

万丰奥特控股集团有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100048】

评级对象: 万丰奥特控股集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/A-1/2019 年 5 月 6 日

首次评级: AA+/稳定/A-1/2018 年 8 月 31 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.28	0.72	1.76	11.46
刚性债务	18.43	45.87	66.54	65.05
所有者权益	14.13	15.49	13.11	14.91
经营性现金净流入量	4.62	-1.57	-0.08	-0.56
合并口径数据及指标:				
总资产	133.62	164.69	197.69	227.26
总负债	73.71	95.56	127.96	156.58
刚性债务	43.22	66.61	94.77	114.41
所有者权益	59.90	69.13	69.73	70.68
营业收入	86.32	103.25	111.20	90.83
净利润	3.04	11.45	8.92	7.03
经营性现金净流入量	6.61	13.79	11.79	7.30
EBITDA	14.25	21.62	19.40	—
资产负债率[%]	55.17	58.02	64.73	68.90
权益资本与刚性债务比率[%]	138.60	103.78	73.58	61.78
流动比率[%]	152.60	145.11	142.25	127.47
现金比率[%]	40.58	26.54	31.87	34.84
利息保障倍数[倍]	4.38	6.69	4.35	—
净资产收益率[%]	6.15	17.74	12.85	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.14	16.29	10.55	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-20.31	-25.22	-13.89	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.25	8.62	6.14	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.39	0.24	—

注:根据万丰奥特经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

单玉柱 shanyuzhu@shxsj.com
王树玲 wangsl@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<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)2018 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了 2018 年以来万丰奥特在行业地位、营销网络、营收规模、现金流等方面继续保持优势,同时也反映了公司在偿债压力、子公司股权质押、关联方资金占用及关联担保、出口壁垒、原材料价格波动及或有负债风险等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业地位明显。**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。
- **营销网络优势。**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轮销售的长期战略合作伙伴关系,而摩轮已形成以“印度市场、国内优质市场、印尼市场”为主力的销售区域,占据摩轮销售的国际主力市场。
- **营收规模稳步增长,现金流入状况良好。**跟踪期内,万丰奥特营业收入稳定增长,经营性现金保持净流入状态,可为即期债务的偿付提供保障。

主要风险:

- **偿债压力持续加大。**万丰奥特近年来债务规模增长快,财务杠杆持续上升,公司偿债压力加大。跟踪期内,公司短期刚性债务规模大幅上升,即期偿债压力明显。此外,公司优质资产主要集中在子公司万丰奥威,而债务主要集中在母公司,母公司本部偿债压力较大。
- **子公司股权质押比例高。**万丰奥特持有子公司万丰奥威股权质押比例较高,且实际控制人持有万丰奥威股权部分也被质押,综合看,实际控制人质押上市公司万丰奥威股权比例高。
- **关联资金占用及关联担保风险。**跟踪期内,万

丰奥特向关联企业提供的资金拆借规模仍较大，对公司资金形成占用。此外，公司为关联方提供担保金额规模较大，存在一定或有负债风险。

- **出口贸易壁垒。**万丰奥特汽轮和摩轮出口规模均较大，面临一定的出口贸易壁垒风险。此外，汇率变动对公司汇兑损益及产品价格竞争力也会产生一定影响。
- **原材料价格波动风险。**万丰奥特铝轮生产所需的主要原材料是铝锭和镁锭。2018 年来，铝锭价格总体维持在高位波动，镁锭价格波动上扬，主要原材料价格的波动不利于公司成本控制。

评级关注

- 根据万丰奥特子公司万丰奥威 2018 年 5 月 17 日公告，万丰奥威拟通过非公开发行股票方式募集资金不超过 17.00 亿元，用于收购无锡雄伟精工科技有限公司 95% 股权及年产 220 万件汽车铝合金轮毂智慧工厂建设项目。目前公司已通过自有资金完成对无锡雄伟精工的收购，新世纪评级将持续关注非公开发行股票置换收购无锡雄伟精工自有资金情况。

► 未来展望

通过对万丰奥特及其发行的短券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期短券还本付息安全性最高，并维持本期短期融资券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



万丰奥特控股集团有限公司

2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照万丰奥特控股集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券（简称 18 万丰奥特 CP001）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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年前三季度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。

截至 2019 年 3 月末，该公司有 5 支债券尚在存续期，发行余额合计 30.86 亿元，目前利息支付正常，其中 11.86 亿元将于 2019 年到期。

图表 1. 截至 2019 年 3 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	到期日
16 万丰 01	2016-11-11	3 (2+1) 年	13.50	1.86	6.50%	2019-11-11
17 万丰 E1	2017-05-05	3 年	6.00	6.00	2.00%	2020-05-05
17 万丰 E2	2017-08-22	3 年	13.00	13.00	2.50%	2020-08-22
18 万丰奥特 PPN001	2018-09-05	1 年	5.00	5.00	7.50%	2019-09-05
18 万丰奥特 CP001	2018-11-06	1 年	5.00	5.00	7.20%	2019-11-06
合计	--	--	42.50	30.86	--	--

资料来源：wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期

向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资

等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有所升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我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国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

该公司为国内第二大汽轮生产企业，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。同时，公司正在全力布局通航业务板块，该板块的行业发展前景对公司未来经营存在较大影响。

A. 汽车行业

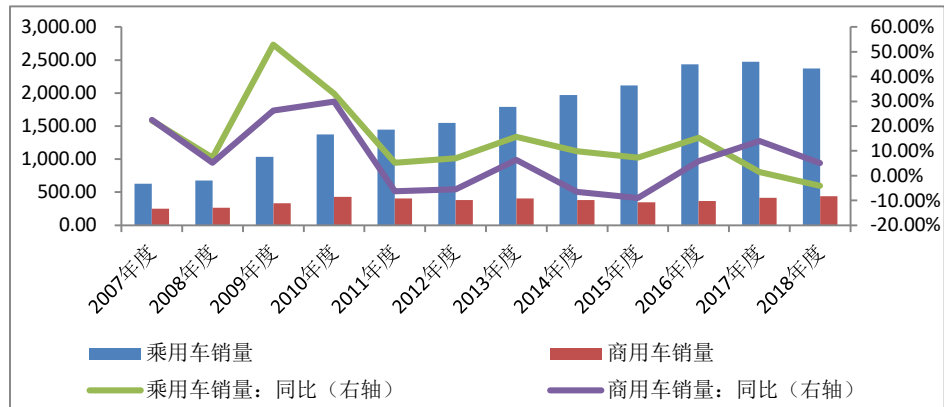
汽车制造行业为我国国民经济发展的支柱产业之一。近年来，受宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响，行业产销增速明显回落，且乘用车与商用车分化较大。2018年以来，受到宏观经济增长放缓、汽车保有量大幅提升、购置税优惠取消和限超治载政策消化等影响，汽车销量增速明显下滑，行业信用风险有所加大。

汽车制造行业为我国国民经济发展的支柱产业之一，具有产业链长、关联度高、就业面广、消费拉动大等特性。汽车制造上游行业主要为钢铁、塑料、化工等行业，下游主要为个人消费、基建、客运和军事等。汽车制造行业景气度与居民收入水平和固定资产投资密切相关，而钢材价格、油气价格、消费者偏好以及产业政策等外部因素也是影响汽车制造行业的重要因素。

2018年，受宏观经济增长放缓、购置税取消及限超治载政策消化等影响，我国汽车产销量分别为2780.92万辆和2808.06万辆，同比分别下降4.16%和2.76%，产销增速多年来首次为负。从细分市场看，受宏观经济增长压力加大、三四线城市房价上涨及购置税优惠取消影响，2018年乘用车产销量分别为

2352.94 万辆和 2370.98 万辆，同比分别下降 5.15% 和 4.08%，受车辆购置税由 5.00% 上调至 7.50% 等影响，产销量增速较上年同期分别下降 6.73 个百分点和 5.48 个百分点。其中：基本型乘用车（轿车）销售 1152.78 万辆，同比下降 2.70%；运动型多用途乘用车（SUV）销售 999.47 万辆，同比下降 2.52%；多功能乘用车（MPV）销售 173.46 万辆，同比下降 16.22%；交叉型乘用车销售 45.26 万辆，同比下降 17.26%。商用车方面，近年来受宏观经济增长压力加大、固定资产投资增速放缓及产业政策影响，商用车增速波动较大。2018 年我国商用车产销量分别为 427.98 万辆和 437.08 万辆，同比分别增长 1.69% 和 5.05%，增速较上年同期分别下降 12.12 个百分点和 3.10 个百分点，增速明显回落。其中：货车产销量分别为 379.07 万辆和 388.56 万辆，同比分别增长 2.93% 和 6.94%；客车产销量分别为 48.91 万辆和 48.52 万辆，同比分别下降 7.03% 和 7.98%。

图表 2. 汽车制造行业销量情况（单位：万辆）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

钢材成本是汽车整车及零部件生产的主要成本之一，钢材价格波动对汽车生产企业的利润空间产生一定影响。2016 年以来，受钢厂减产、去库存、清理“地条钢”等因素影响，钢价出现反弹，一定程度上压缩了汽车制造企业的盈利空间。

B. 汽车铝轮行业

铝轮是目前汽车轮毂的主流产品，受益于汽车市场的发展，铝轮行业持续增长。我国铝轮出口规模大，但行业发展面临出口贸易壁垒增多和整车市场波动风险。近年来铝价的波动对铝轮生产企业成本的控制难度加大。

汽车轮毂为汽车制造业的子行业，属于材料密集、能源密集及劳动密集型产业。轮毂按原材料的不同，可分为铝轮、钢轮和镁轮。镁轮由于价格高昂，目前仅用于少数高端车型；相对于钢轮，铝轮重量轻，节油降耗效果明显，且在高速行驶时稳定性好，应用较为广泛，目前在轿车轮毂中的占比已超过 70%。

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。2015-2018 年，我国铝轮出口量分别为 78.86 万吨、83.64 万吨、92.63 万吨和 99.41 万吨，呈逐年增长态势。2018 年中国汽车铝合金车轮出口金额 47.38 亿美元，同比增加 10.4%，出口数量 99.41 万吨，同比增加 7.3%，出口

数量及金额均再次创历史新高。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四，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。印度为我国铝轮第七大出口国，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，2015年俄罗斯从中国大陆进口铝合金车轮的数量突然下降，出口排名从第3名滑落到第9名。2018年1月5日，阿根廷生产部发布对原产自中国的直径不小于14英寸且不大于18英寸的铝合金汽车轮毂作出反倾销终裁，决定对进口自中国的涉案产品按其FOB价格的36.9%征收反倾销税，有效期为5年。自特朗普2017年1月20日担任美国总统以来，美国力推贸易保护主义政策，尤其是频繁地针对中国出口采取反倾销、反补贴等常规性的贸易救济措施。2018年8月2日，美国对我国又开展了第二轮征税，征税规模从500亿美元新增2000亿美元，征税范围显著扩大，高端制造仍是主要征税对象，化工品、塑料制品、金属制品等消费品全面进入征税范围，铝轮也纳入2000亿美元征税范围。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。

