

信用等级公告

联合[2016]075号

铁牛集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对铁牛集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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”
铁牛集团有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

二零一六年五月三十一日

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

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过人民币 20 亿元

债券期限：3 年（附第 2 年末公司上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：应建仁

担保方式：连带责任保证担保

评级时间：2016 年 5 月 31 日

主要财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	170.79	208.64	194.77
所有者权益 (亿元)	64.88	67.36	72.11
长期债务 (亿元)	12.01	33.20	28.35
全部债务 (亿元)	68.52	102.10	87.10
营业收入 (亿元)	59.03	84.30	79.95
净利润 (亿元)	2.63	2.64	5.44
EBITDA (亿元)	9.62	10.97	13.04
经营性现金流 (亿元)	14.03	6.24	3.07
营业利润率 (%)	16.97	13.70	13.62
净资产收益率 (%)	4.69	3.99	7.80
资产负债率 (%)	62.01	67.72	62.97
全部债务资本化比率 (%)	51.36	60.25	54.71
流动比率 (倍)	1.25	1.32	1.43
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.11	0.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.53	2.47	2.85
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.48	0.55	0.65

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；
2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、长期应付款已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对铁牛集团有限公司（以下简称“公司”或“铁牛集团”）的评级反映了公司作为规模较大、实力较强，以汽车冲压件为主要产品的车用零部件生产企业，在产业布局、科研实力等方面具有较强的竞争优势。近年来，随着行业需求的增长以及公司发动机、变速箱等业务的拓展，公司资产及业务规模增速较快。目前，公司经营情况稳定，资产质量及现金流状况较好；未来随着变速箱生产线等在建项目的建成投产，公司盈利能力及偿债能力有望进一步增强。同时联合评级也关注到公司主业受汽车产业调控政策影响较大、原材料价格波动以及公司对单一客户依赖程度较高等因素可能对其信用状况产生的不利影响。

目前，公司子公司黄山金马股份有限公司和安徽铜峰电子股份有限公司（以下简称“金马股份”和“铜峰电子”）正在筹划重大资产重组；其中金马股份拟购买永康众泰汽车有限公司（以下简称“众泰汽车”）100%股权。若本次重大资产重组事项成功，将对公司汽车产业链的整合起到重大推进作用，有利于公司发挥产业链的协同效应；公司规模及竞争力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来我国汽车行业持续发展，新车型的不断推出以及新能源汽车的普及为汽车相关行业的进一步发展提供了良好契机。

2. 公司主要业务涉及车身模具、冲压件、发动机、变速箱等关键车用零部件的生产、销售；在产业布局、科研实力等方面具有较强的竞争优势。

3. 除汽车行业外，公司主营业务还涉及薄膜电容器和房地产行业，对分散单一行业风险有一定积极作用。

4. 若目前在筹划重大资产重组事项成功，公司将进一步完善内部产业链，竞争力有望大幅提升。

关注

1. 公司经营状况易受宏观经济、汽车行业发展及国家汽车产业调控政策的影响，业绩增长可能存在一定波动。

2. 公司客户集中度较高，且汽车相关产品主要用于众泰系列汽车生产，经营易受众泰汽车销售情况影响。

3. 公司汽车模具及冲压件原材料价格近年大幅下降，若未来原材料价格大幅上涨或剧烈波动，将对公司生产经营产生较大影响。

4. 公司电子材料板块产品价格逐年走低，未来电子材料业务的盈利能力具有不确定性。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

范文豪

电话：010-85172818

邮箱：fanwh@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

除因本次信用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信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：


周旭 费文彦

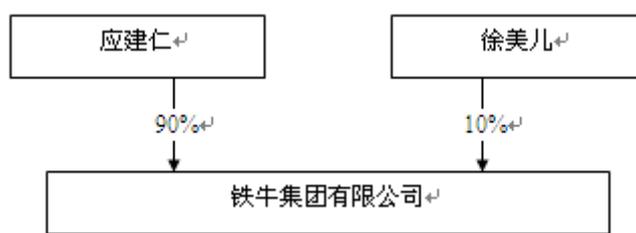
联合信用评级有限公司

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”），由应建仁、徐美儿共同出资组建，于1996年12月取得永康市工商行政管理局核发的注册号为3307842002135号的《企业法人营业执照》。公司初始注册资本1,200万元，实收资本1,200万元，其中自然人应建仁出资1,100万元，自然人徐美儿出资100万元。上述出资已经永康市审计师事务所于1996年11月出具永审所验字（1996）第295号验资报告验证。

铁牛实业分别在1998年3月、2002年11月和2003年3月三次增资，此后于2003年8月更名为铁牛集团有限公司，并于2007年12月第四次增资。公司目前实际控制两家上市公司-黄山金马股份有限公司（以下简称“金马股份”）和安徽铜峰电子股份有限公司（以下简称“铜峰电子”），金马股份和铜峰电子均于2000年上市，股票代码分别为000980和600237。截至2015年底，金马股份资产总额34.09亿元，负债总额13.22亿元，所有者权益合计20.87亿元，公司间接持股17.99%；铜峰电子资产总额24.85亿元，负债总额10.14亿元，所有者权益合计14.71亿元，公司间接持股16.76%。截至2015年底，公司注册资本8.68亿元；实际控制人为应建仁。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围：实业投资，汽车、汽车和拖拉机配件、模具、钣金件、电机产品、五金工具、家用电器、仪器仪表、建筑材料、装饰材料的开发、制造、加工、销售；金属材料销售；经营本企业自产产品及相关技术的出口业务；本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务（凡涉及许可经营或专项审批的凭有效证件经营）。

截至2015年底，公司下设财务部、审计部、行政部、人力资源部、法务部、销售中心、采购中心、经营计划部、发展规划部、产品管理部、质量管理部、研发中心、生产管理部13个部门。（详见附件1）。截至2015年底，公司拥有控股全资一级子公司5家，参股一级子公司2家。拥有在职员工13,277人。

截至2015年底，公司合并资产总额194.77亿元，负债合计122.65亿元，所有者权益72.11亿元，其中归属于母公司的所有者权益42.86亿元。2015年公司实现营业收入79.95亿元，净利润5.44亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.90亿元。2015年公司经营活动现金流量净额为3.07亿元，现金及现金等价物净增加额27.14亿元。

公司注册地址：永康市五金科技工业园；法定代表人：应建仁。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“铁牛集团有限公司2016年公司债券”。本次债券发行规模为不超过人民币

20 亿元（含 20 亿元），期限为 3 年（附第 2 年末公司上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权）。本次债券票面金额为人民币 100 元，按面值发行；为固定利率债券，票面年利率将根据发行时询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。公司有权决定是否在本次债券存续期的第 2 年末上调本次债券后 1 年的票面利率；投资者有权选择在本次债券第 2 个计息年度付息日将其持有的本次债券全部或部分按面值回售给公司。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

公司实际控制人应建仁先生为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于补充营运资金。

三、行业分析

公司主要从事汽车模具的设计与制造、汽车冲压件的加工等，所属行业为汽车冲压模具行业以及汽车冲压件行业。此外，公司主营业务还涉及汽车零部件及配件行业和薄膜电容器行业。

1. 汽车模具及冲压件行业

（1）行业概况

汽车模具

汽车模具被誉为“汽车工业之母”，是完成汽车零部件成形、实现汽车量产的关键装备，在汽车的开发、换型中担负着重要职责。汽车生产中 90% 以上的零部件需要依靠模具成形，汽车模具包括冲压模具、塑料模具、铸造模具等，其中冲压模具所占比重约 40%。而在冲压模具中，汽车覆盖件模具又占据了主导地位，因此“汽车模具”常特指“汽车冲压模具”或“汽车覆盖件模具”。汽车覆盖件模具具有尺寸大、工作型面复杂、技术标准高等特点，属于技术密集型产品。汽车覆盖件模具按其冲压的汽车覆盖件类型可分为外覆盖件模具、内覆盖件模具和结构件模具。汽车覆盖件模具是汽车车身生产的重要工艺装备，其设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3，是汽车换型的主要制约因素。

随着竞争加剧，单纯的设计制造模式已不能很好满足市场竞争的需要，行业内部分主要企业开始向以模具为核心的下游产业链延伸，建立冲压生产线，直接以生产的模具为客户生产汽车冲压件。用为客户生产的模具直接生产汽车零部件，可以更好地服务汽车整车厂商，有效降低生产成本，提高企业生产规模。

随着汽车工业的快速发展，我国汽车模具行业整体实力已迈上了新台阶。虽然我国的冲压模具设计制造能力与市场需要和国际先进水平相比仍有较大差距，但随着我国汽车模具企业综合实力的提升，轿车翼子板、整体侧围、四门三盖、大型复杂地板等主要覆盖件模具的制造企业正在不断增加，以天汽模为代表的少数优秀企业已经可以自主研制生产中档轿车的全套车身模具和高档轿车的部分车身模具，我国模具产品水平、质量和档次显著提升，未来十年我国有望成为世界车身模具的制造中心。

汽车冲压件

汽车制造有四大流程，分别是冲压、焊接、涂装和总装。生产汽车冲压件的基本原理是将钢板利用设计好的模具，按照设计工艺，用压力机压成所需的形状。冲压件是汽车重要的组成部分，汽车制造中 60%~70% 的金属零部件需冲压加工成形，据统计，平均每辆车上包含大约 1,500 多个

冲压件，除车身大型覆盖件外，还包含车门、侧围、盖板、底架等。其中每辆车中车身冲压件（不包括焊接）的平均价格在 1.5 万左右，底盘、发动机东部分的冲压件价格平均在 1 万元左右，据此计算，2014 年我国汽车冲压件年市场容量达到 5,931 亿元。

近几年，我国本土厂商在专业化程度方面提高较快，产品规格较为齐全，再加上人工、设备成本相对较低，从而产品拥有较好的性价比，国际竞争力明显加强。此外国内众多企业取得了包括 ISO9000、QS9000、VDA6.1 等国际质量体系认证，美国及德国的汽车制造商已将众多中国冲压件厂的产品纳入其全球采购链。

随着汽车工业的高速发展，对轻量化、能耗、可靠性和质量的要求不断增高，对汽车冲压技术也提出了越来越高的要求，包括高强度钢板的应用、多种厚度激光拼焊板坯的冲压技术、板材热成形技术、内高压胀管技术、轻合金成型技术、数字化成型技术、特种冲压成型技术等一系列新工艺均应用到了汽车冲压件生产中。

此外，优秀的汽车冲压件厂，一定具备专业的冲压模具设计制造技术。由于汽车冲压模具为定制化产品，而汽车冲压件可以大批量连续生产，这种“车模具制造+覆盖件冲压”的模式有助于在经营过程中与汽车整车生产厂商建立长期稳固的合作关系。

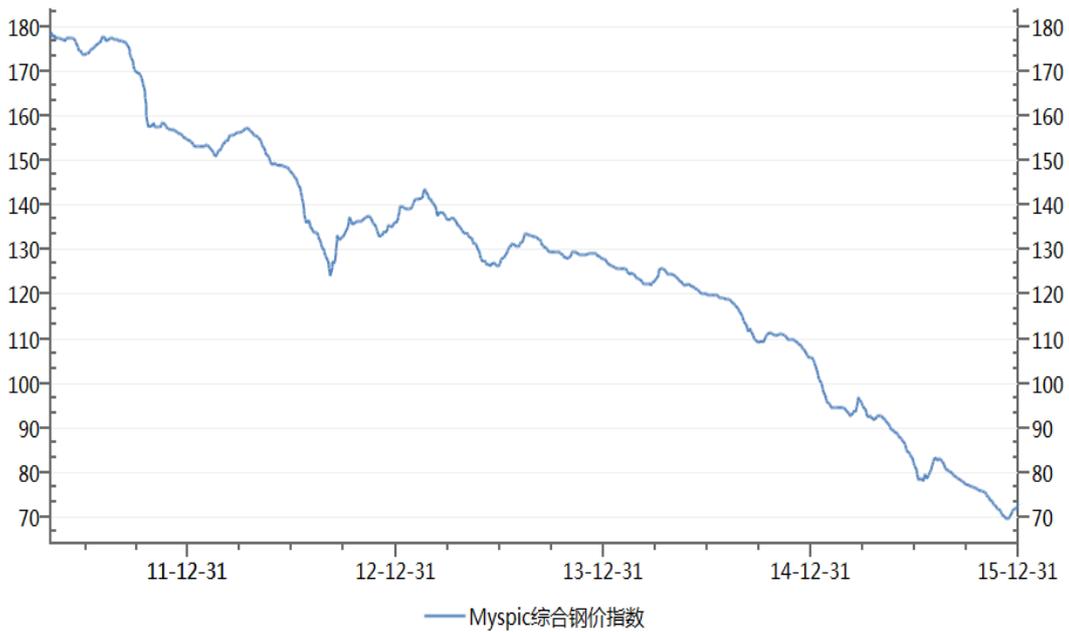
总体看，汽车冲压模具行业和汽车冲压件行业与汽车整车开发息息相关。汽车模具企业和汽车冲压件企业分别向产业链下游、上游拓展。随着我国汽车模具企业和冲压件企业综合实力的不断提升；汽车模具行业和冲压件行业未来仍有较大发展空间。

（2）上游原料

汽车模具的主要原材料是铸铁件，而铸铁件的主要原材料为废钢和生铁；汽车冲压件的主要原材料为钢材。因此废钢、生铁以及钢材价格的波动将导致模具和冲压件生产成本的波动，从而对汽车模具和冲压件行业的盈利能力构成一定影响。然而汽车模具和冲压件行业采用“以销定产、以产定购”的经营模式，所采购的原材料与签订的销售合同存在对应关系，模具和冲压件定价随原材料价格的波动而波动。尽管如此，由于行业内企业与客户签订订单时确定了产品价格，而从签订订单到原材料采购尚需要一段时间，由此导致模具和冲压件制造企业在承担一定的原材料价格变动风险。

废钢是钢铁废料，生铁主要用来炼钢，因此汽车模具和冲压件行业原材料价格主要取决于钢材价格。2011 年上半年，中国钢材市场需求基本保持旺盛，钢材价格稳步上扬，新增产能得到有效释放，粗钢产量快速增长。2011 年 9 月，随着欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，钢材下游企业增速放缓，钢材总体需求呈回落趋势，导致全年粗钢产量增速同比下降，钢材价格也严重受挫。2012 年，宏观经济未有明显回升，国内基建市场投资一度低迷，钢铁产量增速进一步下滑，钢铁行业进入周期性的低谷之中，全局性的产能过剩加剧了钢铁行业之间的恶性竞争，钢铁价格持续下跌。2013 年钢铁供需继续呈现弱势格局，钢铁产量再创历史新高，而市场需求越来越弱，钢铁价格在经历了年初的小幅反弹之后，便一路下探，目前其价格处于相对低位。据中钢协统计，2013 年单吨钢价同比去年下跌 340 元，降幅为 8.9%。2014 年钢材价格进一步下探。进入 2015 年，在宏观经济增速放缓和产能过剩的大背景下，钢材综合价格指数继续下探，进入 2015 年第四季度，中国钢材综合价格指数已跌至历史低点。考虑钢铁产能过剩和经济发展减速导致的下游需求不振两重因素造成的供需不平衡恐将持续，钢铁价格将维持弱势格局。

图2 2010年至2015年底综合钢价指数变化情况



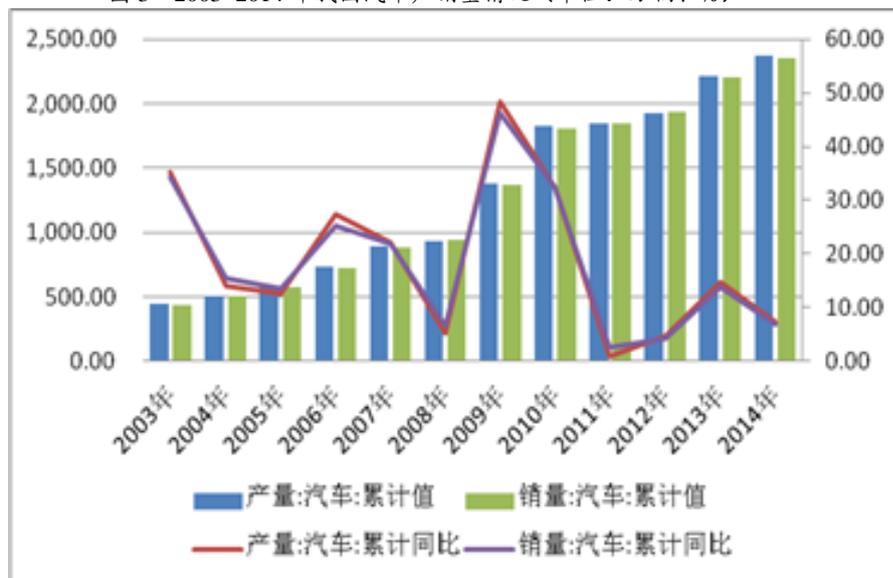
资料来源：wind 资讯

总体看，近年来，在经济下行压力加大和行业产能过剩的双重影响下，生铁、钢材等原材料价格持续下降。在与钢厂的议价中，下游需求企业议价能力加强，对控制生产成本起到了一定积极作用。

(3) 下游需求

由于汽车模具和冲压件的主要用户为汽车整车厂商，因此汽车模具和冲压件行业的发展与汽车行业的发展密切相关。汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，是拉动国民经济增长的主要产业。在国家鼓励汽车消费政策实施、道路交通条件改善和居民收入水平提高等因素驱动下，自2000年以来，中国汽车行业开始步入持续增长阶段，并逐步成为国民经济重要的支柱产业。

图3 2003~2014年我国汽车产销量情况 (单位：万辆、%)



