

三环集团有限公司

2017 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(2018)101018】

评级对象: 三环集团有限公司 2017 年度第一期短期融资券

17 三环 CP001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/A-1/2018 年 7 月 27 日

前次跟踪: AA/稳定/A-1/2018 年 3 月 28 日

首次评级: AA/稳定/A-1/2017 年 9 月 15 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	8.21	6.48	10.16	22.46
刚性债务	21.95	24.88	28.64	25.90
所有者权益	56.65	51.92	49.93	49.55
经营性现金净流入量	-5.26	-5.62	4.06	-0.51
合并口径数据及指标:				
总资产	199.43	214.29	224.92	234.24
总负债	131.70	145.00	154.82	163.68
刚性债务	88.47	97.83	102.58	98.19
所有者权益	67.73	69.29	70.10	70.57
营业收入	168.50	189.17	215.76	54.52
净利润	1.71	1.42	2.69	0.49
经营性现金净流入量	2.39	1.71	2.57	0.18
EBITDA	8.54	8.79	11.61	—
资产负债率[%]	66.04	67.67	68.83	69.87
权益资本与刚性债务比率[%]	76.53	70.70	68.17	71.49
流动比率[%]	101.14	104.11	96.30	111.27
现金比率[%]	36.32	35.58	31.66	31.68
利息保障倍数[倍]	1.61	1.90	2.01	—
净资产收益率[%]	2.54	2.07	3.86	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.26	1.50	2.03	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.33	-3.51	-1.81	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.70	3.46	3.03	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.12	—

注:根据三环集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李育 liyu@shxsj.com

单玉柱 shanyuzhu@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”)对三环集团(简称“三环集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了 2017 年以来三环集团在配套能力、销售规模及财务弹性等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在即期偿债压力、主业盈利能力、资本性支出及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势:

- **配套能力强,规模优势明显。**三环集团地处汽车工业大省湖北省,临近东风汽车等整车厂,具有就近配套优势,且公司零部件品种丰富,具备综合配套能力。
- **销售规模有所提升。**跟踪期内,得益于商用车市场需求的增加,三环集团汽车零部件及汽车经销业务经营情况较好,收入规模有所增长。
- **财务弹性较强。**三环集团拥有较大额度未使用的银行授信,且账面货币资金存量尚属充裕。此外公司持有一定的上市公司股票,变现能力较强,可为债务偿付提供支撑。

主要风险:

- **即期偿债压力较大。**跟踪期内,三环集团刚性债务规模继续上升,且负债结构偏重短期,在自身盈利水平较低的情况下,公司存在一定即期偿债压力。
- **主业盈利能力较弱。**三环集团主营业务净利润低,盈利主要依赖于投资收益及政府补助等非经常性收益。
- **资本性支出压力。**三环集团投资性现金净流出规模较大。截至 2017 年末,公司在建工程仍需投入 26.16 亿元,后续仍面临较大的资本性支出压力。

- **对外担保风险。**三环集团为大冶控股 7 亿元企业债券提供担保，2017 年大冶控股持续亏损，公司面临一定的担保风险。

关注：

- 三环集团于 2018 年 1 月发布公告称湖北省政府已批准三环集团改制方案，改制完成后金凰集团将持有公司 99.97% 的股权，为公司的控股股东。目前公司改制事宜尚需国务院国资委审批，本评级机构将持续关注公司实际控制人变更情况。

➤ 未来展望

通过对三环集团及其发行的上述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，并维持上述短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



三环集团有限公司 2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照三环集团有限公司 2017 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据三环集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对三环集团的财务状况、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。

该公司于 2017 年 5 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 20 亿元短期融资券发行额度，有效期至 2019 年 5 月。截至 2018 年 3 月末公司尚未到期的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2018 年 6 月末公司尚未到期的债务融资工具概况

债项名称	债券余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
12 三环债	1.40	10 年	5.50	2012-10-24	20 亿元/2014 年 12 月	正常付息，尚未到期
17 三环 CP001	10.00	365 天	5.30	2017-09-28	20 亿元/2017 年 5 月	未到期
17 三环 SCP002	8.00	270 天	5.45	2017-10-30	20 亿元/2017 年 2 月	未到期

资料来源：三环集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经

济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，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。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在

国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和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

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。2017 年汽车制造行业内企业收入水平整体保持增长，但受原材料钢材价格上涨等影响，盈利能力总体有所下降。2018 年以来，随着汽车行业进口关税减免力度加大，预计短期内汽车制造行业仍将保持增速放缓趋势，部分经营亏损、政策依赖度大或主力产品转型的汽车企业经营风险和财务风险将会加大。

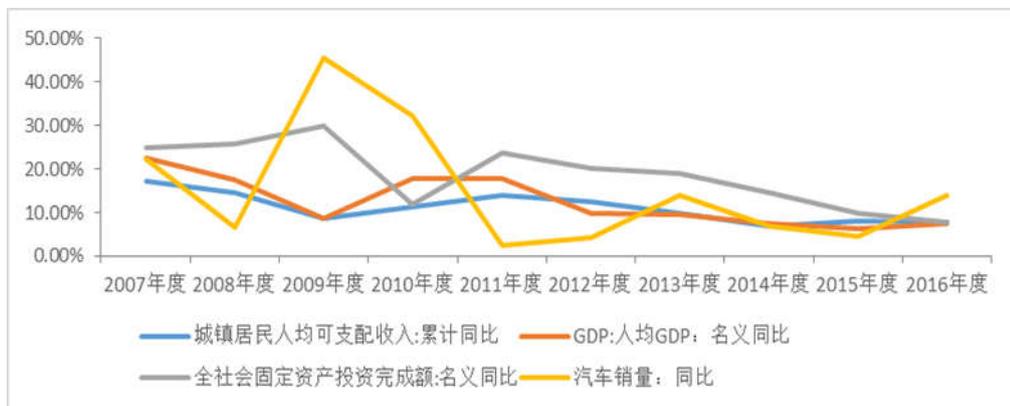
A. 行业概况

汽车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行业的重要因素。

改革开放以来，随着我国居民收入不断提高以及城镇化进程加速，汽车产业自 2000 年以来步入快速发展期，汽车产销量连创新高，并逐步成为国民经济重要的支柱产业之一。但受全球金融危机的影响，2008 年下半年我国汽车销量由高速增长转为低迷。2009 年，得益于国家四万亿投资计划实施以及推出《汽车产业调整振兴规划》，汽车产销量实现爆发式增长，当年汽车产销量分别为 1379.10 万辆和 1364.48 万辆，同比分别增长 48.30%和 46.15%，首次超过美国成为世界汽车产销第一大国。在经历 2009-2010 年高速增长后，受宏观经济调整以及刺激汽车消费政策相继退出等因素影响，2011-2012 年，我国汽

车制造行业增速大幅回落,其中 2011 年我国汽车产销量同比仅分别增长 0.88% 和 2.49%, 增速为近 13 年来最低。得益于国家节能汽车推广以及三四线城市需求提升, 2013 年我国汽车市场销量增速有所回暖, 当年汽车累计产销量分别为 2211.68 万辆和 2198.41 万辆, 同比分别增长 14.76%和 13.87%, 其中新能源汽车同比增长 39.70%。2014-2015 年, 受到宏观经济增长放缓与汽车保有量大幅提升影响, 我国汽车制造行业增速总体回落, 其中商用车产销量有所下降。2016 年, 受购置税优惠实施、限超治理以及车企产品布局调整等因素影响, 我国汽车产销继续保持增长, 全年汽车产销量分别为 2811.88 万辆和 2802.82 万辆, 同比分别增长 14.46%和 13.65%, 增幅比上年分别提升 11.17 个百分点和 8.94 个百分点。2017 年, 受购置税优惠退坡等影响, 我国汽车产销量分别为 2901.54 万辆和 2887.89 万辆, 同比分别增长 3.19%和 3.04%, 增速较上年同期分别减少 11.27 个百分点和 10.61 个百分点。

图表 2. 汽车行业景气度与人均收入、GDP 和固定资产投资相关性



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

销售收入方面, 2007-2012 年, 汽车制造业主营业务收入和利润总额受全球金融危机、国家四万亿投资计划实施与退出影响波动剧烈, 但主营业务收入年复合增长率仍达到 21.51%。2013-2016 年, 我国汽车制造业的主营业务收入从 6.05 万亿元增至 8.02 万亿元, 年复合增长率为 9.82%; 利润总额从 0.51 万亿元增长至 0.67 万亿元, 年复合增长率为 9.34%。2017 年前三季度, 汽车制造业实现主营业务收入 6.24 万亿元, 同比增长 11.23%; 利润总额 0.50 万亿元, 同比增长 9.21%。