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。由于全球经济增长乏力、欧债危机持续、国内需求放缓以及产能过剩压力持续加大，2011年下半年起至2015年铝价持续下跌，但2016年初至2017年10月，铝价震荡上扬，铝价从年初的1.10万元/吨涨到年末的1.63万元。其上涨的原因一方面是从供给侧改革对铝价作用很大，库存和产量出现双低；另一方面则是成本端煤炭价格上涨。2017年10月至今，铝价波动回落，截止2019年2月末铝锭价格为1.36万元/吨。

图表 3. 全国铝锭市场价（单位：元/吨）



资料来源：wind

C. 摩托车及摩轮行业

近年来，国内摩托车市场规模逐渐缩小，摩轮企业扩大出口谋求发展，印

度、印尼等已成为我国主要的摩托出口市场。

我国摩托车产、销量位居世界前列。但随着经济的发展，城市代步及运输工具逐步升级为汽车，以及电瓶车广泛普及的竞争，摩托车市场规模逐渐缩小，2016年，摩托车行业产销形势比较严峻，产销量继续延续上年下降的走势，全年产销摩托车分别为1682.08万辆和1680.03万辆，较上年分别下降10.68%和10.75%，产销量已连续五年下降。2017年，我国摩托车累计产销量分别为1714.57万辆和1713.49万辆，较上年同期分别增长1.93%和1.99%，在宏观经济形势好转及出口带动下，摩托车市场需求提升，行业产销在连续五年下降后止跌回升。2018年受复杂的国内外形势影响，以及更加严格的环保措施，行业产销总体表现较为低迷，全行业产销摩托车1557.75万辆和1557.05万辆，较上年下降9.15%和9.13%。其中：摩托车整车出口730.92万辆，同比下降2.70%；出口金额41.48亿美元，同比增长2.07%。

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。从区域分布看，在全球范围内，摩托车市场逐步向发展中国家转移，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%的摩托收入来自于印度。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年4月到2015年3月摩托车产量在1900万辆左右，与中国摩托车的产量非常接近；据印度汽车工业协会统计，印度2016年摩托车销量为1770万辆，已超过中国2016年摩托车销量1680.03万辆。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”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1000万辆。

D. 通用航空

近年来，我国通用航空发展较为迅速，随着通用航空政策密集出台，通用航空业发展环境明显改善。“十三五”期间，我国通用航空仍处于发展战略机遇期，为该公司通用航空业务的发展提供了较好的外部环境。

通用航空业是以通用航空飞行活动为核心，涵盖通用航空器研发制造、市场运营、综合保障以及延伸服务等全产业链的战略性新兴产业体系，具有产业链条长、服务领域广、带动作用强等特点。近年来，我国通用航空业发展迅速，通用航空在册航空器总数由2011年的1154架增长至2017年的2297架，通用航空飞行作业时间总量由2011年的50.27万小时上升至2017年的83.75万小时，其中工业航空作业完成8.93万小时，同比增长7.8%；农林业航空作业完成5.96万小时，同比增长16.8%；其他通用航空飞行68.86万小时，同比增长9.2%。截至2018年10月，中国通用航空机队在册总数为3229架，同比增长16.3%；2018年1-10月全国通用航空飞行作业时间为85.90万小时。截至2018

年 10 月，全国已取证通航机场 183 个，其中 A 类机场 76 个，B 类 107 个，适航许可临时起降点 197 个，达到 380 个，2018 年 1-10 月共增加取证机场 109 个。总体上看，我国通用航空业规模增长较快，但基础设施建设仍相对滞后，低空空域管理改革进展缓慢，航空器自主研发制造能力不足，通用航空运营服务与经济社会发展和新兴航空消费需求仍有较大差距。

监管方面，2012 年国家出台《通用航空发展专项资金管理暂行办法》，截至 2015 年末累计下发补贴资金 8.6 亿元，根据 2017 年和 2018 年通航专项资金预算方案，2017 年计划补贴 3.26 亿元，2018 年计划补贴 3.81 亿元；2016 年 12 月，国务院印发的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中明确指出要落实促进通用航空业发展的各项政策措施，大力培育通用航空市场，促进通用航空制造与运营服务协调发展；2017 年 6 月，民航局印发了《通用航空市场监管手册》，对行业许可准入及监管流程进行了梳理。2018 年 1 月 19 日和 3 月 2 日，民航总局以“放管结合、以放为主”为原则，结合国内通用航空的发展状况，分别发布两份关于改进通用航空适航审定政策的通知，简化和调整了包括航空器适航证件和国籍登记证办理管理、国内通用航空公司设计小改和大改管理、通用航空企业油料供应管理等在内的部分通用航空适航审定政策，以进一步提高通用航空适航审定效率，为通用航空发展创造良好环境，促进通用航空发展，并于 2018 年 5 月 1 日起正式施行。未来发展规划方面，根据《通用航空“十三五”发展规划》，截至 2020 年末，我国将建成 500 个以上通用机场，基本实现地级以上城市拥有通用机场或兼顾通用航空服务的运输机场，覆盖农产品主产区、主要林区、50% 以上的 5A 级旅游景区。通用航空器达到 5000 架以上，年飞行量 200 万小时以上。

图表 4. “十三五”时期通用航空发展规划指标

指标	2015 年	2020 年	年均增长
总飞行量（万小时）	77.9	200	20.8%
通用航空器（架）	2235	5000	17.5%
重大飞行事故万时率	--	<0.09	--
通用机场个数（个）	300	500	10.8%
飞行员数量（个）	3402	7000	15.5%

资料来源：通用航空“十三五”发展规划

根据《浙江省通用机场发展规划》，随着国家低空空域管理改革的深化，浙江省作为沿海经济较发达省份，海洋经济发展和通航产业发展步伐加快，岛屿通航服务、工农业生产服务和公（商）务飞行、通勤航空等航空活动需求较为突出。据规划，经济类需求约需一类通用机场 17 个，二类通用机场 24 个，到 2030 年浙江省预计将拥有各类通用飞机数量将达 1000 架。浙江省旅游资源丰富，民间资本相对雄厚，航空旅游、公务飞行、私人飞机的发展需求明显。

2017 年 2 月，浙江省政府发布《2017-2018 年浙江省通用机场建设推进计划》，重点推进 17 个通用机场项目。2017 年 7 月，浙江省政府出台《关于加快通用航空业发展的实施意见》，为打造全省空中 1 小时交通圈，到 2020 年，全省建成 A 类通用机场 20 个，实现每个设区市至少拥有 1 个 A 类通用机场，覆

盖通用航空研发制造集聚区、农产品主产区、主要林区、50%以上的 5A 级旅游景区、国家级旅游度假区；通用航空器达到 200 架以上、年飞行量 8 万小时以上，培育 5 家以上具有通用航空器研发制造能力的通用航空企业和 10 个左右各具特色的通用航空小镇，打造 2 个国家级通用航空产业综合示范区，通用航空业经济规模达到 500 亿元。

2018 年 7 月，浙江省人民政府办公厅发布《关于建设民航强省的若干意见》，指出到 2022 年建成 20 个以上 A 类通用机场，驻浙通用航空器达到 200 架以上，年飞行量达到 10 万小时，构建全省“空中一小时交通圈”，全省通用航空经济规模超过 600 亿元。到 2035 年，通用机场布局合理，低空航线形成网络，通用航空实现常态化飞行。建成杭州、宁波、温州国家临空经济示范区，宁波、绍兴国家通用航空产业综合示范区和舟山航空产业园等，促进航空产业集聚发展。

该公司所在地新昌为二类通用机场，相对旺盛的通用机场需求及政策带动为公司通用航空业务的发展提供了较好的外部环境。

2. 业务运营

该公司传统业务为汽轮、摩轮和镁合金业务，经多年经营积累，此部分业务具有较高的市场占有率，业务保持稳定发展，但面临一定的贸易壁垒影响，且业务毛利对原材料铝、镁等价格波动较为敏感；航空业务海外板块呈增长趋势，对公司收入及利润形成补充，但此部分业务在建项目投资规模较大，面临一定的投资风险。

该公司主营业务为汽轮、铝轮、镁合金等传统业务，同时公司还从事通用航空和房地产等业务。公司为国内第二大铝轮生产企业以及全球最大的摩托车铝合金车轮生产企业之一，行业内地位较高。公司汽轮产品结构丰富，下游客户覆盖国内主流主机厂商，摩轮则主要销往印度、印尼等地。近年来公司加大通用航空业务布局，投融资需求加大。公司主业以横向规模化为基础运营模式，规模、资金投入、技术研发和成本控制等都是公司主业核心驱动因素。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
汽轮业务	汽车零配件	国内/北美/欧洲等	横向规模化	规模/资本/成本/政策等
摩轮业务	摩托车零配件	国内/印度等	横向规模化	规模/资本/成本/政策等
镁合金业务	镁合金	北美	横向规模化	规模/资本/成本/技术等
通用航空业务	航空	北美、欧洲、亚洲和奥地利	横向规模化	规模/资本/技术/品牌/政策等

资料来源：万丰奥特

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计		86.32	103.25	111.20	90.83	78.22
其中：核心业务营业收入	金额	83.99	99.32	106.56	87.53	75.04
	占比	97.30%	96.18%	95.82%	96.37%	95.93%
其中：（1）汽轮及配件	金额	38.10	42.17	48.99	34.82	34.02
	占比	44.13%	40.84%	44.05%	38.34%	43.49%
（2）摩轮及配件	金额	14.40	15.86	18.94	16.94	13.83
	占比	16.68%	15.36%	17.03%	18.65%	17.68%
（3）镁合金配件	金额	26.82	29.10	26.35	20.10	20.24
	占比	31.07%	28.18%	23.70%	22.13%	25.87%
（4）房地产	金额	--	7.37	4.32	0.66	1.82
	占比	--	7.13%	3.88%	0.73%	2.32%
（5）通航业务	金额	--	0.57	3.99	9.52	--
	占比	--	0.55%	3.59%	10.49%	--
（6）冲压零部件	金额	--	--	--	2.76	--
	占比	--	--	--	3.04%	--

资料来源：万丰奥特

跟踪期内，该公司营业收入保持增长趋势，2017 年及 2018 年前三季度，公司营业收入分别为 111.20 亿元和 90.83 亿元，同比分别增长 7.70% 和 16.11%。公司传统业务（汽轮、摩轮、镁合金零配件）收入合计占营业收入比重分别为 84.78% 和 79.12%，仍为公司收入的主要来源。2018 年前三季度公司收入增长主要系摩轮、通用航空以及新增冲压零部件收入增长所致。房地产业务收入受销售结转影响，收入大幅降低。总体而言，公司跟踪期内主业发展较为稳定。

A. 汽轮业务

该公司目前是我国第二大及长江以南地区最大的汽轮生产企业，公司在出口市场中长期排名前三，市场份额较高。公司汽轮产品涵盖电镀、抛光、涂装、锻造四大系列 14-24 英寸不同规格产品。近年来公司汽轮产销规模扩大，经营效益较好，业务收入稳步增长，2017 年及 2018 年前三季度，公司汽轮业务收入分别为 48.99 亿元和 34.82 亿元，占营业收入比重分别为 44.05% 和 38.34%。