资料来源：中国汽车工业协会、wind 资讯。

2008年受宏观经济增速减缓，特别是下半年国际金融危机向实体经济蔓延的影响，我国汽车市场结束高速增长势头转为低迷。2009年，受益于国家出台降低小排量汽车购置税、汽车下乡补贴、以旧换新等扶持政策，乘用车销量实现爆发式增长，中国汽车产销量超过美国成为全球第一。2010年，在国家扩内需、调结构、促转变等一系列政策措施的积极作用下，汽车工业延续2009年发展态势，全年汽车产销同比增幅均超过30%。2011~2012年，受购置税优惠、节能惠民补贴等产业刺激政策的退出或门槛提高，行业增速大幅回落，2011年产销增幅大幅降至0.84%和2.45%，2012年为4.63%和4.33%；其中，商用车市场下降尤为明显，2012年出现负增长（产销量同比下降4.7%和5.5%）；但随着节能汽车推广政策、节约能源与新能源车船税优惠政策的实施，积极引导了节能与新能源汽车产品的消费。2013年，在经历两年5%以下的低速增长后，市场新增购车和换购需求的释放，汽车行业迎来恢复性增长，中国汽车产销分别达2,211.68万辆和2,198.41万辆，同比增长14.76%和13.87%，增速同比提升10.2和9.6个百分点。2014年，我国汽车产销继续保持稳定增长，但产销量同比增长率有所下降，分别为7.26%和6.86%。进入2015年，在宏观经济下行的大背景下，汽车行业增速继续放缓；2015年1~9月，汽车产销分别为1,709.16万辆和1,705.65万辆，产量同比累计下降0.8%，销量同比累计增长0.3%。其中乘用车产销分别为1,460.63万辆和1,454.78万辆，同比增长1.5%和2.8%；商用车产销分别为248.53万辆和250.87万辆，同比分别下降12.5%和11.8%。整体看，乘用车刚性需求明显，产销增长均高于行业总体增长水平，乘用车已成为中国汽车产业发展的主要推动力。

汽车模具的市场需求量主要取决于每年投放新车型的数量，而新车型的投放数量主要取决于乘用车等新车型开发力度。目前，汽车尤其是轿车已进入多元化、个性化发展阶段，随着市场竞争加剧，汽车生产企业更多地依靠新车型上市来争取市场份额，一般企业常常同时开发多款新车型。近年来，我国汽车制造企业每年推出的新车型上百种，这些新车型相当大的一部分是在保持发动机及汽车底盘基本不变的情况下，对汽车外观进行改善，即车身覆盖件的不断更新，而汽车覆盖件的更新均需要汽车模具作为基础装备，由此对汽车模具产生了巨大的需求。近年来，在国内模具骨干企业综合实力不断提升、汽车厂商成本压力增大以及国家政策导向等多重因素的共同作用下，国内整车厂商先后将汽车开发所需的整车模具由进口转向国内采购，而合资企业也开始将高端覆盖件模具转向国内采购。此外，新能源汽车的推出需要全新的车型设计，由此将为汽车模具行业开创崭新的市场空间，为汽车模具行业的快速发展带来新的动力。

总体看，尽管增速有所放缓，但近年来汽车产销量持续攀升，汽车行业发展较为平稳，为汽车模具行业和冲压件行业提供了良好的发展环境；同时新车型的不断推出以及未来新能源汽车的普及与发展均能在一定程度上拉动汽车模具和冲压件的需求。

（4）行业竞争

目前国内专业从事冲压件生产的大型企业很少，基本上是一些中小企业。而汽车行业的大型冲压件，以拉深为主，在我国这部分冲压件主要集中在汽车厂、拖拉机厂、飞机制造厂等大厂，独立的大型冲压拉深厂还不多见。大型汽车公司通常都拥有自己的冲压车间，主要冲压件自身生产制造，配套冲压件外购。目前我国主要的冲压企业有：东风模具冲压技术有限公司（神龙、东风配套）、上海众达汽车冲压件有限公司（上海大众配套）、上海通用冲压件车间（自用）、一汽大众冲压车间（自用）等。

近年来，我国汽车冲压模具制造企业数量不断增加，但仍以中小企业为主，设备及研发投入有限，主要生产技术要求较低、市场竞争较为激烈的中低端冲压模具产品。高端市场方面，以天汽模、一汽模、东风汽模、成飞集成、上海屹丰模具为代表的部分国内领先企业通过引进国外先进的生产设备和技术，加强技术研发和生产工艺创新达到了国际主流汽车厂家出口标准要求，

促进了进口替代市场的快速发展，模具国产化步伐进一步加快。相对于美国、德国、日本等传统汽车模具强国，我国人力成本更低，资金与技术投入更大，随着我国模具产品性价比优势日益明显，目前中国汽车模具已由大量进口转为批量出口。

总体看，国内大型冲压厂多为大型汽车公司配套车间或配套供应商为主；国内汽车模具高端市场竞争不足，但随着骨干企业实力不断增强，国内模具产品性价比有所提升，在国际市场上竞争优势突出。

(5) 行业政策

近几年，我国汽车行业政策主要集中在推动新能源汽车发展、限购以及相关行业标准上。2012年7月，国务院出台的汽车产业纲领性文件《节能与新能源汽车产业发展规划（2012~2020年）》提出，加快培育和发展节能与新能源汽车产业，对于节能与新能源汽车国家将加大财税扶持力度。到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆。2015年4月，财政部、科技部、工业和信息化部、国家发展改革委联合发布《2016~2020年新能源汽车推广应用财政支持政策》，以此进一步推广新能源汽车应用，促进节能减排。为解决城市交通拥堵问题，部分城市陆续出台限购汽车政策。继上海、北京后，广州、天津、杭州以及深圳分别颁布、执行了不同程度的汽车限购政策。2016年1月1日起，我国将实行第四阶段燃油消耗标准。按照国家要求，到2020年，车企燃油限值要从2015年的6.9L/百公里降至5.0L/百公里，年均降幅达6.2%左右。根据第三方智库机构能源与交通创新中心（iCET）近日发布的《2015中国乘用车燃料消耗量发展年度报告》，要实现上述目标，在车型方面，单车限值较此前加严了20%，而目标值也对应降低了30%~40%，这意味着目前1/4新车车型若不进行技术升级将面临淘汰。

近年来，我国汽车模具行业的整体政策可以概括为：通过自主创新、引进技术、合作开发等方式提高国内模具产品的工艺质量，以满足新车消费需求。但目前国内多地采取的限购、限行，控制机动车增长的政策，对汽车模具行业的发展有一定的负面影响。

表1 汽车模具制造业相关的主要法规及政策

时间	名称	相关内容
2012年4月	《节能与新能源汽车产业发展规划》	争取到2015年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到50万辆，到2020年超过500万辆；新能源汽车、动力电池及关键零部件技术整体上达到国际先进水平。
2012年1月	《重大技术装备自主创新指导目录》	“大型及精密、高校塑料模具，铸造模具，轮胎模具，精密、高效多工位级进冲压模具及超高强度钢板热成形模具以及为C级轿车整车车身成形生产配套的覆盖件及车身模具”等被列入其中。
2011年12月	《外商投资产业指导目录（2011年修订）》	《2011年（修订）》维持《2007年（修订）》分类不变，仍分为鼓励类、限制类和禁止类。与模具行业相关的产品集中在鼓励类，包括：1）金属制品模具（铜、铝、钛、锆的管、棒、型材挤压模具）设计、制造；2）汽车车身外覆盖件冲压模具，汽车仪表盘、保险杠等大型注塑模具，汽车及摩托车夹具、检具设计与制造；3）汽车动力电池专用生产设备的设计与制造；4）精密模具（冲压模具精度高于0.02毫米、型腔模具精度高于0.05毫米）设计与制造；5）非金属制品模具设计与制造。
2009年5月	《装备制造业调整和振兴规划》	明确提出“重点发展大型精密型腔模具、精密冲压模具、高档模具标准件”、“重点提高汽车冲压、装焊、涂装、总装四大工艺装备水平”。

资料来源：联合评级根据公开资料整理

总体看，国家出台的相关政策支持汽车产业链的发展；新能源汽车的推广在一定程度上会刺激汽车模具及冲压件的生产。但随着目前拥堵及环境问题的日益严重，乘用车燃料消耗量标准以及各大城市的限购、限行政策对汽车行业有一定的负面作用。

（6）行业关注

受汽车行业发展波动影响较大

受国家宏观经济下滑和国家汽车产业政策变动以及汽车产业自身发展特点等因素的影响，汽车行业发展存在诸多不确定性。汽车作为高档耐用消费品，其消费受宏观经济的影响，国家宏观政策的周期性调整，会对汽车市场和汽车消费产生重大影响。汽车模具和冲压件生产与车身开发密切相关，其市场需求量主要取决于每年投放新车型的数量和汽车产销量，也必然受到国家经济周期波动的影响。随着我国经济增速的下滑，汽车产业高速增长的趋势或难以持续，在之前汽车行业高速发展的背景下，各汽车厂商产能急速扩充，汽车行业产能过剩风险加大。汽车产业的结构调整存在许多不确定性，将影响处于汽车产业链条上的汽车模具和冲压件行业。

高层次技术人才相对短缺的风险

汽车模具行业是技术与经验并重的行业，对专业人才的技术及经验具有较高的依赖性。汽车模具为单件订制产品，结构复杂，精度要求高，产品的上述特征要求企业必须具有较强的产品开发能力和较高的技术水平，而一些模具表层等测试工作由高级技术工人负责，企业经常由于人力资本产能不足而影响产品产量。同时由于技术不断更新换代，企业必须准确把握产品所依附产业的发展方向，并不断进行技术创新。因此，汽车覆盖件模具制造企业需要拥有一批高素质的科研人员 and 大量富有经验的技术人员和熟练技术工人。而行业内优秀人才尤其是模具开发人员和调试工人匮乏，企业面临着技术人员短缺风险。

（7）未来发展

数字化模具技术带动行业发展

近年来得到迅速发展的数字化模具技术，是解决汽车模具开发中所面临的许多问题的有效途径。数字化模拟技术包括可制造性设计（DFM）、CAE 辅助分析和仿真冲压成形、3D 模具结构设计、CAPP、CAM 和 CAT 技术等。国内许多汽车模具企业在数字化模具技术的应用中取得了显著进步，获得了良好的效果。数字化的应用可大大节省试模的成本，缩短冲压模具的开发周期，已成为保证模具质量的重要手段。同时，计算机技术在冲压件生产上的应用，取代了人工实型制作和机床操作，使冲压件的质量和生产周期大大缩短。

重点发展级进模

随着汽车冲压生产高效化和自动化的发展，级进模在汽车冲压件的生产应用将更加广泛。级进模作为一种高新技术模具产品，技术难度大，制造精度要求高，生产周期长，多工位级进模将是我国重点发展的模具产品之一。形状复杂的冲压件，特别是一些按传统工艺需要多副冲模分序冲制的中小型复杂冲压件，将越来越多地采用级进模成形。

国产化步伐加快，高端市场机遇凸现

近年来，在国内模具骨干企业综合实力不断提升、汽车厂商成本压力增大等多重因素的共同作用下，奇瑞、长城、华晨等众多自主品牌汽车企业，先后将汽车开发所需的整车模具由进口转向国内采购；大众、通用等著名合资汽车企业也开始将高端覆盖件模具转向国内采购。模具国产化进一步扩大了国内模具市场需求，尤其是高端汽车模具市场。

汽车冲压件方面，随着我国本土厂商专业化程度的提高，再加上人工、设备成本优势，国际竞争力明显加强。美国及德国的汽车制造商已将众多中国冲压件厂的产品纳入其全球采购链。未来随着全球汽车行业和我国自主品牌的发展，以及我国相关厂商实力的进一步加强，我国汽车冲压件行业仍有一定发展空间。

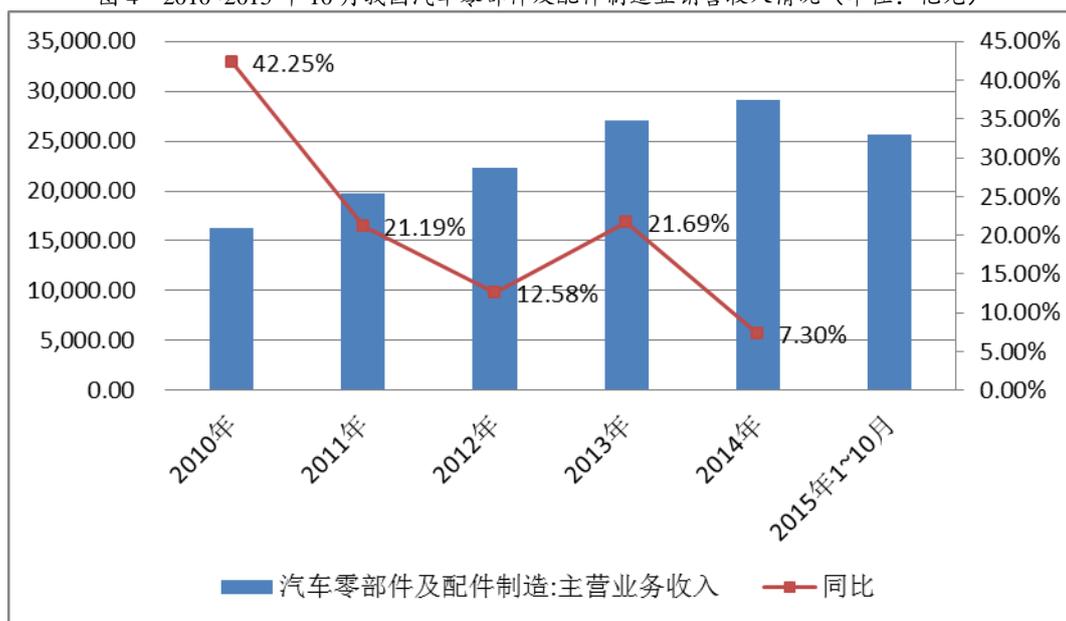
2. 汽车零部件及配件行业

(1) 行业概况

汽车零部件行业是汽车工业的重要组成部分，可分为发动机系统、传动和制动系统、底盘系统、行驶和转向系统、内外饰件系统、汽车电子电器系统和其他零部件系统等。

近年来，得益于我国汽车产业国际地位的提升、整车产业的快速发展，我国汽车零部件及配件行业发展势头较好。近几年，我国汽车零部件及配件制造业销售收入呈逐年增长态势，2014 年达到 29,073.94 亿元，同比增长 7.30%；2015 年 1~10 月收入规模为 25,620.25 亿元，同比增长 8.71%。随着我国汽车保有量的不断增长，中国汽车零部件行业市场份额将不断递增。

图 4 2010~2015 年 10 月我国汽车零部件及配件制造业销售收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

销售利润率方面，2011 年汽车零部件行业的销售利润率为 13.80%；此后由于激烈的市场竞争与低迷的宏观环境导致行业平均利润水平呈现下降局面，2012 和 2013 年销售利润率分别为 10.7%和 10.9%；2014 年利润率小幅增长至 11.70%。

近年来，我国汽车零部件行业不断向专业化转变，部分国内零部件制造企业生产规模、研发实力和整体技术水平不断提升，出现了一些在各专业细分领域国内竞争优势明显、并具有一定全球竞争力的零部件制造龙头企业。同时，由于我国劳动力成本较低，近年来成为了全球汽车零部件产业转移的主要目的地。目前，我国汽车零部件不仅可以满足国内市场需求；随着世界各大汽车公司减少汽车零部件的自制率，同时加大成本控制力度，我国汽车零部件产品已经融入了跨国公司的全球采购体系。

总体看，随着我国汽车产业的发展，汽车零部件行业市场规模逐年增长。同时，我国相关厂商实力近年来提升明显，产品在满足国内市场需求外已拓展至跨国厂商的采购体系。

(2) 行业上下游

汽车零部件及配件行业处于汽车行业产业链的中间，上游原材料行业包括了钢铁、橡胶、石化、电子、纺织等行业，下游主要对接整车制造业和汽车售后服务业。

汽车零部件原材料主要为钢材、橡胶、塑料、其它织物等，上游价格最终由钢铁、石油、天胶等大宗商品决定。汽车零部件上游原材料中，占成本比例最高的是钢铁、橡胶和有色金属。近

年来，钢铁价格和有色金属价格均有较大幅度的下降；橡胶价格自 2011 年的高点后，也呈波动下降态势，2015 年 11 月 20 日，我国天然橡胶价格已下跌至 9,250 元/吨。

下游方面，我国汽车的产量和销量整体均呈现增长的趋势。2014 年国内汽车产销分别实现 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比增长 7.26% 与 6.86%。尽管近年来我国经济增长减缓，但随着居民生活水平的提升以及工业化和城镇化的持续推进，我国汽车产业仍有较广阔的市场空间。

总体看，近年来汽车零部件及配件行业原材料价格下降幅度明显；我国汽车产业仍将拥有较好的发展势头，进而带动国内汽车零部件制造行业的发展。

（3）行业发展

自主化、节能化发展

近年来，我国通过《中国内燃机工业“十二五”发展规划》、《汽车产业发展政策》、《汽车产业调整和振兴规划》、《关于促进我国汽车产品出口持续健康发展的意见》、《内燃机再制造推进计划》以及《节能与新能源汽车产业发展规划》等多项政策，加强对汽车及零部件产业的发展，重点强调实现汽车关键零部件自主化、大力推广发展节能减排技术。未来我国政策将持续对汽车工业、汽车零部件行业的发展进行扶持、鼓励，同时新能源汽车的发展将促进汽车零部件行业向节能化新方向的拓展。

行业兼并重组加剧

我国汽车零部件行业存在数量多、规模小、技术含量较低等特点，在国外众多企业纷纷加入的大背景下，行业竞争日益激烈，部分中小企业必将面临被淘汰或整合。同时，在目前经济下行压力加大的背景下，国家鼓励联合重组，以加快生产要素向优势企业聚集，增强行业整体竞争力。

加强科研实力，提升核心技术

我国多数汽车零部件企业没有完全产品掌握核心技术且缺乏研发能力，尤其涉及动力系统、油耗、排放、安全等电控零部件方面技术落后，部分领域空白。据中国汽车工业协会统计，我国汽车零部件企业研发投入目前只占销售收入的 1.4%，远低于跨国公司 5% 的平均水平。核心零部件研发能力弱是阻碍行业发展的软肋。随着汽车零部件市场竞争的加剧，提升加强科研实力，提升核心技术必将成为我国汽车零部件企业未来的发展趋势。

3. 薄膜电容器行业

（1）行业概况

电容器作为三大基础被动电子元器件（电阻、电容及电感器）之一，在电子元器件产业中占有重要的地位，是电子线路中必不可少的元器件之一。电容器根据电介质不同主要分为铝电解电容器、钽电解电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器四大类，各类电容器的特性各不相同，因此每一类电容器都有自己的应用领域。薄膜电容器是以金属箔当电极，将其和聚乙酯、聚丙烯、聚苯乙烯或聚碳酸酯等塑料薄膜，从两端重叠后，卷绕成圆筒状的构造的电容器；具有电容量稳定、损耗小、耐电压特性优异、绝缘电阻高、频率特性好、可靠性高等优点，广泛用于家用电器、显示器、通讯产品、节能灯具、开关电源和仪器仪表等各种电子设备中。根据中国产业信息网发布的研究报告，2013 年全球薄膜电容器市场销售额达 16.3 亿美元；2014 年全球薄膜电容器市场销售额达 16.8 亿美元。其中，2013 年中国薄膜电容器市场规模达到 67.3 亿元；2014 年约达到 70.9 亿元。