乘用车

从细分市场看, 得益于人均可支配收入增长, 近年来我国乘用车市场保持较快增长。2016 年, 受益于购置税优惠政策实施, 我国乘用车产销量分别为 2442.07 万辆和 2437.69 万辆, 同比分别增长 15.50%和 14.93%。其中: 轿车销售 1214.99 万辆, 同比增长 3.44%; SUV 销售 904.70 万辆, 同比增长 44.59%; MPV 销售 249.65 万辆, 同比增长 18.38%; 交叉型乘用车销售 68.35 万辆, 同比下降 37.81%。SUV 和 MPV 车型仍然保持高速增长态势。2017 年, 乘用车产销量分别为 2480.67 万辆和 2471.83 万辆, 同比分别增长 1.58%和 1.40%, 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减少

13.92 个百分点和 13.53 个百分点。

商用车

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。2016 年，受《超限运输车辆行驶公路管理规定》及《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》实施及基数较低影响，我国商用车产销量分别为 369.81 万辆和 365.13 万辆，同比分别增长 8.01% 和 5.80%，在经历 2014 年和 2015 年连续两年下降后恢复增长。从不同车型销售情况看，客车销量为 54.34 万辆，同比下降 8.73%，货车销量为 310.79 万辆，同比增长 8.82%。2017 年，我国商用车产销量分别为 420.87 万辆和 416.06 万辆，同比分别增长 13.81% 和 13.95%，得益于煤炭、钢铁等大宗商品回暖，限超限载治理以及国五标准实施等影响，增速较上年同期分别增长 5.80 个百分点和 8.15 个百分点。

图表 3. 子行业汽车销量情况（单位：万辆，%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

B. 政策环境

我国汽车制造业起步较慢，虽然近些年来行业增速总体较快，但汽车生产企业自身研发能力仍较薄弱，汽车核心部件的技术水平与国际先进水平仍有一定差距。此外，我国还存在石油资源匮乏、环境污染严重、交通事故发生率高及货车超载严重等问题。为提升国内汽车制造企业技术水平、强化节能环保和加强道路交通安全，近年来国家在关键零部件生产、新能源汽车和治理货车超限超载等方面陆续出台了多项政策。2016 年来，国家在购置税优惠、限载治理、新能源汽车方面出台了一系列重要政策，后续对规范行业良性发展起到积极推动作用。2018 年来，随着中美贸易战风险加大，我国大幅降低汽车及零部件进口税率，汽车制造行业竞争将进一步加剧。

图表 4. 近年来行业主要政策

发布时间	文件名称	发布部门	主要内容
2014.1	关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知	财政部、科技部、工信部、发改委	对新能源汽车的补贴标准将进一步降低，即 2014 年在 2013 年标准基础上下降 5%，2015 年在 2013 年标准基础上下降 10%。
2015.5	中国制造 2025	国务院	继续支持电动汽车、燃料电池汽车发展，掌握汽车低碳化、信息化、智能化核心技术，提升动力电池、驱

发布时间	文件名称	发布部门	主要内容
			电动机、高效内燃机、先进变速器、轻量化材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化能力，形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系。
2015.9	关于减征 1.6 升及以下排量乘用车购置税的通知	财政部、国家税务总局	对 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日期间购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 的税率征收车辆购置税。
2016.9	超限运输车辆行驶公路管理规定	交通运输部	统一了超限超载认定标准，将 6 轴车车货总重由 55 吨降为 49 吨，新规明确交通、公安部门将实现常态化联合执法，对超限超载运输车辆将严格实施“一超四罚”，同时从 2016 年 9 月 21 日起，将全面禁止“双排车”通行。
2016.12	财政部、国家税务总局关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知	财政部	自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车的购置税优惠从之前的 5% 改为按照 7.5% 来征收，依旧低于原本 10% 的基本税率。
2016.12	关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	工信部、财政部、科技部、发改委	调整完善推广应用补贴政策。包括：提高推荐车型目录门槛并动态调整。调整新能源汽车补贴标准，纯电动乘用车按续航里程不同分别补贴 2 万、3.6 万、4 万元，插电式混合动力乘用车补贴 2.4 万元。除燃料电池汽车外，各类车型 2019-2020 年中央及地方补贴标准和上限，在现行标准基础上退坡 20%，同时改进补贴资金拨付方式。
2017.1	新能源汽车生产企业及产品准入管理规定	工信部	申请准入的新能源汽车产品，应符合《新能源汽车产品专项检验项目及依据标准》，新能源汽车准入门槛进一步提高。
2017.7	乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法	工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局	公布乘用车企业平均燃料消耗量积分计算方法，要求年度生产量或进口量达到 3 万辆以上的乘用车企业，从 2019 年度开始设定新能源汽车积分比例要求。2019 年度、2020 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%。
2017.11	关于 2016 年度、2017 年度乘用车企业平均燃料消耗量管理有关工作的通知	工信部、商务部、海关总署、质检总局	对乘用车企业 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分实施核算。企业平均燃料消耗量积分和新能源汽车积分可结转至后续年度使用。
2017.12	关于免征新能源汽车车辆购置税的公告	财政部、税务总局、工信部、科技部	自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
2018.05	关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告	国务院关税税则委员会	自 2018 年 7 月 1 日起，将汽车整车税率分别为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号税率下调至 15%，降税幅度分别为 40%、25%；将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25% 的共 79 个税号的税率降至 6%，平均降税幅度 46%。

数据来源：公开信息

C. 竞争格局/态势

汽车行业是典型的资本、技术和规模经营行业，进入和退出壁垒较高，行业内具有规模优势的企业竞争力较强。近年来汽车行业集中度较高，目前汽车年销量超过两百万辆的企业集团有五家，分别为上汽集团、东风集团、一汽集团、中国长安和北汽集团，2017 年前五家企业集团占全国汽车销量总额的 68.45%，且排名相对稳定。

图表 5. 国内前十家汽车生产企业销售及市场占有率情况（万辆、%）

指标	2015 年			2016 年			2017 年		
	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名
上汽集团	586.35	23.84	1	647.16	23.09	1	691.64	23.95	1
东风集团	387.25	15.74	2	427.67	15.26	2	412.07	14.27	2

指标	2015年			2016年			2017年		
	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名	销量	占有率	排名
一汽集团	284.38	11.56	3	310.57	11.08	3	334.60	11.59	3
中国长安	277.65	11.29	4	306.34	10.93	4	287.25	9.95	4
北汽集团	248.90	10.12	5	284.67	10.16	5	251.20	8.70	5
广汽集团	130.31	5.30	6	164.92	5.88	6	200.10	6.93	6
华晨汽车	85.61	3.48	7	77.44	2.76	9	74.57	2.58	9
长城汽车	85.27	3.47	8	107.45	3.83	7	107.02	3.71	8
江淮汽车	58.79	2.39	9	—	—	—	—	—	—
吉利控股	56.19	2.28	10	79.92	2.85	8	130.52	4.52	7
奇瑞汽车	—	—	—	69.85	2.49	10	67.27	2.33	10
合计	2200.70	89.47	—	2475.99	88.34	—	2556.24	88.52	—

数据来源：中国汽车工业协会，合计数与加总数不一致为四舍五入造成。

2017年国内汽车生产企业销量排名前五的分别为上汽集团、东风集团、一汽集团、中国长安和北汽集团，其中上汽集团销量为691.64万辆，较第二名东风集团多出279.57万辆，领先优势较为明显。从产业集中度看，2017年中国汽车销量前五位的企业销量合计1976.76万辆，市场占有率为68.45%，同比下降2.07个百分点。前十位的企业（集团）销量合计2556.24万辆，市场占有率为88.52%，同比上升0.18个百分点。2017年，国内前十名汽车生产企业市场占有率有所提高，且行业市场占有率比重仍较大，行业集中度较高。

从行业经济效益来看，得益于宏观经济趋稳及购置税优惠政策推出，2017年汽车工业重点企业（集团）经济运行增速回升。据中国汽车工业协会统计，2017年汽车工业重点企业（集团）工业经济效益指数为561.87，同比增加9.72。汽车制造行业重点企业（集团）完成工业总产值3.58万亿元，同比增长11.50%，实现营业收入4.01万亿元，同比增长10.07%。

