

跟踪评级公告

联合[2015] 569 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持万向钱潮股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“14万向CP001” A-1的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

万向钱潮股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 万向 CP001	15 亿元	2014/05/23-2015/05/23	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 5 月 14 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	21.94	21.85	41.75
资产总额(亿元)	94.33	97.43	119.03
所有者权益(亿元)	45.34	38.43	43.59
短期债务(亿元)	9.55	15.60	30.62
全部债务(亿元)	26.58	32.25	46.58
营业收入(亿元)	88.30	92.62	98.29
利润总额(亿元)	5.87	6.98	8.88
EBITDA(亿元)	11.46	12.19	14.52
经营性净现金流(亿元)	6.77	13.39	13.58
营业利润率(%)	16.87	19.35	21.74
净资产收益率(%)	11.64	15.71	17.95
资产负债率(%)	51.93	60.56	63.38
全部债务资本化比率(%)	36.96	45.63	51.66
流动比率(%)	174.97	136.06	135.14
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	2.64	3.21
EBITDA 利息倍数(倍)	4.79	6.13	6.83
经营现金流/负债(%)	21.31	31.82	23.41

注: 1.其他流动负债中的短期融资券已调整至短期债务。
2.公司于 2013 年 12 月 26 日完成了对万向通达公司的股权收购事宜,由于属同一控制下企业合并,2012 年财务数据已作追溯调整。

分析师

张小平 杨学慧

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内,万向钱潮股份有限公司(以下简称“公司”)收入规模稳定增长,毛利率有所提升,公司继续围绕汽车零部件主业进行研发和投入,积极推动产品结构升级。公司剥离了湖北钱潮汽车零部件有限公司等盈利能力较弱的资产,公司整体盈利能力明显提升,竞争力得到进一步增强。

另一方面,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到汽车零部件行业竞争激烈、公司债务规模增长、债务负担上升等因素对其信用水平的不利影响。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14 万向CP001” A-1的信用等级。

优势

1. 公司是中国大型的汽车零部件生产企业之一,产品组合丰富,技术实力和品牌影响力处于国内领先地位,竞争优势突出。
2. 跟踪期内,公司主要产品产销量和收入规模均有提升,毛利率水平较高。
3. 跟踪期内,公司剥离了盈利能力差的子公司,优化了资源配置,提升了公司的盈利能力。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流对“14 万向 CP001”的保障能力强。

关注

1. 汽车零部件市场竞争激烈,外资厂商占据高端市场,对本土零部件生产企业构成冲击。
2. 公司债务规模尤其是短期债务规模增长较快,债务负担相应有所加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与万向钱潮股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与万向钱潮股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因万向钱潮股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由万向钱潮股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 万向 CP001”到期兑付前有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于万向钱潮股份有限公司主体长期信用及存续期内的“14 万向 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

万向钱潮股份有限公司(以下简称“公司”或“万向钱潮”)是经浙江省股份制试点工作协调小组“浙股(1992)1号”文件批准,由万向集团有限公司(以下简称“万向集团”)、中国汽车工业投资开发公司、中国工程与农业机械进出口公司、华联汽车发展有限公司四家发起人于1993年共同发起,以募集方式设立的股份有限公司。1994年1月,公司股票在深圳证券交易所挂牌交易(万向钱潮,000559.SZ)。截至2014年底,公司股本总额19.12亿元,其中万向集团有限公司持有公司51.53%的股份,万向经理人发展责任激励会拥有万向集团公司100%权益,其中鲁冠球先生在万向经理人发展责任激励会占有80%的比例,鲁冠球先生为公司实际控制人。

公司经营范围主要包括:汽车零部件及相关机电产品的开发、制造和销售,实业投资开发,金属材料、建筑材料的销售和技术咨询服务。

公司下设市场部、财务部、技术中心、发展部、国际业务部、行政部、人力资源部、精益生产管理部等职能部门。

截至2014年底,公司合并资产总额119.03亿元,所有者权益合计43.59亿元(其中少数股东权益3.79亿元)。2014年,公司实现营业收入98.29亿元,利润总额8.88亿元。

公司注册地:浙江省杭州市萧山区万向路;法定代表人:鲁冠球。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增加4292亿元,增长7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860亿元,比上年增加6849亿元,增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元,同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元,比上年增加11449亿元,增长8.2%。其中,中央本级支出22570亿元,比上年增加2098亿元,增长10.2%;地方财政支出129092亿元,比上年增加9351

亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

1. 行业概况

2011 年以来，由于汽车购置优惠政策退出、部分城市治堵限购政策实施的影响、受油耗准入政策的实施等因素影响，使得中国汽车行业呈现增速回落趋势。根据中国汽车工业协会统计，2014 年，中国累计生产和销售汽车 2372.29 万辆和 2349.19 万辆，同比分别增长 7.3% 和 6.9%，其中，乘用车产销分别为 1991.98 万辆和 1970.06 万辆，同比分别增长 10.2% 和

9.9%；商用车产销 380.31 万辆和 379.13 万辆，同比分别下降 5.7% 和 6.5%。

2014 年，汽车销量排名前十位的企业集团销量合计为 1943 万辆，比上年增长 8.47%，高于全行业增速 1.57 个百分点，占汽车销量总量的 89.7%，比上年提高 1.3 个百分点。

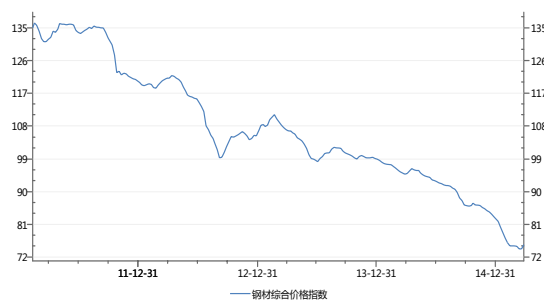
中国汽车工业的快速发展为中国汽车零部件行业提供了新的发展机遇。同时，近年来中国高关税、配额等贸易壁垒和国产化率等非贸易壁垒的松动，促使外资企业大举进入中国汽车行业。一大批国际汽车公司在中国投资设厂或扩大投资，给中国汽车零件制造企业提供了巨大的市场空间。2014 年，中国汽车零部件行业销售收入达到 2.91 万亿元，同比增长 7.38%。2014 年，中国汽车零部件行业增长速度有所下降。

2. 上游产业概况

汽车零部件生产所用原材料主要包括钢铁、铝合金、塑料、橡胶、玻璃、纺织品、其他有色金属等，其中钢铁占有较高比重；在汽车轻量化的趋势下，钢铁所占比重有下降趋势，部分零部件制造改由金属合金和塑料替代，但替代进度较为缓慢。

钢材价格方面，2012 年 9 月，钢材价格指数跌破 100 点大关，随后指数在 110 点附近震荡，此后钢价一直萎靡不振，2014 年底，钢材综合价格指数降至 83.09 点。近期钢材价格的低位盘整给汽车零部件生产企业减轻了部分成本压力。

图 1 2011~2014 年钢材价格指数



资料来源：Wind 资讯

3. 行业竞争

根据 Wind 资讯的统计数据，截至 2014 年底，中国共有汽车零部件生产企业 11110 家，较 2013 年底增加 777 家，行业竞争压力加剧，平均每家企业产值仅为 2.62 亿元左右，中国汽车零部件生产企业规模普遍偏小，数量较多，行业集中度低，从而削弱了对上下游产业的议价能力。

近年随着汽车零部件专业化供应体系的形成，专业化、规模化的汽车零部件企业逐渐成为整车生产企业的重要战略合作伙伴。目前，中国汽车零部件企业主要销售渠道包括整车配套市场、维修市场和出口市场，其中，配套市场是大型汽车零部件生产企业的主要目标渠道，通过自身在规模、技术、品牌、资金、管理等方面的优势，与整车生产企业建立稳定的合作关系，塑造竞争优势。对于规模、资金、技术实力较弱的生产厂商，只能通过 OEM 模式为国内外大型零部件企业代工生产，产品销售以维修市场为主，渠道稳定性较差。

国际竞争方面，汽车产业的国际化转移和零部件全球采购体系的形成，为中国专业零部件生产企业提供了良好的成长环境。由于中国汽车工业的快速发展和具备显著的低成本优势，2000 年以来，中国汽车零部件出口持续快速增长。但中国汽车零部件生产企业的竞争优势主要体现在低成本方面，目前还不具备生产高附加值、高科技产品能力，优势零部件主要集中在传统小型零部件上，特色产品及高附加值产品少。

4. 行业关注

（1）汽车行业增长减缓

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。中国为应对国际金融危机，前期出台了相关的产业刺激政策，但 2011 年以来，中国相关政策进行了调整，汽车购置优惠政策退出、部分城市治堵限购政策实施、受油耗准入政策的实施等因素影

响，使得中国汽车行业呈现增速回落趋势。因此，汽车零部件行业可能因整车市场的增长减缓而出现回落的状况。

（2）市场竞争加剧

随着汽车跨国公司进入中国开拓市场，全球排名前 100 位的汽车零部件供应商中有 70% 已来华开展业务，在中国内地进行汽车零部件生产的外资企业超过 1200 家，在中国汽车零部件市场已经占到 60% 以上的份额。整个汽车零部件行业竞争十分激烈，国内汽车零部件企业面临着巨大压力。

