

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	461.75	501.96
所有者权益（亿元）	119.48	154.52
长期债务（亿元）	60.01	68.05
全部债务（亿元）	217.94	205.69
营业收入（亿元）	144.11	304.89
净利润（亿元）	4.67	12.04
EBITDA（亿元）	17.56	33.61
经营性净现金流（亿元）	-19.13	13.86
营业利润率（%）	16.96	15.25
净资产收益率（%）	4.87	8.79
资产负债率（%）	74.12	69.22
全部债务资本化比率（%）	64.59	57.10
流动比率（倍）	0.98	1.10
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	2.20	4.38
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.88	1.68

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。

评级观点

跟踪期内，铁牛集团有限公司（以下简称“公司”或“铁牛集团”）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，经营规模扩大，形成了较完备的汽车产业链布局；此外，公司完成定增后，整体资本实力和抗风险能力得到进一步提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“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。

公司收购永康众泰以后，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。

本次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。

综上，联合评级评定公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时评定“16 铁牛债”的债项信用等级为“AA+”。

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；公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

范　琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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：

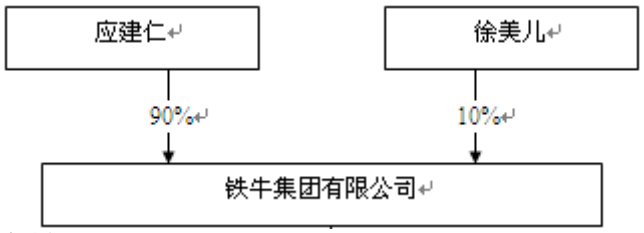
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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 月更名为现名，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（以下简称“金马股份”）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，众泰汽车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 3 月底，公司实际控制两家上市公司，众泰汽车（原金马股份）和安徽铜峰电子股份有限公司（股票简称：铜峰电子；股票代码：600237.SH）。截至 2018 年 3 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 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司最新经营范围为：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（不含混泥土、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 2018 年 3 月底，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。

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、债券发行情况及募集资金使用

2016 年，公司获得中国证券监督管理委员会证监许可[2016]921 号文核准，面向合格投资者公开发行不超过 20 亿元公司债券。根据《铁牛集团有限公司 2016 年公开发行公司债券发行公告》，铁牛集团有限公司 2016 年公司债券（以下简称“本次债券”）发行总额为人民币 20 亿元，发行价格为每张 100 元，债券期限为 3 年期，附第 2 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，采取网下面向合格投资者簿记建档的方式发行。本次债券发行工作于 2016 年 8 月 2 日结束，实际发行规模为人民币 20 亿元，最终票面利率为 6.49%。经上海证券交易所同意，本次债券于 2016 年 9 月 19 日起在上海证券交易所挂牌交易。本次债券简称“16 铁牛债”，证券代码 136584.SH。

截至 2018 年 3 月底，“16 铁牛债”已按照募集说明书约定用途全部使用，其中：支付货款、设备款和补充其他营运所需流动资金 144,516.41 万元、支付研发费 40,000.00 万元、偿还借款 13,702.00 万元。

截至本报告出具日，公司已于 2017 年 7 月 29 日支付 2016 年 7 月 29 日至 2017 年 7 月 28 日的利息，下一付息日为 2018 年 7 月 29 日。

“16 铁牛债”由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、行业分析

2017 年，永康众泰全年收入并表后，公司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。2017 年，钢材价格呈现震荡上涨态势，整体呈现长强板弱[1]的特征。受市场供需因素影响，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。

从汽车产销来看，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

[1] 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。

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%，增速分别较 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。

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　2016~2017年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，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，汽车制造行业格局变化不大，集中度仍较高。

2．行业政策

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，限购还将对中低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；受到城市道路拥堵、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、管理分析

跟踪期内，公司主要管理人员无重大变化，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司原主营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， 2016年9月并购永康众泰后，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。2017年，公司主营业务未发生变化，公司实现主营业务收入304.51亿元，同比增长111.48%；占营业收入的比重为99.88%，较上年的99.95%小幅下降，公司主业突出。

