跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1330 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”、“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”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：

二〇一九年六月二十一日

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

铁牛集团有限公司公开发行公司债券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	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	2.37亿元	3年（2+1）	AA+	AA	2018年6月21日
18铁牛01	2.80亿元	5年（2+3）	AA+	AA	2018年5月31日
18铁牛02	17.20亿元	5年（2+3）	AA+	AA	2018年11月23日

跟踪评级时间：2019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	2018年
资产总额（亿元）	425.98	503.16	522.76
所有者权益（亿元）	88.81	155.72	168.49
长期债务（亿元）	60.01	68.05	51.84
全部债务（亿元）	217.94	205.69	245.89
营业收入（亿元）	144.11	304.89	220.09
净利润（亿元）	5.06	13.24	11.60
EBITDA（亿元）	17.56	34.81	26.16
经营性净现金流（亿元）	-19.13	13.86	-15.76
营业利润率（%）	17.02	15.25	14.34
净资产收益率（%）	6.29	10.83	7.16
资产负债率（%）	79.15	69.05	67.77
全部债务资本化比率（%）	71.05	56.91	59.34
流动比率（倍）	0.98	1.11	1.02
EBITDA全部债务比（倍）	0.08	0.17	0.11
EBITDA利息倍数（倍）	2.30	4.54	2.67
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.79	1.56	1.17

注：1.本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2.国四舍五入的原因，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，已计入长期债务及相关指标计算；4.2016年公司其他非流动负债为中长期优惠利率贷款，已计入长期债务及相关指标计算；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，受汽车行业景气度下行影响，铁牛集团有限公司（以下简称“公司”或“铁牛集团”）整车产销量大幅下降，整车销售收入也随之大幅下降；受单位固定成本上升影响，整车业务毛利率也有所下降；受整车业务影响，零部件业务和五金冲压件及模具业务收入和毛利率也有所下降；由于期间费用和资产减值损失对营业利润侵蚀严重，公司营业利润出现亏损。此外，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司大额应收账款和存货对运营资金占用严重、子公司股权及资产质押比例过高、债务负担重且短期偿债压力较大、对外担保规模较大、商誉规模很大且存在减值风险、经营活动现金流大幅恶化以及子公司未完成业绩承诺等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司整合现有资源和产能释放，公司综合实力有望提升。

“16铁牛债”、“18铁牛01”和“18铁牛02”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，联合评级下调公司主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”；同时下调“16铁牛债”、“18铁牛01”和“18铁牛02”的债项信用等级为AA。

优势

1．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。

2．公司房地产业务收入大幅增长，且毛利率较高，对其收入及利润形成了有效补充。

关注

1．乘用车行业整体景气度下滑，公司汽车整车业务产销量和销售收入大幅下滑，竞争力不足，业绩受行业整体影响较大。

2．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。

3．下游经销商因销售困难出现资金紧张的情况，公司将核心经销商的结算方式由先款后车放宽至一定比例赊销，导致公司应收账款规模和回收期限增加，占用公司营运资金。

4．公司债务负担重，且债务结构以短期债务为主，面临较大的集中偿付压力；公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。公司对子公司股权及资产质押比例过高。

5．因永康众泰业绩不达预期，公司已将尚未收到的业绩补偿款确认为营业外收入，永康众泰原实际控制人补偿款的支付尚存在不确定性。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@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。

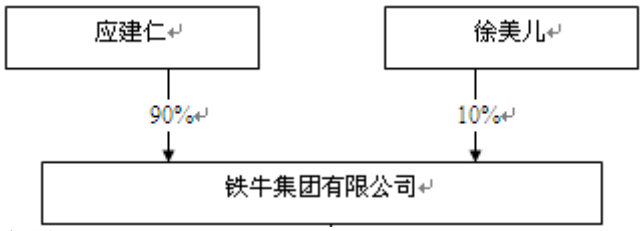
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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，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。此后，经过 3 次增资，铁牛实业于 2003 年 8 月更名为现名。2016 年，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，公司控股上市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，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；众泰汽车更名为众泰汽车股份有限公司。2017 年 7 月，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，公司注册资本增至 16.68 亿元。截至 2019 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，股权结构如下图所示。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司持有子公司股权质押比例较高，具体情况见下表。

表1　公司及子公司股权质押比例情况（单位：万股、%）

质押人名称	子公司名称	对子公司持股比例	质押股数	质押部分占其持有股数的比例
铁牛集团有限公司	众泰汽车股份有限公司	38.78	64,784.91	82.40
黄山金马集团有限公司	众泰汽车股份有限公司	5.21	10,400.00	98.52
安徽铜峰电子集团有限公司	安徽铜峰电子股份有限公司	16.76	8,850.00	93.59
铁牛集团有限公司	黄山金马集团有限公司	90.00	13,000.00	100.00
铁牛集团有限公司	安徽铜峰电子集团有限公司	100.00	48,231.77	100.00
铁牛集团有限公司	浙江卓诚兆业投资开发有限公司	78.26	180,000.00	100.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司经营范围未发生变化；公司纳入合并范围的子公司共 13 家；公司共有在职员工 24,442 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 522.76 亿元，负债合计 354.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 168.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 52.62 亿元。2018 年，公司实现营业收入 220.09 亿元，净利润（含少数股东损益）11.60 亿元，其中，归属于母公司净利润 6.16 亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.84 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

1．16 铁牛债

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 亿元的公司债券。

2016 年 7 月 29 日，公司公开发行“铁牛集团有限公司 2016 年公司债券”，并于 2016 年 9 月 19 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“16 铁牛债”，债券代码“136584.SH”，发行规模为人民币 20.00 亿元，票面利率 6.49%，期限 3 年，每年付息一次，到期一次还本，在第 2 年末设置利率上调选择权和投资者回售选择权。

2018 年 7 月 30 日，公司发布公告宣布，“16 铁牛债”回售金额 176,343.20 万元；自 2018 年 7 月 29 日起，票面利率变为 6.99%，并在后续期限内固定不变。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；已于 2018 年 7 月 30 日支付 2017 年 7 月 29 日至 2018 年 7 月 28 日的利息。截至 2019 年 3 月底，“16 铁牛债”待偿本金 23,656.80 万元。

截至报告出具日，“16 铁牛债”募集资金已按照募集说明书约定用途全部使用完毕。

“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。

2．18 铁牛 01

2018 年，公司获得中国证券监督管理委员会证监许可[2018]85 号文核准，面向合格投资者公开发行不超过 20 亿元的公司债券。本次债券分期发行。

2018 年 6 月 15 日，公司公开发行“铁牛集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”，并于 2018 年 7 月 3 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“18 铁牛 01”，债券代码“143683.SH”，发行规模为人民币 2.80 亿元，票面利率 7.20%，期限 5 年，每年付息一次，到期一次还本，在第 2 年末和第 4 年末设置利率上调选择权和投资者回售选择权。