（3）产品附加值低

中国大多数零部件生产商目前还不具备生产高附加值、高科技产品的能力，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，国内占优势零部件主要集中在传统小型零部件上，特色产品及高附加值产品少。近年来，包括美国旦纳（DANA）、英国吉凯恩（GKN）和博世等世界著名的汽车零部件生产企业均实现了在中国市场本土化的产业布局，凭借其技术、管理、品牌等方面的优势，以及与国际大型整车厂商良好的合作关系，占据了中国汽车零部件生产的高端市场，对中国本土零部件生产企业构成冲击。

5. 未来发展

中国汽车工业发展规划提出，要全面提升汽车零部件竞争力，提高自主发展实力；支持同类、同系统的零部件生产企业共享市场、技术人才及相关资源，发展成具有行业综合优势的零部件综合骨干企业；鼓励零部件企业与整车企业建立长期战略合作伙伴关系，积极参与整车企业的产品开发，不断提高系统零部件开发水平；逐步建立完善零部件生产体系和产品标准体系，形成零部件系统开发模块化配套能力。总体上，中国汽车工业的发展为零部件行业提供了巨大的市场空间，但在行业快速发展的过程中，由于原材料价格的上涨和市场竞争的加

剧，零部件行业的利润水平受到限制。考虑到中国居民的消费升级，以及不断增长的汽车保有量，从长期的角度看，汽车零部件行业市场前景广阔。未来随着企业自主研发的加强，以及行业的整合，现有的市场格局有望转变，企业规模和整体盈利能力将随之改善。

五、基础素质分析

1. 企业规模

公司是中国大型汽车零部件生产企业之一，专业生产汽车底盘及悬架系统、汽车传动系统、汽车制动系统、轮毂单元、轴承、精密件、工程机械零部件等汽车系统零部件，目前已经形成传动系统、底盘系统、轴承系统、排气系统和燃油箱等系列汽车零部件产品。

公司拥有约8300万套万向节的生产能力，是全球规模最大、设备最先进的万向节产品生产基地，公司万向节产品国内市场占有率稳定在65%左右，轮毂轴承及单元国内第一，传动轴、等速驱动轴以及底盘系统均位列国内前三。同时，公司的传动轴总成及各类轴承等产品的产销规模均居中国同行业前列。

公司已与国内十多家汽车主机厂建立了长期稳定的配套关系。公司品牌知名度较高，“钱潮”牌商标是国家质量技术监督局确定的国家重点保护名优产品，“钱潮QC”获中国世界名牌产品称号，良好的品牌形象为公司扩大市场规模起到了明显的推动作用。

2. 技术水平

公司拥有国家级企业技术中心、国家级实验室、国家优秀博士后科研工作站、省级院士专家工作站和高科技孵化中心等。

公司深入开展了汽车底盘系统集成及关键零部件的正向自主设计研究，从单一零部件提升到系统集成层面，进而发展到多车型共享底盘平台开发，掌握了结构设计、强度分析、性能仿真、NVH、疲劳寿命预测及系统集成等关键技术。公司在万向节、轮毂轴承单元、等

速驱动轴和传动轴等关键零部件研发和制造技术水平方面处于国内领先水平。截至2014年底，公司拥有有效专利642项（其中发明专利54项）、软件著作权28项，主持和参与起草国际、国内、行业标准共35项。

总体看，公司的生产技术和研发实力在中国汽车零部件制造领域处于领先地位，并为公司后续发展提供可靠的技术保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司非职工代表监事郭盛先生辞去其所担任的公司第七届监事会非职工代表监事职务，郭盛先生的辞职不会导致公司监事会成员低于法定最低人数；周建群先生因身体健康原因不再担任公司董事，顾福祥先生因工作变动原因不再担任公司董事，管大源先生和李平一先生被选举为公司董事。

跟踪期内，公司管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2014年，公司实现主营业务收入92.45亿元，同比增长5.86%，其中汽车零部件收入占91.86%，较2013年上升4.4个百分点；钢铁、生铁等大宗商品交易收入是公司另一主要收入来源，在主营业务收入中占比为7.39%，较2013年占比下降0.9个百分点；同期，煤炭贸易板块收入占比大幅下降，为0.72%。总体来看，跟踪期内，钢铁、生铁和煤炭等贸易收入占比下降，汽车零部件板块收入占比上升，汽车零部件板块的主业地位得到进一步凸显。