表2　2016~2017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	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车整车、配件及服务	96.66	67.13	20.04	257.30	84.49	18.21
五金冲压件及模具	27.72	19.25	19.96	30.81	10.12	20.27
其他	19.61	13.62	11.35	16.40	5.39	10.25
合计	**143.99**	**100.00**	**19.35**	**304.51**	**100.00**	**18.35**

资料来源：公司提供

从收入构成看，2017年，公司汽车整车、配件及服务板块收入257.30亿元，较上年大幅增长166.19%，主要系2016年公司合并了永康众泰当年10~12月的营业收入，2017年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大幅增长，成为公司第一大业务板块；公司五金冲压件及模具板块收入30.81亿元，较上年增长11.15%；公司五金冲压件及模具业务占比由于合并永康众泰有所缩减，占营业收入的比重从19.25%降至10.12%；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；2017年，公司其他业务收入16.40亿元，较上年减少19.57%，占营业收入的比重为5.39%，占比较小，对公司影响不大。

从毛利率看，2017年，公司综合毛利率为18.35%，较上年的19.35%下降了1.00个百分点。其中，五金冲压件及模具毛利率较上年小幅上升至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有所下降，毛利率水平下降至18.21%；其他板块毛利率水平较上年小幅下降至10.25%，其他业务收入在主营业务收入中占比

不大，对公司毛利率水平影响不大。

总体看，2017年，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，综合毛利率水平有所下降。

2．汽车整车、配件及服务

2017 年，公司整车制造业务收入占汽车整车、配件及服务板块收入的 89.93%，车用零部件业务收入占汽车整车、配件及服务板块收入的 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，2017 年，众泰汽车销量销量 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，2017 年，公司向前五名供应商采购金额共计 76.80 亿元，占年度采购总额的 43.95%，采购集中度较上年下降 7.97 个百分点，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
合计	**768,027.82**	**43.95**

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，2017 年，众泰汽车主要车型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。2016~2017 年，众泰汽车产品产销率分别为 98.37%和 97.75%，处于较高水平。

表4　2016~2017年主要众泰汽车的产销情况（单位：辆）

车型系列	产量		销量	
	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
Z 系列	30,658	19,349	27,517	19,264
T 系列	105,250	126,189	103,051	128,327
E 系列	29,346	37,169	32,777	37,444
S 系列	42,136	37,666	42,119	30,956
大迈系列	83,899	43,546	81,086	41,990
合计	**291,289**	**263,919**	**286,550**	**257,981**

资料来源：公司提供

从销售集中度来看， 2016~2017 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 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
合计	**150,617.85**	**6.45**

资料来源：公司提供

从销售价格来看，2017 年，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　2016~2017 年众泰汽车主要产品销售价格（万元/辆）

车型	**2016 年**	**2017 年**
T600	7.82	7.93
云 100	9.58	7.95
大迈 X5	6.85	6.67
SR7	7.36	6.88
E200	10.68	9.04
Z700	9.74	9.42
Z500	6.47	7.02
Z300	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，2017 年，众泰汽车产销量整体小幅下降，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，公司实现售后件及服务收入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，近两年原材料占总成本的比重均在80.00%以上，分别为80.11%和80.18%，较为稳定。2016~2017年，公司钢材采购价格分别为0.47万元/吨和0.48万元/吨；铜的采购价格分别为4.60万元/吨和4.80万元/吨；塑料的采购价格较为稳定，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，2017 年，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　2016~2017 年公司五金冲压件及模具生产成本构成情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年
原材料占总成本比例	72.04	73.75
制造费用占比	11.39	10.56
直接人工占比	8.98	8.52
能源占比	6.67	6.36
其他	0.92	0.81
合计	**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　2016~2017 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	2016 年	2017 年
冷轧钢	采购量	155,062.81	179,356.38
	采购价格	5,244.51	5,436.45
酸洗钢	采购量	102,944.80	120,138.23
	采购价格	4,768.78	4,938.63

资料来源：公司提供

2016~2017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。2016~2017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。

在生产线配备方面，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，该板块近两年产能无变化，产销率及产能利用率处于较高水平，具体情况见下表。

