

万丰奥特控股集团有限公司

2015 年度第一期及 2015 年度第二期中期票据

跟踪评级报告

主体信用等级：	AA 级
15 万丰奥特 MTN001：	AA 级
15 万丰奥特 MTN002：	AA 级
评级时间：	2016 年 7 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪跟踪[2016]100836】

跟踪对象:万丰奥特控股集团有限公司 2015 年度第一期及 2015 年度第二期中期票据

	本次		前次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
15 万丰奥特 MTN001	AA/稳定/AA	2016 年 7 月	AA/稳定/AA	2015 年 7 月
15 万丰奥特 MTN002	AA/稳定/AA	2016 年 7 月	AA/稳定/AA	2015 年 8 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	0.87	0.56	1.28	0.50
刚性债务	21.07	16.52	16.96	38.25
所有者权益	7.95	11.03	14.13	15.49
经营性现金净流入量	-0.05	-0.17	4.62	-1.66
合并数据及指标:				
总资产	95.41	109.91	133.62	139.68
总负债	65.94	70.85	73.71	80.49
刚性债务	38.47	42.56	43.10	47.30
所有者权益	29.47	39.07	59.90	59.19
营业收入	47.54	84.10	86.32	21.42
净利润	6.70	4.61	3.04	1.82
经营性现金净流入量	3.90	10.22	6.61	5.04
EBITDA	10.61	11.44	14.25	—
资产负债率[%]	69.11	64.46	55.17	57.63
权益资本与刚性债务比率[%]	76.60	91.79	139.00	125.14
流动比率[%]	94.04	92.36	152.60	128.75
现金比率[%]	33.20	23.40	32.59	25.64
利息保障倍数[倍]	7.09	4.08	4.53	—
净资产收益率[%]	26.05	13.45	6.15	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.47	14.94	9.14	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.15	8.60	-20.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.88	5.35	6.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.28	0.33	—

注:根据万丰奥特经审计的 2013-2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈溢文
Tel: (021) 63501349-879
E-mail: cyw@shxsj.com

单玉柱
Tel: (021) 63501349-876
E-mail: shanyuzhu@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对万丰奥特控股集团有限公司(简称“万丰奥特”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2015 年度第一期及 2015 年度第二期中期票据的跟踪评级反映了 2015 年以来万丰奥特在铝轮规模和盈利能力等方面取得的积极变化,同时也反映了公司在债务扩张、出口波动以及金融业务等方面继续面临压力与风险。

主要优势:

- 万丰奥特为国内第二大汽轮生产企业和全球最大的摩轮生产企业,已进入国内主要汽车企业和全球主流摩托车制造商的采购体系,行业内地位较为显著。
- 经过多年发展,万丰奥特与全球六大体系的汽车制造高端品牌建立了汽车铝合金轮毂销售的长期战略合作伙伴关系,而摩托车轮毂已形成以“印度市场、国内优质市场、印尼市场”为主力的销售区域,占据摩托车轮毂销售的国际主力市场。
- 万丰奥特经营性现金保持净流入状态,且货币资金存量较为充裕,可为本期债券的偿付提供保障。
- 跟踪期内,万丰奥特营业收入稳定增长,毛利润增幅较大,公司整体实力进一步提升。
- 2015 年万丰奥特子公司万丰奥威非公开发行股票,加上公司经营积累,近年来公司资本实力逐年增强。

主要风险:

- 万丰奥特汽轮和摩轮出口规模均较大。跟踪期

内，铝轮出口贸易壁垒增多，对公司发展带来不利影响。

- 万丰奥特从事融资租赁、融资性担保业务，并存在关联互保，对外担保比率较高，在经济下行压力加大的情况下，公司面临一定的代偿风险。
- 万丰奥特铝轮生产所需的主要原材料是铝锭。2015年以来，铝锭价格呈波动下跌趋势，而2016年以来，铝锭价格有所上扬，主要原材料价格的波动不利于公司成本控制。
- 万丰奥特所开发的房地产项目均在三四线城市，受房地产市场波动影响较大，且未来仍有较大投资，房地产业务存在一定经营风险。
- 万丰奥特出口以美元等外币结算，而采购多以人民币计价，汇率的波动对公司汇兑损益及产品价格竞争力均产生一定影响。

➤ 未来展望

通过对万丰奥特及其发行的 15 万丰奥特 MTN001 及 15 万丰奥特 MTN002 主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；认为 15 万丰奥特 MTN001 及 15 万丰奥特 MTN002 还本付息安全性很高，并维持 15 万丰奥特 MTN001 及 15 万丰奥特 MTN002 中票 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对万丰奥特控股集团有限公司 2015 年度第一期及 2015 年度第二期中期票据的跟踪评级作如下声明:

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外, 本评级机构、评估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。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务, 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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料, 评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级有效期至万丰奥特控股集团有限公司 2015 年度第一期及 2015 年度第二期中期票据本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性, 本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期内, 评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料, 本评级机构将按照相关评级业务规范, 进行后续跟踪评级, 并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料, 其版权归本评级机构所有, 未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

万丰奥特控股集团有限公司

2015 年度第一期及 2015 年度第二期中期票据

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照万丰奥特控股集团有限公司（简称“万丰奥特”、“该公司”或“公司”）2015 年度第一期及 2015 年度第二期中期票据信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据万丰奥特提供的经审计的 2015 年财务报表、未经审计的 2016 年第一季度财务报表及相关经营数据，对万丰奥特的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

目前我国宏观经济发展面临较为复杂的国际与国内环境，下行压力较大；但从中长期看，我国经济仍有望保持稳定增长。

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速的增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期

内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。

“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中

国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

三、公司所处行业及区域经济环境

该公司为国内第二大铝轮生产企业，产品出口比例大，国内外汽车及摩托车行业的发展对公司经营有较大影响。

（一）汽车及汽车铝轮行业

跟踪期内，受到宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响，汽车制造行业产销增速明显回落，且乘用车和商用车发展分化加大。