图表6. 汽车工业重点企业（集团）工业经济效益综合指数构成情况表

指标	2015年	2016年	2017年
工业增加值（亿元）	6851.04	6881.79	7924.50
工业总产值（亿元）	27906.43	32071.18	35758.56
营业收入（亿元）	31404.01	36406.30	40074.09
利润总额（亿元）	3476.76	3653.35	3937.28
总资产贡献率（%）	19.23	17.53	16.24
资产负债率（%）	59.89	61.41	62.83
成本费用利润率（%）	12.45	11.19	10.85
全员劳动生产率（万元/人）	61.98	69.16	71.65
工业经济效益综合指数	517.56	552.15	561.87

数据来源：汽车工业协会，新世纪评级整理

短期来看，在宏观经济持续增长及新能源推广政策刺激等影响下，汽车制造行业整体收入水平仍将上升，但受原材料钢材价格上涨及市场竞争加剧影响，行业盈利能力预计将有所下降。汽车制造行业企业财务杠杆水平一般较高，行业内盈利能力较弱、对新能源补贴依赖度高或主力产品大幅转型的企业经营

风险和财务风险将会加大。中长期看，随着宏观经济增速放缓、汽车保有量的大幅提升及汽车进口关税下调，我国汽车制造行业增速将保持低速增长态势，行业内规模较大、产品研发水平高的企业将具有较强竞争优势。

D. 风险关注

➤ 汽车行业为周期性特征，易受宏观经济增长波动影响。

受宏观经济增速、消费者信心和固定资产投资增速影响，汽车制造行业具有较强的周期性。其中汽车消费一般占家庭消费开支较大，故消费者信心对乘用车消费影响较大，而消费者信心一般取决于宏观经济增速、人均收入水平和就业率水平等。就商用车而言，其更易受宏观经济增速、固定资产投资规模和城镇化率等影响。近年来，我国 GDP 保持持续增长趋势，但经济增速明显放缓，且受我国汽车保有量的大幅提升，汽车制造行业增长或将趋缓。

➤ 汽车制造行业政策性风险较大。

汽车制造业为国民经济的支柱产业之一，政府对汽车制造行业重视程度较高。近年来，得益于行业技术革新较快，汽车制造行业向节能化、轻量化和智能化发展，为提升产业竞争力、加强环境保护等，政府密集出台相应政策，对行业进行引导，行业的产业政策和中长期发展规划对汽车市场的发展影响较大。现阶段，我国对新能源政策支持力度较大，但 2016 年下半年以来，新能源汽车补贴标准上调和补贴力度退坡，在行业产能大幅扩张和竞争加剧情况下，新能源汽车行业面临较大的政策风险。2018 年 5 月，国务院关税税则委员会出台关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告，自 2018 年 7 月 1 日起，将汽车整车和零部件的关税调降，后续行业内竞争将加剧。

➤ 原材料价格波动风险。

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。2011-2015 年，受宏观经济下行压力加大，固定资产投资增速放缓，钢铁行业景气度下滑影响，钢材价格严重受挫，2015 年中国钢材综合价格指数跌至历史低点。但 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。截至 2017 年 12 月 29 日，钢材综合价格指数 121.80 点，处于 2012 年来的较高水平。行业面临一定的原材料价格波动风险。

2. 业务运营

该公司为湖北省最大的汽车零部件制造商，产品类型丰富。跟踪期内，受益于国内商用车市场景气度回升，公司零部件、整车收入保持增长，而汽车经销业务受市场需求影响有所波动。公司在建项目较多，资本性支出规模较大，未来存在一定的投融资压力和新增产能释放风险。

跟踪期内，该公司主业仍为汽车零部件及整车制造、汽车经销业务。公司

主业务主要位于国内，且以横向规模化为基础运营模式，规模化有利于降低汽车制造企业单位生产成本，增强抗风险能力；对汽车经销商而言，规模化有利于增加销售返利以及降低融资成本。

跟踪期内，受益于商用车市场景气度回暖，该公司汽车零部件及整车制造等业务收入保持增长，受下游需求波动影响，公司汽车经销业务收入有所波动，2017年及2018年第一季度公司分别实现营业收入215.76亿元和54.69亿元，同比分别增长14.06%和17.28%。其中汽车零部件及装备制造和汽车经销业务收入合计占比超过90%，仍为公司最主要的收入来源。同期公司毛利率分别10.55%和10.75%，较上年同期变动不大。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	主要市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
汽车零部件及整车制造	国内	横向规模化	规模/资本/成本/技术等
汽车经销	国内	横向规模化	规模/管理/品牌/行业政策等

资料来源：三环集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	168.50	189.17	215.76	54.69	46.63
其中：核心业务营业收入（亿元）	161.65	182.73	209.97	53.70	46.17
在营业收入中所占比重（%）	95.93	96.60	97.32	98.19	99.10
其中：（1）汽车零部件及装备制造（亿元）	58.49	66.14	88.96	22.73	21.04
在核心业务收入中所占比重（%）	36.18	36.20	42.37	42.33	45.57
（2）汽车、材料及设备经销（亿元）	95.19	107.96	107.88	26.07	21.51
在核心业务收入中所占比重（%）	58.89	59.08	51.38	48.55	46.59
（3）整车（亿元）	7.97	8.63	13.13	4.90	3.62
在核心业务收入中所占比重（%）	4.93	4.72	6.26	9.12	7.84
毛利率（%）	10.36	10.19	10.55	10.75	11.68
其中：汽车零部件及装备制造（%）	17.05	16.90	16.57	15.90	16.41
汽车、材料及设备经销（%）	6.11	6.15	6.08	6.57	7.97
整车（%）	11.79	7.53	4.21	8.38	3.13

资料来源：三环集团（明细数与合计数差异系四舍五入所致）

A. 汽车零部件及装备制造业务

该公司为湖北省最大的汽车零部件制造商，产品类型覆盖机加类、铸锻类、工程塑料类和电机电子类4大类60余个品种，具有较强的综合配套能力和规模优势。主要产品包括气门、车桥、轴承、汽车塑料件、方向机、锻件、铸件产品、离合器、汽车电器元件、车灯以及车身等。公司零部件主要用于商用车配套，2017年来得益于限超政策实施以及煤炭、钢铁等大宗商品的回暖，我国商用车需求量大幅提升，带动公司主要的汽车零部件产品产销量均有所上升。2017年及2018年第一季度公

司汽车零部件制造分别实现收入为 85.42 亿元和 21.83 亿元，同比分别增长 35.03% 和 7.59%。

该公司现有从事汽车零部件及装备制造生产企业 13 家，零部件生产基地分布在武汉、十堰、襄樊、黄石、咸宁和随州等湖北省内城市。2017 年得益于公司部分技改项目的实施，公司轴承、汽车塑料件及方向机等零部件产能有所提升。此外受益于跟踪期内商用车市场回暖，市场需求扩大，公司大部分主要零部件产能利用率有所提升，其中公司汽车电器原件需求旺盛，而汽车塑料件、方向机和车身产能利用率偏低。公司基本以销定产，跟踪期内公司主要汽车零部件的产销率情况总体表现较好。

图表 9. 公司主要零部件产能变化情况

产品名称	计量单位	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
气门	万支	6000	6000	6000	6000
轴承	万套	3200	3200	3500	3550
汽车塑料件	万件套	500	500	560	560
方向机	万台	85	85	100	120
锻件	万件	450	450	450	450
汽车电器元件	万件套	3500	3500	3000	3000
车身	台	30000	30000	30000	30000

资料来源：三环集团

图表 10. 公司主要零部件产销情况（单位：亿元）

产品名称	2016 年			2017 年			2018 年第一季度			2017 年第一季度		
	产量	销量	收入	产量	销量	收入	产量	销量	收入	产量	销量	收入
气门（万支）	5612.00	5634.00	6.11	6021.00	6015.00	6.90	1619.00	1586.00	1.85	1477.00	1469.00	1.76
轴承（万套）	3131.00	2893.00	16.60	3319.00	3826.00	18.52	829.00	890.00	5.17	785.00	918.00	4.70
汽车塑料件（万件套）	295.00	293.00	4.62	312.50	313.20	3.41	83.20	83.50	0.67	83.90	83.20	0.91
方向机（万台）	44.00	44.00	3.01	59.80	60.50	4.38	18.90	19.60	1.37	8.50	9.20	0.92
锻件（万件）	603.00	655.00	6.84	484.70	519.60	7.73	135.80	134.80	2.35	120.80	118.20	1.47
汽车电器元件（万件套）	4998.00	4478.00	13.01	7170.00	6992.00	16.71	1821.00	1775.00	3.87	1856.00	2109.00	4.34
车身（台）	7611.00	7589.00	1.28	9356.00	9352.00	1.80	3857.00	3907.00	0.57	2896.00	2833.00	0.35