表 9　2016~2017 年公司五金冲压件及模具生产及销售情况

产品	项目	2016 年	2017 年
五金冲压件	产能（套）	350,000	350,000
	产量（套）	310,588	324,697
	销量（套）	307,162	322,907
	产销率（%）	98.90	99.45
	产能利用率（%）	88.74	92.77
	收入（万元）	191,154.74	209,889.76
模具	产能（台套）	3	3
	产量（台套）	3	3

	销量（台套）	3	3
	产销率（%）	100.00	100.00
	产能利用率（%）	100.00	100.00
	收入（万元）	86,044.59	98,169.12

资料来源：公司提供

2016~2017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，2017 年，公司五金冲压件及模具业务产能无变化，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，此外公司其他业务还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，铜峰电子收入主要来自于电容器和电容器薄膜的销售。

2017 年，公司电子材料业务营业收入为 7.90 亿元，较上年增长 33.67%；净利润 0.15 亿元，较上年大幅增长 106.88%，实现扭亏为盈。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。2017 年，铜峰电子对前五大供应商的采购金额占比为 34.06%，较上年下降 12.08 个百分点，采购集中度有所下降。

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　2016~2017 年铜峰电子主营业务收入区域构成（万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	比例	金额	比例
国内	44,074.99	76.71	61,832.98	78.30
国外	13,379.57	23.29	17,133.92	21.70
合计	**57,454.55**	**100.00**	**78,966.90**	**100.00**

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，铜峰电子向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，近两年，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。

2017 年，公司房地产销售收入 1.57 亿元，较上年大幅减少 107.01%，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 2017 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

2016~2017年，公司的应收账款周转率分别为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1.77次和2.62次；公司总资产周转率分别为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
上述中位值	**7.54**	**13.26**	**0.98**
铁牛集团	**6.20**	**2.58**	**0.63**

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金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。

整车业务市场占有率低

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

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，未来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。

六、财务分析

1．财务概况

公司 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。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，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，2017 年将永康众泰全年度损益并入铁牛集团 2017 年度合并利润表，考虑到永康众泰收入规模较大，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。

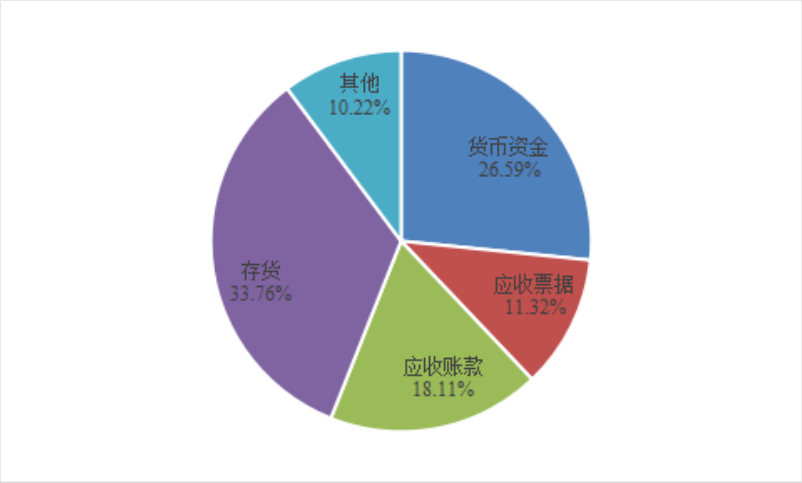
2．资产质量

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%，公司资产结构变动不大，以流动资产为主。

流动资产

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 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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。

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。

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**

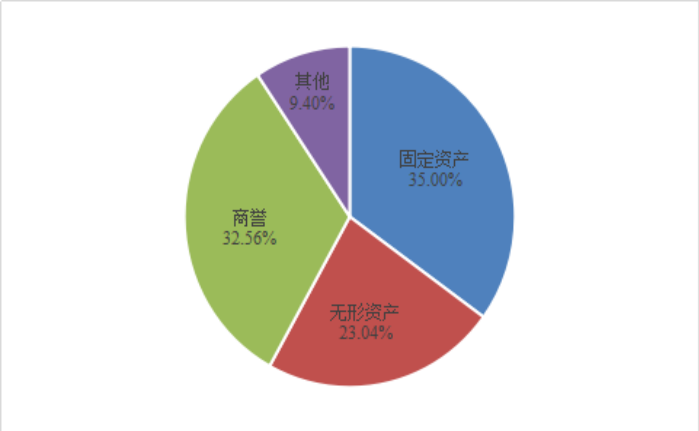
资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货余额 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。