公司已于 2019 年 6 月 17 日支付 2018 年 6 月 15 日至 2019 年 6 月 14 日的利息。截至报告出具日，募集资金已按照募集说明书约定用途全部使用完毕。

“18 铁牛 01”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。

3．18 铁牛 02

2018 年，公司获得中国证券监督管理委员会证监许可[2018]85 号文核准，面向合格投资者公开发行不超过 20 亿元的公司债券。本次债券分期发行。

2018 年 12 月 24 日，公司公开发行“铁牛集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）”，并于 2019 年 1 月 10 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“18 铁牛 02”，债券代码“155104.SH”，发行规模为人民币 17.20 亿元，票面利率 7.20%，期限 5 年，每年付息一次，到期一次还本，在第 2 年末和第 4 年末设置利率上调选择权和投资者回售选择权。

截至报告出具日，“18 铁牛 02”尚未到第一个付息日，募集资金已按照募集说明书约定用途全部使用完毕。

“18 铁牛 02”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

公司主要业务为整车销售制造和车用零部件、五金冲压件等汽车零配件，属于乘用车行业。

根据中国汽车工业协会的统计数据，2018 年，我国乘用车产销量分别完成 2,352.9 万辆和 2,371 万辆，较上年同期分别下降 5.2%和 4.1%。其中，基本型乘用车（轿车）产销 1,146.6 万辆和 1,152.8 万辆，同比下降 4.0%和 2.7%；运动型多用途乘用车（SUV）产销 995.9 万辆和 999.5 万辆，同比下降 3.2%和 2.5%；多功能乘用车（MPV）168.5 万辆和 173.5 万辆，同比下降 17.9%和 16.2%；交叉型乘用车产销 42.0 万辆和 45.3 万辆，同比下降 20.8%和 17.3%。2018 年，新能源汽车产销分别为 127.0 万辆和 125.6 万辆，较上年同期分别增长 59.9%和 61.7%

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乘用车的制造成本。

图 2　2016~2019 年 3 月 Myspic 综合钢价指数变化情况



资料来源：Wind

从下游来看，中国人均汽车保有量仍远低于欧美日等发达国家和世界平均水平，长远看目前我国仍处于工业化和城镇化同步加速发展的阶段，中国汽车市场的增长空间仍旧较大，汽车刚性需求仍然存在；但乘用车消费需求减弱，库存增加，各月库存系数均位于警戒线以上。自主品牌继续保持较高的市场占有率（达 42%），逐渐寻求向高端化转型。新能源汽车方面，新的补贴标准实施后将促使产品结构调整；双积分政策成为助推新能源汽车发展的新动力。出口方面，2018 年，乘用车企业出口 75.8 万辆，较上年同期增长 18.5%。

行业政策方面，2018 年 1 月 1 日起，1.6L 以下燃油汽车恢复按 10%的法定税率征收车辆购置税；

新能源汽车免征购置税的政策延续三年，通过《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理，进一步严格新能源汽车的产品标准，提高对车企的技术要求。2018 年 2 月，《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建[2018]18 号）要求进一步提高纯电动乘用车、非快充类纯电动客车、专用车动力电池系统能量密度门槛要求，鼓励高性能动力电池应用，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。《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）自 2018 年 4 月起正式实施，乘用车企业平均燃料消耗量正积分可以结转或者在关联企业间转让，新能源汽车正积分可以抵扣同等数量的平均燃料消耗量负积分，新能源汽车负积分应通过购买新能源汽车正积分的方式抵偿归零。国家发改委于 2018 年 4 月表示，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。2018 年 6 月，工信部和国家标准化管理委员会印发《国家车联网产业标准体系建设指南（总体要求）》等系列文件，发挥标准在车联网产业生态环境构建中的顶层设计和基础引领作用，打造具有核心技术、开放协同的车联网产业。国家发改委于 2018 年 7 月公布《汽车产业投资管理规定（征求意见稿）》，要求规范市场主体投资行为，防范盲目建设和无序发展，严格控制新增传统燃油汽车产能，积极推动新能源汽车健康有序发展，着力构建智能汽车创新发展体系；有利于优化燃油汽车整车项目布局，推动技术进步，淘汰落后产能。

行业关注方面，一是贸易保护主义抬头、国家政策的调整、国际市场的不稳定等宏观经济风险都可能对汽车市场产生不利影响，从而抑制汽车消费需求。二是国内环保压力加大，排放及安全法规不断升级，迫使汽车、摩托车企业技术升级。三是随着外资放开和自主品牌崛起，市场竞争更加激烈，企业研发能力有待进一步提升。

未来发展方面，三至六级城市汽车市场消费潜力很大，有望成为今后主要乘用车消费市场，出现“县域汽车发展趋势”；乘用车的消费属性正在从“可选消费”到“刚性消费”转变；汽车保有量的提升推动二手车交易，二手车市场潜力巨大。同时，随着汽车消费的兴起，汽车金融和服务的市场将逐步扩大，我国汽车金融和服务领域将迎来重大的发展机遇，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，2018 年钢材价格保持较高水平，汽车制造行业生产成本有所上升；乘用车行业出现近年来产销量的首次下降，行业景气度降低；行业政策鼓励企业提升技术水平、优化产业配置。

四、管理分析

跟踪期内，公司财务总监由周慧晓变更为徐丽丽，其余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

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍为汽车整车、车用零部件、五金冲压件及模具等，2018年，受汽车行业整体下行影响，公司实现主营业务收入218.95亿元，较上年下降28.10%；占营业收入的比重为99.48%，主营业务仍十分突出。2018年，公司实现净利润11.60亿元，较上年下降12.40%。

表2 2016~2018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			2018 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	74.15	51.50	20.80	217.42	71.39	18.17	122.61	56.00	13.98
车用零部件	22.51	15.63	17.54	39.88	13.10	18.42	32.17	14.69	16.93
五金冲压件及模具	27.72	19.25	19.96	30.81	10.12	20.27	29.76	13.59	19.91
房地产	3.25	2.26	49.28	1.57	0.52	46.30	20.73	9.47	31.01
电子材料	5.91	4.10	5.09	7.90	2.59	17.55	8.62	3.94	16.49
其他	10.45	7.26	10.03	6.93	2.28	9.55	5.07	2.31	8.41
合计	**143.99**	**100.00**	**19.35**	**304.51**	**100.00**	**18.35**	**218.95**	**100.00**	**16.80**