生产规模方面，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。近年来，得益于下游订单增长，公司稳步扩张产能，2015 年吉林生产基地新增产能 100 万件，2016 年重庆生产基地年产 300 万件铝合金车轮项目已开始生产。截至 2018 年末，公司汽轮年总产能达 1800 万件。公司目前还有多个扩产能项目在建，且公司正在考虑海外建立生产基地的可能性。生产方面，2017 年公司汽轮产量达 1686 万件，其中外协加工量占比约 7.50%；2018 年，公司汽轮产量达 1698.77 万件。近年来，公司汽轮产能利用率较高，其中 2016 年产能利用率有所下降主要系新增产能所致。

图表 7. 公司汽轮业务产销状况（单位：万件）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
产能	1500	1800	1800	1800
产量	1357	1594	1686	1699
销量	1359	1610	1694	1689
产能利用率	90.47%	88.55%	93.67%	94.38%
产销率	100.15%	101.03%	100.47%	99.42%

资料来源：万丰奥特（含外协加工）

销售方面，该公司汽轮业务采用以销定产方式，近年来产销率均在 90% 之上，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，其中 OEM 收入占汽轮收入的比例保持在 88%-90% 之间。在 OEM 渠道中，公司已与奇瑞、上海大众、GM、东风鸿泰和北京现代等厂商建立长期战略合作关系，2018 年前三季度公司前五大客户销售总额为 11.07 亿元，占总销量的 28.78%，下游客户集中度尚可。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，公司大力推进与宝马及福特等的深度战略合作。截至 2019 年 2 月末，公司已确认 2019-2021 年汽轮订单量分别为 1730 万件、1844 万件和 1929 万件。

毛利率方面，近年来受铝价及产品结构变动影响，该公司 OEM 市场销售毛利率存在一定波动。公司 AM 渠道主要向国际大型经销商供货，每年销售约占公司汽轮销售收入比重为 11% 左右，近年来公司对 AM 市场产品结构进行调整，提高附加值产品占比，使得 AM 市场销售毛利率有所上升。但 2017 年因公司采购铝价较 2016 年上升 15.52% 左右，成本增加，当期公司 AM 市场和 OEM 市场毛利率均出现下降，且降幅较为明显，2018 年随着铝价的回落，公司 AM 市场毛利率有所回升，但 OEM 市场因毛利较高的国外产品销量有所减少，而相对毛利较低的国内产品的销量大幅提升，加之汽车行业景气度下降，使得汽轮业务收入和毛利率较上年同期均有所下降。

图表 8. 公司 OEM 和 AM 销售情况（单位：亿元，%）

销售方式	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
AM 市场	3.94	10.59	4.48	12.47	5.39	5.41	5.24	19.36
OEM 市场	34.16	26.75	37.70	26.54	43.60	24.57	41.85	19.92
合计	38.10	25.08	42.17	25.04	48.99	22.47	47.09	19.86

资料来源：万丰奥特（四舍五入存在尾差）

该公司海外市场和国内市场各占汽轮收入的 50% 左右。海外市场中，北美和欧洲为公司汽轮的主要出口市场，未来公司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。近年来，公司海外市场销售收入呈逐年增长趋势，但由于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），导致毛利率略低于国内市场。2018 年公司内销收入为 28.02 亿元，占该业务收入比重为 59.50%，内销毛利率为 19.28%；出口收入为 19.07 亿元，毛利率为 20.70%，因中美贸易战的持续发酵，公司调整出口战略，扩大内销，减少出口，因此公司 2018 年内销收入增长，出口收入减少。同时因内销铝轮

价格低于外销价格，且公司保量降价，因此国内铝轮业务毛利率下降 4.13 个百分点。

图表 9. 公司汽轮国内外营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	区域	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	国内	22.24	24.16	27.75	28.02
	海外	16.54	18.98	22.44	19.07
	其中：北美	11.79	13.82	17.10	12.50
	欧洲	1.46	1.56	1.38	1.64
	其他	--	--	3.96	4.94
毛利率	国内	28.69	28.05	23.41	19.28
	海外	20.12	20.90	20.79	20.70

注：根据万丰奥特提供的数据绘制

原材料采购方面，该公司汽轮主要原材料为铝锭 A00 和 A356，铝锭成本占公司营业总成本的 60% 左右，2017 年铝价波动上升，公司采购成本相应增长；2018 年公司采购铝锭价格较 2017 年有所下降。

图表 10. 公司汽轮产品均价（不含税）及铝产品采购均价趋势

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 ¹
涂装轮[元/件]	259	265	292	289
电镀轮[元/件]	830	744	906	783
A00 铝锭[万元/吨]	1.25	1.09	1.26	1.25
A356 铝锭[万元/吨]	1.29	1.12	1.29	1.30

注：根据万丰奥特提供的数据绘制

B. 摩轮及配件业务

该公司摩轮业务主要由上市子公司万丰奥威负责运营，2017 年及 2018 年前三季度，公司摩轮业务分别实现收入 18.94 亿元和 16.94 亿元，占营业收入比重分别为 17.03% 和 18.65%，2018 年公司摩轮业务新开发了印度电动车 Ather、英雄 AABM、菲律宾 KTM、台湾金华兴等客户，因此收入呈增长趋势。

产能方面，该公司摩轮业务拥有浙江新昌、广东江门和印度三大生产基地，年生产摩托车铝合金轮毂能力 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²，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，公司建设了印度摩轮基地，一期建设产能 300 万件，总投资 3.07 亿元，2014 年印度摩轮基地已建设完成并投产，二期建设尚未开始。2015 年来，得益于下游需求增长，公司摩轮产量持续增长，且产能利用情况持续改善。

¹ 涂装轮价格降低主要是客户结构变化引起的；电镀轮主要是国外产品，受结算汇率及结算铝价影响（2017 年平均汇率为 6.77，2018 年锁定汇率为 6.50；2017 年结算为 LME 铝价，2018 年采用长江铝价），销售均价下降明显。

² 广东江门基地设计产能 500 万件，分二期建设，一期 300 万件、二期 200 万件。二期建设是在一期的基础上通过技改及设备的填平补齐方式进行，满负荷可以到 450 万件，目前使用产能为 400 万件。

图表 11. 公司摩轮业务产销情况（单位：万件）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
产能	2200	2200	2200	2200
产量	1657	1923	2104	2248
销量	1652	1899	2100	2278
产能利用率	75.33%	87.42%	95.64%	102.18%
产销率	99.68%	98.73%	99.81%	101.33%
销售均价（元/件）	87.17	83.51	90.49	98.63

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，其销售以印度、印尼等海外市场为主，2018 年海外销售收入占摩轮业务业务收入的比例为 73.83%。公司通过海外建厂和购买套期保值等金融工具降低汇率风险。

销售方面，该公司摩轮产品全部销往 OEM 市场。在海外，公司主要与印度 TVS、印度英雄和印尼 EXCEL 等公司合作，2018 年前三季度，公司摩轮销售中对印度英雄摩托、印度 TVS 摩托有限公司、印尼 EXCEL 公司、印度百佳杰公司以及 KOIKE(M)SDN.BHD.等五家公司合计实现销售收入 11.04 亿元，占海外摩轮业务收入比重的 88.60%，目前公司正在开拓巴基斯坦等国外市场。在国内，公司以广东、江浙和鲁豫为目标市场，主要配套江门市大长江集团有限公司、常州豪爵铃木摩托车有限公司、五羊一本田摩托（广州）有限公司和广东大冶摩托车技术有限公司等大型主机厂，2018 年还与上海本田贸易有限公司（代理出口）合作，拓宽了公司销售渠道。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，客户集中度较高。

2017-2018 年该公司摩轮销售均价分别为 90.49 元/个和 98.63 元/个，2018 年，在摩轮业务市场订单充足，印度本地化供货优势加强的情况下，公司对主要客户调增销售价格，增加了盈利能力。2017 年及 2018 年前三季度，公司摩轮业务毛利率分别为 13.92%和 18.38%，受益于摩轮均价的提升，业务毛利率随之提升。

图表 12. 公司摩轮国内外营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	区域	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	国内	5.42	6.06	5.96
	海外	10.43	13.04	16.81
	其中：印度	7.42	9.36	13.29
	印尼	1.96	2.15	2.15
	其他	1.03	1.53	1.37
毛利率	国内	19.56	15.03	18.17
	海外	18.05	13.39	18.67

注：根据万丰奥特提供的数据绘制

C. 镁合金配件业务

该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，主要由万丰镁瑞丁控股有限公司从事镁合金汽车配件的生产与销售。在国内，

公司通过引进万丰镁瑞丁技术，已在国内新昌建设镁合金生产基地，2017年下半年已开始生产，但目前收入尚小。2017年及2018年前三季度，公司镁合金配件业务实现收入分别为26.35亿元和20.10亿元，占营业收入比重分别为23.70%和22.13%，2017年镁合金配件业务收入较上年减少2.75亿元，主要系①受英国脱欧影响，万丰镁瑞丁英国子公司重要客户捷豹路虎将工厂迁往欧洲大陆，相应订单转移给了当地供应商，英国镁合金业务受此影响收入减少1.64亿元；②由于GM Lambda项目因原车型停产，新产品未采用镁合金设计，此部分导致镁合金配件业务收入下降1.18亿元。2017年及2018年前三季度，镁合金配件业务毛利率分别为16.55%和21.00%，受业务收入下降及镁锭价格上涨影响，公司2017年镁合金业务毛利率有所下降；2018年前三季度，受益于镁锭价格实现联动机制，价格上涨带来的成本部分转移给了客户，加之公司自身镁锭采购价格的良好控制，销售价格与采购成本直接的价差增加，因此在内部成本的控制以及产品结构的调整双重影响下，镁合金业务毛利率提升。

图表 13. 镁合金业务产能产销情况（单位：万件）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年
产能	1978	2500	2200	2400
产量	1747	1900	1893	1967
销量	1739	1840	1699	1713
产能利用率	88.32%	76.00%	86.05%	81.95%
产销率	99.52%	96.85%	89.75%	87.10%

资料来源：万丰奥特

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，在北美市场占有率超过65%，产品主要分为仪表板、动力总成、前端支架、座椅架、托架、盖板和其他结构件七大系列，在加拿大、美国、英国、墨西哥及中国等地设有生产基地，在德国设有销售公司开拓欧洲业务。除了墨西哥工厂的全部产品以及加拿大工厂的部分产品使用铝合金以外，万丰镁瑞丁其他工厂均生产镁合金产品，镁合金产品收入占比仅为约90%。万丰镁瑞丁主要依照订单计划进行生产，各工厂生产管理相对独立。

图表 14. 万丰镁瑞丁收入结构（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年
汽车横梁/仪表盘	11.27	12.88	11.50	10.78
动力总成件	4.89	5.04	4.25	4.98
前端支架	3.36	1.81	2.77	2.72
支架系统	2.39	2.66	3.07	2.81
转向装置	1.38	1.44	1.08	1.04
座椅	1.62	1.80	1.65	1.75
其他汽车零配件	1.96	3.47	2.02	3.25
模具	1.55	2.79	2.32	2.79
合计	28.37	31.89	28.67	30.11