非流动资产

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 3　截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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。

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%。

截至 2017 年底，公司商誉为 65.79 亿元，较上年无变化，主要系收购永康众泰所产生。未来如

果永康众泰经营业绩未达预期，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 106.93 亿元，占总资产的 21.30%，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	192,246.27	票据保证金
固定资产	49,489.11	用于抵押借款
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	**1,069,306.11**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2017年，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。

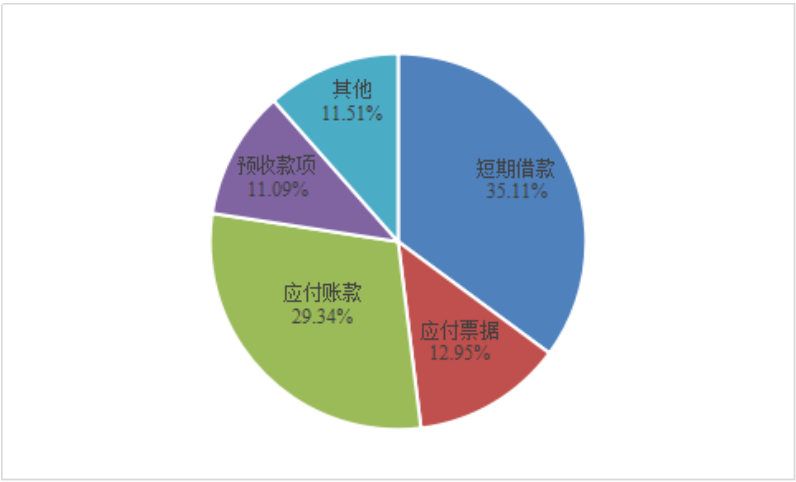
3. 负债及所有者权益

负债

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。

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%）。

图 4　截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

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+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%）。

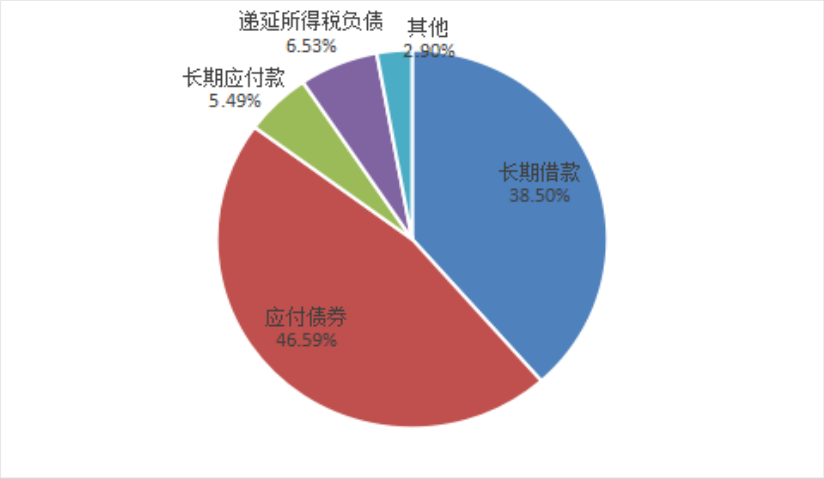
截至 2017 年底，公司应付票据 35.27 亿元，较年初减少 40.89%，主要系 2017 年公司采用应收票据质押后开出应付票据的业务减少，使用票据背书等其他方式向供应商支付货款增加，导致应付票据减少所致。

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%）。

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%）。

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 5　截至 2017 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

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。

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。

截至 2017 年底，公司长期应付款 4.12 亿元，主要为应付融资租赁款，较年初减少 73.95%，主要系应付融资租赁款减少所致，已将长期应付款计入长期债务。

截至 2017 年底，公司递延所得税负债 4.91 亿元，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。