资料来源：三环集团

图表 11. 公司主要零部件产能利用率及产销率变化情况（单位：%）

产品名称	产能利用率 ¹				产销率			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
气门	87.83	93.53	100.35	107.93	96.89	99.61	99.90	97.96
轴承	55.03	97.84	93.49	93.41	88.42	108.23	115.28	107.36
汽车塑料件	77.90	59.00	55.80	59.43	100.46	100.68	100.22	100.36
方向机	34.12	51.76	49.83	63.00	100.00	100.00	101.17	103.70
锻件	71.71	134.00	107.71	120.71	104.90	92.06	107.20	99.26
汽车电器元件	120.80	142.80	239.00	242.80	100.52	111.61	99.96	97.47
车身	20.67	25.37	31.19	51.43	99.77	100.29	99.96	101.30

注：根据三环集团提供资料整理、绘制

¹产能利用率大于 100%主要系公司增加生产时间所致。

该公司以国内配套市场为主要销售渠道，销往印度等传统海外市场的出口收入占比较低。不过近年来公司逐渐完善美国、欧洲营销服务平台，出口收入获得较快增长。2017年，公司零部件出口收入占零部件收入的比重提高至20%左右。公司运营时间长，已与东风汽车、福田汽车、中国重汽、陕汽集团等商用车制造集团建立了长期合作关系，近年来还积极开拓乘用车市场，与比亚迪、奇瑞等自主品牌乘用车制造企业建立了合作关系，市场结构得到一定优化。2017年公司汽车零部件业务前五大客户包括上海通用五菱汽车股份有限公司、东风德纳车桥有限公司、陕西汉德车桥有限公司、武汉久泰伟业钢铁有限公司和浙江远景汽配有限公司，前五大客户占汽车零部件全部销售收入比例为14.68%，客户集中度较低。

在装备制造业务方面，截至2017年末，该公司具备每年1500台机械设备的生产能力，产品包括剪板机、折弯机、精冲机、精锻机、激光切割机及转塔冲床等，以大型数控产品为主。受益于宏观经济趋稳和工业企业装备新增及替换需求增加，跟踪期内公司装备制造业务收入也有所增加。2017年及2018年第一季度公司汽车装备制造业务收入分别为3.54亿元和0.90亿元，同比分别增长22.92%和20.00%。

采购方面，该公司汽车零部件及装备制造业务的原材料主要为钢材，2017年公司钢材采购均价为4200元/吨，同比增长4.43%，2018年第一季度公司钢材的采购均价继续上升至4500元/吨。受原材料价格上涨的影响，2017年及2018年第一季度公司汽车零部件及装备制造业务毛利率分别为16.57%和15.90%，同比分别减少了0.33和0.51个百分点。2017年公司汽车零部件及装备制造业务的供应商主要为大冶特殊钢股份有限公司、武汉湘钢金属材料有限公司等企业，2017年公司前五大供应商采购规模占比合计为54.89%，集中度较高。

图表 12. 公司主要零部件及装备制造业务原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	2015年		2016年		2017年		2018年第一季度		2017年第一季度	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
钢材	19.00	4009	20.00	4022	22.00	4200	5.50	4500	5.00	4415

注：根据三环集团提供资料整理、绘制

图表 13. 2017年公司汽车零部件及装备制造业务前五大供应商情况（单位：万吨、亿元、%）

供应商	采购商品	采购量	采购金额	采购金额占比
大冶特殊钢股份有限公司	钢材	12.90	5.77	25.61
武汉湘钢金属材料有限公司	钢材	8.60	2.49	11.05
西宁特殊钢股份有限公司	钢材	3.79	1.56	6.92
冷钢武汉工贸有限公司	钢材	4.52	1.38	6.12
武钢集团鄂钢贸易有限公司	钢材	3.62	1.17	5.19
合计	--	33.43	12.37	54.89

注：根据三环集团提供资料整理、绘制

技术研发方面，该公司主要配合主机厂进行同步开发，截至2017年末，公司拥有1个国家级技术中心和11个省级技术中心，建有气门和锻压1个博

士后产业基地。2017 年公司研发投入为 3.11 亿元，同比下降 28.01%。截至 2017 年末，公司拥有授权专利 73 项，其中发明专利 18 项。2017 年公司完成新产品开发项目 624 项。

B. 汽车及设备经销业务

该公司经销业务包括汽车、设备及材料经销，公司为湖北省内大型汽车经销商之一。公司的汽车贸易板块主要为乘用车的销售，同时也有少量商用车的销售，截至 2018 年 3 月末公司拥有 64 家 4S 店，其中武汉地区 25 家，黄石、黄冈、荆州、襄阳、随州等湖北省其他城市 36 家，省外城市 3 家，公司汽车经销业务在武汉地区的市场占有率约为 20.00%。公司拥有近 20 个汽车品牌授权，目前以上海通用、东风日产、上汽荣威和上海大众等合资乘用车为主。2017 年公司汽车销量为 7.41 万辆，与 2016 年基本持平，当年汽车经销业务实现收入 80.24 亿元，同比下降 6.90%，主要系公司当年上海通用、北京现代销量有所下降以及部分品牌售价降低所致。2018 年第一季度公司汽车经销业务实现收入 20.04 亿元，同比增长 22.64%，主要系当期公司汽车经销业务下游需求增加所致。

图表 14. 汽车贸易业务主要品牌经营情况（单位：辆、万元）

代理品牌	2016 年		2017 年		2018 年第一季度		2017 年第一季度	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
上海通用	28813	354667	28019	331726	5785	70790	5411	65188
东风日产	14425	174143	16431	201571	3835	35495	3335	41535
东风小康	13787	59452	10968	54698	2761	14183	2671	12166
上汽荣威名爵	6980	62926	7273	68556	1593	15231	1409	13430
长安马自达	1497	17515	1180	14086	280	3502	230	2841
南京依维柯	1256	14772	1558	17896	369	4256	338	3619
上海大众	2786	32542	2640	34269	655	8893	475	6181
沈阳金杯	405	2546	474	2957	58	371	129	815
华晨中华	241	1607	47	300	12	85	13	84.04
英菲尼迪	372	11426	482	11479	74.00	1930	101	2520
北京现代	2148	25532	1439	15064	350.00	3622	320	3413
广汽三菱	750	7858	19	258	--	--	--	--
广汽本田	--	--	792	9358	153.00	1945	165	1919

资料来源：三环集团（明细数与合计数差别系四舍五入所致）

该公司设备材料贸易经销业务涉及机床设备、机电产品、建筑工程机械、电器机械及其配件等产品贸易。公司与沈阳机床集团合作建成中部地区首家机床 4S 店，营业面积达 4000 余平方米，兼顾主机销售、零配件供应、售后服务、信息反馈四项服务。跟踪期内，受业务扩展力度加大及钢材市场回暖等因素影响，公司钢材及设备经销收入保持增长，2017 年及 2018 年第一季度公司材料及设备经销业务合计产生收入分别为 27.64 亿元和 6.03 亿元，同比分别增长 26.83%和 16.63%。

图表 15. 该公司材料及设备经销业务情况（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度	2017年第一季度
钢材	16.63	12.58	19.06	4.26	3.43
设备	4.24	9.19	8.58	1.77	1.74
合计	20.87	21.77	27.64	6.03	5.17

注：根据三环集团提供资料整理、绘制

除汽车销售外，该公司还提供维修保养、装饰装潢、信贷和保险代理、二手车交易和车辆租赁等服务，公司维修等售后服务业务收入占汽车经销板块收入的比重低于 10%，但毛利率高达约 40%。