资料来源：万丰奥特

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³，按销售收入的 1-3% 支付佣金，其他地区的市场则由万丰镁瑞丁直接管理。目前万丰镁瑞丁客户集中度较高，包含北美市场在内，来自福特、克莱斯勒、博格化纳和宝马等四大客户的收入占零配件销售收入的 53% 左右。

万丰镁瑞丁生产的原材料主要分为镁合金、大型设备、模具、装配用小零件、备品备件辅料等五大类，其中镁合金、大型设备实行集中采购，模具、装配用小零件、备品备件辅料由各工厂分别采购。目前万丰镁瑞丁所需的镁合金 70% 以上来自中国，2016-2018 年，公司镁锭采购均价分别为 1.33 万元/吨、1.47 万元/吨和 1.88 万元/吨。

D. 房地产业务

该公司房地产业务主要由浙江万丰置业有限公司和吉林万丰置业有限公司负责。公司目前主要有 3 个房地产项目——新昌万丰香樟公馆、吉林万丰玫瑰园以及新昌万丰丰泽园，其中在售房地产项目为新昌万丰香樟公馆和吉林万丰玫瑰园（一期）。除上述房地产项目外，公司无其他土地储备。截至 2018 年末，公司房地产项目累计已投资 17.12 亿元，累计回笼资金 18.44 亿元，已实现收入 18.99 亿元，去化情况尚可，但由于公司房地产项目分布于三四线城市和东北地区，后续预计仍将面临一定的去化压力。公司房地产开发采用滚动开发，短期投资压力尚可。

新昌万丰香樟公馆位于新昌县七星新区，项目占地面积 5.10 万平方米，总建筑面积为 15.54 万平方米，项目总投资 8.58 亿元，目前项目已基本完工，并于 2013 年 10 月开始预售。该项目可售面积 13.74 万平方米，截至 2018 年末，累计已售面积 12.86 万平方米，累计资金回笼 9.41 亿元，结转收入 9.41 亿元。

吉林万丰玫瑰园位于吉林丰满区松江南路小白山公园北侧，项目占地面积 17.43 万平方米，建筑面积为 23.77 万平方米。项目分三期建设，计划总投资 15.40 亿元，已投资 7.11 亿元。该项目于 2014 年 10 月开始预售，可售面积 11.63 万平方米，截至 2018 年末累计销售面积 8.05 万平方米，累计现金回笼 4.97 亿元，累计结转收入 5.52 亿元。

万丰丰泽园项目坐落于新昌大市聚工业园区内，总建筑面积 9.35 万平方米，地上建筑面积 7.90 万平方米，地下建筑面积 1.45 万平方米，项目计划总投资 2.52 亿元，截至 2018 年末累计已投资 1.75 亿元。根据子公司万丰奥威 2018 年 9 月 29 日《关于万丰镁瑞丁新材料科技有限公司购买丰泽园资产暨关联交易的公告》，万丰镁瑞丁新材料科技有限公司（简称“镁瑞丁新材料”）系万丰奥威全资孙公司与浙江万丰置业有限公司签订了《认购协议书》，镁瑞丁新材料拟以现金方式向浙江万丰置业有限公司购买丰泽园资产，双方确定本次交易标的转让价格为人民币 4.06 亿元。截至目前已完成转让。

³ 合同需每年续签一次，除非另行终止，并提前 180 天通知。在终止的情况下，Techman 公司仍然有权从所经手项目的整个产品周期中获取佣金。

图表 15. 2018 年末公司主要房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）⁴

项目	建筑面积	计划总投资	土地成本	累计已完成投资	可售面积	累计销售面积	累计现金回笼	累计已确认收入	计划投资	
									2019 年	2020 年
新昌万丰香樟公馆（已基本完工）	15.54	8.58	2.70	8.26	13.74	12.86	9.41	9.41	0.29	--
吉林万林玫瑰园（一期完工，二期在建）	23.77	15.40	2.67	7.11	11.63	8.05	4.97	5.52	2.54	2.50
新昌万丰丰泽园	9.35	2.52	0.29	1.75	5.48	5.48	4.06	4.06	0.16	--
合计	48.66	26.50	5.66	17.12	25.37	26.39	18.44	18.99	2.99	2.50

资料来源：万丰奥特

E. 通用航空业务

该公司通用航空业务目前处于起步阶段，公司通过海外收购获得相关资产和飞机制造技术，为该业务的发展奠定基础。公司通用航空业务主要由一级子公司万丰航空工业有限公司（简称“万丰航空”）负责运营和管理，公司计划通过万丰航空的通用飞机⁵制造项目进入战略性新兴产业通航产业。2016-2017 年及 2018 年前三季度，公司航空业务分别实现收入 0.57 亿元、3.99 亿元和 9.52 亿元，毛利率分别为 6.58%、17.45% 和 31.12%，收入主要来源于收购的加拿大钻石飞机公司，国内航空业务收入小。

图表 16. 通用航空业务近年来收购情况

	收购标的	收购时间	收购对价	备注
奥地利钻石飞机公司（Diamond Verwaltungs GmbH）	100% 股权	2017-12-21	2.50 亿欧元	
加拿大钻石飞机公司（2542112 Ontario Inc.）	60% 股权	2016-12-13	5400 万欧元	另外公司对加拿大钻石飞机公司增资 0.51 亿欧元
加拿大航校（DFC London Inc.）	90% 股权	2015-12-21	96.69 万加元	

资料来源：万丰奥特

目前全球主要 5 家通用飞机制造公司，分别为塞斯纳飞机公司、西锐飞机设计制造公司、奥地利钻石飞机公司、派珀飞机公司及比奇飞机公司，5 家公司合计交付了全球 90% 以上的取证固定翼飞机。除奥地利钻石飞机公司外，其它四家公司均位于美国。奥地利钻石飞机公司是一家具有设计、制造、研发、销售等专业平台的专业飞机制造商，主要产品为取得 EASA 证书的 DV20、DA42、DA42MPP、DA62MPP 以及研发中的 DA50、DART 等型号飞机产品，和取证的 E4 与 AE50R 两个系列发动机，主要销往北美、欧洲、亚洲和澳大利亚等地，占全球该类飞机五分之一左右的市场份额。该公司于 2016 年 12 月以 0.54 亿欧元收购奥地利钻石飞机公司子公司加拿大钻石飞机公司 60% 股权，同时对加拿大钻石飞机公司增资 0.51 亿欧元，并获得 DA62 和 DA42 机型的知识产权；于 2017 年 12 月，以 2.50 亿欧元收购奥地利钻石飞机公司 100% 股权，通过本次收购，公司也持有了奥地利钻石飞机公司子公司加拿大飞机公司 100% 股权。此外，公司在 2015 年 12 月完成加拿大航校收购，收购对价 96.69 万加元，该航校以固定翼飞机培训为主，教学资质齐全，已经取得私商仪表，ATPL，

⁴ 公司房地产项目存在按揭贷款，一般公司收到首付资金即确认收入，后续贷款资金到账可能存在滞后，所以在累计确认收入金额稍大于累计回笼现金金额情况。

⁵ 通用飞机是指除从事定期客运、货运等公共航空运输飞机之外的其他民用航空活动的所有飞机的总称。

PPC 等资质，共有飞行教员 10 人。该航校依托西安大略大学、运输协会等单位的委托飞行培训合作，学员储备充沛，且在 2016 年已经取得社会公众招生资格。

图表 17. 被收购公司 2018 年（末）财务状况（单位：亿元）

	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
奥地利钻石飞机公司（Diamond Verwaltungs GmbH）	21.84	13.78	15.16	2.35	1.78
加拿大钻石飞机公司（2542112 Ontario Inc.）	8.64	7.19	5.19	0.44	0.45
加拿大航校（DFC London Inc.）	0.05	-0.01	0.11	0.01	0.01

资料来源：万丰奥特

该公司规划通用航空业务包括通用飞机制造、通用机场建设、通航运营、航校培训、飞行服务站等五大板块。飞机制造业务方面，公司收购的奥地利钻石飞机公司飞机制造年产能为 167 架，公司在国内新昌航空工业项目建设的飞机组装线目前已能正常组装飞机，组装线年产能为 8 架飞机，2018 年组装并销售 8 架飞机⁶；机场建设方面，公司在新昌投建的航空工业项目包含公司首个通用机场，航空工业项目总投资 10.54 亿元，截至 2019 年 2 月末累计投资 6.42 亿元，2019-2020 年分别计划投资 3.00 亿元和 1.12 亿元；通航运营业务主要为公务航空、通勤航空、托管服务以及应急救援和公共服务等，目前公司运营公务机 2 架（庞巴迪 605 和飞鸿 100），收入规模小；航校培训业务方面，主要为已收购的加拿大航校，此外，公司目前已成立孙公司浙江万丰通用有限公司负责公司的国内飞行培训业务，2018 年开办了首期培训班⁷。

F. 其他业务

除以上业务外，该公司还开展涂复及金融担保等业务，公司涂复业务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，涂复是一种防腐工艺，公司涂复业务主要包括对机械零件进行涂复处理、涂复设备、涂复溶剂的制造等。2017 年及 2018 年前三季度，公司涂复业务实现收入分别为 3.87 亿元和 2.61 亿元，收入较为稳定。

该公司担保业务由绍兴万丰担保有限公司（简称“绍兴担保”）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，担保期限基本在 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。近年来，受中小企业还贷压力加大影响，公司主动收缩融资性担保业务，担保业务收入逐年下滑，2017 年公司担保业务收入 753.47 万元，较上年减少 424.53 万元；2018 年前三季度，担保业务收入 710.99 万元，较上年同期增加 143.55 万元。公司担保业务前三客户分别为绍兴东湖高科股份有限公司、诸暨链条总厂和诸暨市鑫源汽车摩托车有限公司。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。

⁶ 7 架销售给孙公司浙江万丰通用航空有限公司；1 架销售给西安航空基地金胜通用航空有限公司。

⁷ 首期培训班 2018 年 12 月 28 日开班，成员 10 人，收费标准为 9.8 万元/人。

图表 18. 担保公司 2018 年（末）财务状况（单位：亿元）

	总资产	净资产	营业收入	净利润	担保余额	不良率	代偿余额	已计提准备金
绍兴担保	1.54	1.4	0.07	0.027	2.82	0.95%	0.29	0.24