总体看，薄膜电容器是电子工业的基础原材料，应用范围较广，近年市场规模呈增长态势。

（2）行业上下游

薄膜电容器的主要原材料为电容薄膜、金属材料、树脂材料、引线及引片材料、壳体材料，

其中电容薄膜约占全部原材料总成本的 70% 左右。电容器用电容薄膜所需的原材料高规格、高纯度聚丙烯树脂主要依赖进口。聚丙烯树脂主要由欧美日等发达国家和地区的公司生产，目前国内部分生产厂家已开始小规模研发和生产，但尚不能批量供应。

薄膜电容器主要应用于家用电器、照明灯具、通讯产品、输变电等领域。近年来，家用电器、电子整机、信息产业、高速铁路、LED 照明和新能源汽等行业持续平稳增长，同时，国家加大对电力基础设施的投资，加之西电东送、城乡电网改造等工程的实施，直接拉动了薄膜电容器的市场需求。

消费类电子产品方面，近年来家用电器、电动工具、消费类电子需求整体保持增长，并且家电下乡较快拉动了农村地区的家电消费需求。同时在目前“节能减排”的大背景下，变频家电将继续维持高增长。相对普通家电，变频家电对薄膜电容器需求量更大、要求更高。

随着新能源产业的发展，促使了薄膜电容器产业的技术升级，拓展了薄膜电容器行业新的发展空间；薄膜电容器作为太阳能逆变器的电路中不可或缺的元件，其市场需求将大幅增加。同时，节能与新能源汽车产业的发展将进一步刺激薄膜材料及薄膜电容器的需求。

绿色照明方面，由于 LED 灯受制于价格、寿命、发光效率等影响，LED 照明市场启动还需要时间，长期来看，节能灯市场还有较大的市场空间。但随着 LED 照明灯具未来对节能灯具的逐步替代，预计照明行业需要的薄膜电容器数量会减少。然而，LED 照明灯具用薄膜电容器的单价和毛利率通常高于节能灯具用薄膜电容器。

在输变电设备领域，随着国内电气化进程加快、高压直流输电技术高速发展以及无功补偿、节能降损管理的加强，相关薄膜电容器制造企业获得了较大的发展机遇。

总体看，薄膜电容器原材料对进口依赖程度较高；在下游需求的推动下，薄膜电容器市场规模仍有较大增长空间。

（3）竞争格局

薄膜电容器的生产主要集中在日本、美国、欧洲、中国大陆、台湾等国家和地区。薄膜电容器行业属于开放性行业，而非外资禁入行业。随着我国信息产业的迅速发展，国外知名薄膜电容器制造商如日本 NISSEI-ARCOTRONICS 集团、英国 BC 集团、德国 EPCOS 集团、日本松下等公司纷纷来华投资组建合资或独资公司，台湾华容电子、茂一电子、智实电子等在大陆的工厂规模也在不断发展。目前，国内有机薄膜电容器生产以聚酯膜电容器、聚丙烯膜电容器为主，有一定规模的生产企业约有一百多家，这些企业年生产能力差异较大，大部分年产值规模在几千万至一亿区间。目前，国内薄膜电容器行业 A 股上市公司仅有厦门法拉电子股份有限公司及安徽铜峰电子股份有限公司两家。外资企业的大规模进入加剧了国内原本已较为激烈的市场竞争。

总体看，国外知名薄膜电容器生产企业生产规模较大，产品技术含量较高；国内具有一定规模的生产企业数量较多，但在高端市场竞争力较强企业的数量较少；近年随着外资企业的进入，加剧了国内市场竞争。

（4）行业发展

薄膜电容器凭借其良好的温度特性、频率特性以及阻抗低等特性在电子、家电、电力、通讯等行业的发展中成为了不可或缺的电子元器件。未来，随着数字化、信息化、网络化的进一步发展，特别是电网建设、电气化铁路建设、节能照明、家电升级换代以及混合动力汽车的发展，薄膜电容器市场有着较广阔的发展前景。

但薄膜电容器行业与下游行业具有较强的联动性，且下游行业受宏观经济影响较大，周期波动性较强；我国的薄膜电容器厂商与国际知名厂商相比，整体竞争力依然偏弱，随着知名外资企业的进入，我国薄膜电容器市场的竞争日益激烈。目前，薄膜电容器高端市场较为平稳，但随着

高端产品的终端客户加速整合重组，优化资源，部分薄膜电容器厂商将由于技术、产品质量等原因被逐步淘汰出高端市场。低端产品市场主要以价格为导向，且由于技术门槛较低，目前竞争较为激烈，面临行业整合。

总体看，薄膜电容器行业未来发展前景较为广阔，但由于下游行业周期性较强、重组整合加速，以及外资企业的进入，行业竞争和整合将进一步加剧。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司始建于 1992 年，以汽车及相关零部件产业为主营业务，电子五金、商业地产、金融投资等业务为必要补充。

公司以汽车钣金件起家，先后成为昌河、通用、大众的核心供应商。现有的汽车零部件产品线涵盖了汽车车身、汽车仪表、发动机、变速箱、汽车空调、汽车内饰板和制动器等，汽车零部件产业已经成为公司的核心产业。

公司先后通过 ISO9001、TS16949 质量管理体系，ISO14001 环境体系认证。公司产品遍布全国各地，远销世界四十个国家和地区。

公司下属子公司中金马股份和铜峰电子为上市公司。金马股份主要从事车用零部件制造，目前为国家级高新技术企业，设有省级企业技术中心、省级工程研究中心、省级博士后科研工作站，拥有 CAD 工作站及产品试验室等较为先进的软、硬件设施，具备较强的技术创新优势。铜峰电子主要从事薄膜电容器及其薄膜材料的研发、生产和销售，为目前 A 股市场仅有的两家薄膜电容器厂家之一，具有较强的市场、品牌优势。2013 年，金马股份和铜峰电子均成功非公开增发股票，融资渠道畅通。

公司获“全国 500 强企业”、“中国汽车工业三十强”、“国家质量奖”、“国家火炬计划产业基地骨干企业”和“浙江省首批 20 家汽车和汽车零部件生产重点骨干企业”等荣誉称号；每年为社会提供 3 万多个就业岗位。公司永康总部纳税额永康市排名第一，子公司黄山金马集团有限公司纳税额黄山市排名第三，子公司安徽铜峰电子集团有限公司纳税额铜陵市排名第四。

总体看，公司作为国内龙头的汽车零部件生产企业，生产线齐全，品牌影响力强，在全国具有较强的竞争力。

2. 技术实力与装备优势

公司主要生产及检测设备均属于行业先进水平，部分设备达到国际先进水平。公司目前拥有的四轴联动数控龙门加工中心、五轴联动激光切割机、机械压力机生产线和三坐标测量仪技术水平为国际先进水平。其他多项生产及检测装备达到行业先进水平。

公司拥有国家级、省级高新技术企业 6 家，省级技术中心 5 个，中国驰名商标两项，各项专利 356 项，并建有博士后工作站，近年参与承担多项国家级和省级重大科技攻关项目。近几年，公司取得了较多的科研成果。截至 2015 年底，公司拥有 21 项专利（含 1 项发明专利），目前尚有 2 项专利正在申请中。

2013~2015 年，公司技术开发费分别为 0.53 亿元、0.50 亿元和 0.68 亿元，占营业收入的比重分别为 0.90%、0.59%和 0.85%，远低于跨国公司约 5%的平均水平，公司在技术研发方面仍需进一步的投入。

总体看，公司目前生产装备较为先进，能够满足公司目前的生产情况；公司具有较强的科研

创新能力，拥有较为丰富的技术储备；但与国际水平相比，公司在技术研发方面需要进一步的投入。

3. 人员素质

截至 2015 年底，公司拥有董事、监事及高管人员 8 人。公司核心管理人员均具有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体动态和公司的运营发展。

公司董事长应建仁先生，现年 53 岁，大学本科学历，高级经济师；历任永康市长城机械五金厂（现浙江金大门业有限公司）厂长、浙江铁牛实业有限公司执行董事兼总经理、铁牛集团有限公司执行董事；现任铁牛集团有限公司、浙江铁牛科技股份有限公司董事长。

公司总经理叶菲先生，现年 51 岁，本科学历；历任解放军 87167 部队招待所所长、解放军 87167 部队附属医院院长、浙江 001 集团常务副总经理、浙江耀江集团总裁助理及总裁顾问；现任铁牛集团有限公司总经理。

公司监事徐可女士，现年 39 岁，大专学历，高级经济师。曾任永康市长城机械五金厂主办会计、浙江铁牛实业有限公司财务主管。现任铁牛集团有限公司监事、董事长助理、浙江省永康市模具加工中心有限公司法定代表人。

截至 2015 年底，公司总人数 13,277 人，其中生产人员 8,461 人、销售人员 503 人、技术人员 2,685 人、财务人员 189 人、其他人员 1,439 人。学历构成上，高中及以下占比 75.00%、大专占比 17.87%、本科及以上占比 7.13%。年龄构成上，30 岁及以下占比 43.61%、30 岁~50 岁占比 52.95%、50 岁以上占比 3.44%。

总体来看，公司核心管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验；员工学历构成和岗位构成符合公司业务经营需求。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了健全的组织机构，根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了股东会、董事会、监事和经理层的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。

由于公司是两个自然人投资设立的有限责任公司，因此股东会成员为应建仁先生和徐美儿女士。股东会是公司的权力机构。公司设董事会，成员为 3 人。董事会设董事长一人，不设副董事长。董事长由董事会选举产生。董事长任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。公司设监事一名，由股东会选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为三年。监事任期届满，可连选连任。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘，经理对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理制度

公司各项规章制度健全，内控机制较为完善。公司制定了涵盖安全生产管理、质量控制、科研管理、销售管理、内部审计、财务及资金管理、投资管理等方面的制度，内控制度较为健全、完善且能得到有效执行。

在安全生产方面，公司制定了《班组安全管理办法》、《安全生产检查制度》、《安全生产考核、奖惩制度》、《工伤事故管理制度》、《外来施工（作业）人员管理制度》等十几种安全管理规章制度，并成立安全生产委员会全面负责人员、经费和措施的落实。

在销售管理方面，2009年公司开始执行新的更加细化的销售提成激励方案和销售费用管理办法，销售人员薪酬与个人业绩和团队业绩挂钩。

在资金管理方面，除金马股份和铜峰电子两家上市公司的资金管理独立外，其他各下属单位的财务资金均由公司总部统一调配，重大投融资必须向公司上报审核。

在对外担保方面，下属子公司的对内对外担保事项必须由公司总部进行统一管理；在对下属子公司管理方面，公司设立内审制度，内审部门在董事会下属的专门委员会直接领导下开展工作，对公司各部门以及下属单位的财务收支和经济效益等进行监督检查。

总体来看，公司内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体管理风险相对较小。

六、经营分析

1. 经营概况

公司形成了以五金冲压件及模具为核心，同时涵盖车用零部件（发动机、变速箱和仪表件）、电子材料（电容器薄膜和薄膜电容器）和房地产等业务的格局。其中五金冲压件及模具运营主体为公司本部；其他业务的运营主体为子公司。

表2 2013~2015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	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
五金冲压件及模具	24.96	43.82	16.87	26.46	32.04	18.40	27.63	34.59	18.95
车用零部件	9.56	16.78	21.11	27.32	33.08	7.03	32.91	41.19	10.32
电子材料	6.27	11.00	17.48	6.59	7.98	12.00	6.00	7.50	11.44
房地产	9.29	16.30	19.25	11.71	14.18	30.43	3.29	4.11	38.21
其他	6.90	12.11	10.16	10.51	12.72	13.98	10.08	12.61	10.30
合计	56.98	100.00	17.22	82.60	100.00	15.27	79.91	100.00	14.53

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司主营业务收入呈波动增长态势，三年分别为56.98亿元、82.60亿元和79.91亿元。2014年公司主营业务收入较2013年大幅增长44.97%，主要系车用零部件板块变速箱业务2014年建成投产带动车用零部件板块收入大幅增加所致；2015年公司主营业务收入较2014年小幅下降，主要系房地产业务收入大幅下降所致。

从收入构成看，近三年，五金冲压件及模具板块收入小幅稳步增长，三年分别为24.96亿元、26.46亿元和27.63亿元，占主营业务收入比重分别为43.82%、32.04%和34.59%。车用零部件板块收入三年分别为9.56亿元、27.32亿元和32.91亿元；其中2014年收入大幅增长，主要系公司变速箱生产线2013年末投产，2014年业务规模拓展所致，2014年车用零部件收入大幅增长带动车用零部件收入占比大幅增长16.30个百分点至33.08%；2015年得益于金马股份车用零部件销量的增长，公司车用零部件收入同比增长20.46%，车用零部件收入占比同比增长8.11个百分点至41.19%。电子材料板块收入较为稳定，三年分别为6.27亿元、6.59亿元和6.00亿元，占比分别为11.00%、7.98%和7.50%。2013~2015年，公司房地产板块收入分别为9.29亿元、11.71亿元和3.29亿元，占比分别为16.30%、14.18%和4.11%；2015年，公司房地产业务收入大幅下降，主要系2015年结转的物业

主要是金色港湾尾盘，而公司新的房地产项目尚未达到收入确认条件所致。2013~2015年，公司其他业务主要包括子公司黄山金马集团有限公司的汽车贸易、黄山金马股份有限公司的门业产品和黄山金仕特种包装材料有限公司的特种包装纸业务等，近三年，公司其他业务收入分别为6.90亿元、10.51亿元和10.08亿元。

从毛利率看，2013~2015年公司主营业务综合毛利率水平逐年下降，三年分别为17.22%、15.27%和14.53%。其中，受益于近年原材料价格下降幅度较大，五金冲压件及模具毛利率呈逐年增长态势，2015年毛利率水平为18.95%；车用零部件板块毛利率水平三年分别为21.11%、7.03%和10.32%，其中2014年受新增毛利率较低的变速箱业务影响，毛利率水平降幅较大；电子材料板块毛利率水平呈逐年下降态势，三年分别为17.48%、12.00%和11.44%，主要系公司电子材料生产线较为陈旧，生产的主要是低端薄膜电容器和电容器薄膜产品，行业竞争逐渐加剧导致低端产品毛利率水平逐渐降低所致；房地产板块近三年毛利率水平分别为19.25%、30.43%和38.21%，主要是因为2013年结转的房地产收入是公司2009年预售的金色港湾一期别墅项目收入，2014年结转的收入是公司2012年预售的金色港湾二期高层住宅项目收入，2012年房地产行业大环境较好，房价水平较高，因此2014年毛利率水平较高；其他板块毛利率水平较为稳定，三年分别为10.16%、13.98%和10.30%。

总体看，受车用零部件业务收入大幅增长的影响，公司营业收入 2014 年大幅增长；公司主营业务构成以五金冲压及模具和汽车零部件业务为主，电子材料、房地产业务是公司主营业务的有效补充，公司经营比较多元化。得益于公司多元化的发展策略，虽然汽车零部件和电子材料业务毛利率水平有所下降，但公司整体毛利率能够保持稳定。公司经营状况较为稳定。

2. 五金冲压件及模具业务

公司主要产品是汽车钣金冲压件，包括汽车车身覆盖、结构、内部装饰的配套产品。同时，公司还具备钣金冲压件模具的开发和生产能力，产业链较为完整。其中冲压件模具的开发与生产是五金冲压产品生产的前提，模具工艺技术水平也是决定五金冲压件产品质量的重要因素。公司从事五金冲压件模具的设计与开发有近15年的时间，在工艺和设备配置上具有明显的优势，为公司车身零部件业务的快速发展提供了保障。

公司五金冲压件及模具生产成本主要由原材料和制造费用构成。2015年原材料成本占总生产成本的比重为71.96%，制造费用占总生产成本的比重为11.34%。

表 3 2013~2015 年公司五金冲压件及模具生产成本构成情况（单位：%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
原材料占总成本比例	70.65	72.53	71.96
制造费用占比	13.04	10.99	11.34
直接人工占比	9.78	8.79	8.93
能源占比	5.43	6.59	6.87
其他	1.09	1.10	0.90
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司五金冲压件的原材料主要是钢材，公司80%以上的钢材均通过上海经销商自上海宝钢钢材贸易有限公司采购，渠道稳定，可保证充足供应。

在采购价格方面，供应商一般每季度与公司协定采购价格，每月依据市场价格进行调整。2013~2015年，钢材价格波动较大，为控制成本，公司一方面强化原材料价格监控储备机制，密

切关注原材料价格的变化趋势，建立了价格监控制度和应急储备预案；另一方面通过管理和技术创新，加快技术革新和工艺改造的步伐，挖潜增效，消化原材料涨价压力。

采购结算方面，公司一般采用电汇方式与钢材经销商进行结算。为实现公司零库存的管理目标，公司一般在生产前2~3个月进行采购订货，并按生产需求提货，收货后一个星期左右与供应商结算货款。

公司五金冲压件的原材料主要是钢材中的冷轧钢和酸洗钢，2013~2015年由于钢材价格持续下行，公司的原材料采购价格也逐年降低。得益于公司五金冲压件销量的逐年增长，公司原材料采购量逐年增长。原材料采购价格的持续走低，有利于公司降低生产成本，也是公司五金冲压件业务近几年快速发展的重要因素。

表4 公司2013~2015年公司五金冲压件及模具主要原材料采购量及采价购格

原材料	项目	2013年	2014年	2015年
冷轧板	采购量(吨)	117,725.24	158,401.62	153,442.20
	采购价格(元/吨)	6,049.26	5,204.38	5,140.00
酸洗板	采购量(吨)	94,967.09	106,065.51	103,588.00
	采购价格(元/吨)	5,624.19	4,779.40	4,667.80

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司原材料供应商主要是上海正宇金属材料供应有限公司、永康市港邦贸易有限公司、浙江盛合贸易有限公司、武义玉皇星工贸有限公司等经销商，前五大供应商较为稳定。同期公司向五大供应商采购金额占采购总额的比重分别为51.81%、56.09%和57.05%，采购集中度较高。对于钢材的采购，采购量较大有助于提高公司采购的议价能力及原材料供应稳定性，因此公司原材料采购集中度较高，也符合行业特点。

