

# 中证鹏元资信评估股份有限公司

## 信用等级通知书

中鹏信评【2024】跟踪第【311】号

### 湖南机油泵股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司发行的 2024 年湖南机油泵股份有限公司向不特定对象发行 A 股可转换公司债券进行了跟踪分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二四年六月十九日





# 2024年湖南机油泵股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司



# 2024年湖南机油泵股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2024年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
湘泵转债	AA-	AA-

## 评级观点

本次评级结果是考虑到：湖南机油泵股份有限公司（股票代码 603319.SH，以下简称“湘油泵”或“公司”）作为国内发动机润滑冷却泵类技术的头部企业，拥有优质且稳定的客户资源，传统主力产品柴油机机油泵维持市场领先地位，同时大力拓展新能源车用零部件业务。受益于下游汽车行业景气度回暖以及新能源汽车渗透率快速提高，2023 年公司业绩实现较快增长，其中新能源车用零部件产品收入大幅增长，整体产品结构优化。同时中证鹏元也关注到，2024 年以来国内汽车行业竞争加剧将挤压公司盈利空间，主要原材料中铝的价格呈上涨态势，或加大公司的成本管控压力，同时需关注外销业务带来的政策及汇兑风险；公司新增产能投资较活跃，仍需关注产能消化风险；应收账款余额快速增长，营运能力有所下滑；此外，公司因审议程序和信息披露违规被监管警示，内部治理及信息披露机制有待完善，公司实控人及其一致行动人股份质押比例较高，融资资金主要流向关联企业，需关注该关联企业经营情况。

## 评级日期

2024 年 6 月 21 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	30.18	30.04	27.67	26.24
归母所有者权益	17.73	17.27	15.60	14.46
总债务	7.53	7.12	7.16	7.08
营业收入	4.65	19.08	16.24	16.22
净利润	0.45	2.15	1.74	1.89
经营活动现金流净额	0.11	2.05	1.38	1.41
净债务/EBITDA	--	0.72	0.67	0.31
EBITDA 利息保障倍数	--	17.60	11.55	11.62
总债务/总资本	29.59%	28.97%	31.16%	32.63%
FFO/净债务	--	104.86%	114.62%	229.69%
EBITDA 利润率	--	19.38%	18.24%	18.81%
总资产回报率	--	8.98%	7.60%	9.27%
速动比率	1.32	1.25	1.32	1.24
现金短期债务比	0.91	0.96	1.14	1.13
销售毛利率	23.84%	26.29%	25.06%	25.10%
资产负债率	40.63%	41.86%	42.88%	44.29%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：李佳  
lij@cspengyuan.com

李佳

项目组成员：刘永永  
liuyy@cspengyuan.com

刘永永

评级总监：梁赞

梁赞

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **下游汽车行业景气度回暖，新能源汽车渗透率快速提高，驱动公司业绩较快增长。**2023年中国汽车销量创历史新高，在新能源汽车快速增长的带动下全年销量同比增长12%，其中新能源乘用车渗透率提高至约35%。目前传统动力汽车和混合动力汽车均配置内燃发动机，对公司主力产品发动机机油泵市场需求形成支撑；同时，纯电新能源汽车市场的快速发展提振公司电子油泵、电子水泵等产品的市场需求。受益于行业景气度回升，2023年公司营业收入和净利润分别同比增长17.44%和23.51%。
- **公司客户优质且稳定，传统主力产品维持市场领先地位，同时新能源业务拓展成效显著。**2023年公司继续与康明斯、比亚迪、奇瑞汽车、一汽集团及上汽集团等优质企业保持稳定合作关系，凭借客户资源和技术实力等优势，公司主力产品柴油机机油泵仍占据约四成的国内市场份额，当年收入同比增长17.59%；同时，公司大力拓展新能源汽车零部件市场，受益于细分行业高景气度和比亚迪等龙头客户业绩支撑，公司新能源板块收入同比大幅增长47.72%，占主营业务收入的比例提升至21%，跃升为公司第二大收入来源。