截至 2017 年底，公司全部债务 205.69 亿元，较年初减少 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。截至 2017 年底，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 69.22%、57.10%和 30.57%，分别较上年下降 4.90 个百分点、7.49 个百分点和 2.86 个百分点。公司债务负担较重，但仍属可控。

总体看，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

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；归属于母公司所有者权益为 44.10 亿元，占公司所有者权益的 28.54%，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。

总体看，2017 年，公司所有者权益规模大幅增长，归母所有者权益占比较低，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

2016 年，永康众泰仅 2016 年第四季度利润表纳入合并范围；2017 年，永康众泰全年损益纳入公司合并范围后，公司实现营业收入 304.89 亿元，较上年增长 111.56%；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，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。2017 年，公司费用收入比为 10.72%，较 2016 年下降 1.95 个百分点，公司费用控制能力一般。

2017 年，公司获得营业外收入 0.41 亿元，较上年减少 41.68%，主要系会计准则调整导致公司政府补助收入调整至其他科目所致，占利润总额的比重为 2.63%，较上年减少 9.45 个百分点，公司利润总额对营业外收入的依赖度不高。

盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率为 5.65%、总资产报酬率为 4.85%、净资产收益率为 8.79%，较 2016 年分别上升 0.69 个百分点、0.74 个百分点和 3.92 个百分点。公司盈利能力有所提升。

与同行业公司相比，公司盈利能力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	**3.08**	**0.19**	**9.88**
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。

总体看，2017 年，公司合并了永康众泰全年业绩，收入、利润规模大幅提升；公司费用控制能力一般；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 2016~2017 年公司现金流变动幅度较大。

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动产生的现金流入 339.48 亿元，较上年增长 193.00%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 336.05 亿元，较上年增长 196.73%，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；公司经营活动产生的现金流出325.63亿元，较上年增长141.21%。受上述因素影响，2017年，公司经营活动的现金流净额13.86亿元，实现由负转正。从收入实现质量看，2017年，公司现金收入比分别为110.22%，较上年上升31.64个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入为6.35亿元，较上年大幅增长182.22%；公司投资活动现金流出为26.01亿元，较上年减少46.14%。受上述因素影响，2017年，公司投资活动现金流净额为-19.66亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入为341.45亿元，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为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，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，2017年，公司筹资活动现金流净额为36.07亿元。

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，2017年公司投资活动现金流净额为负，存在一定外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别由2016年的0.98倍和0.66倍上升至1.10倍和0.73倍。2017年，公司现金短期债务比由上年的0.71倍上升至0.83倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司 EBITDA 为33.61亿元，同比大幅增加91.40%。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。2016~2017年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为2.20倍和4.38倍，公司的 EBITDA 全部债务比为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2017年底，公司取得银行等金融机构授信190.18亿元，已使用额度132.40亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司旗下拥有两家上市子公司，具有直接融资渠道。

截至2017年底，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。

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1月17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，公司偿债能力尚可，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。

七、本次债券公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达113.70亿元，约为“16铁牛债”待偿本金（20.00亿元）的5.69倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较高。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为33.61亿元，约为待偿本金（20.00亿元）的1.68倍，

公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，2017年，公司经营活动产生的现金流入339.48亿元，约为债券本金合计（20.00亿元）的16.97倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司近年业务规模的扩张，以及收购众泰汽车后带来的协同效应、规模的扩大以及竞争力的提升，联合评级认为，公司对“16铁牛债”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

1．担保条款

为确保本次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次债券提供担保。根据公司董事长、实际控制人应建仁先生为本次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次发行的不超过 20.00 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的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 2 月 24 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 2017 年底，应建仁先生对外担保总额合计 121.17 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，其对本次债券的担保增信作用有限；但应建仁先生为本次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。