表5 2013~2015年公司五金冲压件及模具前五名供应商

年份	供应商名称	金额(万元)	占当期采购总额比例(%)	采购项目
2013年	上海正宇金属材料供应有限公司	30,322.63	20.68	原材料
	永康市港邦贸易有限公司	20,424.80	13.93	原材料
	浙江盛合贸易有限公司	17,828.12	12.16	原材料
	浙江创朴机电设备有限公司	3,720.22	2.54	机电设备
	浙江金澳兰机床有限公司	3,661.40	2.50	机电设备
	合计	75,957.18	51.81	--
2014年	上海正宇金属材料供应有限公司	28,113.21	17.95	原材料
	永康市港邦贸易有限公司	21,773.30	13.90	原材料
	武义玉皇星工贸有限公司	15,920.53	10.16	原材料
	浙江盛合贸易有限公司	12,631.59	8.06	原材料
	浙江创朴机电设备有限公司	9,421.06	6.02	机电设备
	合计	87,859.70	56.09	--
2015年	上海正宇金属材料供应有限公司	34,641.67	21.49	原材料
	永康市港邦贸易有限公司	20,742.03	12.87	原材料
	浙江盛合贸易有限公司	14,173.94	8.79	原材料
	武义玉皇星工贸有限公司	16,964.23	10.52	原材料
	武义海拓机械有限公司	5,451.31	3.38	原材料
	合计	91,973.19	57.05	--

资料来源：公司提供

在生产设备方面，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，拥有汽车模具2,000余副。公司具有大、中、小型件钣金产品每年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，其中公司的钣金冲压件模具不仅能满足自身钣金冲压件产品生产，还具有富余的外协加工能力。

2013年，由于公司五金冲压件订单增加，超过了公司原有五金冲压件30万套的产能，因此公司对生产设备进行了优化改良，五金冲压件产能提高至35万套。由于以销定产的生产策略，公司五金冲压件产销率一直处于较高水平，2013~2015年均在98%以上。产能利用率方面，2013~2015年，五金冲压件产能利用率分别为87.29%、87.37%和87.58%，水平有待提高。模具生产方面，由于模具造价加高，而且生产工艺较为复杂，公司现有模具生产能力是3台套/年。

表 6 2013~2015 年公司五金冲压件及模具生产及销售情况

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
五金冲压件	产能（套）	350,000	350,000	350,000
	产量（套）	305,500	305,800	306,540
	销量（套）	301,358	302,151	310,282
	产销率（%）	98.64	98.81	101.22
	产能利用率（%）	87.29	87.37	87.58
	收入（万元）	185,451.27	180,774.25	189,272.33
模具	产能（台套）	3	3	3
	产量（台套）	2.8	3	3
	销量（台套）	2.5	3	3
	产销率（%）	89.29	100.00	100.00
	产能利用率（%）	93.33	100.00	100.00
	收入（万元）	64,195.00	83,871.00	87,117.00

资料来源：公司提供

公司生产的五金冲压件主要销往长沙众泰汽车工业有限公司、宁波市国祺商贸有限公司、合肥亿恒机械有限公司、长沙众达工业有限公司等公司。公司销售方式以直销为主，在各主要客户所在地长驻销售代表。2013~2015年，公司五金冲压件及模具销售收入分别为24.96亿元、26.46亿元和27.63亿元，逐年增长。同期，公司前五大客户销售金额占总销售收入的比重分别为44.53%、45.94%和44.94%，集中度较高，公司对主要销售客户的依赖程度较高，主要系公司以销定产的生产方式和五金冲压件及模具的针对性较强所致，也符合汽车冲压件行业的特点。

公司五金冲压件的销售主要采用赊销方式，账款期限以1年以内为主，票据以银行承兑汇票为主。

表7 2013~2015年公司五金冲压件及模具业务前五名销售客户

年份	客户名称	金额（万元）	销售金额占营业收入比（%）	产品
2013年	宁波市国祺商贸有限公司	45,813.50	18.35	冲压件及模具
	长沙众达工业有限公司	28,245.48	11.31	冲压件及模具
	铜陵市银象贸易有限公司	16,443.11	6.59	冲压件及模具
	合肥亿恒机械有限公司	13,084.41	5.24	冲压件及模具
	长沙众泰汽车工业有限公司	7,593.76	3.04	冲压件及模具
	合计	111,180.27	44.53	
2014年	长沙众泰汽车工业有限公司	35,679.38	13.48	冲压件及模具
	宁波市国祺商贸有限公司	31,159.70	11.77	冲压件及模具
	浙江德昱汽车零部件有限公司	29,403.50	11.11	冲压件及模具
	合肥亿恒机械有限公司	18,463.47	6.98	冲压件及模具
	长沙众达工业有限公司	6,868.91	2.60	冲压件及模具
	合计	121,574.95	45.94	
2015年	长沙众泰汽车工业有限公司	33,739.84	12.21	冲压件及模具
	宁波市国祺商贸有限公司	29,213.46	10.57	冲压件及模具
	浙江德昱汽车零部件有限公司	26,978.88	9.76	冲压件及模具
	长沙众达工业有限公司	24,197.90	8.76	冲压件及模具
	合肥亿恒机械有限公司	10,057.66	3.64	冲压件及模具
	合计	124,187.75	44.94	

资料来源：公司提供

总体看，由于近几年原材料价格持续走低，公司五金冲压件及模具业务产能利用率和产销率逐年增长。五金冲压件及模具收入是公司主营业务收入稳定的支柱。

3. 车用零部件业务

公司车用零部件业务主要由子公司黄山金马股份有限公司（以下简称“金马股份”）、锐展（铜陵）科技有限公司（以下简称“锐展公司”）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。其中金马股份主要生产车用仪表件和车用零部件；锐展公司主要生产汽车发动机；易辰孚特主要生产汽车变速箱。

（1）车用仪表件和车用零部件

车用仪表件和车用零部件，一般由汽车生产厂家定制，因此金马股份的生产模式主要是以销定产。根据汽车生产厂家提前提供的订单，结合生产周期、材料采购周期等综合安排生产计划，以满足客户需求。

车用仪表件和车用零部件的生产成本中，原材料（主要是钢材、铜和塑料）成本占比最大，近三年原材料占总成本的比重均在80%以上。2013~2015年，原材料占总成本的比重分别为80.51%、80.28%和80.14%，逐年下降，主要系原材料中钢材和铜的价格逐年下降所致。2015年，车用仪表件和车用零部件的成本构成中，原材料占比80.14%，制造费用占比4.81%，直接人工占比13.09%，能源占比1.96%。

受最近几年钢铁和铜价格下行的影响，金马股份钢材和铜的采购价格逐年降低。2013~2015年，金马股份钢材采购价格分别为0.52万元/吨、0.46万元/吨和0.45万元/吨；铜的采购价格分别为5.80万元/吨、5.00万元/吨和4.50万元/吨；塑料的采购价格较为稳定，三年均为1.40万元/吨。同期，原材料的采购量均逐年大幅增长，主要系金马股份的订单逐年大增所致。2015年金马股份钢材、铜和塑料的采购量分别为95.32万吨、0.50万吨和1.07万吨。金马股份的车用仪表件和零部件的批

量生产周期一般为20天，原材料的采购模式主要是从供应生产厂家直接采购，入库结算，账期一般为三个月，用银行承兑汇票或电汇进行结算。

表8 2013~2015年金马股份车用仪表件和零部件主要原材料采购情况

原材料	项目	2013年	2014年	2015年
钢材	采购量(吨)	79,243.00	371,708.46	953,221.17
	采购价格(万元/吨)	0.52	0.46	0.45
	采购金额(万元)	41,206.36	170,985.89	428,949.53
铜	采购量(吨)	1,443.00	2,194.69	5,007.58
	采购价格(万元/吨)	5.80	5.00	4.50
	采购金额(万元)	8,369.40	10,973.45	22,534.11
塑料	采购量(吨)	2,065.00	9,383.62	10,714.27
	采购价格(万元/吨)	1.40	1.40	1.40
	采购金额(万元)	2,891.00	13,137.07	14,999.98
合计(万元)		52,466.76	195,096.41	466,483.61

资料来源：公司提供

2013~2015年，原材料采购前五大供应商采购金额占当期采购总额比例分别为50.41%、42.51%和48.35%，采购集中度较高，但符合行业特征。

表9 2013~2015年金马股份车用仪表件和零部件业务前五名供应商

年份	供应商名称	金额(万元)	占当期采购总额比例(%)	采购项目
2013年	上海百营钢铁集团有限公司	12,925.59	19.68	钢材
	马钢(金华)钢材加工有限公司	12,228.61	18.62	钢材
	浙江双环传动机械股份有限公司	4,653.73	7.09	钢材
	武义涟钢钢材加工配送有限公司	1,755.36	2.67	钢材
	浙江巨力工贸有限公司	1,541.86	2.35	钢材
	合计	33,105.15	50.41	--
2014年	浙江双环传动机械股份有限公司	51,434.03	23.70	钢材
	浙江利华集团有限公司	21,434.03	9.88	钢材
	马钢(金华)钢材加工有限公司	13,328.97	6.14	钢材
	上海百营钢铁集团有限公司	3,285.03	1.51	钢材
	武义涟钢钢材加工配送有限公司	2,779.28	1.28	钢材
	合计	92,261.34	42.51	--
2015年	浙江利华集团有限公司	34,002.61	32.70	钢材
	马钢(金华)钢材加工有限公司	8,892.34	8.55	钢材
	安徽裕隆模具铸业有限公司	3,291.93	3.17	钢材
	安徽九华金润铜业有限公司	2,253.41	2.17	钢材
	潍坊市恒益机械模具铸造厂	1,829.43	1.76	钢材
	合计	50,269.72	48.35	--

资料来源：公司提供

2013~2015年，金马股份车用仪表件的产量逐年减少，三年分别为189.37万套、168.60万套和136.43万套，主要系金马股份车用仪表件主要是摩托车仪表件，由于摩托车行业不景气，车用仪表件销量下降所致。三年的产能利用率分别为63.12%、56.20%和45.48%，产能利用率逐年下降，主要系产量逐年减少所致。同期车用仪表件的销量分别为187.56万套、179.86万套和138.87万套，也呈逐年减少态势，主要系行业不景气所致。销售价格方面，2014年车用仪表件的价格较2013年大幅下降，主要系客户结构发生变化，针对不同客户的产品毛利率不同所致；2015年，

车用仪表件价格同比大幅增长。2014 年由于销量和销售价格双重下降，车用仪表件销售收入由上年的 2.10 亿元大幅下降至 1.56 亿元；2015 年，由于销售价格大幅增长，车用仪表件销售收入小幅回升至 1.82 亿元。

2013~2015 年，金马股份的车用零部件产量逐年增长，三年分别为 1,993.96 万件、2,569.39 万件和 3,803.63 万件，主要系下游客户需求增加所致；销量方面，三年分别为 1,996.23 万件、2,580.53 万件和 3,759.46 万件；单价方面，车用零部件的销售价格也逐年增长，三年分别为 23.00 元/件、27.00 元/件和 33.00 元/件；销售收入方面，得益于销售价格和销量均逐年增长，车用零部件销售收入逐年大幅增长，三年的销售收入分别为 4.59 亿元、6.97 亿元和 12.52 亿元。

表 10 公司 2013~2015 年车用零部件业务产能和产品销售情况

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
车用仪表件	产能（万套）	300.00	300.00	300.00
	产量（万套）	189.37	168.60	136.43
	销量（万套）	187.56	179.86	138.87
	销售价格（元/套）	112.00	87.00	130.00
	收入（亿元）	2.10	1.56	1.82
车用零部件	产能（万件）	3,500	3,500	4,500
	产量（万件）	1,993.96	2,569.39	3,803.63
	销量（万件）	1,996.23	2,580.53	3,759.46
	销售价格（元/件）	23.00	27.00	33.00
	收入（亿元）	4.59	6.97	12.52
合计（亿元）		6.69	8.53	14.34

资料来源：公司提供

2013~2015 年，车用仪表件和零部件业务收入分别为 6.69 亿元、8.53 亿元和 14.34 亿元。收入主要来自于国内订单，国内销售额三年占比分别为 96.73%、98.03%和 99.25%。

金马股份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。2015 年，车用仪表件和零部件的销售客户主要为众泰控股集团有限公司、北京汽车集团有限公司和浙江德昱汽车零部件有限公司等。由于各汽车制造商产品开发计划不同，因此前五大销售客户变化较大。2013~2015 年车用仪表件和零部件销售前五名客户销售金额占金马股份营业收入比重分别为 59.89%、67.37%和 72.84%，销售集中度较高，但由于车用零部件和仪表件定制的特点，销售针对性较强，因此销售集中度情况符合行业特点。销售结算方面，一般是赊销模式，结算方式是采用银行承兑汇票或者现金，主要以银行承兑汇票为主，账期为三个月。

表 11 公司 2013~2015 年车用零部件业务前五大客户情况

年度	客户名称	金额(万元)	销售金额占营业收入比	产品
2013 年	杭州益维汽车工业有限公司	32,409.99	35.91%	汽车配件
	浙江众泰汽车制造有限公司	10,882.29	12.06%	汽车配件
	上海大众汽车有限公司	4,826.64	5.35%	汽车配件
	江西昌河铃木汽车有限责任公司	3,029.96	3.36%	汽车配件
	江门市大长江集团有限公司	2,898.83	3.21%	汽车配件
	合计	54,047.71	59.89%	--
2014 年	众泰控股集团有限公司	41,353.49	37.21%	汽车配件
	杭州益维汽车工业有限公司	22,672.58	20.40%	汽车配件
	江西昌河铃木汽车有限责任公司	4,131.19	3.72%	汽车配件
	陈小巧	3,474.95	3.13%	汽车配件
	江门大长江集团有限公司	3,239.30	2.91%	汽车配件
	合计	74,871.51	67.37%	--
2015 年	众泰控股集团有限公司	89,111.41	54.81%	汽车配件
	北京汽车集团有限公司	14,626.36	9.00%	汽车配件
	浙江德昱汽车零部件有限公司	7,097.20	4.37%	汽车配件
	江苏金坛汽车工业有限公司	4,313.52	2.65%	汽车配件
	陈小巧	3,265.34	2.01%	防盗门
	合计	118,413.83	72.84%	--

资料来源：公司提供

总体看，公司车用仪表件和零部件由于定制性较强，销售集中度较高，近几年随着家用汽车行业的快速发展，公司车用仪表件和零部件业务总收入逐年稳步增长，但由于公司车用仪表件和零部件主要配套众泰汽车，车用仪表件和零部件的产销量易受众泰汽车销量的影响。

(2) 发动机业务

公司发动机业务主要由控股子公司锐展公司负责，2015 年 6 月，公司将锐展公司转让，锐展公司不再纳入公司 2015 年度财务报表合并范围。2013~2015 年，锐展公司发动机业务收入分别为 2.38 亿元、2.87 亿元和 1.34 亿元。

(3) 变速箱业务

公司变速箱业务的运营主体是易辰孚特，易辰孚特是 2010 年公司在临安投资 50 亿元人民币建立的以研发、制造和销售乘用车变速箱为主体的子公司。易辰孚特分别从美国福特和意大利菲亚特引进了全套汽车无极变速箱和手自一体变速箱技术及生产线。该生产线拥有德国埃孚（ZF）先进的生产技术以及美、日、德生产的国际一流加工设备。未来易辰孚特将发展电动休闲车系列产品 and 电动中巴车等其他绿色节能环保新能源产品。

易辰孚特生产的变速箱产品分为变速箱总成和变速箱配件。其中变速箱配件生产业务是易辰孚特 2014 年新推出的业务。目前公司变速箱总成产品有 CVT15F、MR515、5T10F、MF516、ES-SF516 和 ES-MF525 六种型号；变速箱配件产品主要是两款减速器，EF150 和 EF510，均为易辰孚特自主研发。

表 12 易辰孚特变速箱产品种类以及适用车型情况

产品总类	型号	适用车型
变速箱总成	CVT15F	匹配 1.3~1.5L 汽油发动机的 A 级车众泰 Z200、Z200HB
	MR515	匹配 1.3~1.5L 汽油发动机的小型 SUV 或微面众泰 T200
	5T10F	匹配 0.8~1.3L 汽油发动机的微型车众泰 Z100
	MF516	匹配 1.3~1.6L 汽油发动机的 A 级车众泰 Z300、Z200\Z200HB
	ES-SF516	匹配 1.3~1.6L 汽油发动机的 A 型轿车，现匹配众泰 Z300
	ES-MF525	匹配 1.5T~2.0T 汽油发动机的 A/B 型轿车，中型 SUV,现匹配众泰 Z500、T600
变速箱配件	EF150	公司自行研发的全新减速器，匹配车型为众泰智斗（新能源电动车），现匹配金坛芝
	EF510	公司自行研发的全新减速器，匹配车型为众泰云 100（新能源电动车），现匹配众泰

资料来源：联合评级根据公开资料整理

2013 年，由于年底易辰孚特变速箱业务才建成投产，因此产能及产销率较低，产能仅为 10 万件，产能利用率仅为 23.93%；2014 年，受益于众泰汽车销量的增长，易辰孚特变速箱订单增加带动易辰孚特变速箱总成产能利用率大幅提升至 91.76%。销量方面，2013 年变速箱总成的产销率较低，仅为 40.36%；2014 年，上年的库存得以消化，产销率高达 101.34%。2014 年，易辰孚特变速箱总成销售收入由 2013 年的 0.48 亿元大幅增加至 14.08 亿元。

2014 年，易辰孚特开始变速箱配件的生产和销售，生产的变速箱配件主要是减速器，产能为 30 万件，当年的产量为 24.81 万件，销量为 22.09 万件，产能利用率为 82.71%，产销率为 89.02%，产能利用率和产销率均处于较好的水平。变速箱配件业务在 2014 年为易辰孚特贡献了 1.84 亿元的销售收入。

2015 年，易辰孚特变速箱总成的产销率和产能利用率继续维持较高水平，分别达 98.67%和 92.21%；变速箱总成销售价格由上年的 5,046.09 元/件上升至 5,570.92 元/件，主要系 2015 年部分为新车型配套的变速箱产品单价较高所致，得益于销售价格的大幅上升，变速箱总成销售收入较上年增长 8.03%。2015 年，易辰孚特变速箱配件产量较上年有所减少，主要系 2015 年新型变速箱总成所需的配件较原型号有所减少所致；销量较上年有所增长；销售价格为 869.58 元/件，较上年小幅增长；变速箱配件收入 2.03 亿元，较上年小幅增长。

表 13 2013~2015 年易辰孚特变速箱产品产能、产量和销量情况

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
变速箱总成	产能（件）	100,000	300,000	300,000
	产量（件）	23,932	275,279	276,644
	销量（件）	9,658	278,972	272,973
	产能利用率（%）	23.93	91.76	92.21
	产销率（%）	40.36	101.34	98.67
	销售价格（元/件）	4,994.51	5,046.09	5,570.92
	收入（万元）	4,823.70	140,771.92	152,071.03
变速箱配件	产能（件）	-	300,000	300,000
	产量（件）	-	248,126	223,751
	销量（件）	-	220,871	233,403
	产能利用率（%）	-	82.71	74.58
	产销率（%）	-	89.02	104.31
	销售价格（元/件）	-	833.57	869.58
	收入（万元）	-	18,411.10	20,296.29