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2018年，公司汽车整车收入122.61亿元，较上年大幅下降43.61%，主要系汽车行业整体下行、公司部分车型销售不畅所致；对收入贡献占比由71.39%下降至56.00%。2018年，车用零部件收入32.17亿元，较上年下降19.33%，主要系随整车业务下降所致；占主营业务收入的比例为14.69%，较上年变化不大。2018年，五金冲压件及模具收入29.76亿元，较上年略有下降，占主营业务收入的比例上升至13.59%；五金冲压件及模具收入下降比例不大，主要系整车生产中所需五金冲压件部分外采，销量下降时优先使用自产配件所致。2018年，房地产收入20.73亿元，较上年大幅增加19.15亿元，主要系2017年已销售房产结转所致；占主营业务收入的比例由0.52%大幅提升至9.47%。电子材料和其他业务收入占比较小，对公司收入影响不大。

从毛利率看，2018年，汽车整车毛利率较上年下降4.19个百分点，主要系产量下降、单位固定成本增加所致。2018年，车用零部件和五金冲压件及模具毛利率较上年变化不大，分别为16.93%和19.91%。2018年，房地产业务毛利率31.01%，较上年下降15.29个百分点，主要系不同项目的拿地成本差异所致。电子材料和其他业务收入在主营业务收入中占比较小，对公司毛利率水平影响不大。受上述因素影响，2018年，公司综合毛利率为16.80%，较上年下降1.55个百分点。

总体看，2018年，受汽车整车业务下滑影响，公司主营业务收入出现大幅下降，房地产业务成为大幅增长，成为收入有效补充；公司综合毛利率水平有所下降。

2．汽车整车业务

2018 年，我国乘用车行业整体下滑，公司汽车整车制造业务收入较上年下降 43.61%，占主营业务收入的 56.00%。公司汽车整车业务主要由永康众泰负责，产品消费群体集中在三、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。

采购方面，公司继续采取整车生产的部分车用零部件和五金冲压件由集团自产，其余通过采购部门向供应商采购的形式。从采购数量来看，因产销量减少，公司主要采购品种采购数量均出现不同程度下降。从采购均价来看，2018 年，除天窗总成销售单价较上年下降 31.29%外，其余主要采购品种价格保持稳定。

表 3　2016~2018 年整车业务主要采购情况（单位：万辆、万元）

采购项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价
1.5MT 发动机总成	18.32	1.20	10.86	0.95	9.36	0.95
1.8DCT 发动机总成	1.29	1.10	7.23	1.18	2.38	1.12
2.0DCT 发动机总成	5.52	1.49	2.88	1.46	0.31	1.46
AT 变速器总成	7.46	1.56	11.96	1.20	8.00	1.20
MT 变速器总成	18.01	0.34	9.63	0.34	6.44	0.34
预催化器总成	25.38	0.15	19.87	0.16	13.38	0.18
无机芯导航	20.37	0.18	17.65	0.15	11.76	0.15
天窗总成	9.36	0.28	9.05	0.26	6.95	0.18
电池总成	3.31	4.23	4.00	4.18	2.72	4.15

资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，2018 年，整车业务前五名供应商采购金额共计 32.55 亿元，占年度采购总额的 30.43%，采购集中度较上年下降 13.52 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。2018 年，公司汽车整车板块前五大供应商中无关联方。

表 4　2016~2018 年永康众泰前五大供应商采购（单位：万元、%）

时间	供应商名称	采购内容	采购金额	占采购总额比例
2016 年	供应商一	成套件	479,055.75	24.67
	供应商二	成套件	247,048.63	12.72
	供应商三	电池总成件	121,512.02	6.26
	供应商四	发动机总成	90,975.20	4.69
	供应商五	线束、钣金件	69,529.82	3.58
	合计	--	**1,008,121.42**	**51.92**
2017 年	供应商一	套件	268,928.86	15.39
	供应商二	成套件	261,684.90	14.97
	供应商三	变速器总成	91,212.35	5.22
	供应商四	发动机总成	74,056.60	4.24
	供应商五	电池总成	72,145.11	4.13
	合计	--	**768,027.82**	**43.95**
2018 年	供应商一	成套件、彩车身	106,782.23	9.98
	供应商二	成套件、彩车身	77,612.38	7.26
	供应商三	电池总成	63,273.38	5.92
	供应商四	发动机总成	47,567.86	4.45
	供应商五	变速器总成	30,248.26	2.83
	合计	--	**325,484.10**	**30.43**

资料来源：公司提供

生产方面，公司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。从产能来看，截至 2018 年底，随着襄阳基地和重庆基地的投产，公司拥有 83.00 万辆汽车的生产产能，较上年新增 10.00 万辆。从产量来看，公司主要车型产量均大幅下降，2018 年整体产量 14.30 万辆，较上年下降 45.83%。受产能提升和下游需求不足的双重影响，公司整车业务产能利用率较低。

表 5　2016~2018 年整车业务生产情况（单位：万辆、%）

生产基地	2016 年		2017 年		2018 年	
	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率
永康基地	20	55.40	30	43.70	30	16.96
杭州基地	10	30.50	10	31.06	10	31.24
湖南基地	8	36.50	8	21.88	3	34.40
临沂基地	10	42.51	10	30.96	10	2.63
金坛基地	15	54.33	15	31.57	15	6.86
襄阳基地	--	--	--	--	5	18.59
重庆基地	--	--	--	--	10	28.30
合计	**63**	--	**73**	--	**83**	--

资料来源：公司提供

销售方面，2018 年，因受整体行业景气度影响和旧车型销售不畅的影响，公司销售各车型整车 15.48 万辆，较上年下降 39.98%。由于公司“以销定产”的模式，产销率保持在较高水平，较上年提升 10.57 个百分点。

表6　2016~2018年公司整车产销情况（单位：万辆，%）

	2016 年			2017 年			2018 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
T 系列	10.53	10.31	97.91	12.62	12.83	101.69	8.27	8.25	99.83
大迈系列	8.39	8.11	96.65	4.35	4.20	96.43	0.62	1.19	190.11
S 系列	4.21	4.21	99.96	3.77	3.10	82.19	0.26	0.91	346.31
Z 系列	3.07	2.75	89.75	1.93	1.93	99.56	1.16	1.21	104.11
E 系列	2.93	3.28	111.69	3.72	3.74	100.74	2.45	2.47	100.66
君马系列	--	--	--	--	--	--	1.53	1.46	95.38
合计	**29.13**	**28.66**	**98.37**	**26.39**	**25.80**	**97.75**	**14.30**	**15.48**	**108.32**