从盈利方面看，跟踪期内公司总体盈利水平持续上升，保持在较高的水平。2014年，公司综合毛利率为22.35%，较2013年上升2.64个百分点，主要由于公司加大技术研发投入使汽车零部件产品附加值提升以及公司剥离盈利能力差的子公司（2014年，公司转让子公司

湖北钱潮汽车零部件有限公司 57.89%的股权，该公司为雨刮器和阀类产品生产主体）所致。其中汽车零部件板块毛利率为 24.11%，较上年

上升 1.96 个百分点，主要由于等速驱动轴和轮毂单元等毛利率较高的产品销售量增长所致。

表 1 2012 年~2014 年公司主营业务收入和毛利率构成

(单位: 亿元、%)

主营业务收入	2012 年	2013 年	2014 年	主营业务毛利率	2012 年	2013 年	2014 年
汽车零部件	70.57	76.38	84.92	汽车零部件	20.03	22.15	24.11
钢铁、铁合金等	7.26	7.24	6.83	钢铁、生铁	2.14	2.55	2.60
煤炭	5.52	3.64	0.67	煤炭	1.57	2.97	0.68
其他	0.24	0.08	0.03	其他	7.64	2.02	2.70
合计	83.60	87.33	92.45	合计	17.22	19.71	22.35

资料来源: 公司提供

注: 公司 2013 年收购了同一控制下企业万向通达公司, 2012 年主营业务数据已做相应调整。

2. 原材料采购

公司生产原料主要包括钢材和各类基础配件, 在主营业务成本构成中, 钢材占比较大, 公司所需钢材均由控股子公司浙江大鼎贸易公司批量集中采购, 这有利于提高采购议价能力, 降低平均采购成本。

公司与宝钢、淮钢、江阴兴澄等钢材供应商建立了稳定的合作关系, 以上企业钢材供应量约占公司总采购量 80%以上。公司与主要供应商签订年度框架协议, 保证原料供应渠道稳定; 每月签订价格协议, 在钢材价格市场波动频繁时, 及时调整钢材价格。

2014 年, 钢材均价继续下降, 公司 2014 年的钢材平均采购价格为 4437.00 元/吨, 较 2013 年的全年平均价格下降了 6.71%; 2014 年采购量为 20.78 万吨, 同比增长 23.99%, 主要是公司产品产量增长所致。

表 2 2012 年~2014 年公司钢材采购情况

单位	2012 年	2013 年	2014 年
采购量 (万吨)	15.06	16.76	20.78
均价 (元/吨)	4888.00	4756.00	4437.00

资料来源: 公司提供

公司合理适度调整原材料储备以规避钢材价格波动风险, 集中采购措施在一定程度上提高了议价能力; 此外公司还不断加强与整车厂商的稳定合作, 有一定的成本传导能力; 各种

措施的实施有力地帮助了公司缓解成本压力。

3. 生产经营

公司汽车零部件产品分为传动、底盘、轴承、排气系统和燃油箱等产品, 主要由各下属子公司负责生产。公司采取“以销定产”的方法按订单组织生产, 根据销售订单落实每月各产品的生产量和时间进度安排。

传动系统是公司汽车零部件业务的优势板块, 主要包括万向节、传动轴、等速驱动轴和其它配件产品, 由公司本部及各子公司负责生产。其中, 万向节产品是公司的传统优势产品, 在国内主流市场占有率高, 产销规模均居行业第一位; 但由于此产品属于成熟产品, 部分整车企业可以自给此类产品, 因此市场竞争较为激烈。等速驱动轴产品是汽车传动系统的关键零部件, 属于高端产品, 产品进入现代、福特、上汽、一汽供货体系, 市场空间广阔, 等速驱动轴将成为万向节之后的又一核心产品。受市场需求增加影响, 万向节 2014 年产量达到 6841 万套, 较上年增长 3.42%; 传动轴产量为 332 万根, 较 2013 年下降 10.03%, 等速驱动轴产量达到 579 万支, 较 2013 年增长 10.50%; 阀类产品 2014 年产量为 9.73 万套, 较 2013 年大幅下降。从产销情况看, 公司传动系统产品的产销率均保持在 96%以上。

公司底盘系统业务已由传统的单个零部件

供应方式逐步向系统集成模块化供应方向发展，公司下属子公司已陆续组建了一批模块化工厂，由原有的零部件生产转型为底盘组装。公司在中国首创底盘系统模块化集中供货模式，作为底盘集成供货商，公司与整车生产企业建立了更加紧密的战略合作关系，同时增强了对上游零部件生产企业的议价能力。2014年，公司制动器、底盘系统和减震器的产量分别为529万支、599万套和332万套，较2013年均有所增长，产销率保持在97%以上。