资料来源：公司提供

变速箱业务中，原材料、制造费用以及直接人工是生产成本中占比较大的三部分。2015 年，

原材料占总成本的比重为 48.76%，制造费用占比 29.23%，直接人工占比 14.42%，能源占比 7.59%。变速箱总成所需要的主要原材料是钢材；变速箱配件所需要的主要原材料除了钢材外，还需要铝锭。

2014 年，由于易辰孚特变速箱总成销量的增长以及开始变速箱配件的生产，易辰孚特钢材的采购量大幅增长。2014 年，易辰孚特钢材的采购量为 2.53 万吨，采购金额为 0.65 亿元；铝锭的采购量为 4.87 万吨，采购金额为 4.60 亿元。

2015 年，易辰孚特钢材采购量同比大幅增长 64.56% 至 4.17 万吨，主要系新型号变速箱所用原材料中钢材使用量增加所致；铝锭的采购量同比减少 19.43% 至 3.93 万吨，主要系新型号变速箱原材料减少了铝锭的使用所致。2015 年，易辰孚特钢材和铝锭的采购金额分别为 1.03 亿元和 3.44 亿元。

表 14 2013~2014 年易辰孚特主要原材料采购情况

原材料	项目	2013 年	2014 年	2015 年
钢材	采购量（吨）	1,688.53	25,327.95	41,680.94
	采购价格（元/吨）	2,645.30	2,555.56	2,472.39
	采购金额（万元）	446.67	6,472.71	10,305.15
铝锭	采购量（吨）	--	48,736.99	39,264.96
	采购价格（元/吨）	--	9,444.44	8,759.31
	采购金额（万元）	--	46,029.36	34,393.40

资料来源：公司提供

2015 年，易辰孚特的变速箱产品主要销售客户为杭州禾冶物资有限公司、青岛天骏资源控股有限公司、浙江广裕金属材料有限公司、众泰国际汽车贸易有限公司和广州首钢钢铁贸易有限公司。前五大客户销售额占易辰孚特营业收入的比重为 70.88%，销售集中度较高，主要系易辰孚特的变速箱产品实行以销定产的策略所致。易辰孚特对主要客户的依赖程度较高。

总体看，易辰孚特的变速箱业务产能充分释放，已成为公司车用零部件板块收入的重要组成部分；易辰孚特的变速箱产品能够用于公司发动机产品的生产中，有效地降低了锐展公司发动机产品的生产成本。

总的来看，由金马股份和易辰孚特共同组成的公司车用零部件业务已经成为公司主营业务收入的重要组成部分。未来随着金马股份产能的进一步释放，公司车用零部件业务收入有望进一步增加。

4. 电子材料

公司电子材料业务主要运营主体为子公司安徽铜峰电子股份有限公司（以下简称“铜峰电子”，股票代码 600237），铜峰电子收入主要来自于薄膜电容器和电容器薄膜的销售。

铜峰电子主要进行薄膜电容器和电容器薄膜的生产，使用的原材料主要是聚丙烯颗粒和聚酯切片。铜峰电子生产的电容器薄膜种类主要有光膜、聚酯膜、粗化膜和金属化膜。其中光膜和聚酯膜主要用于金属化膜电容器和箔式电容器，如交流电动机电容器、低压并联电力电容器、节能灯具电容器、混合动力汽车用电容器和直流电容器等；粗化膜主要用于膜纸复合浸油介质或全膜浸油介质电容器，如输变电系统的无功补偿、均压、滤波、耦合等中高压电力电容器，电容式互感器制造等；金属化膜主要用于直流聚酯膜电容器、直流聚丙烯膜电容器、交流电容器和低压电力电容器等。铜峰电子生产的薄膜电容器种类主要有交流电动机电容器、直流薄膜电容器和电力电子电容器。其中交流电动机电容器主要用于家电（空调、洗衣机、冰箱）、电动设备等领域；

直流薄膜电容器主要用于电子节能灯、电源电器、彩显的控制系统等领域；电力电子电容器主要用于机车车辆、新能源电容器、智能电网等领域。

铜峰电子实行以销定产的生产模式。对于薄膜电容器的生产，主要根据订单生产，即由各销售部接到客户订单后，结合产品库存，下达销售需求计划，生产部门制定生产计划及材料采购计划，组织生产。

薄膜电容器的工艺流程较为复杂，从原材料到成品包装需要接近 20 个工序，且薄膜电容器的种类不同，其生产工序也不同。铜峰电子的薄膜电容器产品有交流电动机电容器、直流薄膜电容器和电力电子电容器，其生产工序各不相同。铜峰电子薄膜电容器产品生产工艺如下表所示。

表 15 铜峰电子薄膜电容器产品生产工艺

产品种类	生产工艺流程
交流电动机电容器	切膜-卷绕-包护-喷金-聚合-去包护-钻孔赋能半测-芯盖焊接-组装-封口-干燥-真空注油-成品焊接-密封性检验-清擦-标识-成品检测-外检与包装
直流薄膜电容器	切膜-卷绕-试压扁-热压扁-加喷金保护层-喷金-去喷金保护层-焊接-赋能-第一遍灌注-烘干-第二遍灌注-烘干-测试分选-标识-标识-成品检测-外检与包装
电力电子电容器	切膜-卷绕-喷金-聚合-半测-焊接-装配-封装-真空-灌注-测试-外检与包装

资料来源：公司提供，联合评级整理。

对于电容器薄膜的生产，结合生产线运行平衡及节能的需要，采用安全库存及以销定产并行的生产组织模式。铜峰电子根据当前市场预测、往年生产情况及当前常用规格库存量，结合各销售部下达销售订单，按月制定生产计划，下达车间执行。销售部经过合同评审后与客户签订供货合同，按合同要求向生产部下达生产计划，生产部根据生产情况和合同期限安排生产计划；技术部门根据客户的要求制定生产工艺；生产车间按生产工艺组织生产；品质部根据产品检验规程进行中间检验和最终检验。

电容器薄膜中光膜和粗化膜的工艺流程基本相同，金属化膜的工艺流程较为特殊，铜峰电子的电容器薄膜生产工艺流程如下表所示。

表 16 铜峰电子电容器薄膜生产工艺

产品种类	生产工艺流程
光膜、粗化膜	喂料-挤出-铸片-拉伸-牵引-电晕处理-收卷-检验-时效-分切-检验-包装
金属化膜	镀膜-金属化镀膜检验-时效-分切-金属化镀膜检验-包装

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2015 年，铜峰电子的电子材料业务生产成本构成中，原材料占比 69.62%、制造费用占比 6.97%、人工费用占比 7.05%、能源占比 16.37%，原材料占比较高。铜峰电子的电子材料业务所使用的原材料主要是聚丙烯颗粒和聚酯切片。

铜峰电子原材料采购包括进口材料采购和国内材料采购，采购模式有所不同。

对于进口材料的采购，铜峰电子以各销售部的销售订单为基础安排生产计划，根据下达的生产计划及材料消耗制定所需原材料清单并报企业管理部，企业管理部结合库存及原材料安全库存量制定采购计划并下发至安徽铜峰世贸进出口有限公司（以下简称“铜峰世贸”）组织采购。进口材料采购一般每月下达采购计划一次。铜峰电子以信用证作为采购原材料聚丙烯树脂的支付方式，结算币种为美元。

对于国内材料的采购，公司组织潜在供应商填写《供应商调查表》，然后经过不同批量产品的试用并经过体系审查后成为合格供应商。铜峰电子每隔 2~3 年对原材料的采购价格进行一次招

投标，最低报价的合格供应商将会中标，最低报价确定为采购价格。

铜峰电子主要原材料为电工级聚丙烯树脂。目前电工级聚丙烯树脂原材料供应几乎全部为进口，国内尚无厂家能够批量生产。新加坡 TPC 是铜峰集团最大的电工级聚丙烯树脂原料供应商，北欧化工、大韩油化工业株式会社也是主要的供应商。

2013~2015 年，铜峰电子聚丙烯颗粒的采购量逐年增长，三年分别为 1.02 万吨、1.21 万吨和 1.29 万吨；采购价格分别为 1.19 万元/吨、1.25 万元/吨和 1.10 万元/吨；同期采购金额有所波动，分别为 1.22 亿元、1.52 亿元和 1.41 亿元。聚酯切片的采购方面，2013~2015 年采购量逐年减少，2015 年为 0.54 万吨；采购价格逐年降低，2015 年为 0.90 万元/吨；采购金额逐年减少，2015 年为 0.49 亿元。电子材料业务其他原材料还包括 CBB65B 型盖板、铝壳、活性焊丝、晶棒、锌丝、蓖麻油、聚丙烯粒子等，采购金额三年分别为 1.07 亿元、0.92 亿元和 0.67 亿元。

表 17 2013~2015 年铜峰电子的电子材料业务原材料采购情况

原材料	项目	2013 年	2014 年	2015 年
聚丙烯颗粒	采购量 (万吨)	1.02	1.21	1.29
	采购价格 (万元/吨)	1.19	1.25	1.10
	采购金额 (亿元)	1.22	1.52	1.41
聚酯切片	采购量 (万吨)	0.80	0.65	0.54
	采购价格 (万元/吨)	1.10	1.02	0.90
	采购金额 (亿元)	0.89	0.66	0.49
其他	采购金额 (亿元)	1.07	0.92	0.67
采购金额合计 (亿元)		3.18	3.10	2.57

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：原材料中的“其他”主要包括 CBB65B 型盖板、铝壳、活性焊丝、晶棒、锌丝、蓖麻油、聚丙烯粒子等。

铜峰电子前五名供应商主要是供应聚丙烯颗粒和聚酯切片的供应商。2013~2015 年，铜峰电子对前五大供应商的采购金额占比分别为 46.32%、40.03% 和 46.14%，采购集中度一般。

表 18 2013~2015 年铜峰电子前五名供应商情况 (单位：亿元，%)

年份	供应商名称	金	占当期	采购项目
2013 年	珠海裕华聚酯有限公司	0.76	14.66	聚酯切片
	新加坡 TPC 公司 (上海伊藤忠商事有限公	0.74	14.27	聚丙烯颗
	安徽元晶光电科技有限公司	0.39	7.48	晶棒
	北欧化工 (博禄香港有限公司)	0.26	5.04	聚丙烯颗
	SKC 公司	0.25	4.88	聚酯切片
	合计	2.41	46.32	--
2014 年	上海伊藤忠商事有限公司	0.99	16.96	聚丙烯颗
	博禄香港有限公司	0.41	6.96	聚丙烯颗
	安徽元晶光电科技有限公司	0.37	6.31	晶棒
	珠海裕华聚酯有限公司	0.31	5.25	聚酯切片
	韩国 SKC 公司	0.27	4.55	聚酯切片
	合计	2.34	40.03	--
2015 年	上海伊藤忠商事有限公司	0.87	20.60	聚丙烯颗
	博禄香港有限公司	0.47	11.10	聚丙烯颗
	SKC 公司	0.22	5.27	晶棒
	芜湖鑫国电子科技有限公司	0.19	4.59	聚酯切片
	铜陵市天元新能源科技有限公司	0.19	4.58	聚酯切片
	合计	1.95	46.14	--

资料来源：公司提供

2013~2015年，铜峰电子电容器薄膜产品中，光膜和镀膜的生产利用率较高，聚酯膜的生产利用率较低，主要系聚酯膜的销量低迷所致；产销率方面，聚酯膜的产销率较高，光膜和镀膜的生产率较低，原因是部分光膜和镀膜用于内部电容器制造；销售价格方面，电容器薄膜产品的销售价格逐年下降，主要系随着电容器薄膜的更新换代老款产品的价格逐渐降低所致。电容器薄膜的销售收入三年分别为2.36亿元、2.62亿元和2.25亿元。

2013~2015年，铜峰电子电容器产品生产利用率和产销率均处于较高水平，电容器销售收入主要来自于交流电容器，交流电容器销售收入三年分别为2.12亿元、2.11亿元和1.85亿元，其中2015年交流电容器销售收入大幅减少，主要系国内交流电容器需求下降所致。同期，电力电子电容器产品销售收入分别为0.68亿元、0.73亿元和0.81亿元。

表 19 2013~2015 年铜峰电子电容器薄膜和电容器产品的产能、产量和销售情况

产品	类型	项目	2013年	2014年	2015年
电容器薄膜	光膜	产能（吨）	10,500.00	10,500.00	10,500.00
		产量（吨）	7,631.58	8,019.31	8,307.90
		销量（吨）	3,791.85	3,678.67	3,723.17
		销售价格（元/吨）	27,161.30	25,224.85	21,070.38
		收入（万元）	10,299.15	9,279.39	7,844.86
	镀膜	产能（吨）	3,500.00	3,500.00	3,500.00
		产量（吨）	3,715.18	3,848.02	3,654.99
		销量（吨）	1,714.14	1,863.75	2,287.86
		销售价格（元/吨）	34,912.52	32,644.52	29,235.24
		收入（万元）	5,984.49	6,084.13	6,665.80
	聚酯膜	产能（吨）	6,000.00	6,000.00	6,000.00
		产量（吨）	2,984.20	4,141.27	3,261.83
		销量（吨）	2,121.03	4,070.50	3,263.71
		销售价格（元/吨）	34,580.43	26,674.26	24,603.90
		收入（万元）	7,334.61	10,857.75	8,030.00
收入小计			23,618.25	26,221.27	22,540.66
电容器	交流电容器	产能（微法）	7亿	7亿	7亿
		产量（万微法）	72,213.00	61,603.37	59,499.00
		销量（吨）	68,159.11	68,145.56	58,881.17
		销售价格（元/万微法）	3,112.67	3,097.65	3,000.00
		收入（万元）	21,215.68	21,109.11	18,520.69
	电力电子电容器	产能	--	--	--
		产量（台）	197,904.00	157,569.00	158,448.00
		销量（台）	189,593.00	138,964.00	136,458.00
		销售价格（元/台）	358.30	521.82	593.43
		收入（万元）	6,793.12	7,251.42	8,097.85
收入小计			28,008.80	28,360.53	26,618.54
其他	收入	11,041.97	11,329.09	9,087.95	
收入总计			62,669.02	65,910.89	58,247.15

资料来源：公司提供

注：其他包括再生树脂、晶体谐振器、晶片、直流电容器等。

铜峰电子的电子材料产品主要销往国内，国内销售收入占总销售收入的比重在80%左右。

表 20 2013~2015 年铜峰电子的电子材料业务收入区域构成

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
国内	51,389.06	82.00	52,031.22	78.94	45,229.51	77.65
国外	11,279.96	18.00	13,879.68	21.06	13,017.64	22.35
合计	62,669.02	100.00	65,910.90	100.00	58,247.15	100.00

资料来源：公司提供

铜峰电子的电子材料产品销售对象比较分散，2015 年铜峰电子前五大客户的销售金额占比 20.24%，销售集中度较低，铜峰电子对主要客户的依赖程度较低。销售结算方面，由于市场竞争较为激烈，一般采取赊销模式，信用期为 3 个月，但对于一些市场需求强烈的产品采取现款现货销售策略。

表 21 2015 年铜峰电子的电子材料业务前五大客户情况

年度	客户名称	金额 (万元)	销售金额占营业收入比 (%)	产品
2015 年	美国开利公司	4,371.07	7.50	电容器
	美国 GoodMan 公司	2,479.34	4.26	电容器
	安徽江威精密制造有限公司	2,176.59	3.74	电容器
	美国 PACKARD INC	1,498.52	2.57	电容器
	常州博瑞电力自动化设备有限公司	1,263.44	2.17	电容器
	合计	11,788.96	20.24	-

资料来源：公司提供

总体看，由于电容器薄膜的销售价格逐年下降，公司的电子材料业务面临较大的压力。电容器薄膜的销售价格逐年下降的原因是公司的电容器薄膜工艺有待更新换代，铜峰电子目前正在进行智能电网用新型薄膜材料技改项目和新能源用薄膜材料技改项目的建设，智能电网和新能源项目已投建的 2 条拉膜生产线已进入试生产阶段，预计 2016 年可达到产能的 70%。铜峰电子新项目的建成运营，将提升公司电容器薄膜的市场竞争力，公司电子材料业务未来有望取得新的增长。

5. 房地产业务

公司房地产业务运营主体主要是浙江卓诚兆业投资开发有限公司（以下简称“卓诚兆业”）、杭州易辰房地产开发有限公司（以下简称“杭州易辰”）和铜陵市铜峰房地产开发有限公司（以下简称“铜峰房地产”）。2015 年 11 月，公司将持有的杭州易辰 100%股权转让给卓诚兆业。2015 年 12 月，公司将持有的铜峰房地产 100%股权转让给卓诚兆业。因此目前公司的房地产业务由卓诚兆业负责。截至 2015 年底，卓诚兆业在建房地产项目有三个，分别是塞纳庄园项目、玫瑰园项目和江南大院一期项目。塞纳庄园规划建筑面积 9.61 万平方米，玫瑰园规划建筑面积 22.09 万平方米，江南大院一期规划建筑面积 7.91 万平方米。除塞纳庄园已实现预售面积 5.09 万平方米以外，其他项目均未实现预售。

2013~2015 年，公司房地产销售收入分别为 9.29 亿元、11.71 亿元和 3.29 亿元，其中 2015 年收入大幅减少，主要系当年结转项目较少所致。

总体看，2015 由于房地产结转项目较少，房地产收入大幅下降，未来随着玫瑰园和江南大院一期完工进入销售，公司房地产收入有望增长。

6. 经营效率

近三年，公司的应收账款周转率分别为5.50次、5.82次和4.41次，其中2014年经营规模大幅增长带动应收账款周转率小幅上升；2015年，由于营业收入的下降以及应收账款的增加导致应收账款周转率大幅下降。同期，公司存货周转率分别为1.56次、1.88次和1.57次，2014年由于经营规模大幅增长带动存货周转率小幅上升。同期，公司总资产周转率分别为0.38次、0.44次和0.40次，其中2014年收入规模的大幅增长带动总资产周转次数小幅上升。

总体看，公司经营效率尚可。

7. 在建工程

截至2015年底，公司有2个在建项目，分别是易辰孚特的变速箱生产线项目和CVT生产线工程项目。其中易辰孚特的变速箱生产线项目总投资9.00亿元，截至2015年底已投资8.61亿元，尚需投资0.39亿元；CVT生产线工程总投资9.00亿元，截至2015年底已投资9.02亿元，小幅超出预算。易辰孚特的在建项目投资资金30%来自于自筹资金，70%来自于募集资金。