C. 整车制造

该公司整车产品包括载货车等用途在内的专用车和军用车。跟踪期内，得益于商用车需求上升，公司专用车收入增加。2017 年及 2018 年第一季度公司整车销售收入分别为 12.31 亿元和 5.12 亿元，同比分别增长 42.64%和 49.71%。其中专用车收入分别为 11.18 亿元和 4.63 亿元，同比分别增长 49.47%和 51.80%，增幅大主要系 2017 年公司成功推出高附加值的 T3 创客中高端轻卡和 S8 高端智能重卡，实现商用车产品提档升级所致。公司军用车根据军方计划进行，2017 年及 2018 年第一季度军用车销售收入分别为 1.13 亿元和 0.49 亿元，同比变动不大。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司整车制造的毛利率分别为 4.21%和 8.38%，2017 年公司整车制造毛利率同比减少了 3.32 个百分点，主要系当年钢材等原材料价格上涨所致。2018 年第一季度，公司整车制造毛利率同比增加了 5.25 个百分点，主要系当期商用车市场有所回暖，公司议价能力有所提升，整车售价有所提高所致。

图表 16. 整车产销情况²（单位：辆、亿元）

种类	2016年			2017年			2018年第一季度			2017年第一季度		
	产量	销量	收入	产量	销量	收入	产量	销量	收入	产量	销量	收入
军用车	194	186	1.15	194	165	1.13	20	77	0.49	40	75	0.37
专用车 (重型车)	755	761	1.44	1742	1771	3.29	408	413	0.82	540	488	0.92
专用车 (中型车)	532	677	1.11	1961	1784	2.75	371	356	0.56	451	402	0.63
专用车 (轻型车)	6207	5561	4.93	5756	5640	5.15	2490	2538	3.25	1394	1697	1.50
合计	7688	7185	8.63	9653	9360	12.31	3289	3384	5.12	2425	2662	3.42

资料来源：三环集团（合计与明细不一致系四舍五入所致）

(2) 盈利能力

跟踪期内，得益于国内商用车市场景气度有所回升，该公司营业收入保持增长，经营收益提升，但受钢材等原材料价格上升以及市场竞争加剧的影响，公司综合毛利水平仍较低，盈利能力较弱。

² 该公司整车销售收入与图表 9 主营业务结构表中整车业务收入出现差异是由于当期产生的专用车汽车配件等材料出售产生的收入计入方式年度间有所变化所致。

图表 17. 公司盈利来源结构



资料来源：根据三环集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，得益于商用车市场回暖，该公司经营收益有所增长，毛利率同比有所上升，但受市场竞争激烈及原材料价格上涨影响，公司自身盈利能力仍较弱。2017年及2018年第一季度，公司经营收益分别为1.30亿元及0.37亿元，毛利率分别为10.55%和10.75%，同比均略有上升。

该公司期间费用主要为销售费用和管理费用，跟踪期内，受销售规模上升及刚性债务规模不断扩大的影响，2017年及2018年第一季度公司期间费用分别为20.18亿元和5.27亿元，同比分别增长4.37%和13.85%，期间费用率分别为9.36%和9.67%，较上年同期均略有下降。2017年公司获得公允价值变动净收益1.31亿元，主要系当年投资性房地产评估价值增加所致。同期公司投资净收益分别为0.47亿元和-16.60万元，主要来自于公司所持的上市公司股票产生的损益。2016年公司投资收益规模较大主要系公司对湖北能源的股票减持所获得收益，不具有可持续性。此外，2017年及2018年第一季度，公司其他收益分别为0.69亿元和0.18亿元，主要为政府补贴。综上影响，2017年及2018年第一季度公司分别实现净利润2.69亿元和0.49亿元，同比分别增长89.63%和-19.80%，其中2018年第一季度净利润下降主要系期间费用上升所致。

图表 18. 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 第一季度	2017年 第一季度
营业收入合计（亿元）	168.50	189.17	215.76	54.69	46.63
毛利（亿元）	17.46	19.28	22.77	5.86	5.45
期间费用率（%）	9.76	10.22	9.36	9.67	9.93
其中：财务费用率（%）	1.24	1.34	1.43	1.52	1.10
全年利息支出总额（亿元）	3.16	2.54	3.83	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.48	-	-	-	-

资料来源：根据三环集团所提供数据整理。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.36	2.50	0.47	0.00	-0.03
营业外收入（亿元）	1.05	0.93	0.29	0.18	0.20
公允价值变动损益（亿元）	0.04	-0.02	0.03	-0.06	1.31

资料来源：根据三环集团所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

跟踪期内，该公司稳步推进工业园搬迁及生产线技术改造项目，公司在建项目较多，重点项目预计总投资约 52.93 亿元，截至 2017 年末累计投资约 26.77 亿元，后续资本性支出压力较大。公司搬迁工业园过程中将产生 1000 余亩土地，由于原有厂区都尚未搬迁完毕，相关土地还在公司名下，且处置方案未定。未来项目完工投产将进一步提升公司的产能及增强公司的经营规模，但受市场需求变化影响，未来产能去化存在一定不确定性。

图表 20. 截至 2017 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资额	2018-2019 年计划投资额	新增产能
专汽厂房搬迁技术改造项目	18.88	6.84	4.40	专用车 1 万辆
襄轴工业园项目	20.89	12.43	2.45	轴承 1000 万套
新型整体式钢构阀商用车动力转向器技改项目	2.00	2.00	0.18	转向器 10 万台
大型、精密数控锻压机床研制基地建设二期项目	3.38	1.31	0.51	机床 700 台
三环（谷城）汽车车桥生产基地一期工程建设	6.50	4.03	2.50	前轴 30 万根
三环（谷城）精密锻造中心项目二期工程项目	1.28	0.16	0.94	重型汽车转向节 43 万件
合计	52.93	26.77	10.98	--

资料来源：三环集团

管理

2018 年 1 月，该公司混合所有制改革方案已经湖北省人民政府批准，但尚需国务院国资委最终批准，需关注公司实际控制人变化对公司经营及财务可能带来的影响。

截至 2018 年 3 月末，该公司注册资本与实收资本均为 10.00 亿元，公司的控股股东及实际控制人仍为湖北省国资委，公司股权结构无变化，仍为湖北省国资委的直属企业，产权状况清晰（见附录二）。

根据该公司及子公司襄阳汽车轴承集团公司（简称“襄阳轴承”，股票代码 000678）于 2018 年 1 月发布的公告：湖北省人民政府常务会议已批准公司的改制方案，于 2018 年 1 月 12 日确定武汉金凰实业集团有限公司（简称“金凰集团”）为最终投资者。本次改制实施前，公司原唯一股东及实际控制人湖

湖北省国资委将其持有公司的 30% 股权划转给湖北省兴楚国有资产经营管理有限公司³（简称“兴楚公司”），划转完成后，公司的股东为湖北省国资委及兴楚公司。2018 年 1 月 14 日，公司股东（即：湖北省国资委、兴楚公司）与金凰集团及公司签署了增资扩股协议，金凰集团出资 37.60 亿元认缴公司新增注册资本 11.60 亿元，增资扩股完成后湖北省国资委、兴楚公司及金凰集团分别持有公司 32.40%、13.89% 和 53.71% 的股份。同日，湖北省国资委、兴楚公司与金凰集团根据本次改制总体方案设立的公司员工持股平台武汉鑫三环科技投资合伙企业（有限合伙）（简称“鑫三环”）及公司签署的股权转让协议，金凰集团以 32.38 亿元受让公司 46.26% 股权，鑫三环以 0.02 亿元受让公司 0.03% 股份。以上增资扩股与股权转让同步实施，完成后，公司注册资本将变更为 21.60 亿元，其中金凰集团将持有公司 99.97% 的股权，为公司的控股股东，鑫三环持有公司 0.03% 股权。公司的实际控制人由湖北省国资委变更为金凰集团的实际控制人，即自然人贾志宏。按照有关法律法规，公司本次涉及实际控制人变更的事宜尚需提交国务院国有资产监督管理机构审批。本评级机构将持续关注公司混改的落地进展及公司实际控制人变化对公司经营及财务可能带来的影响。

根据襄阳轴承 2018 年 1 月发布的公告：金凰集团本次收购公司需支付的资金合计为 69.98 亿元，资金来源于自有资金与自筹资金。金凰集团本次增资及受让公司的首期增资款 16.00 亿元已于 2018 年 1 月 16 日交付公司，首期股权转让款 12.00 亿元已于 2018 年 1 月 19 日前支付至湖北省国资委及兴楚公司。上述首期款资金来源为金凰集团自有资金，此外相关银行同意为金凰集团收购事宜提供不超过 42.00 亿元的意向性融资安排。