公司轴承系统主要产品包括轮毂轴承、圆锥轴承、球类轴承等产品。目前共有各类轴承生产能力13000万套/年，产销规模居国内同行业前列；其中，轮毂轴承及轮毂轴承单元产销规模在国内市场排名首位。2014年，公司生产轮毂轴承及轮毂轴承单元合计10117万套，销售10028万套，销售量较2013年有所上升，产

销情况良好。

2014年，公司生产橡胶件15936万件，同比增长7.52%，销售橡胶件15936万件，由于公司原雨刮器和阀类产品生产主体湖北钱潮汽车零部件有限公司2014年不再纳入合并范围，公司停止雨刮器和阀类产品生产业务。2013年，公司收购了万向通达公司90%的股权，进一步延伸了公司的产业链，新增了消声器、排气系统和燃油箱等产品，2014年分别生产产品24万件、117万件和33万件，销售情况良好。

总体上，公司按照主机配套的原则进行生产基地布局，各基地的生产流程按照“计划、协调、控制”的步骤进行安排，公司整体生产秩序良好，跟踪期内，公司大部分产品产量和销量较2013年均有所增长，产销情况良好，但各生产线产能利用情况一般。

表3 2012年~2014年公司主要产品产销情况

种类	产品明细	目前产能	产量			销量		
			2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
传动系统	万向节（万套/年）	8300	5801	6615	6841	5711	6546	6875
	传动轴（万根/年）	400	348	369	332	342	373	329
	等速驱动轴（万支/年）	770	504	524	579	499	534	574
	阀类产品（万套/年）	--	41	41	9.73	41	42	--
底盘系统	制动器（万支/年）	760	394	427	529	504	422	530
	底盘系统（万套/年）	880	495	514	599	583	553	617
	减震器（万套/年）	440	276	293	332	273	295	324
轴承系统	轴承、轮毂单元（万套/年）	13000	8947	9467	10117	9114	9449	10028
其他产品	橡胶件（万件/年）	16500	13689	14822	15936	15189	14580	15936
	雨刮器（万套/年）	--	37	39	--	36	37	--
	消声器（万件）	40	--	32	24	--	32	24
	排气系统（万件）	200	--	98	117	--	97	118
	燃油箱（万套）	80	--	41	33	--	41	35

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司汽车零部件产品销售市场主要分为整车配套、维修和出口三大市场，其中，配套市场与出口市场占主营业务收入的90%以上。2014年，配套市场销售占比较2013年有所增长，占比为84.79%；出口市场销售占比有所下

降，2014年为10.83%；维修市场的销售占比小幅降至4.15%。2014年，公司前五大客户包括东风商用车有限公司（销售收入5.38亿元）、university international logistics INC（销售收入4.96亿元）、上汽通用五菱汽车股份有限公司（销售收入4.36亿元）、神龙汽车有限公司

(销售收入 3.39 亿元)和江苏现代威亚有限公司(销售收入 2.89 亿元),前五大客户销售收入占销售收入总额的 21.33%。

表 4 2012 年~2014 年公司销售渠道情况(单位: %)

销售渠道	2012 年	2013 年	2014 年
配套市场	80.77	81.51	84.79
维修市场	5.04	4.75	4.15
出口市场	13.42	13.22	10.83
其他业务	0.77	0.52	0.23
合 计	100.00	100.00	100

资料来源: 公司提供

跟踪期内,公司继续围绕主机厂进行模块化布点,国内主机配套市场仍是公司最主要的收入渠道,利用公司的质量、品牌等优势,配

套市场收入占比进一步提高,由于配套市场毛利率较高,公司的盈利能力不断得到提升,出口市场和维修市场收入占比有所下降。

5. 在建项目及未来发展

公司近期发展规划是在稳固现有产品市场龙头地位的基础上,加大等速驱动轴、汽车轮毂单元等产品的投入力度。从在建项目看,公司未来将新增等速驱动轴 1500 万套、汽车轮毂单元 2000 万套的产能,这将进一步增加公司核心产品产量,提升公司高端市场竞争力。

表 5 公司未来三年主要项目投资计划

(单位: 万元)

项目名称	项目概况	计划总投资	2014 年底已投资金额	2015 年	2016 年	2017 年
等速驱动轴总成项目	新增 1500 万套等速驱动轴总成产能	360595	108652	51000	15000	50000
汽车轮毂轴承单元项目	新增 2000 万套汽车轮毂轴承单元产能	202871	80057	30500	35000	35000
合 计		563466	188709	81500	50000	85000