受到宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响，2015年，我国汽车产销继续保持增长，但增速进一步放缓，全年汽车产销量分别为 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，同比分别增长 3.29% 和 4.71%。乘用车产销量分别为 2107.94 万辆和 2114.63 万辆，同比分别增长 5.8% 和 7.3%。其中，轿车产销分别下降 6.8% 和 5.3%，SUV 产销增速分别为 49.7% 和 52.4%，MPV 产销增速分别为 7.7% 和 10.1%，MPV 和 SUV 车型保持高速增长态势。2015 年我国商用车产销分别为 342.39 万辆和 345.13 万辆，同比分别下降 10.0% 和 9.0%。从不同车型产销情况看，客车产销同比分别下降 2.7% 和 1.9%，货车产销分别下降 11.4% 和 10.3%。截至 2015 年末，我国汽车保有量已达 1.72 亿辆，较上年末增加 0.18 亿辆，剔除三轮汽车和低速货车，每千人汽车保有量为 117.38 辆。虽然近年来我国汽车保有量已大幅提升，但较国际发达国家仍有较大差距。

受全球经济形势的影响，加之面临的贸易壁垒风险增加，2015

年我国铝轮出口有所下降。

我国汽车轮毂行业随汽车工业的发展而壮大，其中铝轮性价比高，应用最为广泛。2015 年我国铝轮出口量为 78.86 万吨，同比下降 1.31%，出口单价为 4.90 美元/公斤，同比下降 1.21%。2015 年中国大陆铝轮出口金额总计 38.67 亿美元，减少 2.52%。目前美国、日本、墨西哥依次占据中国铝合金车轮出口贸易额的前三甲，2015 年中国合计出口到三国铝合金车轮 58.59 万吨，金额 29.17 亿美元，分别占中国该产品全年出口量的 74.29% 和出口额的 75.44%。2016 年 1-4 月，铝轮出口量为 25.24 万吨，同比减少 1.3%。该公司为国内第二大铝轮生产企业，产能规模仅次于中信戴卡股份有限公司，公司在出口市场中排名第三，市场份额较高。

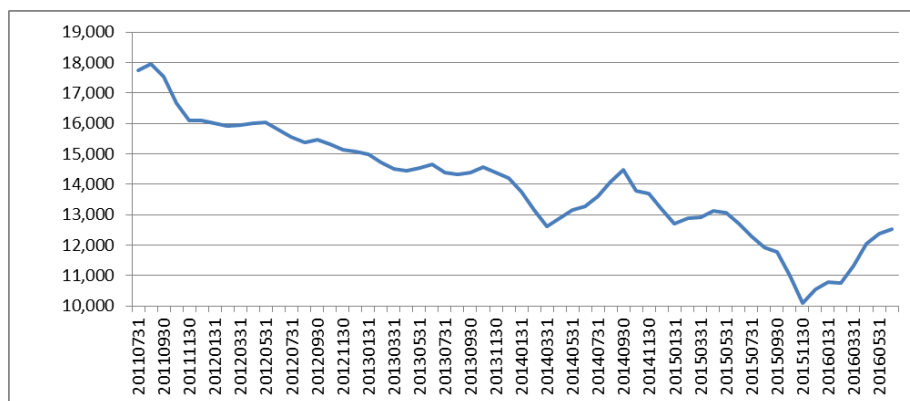
我国较大的铝轮出口规模对海外企业造成较大冲击，导致近年来出口贸易壁垒增多。印度为我国铝轮第六大出口国，2014 年 4 月，印度消费税和海关中央委员会发布公告：接受印度商工部的初裁决定，对原产于我国的铝轮征收为期 6 个月的临时反倾销税，税率为 1.37-2.15 美元/公斤。2015 年俄罗斯铝业 Rusal 曾经联合本土其他铝生产厂，包括 Rostec、联合飞机公司和联合造船公司等，向俄罗斯工业部提交申请，建议对车轮等进口铝制品征收进口税，2012 年以来长期排名第三的俄罗斯，2015 年从中国大陆进口铝合金车轮的数量突然下降，排名滑落到第 9 名。2016 年 2 月 4 日我国商务部收到了阿根廷有关部门的照会，通告阿方已收到国内业界的书面申请，要求对原产于中国的汽车铝合金轮毂（直径等于或大于 14 英寸，但不大于 18 英寸）开展反倾销调查。整体来看，近年来海外一系列的贸易保护主义举措都将对我国铝轮出口产生一定影响。

2015 年，铝价呈现波动下行，一定程度上缓解了铝轮生产企业的生产成本。但 2016 年以来铝价上扬，铝轮生产企业成本控制难度加大。

铝和油漆为铝轮生产的主要原材料，其中铝合金占原材料成本的 50% 以上。2015 年国内铝市呈震荡下滑后小幅上涨的走势，年初国内铝现货均价在 1.30 万元/吨，年末在 1.10 万元/吨，全年跌幅 15.26%。2015 年铝价的波动下行，可一定程度缓解铝轮生产企业的成本压力。

2016 年以来，铝价震荡上扬，铝价从年初的 1.10 万元/吨涨到年中的 1.27 万元/吨，涨幅为 14.85%。其上涨的原因一方面是供给侧改革对铝价作用很大，库存和产量出现双低：LME 铝库存自上年以来持续下降，截至 6 月末较 2016 年年初下降有 40 万吨，低于上年同期库存将近 120 万吨；另一方面春季开工旺季，需求都不同程度的回升。在整体市场需求较为疲软的行情下，铝价的上扬对铝轮生产企业的成本控制产生不利影响。