资料来源：公司提供

从销售结算方式来看，2018年以来，受乘用车景气度下滑和公司产品销路不畅的双重影响，下游经销商出现资金紧张情况，公司给予核心经销商70%的赊销比例。

从销售集中度来看，2018 年，整车业务前五大客户销售金额占收入的比重为 16.25%，较上年上升 9.80 个百分点，公司对下游主要客户依赖度提高，集中度一般。公司汽车整车板块前五大客户中无关联方。

表 7　2016~2018 年永康众泰前五大客户情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2016 年	客户一	30,021.32	1.34
	客户二	24,880.38	1.11
	客户三	24,419.10	1.09
	客户四	18,319.65	0.82
	客户五	15,049.01	0.67
	合计	**112,689.46**	**5.03**
2017 年	客户一	70,726.10	3.03

	客户二	21,840.24	0.94
	客户三	18,318.71	0.78
	客户四	20,158.49	0.86
	客户五	19,574.31	0.84
	合计	**150,617.85**	**6.45**
2018 年	客户一	80,077.42	5.83
	客户二	78,045.78	5.68
	客户三	36,957.25	2.69
	客户四	16,839.05	1.23
	客户五	11,320.75	0.82
	合计	**223,240.26**	**16.25**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司整车业务产能有所提高，产销量较上年出现大幅下降，产能利用率水平较低，产销率保持在较高水平。

3．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。2018年，公司车用零部件板块实现收入32.17亿元，较上年下降19.33%；毛利率较上年下降1.49个百分点，主要系产量下降、单位固定成本上升所致。

采购方面，车用仪表件和车用零部件的生产成本中，原材料成本占比在80%以上，主要为钢材、铜和塑料。从采购量来看，由于生产量下降，公司主要采购原材料均有不同程度下降，2018年，钢材、铜和塑料的采购量分别较上年下降40.07%、29.58%和38.34%。从采购单价来看，基本保持稳定。

表 8　2016~2018 年零部件板块采购情况（单位：万吨、万元/吨）

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
钢材	采购量	11.63	17.65	10.58
	采购均价	0.47	0.48	0.49
铜	采购量	0.52	0.50	0.35
	采购均价	4.60	4.80	4.80
塑料	采购量	1.36	1.31	0.81
	采购均价	1.40	1.40	1.40

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2018年，车用零部件板块前五大供应商采购金额5.24亿元，占采购总额的55.90%，集中度较上年上升4.27个百分点，集中度较高。

生产方面，2018年，公司主要产品产能保持稳定；从产量来看，车用仪表件产量较上年变化不大，零部件产量大幅下降65.51%。受此影响，2018年，仪表件产能利用率58.88%，与上年变化不大；车用零部件产能利用率下降55.12个百分点至29.03%，产能利用率水平较低。

表 9　2016~2018 年零部件板块产销情况（单位：万套、万件、%）

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
车用仪表件	产能	300.00	300.00	300.00
	产量	157.69	172.77	176.64
	产能利用率	52.56	57.59	58.88
	销量	150.25	176.14	165.99
	产销率	95.28	101.95	93.97
车用零部件	产能	4,500.00	6,000.00	6,000.00
	产量	3,807.63	5,049.10	1,741.67
	产能利用率	84.61	84.15	29.03
	销量	3,774.85	4,890.30	1,806.66
	产销率	99.14	96.85	103.73

资料来源：公司提供

销售方面，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。从销量来看，仪表件销量较上年下降5.76%，零部件销量较上年下降63.06%；产销率分别为93.97%和103.73%，保持在较高水平。从销售结算方式来看，多采用银行承兑汇票，账期为三个月。从销售集中度来看，2018年，公司车用零部件业务板块前五大客户销售金额8.68亿元，占销售金额的70.78%，销售集中度较上年下降3.95个百分点，但集中度仍然很高。

总体看，2018 年，公司车用零部件业务受整车需求下滑的影响，产销量均出现大幅下滑，产能利用率较低，“以销定产”的生产方式使得产销率保持在较高水平；采购集中度和销售集中度均较高。

4．五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，为公司业务的快速发展提供了保障。2018年，公司五金冲压件及模具板块实现收入29.76亿元，较上年下降3.38%；毛利率变化不大。

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，其中采购的主要原材料为冷轧板和酸洗板。2018年，冷轧板和酸洗板采购数量受产量下降影响，较上年分别下降4.02%和4.17%，采购均价较上年变化不大。2018年，公司五金冲压件和模具板块前五大供应商采购金额11.61亿元，占该板块采购总金额的48.69%，集中度较上年下降7.70个百分点，集中度仍较高。

表 10　2016~2018 年五金冲压件及模具板块采购情况（单位：万吨、万元/吨）

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
冷轧板	采购量	15.51	17.94	17.22
	采购均价	0.52	0.54	0.54
酸洗板	采购量	10.29	12.01	11.51
	采购均价	0.48	0.49	0.49

资料来源：公司提供

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，模具业务产能、产量、销量近三年保持稳定。2018年，五金冲压件产能与上年持平，为35.00万套，受整车需求下降影响，产量和销量分别下降2.16%和11.53%；受此影响，五金冲压件产能利用率下降2.00个百分点至90.77%，产销率下降9.53个百分点至89.92%，均处于较高水平。

表 11　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	2018 年
五金冲压件	产能（万套）	35.00	35.00	35.00
	产量（万套）	31.06	32.47	31.77
	销量（万套）	30.72	32.29	28.57
	产能利用率（%）	88.74	92.77	90.77
	产销率（%）	98.9	99.45	89.92
模具	产能（台套）	3	3	3
	产量（台套）	3	3	3
	销量（台套）	3	3	3
	产能利用率（%）	100.00	100.00	100.00
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

2018年，公司五金冲压件及模具板块前五大客户销售金额占总销售收入的比重为43.47%，较上年变化不大，集中度较高。从结算方式来看，公司五金冲压件的销售结算以3个月银行承兑汇票为主。

总体看，2018 年，公司五金冲压件及模具业务产能无变化，产销量略有下滑，产能利用率和产销率处于较高水平。

5．经营效率

2018年，公司主要经营效率指标均有所下降。其中，应收账款周转次数由6.20次大幅下降至3.24次，主要系2018年营业收入下降、应收账款因结算政策变化大幅增加所致；存货周转率由2.58次下降至1.86次，主要系营业成本随销量下降所致；公司总资产周转率由0.66次下降至0.43次，主要系营业收入下降所致。