根据襄阳轴承 2018 年 1 月发布的公告：金凰集团成立于 2016 年 8 月，注册资本为 20.00 亿元，其总部位于武汉市江岸区，是一家集电缆、地产、投资等多个行业领域于一体的多元化集团公司。截至 2017 年末，金凰集团总资产为 130.71 亿元，资产负债率为 84.27%，所有者权益为 20.56 亿元，其控股股东自然人贾志宏直接持有金凰集团 99.95% 股份。2017 年金凰集团实现营业收入 195.86 万元，净利润 4597.08 万元。除金凰集团外，自然人贾志宏控制的其他主要公司为武汉金凰珠宝股份有限公司（简称“金凰珠宝”）和宜昌通信电缆有限公司（简称“宜昌电缆”），两家公司情况见下表：

图表 21. 除金凰集团外贾志宏控制的主要公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	主营业务	总资产	资产负债率	净资产	营业收入	净利润
金凰珠宝	92.48%	铂金、黄金、白银饰品生产、加工和批发零售等	198.79	87.17%	25.20	131.32	1.71
宜昌电缆	100.00%	电缆、电缆材料、稳压器制造、加工、销售等	10.36	45.24%	5.68	2.25	-0.25

注：表中数据为 2017 年数据，其中宜昌电缆数据未经审计。

³ 股东为湖北省国资委。

总体来看，金凰集团负债经营程度高，主业盈利能力一般，且其主业与该公司关联程度低，若公司最终完成股东变更，需持续关注金凰集团对公司管理、主业经营、支持力度等方面所产生的影响。

该公司控股 1 家上市子公司，参股 2 家上市公司。截至 2017 年末，公司直接持有 12840 万股襄阳轴承股票，间接持有 8315.91 万股（其直接与间接共控制襄阳轴承 46.03% 股份，无质押情况）。此外公司间接持有 18950 万股上市参股子公司湖北能源集团股份有限公司（简称“湖北能源”，股票代码 000883）的股票（持股比例为 2.91%，其中 3000 万股已质押，质押比例为 15.83%）；公司还持有 1180 万股新疆浩源天然气股份有限公司（简称“新疆浩源⁴”，股票代码 002700）的股票（持股比例为 2.79%，无质押情况）。

根据该公司提供的 2018 年 7 月 17 日《企业信用报告》，公司于 2008 年 11 月存在一笔金额为 14.26 万元的欠息记录。此外公司还存在 12 笔关注类贷款、一笔关注类对外担保及 2 笔不良贷款，由于发生时间较早，其发生的原因难以追溯，但已全部结清。

图表 22. 公司不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	三环集团	襄阳轴承	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	2018.07	有	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.07	无	无	无
诉讼	公开信息披露	2018.07	有	有	无
工商	公开信息披露	2018.07	无	无	无
质量	公开信息披露	2018.07	无	无	无
安全	公开信息披露	2018.07	无	无	无

资料来源：根据三环集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，随着在建项目持续投入及业务扩张的资金需求加大，该公司刚性债务规模上升，且短期刚性债务占比高，债务结构有待优化。但公司货币资金存量充裕，且拥有一定的上市公司股权，可为即期债务的偿付提供缓冲。

1. 数据与调整

众环海华会计师事务所（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一

⁴ 总市值 28.68 亿元。

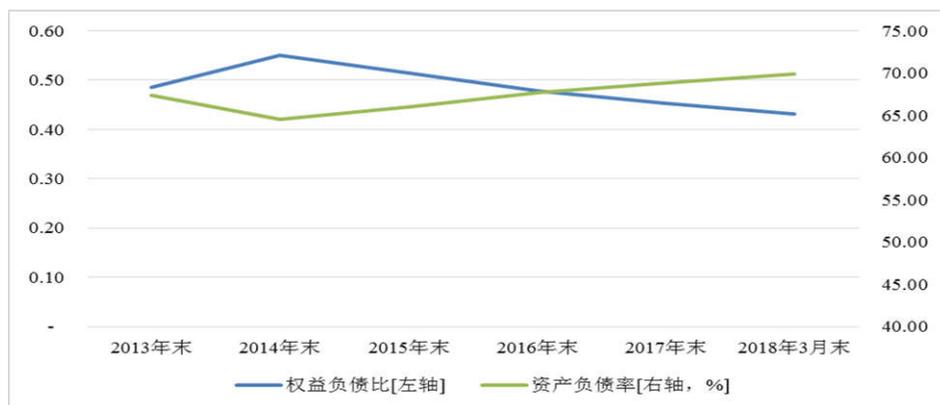
基本准则及其他各项会计准则的规定编制财务报表。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围内的公司共 166 家，较 2016 年末增加 13 户，减少 2 户。其中二级子公司增加三环集团财务有限公司 1 户，同一控制下合并减少湖北柯藤实业投资有限公司 1 户。三级子公司增加 5 户，减少 1 户（其中：新设立湖北三环三立汽车后视镜有限公司、三环国际（香港）投资有限公司、湖北三环易拓有限公司，非同一控制下企业合并增加湖北三环化学新材料股份有限公司 1 户，同一控制企业合并增加湖北柯藤实业投资有限公司 1 户，同一控制下企业合并减少深圳市柯特实业发展有限公司 1 户。三级以下子公司新增 7 户，其中新开 4S 店 5 户，新成立三环香港国际有限公司 1 户，同一控制下合并增加深圳柯特实业发展有限公司 1 户。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势

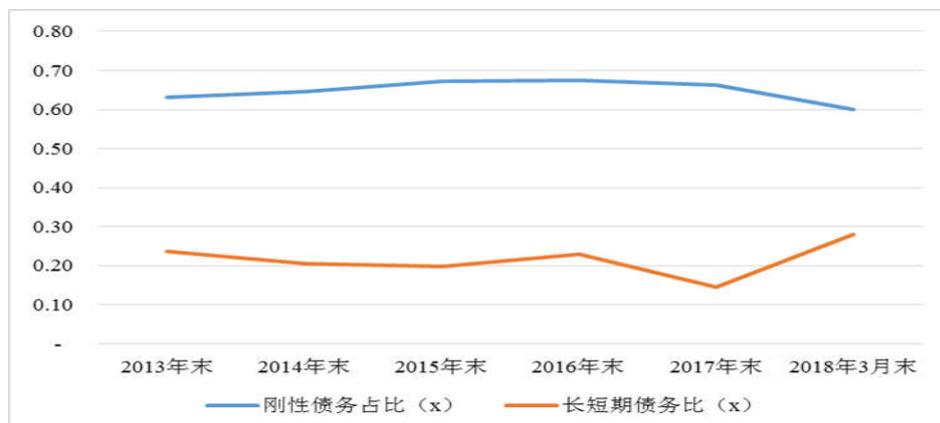


资料来源：根据三环集团所提供数据绘制。

跟踪期内，随着生产基地建设的持续推进以及经营规模的扩大，该公司资金需求增加，负债经营程度有所上升。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 154.82 亿元和 163.68 亿元，资产负债率分别为 68.83% 和 69.87%。从债务期限结构看，2017 年末及 2018 年 3 月末公司长短期债务比分别为 14.51% 和 28.03%，公司负债仍以短期债务为主，债务结构有待优化。

(2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	73.84	78.93	88.47	97.83	102.58	98.19
应付账款 (亿元)	22.45	23.53	25.34	29.33	31.02	31.18
刚性债务占比 (%)	63.09	64.62	67.17	67.47	66.26	59.99
应付账款占比 (%)	19.19	19.27	19.24	20.23	20.04	19.05

资料来源：根据三环集团所提供数据绘制。

从债务的具体构成来看，该公司债务主要包括刚性债务和应付账款。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务总额分别为 102.58 亿元和 98.19 亿元，其中短期刚性债务分别为 87.76 亿元和 82.13 亿元，中长期刚性债务分别为 14.82 亿元和 16.06 亿元，公司短期刚性债务占总刚性债务的比重均超过 80.00%，债务结构有待优化。除刚性债务外，公司应付账款余额较大，2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 31.02 亿元和 31.18 亿元，主要为原材料采购款和应付工程款，随着业务规模的扩大而增长。

(3) 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	56.19	61.85	69.26	74.24	87.76	82.13
其中：短期借款	38.62	39.06	36.85	41.05	42.90	38.09
一年内到期的长期借款	0.15	0.14	0.13	0.15	0.18	0.13
应付短期债券	-	-	10.04	10.03	18.05	18.07
应付票据	17.20	22.62	22.19	22.82	26.39	25.32
其他短期刚性债务	0.23	0.04	0.05	0.18	0.25	0.51
中长期刚性债务合计	17.64	17.08	19.20	23.59	14.82	16.06
其中：长期借款	6.67	6.09	8.17	10.51	10.34	11.78
应付债券	8.08	8.08	8.08	8.08	1.42	1.44
其他中长期刚性债务	2.88	2.91	2.95	4.99	3.06	2.85