图表 1. 上海铝锭现货月平均价（单位：元/吨）



资料来源：wnd

（二） 摩托车及磨轮行业

跟踪期内，国内摩托车市场不断萎缩，磨轮企业扩大出口谋求发展，印度、印尼等已成为我国主要的磨轮出口市场。

我国摩托车产、销量位居世界第一，占到全球产销量的一半。但随农村经济的发展，代步及运输工具逐步升级为汽车，摩托车市场逐渐萎缩，2015 年，摩托车产销量继续明显下降，全年产销摩托车分别为 1883.22 万辆和 1882.3 万辆，比上年下降 11.6% 和 11.7%，产销量已连续五年下降，为近 10 年来新低。2016 年上半年，我国摩托车累计产销分别为 816.4 万辆和 815.8 万辆，比上年同期分别下降 14.4% 和 15.0%，降幅比一季度扩大 0.4 和 1.5 个百分点，比上年同期扩大 6.4 和 7.1 个百分点。

近年来，摩托车逐步衍生出休闲娱乐功能，消费者对摩托车的外观设计、性能和安全性有了更高的要求，摩托车的个性化特征逐步显现，以休闲娱乐为主要目的 250ml 及以上排量摩托车销量增速明显，市场空间正不断扩大。

在全球范围内，摩托车市场逐步向发展中国家转移，由此印度、印尼等成为我国摩托车铝轮的主要出口市场。该公司超过 40% 的摩轮收入来自于印度。经过 2008-2011 年的高增长，近几年印度市场进入平稳发展阶段，摩托车销量保持增长，但增速有所回落。根据印度机动车制造商协会统计，印度 2014.4.1-2015.3.31 摩托车产量在 1900 万辆左右，与中国摩托车的产量非常接近，2015.4.1-2016.3.31 财年的产销将会超过我国 2015 年摩托车产量，成为世界第一摩托车生产制造大国。印度摩托车工业近年来在政府的大力支持下，处于快速发展中。印度最大的摩托车制造企业“英雄摩托”系世界第一摩托车生产企业，在印度国内市场占有 40.1% 的市场份额，预计到 2020 年，“英雄摩托”年度产量将超过 1200 万辆。但 2014 年以来，印度对我国铝轮征收反倾销税，近期将持续对公司摩轮销售带来不利影响。

四、公司自身素质

（一） 公司产权状况、法人治理结构与管理水平

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构没有重大变化。

跟踪期内，该公司股权结构无变化，实际控制人仍为陈爱莲、吴良定和吴捷，2016 年 3 月末合计持有公司 65.86% 股权。公司直接持有上市子公司浙江万丰奥威汽轮股份有限公司（简称“万丰奥威”，代码：002085）4.16 亿股股份，占万丰奥威总股本的 45.69%¹；截至 2016 年 3 月末累计对外质押股份为 2.21 亿股，占公司所持股份的 53.00%，占万丰奥威总股本的 31.95%。公司产权状况详见附录二。

截至 2016 年 3 月末，吴捷和吴良定还通过浙江日发控股集团有限公司（简称“日发控股”）持有上市公司浙江日发精密机械股份有限公司（简称“日发精机”，上市代码 002520.SZ）44.78% 股权（至 2016 年 3 月末已对外质押 0.76 亿股，占其持股量的 45.98%）、吴捷个人持有日发精机 7.89% 股权。

该公司关联购销交易规模较小，2015 年向关联企业日发精机采

¹ 此外，截至 2016 年 3 月末，陈爱莲和吴良定分别持有万丰奥威 4.06 万股和 3.02 万股，分别占万丰奥威总股本的 4.46% 和 3.32%。

购固定资产 4874.60 万元，支付设备维护服务费 42.41 万元，均以协议价交易；向关联企业浙江万丰科技开发股份有限公司采购固定资产 8983.34 万元，支付设备维护服务费 269.90 万元，支付原材料及设备配件采购费 123.50 万元，均以协议定价。资金往来方面，2015 年末公司与关联方的预付款项、其他应收款项、应付账款、其他应付款分别为 82.07 万元、106167.83 万元、384.88 万元和 3453.47 万元。

截至 2016 年 3 月末，该公司对同受陈爱莲家族控制的非合并范围的关联企业担保余额 14.73 亿元。目前上述被担保人生产经营情况正常，未出现延期或者未能偿付的情况。但不排除未来可能因被担保对象信用状况的变化而产生或有风险。

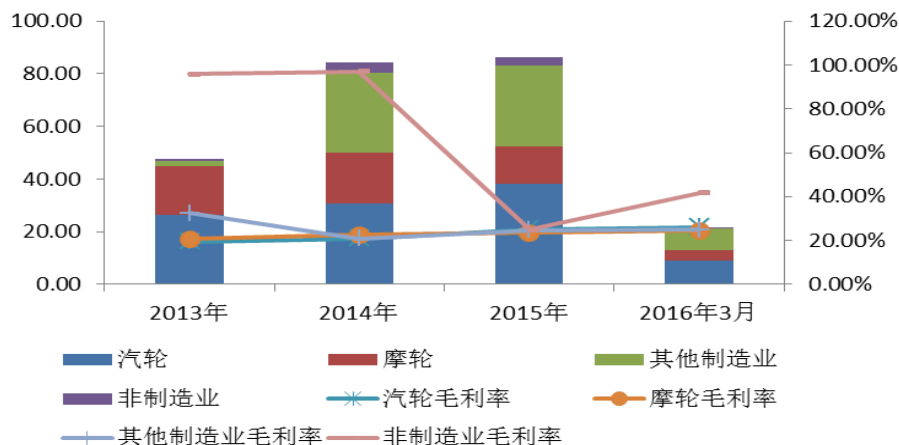
（二）经营状况

跟踪期内，该公司汽轮业务发展良好，保持了较高的市场占有率，销售收入稳步提升；摩轮业务受国内摩托车行业萎缩、印度摩托车行业增速趋缓及贸易壁垒增加等因素的影响，销售收入有所下降。自 2013 年收购镁瑞丁后，公司镁铝合金配件铸件业务发展相对稳定。涂覆、金融服务、房地产等多元化业务目前收入贡献小，但引致较多投融资需求，且金融服务业务面临的代偿及违约风险有所加大。