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 12　2018 年同行业上市公司经营效率情况（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
601238.SH	广汽集团	40.49	11.56	0.58
601633.SH	长城汽车	46.39	16.26	0.89
000625.SZ	长安汽车	41.23	11.81	0.66
601777.SH	力帆股份	4.02	4.37	0.38
000550.SZ	江铃汽车	11.34	10.04	1.14
000572.SZ	*ST 海马	4.14	4.56	0.39
	中位数	7.74	7.30	0.48
000980.SZ	**众泰汽车**	2.72	4.71	0.45

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，本表相关指标统一采用 Wind 数据，公司指标引用主要子公司众泰汽车（000980.SZ）数据

总体看，公司整体经营效率较低。

6．重大事项

（1）永康众泰业绩未达承诺

2017年，公司签署《盈利预测补偿协议》及其补充协议，作为补偿人承诺永康众泰2016~2019年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于12.10亿元、14.10亿元、16.10亿元和16.10亿元。永康众泰2018年经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为-4.91亿元，未达到业绩承诺，公司以46,846.97万股股票进行股份补偿，同时永康众泰原实际控制人金浙勇将补偿公司现金20.28亿元。截至本报告出具日，公司尚未收到原实际控制人金浙勇应付的业绩补偿款项，联合评级将持续关注该事项进展情况。

截至2018年底，公司对永康众泰进行商誉减值测试，并计提商誉减值3.20亿元，仍有较大规模的商誉（62.59亿元），若永康众泰未来经营业绩未达预期，公司商誉仍将存在减值风险。

（2）子公司众泰汽车收到深圳证券交易所的年报问询

2019 年 5 月，公司子公司众泰汽车收到上海证券交易所《关于对众泰汽车股份有限公司的年报问询函》（公司部年报问询函[2019]第 101 号），就业绩下滑、或有事项、永康众泰业绩补偿、商誉减值、现金流及偿债压力等事项进行问询。众泰汽车已于 2019 年 6 月 13 日回复。

7．经营关注

（1）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。

（2）汽车整车业务下滑

汽车整车业务行业周期性较为明显，且易受政策影响，2018 年以来行业发展低迷。同时，公司整车业务起步较晚，核心竞争力不足，目前市场占有率较低，品牌形象及市场知名度仍有待提升。汽车行业整体景气度下降和整车产品竞争力不足可能使公司业绩下滑。

（3）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。若之后永康众泰经营业绩未达预期，公司商誉存在进一步减值的风险。

（4）对下游结算政策放宽占用营运资金

2018年以来，受乘用车景气度下滑和公司产品销路不畅的双重影响，下游经销商出现资金紧张情况，公司给予核心经销商70%的赊销比例。结算政策变化将导致公司应收账款规模和回收期限增加，占用公司营运资金，造成流动性压力。

8．未来发展

共享汽车、网约车服务、停车服务、充电网络、多模式联运等业务是未来汽车行业的发展方向。公司将加强产品核心竞争力，要继续坚持创新为中心，强化自主研发和集成创新，掌控核心部件和技术，延伸汽车服务产业链，强调互联网+下的产融创新。实现智能化、电动化、网联化的重大突破。公司坚持以中国市场为主体，积极、稳健开拓海外市场；同时深化合资合作，创新合资合作发展道路，努力成为一流汽车企业。

总体看，未来公司仍以加强产品核心竞争力为主要目标，符合公司发展现状。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 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。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），2018 年对“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。

2018 年，公司合并范围内新增 2 家子公司，系坤泰车辆系统（常州）有限公司和泰牛汽车技术（苏州）有限公司，截至 2018 年底，公司合并范围内子公司共 13 家，合并范围变动较小，财务数据可比性较好。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 522.76 亿元，负债合计 354.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 168.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 52.62 亿元。2018 年，公司实现营业收入 220.09 亿元，净利润（含少数股东损益）11.60 亿元，其中，归属于母公司净利润 6.16 亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.84 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 522.76 亿元，较年初变化不大；其中流动资产占比 57.75%，非流动资产占比 42.25%，公司资产结构变动不大，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 301.88 亿元，较年初变化不大；公司流动资产主要由货币资金（占比 21.51%）、应收票据及应收账款（占比 29.39%）、其他应收款（合计）（占比 10.22%）和存货（占 30.54%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 64.94 亿元，较年初下降 18.57%，主要系经营收入产生现金流入减少所致；公司货币资金主要由银行存款（占比 51.76%）和其他货币资金（比 31.31%）构成，其中使用受限的货币资金占比 48.14%，为票据保证金，受限货币资金占比较高。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 88.72 亿元，变化不大。其中，应收票据 9.40 亿元（银行承兑汇票占比 96.77%），较年初大幅下降 72.32%，主要系公司减少使用票据结算所致；应收账款 79.32 亿元，较年初增长 46.03%，主要系整车业务延长对经销商的账期所致。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 50.94%，其中，1 年以内的占比 89.53%，1~2 年的占比 9.36%，其余为 2 年以上，公司应收账款账龄较短。截至 2018 年底，公司已计提坏账准备 1.12 亿元，计提比例 1.39%；公司前五大客户应收账款合计金额 35.97 亿元，占应收账款期末余额的 44.72%，集中度较高。

截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）30.85 亿元，较年初大幅增长 153.27%，主要系应收业绩承诺补偿款增加所致。公司其他应收款中无风险组合占比 88.27%，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比 11.73%；其中，1 年以内的占比 44.48%，1~2 年的占比 19.57%，2~3 年的占比 22.33%，其余为 3 年以上，公司其他应收款账龄较长。截至 2018 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.51 亿元，计提比例 1.62%，考虑到公司其他应收款大部分为无风险组合，计提较为充分；公司其他应

收款前五大客户合计金额 26.27 亿元（应收关联方占比 94.54%），占期末余额的 83.76%，集中度很高。

截至 2018 年底，公司存货账面余额 92.19 亿元，较年初下降 8.94%，主要系库存商品和开发成本减少所致；公司存货主要由开发成本（占比 59.58%）、库存商品（占比 16.34%）和原材料（占比 14.21%）构成。截至 2018 年底，公司累计计提存货跌价准备 2.17 亿元，主要集中在库存商品；公司有 22.06 亿元的存货受限，用于抵押借款，占存货期末余额的 23.93%，受限比例较高。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 220.88 亿元，较年初增长 9.32%，主要系可供出售金融资产增加所致；主要由可供出售金融资产（占比 12.43%）、固定资产（占比 35.24%）、无形资产（占比 20.31%）和商誉（占比 28.34%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 27.45 亿元，较年初大幅增加 19.88 亿元，主要系新增对哈尔滨银行的股权投资所致。