表 22 截至 2015 年底公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	所属公司	总投资	已投资	资金筹措方案		尚需投资
				自筹	募集	
变速箱生产线	易辰孚特	90,000.00	86,059.85	30%	70%	3,940.15
CVT 生产线工程	易辰孚特	90,000.00	90,242.59	30%	70%	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建工程未来投资压力较小，而且公司在建工程建成投产后，随着产能的释放，将为公司带来可观的销售收入。

8. 重大事项

(1) 根据金马股份2016年4月12日公布的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，金马股份拟以发行股份及支付现金的方式购买铁牛集团等交易对方合计持有的永康众泰汽车有限公司（以下简称“众泰汽车”）100%股权，并募集配套资金。

根据中通诚评估出具的中通评报字[2016]31号《资产评估报告》，以2015年12月31日为评估基准日，拟购买资产的评估值为1,160,127.64万元。基于上述评估结果，经交易各方友好协商，众泰汽车100%股权的交易作价为1,160,000.00万元。其中，金马股份将以现金方式支付交易对价中的200,000万元，以发行股份方式支付交易对价中的960,000万元。

金马股份拟向铁牛集团等发行股份募集配套资金，配套资金总额为1,000,000万元。募集配套资金总额不超过本次拟购买资产交易总金额的100%。本次交易中发行股份及支付现金购买资产的实施与铁牛集团认购募集配套资金不低于450,000万元互为前提条件。

本次交易前，金马股份未持有众泰汽车的股权；本次交易完成后，众泰汽车将成为金马股份的全资子公司。

根据金马股份2016年4月30日发布的《关于收到〈中国证监会行政许可申请受理通知书〉的公告》，中国证监会对关于公司本次重大资产重组的行政许可申请予以受理。

未来，若本次重大资产重组事项成功，将对公司汽车产业链的整合起到重大推进作用，便于公司发挥产业链的协同效应。

(2) 根据铜峰电子2016年1月27日公告的《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预

案摘要（修订稿）》，铜峰电子拟通过发行股份的方式向铁牛集团等6名交易对方购买其合计持有的卓诚兆业100%股权。卓诚兆业100%股权以预估值为基础确定交易作价453,000.00万元。

同时，铜峰电子拟向不超过10名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过200,000.00万元，扣除本次重组中介费用和相关税费后用于永康智慧城五金产业电商园项目。

本次交易完成后，除电容器薄膜、电容器及其相关材料的研发、生产和销售外，铜峰电子的主营业务将增加房地产开发业务。在电容薄膜行业市场竞争加剧、铜峰电子主要产品的盈利能力大幅下降的背景下，此次重组对铜峰电子竞争力和持续经营能力起一定积极作用。

本次交易尚需多项条件满足后方可实施，包括但不限于本次交易的正式方案经铜峰电子董事会审议通过，交易对方股东会或相应权力机构审议通过本次交易，并需铜峰电子股东大会表决通过，铜峰电子股东大会豁免铁牛集团以要约方式增持上市公司股份的义务，中国证监会核准本次交易方案等。

考虑到2012年以来，卓诚兆业均在铁牛集团合并范围内，此次重组对铁牛集团房地产板块经营影响不大；若非公开增发成功，将有效增强公司房地产板块资金实力。

9. 关联交易

众泰控股集团有限公司是一家经营汽车配件、仪器仪表配件和汽车销售的公司，铁牛集团为其股东（持股比例4.80%），因此众泰控股集团有限公司与公司形成关联关系。

公司关联交易主要是与众泰汽车子公司浙江众泰汽车制造有限公司等发生的关联交易。2013~2015年，公司通过从关联方采购汽车和固定资产以及销售车用零部件等给关联方产生关联交易分别为5.05亿元、5.99亿元和16.76亿元，2015年关联交易大幅增长，主要系2015年众泰汽车销量大幅增长，公司用于众泰汽车的汽车冲压件及车用零部件销量大幅增长所致。2015年，公司向关联方采购汽车和固定资产共计0.03亿元，向关联方出售车用零部件、材料为16.74亿元。公司与关联方发生的采购和销售行为均采用公允价格进行定价。

表 23 2013~2015 年公司关联交易情况

年 份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额 (万元)	占营业成本比例 (%)	金额 (万元)	占营业收入比例 (%)
2013 年	46.09	0.01	50,499.75	8.55
2014 年	4,079.98	0.57	55,793.74	6.62
2015 年	265.95	0.04	167,351.75	20.93

资料来源：公司审计报告

总体看，2015年由于众泰汽车销量大幅增长，公司关联交易金额大幅增长，关联交易金额占公司营业收入比重较大。

10. 经营关注

(1) 公司五金冲压件及发动机主要应用于众泰汽车，销售集中度较高。虽然众泰汽车近几年的良好销售带动了公司五金冲压件及发动机业务的发展，但若未来众泰汽车的销售有所下滑，势必会影响到公司五金冲压件及发动机业务。

(2) 公司的电子材料业务原材料主要通过进口，原材料议价能力不强；且公司的电容器薄膜产品价格逐年降低，未来电子材料业务的盈利能力具有不确定性。

(3) 虽然公司关联交易规模相比营业收入不大，但公司五金冲压件会通过商贸公司部分销往关联方众泰控股集团旗下子公司，众泰控股集团对公司的经营影响较大。

(4) 环境状况每况愈下，雾霾问题频发，未来国家可能会出台对家用汽车有所限制的政策，将影响公司五金冲压件以及车用零部件业务。

11. 未来发展

子公司铜峰电子将以现有薄膜电容器及其薄膜材料为中心，向相关电子材料和元器件领域扩张，实现多元化发展；同时开拓新领域，积极开拓电机绝缘膜、超级电容器、新能源装备用电容器、新能源汽车用电容器、新材料等应用领域，抓住国家推进新兴产业发展的战略机遇，实现公司的快速发展。铜峰电子将凭借高新技术和科学管理，借助资本市场的力量，做大产品的规模和市场，全面提高产品的技术含量和产业集中度，将公司建设成为具有较强国际竞争能力的大型企业。

未来铁牛集团将继续坚持技术引进与自我创新相结合的发展思路，力争在汽车冲压件、车用零部件和电子材料生产方面实现新的技术突破和产品创新。铁牛集团将坚持多元化的发展战略，实现以五金冲压件和车用零部件业务为主，房地产和电子材料业务为有效补充的业务格局，提高经营的抗风险能力。

总体来看，铁牛集团总体战略较为清晰，各子公司发展具有明确规划，未来铁牛集团有望实现新的增长。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013~2015 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。公司于 2014 年 7 月 1 日开始执行《企业会计准则第 30 号——财务报表列报（2014 年修订）》、《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》（修订）、《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》（修订）等 7 项新颁布或修订的企业会计准则，并针对上述会计准则的变更对 2013 年度及 2014 年度相关的财务报表项目进行了调整。

2014 年，公司新增 1 家公司纳入合并范围，系收购铜陵艺林光电科技有限公司股权所致；2015 年公司转让安徽中威光电材料有限公司和锐展（铜陵）科技有限公司，不再将以上两家公司纳入合并范围，新设立铜陵市铜峰光电科技有限公司、安徽合汇金源科技有限公司和上海裕溪投资有限公司。截至 2015 年末，公司纳入合并范围的子公司共 33 家。近三年公司合并范围变动不大，财务数据可比性较强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 194.77 亿元，负债合计 122.65 亿元，所有者权益 72.11 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 42.86 亿元。2015 年公司实现营业收入 79.95 亿元，净利润 5.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.90 亿元。2015 年公司经营活动现金流量净额为 3.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.14 亿元。

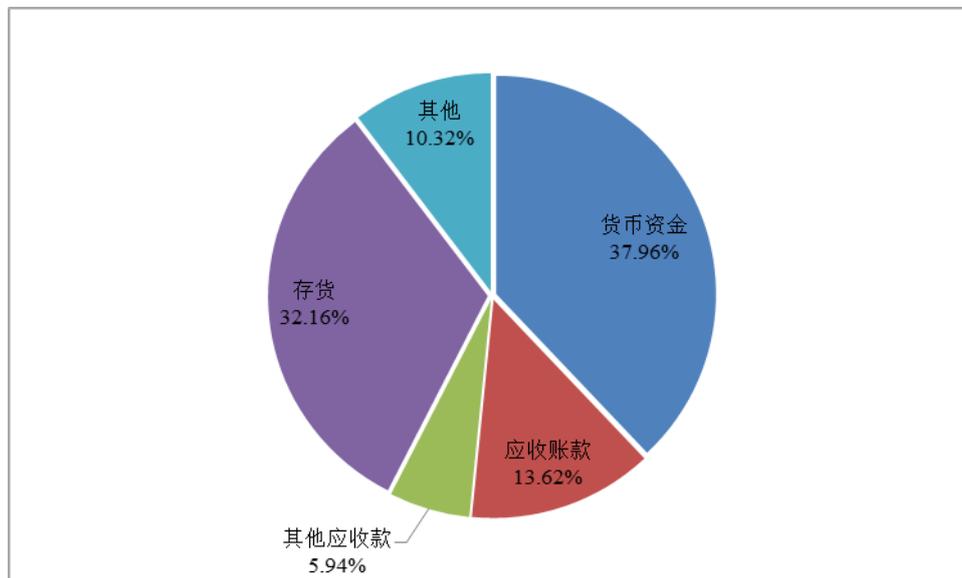
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产呈波动增长态势，年均复合增长率为 6.79%。截至 2015 年末，公司资产总额 194.77 亿元，其中流动资产占比 67.85%，非流动资产占比 32.15%，近三年资产结构变动不大。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产呈波动增长态势，年均复合增长率为7.23%。截至2015年，公司流动资产132.15亿元，较2014年末下降5.52%，主要系其他应收款下降所致；从构成来看，以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。

图5 截至2015年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金规模逐年增长，较为充足；年均复合增长率为34.09%，主要系近年公司经营规模扩大、增加融资以及2015年处置子公司所致。截至2015年末，公司货币资金50.16亿元，较上年末增长45.96%。货币资金以银行存款和其他货币资金为主，比重分别为80.19%和19.75%；公司其他货币资金主要为银行承兑保证金，使用权受限；使用受限货币资金占比不大。

2013~2015年，公司应收账款规模逐年增长，年均复合增长率为29.63%，主要是2014年度变速箱业务规模扩大所致。截至2015年末，公司应收账款账面价值18.00亿元（账面余额18.33亿元），较上年末增长2.31%；其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额11.55亿元（占比62.99%），无风险应收账款账面余额6.79亿元（占比37.01%）。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄1年以内占应收账款账面余额的90.81%，1~2年的占比6.68%，2~3年的占比1.29%，3年以上的占比1.22%；1年内的占比较大，坏账风险相对较小。截至2015年末，公司已计提坏账准备0.33亿元，计提比率为2.89%。截至2015年末，公司前五大应收客户占比46.00%；前五大应收客户如下表；其中浙江众泰汽车制造有限公司、长沙众泰汽车工业有限公司、浙江省永康市模具加工中心有限公司和长沙众达工业有限公司为公司关联方，应收账款占账面余额比例分别为13.13%、9.67%、8.08%和6.14%，未计提坏账准备；浙江德昱汽车零部件有限公司应收账款占账面余额的8.98%，对其计提坏账准备0.03亿元。截至2015年末，公司1.32亿元应收账款用于质押借款，占比不大。

表 24 截至 2015 年末公司应收账款前五名

单位名称	年末余额	账龄	占应收账款年末余额合计数的比例 (%)	坏账准备年末余额
长沙众泰汽车工业有限公司	1.77	1 年以内	9.67	--
浙江众泰汽车制造有限公司	2.41	1 年以内	13.13	--
浙江省永康市模具加工中心有限公司	1.48	1 年以内	8.08	--
浙江德昱汽车零部件有限公司	1.65	1 年以内	8.98	0.03
长沙众达工业有限公司	1.13	1 年以内	6.14	--
合计	8.43	--	46.00	0.03

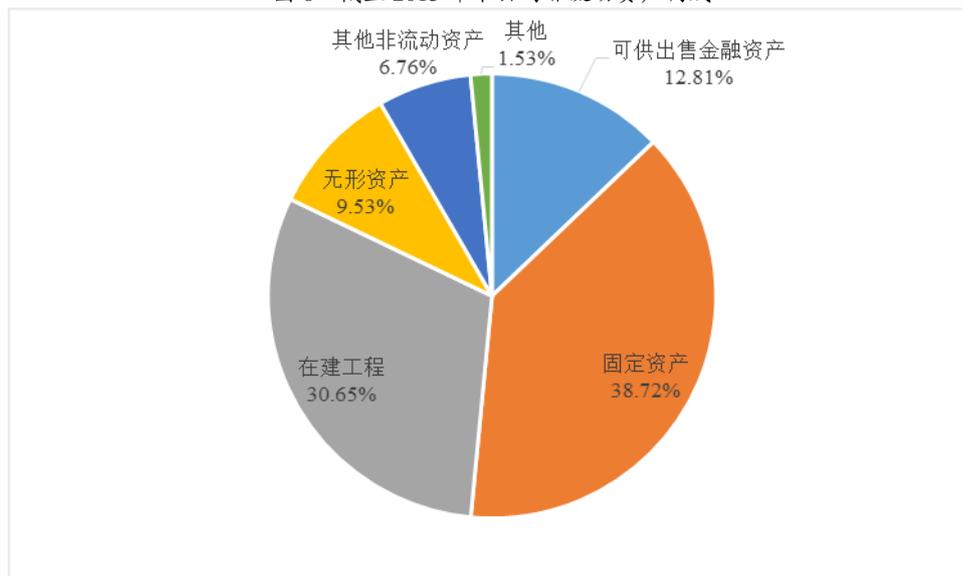
资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司存货以原材料、库存商品、在产品、开发成品和开发成本为主；随着公司经营规模扩大，存货规模年均复合增长 14.80%，主要系房地产板块 2014 年新增约 15 亿元土地储备所致。截至 2015 年末，公司存货账面价值 42.50 亿元，较上年末下降 0.71%。以账面余额计算，原材料占比 8.17%，库存商品占比 18.94%，在产品占比 6.86%、开发成品占比 59.40%，开发成本占比 6.45%，其余分别为低值易耗品、委托加工物资以及其他。截至 2015 年末，公司对存货计提跌价准备 0.98 亿元，占账面余额的 2.26%，主要集中在库存商品。对库存商品计提的跌价准备依据为库存商品的估计售价；2015 年末公司库存商品跌价准备占其账面余额的 9.62%，由于原材料价格近年下跌导致公司产品售价呈下降态势，计提比例较上两年略有上升。截至 2015 年末，公司存货中有 16.96 亿元用于抵押借款，占存货账面价值的 39.92%。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长率为 5.88%，主要系固定资产增长所致。截至 2015 年末，公司非流动资产 62.62 亿元，较上年末下降 8.94% 亿元，主要系无形资产和固定资产下降所致；从构成来看，以可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产为主。

图 6 截至 2015 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

注：各项之和不等于 100% 系四舍五入所致。

2013~2015 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长率为 93.91%，主要系 2015 年增加对永康众泰汽车有限公司、四川成都龙泉驿稠州村镇银行股份有限公司和安徽望江农村商

业银行股份有限公司投资所致。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产账面价值 8.02 亿元，较上年末增长 223.25%。可供出售金融资产账面余额 8.09 亿元，按成本计量，其中永康众泰汽车有限公司 5.40 亿元，众泰控股集团有限公司 1.39 亿元；计提减值准备 0.07 亿元。

2013~2015 年，公司固定资产规模波动增长，三年复合增长率为 15.20%，主要系在建工程转入及购置房屋及建筑物和机器设备所致。截至 2015 年末，公司固定资产账面价值 24.24 亿元，主要以房屋及建筑物（占比 48.72%）和机器设备（占比 48.71%）为主；较上年末下降 14.01%，主要系处置子公司导致机器设备减少所致。截至 2015 年末，公司固定资产累计折旧 14.43 亿元，减值准备 0.77 亿元，固定资产成新率为 63.43%，成新率一般。截至 2015 年末，公司有账面价值 1.70 亿元的固定资产用于抵押借款，占固定资产总账面价值的 7.00%，占比不大。

2013~2015 年，公司在建工程呈波动下降态势，年均复合下降 3.60%。截至 2015 年末，公司在建工程 19.19 亿元，较上年下降 20.87%，主要系部分项目转固以及处置子公司减少“汽车工程”项目所致。截至 2015 年末，公司在建工程不存在减值迹象，且不存在用于抵押等处于受限状态的项目。

2013~2015 年，公司无形资产规模波动下降，年均复合下降 14.43%，主要系 2015 年处置子公司导致土地使用权减少所致。截至 2015 年末，公司无形资产账面价值 5.97 亿元，较上年末下降 30.35%；其中土地使用权占比 39.43%、非专利技术占比 51.60%、技术使用费占比 1.69%，其余为软件、聚酯膜专有技术和其他。截至 2015 年末，无形资产累计摊销 0.83 亿元。截至 2015 年末，公司有账面价值 0.21 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 3.53%。

2013~2015 年，公司其他非流动资产年均复合下降 7.89%，以未实现售后租回损益（cvt 项目）为主。截至 2015 年末，公司其他非流动资产 4.23 亿元。其中股权分置流通权 0.55 亿元，长期资产购置款 0.54 亿元，未实现售后租回损益（cvt 项目）3.14 亿元；未实现售后租回损益（cvt 项目）系 2012 年、2013 年公司子公司杭州易辰孚特汽车零部件有限公司以 8.34 亿元的在建工程设备，分别与浙江国金融资租赁股份有限公司、华融租赁股份有限公司、中铁租赁有限公司签订融资租赁（售后租回融资租赁）协议，租赁本金（最低租赁付款额现值）合计 5.20 亿元，其与账面价值（公允价值）的差异 3.14 亿元作为未实现售后租回损益计入“其他非流动资产”所致。

总体看，近三年由于扩大经营规模、资金规模增长，新建生产线等原因，公司资产规模整体呈增长态势，2015 年由于处置子公司资产规模有所回落。公司流动资产占比较高；流动资产中以存货和货币资金为主；公司非流动资产以固定资产、在建工程和无形资产为主，符合企业所处行业特征，用于抵押借款部分占比不大；公司资产质量较好。