2015 年，该公司传统主业汽车铝轮业务大幅增长，当年实现营业收入合计 38.10 亿元，较上年增长 23.51%；受摩托车行业萎缩、出口贸易壁垒增加等因素影响，摩轮业务实现收入 14.40 亿元，较上年下降 24.33%；其他制造业务实现营业收入 30.77 亿元，同比增长 1.02%；非制造业务实现营业收入 3.05 亿元，同比下降 18.91%。铝轮业务收入的大幅增长带动营业收入同比增长 2.65% 至 86.32 亿元。当年，汽轮、摩轮和其他制造业务分别贡献收入的 44.13%、16.68% 和 35.64%。2015 年，公司毛利润同比增长 15.09% 至 21.28 亿元。

2016 年第一季度，该公司实现收入和毛利分别为 21.42 亿元和 5.43 亿元，同比分别增长 5.52% 和 20.67%。其中汽轮、摩轮和其他制造业务分别实现收入 9.04 亿元、3.77 亿元和 8.51 亿元。

图表 2. 公司近年来营业收入和毛利率对比情况 (单位: 亿元, %)



注: 根据万丰奥特提供资料整理

1. 汽轮

该公司汽轮业务以上市子公司万丰奥威为运营主体, 目前是我国第二大及长江以南地区最大的汽轮生产企业, 涵盖电镀、抛光、涂装、锻造四大系列 14-24 英寸不同规格产品。2015 年公司汽轮产销规模扩大, 经营效益较好, 收入同比增长 23.51% 至 38.10 亿元, 毛利率同比提升 4.17 个百分点至 25.08%。

该公司生产基地主要包括吉林、浙江新昌、山东威海、宁波北仑和重庆 5 个地区。其中 2015 年吉林生产基地新增产能 100 万件; 重庆生产基地为年产 300 万件铝合金车轮项目, 目前仍然在建, 计划投资总额 4.33 亿元, 截至 2016 年 3 月末, 已投资 2.74 亿元, 并已开始生产, 该项目采用铝水直供的新生产工艺, 毛利空间较大; 根据威海市政府的城市规划, 2014 年 8 月公司启动威海基地厂房搬迁, 威海公司在搬迁前就已经按销售订单进行生产匹配, 自身不够生产的外协加工, 对订单及时交付没有造成影响, 产能基本不变。截至 2015 年末, 公司总产能达 1500 万件。2016 年第一季度, 公司在重庆地区进一步新增产能 300 万件, 截至 2016 年 3 月末, 公司汽轮产品总产能达到 1800 万件。公司采用订单式生产, 2015 年产量达 1357 万件, 其中外协加工量占比约 6.16%, 产能利用率保持在 90% 以上的高水平。

图表 3. 公司汽轮业务产销状况 (单位: 万件)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
产能	1200.00	1400.00	1500.00	450.00
产量	1102.68	1314.32	1357.00	379.20
销量	1098.85	1285.07	1359.00	342.36
产能利用率	91.89%	93.88%	90.47%	84.27%
产销率	99.65%	97.77%	100.15%	90.28%

注: 根据万丰奥特提供资料整理

该公司汽轮业务采用以销定产方式, 近年来产销率均在 90% 以上的高水平, 销量规模伴随新增产能释放及市场开拓而增长。公司汽轮分为 OEM 和 AM 两种销售渠道。在 OEM 渠道中, 公司已与奇瑞、东风鸿泰、上海大众、GM 和北京现代等厂商建立长期战略合作关系。2015 年公司为东风鸿泰控股集团和 GM 提供的配套量分别为 157.11 万件和 117.18 万件。近年来公司不断加强高端市场的开拓力度, 继成功进入日本丰田的直配体系后, 大力推进与宝马及福特等的深度战略合作。2015 年公司 OEM 收入占汽轮收入的比例达 89.67%, 较上年提升 0.98 个百分点。公司 AM 渠道主要向国际大型经销商供货, 受到产能的限制及向 OEM 销售倾斜的策略影响, 2013 年以来 AM 收入有所收缩, 经历过 2014 年较大幅度的下降后, 2015 年同比增长 6.71% 至 3.94 亿元。

该公司海外市场和国内市场各占汽轮收入的 50% 左右, 海外销售受到汇率及铝价国内外差异影响 (出口产品售价与国际铝价联动), 导致毛利率明显低于国内市场, 2015 年公司内销收入占比 56.58%, 内销主营利润占比高达 65.16%。北美和欧洲为公司汽轮的主要出口市场, 未来还将加大对巴西及日本市场的开拓以缓解部分国家出口壁垒压力。

该公司目前主要原材料为铝锭 A00 和 A356, 由万丰奥威每年统一与主要铝合金供应商签订框架协议。2015 年上半年铝锭价格在 1.3 万元/吨左右震荡, 至下半年则进一步下跌, 价格在 1 万元/吨左右震荡, 呈现持续震荡下行态势。为降低铝价的波动带来的采购风险, 2016 年 3 月公司通过开展铝锭套期保值业务的议案, 拟授权合计不超过 1 亿元的保证金额度, 且期货交易量不得超过实际铝锭生产用量的 50%。此外, 公司还与各主机厂商协商, 双方达成共担铝锭等主要材料价格波动风险, 但与各主机厂商分摊比例各不相同。

2. 摩轮

该公司摩轮业务拥有浙江新昌和广东江门两大生产基地，年生产摩托车铝合金轮毂 2200 万件，为全球最大的摩托车铝合金车轮生产基地，形成了以“本田”系为核心、“雅马哈”系和“铃木”系为重要补充的全球市场布局。浙江新昌基地年设计产能达到 1500 万件，产品以出口为主。广东江门基地年设计产能为 500 万件，产品以供应广东大长江集团有限公司为主。为了减小贸易壁垒的影响及节约运输等成本，公司加快推进印度基地的建设工作，一期建设产能 300 万件，计划总投资 3.07 亿元，截至 2016 年 3 月末，印度摩轮基地已开始逐步投产，全部投产后可新增产能 300 万件，截至 2015 年末和 2016 年 3 月末，公司摩轮业务产能为 2200 万件/年。