截至 2018 年底，公司固定资产（合计）账面价值 77.83 亿元，较年初增长 10.05%，主要系机器设备增加所致；公司固定资产主要以房屋及建筑物（占比 35.81%）和机器设备（占比 62.60%）为主。截至 2018 年底，公司固定资产累计折旧 36.53 亿元，固定资产成新率为 70.01%，成新率尚可。截至 2018 年底，公司有账面价值 38.31 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 49.22%，受限固定资产占比较高。

截至 2018 年底，公司无形资产 44.87 亿元，较年初变化不大；以土地使用权（占比 35.81%）、专有技术（占比 40.47%）和商标权（占比 18.93%）为主。截至 2018 年底，无形资产累计摊销 11.92 亿元，计提减值准备 0.17 亿元。截至 2018 年底，公司有账面价值 9.11 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 20.30%，受限资产占比较高。

截至 2018 年底，公司商誉 62.59 亿元，较上年变化不大，主要系收购永康众泰所产生；计提商誉减值准备 3.20 亿元。未来若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 2018 年底，公司受限资产总额 107.88 亿元，占总资产的 20.64%，受限资产规模较高。

表 13　截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
其他货币资金	31.26	票据保证金
存货	22.06	抵押借款
固定资产	38.31	抵押借款
无形资产	9.11	抵押借款
应收票据	6.93	银行承兑汇票质押
应收账款	0.21	质押借款
合计	**107.88**	--

资料来源：公司年报
注：公司另将子公司价值 55.96 亿元的股权用于质押借款

总体看，2018年底，公司资产规模较上年变化不大，资产构成较为均衡；应收票据及应收账款、存货、固定资产和商誉占比较大，受限资产规模较大，资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 354.27 亿元，较年初变化不大；其中流动负债占比 83.38%，较上年上升 5.00 个百分点，非流动负债占比 16.62%，以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 295.38 亿元，较年初增长 8.47%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 36.47%）、应付票据及应收账款（占比 42.19%）、和一年内到期的非流动负债（占比 9.99%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 107.73 亿元，较年初增长 12.67%，主要系业务规模扩大、所需营运资金增加所致；公司短期借款主要由质押+保证借款（占比 29.41%）、保证借款（占比 26.23%）、抵押+保证借款（占比 20.04%）和保证+质押+抵押借款（占比 14.30%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 124.62 亿元，较年初增长 8.21%，其中，应付票据 56.81 亿元，主要为银行承兑汇票（占比 99.21%），较年初增长 61.10%，主要系使用票据背书等其他方式向供应商支付货款增加所致；公司应付账款 67.81 亿元，主要为应付货款（占比 91.52%），较年初下降 15.14%，主要系公司产量下降、采购原材料减少所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 29.51 亿元，较年初大幅增加 22.74 亿元，主要系剩余期限不足一年的长期借款和应付债券转入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 58.90 亿元，较年初下降 21.61%，主要系应付债券减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 36.99%）、应付债券（占比 33.96%）和长期应付款（合计）（占比 17.07%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 21.79 亿元，较年初下降 24.67%，主要系剩余期限不足一年的长期借款转出所致；公司长期借款 1~2 年到期的有 20.21 亿元（占比 92.75%），集中偿付压力较大。

截至 2018 年底，公司应付债券 20.00 亿元，较年初下降 42.86%，主要系剩余期限不足一年的“16 铁牛 01”和“16 铁牛债”转出所致。公司“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”均将于 2023 年到期，届时将面临较大的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司长期应付款（合计）10.05 亿元，较年初增长 143.91%，全部为应付融资租赁款；其中，1~2 年到期的有 5.04 亿元（占比 50.09%），2~3 年到期的有 3.24 亿元（占比 32.20%）；考虑到公司短期借款和长期借款期限，公司集中偿付压力较大。

截至 2018 年底，公司全部债务 245.89 亿元，较年初增长 19.55%，主要系短期债务增加所致；其中短期债务占比 78.92%，较年初上升 12 个百分点，长期债务占比 21.08%，债务结构有待调整。截至 2018 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 67.77%、59.34%和 23.53%，分别较上年下降 1.28 个百分点、上升 2.43 个百分点和下降 6.88 个百分点，公司债务负担重。

总体看，2018 年底，公司负债规模较年初变化不大，流动负债占比进一步上升；公司债务规模进一步增长，且以短期债务为主，债务结构有待优化，整体债务负担重。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 168.49 亿元，较年初增长 8.20%，主要系未分配利润增加所致。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益 52.62 亿元，占公司所有者权益的 31.23%，其中实收资本占比 31.70%，资本公积占比 18.69%，盈余公积占比 2.87%，未分配利润占比 46.74%。公司所有者权益中，少数股东权益和未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模有所增长，归属于母公司的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

2018 年，公司实现营业收入 220.09 亿元，较上年下降 27.81%，主要系整车业务收入下降所致；公司营业成本 182.71 亿元，较上年下降 26.53%；实现营业利润-7.62 亿元，较上年减少 23.29 亿元，主要系费用总额和资产减值损失增加所致；实现净利润 11.60 亿元，较上年下降 12.40%。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额 37.04 亿元，较上年增长 13.34%，主要系研发费用和财务费用增加所致，其中，销售费用较上年增长 7.95%至 11.74 亿元；管理费用较上年下降 5.99%至 9.06 亿元；研发费用较上年增长 51.03%至 6.14 亿元，主要系研发人员薪酬支出增加所致；财务费用较上年增长 24.66%至 10.11 亿元，主要系新发债券所致。2018 年，公司费用收入比为 16.83%，较上年上升 6.11 个百分点，公司费用控制能力有所下降。

非经营性损益来看，2018 年，公司资产减值损失 4.47 亿元，较上年大幅增加 4.24 亿元，主要系新增商誉减值损失和存货跌价损失所致；资产减值损失影响利润总额的 36.81%，对利润侵蚀明显。2018 年，公司其他收益 2.04 亿元，较上年大幅增加 1.84 亿元，主要系收到政府补助增加所致；其他收益占公司利润总额的 16.83%。2018 年，公司营业外收入 20.60 亿元，较上年大幅增加 18.99 亿元，主要系确认永康众泰 20.28 亿股东补偿款所致；营业外收入是利润总额 1.70 倍，公司利润总额对营业外收入依赖严重。

盈利指标方面，2018 年，公司主要盈利指标有所下降，总资本收益率 5.52%、总资产报酬率 4.28%、净资产收益率 7.16%，较上年分别下降 0.74 个百分点、1.00 个百分点和 3.68 个百分点。与同行业上市公司比较来看，2018 年公司盈利指标处于行业中等水平。