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
综合融资成本（年化，%）	6.27	5.44	4.25	4.63	5.27	5.04

资料来源：根据三环集团所提供数据整理、计算。

截至 2017 年末，该公司刚性债务总额为 102.58 亿元，较上年末增长 4.86%，其中短期刚性债务 87.76 亿元，占比 85.55%。公司外部融资渠道以银行借款与汇票为主，辅之以债券发行和融资租赁等，2017 年末公司短期借款规模为 42.90 亿元，公司短期借款中保证借款为 25.24 亿元，信用借款 7.90 亿元，抵质押借款合计 9.77 亿元，短期借款的利率为 5.00%-5.78%；年末应付票据为 26.39 亿元，较上年末增长 5.77%；年末短期刚性债务中还包含 18.05 亿元的应付短期融资券，主要为公司于 2017 年发行的“17 三环 CP001”和“17 三环 SCP002”，发行规模分别为 10 亿元及 8 亿元，将分别于 2018 年 9 月和 7 月到期，公司面临一定集中偿付压力。公司年末中长期刚性债务为 14.82 亿元，其中长期借款 10.34 亿元，含信用借款 2.57 亿元、抵押借款 4.80 亿元、保证借款 2.97 亿元。公司银行借款中信用借款较少，绝大部分为本部为子公司提供担保的保证借款及抵质押借款，抵押物为房屋及建筑物、土地使用权和机器设备。公司长期借款的借款利率在 4.75%-7.20%，年末公司长期应付款 3.06 亿元，为公司的应付融资租赁款，公司融资租赁的借款利率为 4.78%-5.70%。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
营业周期（天）	140.24	126.91	125.56	118.98	114.61	--
营业收入现金率（%）	95.18	92.95	97.89	98.12	100.74	102.31
业务现金收支净额（亿元）	-0.18	4.31	9.01	8.15	8.78	0.66
其他因素现金收支净额（亿元）	1.11	-2.99	-6.62	-6.44	-6.21	-0.48
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.93	1.31	2.39	1.71	2.57	0.18
EBITDA（亿元）	8.21	8.81	8.54	8.79	11.61	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.12	0.10	0.09	0.12	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.17	2.68	2.70	3.46	3.03	--

资料来源：根据三环集团所提供数据整理。

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的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司主营业务以现金和票据结算为主，现金获取能力尚可，2017 年及 2018 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 100.74%和 102.31%。受益于经营规模的持续扩大，公司经营现金持续净流入，同期分别为 2.57 亿元和

0.18 亿元，同比分别增长 49.75%和 39.57%。2017 年公司 EBITDA 为 11.61 亿元，同比增长 32.08%，主要系利润总额有所增长所致，公司 EBITDA 对债务的保障程度略有上升。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	0.30	-0.76	0.30	-1.25	-0.73	0.09
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	-10.08	-5.26	-5.65	-5.33	-4.75	-1.11
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-	0.20	-0.12
投资环节产生的现金流量净额	-9.78	-6.02	-5.35	-6.58	-5.28	-1.14

资料来源：根据三环集团所提供数据整理。

该公司投资现金支出主要为在建项目投入，投资支付的现金及收回投资收到的现金主要为购买和赎回的理财产品，近年来公司生产园区搬迁以及技改投入规模大，投资活动产生的现金流量净额持续为负，2017 年及 2018 年第一季度分别为-5.28 亿元和-1.14 亿元，但较上年同期净流出规模分别下降了 19.75%及 34.04%，主要系随着部分技改项目的推进，公司资本性支出规模有所下降所致。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
筹资环节产生的现金流量净额	10.34	4.44	6.89	3.57	-0.34	10.18

资料来源：根据三环集团所提供数据整理。

受投资支出规模较大影响，跟踪期内该公司非筹资性现金净流量持续为负，公司通过银行借款及发行债券等方式融入资金，2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.34 亿元，主要系当年公司偿还了部分到期的借款所致。2018 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额为 10.18 亿元，同比大幅增长，主要系 2018 年 1 月公司收到金凰集团 16 亿元的增资款所致。根据公司发展规划，未来将持续对技术改造等在建项目进行投资，公司未来仍将面临一定资金压力。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	104.40	106.65	111.16	122.80	130.20	142.25
	60.07	56.34	55.74	57.31	57.89	60.73
其中：现金类资产（亿元）	38.44	37.87	39.43	40.18	40.71	38.27

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
应收款项（亿元）	19.98	20.94	21.46	24.46	26.48	25.73
存货（亿元）	31.49	32.56	33.34	36.18	39.46	42.80
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	69.40	82.65	88.27	91.49	94.72	91.99
	39.93	43.66	44.26	42.69	42.11	39.27
其中：固定资产（亿元）	30.13	33.67	35.96	37.65	38.94	37.66
在建工程（亿元）	15.05	17.41	20.18	20.24	19.35	18.34
可供出售金融资产（亿元）	5.95	12.28	12.60	9.66	9.37	9.17
投资性房地产（亿元）	5.47	5.44	5.59	10.70	11.86	11.68
无形资产（亿元）	10.22	10.69	10.21	9.85	10.78	10.70
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.88	9.05	8.88	9.13	10.55	10.13
受限资产账面余额/总资产（%）	3.96	4.78	4.45	4.26	4.69	4.32

资料来源：根据三环集团所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资本实力稳定增强。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 70.10 亿元和 70.57 亿元，其中实收资本和资本公积金合计占所有者权益的比重均在 65.00%以上，公司所有者权益稳定性尚可。同期末，公司总资产分别为 224.92 亿元和 234.24 亿元，其中流动资产分别为 130.20 亿元和 142.25 亿元，占比分别为 57.89 %和 60.73 %。

截至 2017 年末，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。年末货币资金为 29.04 亿元，占流动资产的比重为 22.30%，2017 年由于公司偿还了部分对外借款，年末货币资金同比下降 9.59%，公司的货币资金中其他货币资金为 8.89 亿元，主要为票据保证金等受限资金。此外年末公司还有 11.66 亿元应收银行承兑汇票（纳入现金类资产核算），占流动资产的比重为 8.96%。年末应收账款为 26.48 亿元，占比为 20.33%，较上年末增长 8.22%，主要为应收销售款，随业务规模扩大而增加。年末存货为 39.46 亿元，占比为 30.31%，同比增长 3.07%，公司的存货主要为公司生产的零部件及整车，跟踪期内随着业务规模扩大而增加。

截至 2017 年末，该公司非流动资产为 94.72 亿元，主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产构成，期末占比分别为 12.53%、41.11%、20.43%和 11.38%。年末投资性房地产为 11.86 亿元，同比增长 10.93%，主要系当年部分房屋建筑当期评估增值所致，公司投资性房地产相关房产和土地主要位于武汉和深圳。年末固定资产为 38.94 亿元，同比增长 3.44%，主要随着公司搬迁及技改工程继续推进，部分在建工程完工转入固定资产所致，公司固定资产平均成新度仅为 54.26%，存在一定更新压力。年末在建工程 19.35 亿元，较上年末下降 4.39%，主要为公司为提升装备质量而在建的项目。同期末无形资产为 10.78 亿元，较上年末增长 9.48%，主要为土地使用权，土地性质为工业用地以及批发零售用地。此外，期末公司可供出售金融资产为 9.37 亿元，主要为公司持有的湖北能源的股票，规模较上年末下降 3.02%，主要受公司减持湖北能源股票以及该股票价格有所下跌影响。截至 2018 年 3

月末，公司资产总额为 234.24 亿元，其中由于 2018 年第一季度公司收到金鳳集团增资款 16.00 亿元，公司货币资金增加至 38.27 亿元，此外其他资产结构无较大变动。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
流动比率 (%)	110.25	105.24	101.14	104.11	96.30	111.27
速动比率 (%)	66.24	63.21	61.01	62.38	57.77	68.21
现金比率 (%)	40.81	38.32	36.32	35.58	31.66	31.68

资料来源：根据三环集团所提供数据整理。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 96.30%和 111.27%，速动比率为 57.77%和 68.21%，指标显示公司流动性尚可。但公司货币资金中有较大规模的受限资金，对公司资产的流动性也造成一定影响。