图表 4. 公司摩轮业务产销情况 (单位: 万件)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
产能	2000.00	2000.00	2200.00	550.00
产量	1907.35	2078.02	1657.24	415.78
销量	1919.09	2083.18	1651.92	441.59
产能利用率	95.37%	103.90%	75.33%	75.60%
产销率	100.62%	100.25%	99.68%	106.21%

资料来源: 万丰奥特

该公司摩轮的成本结构、产品定价模式及结算方式与汽轮业务基本相同，但受中国摩托车市场基本饱和的影响，其销售市场以印度、印尼等海外为主，2015 年海外销售收入占摩轮业务主营业务收入的比例为 60.75%，占比较上年增加 4.86 个百分点。

该公司摩轮产品全部销往 OEM 市场。在海外，公司主要与印度英雄公司、印度 TVS 公司和印尼 EXCEL 公司合作，2015 年对以上三家公司合计销售 759.19 万件轮毂。在国内，公司以广东、江浙和鲁豫为目标市场，主要配套大长江、雅马哈和钱江等大型主机厂，2015 年为大长江提供轮毂 276.52 万件。2015 年，公司新增了印度马恒达、印度铃木等几家主机厂客户，现在对其销售规模还比较小，年销售量在 3 万件左右。从客户集中度来看，与下游行业摩托车生产厂商集中度较高的特征相一致，2015 年摩轮业务公司前五大客户销售占比 74.55%。

2015 年，受全球经济不景气影响，印度和印尼摩托车市场大幅

下滑，同时摩轮行业内竞争加剧，主机厂趁机打压产品价格。该公司 2015 年摩轮收入为 14.40 亿元，同比下降 24.33%，毛利率为 23.56%，同比提升 1.03 个百分点。

3. 其他制造业务

该公司其他制造业务主要为镁合金部件的生产，自 2013 年末收购位于加拿大的镁合金企业镁瑞丁，公司镁合金业务规模迅速扩大。目前公司镁合金配件铸件生产与销售分为国内国外两大生产基地。在国外，主要由迈瑞丁从事镁合金汽车配件的生产与销售。在国内，主要由浙江万丰科技开发有限公司研发与制造镁合金铸件。

目前万丰镁瑞丁为北美主要的镁合金汽车零配件生产及模具开发企业之一，万丰镁瑞丁 80% 以上的收入来自北美，其在北美的销售全部外包给 Techman 公司，万丰镁瑞丁与 Techman 公司签订了 28 年的长期合同，按销售收入的 1-3% 支付佣金。目前万丰镁瑞丁客户集中度较高，来自福特、克莱斯勒和通用汽车三大客户的收入占零配件销售收入的 80% 左右。万丰镁瑞丁主要原材料镁合金采用集中采购模式，且 70% 以上从中国采购。2015 年迈瑞丁实现收入 28.37 亿元，净利润 2.18 亿元，呈稳定增长趋势。

总体来看，2015 年该公司镁合金部件业务发展相对平稳，全年实现营业收入 30.77 亿元，占营业收入的比例为 35.64%；毛利率为 24.62%，较上年增加 3.83 个百分点，对公司的收入及利润贡献均较高。

4. 其他业务

除以上业务外，该公司还开展涂层加工、机械装备、工程建设、融资租赁、金融担保及房地产等业务，由于机械装备、工程建设以及融资租赁收入规模均有下降，2015 年此部分实现收入 3.05 亿元，同比下降 18.91%。其中涂层加工主要由子公司上海达克罗涂复工业有限公司和宁波经济技术开发区达克罗涂复工业有限公司负责，2015 年公司涂层加工业务实现收入 1.91 亿元，占其他业务收入比重为 62.62%。

该公司担保业务由绍兴万丰担保有限公司（简称“绍兴担保”）、浙江万丰担保有限公司（简称“浙江担保”）运营，担保对象主要为绍兴及杭州周边的小企业及个人，行业广泛分布于纺织、食品、汽

车及零部件、建筑工程等，期限基本在 1-2 年。公司主要采用资产抵质押及个人无限连带责任等反担保措施控制风险。2015 年，公司担保业务收入为 2204 万元，较上年下降 29.31%，担保业务代偿金额 1774 万元。受中小企业还贷压力加大影响，公司目前主动收缩融资性担保业务。截至 2016 年 3 月末，浙江担保总资产 13201.67 万元，净资产 10579.84 万元，对外担保余额 4494 万元，不良率 1.08%。2016 年第一季度实现营业收入为 17.37 万元，净利润-13.81 万元。截至 2016 年 3 月末，绍兴担保总资产 17435.23 万元，净资产 12692.88 万元，对外担保余额 30925 万元，不良率 1.00%。2016 年第一季度实现营业收入为 105.29 万元，净利润 22.87 万元。总体看，受宏观经济下行压力加大影响，公司面临一定的代偿风险。

该公司融资租赁业务主要经营主体为万丰融资租赁有限公司（简称“万丰租赁”），以设备租赁为主。2014 年 1 月，公司将万丰租赁划转给万丰投资，2015 年 5 月，公司将万丰投资转让给其他自然人股东，截至 2015 年末已不再纳入合并报表范围。2015 年公司融资租赁业务收入为 2719 万元，较上年下降 45.72%。

目前该公司主要有 3 个房地产项目——新昌万丰香樟公馆、吉林万丰玫瑰公馆以及新昌万丰丰泽园。截至 2016 年 3 月末，公司房地产项目计划总投资 22.53 亿元，累计已投资 12.53 亿元，回笼资金 5.30 亿元。根据现有项目建设情况，公司后续在房地产项目上仍有较大投入。除上述房地产项目外，公司无其他土地储备。