九、综合评价

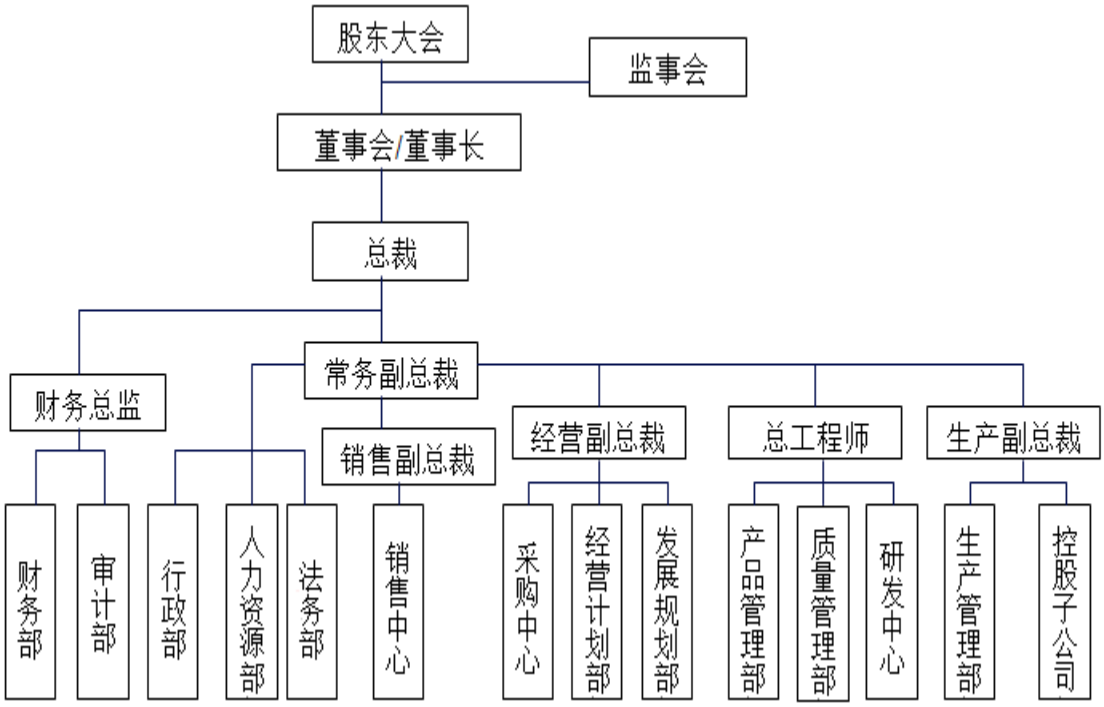
跟踪期内，公司通过收购永康众泰转型为汽车整车生产企业，经营规模扩大，形成了较完备的汽车产业链布局；此外，公司完成定增后，整体资本实力和抗风险能力得到进一步提升。同时，联合评级也关注到公司业务受汽车产业调控政策影响较大、电子材料业务经营压力较大、商誉规模较大、债务负担较重以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司收购永康众泰以后，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。

本次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。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持为“稳定”；同时维持“16 铁牛债”的债项信用等级为“AA+”。

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（万元）	担保起始日	担保到期日
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
合计			221,656.00		

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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	461.75	501.96
所有者权益（亿元）	119.48	154.52
短期债务（亿元）	157.93	137.64
长期债务（亿元）	60.01	68.05
全部债务（亿元）	217.94	205.69
营业收入（亿元）	144.11	304.89
净利润（亿元）	4.67	12.04
EBITDA（亿元）	17.56	33.61
经营性净现金流（亿元）	-19.13	13.86
应收账款周转次数（次）	4.69	6.20
存货周转次数（次）	1.74	2.58
总资产周转次数（次）	0.44	0.63
现金收入比率（%）	78.58	110.22
总资本收益率（%）	4.96	5.65
总资产报酬率（%）	4.11	4.85
净资产收益率（%）	4.87	8.79
营业利润率（%）	16.96	15.25
费用收入比（%）	12.67	10.72
资产负债率（%）	74.12	69.22
全部债务资本化比率（%）	64.59	57.10
长期债务资本化比率（%）	33.43	30.57
EBITDA 利息倍数（倍）	2.20	4.38
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.16
流动比率（倍）	0.98	1.10
速动比率（倍）	0.66	0.73
现金短期债务比（倍）	0.71	0.83
经营现金流动负债比率（%）	-6.96	5.09
EBITDA/本次债券发债额度（倍）	0.88	1.68

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
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本次债券-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次债券/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
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%
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%
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）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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。