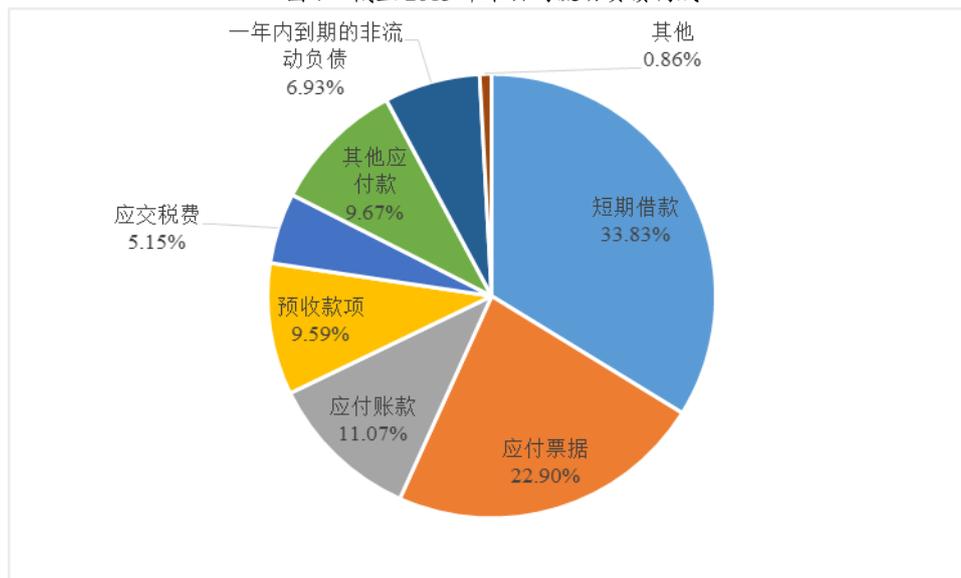
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长率为 7.61%。截至 2015 年末，公司负债合计 122.65 亿元，较上年末下降 13.46%，主要系公司处置子公司所致。公司负债以流动负债为主；截至 2015 年末，流动负债占比 75.24%，非流动负债占比 24.76%。

2013~2015 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长率为 0.18%。截至 2015 年末，公司流动负债 92.28 亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款构成和一年内到期非流动负债构成；较上年末下降 13.18%，主要处置子公司导致应付票据、应付账款下降所致。

图 7 截至 2015 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告
注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

2013~2015 年，公司短期借款年均复合增长 9.48%；2014 年末，由于扩大经营、增加银行借款，公司短期借款较 2013 年末增长 15.41%至 30.06 亿元。截至 2015 年末，公司短期借款 31.22 亿元，较 2014 年末增长 3.85%，其中保证借款占比 66.53%，非金融机构借款占比 21.03%其余为质押借款、抵押借款、抵押借款+保证借款以及进口押汇。截至 2015 年末，公司无逾期的短期借款。

2013~2015 年，公司应付票据呈波动下降态势，年均复合下降 4.91%。公司本部及下属公司主要通过票据支付的方式采购原材料，随着生产规模增加，2014 年末公司应付票据较 2013 年末增长 65.79%。由于公司处置子公司，2015 年末应付票据较 2014 年末下降 45.46%至 21.14 亿元，全部为银行承兑汇票。

2013~2015 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长率为 5.55%。截至 2015 年末，公司应付账款 10.22 亿元，其中工程款、设备款占比 28.47%，货款占比 41.12%，材料款及加工费占比 30.42%。

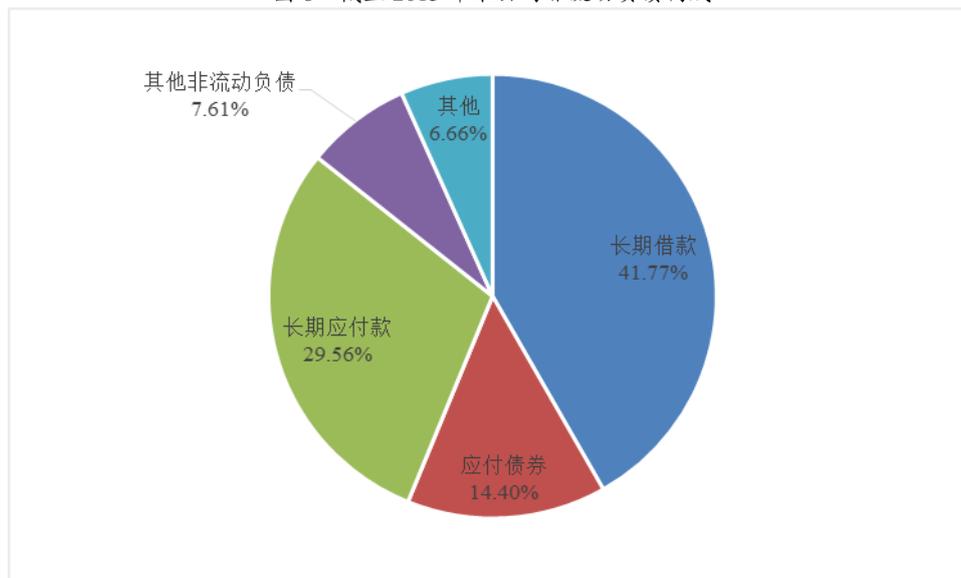
2013~2015 年，公司预收款项主要为公司房地产板块的预收房款；呈波动下降态势，年均下降 24.42%，主要系房地产板块结转收入所致。截至 2015 年末，公司预收款项 8.85 亿元，较上年末增长 6.52%，主要系预收其他款增长所致，其中主要为金马股份、易辰孚特、铜陵市天元新能源科技有限公司三家子公司预收货款增长；其中预收房款 5.20 亿元（占比 58.77%），预收其他款 3.65 亿元（占比 41.23%）。

2013~2015 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长率为 15.44%。截至 2015 年末，公司其他应付款 8.93 亿元，较上年末增长 8.35%，主要系押金、保证金增加所致。其他应付款以往来款为主（占比 73.49%），其余为保证金、押金（占比 7.38%）和其他（占比 19.13%）。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动态势，分别为 7.09 亿元，0.09 亿元和 6.40 亿元。截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动负债以一年内到期的长期借款为主，占比 97.79%。

2013~2015 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长率为 47.53%。截至 2015 年末，公司非流动负债 30.37 亿元，较上年末下降 13.46%，主要系长期借款和长期应付款下降所致。从构成来看，主要为长期借款、应付债券和长期应付款和其他非流动负债。

图 8 截至 2015 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告
注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

2013~2015 年，公司长期借款呈波动增长态势，年均复合增长率为 35.33%。截至 2015 年末，公司长期借款 12.69 亿元，较上年末下降 30.64%，主要系部分转入一年内到期的长期借款所致。约定还款日主要集中在 2017 和 2018 年，金额分别为 9.49 亿元和 3.07 亿元。

截至 2015 年末，公司应付债券 4.37 亿元，较上年末下降 8.47%，主要系计提利息所致；为公司下属子公司杭州易辰孚特汽车零部件有限公司 2014 年发行两期杭州易辰孚特汽车零部件有限公司 2013 年中小企业私募债券（简称“13 易特 01”和“13 易特 02”）5.00 亿元。13 易特 01 发行金额 3 亿元，13 易特 02 发行金额 2 亿元，期限均为 3 年（2+1），均由铁牛集团和众泰控股集团有限公司提供不可撤销连带责任担保。

2013~2015 年，公司长期应付款全部为应付融资租赁款，呈波动增长态势，年均复合增长 32.93%，主要系 2014 年度易辰孚特新增的变速箱生产线项目采用融资租赁方式融资及公司本部设备融资租赁增加所致。截至 2015 年末，公司长期应付款 8.98 亿元，较上年末下降 11.38%，主要系部分转入一年内到期长期应付款所致。公司近三年长期应付款计入长期债务计算中。

2013~2014 年，公司无其他非流动负债。截至 2015 年末，公司其他非流动负债 2.31 亿元，系公司子公司安徽合汇金源科技有限公司“新材料、新能源及高端元器件研发产业基地项目”入选国家 2015 年专项建设基金项目，由国家开发银行安徽省分行提供的 2.31 亿元中长期优惠利率贷款。公司其他非流动负债计入长期债务计算中。

2013~2015 年，公司债务规模波动增长，年均复合增长率为 12.75%。截至 2015 年末，公司全部债务 87.10 亿元，其中短期债务 58.75 亿元（占比 67.45%），长期债务 28.35 亿元（占比 32.54%）。公司短期债务和长期债务均呈波动增长态势，年均复合增长率分别为 1.96%和 53.65%；2015 年，由于处置子公司，短期债务较 2014 年末下降 14.74%，长期债务由于部分长期借款和长期应付款转入一年内到期的其他非流动负债较 2014 年末下降 14.61%。2013~2015 年，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均成波动态势，截至 2015 年末，上述比率分别为 62.97%、54.71%和 28.22%，负债和债务负担尚可。

总体看，公司负债规模较大，但资产负债率处于合理水平；债务以短期债务为主，债务结构有一定调整空间。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长率为5.43%，主要系未分配利润增长所致。截至2015年末，公司所有者权益72.11亿元，其中归属于母公司所有者权益42.86亿元。归属于母公司所有者权益中实收资本占比20.25%，资本公积占比53.88%，盈余公积占比2.94%，未分配利润占比22.92%。资本公积中，资本溢价占比58.26%，其他资本公积占比41.74%。

总体看，近三年，公司所有者权益规模稳定增长，以实收资本和资本公积为主，资本公积中资本溢价占比较高，权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入波动增长，三年复合增长率16.38%，主要系2014年房地产业务结转规模增幅较大以及2014年起变速箱业务规模拓展所致。2015年公司营业收入79.95亿元，同比下降5.15%，主要系房地产收入下降所致；其中主营业务收入合计79.91亿元（占营业收入的99.95%），同比下降3.25%。公司营业成本规模年均复合增长率为19.26%；2015年同比下降4.53%至68.34亿元。其中主营业务成本合计68.30亿元（占营业成本的99.94%），同比下降2.40%。近三年公司营业利润与净利润也呈逐年增长态势，三年年均增长率分别为14.36%和43.82%；2015年公司实现营业利润4.81亿元，净利润5.44亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.90亿元。

利润方面，2013~2014年，公司营业利润主要来自于主营业务利润，投资收益分别为0.03亿元和0.05亿元；2015年由于处置子公司，公司投资收益增至2.84亿元，占营业利润的59.11%。2013~2015年，公司营业外收入分别为0.45亿元、0.48亿元和1.96亿元，2015年增幅较大主要系获得非流动资产处置利得1.82亿元所致；营业外收入占利润总额的比重分别为11.02%、10.65%和29.27%。

期间费用方面，近三年公司费用总额逐年增长，三年复合增长率15.13%。2015年，公司费用总额8.14亿元，同比增长19.52%；其中销售费用0.95亿元，三年复合增长10.29%，主要系业务规模扩大所致；管理费用3.61亿元，三年复合增长7.33%，主要系折旧费和技术开发费增长所致；财务费用主要为利息支出，三年复合增长26.79%，2015年为3.58亿元，较2014年增长38.10%主要系利息收入下降0.95亿元所致。近三年公司费用收入比分别为10.41%、8.08%和10.18%，费用控制能力有进一步提升空间。

从盈利指标看，由于资产规模和债务规模快速增长，2013~2014年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率呈波动态势，2015年由于利润水平的提升以及债务规模的下降，上述指标均有所增长，分别为5.72%、5.29%和7.80%。

总体看，公司主营业务突出，主营业务盈利能力较好。近三年随着原有业务规模的扩大以及变速箱业务的拓展，公司营业收入和净利润整体呈增长态势；2015年由于收入较2014年有所下降，主营业务带来的利润规模有所下滑，投资收益和营业外收入在利润构成中占比有所提升。重大资产重组将对公司汽车产业链的整合起到重大推进作用，公司盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

经营活动方面，近三年公司经营活动现金流量净额分别为14.03亿元、6.24亿元和3.07亿元。公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主；随着公司汽车模具和冲压件业务规模扩大，以及2014年度变速箱、发动机业务的拓展，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长16.01%，2015年为83.67亿元；由于2015年往来款规模减少，经营活动现金流入年均复合下降2.86%，2015年为85.97亿元。公司经营活动现

金流出主要以购买商品、接受劳务支付的现金和收到其他与投资活动有关的现金为主；2015 年为 82.90 亿元，年均复合增长 3.70%。近三年，公司现金收入比为 105.32%、82.57% 和 104.65%，收入实现质量整体较好；2014 年度由于当年房地产板块结转收入规模较大、系预收账款结转、现金流入非当年度发生，且协议销售规模有所下降，现金收入比处于较低水平。

投资活动方面，2013~2014 年公司投资活动现金净流量均为净流出状态，分别为-6.84 亿元和 -3.33 亿元；2015 年净流入 2.76 亿元。公司投资活动现金流入近三年分别为 0.72 亿元、4.96 亿元和 17.94 亿元；2014 年由于注销广东绿洲地产有限公司收回 0.92 亿元以及金马股份理财产品到期收回 0.90 亿元，收回投资收到的现金增长较大，2015 年由于处置子公司和非流动资产投资活动现金流入规模较大。公司投资活动现金流出量近三年分别为 7.56 亿元、8.29 亿元和 15.17 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流量净额分别为 3.80 亿元、-5.33 亿元和 21.30 亿元。公司筹资活动现金流入分别为 48.77 亿元、57.35 亿元和 61.34 亿元；2013 年度，主要以吸收投资收到的现金和取得借款所收到的现金为主；其中 2013 年度下属子公司金马股份和铜峰电子分别非公开增发股票（分别收到 7.42 亿元和 7.17 亿元）导致公司吸收投资收到的现金流量较大；2014 年度，公司筹资活动现金流入主要为取得借款所收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金；2015 年全部为取得借款所收到的现金。筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金，分别为 44.97 亿元、62.69 亿元和 40.04 亿元；2014 年大幅增长系偿还债务支付的现金增长所致。

总体看，随着经营规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，但由于 2015 年往来款规模的下降，经营性净现金流有所下降，但仍能满足投资需求。2014 年公司筹资活动现金流转为净偿还，考虑到公司下属两家上市公司正在筹划资产重组，未来仍有一定资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2014 年，公司流动资产和流动负债增幅较为接近，流动比率较为稳定，分别为 1.25 倍和 1.32 倍；速动比率分别为 0.90 倍和 0.91 倍；2015 年由于处理子公司，公司流动负债随应收类下降降幅较大，公司流动比率和速动比率均有所增长，分别为 1.43 倍和 0.97 倍；公司流动性较好。近三年，随着货币资金规模增长，公司现金短期债务比呈增长态势，分别为 0.54 倍、0.55 倍和 0.97 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度一般。由于经营活动净现金流逐年下降，公司经营现金流动负债比率呈波动态势，分别为 15.26%、5.87% 和 3.33%。整体看，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，近三年公司 EBITDA 主要由利润总额、计入财务费用的利息支出和折旧构成，2015 年上述各项分别占比 51.43%、30.40% 和 17.04%。近年随利润规模增长逐年增长，分别为 9.62 亿元、10.97 亿元和 13.04 亿元，年均复合增长率为 16.42%。近三年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.53 倍、2.47 倍和 2.85；EBITDA 对利息保障能力较好。公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.11 倍和 0.15 倍，EBITDA 对公司全部债务的保障能力偏弱。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年末，公司对外担保余额 42.72 亿元，占净资产的 59.42%（其中关联企业 27.53 亿元，占净资产的 38.18%），担保余额规模较大，未来可能面临一定或有风险。

表25 截至2015年末公司对外担保情况（单位：万元）

提供担保方	被担保方	担保余额	担保起 始日	担保到 期日	是否关 联方	担保是否已经 履行完毕
铁牛集团有限公司	浙江众泰汽车制造有限 公司	30,838.00	2015/3/ 17	2016/3/ 17	是	否
铁牛集团有限公司	浙江众泰汽车制造有限 公司	18,590.00	2015/3/ 17	2016/3/ 17	是	否
铁牛集团有限公司	众泰控股集团有限公司	5,950.00	2015/6/ 17	2016/6/ 17	是	否
铁牛集团有限公司	众泰国际汽车贸易有限 公司	19,400.00	2015/9/ 29	2016/9/ 29	是	否
铁牛集团有限公司	众泰国际汽车贸易有限 公司	3,000.00	2015/5/ 6	2016/5/ 6	是	否
安徽铜峰电子集团有 限公司	众泰控股集团有限公司	30,000.00	2015/1 1/1	2016/1 1/1	是	否
安徽铜峰电子集团有 限公司	杭州益维汽车工业有限 公司	19,000.00	2015/6/ 29	2018/6/ 29	是	否
安徽铜峰电子集团有 限公司	杭州益维汽车工业有限 公司	8,500.00	2015/1 2/17	2018/1 2/10	是	否
安徽铜峰电子集团有 限公司	众泰控股集团有限公司	7,000.00	2015/9/ 22	2016/9/ 22	是	否
安徽铜峰电子集团有 限公司	浙江众泰汽车制造有限 公司	7,000.00	2015/9/ 22	2016/9/ 22	是	否
安徽铜峰电子集团有 限公司	浙江众泰汽车制造有限 公司	6,500.00	2015/9/ 23	2016/9/ 23	是	否
安徽铜峰电子集团有 限公司	众泰控股集团有限公司	6,500.00	2015/9/ 23	2016/9/ 23	是	否
安徽铜峰电子集团有 限公司	众泰新能源汽车有限公 司	3,000.00	2015/9/ 22	2016/9/ 22	是	否
黄山金马集团有限公 司	众泰控股集团有限公司	50,000.00	2015/1 2/24	2016/1 2/24	是	否
黄山金马集团有限公 司	众泰控股集团有限公司	30,000.00	2015/1 2/24	2016/1 2/24	是	否
黄山金马集团有限公 司	湖南江南汽车制造有限 公司	26,000.00	2015/3/ 2	2016/6/ 17	是	否
黄山金马集团有限公 司	众泰国际汽车贸易有限 公司	4,000.00	2015/1 2/10	2016/1 2/8	是	否
铁牛集团有限公司	浙江金汇五金产业有限 公司	80,000.00	2012/2/ 22	2018/2/ 21	否	否
铁牛集团有限公司	永康市荆山龙宇砂轮厂	1,000.00	2014/1 2/21	2016/6/ 20	否	否
铁牛集团有限公司	浙江海陆供应链有限公 司	1,000.00	2015/6/ 18	2016/6/ 17	否	否
铁牛集团有限公司	浙江弘大实业有限公司	2,930.00	2015/1 2/18	2016/1 0/9	否	否
铁牛集团有限公司	浙江弘大实业有限公司	2,000.00	2015/1 0/20	2016/4/ 25	否	否
铁牛集团有限公司	浙江金磐机电实业有限 公司	2,000.00	2015/1 2/17	2016/1 2/17	否	否
铁牛集团有限公司	浙江金磐机电实业有限 公司	2,500.00	2015/1 1/9	2016/6/ 4	否	否
铁牛集团有限公司	浙江金磐机电实业有限 公司	2,000.00	2015/1 2/7	2016/6/ 8	否	否
铁牛集团有限公司	浙江金磐机电实业有限 公司	2,000.00	2015/5/ 19	2016/5/ 17	否	否
铁牛集团有限公司	浙江开成电缆制造有限 公司	2,000.00	2015/3/ 6	2016/3/ 4	否	否
铁牛集团有限公司	浙江开成电缆制造有限 公司	2,600.00	2015/1 1/5	2016/1 1/3	否	否