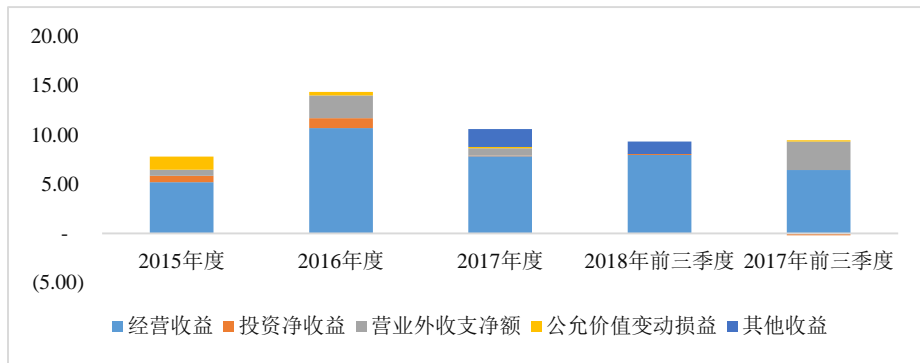
资料来源：万丰奥特

根据该公司子公司万丰奥威 2018 年 5 月 17 日公告，万丰奥威拟通过非公开发行股票方式募集资金不超过 17.00 亿元，拟发行对象为不超过 10 名特定对象，包括符合法律、法规规定的境内证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者等特定对象，发行价格不低于发行期首日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%，募集资金将用于收购无锡雄伟精工科技有限公司（简称“雄伟精工”）95% 股权（计划使用 12.00 亿元）及年产 220 万件汽车铝合金轮毂智慧工厂建设项目（计划使用 5.00 亿元），本评级机构将持续关注万丰奥威非公开发行股票事项进展。雄伟精工主要生产和销售座椅零部件和车身附件，其主要产品包括座椅骨架及调节结构、安全气囊、安全带扣、门铰链等汽车冲压零部件及其自动化冲压模具和精密模具的设计和制造，雄伟精工的主要客户覆盖延锋江森、佛吉亚、博泽、高田、麦格纳、奥托立夫等全球领先的汽车零部件公司。公司收购雄伟精工股权旨在完善公司产品结构，延伸产业链，增强公司后续发展动力。公司目前已完成收购雄伟精工工作，并于 2018 年 6 月完成雄伟精工的工商变更登记，收购对价为 12.54 亿元并支付完毕。2018 年前三季度，公司实现冲压零部件业务收入 2.76 亿元，毛利率为 23.50%。根据子公司万丰奥威 2019 年 3 月 27 日发布的《业绩承诺实现情况的专项审核报告》，雄伟精工原股东项玉岫、马泊泉、严倚东、赵军伟（合称“转让方”）承诺，雄伟精工 2018 年度实现的净利润不低于 1.60 亿元，根据雄伟精工 2018 年度审计报告，雄伟精工 2018 年度实现扣除非经常性损益后的净利润为 1.52 亿元，较 2018 年业绩承诺扣除非经常性损益后的净利润 1.60 亿元低 815.35 万元。按照股权转让协议，转让方应以现金方式向公司支付差额的 3 倍作为补偿金。截至目前，子公司万丰奥威已收到上述款项。

此外，该公司还参与杭绍台城际铁路项目投资，杭绍台城际铁路位于浙江省中东部，线路北起杭州枢纽杭州东站，利用既有杭甬客专至绍兴北站，而后接新线引出，经绍兴市越城、上虞、嵊州、新昌和台州市天台、临海、椒江、路桥、温岭等县市区，终于新建温岭站杭绍台场南端。项目新建正线全长约 223.57 公里，估算总投资 448.94 亿元，建设期为 4 年，其中民营联合体占股 51%，中国铁路总公司占比 15%、浙江省政府占比 13.6%、绍兴和台州市政府合计占比 20.4%。在 51% 的控股民营中，截至 2019 年 2 月末公司累计支付 0.45 亿元投资款。该项目运营期 30 年，然后移交政府。因该项目为民生工程，项目收益能力一般。

(2) 盈利性

图表 19. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据万丰奥特所提供数据绘制

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

2017 年及 2018 年前三季度, 该公司营业收入分别为 111.20 亿元和 90.83 亿元, 同期毛利分别为 23.21 亿元和 20.46 亿元, 其中汽轮业务毛利分别为 11.01 亿元和 7.39 亿元, 是公司利润的主要来源。2017 年及 2018 年前三季度, 公司综合毛利率分别为 20.87% 和 22.52%, 2017 年受原材料铝、镁价格上涨及公司产品价格调整有所滞后影响, 毛利率同比降低 3.16 个百分点。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度	2017 年前三季度
营业收入合计 (亿元)	86.32	103.25	111.20	87.53	75.04
毛利率 (%)	24.65	24.03	20.87	22.52	22.71
其中: 汽轮及配件 (%)	25.08	25.04	22.47	21.21	24.19
摩轮及配件 (%)	23.56	18.53	13.92	18.38	15.60
镁合金配件 (%)	20.33	21.92	16.55	21.00	18.92
房地产 (%)	--	26.52	22.31	32.17	28.52
通航业务 (%)	--	6.58	17.45	31.12	--
毛利 (亿元)	21.28	24.81	23.21	20.46	17.77
其中: 汽轮及配件 (亿元)	9.55	10.56	11.01	7.39	8.23
摩轮及配件 (亿元)	3.39	2.94	2.64	3.11	2.16
镁合金配件 (亿元)	5.45	6.38	4.36	4.22	3.83
房地产 (亿元)	--	1.95	0.96	0.21	0.52
通航业务 (亿元)	--	0.04	0.70	2.96	--
期间费用率 (%)	17.95	12.41	12.84	13.15	13.73
其中: 财务费用率 (%)	1.95	1.71	2.28	2.11	2.76
全年利息支出总额 (亿元)	2.28	2.51	3.16	--	--
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.11	0.12	0.02	--	--

资料来源: 根据万丰奥特所提供数据整理

该公司期间费用以管理费用为主, 2017 年及 2018 年前三季度, 公司期间费用分别为 14.28 亿元和 11.95 亿元, 其中管理费用分别为 9.33 亿元和 5.35 亿元

元，2018 年前三季度，公司将研发费用单独列示，因此管理费用大幅下降。2017 年及 2018 年前三季度，公司期间费用率分别为 12.84% 和 13.15%，期间费用占比较高。2017 年及 2018 年前三季度，公司资产减值损失为 0.19 亿元和 -0.03 亿元，主要为计提的存货跌价准备。

2017 年及 2018 年前三季度，该公司公允价值变动损益为 0.13 亿元和 -0.02 亿元，主要来源于外汇远期合同收益。同期，公司投资净收益分别为 0.08 亿元和 0.09 亿元，主要来自外汇远期合同交割收益、处置交易性金融资产投资收益及长期股权投资收益，但该收益稳定性相对较弱。2017 年及 2018 年前三季度，公司实现其他收益 0.73 亿元和 1.20 亿元，主要为政府补助，同期公司资产处置收益分别为 1.09 亿元和 0.08 亿元，主要为处置非流动资产时确认的收益。2017 年及 2018 年前三季度，公司实现净利润分别为 8.92 亿元和 7.03 亿元，2017 年，因原材料成本增加、房地产收入减少及期间费用增加影响，公司净利润同比减少 22.06%。

图表 21. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
其他收益（亿元）	--	--	0.73	1.20	--
资产处置收益（亿元）	--	--	1.09	0.08	--
投资净收益（亿元）	0.66	0.98	0.08	0.08	-0.19
其中：可供出售金融资产收益（亿元）	0.02	1.37	0.01	--	--
长期股权投资收益（亿元）	0.19	0.02	-0.01	--	--
外汇远期合同交割收益（亿元）	0.15	-0.46	-0.21	--	--
处置可供出售金融资产收益（亿元）	--	--	0.28	--	--
营业外收入（亿元）	1.63	2.73	0.84	0.13	2.95
其中：政府补助（亿元）	0.76	2.41	0.72	--	--
公允价值变动损益（亿元）	1.33	0.37	0.13	-0.02	0.12
其中：外汇远期合同（亿元）	--	0.37	0.13	--	--

资料来源：根据万丰奥特所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

该公司投资集中于铝轮及通用航空业务板块，目前公司主要在建项目总投资 39.24 亿元，截至 2019 年 2 月末，已完成投资 28.68 亿元，2019-2020 年计划投资分别为 6.93 亿元和 2.96 亿元，未来仍面临一定的资本支出压力。公司为加快铝轮国内外区域布局，目前在建项目主要包括重庆 300 万件铝合金车轮项目、威海 300 万件铝轮项目、摩轮智慧工厂等。此外公司积极布局航空业务，在建的航空工业项目计划总投资 10.54 亿元，截至 2019 年 2 月末已投资 6.42 亿元。

图表 22. 截至 2019 年 2 月末，公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	累计已投资	计划投资	
			2019 年	2020 年
重庆 300 万件铝合金车轮项目	4.42	3.69	0.24	0.48
威海 300 万件铝轮项目	3.38	2.99	0.33	0.06
吉林汽轮年产 200 万件 OEM 铝合金车轮项目（一期）	5.39	5.24	0.14	0.00
吉林汽轮年产 300 万件 OEM 铝合金车轮项目（二期）	3.82	2.37	1.11	0.35
摩轮智慧工厂	5.68	4.44	1.10	0.13
航空工业项目	10.54	6.42	3.00	1.12
万丰新园区	6.03	3.53	1.00	0.81
合计	39.24	28.68	6.93	2.96

资料来源：万丰奥特（重庆、威海及吉林一期项目均已投产，但项目尚在保质期内，部分尾款未付）

管理

跟踪期内，该公司产权状况稳定，法人治理结构与管理水平等方面未发生重大变动。公司关联购销规模小，但存在较大规模的资金往来和互保行为，需关注关联方往来款的回收进度。

2003 年以来，该公司实际控制人一直为陈爱莲家族，截至 2018 年 9 月末，陈爱莲家族合计持有公司 65.86% 股权，其中陈爱莲本人持有公司 39.60% 股权。公司产权状况详见附录二。

截至 2019 年 3 月 8 日，该公司直接持有上市子公司万丰奥威 10.10 亿股份，占万丰奥威总股本的 46.18%，其中公司累计质押万丰奥威 8.07 亿股，占万丰奥威总股本的 36.89%，占公司所持有股份的 79.88%，公司持有上市公司股份质押比重较高。此外，陈爱莲和吴良定个人分别持有万丰奥威 9752.56 万股和 1257.10 万股，分别占万丰奥威总股本的 4.46% 和 0.57%，其中陈爱莲个人持有万丰奥威股份质押 7938 万股。

截至 2018 年末，上市子公司万丰奥威合并口径总资产为 133.93 亿元，所有者权益为 68.39 亿元，2018 年实现营业收入 110.05 亿元，净利润为 10.03 亿元。

根据该公司 2018 年 7 月 23 日公告，自 2018 年 7 月起，赵亚红、张锡康、梁赛南、徐高松因任期届满不再担任公司董事职务，委任陈韩霞、张惠成、董瑞平、徐志良为公司新任董事；自 2018 年 7 月起，徐志良、曾昭岭因任期届满不再担任公司监事职务，委任徐震宇、张英英为公司新任监事。

该公司关联购销规模较小，但存在较大规模的关联方资金往来和关联担保。2017 年，公司向关联企业浙江日发精密机械股份有限公司（简称“日发精机”）和浙江万丰科技开发股份有限公司（简称“万丰科技”）采购商品/接受劳务支付 0.38 亿元，定价方式为协议价。资金往来方面，截至 2018 年 9 月末，公司