表 14　2018 年同行业上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
601238.SH	广汽集团	18.56	9.34	14.94
601633.SH	长城汽车	16.69	5.24	10.24
000625.SZ	长安汽车	14.65	0.19	1.45
601777.SH	力帆股份	9.08	5.57	3.46
000550.SZ	江铃汽车	13.59	-0.52	0.80
000572.SZ	*ST 海马	7.01	-16.93	-28.64
	中位数	**11.33**	**0.10**	**1.13**
000980.SZ	**众泰汽车**	**13.54**	**2.57**	**4.64**

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，本表相关指标统一采用 Wind 数据，公司指标引用主要子公司众泰汽车（000980.SZ）数据

总体看，2018 年，公司收入和利润规模大幅下降，资产减值损失对营业利润侵蚀明显，营业利润出现亏损，非经常性损益对利润贡献很大，且持续性较差；公司费用控制能力有待提高，整体盈利能力有所下降。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 221.13 亿元，较上年下降 34.86%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；公司经营活动产生的现金流出 236.88 亿元，较上年下降 27.25%。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动的现金流净额-15.76 亿元，由净流入转为

净流出。从收入实现质量看，2018 年，公司现金收入比 96.48%，较上年下降 13.74 个百分点，收入实现质量大幅下降。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 19.10 亿元，较上年大幅增长 200.72%，主要系处置子公司、收回投资收到的现金大幅增加所致；公司投资活动现金流出 51.90 亿元，较上年大幅增长 99.54%，主要系收购哈尔滨银行股权支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金净流出 32.80 亿元，较上年净流出规模扩大 66.84%。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 286.74 亿元，较上年下降 16.02%，主要系公司吸收投资收到现金减少所致；公司筹资活动现金流出 265.07 亿元，较上年下降 13.20%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动现金流净额 21.67 亿元，较上年下降 39.92%。

总体看，2018 年，随着营业收入下降，公司经营活动现金流由净流入转为净流出，收入实现质量大幅下降；投资活动现金净流出规模大幅扩大，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 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别由上年的 1.11 倍和 0.73 倍下降至 1.02 倍和 0.71 倍；公司现金短期债务比由上年的 0.83 倍下降至 0.38 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力一般。整体看，公司短期偿债能力大幅下降。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 26.16 亿元，较上年下降 24.84%；公司 EBITDA 由利润总额（占比 46.40%）、计入财务费用的利息支出（占比 37.52%）、摊销（占比 5.45%）和折旧（10.62%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数由 4.54 倍下降至 2.67 倍，公司的 EBITDA 全部债务比由 0.17 倍下降至 0.11 倍，EBITDA 对利息保障能力尚可，对全部债务保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力有所下降。

截至 2018 年底，公司对外担保总额 26.75 亿元，占公司净资产的 15.87%，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 年底，公司取得银行等金融机构授信 171.32 亿元，尚未使用额度 15.38 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众泰汽车（股票代码：000980.SZ）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），具有直接融资渠道。

截至 2018 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 2019 年 3 月 28 日，公司未结清业务中无关注类、不良类信息记录；已结清债务中有 5 笔欠息记录，其中 2013 年及以前年度发生有 3 笔，由于历史久远已无法查明；2016 年 2 月 17 日因银行系统问题、2018 年 6 月 27 日因财务人员失误产生欠息，均已于次日偿还。

总体看，公司长短期偿债能力均大幅下降，未来随着公司对汽车产业链的整合和销售渠道的拓展，其经营规模与竞争力有望增强，整体偿债能力有望得到增强。

七、债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）74.34亿元，约为待偿本金（合计22.37亿元）的3.32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，2018年，公司 EBITDA 为26.16亿元，约为待偿本金（22.37亿元）的1.17倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入221.13亿元，约为债券本金合计（22.37亿元）的9.89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”、“18铁牛01”和“18铁牛02”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

1．担保条款

为确保公司债券如期兑付，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“16 铁牛债”、“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”向债券持有人出具的担保协议、担保函，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 2018 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 2019 年 4 月 24 日的个人征信报告，应建仁资信状况良好，未发生贷款逾期。

截至 2018 年底，应建仁先生对外担保总额合计 137.91 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，受汽车行业景气度下行影响，公司整车产销量大幅下降，整车销售收入也随之大幅下降；受单位固定成本上升影响，整车业务毛利率也有所下降；受整车业务影响，零部件业务和五金冲压件及模具业务收入和毛利率也有所下降；由于期间费用和资产减值损失对营业利润侵蚀严重，公司营业利润出现亏损。此外，联合评级也关注到公司大额应收账款和存货对运营资金占用严重、子公司股权及资产质押比例过高、债务负担重且短期偿债压力较大、对外担保规模较大、商誉规模

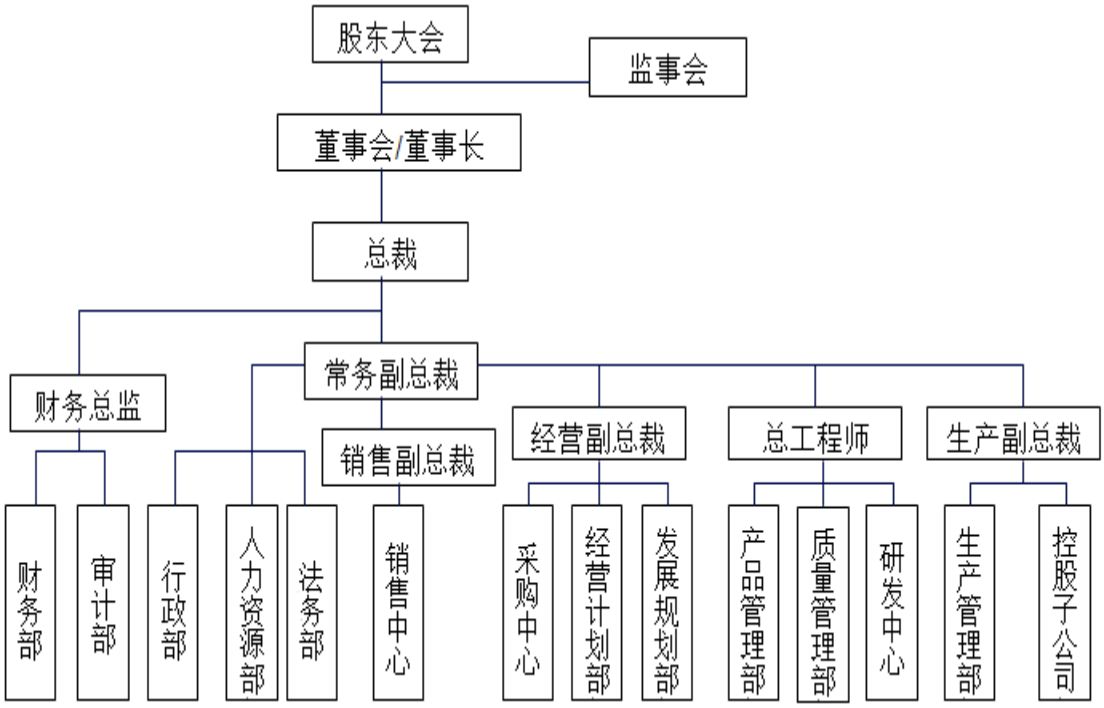
很大且存在减值风险、经营活动现金流大幅恶化以及子公司未完成业绩承诺等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司整合现有资源和产能释放，公司综合实力有望提升。