图表 5. 2016 年 3 月末公司主要房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	建筑 面积	预计 投资	累计已 投资	累计销 售面积	累计现 金回笼	项目进度
新昌万丰香樟公馆	11.73	8.58	7.17	6.71	4.89	主体建筑已完成，绿化工程已进驻
吉林万丰玫瑰园	27.65	11.51	4.95	0.56	0.41	一期建筑已完成，绿化工程已进驻
新昌万丰丰泽园	9.36	2.44	0.41			一期工程已结项。
合计	48.74	22.53	12.53	7.27	5.30	

资料来源：万丰奥特

5. 发展规划

该公司投资集中于铝轮及房地产板块，公司加快铝轮国内外区

域布局，目前在建项目主要包括高科精品园和摩轮智慧工厂，其中高科精品园计划总投资 13.43 亿元，截至 2016 年 3 月末已投入 3.61 亿元，预计 2018 年可投产。摩轮智慧工厂计划总投资 4.49 亿元，截至 2016 年 3 月末已投入 0.47 亿元，预计 2017 年可投产。加之在建的房地产项目仍需再投资 10.00 亿元，公司后续面临一定的资本支出压力。

图表 6. 公司主要在建项目情况 (单位: 亿元)

项目	总投资	2016 年 3 月末 累计投资	项目进度
高科精品园	13.43	3.61	预计 2018 年投产
摩轮智慧工厂	4.49	0.47	预计 2017 年投产
合计	17.92	4.08	

资料来源：万丰奥特

(三) 财务质量

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》和其他各项具体会计准则的规定进行财务报表的编制。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 133.62 亿元，所有者权益为 59.90 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 25.77 亿元）；2015 年实现营业收入 86.32 亿元，净利润 3.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润-1.57 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 6.61 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 139.68 亿元，所有者权益合计为 59.19 亿元，归属于母公司的所有者权益为 25.77 亿元；2016 年第一季度实现营业收入 21.42 亿元，净利润 1.82 亿元。

2015 年，该公司通过收购股权新增万丰航空工业有限公司。同时万丰租赁、上海万丰锦源投资有限公司（简称“万丰投资”）、浙江万丰科技开发股份有限公司（简称“万丰科技股份”）以及上海万丰奥特实业有限公司不再纳入合并报表范围。

跟踪期内，该公司收入稳定增长，且毛利润增幅较大，公司主业保持了良好的盈利能力，但受股权转让产生的所得税增加影响，公司净利润有所下降；公司资金需求较大，刚性债务规模有所上升，

且融资偏重短期，面临一定即期偿债压力。公司经营性现金流表现尚可，且货币资金较为充裕，融资渠道畅通，可为债务的偿付提供保障。

（四） 公司抗风险能力

该公司为国内大型铝轮制造商之一，规模优势明显，购销渠道畅通，保持了较稳定的盈利能力。

1.规模优势明显

目前，该公司为国内第二大汽轮生产企业和全球最大的摩轮生产企业，出口规模位列第三，市场占有率较高。近几年，公司铝轮业务产能利用率和产销率均位于高位，产能稍显不足，公司已在印度、重庆等地进行生产基地建设，近两年产能有所增加。

2.铝轮业务盈利较稳定

该公司具有稳定的销售渠道及良好的客户基础，并通过价格联动机制缓解原材料价格波动风险，目前铝轮业务运营良好，保持了较稳定的收入和利润增速。

3.营销网络优势

经过十几年市场开拓，该公司形成了以汽车和摩托车铝合金轮毂为核心产品的国际营销网络体系。公司与全球六大体系的汽车制造高端品牌，如德系的奔驰、宝马、大众，美系的通用、福特、克莱斯勒，日系的丰田、本田、尼桑，以及现代、PSA、菲亚特等建立了汽车铝合金轮毂销售的长期战略合作伙伴关系。摩托车轮毂市场方面，形成以“印度市场、国内优质市场、印尼市场”为主力的销售区域，占据摩托车轮毂销售的国际主力市场。核心产品国际营销网络的建立，使公司在全球市场范围内的竞争优势较为突显。

（五） 公司盈利能力和偿债能力

跟踪期内，尽管受到下游需求较弱的影响，该公司收入增速有所放缓，但得益于原材料价格下降以及汽轮收入占比上升，公司主业保持了良好的盈利能力，毛利较上年增长显著。

跟踪期内，尽管受宏观经济下行压力加大以及下游需求减弱影

响，该公司主业仍保持了增长态势，2015 年公司营业收入同比增长 2.65% 至 86.32 亿元，受铝等原材料价格下降以及汽轮业务收入占比上升影响，毛利同比增长 15.10% 至 21.28 亿元。

2015 年，该公司期间费用同比大幅增长 33.70% 至 15.50 亿元，除因业务销售规模扩大引致销售费用增加等因素外，当年镁瑞丁重组到上市公司发生的重组费用，金额达 3.67 亿元，因而导致管理费用增幅较大，期间费用率为 17.95%，较上年上升 4.17 个百分点。

该公司原子公司万丰投资 2016 年 1-5 月份在二级市场的股票投资产生较大规模的浮动收益（6 月份后不再纳入集团的合并报表范围），因而当年产生公允价值变动净收益 1.33 亿元，较上年增加 293.64%。公司投资净收益为 0.66 亿元，主要来自外汇远期合同交割收益及处置交易性金融资产投资收益。公司营业外收入为 1.62 亿元，较上年增加 157.92%，主要系华怡宾馆抵债资产处置利得（金额为 5459.29 万元）。公司利润总额较大，但所得税较上年增加 139.28% 至 4.77 亿元²，净利润同比下滑 33.94% 至 3.04 亿元，同期净资产收益率为 6.15%，资产盈利能力有所下降。

2016 年第一季度，该公司实现营业收入 21.42 亿元，同比增长 5.54%，实现营业利润为 2.35 亿元，较上年同期减少 62.71%³，实现净利润为 1.82 亿元，较上年降幅 64.82%。