其他应收款中应收关联方往来款为 23.79 亿元，主要为应收关联方万丰锦源、万林国际、万丰科技（万丰锦源子公司）等往来款，其中非经营性部分为 21.75 亿元，公司按照银行同期利率收取利息，资金主要投向对外收购和基金、股权投资等。根据公司提供的借款合同，公司给予万丰锦源 15.00 亿元借款额度，在额度内万丰锦源可以向公司申请借款，公司对外拆借资金一般按同期基准借款利率收取利息，年末结算利息，截至 2018 年 9 月末，万丰锦源拆借公司资金 11.77 亿元（2016 年万丰锦源通过子公司万丰科技以 2.61 亿美元收购 T3 Paslin Inc.⁸，新增商誉 14.26 亿元，此外万丰锦源部分资金投资金融类企业）。公司给予万林国际 10.00 亿元借款额度，按同期基准借款利率收取利息，年末结算利息，截至 2018 年 9 月末，公司对万林国际借款 9.98 亿元（2017 年末万林国际可供出售金融资产 14.09 亿元），主要系基金投资、股权投资等。2015-2017 年，公司收到关联方拆借资金利息收入分别为 4579.12 万元、5121.76 万元和 9368.20 万元。综上，公司对关联方借款规模较大，且短期内回收难度大。

图表 23. 截至 2018 年 9 月末其他应收款中关联款项明细（单位：亿元）

公司名称	其他应收款	与本公司关系
万丰锦源	11.77	同一实际控制人控制的公司
万丰科技	2.04	同一实际控制人控制的公司（万丰锦源子公司）
万林国际	9.98	同一实际控制人控制的公司
合计	23.79	--

资料来源：万丰奥特

截至 2018 年 9 月末，该公司对非合并范围的关联企业担保余额 29.86 亿元，主要担保对象为日发控股及其子公司（12.78 亿元）、万丰锦源及其子公司（13.94 亿元）、万林国际（2.50 亿元）、浙江自力机械有限公司⁹（简称“自力机械”）、中宝实业等公司。同期末关联方日发控股等为公司提供担保余额 15.27 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。

图表 24. 2018 年 1-9 月（末）公司主要关联担保对象主要财务情况（单位：亿元）

关联担保对象	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
日发控股	144.01	35.91	61.49	14.90	0.82
万丰锦源	77.85	22.12	14.22	1.79	1.65
万林国际	18.01	4.86	1.55	0.64	0.54
自力机械	3.03	1.11	1.51	0.07	0.06
中宝实业	4.35	2.01	1.77	0.16	0.14

资料来源：万丰奥特

根据该公司提供的 2019 年 3 月 14 日《企业信用报告》，跟踪期内，公司本部无不良行为记录。根据公司提供资料，公司存在职工索赔事项、补缴税款、环境检测保证金等诉讼、仲裁及行政处罚事项，事件主体为万丰镁瑞丁及其下属公司。已决诉讼、行政处罚事项包括上海达克罗涂复工业有限公司

⁸ 主要业务为机器人制造。

⁹ 自力机械与公司为同一实际控制人控制的公司，主要生产加工销售机械产品、汽车零部件、轨道交通设备及配件等。

环保处罚、浙江万丰新能源汽车科技有限公司环保处罚等。因涉及金额较小，对公司资产及经营不存在重大影响。

图表 25. 公司不良行为记录列表（跟踪期内，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	公司本部	万分奥威	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019年3月	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019年3月	正常	无	无
诉讼	公司反馈、国家企业系统系统、天眼查	2019年3月	存在	存在	存在
行政处罚	公司反馈、国家企业系统系统、天眼查	2019年3月	无	存在	无

资料来源：根据万丰奥特所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

受在建项目持续投入、并购以及关联方资金占用影响，跟踪期内，该公司刚性债务规模保持增长，资产负债率持续上升。公司短期债务占比较大，债务结构有待改善。得益于主业现金回笼较快，持续的经营性现金净流入和良好的融资渠道，可为债务的偿付提供缓冲。

1. 数据与调整

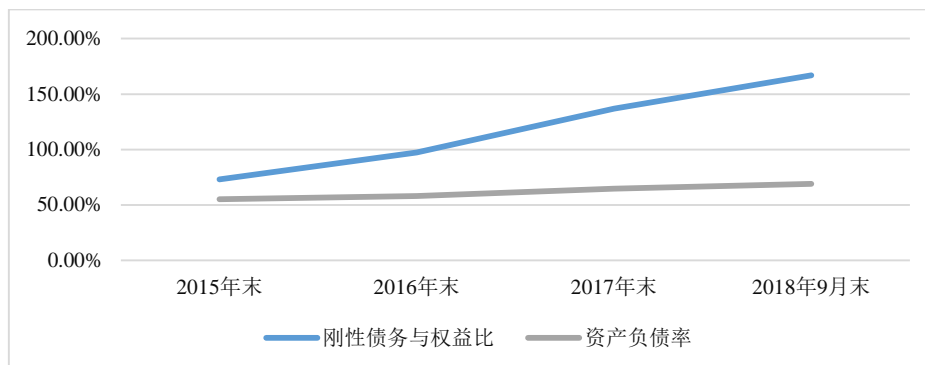
中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其他相关准则。

2017 年，该公司购买奥地利钻石飞机公司（Diamond Verwaltungs GmbH），新设 1 家子公司，截至 2017 年末，公司合并口径内共有 71 家子公司，其中一级子公司 7 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 26. 公司财务杠杆水平变动趋势



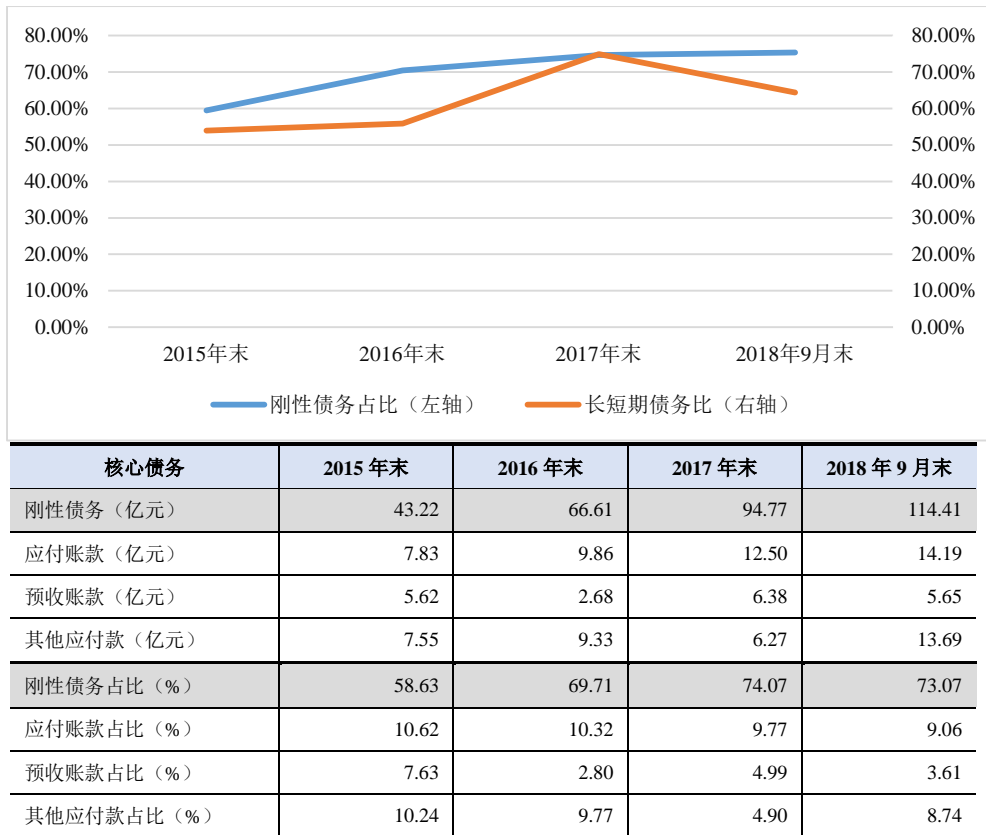
资料来源：根据万丰奥特所提供数据绘制

近年来，由于业务扩张、在建项目持续投入、股权投资以及关联方资金占用规模较大，该公司债务规模增长较快，财务杠杆水平上升。2017 年末及 2018 年 9 月末，公司负债总额分别为 127.96 亿元和 156.58 亿元，资产负债率分别为 64.73% 和 68.90%，公司财务杠杆水平偏高。公司目前在建项目规模仍较大，后续面临一定的资本支出压力。

2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司所有者权益分别为 69.73 亿元和 70.68 亿元。截至 2017 年末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益比重为 24.73%，所有者权益稳定性较弱。2017 年末，公司未分配利润为 9.78 亿元，较上年末减少 18.17%，主要系公司以现金方式分配利润 2.40 亿元、三级子公司奥地利钻石飞机公司本期购买四级子公司加拿大钻石飞机公司 40% 的股权，在合并层面属于购买加拿大钻石飞机公司少数股东权益，新增的投资成本大于按新增持股比例计算的应享有的加拿大钻石飞机公司购买日开始持续计算的可辨认净资产份额之间的差额共计 2.56 亿元调减资本公积，在购买日，奥地利钻石飞机公司的资本公积不足，故调减奥地利钻石飞机公司的未分配利润。

(2) 债务结构

图表 27. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据万丰奥特所提供数据绘制

从债务期限结构看，2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司长短期债务比分别为 74.89% 和 64.36%，公司债务以流动负债为主，债务结构有待改善。从债务构成看，公司负债以刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主，2017 年末，公司应付账款为 12.50 亿元，主要为未支付的原材料采购款，随着公司生产规模增大，未支付原材料采购款相应增加；预收款项为 6.38 亿元，较上年末增长 138.28%，主要系新收购的奥地利钻石飞机公司纳入合并范围，预收款增加；其他应付款为 6.27 亿元，主要为关联公司往来款，较上年末减少 32.85%，主要系上年末支付给 Diamond Aircraft Industries GmbH 的款项支付完毕。截至 2018 年 9 月末，公司短期债务占总负债比重增加，负债结构进一步短期化。其中应付占款较上年末增长 13.46% 至 14.19 亿元，增幅主要系业务规模扩大以及合并雄伟精工所致；其他应付款较上年末增长 118.46% 至 13.69 亿元，增幅主要系收购雄伟精工股权转让未付款 5.31 亿元、预收 FM Global 保险赔款 3.31 亿元等。

(3) 刚性债务

图表 28. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	22.74	37.14	45.25	59.53

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
其中：短期借款	7.42	12.82	16.13	34.41
一年内到期长期借款	3.53	2.43	2.49	4.50
应付短期融资券	5.50	9.98	10.98	9.99
应付票据	4.69	3.74	2.92	2.60
其他短期刚性债务	1.61	8.17	12.73	8.03
中长期刚性债务合计	20.47	29.47	49.52	54.89
其中：长期借款	10.03	9.06	17.16	22.48
应付债券	10.44	20.39	32.36	32.41
其他中长期刚性债务	0.01	0.01	-	-
综合融资成本（年化，%）	5.14	4.57	3.89¹⁰	/