资料来源: 公司提供

公司的长远发展战略是“建设成为世界一流的汽车零部件系统供应商”,公司将紧紧围绕愿景目标,继续实施“管理信息化,发展品牌化,服务网络化,资本市场化,合作全球化”的“五化”战略,做专、做精、做强、做大汽车零部件产业。公司将继续进行围绕主机厂的模块化布点,进一步加强与主机厂的战略合作,带动现有专业产品的市场拓展,同时将逐步向高技术含量、高附加值的汽车总成件方向投资发展。

同时,公司将围绕新能源汽车的发展,积极研发、生产新能源汽车的关键零部件,抢占市场先机,保障公司持续稳健的发展。公司将进一步推进国际化进程,提高公司运作效率,提升效益,同时加快产品的升级转型,使公司的核心竞争力不断提升。

八、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

在合并口径方面,2014 年公司将万向钱潮销售有限公司纳入合并范围,湖北钱潮汽车零部件有限公司、浙江钱潮精锻有限公司和哈尔滨万向汽车部件有限公司不再纳入合并范围,公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2014 年底,公司合并资产总额 119.03 亿元,所有者权益合计 43.59 亿元(其中少数股东权益 3.79 亿元)。2014 年,公司实现营业收入 98.29 亿元,利润总额 8.88 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内,公司收入规模较 2013 年有所

增长，2014 年公司实现营业收入 98.29 亿元，同比增长 6.12%；2014 年公司营业成本为 76.46 亿元，同比增长 2.91%，成本的增长速度低于收入的增速。2014 年，公司营业利润率为 21.74%，较上年的 19.35% 上升 2.39 个百分点，主要系公司剥离弱盈利能力业务所致。期间费用方面，2014 年，公司三费合计 13.69 亿元，占 2014 年营业收入的 13.93%，较上年的 13.09% 略有上升，主要是销售费用和财务费用增长较快所致。

2014 年，公司取得投资收益 1.81 亿元，其中权益法核算的投资收益 1.49 亿元，处置湖北钱潮部件有限公司股权收益 202.07 万元，可供出售金融资产持有期间的投资收益 3031.67 万元。2014 年，公司取得营业外收入 0.96 亿元，主要是政府补助（0.62 亿元）和非流动资产处置利得（0.24 亿元）；公司营业外支出 0.20 亿元，主要为地方水利建设基金的支出。

2014 年，公司期末总资本收益率和期末净资产收益率分别为 11.02% 和 17.95%，同比分别下降 0.32 个百分点和上升 2.24 个百分点。2014 年，公司加权平均净资产收益率为 19.14%，较 2013 年的 12.72% 上升 6.42 个百分点。

跟踪期内，公司主要产品销售额均有所提高，公司收入规模稳定增长，利润总额有所增厚，营业利润率有所提升，投资收益有效地提升了公司的盈利水平，公司整体盈利能力较好。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2014 年公司经营性现金流入量为 112.11 亿元，同比增长 3.95%，主要来源于销售商品、提供劳务收到现金和收到其他与经营活动有关的现金，其中，收到其他与经营活动有关的现金 3.92 亿元，主要包括收回各类经营性银行的保证金和定期存款（3.08 亿元）和收到的财政补助款及奖励款（0.34 亿元）；同期，公司经营性现金流出量为 98.53 亿元，同比

增长 4.31%，主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，其中支付其他与经营活动有关的现金主要是支付各类经营性银行保证金及定期存款（3.52 亿元）、运费（1.46 亿元）和技术开发费（1.58 亿元）；2014 年，公司经营活动产生现金流量净额为 13.58 亿元，同比增长 1.44%。2014 年，公司现金收入比为 109.58%，与 2013 年基本保持一致，公司现金收入质量较好。总体看，公司维持了较大规模的经营现金流量净额。

从投资活动看，2014 年，公司投资活动现金流入量为 3.60 亿元，同比增长 149.15%，主要是处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额以及收到其他与投资活动有关的现金增长所致。其中，处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额增长主要是公司对全资子公司宁波钱潮汽车配件有限公司进行清算（截至 2014 年 12 月 31 日，该公司清算尚在办理中），对其土地及厂房、设备等固定资产进行了清理转让，以及公司加大对闲置设备的清理力度所致；收到的其他与投资活动有关的现金 0.63 亿元为收到与资产相关的政府补助，此外，公司处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 0.15 亿元，是公司转让湖北钱潮部件有限公司 57.89% 的股权取得的现金。公司投资活动现金流出 5.29 亿元，同比下降 49.25%，主要是公司 2013 年收购万向通达 90% 股权支付 64401 万元而本期没有类似支出，导致取得子公司及其他营业单位支付的现金净额减少所致。2014 年公司投资活动现金净流量为 -1.69 亿元。