## 关注

- **2024年以来国内汽车行业竞争加剧导致公司盈利承压，同时需关注主要原材料价格上涨风险和外贸风险。**2024年以来下游主机厂全面掀起降价潮并呈加剧态势，预计压力将逐渐向产业链上游传导，但公司对供应商转嫁成本压力的能力有限，从而将挤压公司产品盈利空间；公司业务成本中直接材料占比较高，2024年以来国内铝价整体上扬，需关注铝锭等主要原材料价格上涨给公司带来的成本管控压力；此外，2023年公司外销收入占比为19.0%，目前暂无汇率管理工具，同时公司计划未来大力拓展海外市场，需关注汇兑风险和国际贸易摩擦带来的政策风险。
- **公司新增产能投资较活跃，仍需关注产能消化风险。**2023年，公司新增长三角和墨西哥生产基地的投资计划，当年末公司在建项目及拟建项目（不含基本完工投产的部分）总投资合计6.31亿元，主要为配合实施公司拓展新能源业务及海外市场的战略规划，具体产品包括新能源电子泵及无刷电机、生产精密铸件、多类泵等，上述项目投产后公司原有产品产能将快速增加，同时新增大量新产品产能，如未来市场开拓不及预期，公司将面临产能消化风险。
- **应收账款余额快速增长，营运能力有所下滑。**2023年公司销售账期拉长，主要系核心客户比亚迪和奇瑞汽车部分转用其供应链票据支付货款，当年公司应收账款周转天数同比增加约10天至111天，明显高于汽车零部件行业企业平均水平93天，同期公司净营业周期明显高于行业均值水平；当年末公司应收账款余额同比增长27.13%，增速明显快于营业收入增速，对公司营运资金形成较大占用，公司账期管理尚有提升空间。
- **公司因审议程序和信息披露违规被监管警示，内部治理及信息披露机制有待完善。**2023年7月20日，上海证券交易所对公司及相关高管人员予以监管警示，主要系公司于2020-2022年协助实际控制人控制的关联企业株洲易力达机电有限公司（以下简称“易力达”）获得银行流动资金贷款，因此发生受托支付的偶发性关联交易，但相关交易未及时履行董事会审议程序和信息披露义务，表明公司在内部治理及信息披露方面有待完善。
- **公司实控人及其一致行动人股份质押比例较高，融资资金主要流向关联企业。**截至2024年6月1日，公司实控人及其一致行动人合计质押公司股份占其所持股份的比例达58.46%，质押比率较高，质押融资资金主要用于收购同一实控人控制的关联企业易力达及补充易力达流动资金等，同时近年公司与易力达持续存在关联交易。近两年易力达整体经营表现不佳，或对实控人产生持续的资金需求，可能影响上市公司获取流动性，需关注该关联企业经营情况。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内发动机润滑冷却泵类技术的头部企业，拥有优质且稳定的客户资源，产品具备一定市场竞争力。近年公司柴油机机油泵市场份额较为稳定，同时大力拓展的新能源车用零部件市场业绩表现亮眼，在新能源汽车市场渗透率扩大的趋势下，预计公司的新能源车用零部件需求在中短期内存在支撑。综合来看，公司信用状况较为稳定。

### 同业比较（单位：亿元）

指标	圣龙股份 (603178.SH)	德尔股份 (300473.SZ)	飞龙股份 (002536.SZ)	公司
总资产	21.49	41.60	50.61	<b>30.04</b>
营业收入	14.50	42.99	40.95	<b>19.08</b>
净利润	0.53	0.09	2.41	<b>2.15</b>
销售毛利率（%）	13.79	19.89	20.89	<b>26.29</b>
资产负债率（%）	40.22	62.17	36.67	<b>41.86</b>

注：以上各指标均为 2023 年度/末数据。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
汽车零部件企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
湘泵转债	5.7739	5.7739	2023-4-12	2030-04-01

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2024年4月1日发行6年期5.7739亿元可转换公司债券（简称“湘泵转债”）<sup>1</sup>，募集资金原计划用于年产350万台新能源电子泵智能制造项目、高效节能无刷电机项目、企业技术中心升级项目和补充流动资金。截至2024年5月22日，“湘泵转债”募集资金专项账户余额为5.27亿元。

## 三、发行主体概况

2024年5月18日，公司发布《关于拟变更公司名称、注册资本及修订<公司章程>的公告》称，公司名称拟变更为湖南美湖智造股份有限公司，证券简称“湘油泵”和证券代码保持不变，更名主要为匹配公司目前更加多元化的业务结构及战略规划，本次更名及修订章程事项尚需向市场监督管理部门办理变更登记与备案，最终以市场监督管理部门核准的名称为准；同时拟对23,400股限制性股票进行回购注销，将导致公司股本和注册资本有所减少。截至本报告出具日，上述变更事项尚未完成。2023年，公司因对726,336股限制性股票进行回购注销导致总股本减少，当年末公司注册资本和实收资本均变更为2.08亿元。跟踪期内，公司控股股东与实际控制人仍均为许仲秋，2024年3月末其持股比例为19.61%，与其一致行动人许文慧（父女关系）合计持股27.36%，公司股权结构图见附录二。