资料来源：根据万丰奥特所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

2017 年及 2018 年 9 月末，该公司刚性债务为 94.77 亿元和 114.41 亿元，呈快速增长态势，因公司收购雄伟精工以及项目投资需要，公司 2018 年增加融资，因此截至 2018 年 9 月末，公司刚性债务较年初大幅增长。2017 年及 2018 年 9 月末，短期刚性债务分别为 45.25 亿元和 59.53 亿元，主要由短期借款、应付短期融资券和其他短期刚性债务（信托贷款、非定向融资工具、一年内到期的应付债券等）等构成。同期，中长期刚性债务分别为 49.52 亿元和 54.89 亿元，由长期借款和应付债券构成。

该公司刚性债务主要以短期刚性债务为主，跟踪期内，公司短期银行借款大幅增长。从借款方式来看，2017 年末公司银行借款 35.78 亿元，其中信用借款 7.35 亿元，保证借款 11.56 亿元，保证及质押借款 13.91 亿元。

图表 29. 截至 2017 年末公司银行借款分类情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
信用借款	5.13	0.66	1.56	7.35
保证借款	9.50	0.38	1.68	11.56
质押借款	1.50	--	--	1.50
抵押借款	--	0.72	0.74	1.46
保证及质押借款	--	0.73	13.18	13.91
合计	16.13	2.49	17.16	35.78

资料来源：万丰奥特

¹⁰ 公司 2017 年发行两笔可交换债，17 万丰 E1 发行规模 6.00 亿元，利率为 2.00%；17 万丰 E2 发行规模 13.00 亿元，利率为 2.50%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
营业周期（天）	161.94	146.87	151.54	--
营业收入现金率（%）	106.73	99.69	92.79	104.14
业务现金收支净额（亿元）	14.94	15.28	16.26	8.01
其他因素现金收支净额（亿元）	-8.33	-1.49	-4.47	-0.72
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.61	13.79	11.79	7.30
EBITDA（亿元）	14.25	21.62	19.40	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.39	0.39	0.24	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.25	8.62	6.14	--

资料来源：根据万丰奥特所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

受益于营业收入的增加和应收账款较好的管控，该公司经营性现金流保持净流入状态，2017 年，公司营业周期为 151.54 天，与公司经营结算周期匹配度较高；2017 年及 2018 年前三季度经营活动产生的现金流量净额分别为 11.79 亿元和 7.30 亿元，公司营业收入现金率分别为 92.79% 和 104.14%，营业收入现金回笼情况较好。2017 年及 2018 年前三季度，公司其他因素现金收支净额分别为 -4.47 亿元和 -0.72 亿元，主要核算往来款、担保保证金及担保代偿款等现金。

该公司核心业务主要集中于上市子公司万丰奥威，2017 年及 2018 年前三季度，万丰奥威经营活动产生的现金流量净额分别为 9.70 亿元和 6.01 亿元，公司合并口径现金流主要来源于上市公司，但上市公司财务相对独立，公司本部可自由支配现金流较少。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的利息支出，2015-2017 年，公司 EBITDA 分别为 14.25 亿元、21.62 亿元和 19.40 亿元，其对利息支出的覆盖程度高，但对刚性债务的覆盖程度一般。

(2) 投资环节

图表 31. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-10.94	-6.38	-15.94	-14.38
其中：理财产品投资回收与支付净额	-2.63	0.38	0.33	1.71
其中：与主业有关的投资净额	-8.31	-6.76	-16.27	-16.08
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-12.92	-15.87	-10.05	-7.06

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.57	-12.88	-1.32	4.09
投资环节产生的现金流量净额	-21.29	-35.13	-27.32	-17.34

资料来源：根据万丰奥特所提供数据整理

2017年及2018年前三季度，该公司回收投资与投资支付净流入额分别为-15.94亿元和-14.38亿元，公司投资资金流出规模较大，其中理财产品投资回收与支付净额分别为0.33亿元和1.17亿元。2017年及2018年前三季度，公司其他与主业有关的投资金额分别为-16.27亿元和-16.08亿元，2017年投资支出主要为收购奥地利钻石飞机公司（2.50亿欧元），2018年前三季度公司收购雄伟精工支付资金12.54亿元。

2017年及2018年前三季度，该公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额分别为10.05亿元和7.06亿元，主要用于投资产能扩建以及航空工业等项目。2017年及2018年前三季度，公司收到其他与投资活动有关现金分别为14.62亿元和9.04亿元，公司支付其他与投资活动有关现金分别为15.94亿元和4.95亿元，主要为公司与关联方非经营性资金往来和资金拆借，2015年下半年万丰锦源、万丰融资（系万丰锦源下属子公司）、万丰科技（系万丰锦源下属子公司）等公司不再纳入合并报表范围，公司与上述公司的资金往来规模不再抵消，当期公司收到/支付其他与投资活动有关现金规模增大。2018年前三季度，公司收到其他与投资活动有关现金9.04亿元，主要系收回万林国际4.38亿元往来款以及收回万丰锦源往来款4.16亿元等。

近年来，该公司其他因素现金收支金额净流出规模较大，主要系关联方占用公司资金所致。截至2018年9月末，公司其他应收款中应收关联方往来为23.79亿元，其中非经营性往来21.75亿元，主要系向万丰锦源和万林国际等拆借资金，公司按照同期借款利率收取利息，资金主要投向对外收购和基金、股权投资等，需关注此部分资金回收进度。

近年来，该公司在建生产基地持续投入以及对外收购支出和关联方借款规模较大，2017年及2018年前三季度公司投资活动产生的现金流量净额分别为-27.32亿元和-17.34亿元。

（3）筹资环节

图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
权益类净融资额	16.16	0.97	-3.66	-3.58
其中：永续债及优先股	--	--	--	--
债务类净融资额	-0.25	19.97	25.50	20.31
其中：现金利息支出	2.50	3.17	2.49	2.91
筹资环节产生的现金流量净额	15.90	20.95	21.84	16.73

资料来源：根据万丰奥特所提供数据整理

该公司经营活动产生的现金不能完全满足投资活动所需的现金，公司主要

通过银行借款、信托借款以及发行债券等方式弥补资金缺口，2017 年及 2018 年前三季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 21.84 亿元和 16.73 亿元。

4. 资产质量

图表 33. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	73.08	88.98	104.08	121.44
	54.69%	54.03%	52.65%	53.44%
其中：现金类资产（亿元）	15.60	13.27	18.72	29.81
应收票据（亿元）	3.83	3.00	5.38	4.26
应收款项（亿元）	14.03	17.32	20.92	23.98
其他应收款（亿元）	12.10	30.09	30.37	29.97
存货（亿元）	19.83	19.48	23.32	27.05
其他流动资产（亿元）	5.49	3.50	4.05	4.52
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	60.54	75.71	93.62	105.82
	45.31%	45.97%	47.35%	46.56%
其中：固定资产（亿元）	24.63	33.44	39.85	42.24
在建工程（亿元）	12.06	7.03	7.53	10.02
可供出售金融资产（亿元）	6.94	9.36	9.37	9.44
无形资产（亿元）	9.52	16.72	17.06	20.11
商誉（亿元）	2.56	6.18	13.70	17.11
期末全部受限资产账面金额（亿元）	8.77	10.17	5.71	10.47
受限资产账面余额/总资产（%）	7.61	5.25	2.89	4.61

资料来源：根据万丰奥特所提供数据整理

2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司资产总额分别为 197.69 亿元和 227.26 亿元，其中流动资产分别为 104.08 亿元和 121.44 亿元，占总资产比重分别为 52.65% 和 53.44%，公司资产以流动资产为主。

该公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产等构成，2017 年末，货币资金为 18.72 亿元，其中受限货币资金 1.57 亿元，公司本部货币资金 1.76 亿元；应收票据为 5.38 亿元，应收账款为 20.92 亿元，主要为应收客户信用期内货款，应收票据和应收账款随着公司业务规模的扩大而增大；其他应收款为 30.37 亿元，主要系 2015 年原子公司万丰锦源、万林国际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联方，导致公司对上述三家公司的其他应收款大幅增加，其中向关联方万丰锦源、万丰融资和万林国际等拆借资金，公司对外拆借资金一般按基准利率收息，截至 2017 年末拆借资金合计 24.92 亿元，公司向关联方提供借款金额较大，且短期内回收难度大；存货为 23.32 亿元，主要为库存商品和开发成本，2017 年末较上年末增长 19.73%，主要由于公司非同一控制下合并奥地利钻石飞机公司增加存货 4.17 亿元；其他流动资产为 4.05 亿元，主要为银行理财产品

品和增值税留抵税额，公司银行理财均为短期保本理财，期限一般半年之内，收益率在 2.5-4.6% 之间。截至 2018 年 9 月末，公司流动资产较上年末增长 16.68% 至 121.44 亿元，其中变动较大的主要为货币资金和其他流动资产，2018 年 9 月末，公司货币资金较上年增长 59.26% 至 29.81 亿元，主要系公司合并雄伟精工增加 1.10 亿元及备用支付并购款及到期债务偿还储备的资金。

该公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、可供出售金融资产、在建工程以及商誉等构成，2017 年末，固定资余额为 39.85 亿元，较上年末增长 19.17%，主要系智慧工厂 600 万件铝合金车轮项目、印度 300 万件摩轮车铝轮等项目部分资产由在建工程转入固定资产；无形资产为 17.06 亿元，主要为土地使用权、客户关系和专利技术；可供出售金融资产为 9.37 亿元，主要为对浙江民营联合投资股份有限公司（5.00 亿元）和珠海横琴先锋长盛一号投资基金（合伙企业）（2.74 亿元）等¹¹企业投资，2017 年公司获得可供出售金融资产收益分别为 0.01 亿元；在建工程为 7.53 亿元，主要为在建扩产项目、万丰新园区及相关机场配套项目；商誉为 13.70 亿元，主要系投资上海达克罗涂复工业有限公司、加拿大钻石飞机公司、奥地利钻石飞机公司等公司形成，2017 年末增长 121.60%，主要系收购奥地利钻石飞机公司形成商誉 7.49 亿元，公司在购买日对合并成本大于合并中取得的被购买方净资产公允价值份额的差额确认为商誉，存在一定减值风险。截至 2018 年 9 月末，公司非流动资产较 2017 年末无重大变化，其中在建工程较上年末增长 33.07% 至 10.02 亿元，主要系吉林万丰二期项目在建工程增加所致；无形资产较上年末增长 17.89% 至 20.11 亿元，商誉较上年末增长 24.87% 至 17.11 亿元，均主要系 2018 年 6 月收购无锡雄伟 95% 股权所致。

5. 流动性/短期因素

图表 34. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	152.60	145.11	142.25	127.47
速动比率 (%)	108.14	110.31	109.04	97.35
现金比率 (%)	40.58	26.54	31.87	34.84

资料来源：根据万丰奥特所提供数据整理

2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司流动比率分别为 142.25% 和 127.47%；速动比率分别为 109.04% 和 97.35%，由于流动负债规模的增长，公司流动比率和速动比率指标均有所下降。同期末，公司货币资金分别为 18.72 亿元和 29.81 亿元，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 51.53% 和 57.25%，公司货币资金等现金资产对公司刚性债务覆盖程度有限。