从筹资活动来看，2014 年，公司筹资活动现金流入量为 18.54 亿元，同比下降 8.64%，主要系公司取得借款减少所致；同期，筹资活动产生的现金流出量为 11.22 亿元，同比下降 56.84%，主要由于公司 2013 年兑付短期融资券 15 亿元而 2014 年没有类似支出所致。公司筹资活动产生的现金流量净额为 7.32 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力强，经营活动产生的现金流完全可以满足公司投资活动的需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额合计119.03亿元，同比增长22.18%，从资产构成看，流动资产占65.86%，非流动资产占34.14%，流动资产占比较上年的58.76%有所上升。

流动资产方面，截至2014年底，公司流动资产合计78.40亿元，同比增长36.93%。截至2014年底，公司货币资金30.04亿元，同比增长185.44亿元，主要系发行债券获得资金所致。截至2014年底，公司应收账款17.69亿元，同比增长7.72%，与营业收入增长速度基本一致。从账龄看，一年以内的占98.78%，一年至两年的占0.86%，两年以上的占0.26%，应收账款整体账龄很短；从集中度看，欠款数额较大的前5位客户占应收账款总额的20.95%，集中度较低。公司应收账款已计提坏账准备1.12亿元。截至2014年底，公司存货16.86亿元，同比增长3.86%，本期计提存货跌价准备1.06亿元，转销0.56亿元。

非流动资产方面，截至2014年底，公司非流动资产为40.64亿元，同比增长1.15%，主要源于公司固定资产的增加。截至2014年底，公司固定资产账面净值为27.63亿元，原值为55.25亿元，累计折旧合计27.55亿元，计提减值准备0.07亿元，从账面原值看，房屋及建筑物占14.85%，通用设备占6.85%，电子设备占77.74%，运输工具占0.52%，其他占0.04%。截至2014年底，公司长期股权投资3.45亿元，较2013年度减少2.66亿元，同时，公司可供出售金融资产增加2.97亿元，主要系公司自2014年7月1日起执行财政部于2014年修订或新制定发布的《企业会计准则第9号——职工薪酬》等八项具体会计准则，公司长期股权投资2.97亿元计入可供出售金融资产所致。截至2014年度，公司在建工程3.87亿元，

同比减少23.47%，主要系部分在建工程转入固定资产所示。

总体看，跟踪期内，公司资产规模增长较快，由于公司发行债券获得资金，公司流动资产比重有所上升，公司总体资产质量良好。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计为43.59亿元，同比增长13.43%，主要系股本、未分配利润和盈余公积的增长所致。股本增长主要由于2014年公司将资本公积按每10股转2股的比例转增股本，共计增加注册资本3.19亿元所致。截至2014年底公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占91.31%，少数股东权益占8.69%；归属于公司所有者权益中，股本占48.04%、资本公积占17.16%、盈余公积占5.71%、未分配利润占29.08%。

总体看，随着公司净利润实现较快增长，公司所有者权益增长较快，其中，未分配利润占有一定比重，权益结构稳定性一般。

负债

截至2014年底，公司负债合计75.44亿元，同比增长27.87%，主要来自其他流动负债的增长，其他流动负债增长主要源于公司发行15亿元短期融资券所致。负债构成中，流动负债占负债总额的比重为76.89%，非流动负债占23.11%，流动负债占比有所上升。

流动负债方面，截至2014年底，公司流动负债合计58.01亿元，同比增长37.87%，主要来自于短期借款、应付票据和应付账款其他流动负债的增加。截至2014年底，公司非流动负债合计17.43亿元，较2013年底变化不大，主要是应付债券，应付债券是公司2012年4月发行的15亿元公司债券。

有息债务方面，截至2014年底，公司全部债务46.58亿元，同比增长44.46%，其中，短期债务占比65.74%，长期债务占比34.26%。

从债务指标看，截至2014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63.38%、51.66%和26.80%，

其中，资产负债率和全部债务资本化比率均较 2013 年有所上升，长期债务资本化比率较 2013 年有所下降。公司跟踪期内短期债务规模快速增长，整体债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，债务负担相应加重，短期债务比重上升。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 135.14% 和 106.07%，流动比率较 2013 年有所下降，速动比率较 2013 年有所上升；截至 2014 年底，公司经营现金流动负债比为 23.41%，较 2013 年的 31.82% 有所下降。上述变化主要由于公司发行 15 亿元短期融资券致使流动负债规模增长较快所致；总体看，跟踪期内，公司短期债务规模快速增长，短期偿债能力维持在适宜水平。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 14.52 亿元，EBITDA 利息倍数为 6.83 倍，较 2013 年的 6.13 倍有所上升，同期，公司全部债务/EBITDA 为 3.21 倍，较上年的 2.64 倍有所上升，主要系公司债务规模上升速度快于 EBITDA 增长速度所致。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