“16 铁牛债”、“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”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，联合评级下调公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时下调“16 铁牛债”、“18 铁牛 01”和“18 铁牛 02”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 2018 年底铁牛集团有限公司对外担保明细

序号	提供担保方	被担保方	关系	担保总额（万元）	担保起始日	担保到期日
1	铁牛集团有限公司	浙江金磐机电实业有限公司	非关联方	1,600.00	2018-11-14	2019-11-13
2	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	2018-8-14	2019-8-13
3	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	2018-8-16	2019-8-14
4	铁牛集团有限公司	浙江金磐机电实业有限公司	非关联方	2,300.00	2018-7-30	2019-7-29
5	铁牛集团有限公司	浙江金磐机电实业有限公司	非关联方	1,940.00	2018-11-23	2019-11-22
6	铁牛集团有限公司	浙江金磐机电实业有限公司	非关联方	1,490.00	2018-7-11	2019-7-10
7	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
8	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	2,355.00	2018-9-14	2019-9-14
9	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	400.00	2018-6-29	2019-6-28
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	1,500.00	2016-6-28	2017-6-27
11	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
12	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
13	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
14	铁牛集团有限公司	弘大集团有限公司	非关联方	1,505.75	2016-11-16	2017-11-15
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
16	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	2018-3-1	2018-10-30
17	铁牛集团有限公司	锐展（铜陵）科技有限公司	非关联方	6,000.00	2018-8-6	2021-8-5
18	铁牛集团有限公司、金马集团有限公司、安徽铜峰电子集团有限公司	锐展（铜陵）科技有限公司	非关联方	30,000.00	2018-7-19	2019-7-18
19	铁牛集团有限公司	锐展（铜陵）科技有限公司	非关联方	2,500.00	2018-12-19	2019-12-19
20	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	2018-12-26	2019-12-26
21	铁牛集团有限公司	锐展（铜陵）科技有限公司	非关联方	8,000.00	2018-6-13	2021-6-13
22	铁牛集团有限公司、安徽铜峰电子集团有限公司	锐展（铜陵）科技有限公司	非关联方	7,000.00	2018-8-3	2019-8-3
23	铁牛集团有限公司	众泰国际汽车贸易有限公司	非关联方	6,500.00	2018-11-23	2020-11-25
24	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
25	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	19,800.00	2018-8-21	2019-8-6
26	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	14,800.00	2018.8	2019.8
27	铁牛集团有限公司、浙江卓诚兆业投资开发有限公司	临沂众泰汽车零部件制造有限公司	非关联方	30,000.00	2018-12-28	2021-12-21
28	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
29	铁牛集团有限公司、金马集团有限公司、安徽铜峰电子集团有限公司	浙江德昱汽车零部件有限公司	非关联方	1,000.00	2018-9-25	2019-9-24
30	铁牛集团有限公司	重庆众泰汽车工业有限公司	非关联方	5,000.00	2018-11-27	2019-11-26
31	铁牛科技股份有限公司	永康市金路工贸有限公司	非关联方	480.00	2018-1-11	2019-1-10
32	铁牛科技股份有限公司	浙江开成电缆制造有限公司	非关联方	1,000.00	2017-10-25	2018-10-25
33	铁牛科技股份有限公司	浙江开成电缆制造有限公司	非关联方	1,309.00	2017-11-6	2018-11-6
34	铁牛科技股份有限公司	浙江开成电缆制造有限公司	非关联方	1,670.00	2018-1-4	2019-1-3
35	铁牛集团有限公司	三锋集团有限公司	非关联方	2,000.00	2018-6-7	2019-6-6
36	铁牛集团有限公司	三锋集团有限公司	非关联方	3,000.00	2018-6-2	2019-6-3
37	铁牛集团有限公司	三锋集团有限公司	非关联方	5,000.00	2018-9-5	2019-9-19
38	铁牛集团有限公司	众泰控股集团有限公司	关联方	10,000.00	2018-6-13	2019-6-12
39	铁牛集团有限公司	众泰控股集团有限公司	关联方	2,000.00	2018-4-23	2019-4-22
40	铁牛集团有限公司、金马集团有限公司、安徽铜峰电子集团有限公司	永康市模具加工中心有限公司	关联方	4,000.00	2018-8-16	2019-8-15
	合计			**267,469.75**		

附件 3　铁牛集团有限公司
主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	425.98	503.16	522.76
所有者权益（亿元）	88.81	155.72	168.49
短期债务（亿元）	157.93	137.64	194.05
长期债务（亿元）	60.01	68.05	51.84
全部债务（亿元）	217.94	205.69	245.89
营业收入（亿元）	144.11	304.89	220.09
净利润（亿元）	5.06	13.24	11.60
EBITDA（亿元）	17.56	34.81	26.16
经营性净现金流（亿元）	-19.13	13.86	-15.76
应收账款周转次数（次）	4.69	6.20	3.24
存货周转次数（次）	1.74	2.58	1.86
总资产周转次数（次）	0.46	0.66	0.43
现金收入比率（%）	78.58	110.22	96.48
总资本收益率（%）	5.58	6.26	5.52
总资产报酬率（%）	4.52	5.28	4.28
净资产收益率（%）	6.29	10.83	7.16
营业利润率（%）	17.02	15.25	14.34
费用收入比（%）	12.37	10.72	16.83
资产负债率（%）	79.15	69.05	67.77
全部债务资本化比率（%）	71.05	56.91	59.34
长期债务资本化比率（%）	40.32	30.41	23.53
EBITDA 利息倍数（倍）	2.30	4.54	2.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.17	0.11
流动比率（倍）	0.98	1.11	1.02
速动比率（倍）	0.66	0.73	0.71
现金短期债务比（倍）	0.71	0.83	0.38
经营现金流动负债比率（%）	-6.96	5.09	-5.33
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.79	1.56	1.17

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，已计入长期债务及相关指标计算；4. 2016 年公司其他非流动负债为中长期优惠利率贷款，已计入长期债务及相关指标计算；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 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。