跟踪期内，该公司资金需求较大，刚性债务规模上升，面临一定即期偿债压力。但公司经营性现金流表现尚可，且货币资金尚属充裕，融资渠道畅通，可为债务的偿付提供缓冲。

跟踪期内，该公司营运资金需求增加，且生产基地和在建房地产项目持续投入，2015 年末负债规模同比增长 4.05% 至 73.71 亿元，长短期债务比为 53.93%，较上年末上升 30.44 个百分点，债务结构进一步优化。得益于公司所有者权益大幅提升，资产负债率较上年末降低 9.29 个百分点至 55.17%。

该公司负债以刚性债务为主，2015 年末公司刚性债务余额为 43.10 亿元，其中主要为：（1）银行借款 20.97 亿元，主要为保证借

² 2015 年初公司减持万丰奥威 1900 万股股票产生净收益，同时子公司新昌县天硕投资管理有限公司将镁瑞丁股权转让至万丰奥威，两者造成所得税大幅增加。

³ 2015 年一季度公司利润总额大主要系公司减持万丰奥威股权 1900 万股，产生投资净收益 4.19 亿元所致。

款和股权质押借款为主；长期借款为 10.03 亿元，全部为保证及抵质押借款；一年内到期的长期借款为 3.53 亿元人民币；（2）信托借款 1.00 亿元；（3）应付银行承兑汇票 4.69 亿元；（4）短期融资券 5.50 亿元，系 2015 年 3 月发行，目前已经兑付；（5）应付债券本金 10.44 亿元，分别系万丰奥威 2012 年发行的 5 年期公司债券（票面利率为 5.4%），以及公司本部 2015 年发行的 3 年期 7 亿元中期票据。2016 年 3 月末，公司刚性债务上升至 47.30 亿元，主要系短期借款增加 13.81 亿元。

除刚性债务以外，该公司负债还主要分布于应付账款和其他应付款。2015 年末应付账款为 7.83 亿元，主要为未支付的原材料采购款。同期末，其他应付款为 7.55 亿元，主要系关联公司往来款。

跟踪期内，受益于销售收入增加以及成本支出减少，该公司经营性现金流保持净流入状况，2015 年公司经营性现金净流入为 6.61 亿元，由于迈瑞丁注入上市公司新发生费用 3.30 亿元，本部支付新增各项税费 1.72 亿元，当年公司经营性现金净流入规模较上年有所减少。公司在建生产基地以及在建房地产项目投入较大，2015 年公司投资性现金净流出为 21.29 亿元，较上年大幅增加。当期公司筹资性现金净流入 15.90 亿元，主要系上市子公司对外定向增发 17.50 亿元收购镁瑞丁公司所致。2016 年第一季度，公司经营性现金净流入为 5.04 亿元，较上年同期增加 327.98%，主要收回往来款增加所致；投资性现金净流出 7.11 亿元，筹资性现金净流出 0.04 亿元。

跟踪期内，得益于该公司经营积累以及少数股东权益大幅增加，加上下属子公司万丰奥威非公开发行股票募集资金 17.50 亿元，公司资本实力大幅增强，截至 2015 年末，公司所有者权益合计为 59.90 亿元，同比上升 53.34%。

截至 2015 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 152.6% 和 108.14%，流动资产和速动资产对流动负债的覆盖程度尚可。公司 2015 年末流动资产余额为 73.08 亿元，主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，2015 年末金额分别为 15.60 亿元（其中受限货币资金 2.09 亿元）、14.03 亿元、12.10 亿元和 19.83 亿元，与上年末相比，公司货币资金、应收账款和存货等变动不大，而其他应收款较上年末增长 160.39%，主要系 2015 年原子公司万丰投资、万丰租赁和万丰科技股权转让后，上述三家公司成为合并范围外的关

关联方,导致公司对上述三家公司的其他应收账款大幅增加。截至2015年末,公司非流动资产余额为60.54亿元,主要由固定资产、在建工程以及无形资产构成,2015年末余额分别为24.63亿元、12.06亿元和9.53亿元。截至2016年3月末,公司可供出售金融资产较上年末增加51.81%,主要系投资珠海横琴先锋长盛一号投资基金(合伙企业)3.00亿元所致;长期股权投资较上年末增长3.09亿元,增幅283.26%,主要系投资绍兴万丰越商产业并购基金合伙企业所致。

五、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的2016年6月13日《企业信用报告》,公司本部无不良贷款和欠息记录。此外,截至2016年6月末,公司有5期债券尚在存续期(如图表7所示),发行金额合计25.00亿元,目前利息支付正常。

图表 7. 截至2016年6月末公司未到期债券情况(单位:亿元)

项目	起息日	期限	发行金额	余额	票面利率
15万丰奥特 MTN001	2015-5-29	3年	4.00	4.00	6.24%
15万丰奥特 MTN002	2015-9-23	4年	3.00	3.00	5.25%
16万丰奥特 SCP002	2016-6-20	0.74年	5.00	5.00	4.40%
16万丰奥特 PPN001	2016-1-12	1年	3.00	3.00	3.90%
16万丰奥特 SCP001	2016-5-25	1年	10.00	10.00	4.50%

资料来源:wind资讯

此外,该公司融资渠道较为多元化,且与多家商业银行保持着较密切的合作关系,融资渠道较为畅通。截至2016年3月末,公司获得金融机构授信额度合计为88.71亿元,已使用授信额度51.28亿元,尚未使用额度为37.43亿元,能够为公司运营资金周转提供必要的支持。

六、跟踪评级结论

跟踪期内,该公司汽轮业务发展良好,保持了较高的市场占有率,销售收入稳步提升;摩轮业务受国内摩托车行业萎缩、印度摩托车行业增速趋缓及贸易壁垒增加等因素的影响,销售收入有所下降。自2013年收购镁瑞丁后,公司镁铝合金配件铸件业务发展相对稳定。总体而言,公司收入水平稳定增长,整体实力进一步提升。