铁牛集团有限公司	三锋集团有限公司	2,500.00	2015/1/17	2016/7/3	否	否
铁牛集团有限公司	三锋集团有限公司	2,000.00	2015/1/25	2016/6/22	否	否
铁牛集团有限公司	浙江升兴利休闲用品有限公司	2,700.00	2015/7/10	2016/7/10	否	否
铁牛集团有限公司	浙江升兴利休闲用品有限公司	500	2015/1/25	2016/1/25	否	否
铁牛集团有限公司	浙江世达工具制造	1,500.00	2015/2/25	2016/1/5	否	否
铁牛集团有限公司	浙江世达工具制造有限公司	3,000.00	2015/6/25	2016/6/25	否	否
铁牛集团有限公司	浙江世达工具制造有限公司	1,000.00	2015/1/30	2016/1/30	否	否
铁牛集团有限公司	浙江万金实业有限公司	2,000.00	2014/5/6	2016/5/6	否	否
铁牛集团有限公司	弘大集团有限公司	2,000.00	2015/5/30	2016/5/28	否	否
铁牛集团有限公司	郑泰集团有限公司	3,000.00	2015/4/20	2016/4/19	否	否
安徽铜峰电子集团有限公司	铜陵发展投资集团有限公司	9,500.00	2015/8/1	2018/8/1	否	否
安徽铜峰电子集团有限公司	铜陵发展投资集团有限公司	2,500.00	2015/8/1	2018/8/1	否	否
安徽铜峰电子集团有限公司	铜陵市三佳电子(集团)有限责任公司	1,200.00	2015/1/24	2016/1/23	否	否
安徽铜峰电子集团有限公司	铜陵市三佳电子(集团)有限责任公司	2,730.00	2015/1/26	2016/1/25	否	否
安徽铜峰电子集团有限公司	铜陵市三佳电子(集团)有限责任公司	2,535.00	2015/1/20	2016/1/19	否	否
杭州易辰孚特汽车零部件有限公司	浙江省纺织品进出口集团有限公司	7,200.00	2014/1/11	2016/1/10	否	否
安徽铜峰电子股份有限公司	铜陵大江投资控股有限公司	6,000.00	2014/1/31	2016/1/30	否	否
合计	--	427,173.00	--	--	--	--

资料来源：公司提供

公司于2014年9月17日签订了《最高额不可撤销担保书》(以下简称“担保书”,编号:2014年授保字第080号)。根据担保书,公司为浙江海陆供应链有限公司(以下简称“海陆公司”)在招商银行股份有限公司湖墅支行(以下简称“招行湖墅支行”)获得的自2014年9月22日止2015年9月21日的人民币1,000万元授信额度,以及利息、罚息、复息、违约金、保理费用和实现债权的其他相关费用提供连带责任担保。因海陆公司违约,浙江海陆供应链有限公司、铁牛集团有限公司、浙江佳卫锁业有限公司、浙江千足集团有限公司被招行湖墅支行起诉。法院判决被告铁牛集团有限公司对被告浙江海陆供应链有限公司的上述债务在最高限额人民币1,000万元的范围内承担连带清偿责任;二审驳回公司上诉,目前尚无最新进展。

2013年6月5日,华锦建设集团股份有限公司(原告)因卓诚兆业金色港湾一期项目工程款纠纷起诉卓诚兆业(被告)、铁牛集团(被告),请求法院判令:1、卓诚兆业向原告支付工程款5,914.56万元、施工配合费1,000.00万元、违约金8,129.46万元、工程机械及人员工资等经济损失360万元;2、被告承担本案所有诉讼费用及鉴定费;3、被告铁牛集团承担连带清偿责任。2015年6月25日,浙江省金华市中级人民法院出具“(2013)浙金民初字第7号”《民事判决书》,判决如下:1、由被告卓诚兆业于判决生效后十日内支付原告工程款4,699.07万元,并按约定支付利息;2、由被告卓诚兆业于判决生效后十日内支付原告配合费937.71万元;3、由被告铁牛集团对上述判决第1、第2项承担连带清偿责任;4、驳回原告的其他诉讼请求。原被告双方均上诉至

浙江省高级人民法院，现已由省高院发回重审。

整体看，上述诉讼事项涉诉金额不大，对公司影响需根据诉讼的进展和判决执行情况进一步确定。

截至 2015 年末，公司共获得各家银行授信额度 61.12 亿元，尚有 5.95 亿元未使用。

总体看，公司债务规模较大，长、短期债务偿还能力尚可。考虑到未来公司发展，以及重大资产重组对汽车产业链的整合、公司规模与竞争力有望进一步增强，盈利能力有望继续提升，整体偿债能力会得到进一步增强。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033078400016640Q），截至 2016 年 5 月 3 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年末，公司全部债务合计 87.10 亿元，本次拟发行债券规模为 20 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度适中。

以 2015 年末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 20.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别从 28.22%、54.71%和 62.97%上升至 40.14%、59.76%和 66.42%，债务负担有所加重。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年末的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 13.04 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 0.65 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度良好；2015 年经营活动产生的现金流入 85.97 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 4.30 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度很高；经营活动现金净流入 3.07 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 0.15 倍，经营活动现金净流量对本次债券覆盖程度尚可。现金类资产 56.92 亿元，为本次债券发行额度（20.00 亿元）的 2.85 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度很高。考虑到近年公司业务规模的扩张，以及未来资产重组成功后带来的协同效应、规模的扩大以及竞争力的提升，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步提升。

综合以上分析，考虑到公司的规模，近年的经营状况以及未来的发展，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

为确保本次公司债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据公司董事长、实际控制人应建仁先生为本次债券向债券持有人出具的担保协议、担保函，应建仁先生为公司本次拟发行的不超过 20.00 亿元公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；担保范围包括本金及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日后两年止。

2. 担保人信用分析

应建仁（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。

应建仁先生，大专学历，高级经济师。现任铁牛集团董事长、黄山金马股份有限公司董事、黄山金马集团有限公司董事、浙江铁牛科技股份有限公司董事长等职。

应建仁先生除持有公司 90% 股权和浙江本来教育投资有限公司（注册资本 5,000 万元）100% 的股权外无其他对外投资情况。

公司与方正东亚信托有限责任公司于 2014 年 8 月 11 日签订了《信托贷款合同》，合同项下各笔信托贷款本金的总金额为人民币 5 亿元。合同中约定应建仁以其持有的占发行人注册资本 90% 的股权提供股权质押担保，徐美儿以其持有的占发行人注册资本 10% 的股权提供股权质押担保。应建仁先生其他担保情况见下表。

表 26 应建仁担保情况（单位：万元）

提供担保方	被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
铁牛集团有限公司、应建仁、徐美儿	杭州易辰孚特汽车零部件有限公司	45,000.00	2014/2/26	2017/2/26	否
铁牛集团有限公司、众泰控股集团有限公司、杭州益维汽车工业有限公司、应建仁、徐美儿、叶菲	杭州易辰孚特汽车零部件有限公司	13,289.25	2013/12/26	2016/12/26	否
铁牛集团有限公司、众泰控股集团有限公司、杭州益维汽车工业有限公司、应建仁、徐美儿、叶菲	杭州易辰孚特汽车零部件有限公司	6,699.60	2014/1/23	2017/1/23	否
铁牛集团有限公司、众泰控股集团有限公司、杭州益维汽车工业有限公司、应建仁、徐美儿、叶菲	杭州易辰孚特汽车零部件有限公司	5,435.75	2014/1/23	2017/1/23	否
众泰控股集团有限公司、安徽铜峰电子集团有限公司、应建仁、徐美儿	杭州易辰孚特汽车零部件有限公司	19,908.95	2014/2/11	2017/2/11	否
众泰控股集团有限公司、安徽铜峰电子集团有限公司、应建仁、徐美儿	杭州易辰孚特汽车零部件有限公司	30,104.97	2014/2/11	2017/2/11	否
铁牛集团有限公司、应建仁	黄山金马股份有限公司	11,600.00	2014/10/28	2017/10/27	否
铁牛集团有限公司、应建仁、徐美儿	黄山金马股份有限公司	22,000.00	2013/9/20	2017/5/18	否
铁牛集团、应建仁、徐美儿	安徽铜峰电子股份有限公司	4,900.00	2015/11/4	2018/11/3	否
铁牛集团、铜峰集团、应建仁	安徽铜峰电子股份有限公司	4,649.26	2015/8/5	2018/8/5	否
应建仁	安徽铜峰电子股份有限公司	2,000.00	2014/2/20	2017/2/19	否
铜峰地产，金马集团担保，应建仁夫妇个人资产担保	安徽铜峰电子集团有限公司	11,574.00	2014/12/23	2016/12/31	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.674% 股权）质押	铁牛集团有限公司	27,000.00	2014/4/30	2016/4/29	否

提供担保方	被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.676% 股权）质押	铁牛集团有限公司	6,830.00	2014/5/20	2016/5/19	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.677% 股权）质押	铁牛集团有限公司	5,150.00	2014/5/23	2016/5/22	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.678% 股权）质押	铁牛集团有限公司	4,830.00	2014/11/7	2016/10/17	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.679% 股权）质押	铁牛集团有限公司	3,605.00	2014/8/22	2016/8/21	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.680% 股权）质押	铁牛集团有限公司	3,540.00	2014/6/11	2016/5/22	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.681% 股权）质押	铁牛集团有限公司	3,130.00	2014/10/17	2016/10/17	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.682% 股权）质押	铁牛集团有限公司	2,430.00	2014/9/5	2016/8/21	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.683% 股权）质押	铁牛集团有限公司	2,140.00	2014/10/31	2016/10/30	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.684% 股权）质押	铁牛集团有限公司	1,280.00	2014/9/18	2016/8/21	否
铜峰电子、黄山金马、应建仁、金浙勇+（应建仁众泰控股 5% 股权、金浙勇众泰控股 43.674% 股权）质押	铁牛集团有限公司	1,187.00	2014/5/30	2016/5/22	否
众泰控股+应建仁	铁牛集团有限公司	10,000.00	2014/3/24	2017/3/23	否
众泰控股+应建仁	铁牛集团有限公司	10,000.00	2014/4/22	2017/4/21	否
众泰控股+应建仁	铁牛集团有限公司	10,000.00	2014/5/7	2017/5/6	否
金马集团股权质押+应建仁+徐美儿	铁牛集团有限公司	6,000.00	2015/10/22	2017/10/21	否
金马集团股权质押+应建仁+徐美儿	铁牛集团有限公司	6,200.00	2015/10/23	2017/10/22	否
金马集团股权质押+应建仁+徐美儿	铁牛集团有限公司	5,700.00	2015/10/23	2017/10/22	否
模具抵押+三锋集团+众泰控股+应建仁	铁牛集团有限公司	7,000.00	2014/5/9	2016/5/8	否
众泰控股+应建仁	铁牛集团有限公司	6,000.00	2014/11/27	2016/11/26	否
铁牛土地抵押+应建仁	铁牛集团有限公司	3,000.00	2014/1/9	2016/1/8	否

提供担保方	被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
众泰控股+应建仁	铁牛集团有限公司	3,000.00	2014/12/15	2016/12/14	否
模具抵押+三锋集团+众泰控股+应建仁	铁牛集团有限公司	900.00	2015/5/12	2015/11/11	否
模具抵押+三锋集团+众泰控股+应建仁	铁牛集团有限公司	13,000.00	2015/11/11	2016/11/10	否
众泰控股+湖南江南+应建仁+徐美儿	铁牛集团有限公司	7,000.00	2015/7/8	2016/7/4	否
金马集团股权+应建仁徐美儿	铁牛集团有限公司	9,100.00	2015/12/30	2016/12/29	否
黄山金马+众泰控股+易辰房地产追加担保+应建仁、徐美儿	铁牛集团有限公司	3,600.00	2015/8/17	2016/2/17	否
黄山金马+众泰控股+易辰房地产追加担保+应建仁、徐美儿	铁牛集团有限公司	1,400.00	2015/8/18	2016/2/18	否
金汇五金+应建仁+徐美儿	铁牛集团有限公司	12,000.00	2015/9/9	2016/3/15	否
金汇五金+应建仁+徐美儿	铁牛集团有限公司	10,000.00	2015/11/13	2016/5/11	否

资料来源：公司提供

根据个人征信报告，应建仁先生个人信用记录较好。

总体看，考虑到应建仁先生持有的公司股权目前处于质押状态，加之其他担保规模较大，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。

十、综合评价

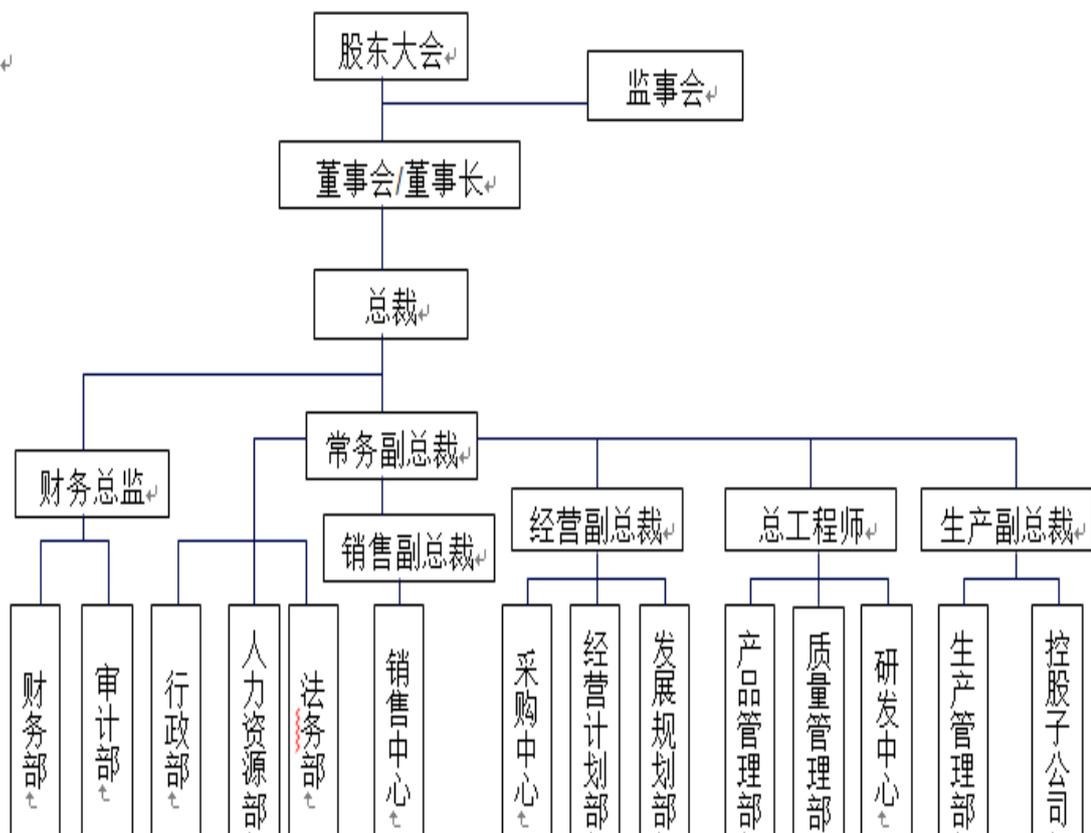
铁牛集团有限公司作为规模较大、实力较强，以汽车冲压件为主要产品的车用零部件生产企业，在产业布局、科研实力等方面具有较强的竞争优势。近年来，随着行业需求的增长以及公司发动机、变速箱等业务的拓展，公司资产及业务规模增速较快。目前，公司经营情况稳定，资产质量及现金流状况较好；未来随着变速箱生产线等在建项目的建成投产，公司盈利能力及偿债能力有望进一步增强。同时联合评级也关注到公司主业受汽车产业调控政策影响较大、原材料价格波动以及公司对单一客户依赖程度较高等因素可能对其信用状况产生的不利影响。

目前，公司子公司黄山金马股份有限公司和安徽铜峰电子股份有限公司（以下简称“金马股份”和“铜峰电子”）正在筹划重大资产重组；其中金马股份拟购买永康众泰汽车有限公司（以下简称“众泰汽车”）100%股权。若本次重大资产重组事项成功，将对公司汽车产业链的整合起到重大推进作用，有利于公司发挥产业链的协同效应；公司规模及竞争力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由公司实际控制人应建仁先生提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，对本次债券的信用水平的提升并无积极影响，但体现了实际控制人对公司未来发展前景的信心。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 铁牛集团有限公司组织结构图



附件 2 铁牛集团有限公司 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	170.79	208.64	194.77
所有者权益 (亿元)	64.88	67.36	72.11
短期债务 (亿元)	56.51	68.90	58.75
长期债务 (亿元)	12.01	33.20	28.35
全部债务 (亿元)	68.52	102.10	87.10
营业收入 (亿元)	59.03	84.30	79.95
净利润 (亿元)	2.63	2.64	5.44
EBITDA (亿元)	9.62	10.97	13.04
经营性净现金流 (亿元)	14.03	6.24	3.07
应收账款周转次数(次)	5.50	5.82	4.41
存货周转次数 (次)	1.56	1.88	1.57
总资产周转次数 (次)	0.38	0.44	0.40
现金收入比率 (%)	105.32	82.57	104.65
总资产收益率 (%)	5.02	4.36	5.72
总资产报酬率 (%)	4.84	4.49	5.29
净资产收益率 (%)	4.69	3.99	7.80
营业利润率 (%)	16.97	13.70	13.62
费用收入比 (%)	10.41	8.08	10.18
资产负债率 (%)	62.01	67.72	62.97
全部债务资本化比率 (%)	51.36	60.25	54.71
长期债务资本化比率 (%)	15.62	33.02	28.22
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.53	2.47	2.85
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.11	0.15
流动比率 (倍)	1.25	1.32	1.43
速动比率 (倍)	0.90	0.91	0.97
现金短期债务比 (倍)	0.54	0.55	0.97
经营现金流流动负债比率 (%)	15.26	5.87	3.33
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.48	0.55	0.65

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 铁牛集团有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年铁牛集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

铁牛集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。铁牛集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注铁牛集团有限公司的相关状况，如发现铁牛集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如铁牛集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至铁牛集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送铁牛集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年五月三十一日