截至 2018 年 9 月末，该公司受限资产 10.47 亿元，占总资产比重为 4.61%。

此外，截至 2019 年 3 月 8 日，公司直接持有上市子公司万丰奥威 10.10 亿股

¹¹ 浙江民营联合投资股份有限公司的主营业务为股权投资、股权投资管理、实业投资、资产管理等，公司持股比例为 10%；珠海横琴先锋长盛一号投资基金（合伙企业）主营业务为投资管理，股权投资，项目投资、受托资产管理，投资咨询等。

份，占万丰奥威总股本的 46.18%，其中公司累计质押万丰奥威 8.07 亿股，占万丰奥威总股本的 36.89%，占公司所持有股份的 79.88%，公司持有上市公司股份质押比重较高。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月末，该公司合并口径对外担保 33.68 亿元，大部分为关联方担保，担保比率为 47.65%，或有负债风险较大。

7. 母公司/集团本部财务质量

2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司本部总资产分别为 83.17 亿元和 88.99 亿元，主要由货币资金、其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资等构成，2018 年 9 月末分别为 11.46 亿元、36.26 亿元、7.86 亿元和 29.10 亿元。公司本部其他应收款主要为应收关联方及子公司往来款，长期股权投资主要为对子公司的投资。2017 年末及 2018 年 9 月末，公司所有者权益分别为 13.11 亿元和 14.91 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2017 年末及 2018 年 9 月末公司本部刚性债务分别为 66.54 亿元和 65.05 亿元，资产负债率为 84.23% 和 83.24%，公司本部资产负债率高。2017 年及 2018 年前三季度，公司本部实现营业收入 907.78 万元和 532.96 万元，公司本部收入较小，同期净利润分别为 -75.36 万元和 20569.12 万元，2018 年前三季度因获得投资收益 3.04 亿元（上市公司分红），净利润大幅增长。2017 年及 2018 年前三季度，公司本部经营活产生净现金流入分别为 -0.08 亿元和 -0.56 亿元。综合来看，公司优质资产主要集中在子公司，本部主要负责公司经营决策以及投融资，公司本部经营收益较小。公司本部债务规模大，且货币资金量小，本部偿债压力大，此外，公司资产中其他应收款规模加大，资金主要流向关联方和下属子公司，该款项的收回情况影响公司本部的债务偿付能力。

外部支持因素

该公司主要通过发行债券、银行借款、上市子公司增发等渠道融资，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 2019 年 2 月末，公司获得授信额度合计为 125.87 亿元，已使用授信额度 93.37 亿元，尚未使用额度为 32.49 亿元，尚未使用的授信额度能够为公司运营资金周转提供必要的支持。

图表 35. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信
全部（亿元）	125.87	93.38	32.49
其中：国家政策性金融机构（亿元）	23.29	21.88	1.41
工农中建交五大商业银行（亿元）	34.23	23.51	10.72

机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信
其中：大型国有金融机构占比（%）	45.69	48.60	37.32

资料来源：根据万丰奥特所提供数据整理（截至 2019 年 2 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

18 万丰奥特 CP001 内涵交叉违约和事先约束条款。其中交叉违约：**【触发情形】**该公司及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款本金或利息，单独或累计的总金额达到或超过：（1）人民币 5000 万元，或（2）公司最近一年经审计的合并财务报表净资产的 1%，以较低者为准。

事先约束：【触发情形】该公司在本期债务融资工具存续期间，拟做出如下行为的，应事先召开持有人会议并经持有人会议表决同意：公司拟出售或转移重要子公司或通过其他形式等不再将重要子公司纳入合并报表（该类子公司单独或合计总资产、净资产、营业收入、净利润占比超过公司最近一年或一期合并财务报表的 35% 以上）；主承销商有义务提示并协助公司召开持有人会议，出席持有人会议的债务融资工具持有人所持有的表决权数额应达到本期债务融资工具总表决权的 2/3 以上，会议方可有效召开；持有人会议决议应当由出席会议的本期债务融资工具持有人所持表决权的 3/4 以上通过，方可生效。如果出席持有人会议的表决权数额未达到上述比例要求，应召开第二次会议。对于第二次会议仍未达到出席比例要求，或未形成有效决议的，视为不同意公司拟做出上述行为。

跟踪评级结论

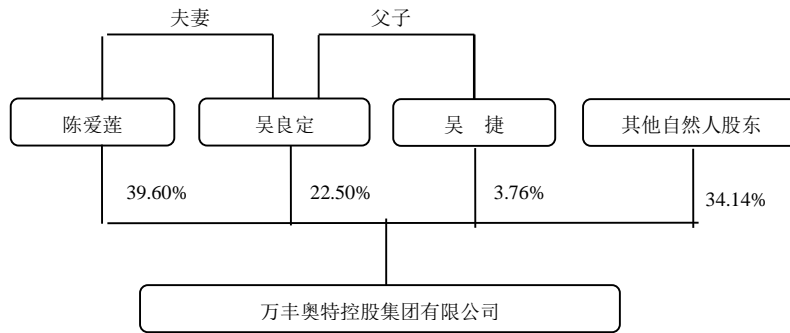
跟踪期内，该公司产权状况稳定，法人治理结构与管理水平等方面未发生重大变动。公司关联购销规模小，但存在较大规模的资金往来和互保行为，需关注关联方资金回收进度。

该公司传统业务为汽轮、摩轮和镁合金业务，经多年经营积累，此部分业务具有较高的市场占有率，且业务保持稳定发展，但面临一定的贸易壁垒影响，且业务毛利对原材料铝、镁等价格波动较为敏感；航空业务海外板块呈增长趋势，对公司收入及利润形成补充，但此部分业务在建项目投融资规模仍较大，面临一定的投资风险。

受在建项目持续投入、并购以及关联方资金占用影响，跟踪期内，该公司刚性债务规模保持增长，资产负债率持续上升。公司短期债务占比较大，债务结构有待改善。得益于主业现金回笼较快，持续的经营性现金净流入和良好的融资渠道，可为债务的偿付提供缓冲。

附录一：

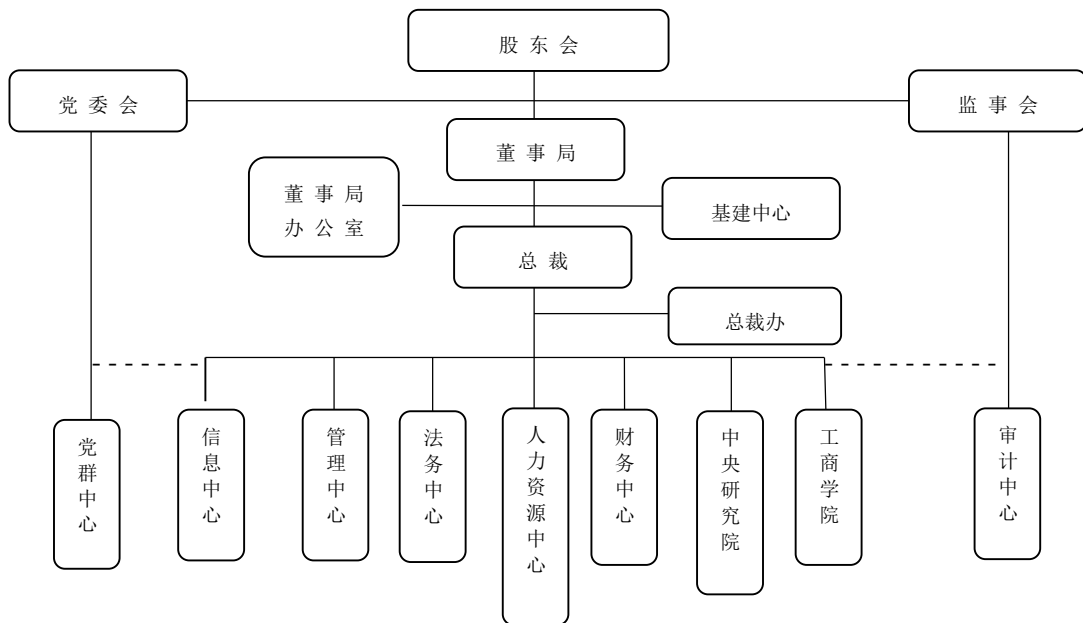
公司与实际控制人关系图



注：根据万丰奥特提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据万丰奥特提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
万丰奥特控股集团有限公司	万丰奥特	本部	--	汽车及摩托车铝 轮的生产销售	66.54	13.11	0.09	-0.01	-0.08	--	
浙江万丰奥威汽轮股份有 限公司	万丰奥威	一级子公司	45.69	汽车及摩托车铝 轮的生产销售	13.74	65.34	101.77	10.00	9.70	17.51	
浙江万丰实业有限公司	万丰实业	一级子公司	51.02	实业投资、物业管 理、园林绿化	0.14	5.34	0.82	0.30	0.39	0.57	
浙江万丰置业有限公司	万丰置业	一级子公司	100.00	房地产开发、物业 管理、园林绿化	0.11	1.46	4.34	-0.03	1.96	0.10	
万丰航空工业有限公司	航空工业	一级子公司	100.00	飞机制造	14.18	0.48	4.16	-0.81	-0.40	-0.40	
浙江万家丰农业科技股份有 限公司	万家丰农业	一级子公司	80.00	食品经营及农业 观光旅游项目开发	0.05	0.06	0.02	-0.01	-0.01	0.00	
浙江万丰担保有限公司	浙江担保	一级子公司	100.00	对外担保业务	0.00	1.37	0.08	0.06	0.04	0.07	
绍兴万丰担保有限公司	绍兴担保	一级子公司	100.00	对外担保业务	0.00	0.22	0.01	0.10	0.21	0.12	

资料来源：万丰奥特

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	133.62	164.69	197.69	227.26
货币资金 [亿元]	15.60	13.27	18.72	29.81
刚性债务[亿元]	43.22	66.61	94.77	114.41
所有者权益 [亿元]	59.90	69.13	69.73	70.68
营业收入[亿元]	86.32	103.25	111.20	90.83
净利润 [亿元]	3.04	11.45	8.92	7.03
EBITDA[亿元]	14.25	21.62	19.40	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.61	13.79	11.79	7.30
投资性现金净流入量[亿元]	-21.29	-35.13	-27.32	-17.34
资产负债率[%]	55.17	58.02	64.73	68.90
权益资本与刚性债务比率[%]	138.60	103.78	73.58	61.78
流动比率[%]	152.60	145.11	142.25	127.47
现金比率[%]	40.58	26.54	31.87	34.84
利息保障倍数[倍]	4.38	6.69	4.35	—
担保比率[%]	34.61	33.85	47.54	47.65
营业周期[天]	161.94	146.87	151.54	—
毛利率[%]	24.65	24.03	20.87	22.52
营业利润率[%]	8.32	11.69	8.86	10.27
总资产报酬率[%]	8.21	11.25	7.59	—
净资产收益率[%]	6.15	17.74	12.85	—
净资产收益率*[%]	-7.58	18.57	9.74	—
营业收入现金率[%]	106.73	99.69	92.79	104.14
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.55	25.25	17.54	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.14	16.29	10.55	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.25	8.62	6.14	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.39	0.24	—

注：表中数据依据万丰奥特经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
流动比率(%)=期末流动资产合计/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%
利息保障倍数(倍)=(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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 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+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	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 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

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。

本评级机构与评级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。

本跟踪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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 5 月）
- 《工商企业评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。