6. 表外事项

该公司为大冶控股金属集团控股有限公司（简称“大冶控股”）2010 年发行的 7 亿元 8 年期企业债券（简称“10 大冶有色债”）提供不可撤销的连带责任担保，但未设置反担保措施。该债券将于 2018 年 10 月 15 日到期。大冶控股为国内五大铜生产基地之一，实际控制人为中国有色矿业集团有限公司，股东背景良好。截至 2018 年 6 月末，“10 大冶有色债”未偿还本金余额为 5.22 亿元。根据大冶控股公布的 2017 年度审计报告，截至 2017 年末，大冶控股总资产 268.68 亿元，归属于母公司所有者权益 78.91 亿元，资产负债率为 63.81%；2017 年大冶控股实现营业收入 624.26 亿元，营业利润为-0.07 亿元，利润总额为 0.21 亿元，当年实现净利润-0.49 亿元，亏损额同比增长 58.06%。经营活动产生的现金净流入 5.10 亿元。2017 年受益于铜市场环境的好转，大冶控股阴极铜业务规模和盈利能力均有所提升，带动整体盈利水平提升，经营收益实现微利。但受铜绿山矿尾矿车事故影响，2017 年大冶控股净亏损较上年有所增加。考虑到大冶有色资产负债率较高且仍处于亏损状态，公司存在一定的或有负债风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司经营主要由下属子公司进行，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 84.34 亿元和 95.86 亿元，同期末负债规模分别为 34.41 亿元和 46.31 亿元，资产负债率分别为 40.80%和 48.31%。同期末公司本部刚性债务分别为 28.64 亿元和 25.90 亿元，债务规模不大。2017 年及 2018 年第一季度，公司本部分别实现营业收入 85.96 亿元和 1.33 亿元，同期分别实现净利润-1.34 亿元和-0.38 亿元，盈利能力较弱。2017 年及 2018 年第一季度公司

本部经营性活动产生的现金流量净额分别为 4.06 亿元和-0.51 亿元。

外部支持因素

该公司目前与多家商业银行保持良好合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司拥有 102.86 亿元商业银行授信，其中尚有 39.86 亿元授信额度未使用，仍具有一定融资空间。

跟踪评级结论

该公司为湖北省最大的汽车零部件制造商，产品类型丰富。跟踪期内，受益于国内商用车市场景气度回升，公司零部件、整车收入保持增长，而汽车经销业务受市场需求影响有所波动。综上影响，公司经营收益提升，但受钢材等原材料价格上升以及市场竞争加剧的影响，公司综合毛利水平仍较低，盈利能力较弱。

跟踪期内，随着在建项目持续投入及业务扩张的资金需求加大，该公司刚性债务规模上升，且短期刚性债务占比高，债务结构有待优化。但公司货币资金存量充裕，且拥有一定的上市公司股权，可为即期债务的偿付提供缓冲。

2018 年 1 月，该公司混改结果初步确定，改制完成后金凰集团将作为实际控制人及第一大股东持有公司 99.97%的股权。目前公司混改事项尚需国务院国资委批准，本评级机构将持续关注公司实际控制人变更对公司管理、经营和融资环境等方面的影响。

同时，我们仍将持续关注（1）该公司实际控制人变更进展，变更后公司面临的经营、财务风险；（2）公司零部件、整车产销的扩产及产能消纳情况；（3）湖北省内及公司的汽车销售情况；（4）公司资金链及资本性支出压力；（5）被担保方大冶控股经营及债务偿付能力变化。

附录一：

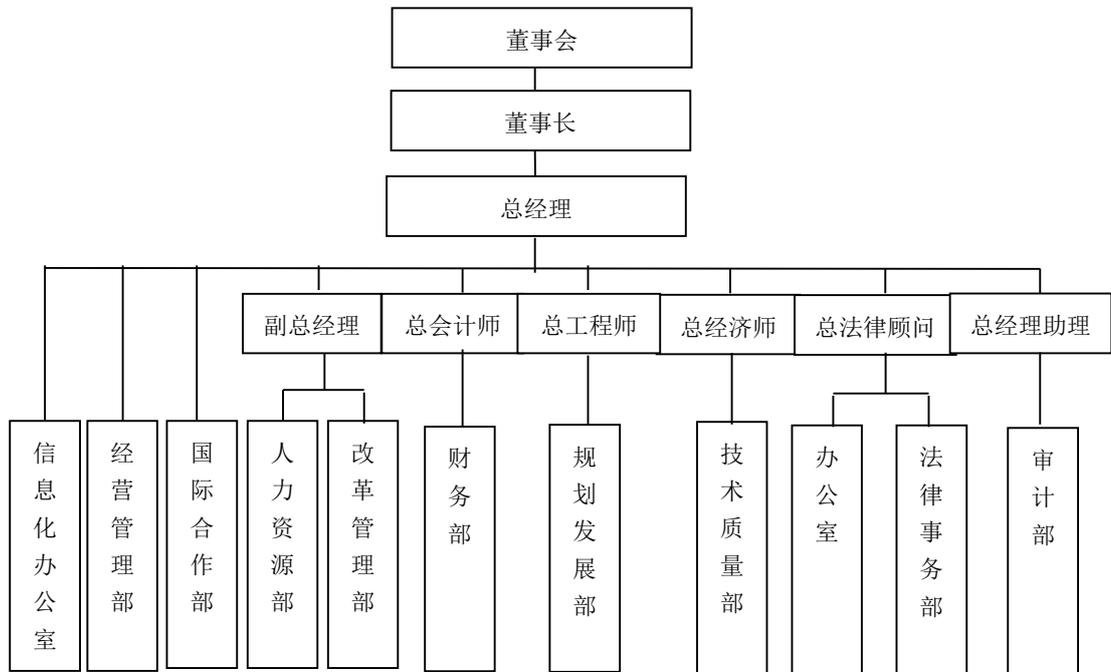
公司与实际控制人关系图



注：根据三环集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据三环集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 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)				
					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
三环集团有限公司	三环集团	本部	--	汽 车 零 部 件 整 车 贸 易	28.64	49.93	85.96	-1.34	4.06
湖北省金属材料总公司	湖北金属材 料	核心子公司	100.00	钢 材 贸 易	1.52	1.53	12.01	0.63	0.54
湖北三环汽车电器有限公司	三环汽车电 器	核心子公司	100.00	汽 车 电 器	2.89	6.17	16.71	1.37	-0.05
湖北三环汽车投资有限公司	三环汽车投 资	核心子公司	96.03	品 牌 汽 车 4S	16.72	1.44	87.66	0.69	1.30
襄阳汽车轴承股份有限公司	襄阳轴承	核心子公司	46.03	汽 车 轴 承 生 产 与 销 售	7.97	13.23	15.22	0.14	0.28

注：根据三环集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

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 第一季度
资产总额 [亿元]	199.43	214.29	224.92	234.24
货币资金 [亿元]	33.39	32.12	29.04	38.27
刚性债务[亿元]	88.47	97.83	102.58	98.19
所有者权益 [亿元]	67.73	69.29	70.10	70.57
营业收入[亿元]	168.50	189.17	215.76	54.52
净利润 [亿元]	1.71	1.42	2.69	0.49
EBITDA[亿元]	8.54	8.79	11.61	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.39	1.71	2.57	0.18
投资性现金净流入量[亿元]	-5.35	-6.58	-5.28	-1.14
资产负债率[%]	66.04	67.67	68.83	69.87
权益资本与刚性债务比率[%]	76.53	70.70	68.17	71.49
流动比率[%]	101.14	104.11	96.30	111.27
现金比率[%]	36.32	35.58	31.66	31.68
利息保障倍数[倍]	1.61	1.90	2.01	—
担保比率[%]	10.34	10.10	7.45	—
营业周期[天]	125.56	118.98	114.61	-
毛利率[%]	10.36	10.19	10.55	11.07
营业利润率[%]	0.90	0.84	1.74	1.01
总资产报酬率[%]	2.61	2.33	1.76	-
净资产收益率[%]	2.54	2.07	3.86	-
净资产收益率*[%]	2.69	1.24	1.66	-
营业收入现金率[%]	97.89	98.12	100.74	102.31
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.26	1.50	2.03	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.33	-3.51	-1.81	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.70	3.46	3.03	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.12	—

注：表中数据依据三环集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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 6 月）
- 《汽车制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 04 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。