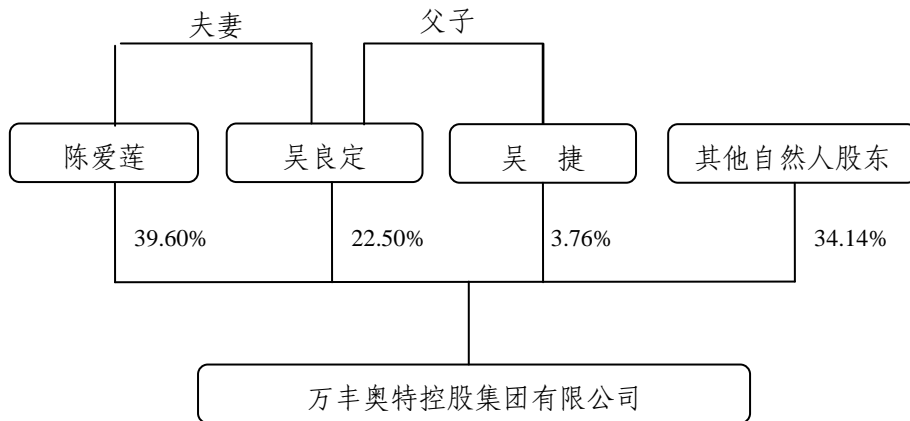
跟踪期内,受益于原材料成本下降以及汽轮收入占比上升影响,

该公司毛利润增幅较大，公司主业盈利能力较好。但受股权转让产生的所得税增加影响，公司净利润有所下降。公司在建项目投入规模仍较大，刚性债务规模有所上升，面临一定偿债压力，但公司经营性现金持续净流入，且货币资金较为充裕，融资渠道畅通，可为债务的偿付提供缓冲。

同时，我们仍将持续关注（1）该公司铝轮生产基地建设进度；（2）铝轮贸易壁垒情况；（3）融资担保及关联方担保的代偿情况；（4）房地产板块的建设及去化情况。

附录一：

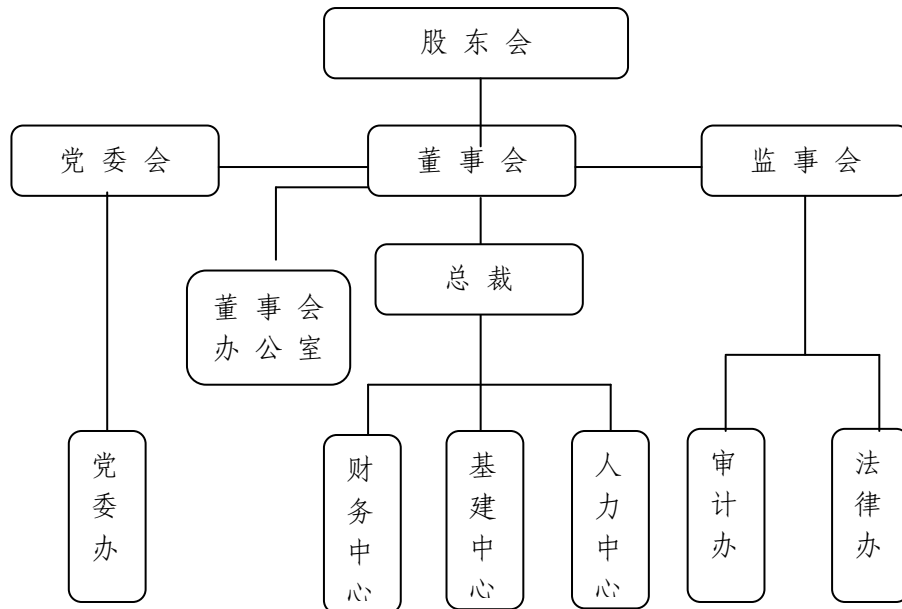
公司与实际控制人关系图



注：根据万丰奥特提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录二：

组织架构图



注：根据万丰奥特提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

公司主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
资产总额[亿元]	95.41	109.91	133.62	139.68
货币资金[亿元]	14.30	13.33	15.60	14.41
刚性债务[亿元]	38.47	42.56	43.10	47.30
所有者权益[亿元]	29.47	39.07	59.90	59.19
营业收入[亿元]	47.54	84.10	86.32	21.42
净利润[亿元]	6.70	4.61	3.04	1.82
EBITDA[亿元]	10.61	11.44	14.25	—
经营性现金净流量[亿元]	3.90	10.22	6.61	5.04
投资性现金净流量[亿元]	-14.10	-4.34	-21.29	-7.11
资产负债率[%]	69.11	64.46	55.17	57.63
长期资本固定化比率[%]	106.53	108.34	70.62	80.64
权益资本与刚性债务比率[%]	76.60	91.79	139.00	125.14
流动比率[%]	94.04	92.36	152.60	128.75
速动比率[%]	70.99	61.61	108.14	86.74
现金比率[%]	33.20	23.40	32.59	25.64
利息保障倍数[倍]	7.09	4.08	4.53	—
有形净值债务率[%]	353.07	274.02	158.73	175.13
营运资金与非流动负债比率[%]	-18.49	-32.52	97.53	66.58
担保比率[%]	78.07	35.07	34.61	—
应收账款周转速度[次]	4.73	6.12	6.13	—
存货周转速度[次]	4.38	4.79	3.56	—
固定资产周转速度[次]	3.03	4.06	3.81	—
总资产周转速度[次]	0.66	0.82	0.71	—
毛利率[%]	21.77	21.99	24.65	25.34
营业利润率[%]	5.75	7.37	8.32	10.96
总资产报酬率[%]	11.81	8.52	8.21	—
净资产收益率[%]	26.05	13.45	6.15	—
净资产收益率*[%]	41.37	9.19	-7.58	—
营业收入现金率[%]	107.14	105.88	106.73	109.65
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	10.85	19.06	12.55	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	8.47	14.94	9.14	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-28.38	10.97	-27.90	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-22.15	8.60	-20.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.88	5.35	6.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.28	0.33	—

注：表中数据依据万丰奥特经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务报表整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	= EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

附录五：

评级结果释义

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 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。
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。