公司为深圳证券交易所上市公司，直接融资渠道通畅。截至 2014 年底，公司共获得各家银行授信额度合计 25.17 亿元，其中已使用的额度为 6.55 亿元，未使用额度 18.62 亿元，公司间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1033010900959350M），截至 2015 年 3 月 25 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司系中国大型的汽车零部件生产企业之一，拥有一批稳定的优质客户群体，在品牌知名度、产品组合、技术水平及销售渠道等方面具备明显优势，未来公司将继续围绕汽车零部件主业进行研发和投入，推动产品结构升级；随着在建项目的投产，公司经营规模和整体竞争力有望提升。基于对公司所处行业、自身运营管理和财务状况等方面的综合分析，公司整体抗风险能力强。

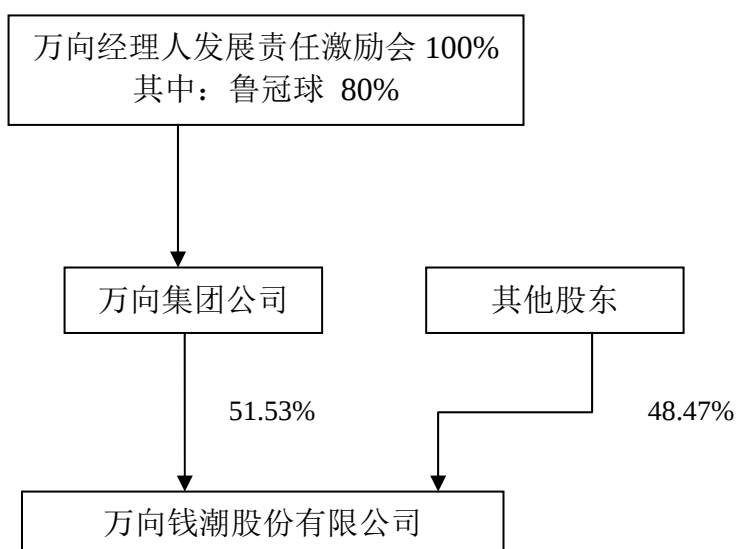
九、存续期内债券偿还能力

截至 2014 年底，公司非受限现金类资产为 38.24 亿元，为存续债券“14 万向 CP001”的 2.55 倍，现金类资产对“14 万向 CP001”的保障能力较强。2014 年公司经营活动现金流入量为 112.11 亿元，为“14 万向 CP001”的 7.47 倍，经营活动现金流入量对“14 万向 CP001”的保障程度好。2014 年公司经营活动现金流量净额为 13.58 亿元，为“14 万向 CP001”的 0.91 倍。综合来看，公司的现金类资产和经营活动现金流对“14 万向 CP001”的保障能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 万向 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	21.94	21.85	41.75
资产总额(亿元)	94.33	97.43	119.03
所有者权益(亿元)	45.34	38.43	43.59
短期债务(亿元)	9.55	15.60	30.62
长期债务(亿元)	17.03	16.65	15.96
全部债务(亿元)	26.58	32.25	46.58
营业收入(亿元)	88.30	92.62	98.29
利润总额(亿元)	5.87	6.98	8.88
EBITDA(亿元)	11.46	12.19	14.52
经营性净现金流(亿元)	6.77	13.39	13.58
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.63	3.46	3.44
存货周转次数(次)	4.64	4.72	4.62
总资产周转次数(次)	0.94	0.97	0.91
现金收入比(%)	111.69	111.30	109.58
营业利润率(%)	16.87	19.35	21.74
总资本收益率(%)	10.66	11.34	11.02
净资产收益率(%)	11.64	15.71	17.95
长期债务资本化比率(%)	27.30	30.23	26.80
全部债务资本化比率(%)	36.96	45.63	51.66
资产负债率(%)	51.93	60.56	63.38
流动比率(%)	174.97	136.06	135.14
速动比率(%)	127.01	97.47	106.07
经营现金流动负债比(%)	21.31	31.82	23.41
EBITDA 利息倍数(倍)	4.79	6.13	6.83
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	2.64	3.21

注：1.其他流动负债中的短期融资券已调整至短期债务。

2.公司于 2013 年 12 月 26 日完成了对万向通达公司的股权收购事宜，由于属同一控制下企业合并，2012 年财务数据已作追溯调整。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 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%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
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 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
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 / 利息支出

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后，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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5 短期融资券信用等级的定义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息