2023年，公司合并报表范围内新增2家子公司；至2023年末，公司合并报表范围内共7家子公司。

**表1 2023年公司合并报表范围变化情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
湘油泵投资（香港）有限公司	100%	1万港币	生产精密压铸件、多类泵产品等	新设
安徽嘉力机械科技有限公司	95%	1,000万元人民币	生产精密压铸件、多类泵产品等	新设

注：2024年4月30日，公司发布《湖南机油泵股份有限公司关于对外投资向子公司增资的公告》称拟对安徽嘉力机械科技有限公司增资，增资后该子公司注册资本增加到15,000万元，公司持股比例将变更为99.67%，截至本报告出具日，该事项尚未完成工商变更。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表2 截至2023年末公司合并范围内主要一级子公司业务及财务表现（单位：亿元，%）**

公司名称	主要产品	成立时间	注册资本	持股比例	总资产	净资产	净利润
衡山齿轮有限责任公司	齿轮、减速机	2003-01-13	0.50	100.00	2.50	1.46	0.08

<sup>1</sup>湘泵转债初始转股价格为16.99元/股，转股期的起止日期：2024年10月9日至2030年3月31日（如该日为法定节假日或休息日，则顺延至下一个交易日；顺延期间付息款项不另计息）。

湖南省嘉力机械有限公司	铝压铸件	2011-06-27	0.60	100.00	3.50	1.16	0.12
湖南腾智机电有限责任公司	电磁阀、真空泵	2017-03-23	0.60	100.00	1.04	0.19	-0.11
湖南东创智能装备有限公司	智能装备、智能化技术	2018-05-15	0.50	90.00	1.18	0.51	0.08
东兴昌科技（深圳）有限公司	电机	2019-08-21	0.40	51.00	1.45	0.37	-0.02

资料来源：公司2023年年度报告及国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临



不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

### 1. 汽车零部件行业

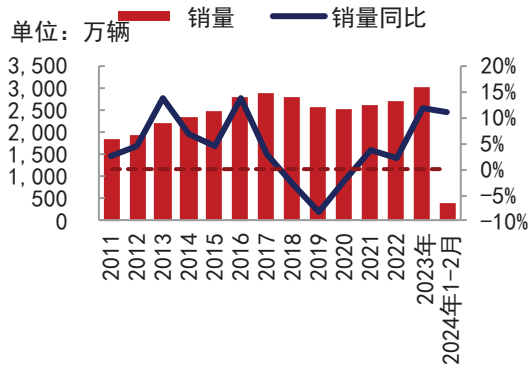
**2023年中国汽车销售市场整体表现良好，预计2024年国内整车市场需求稳中有增，汽车零部件行业仍将继续受益于汽车出海维持较高景气度和汽车零部件国产替代率逐步提升的双重有利因素，其中新能源汽车零部件产业链需求将更为旺盛；同时需关注2024年下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车和新能源车全面掀起降价潮，或对汽车零部件企业盈利形成一定挤压**

2023年中国汽车销售市场整体表现良好，在新能源汽车快速增长的带动下，全年销量维持较高增速，累计销量3,009.4万辆，同比增长12.00%，自2021年以来已连续3年实现保持增长趋势，全年销量更创历史新高。出口市场方面，2023年，我国实现汽车出口491万辆，同比大幅增长57.90%，表现亮眼，全球范围看，2023年我国汽车出口量超越日本，已跃升世界第一大汽车出口国。

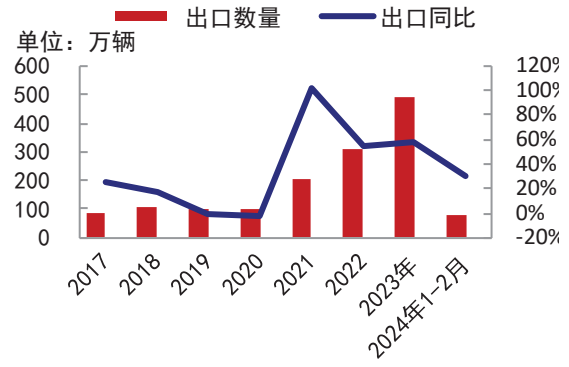
汽车产业具有促消费稳增长的作用，是政府的重点监测和扶持产业之一。2024年3月，国务院发布关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，开展汽车以旧换新。组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，并引导行业有序竞争。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设，利好政策频出。主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力。截至2023年末，根据公安部数据统计，我国千人汽车保有量持续上升至238辆<sup>2</sup>，但与美国837辆、韩国472辆等全球主要国家相比，长期仍具备提升空间。同时，预计国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企、部分电动化转型较好且具备综合研发配套能力的零部件企业将继续受益于新能源行业的较高景气度，转型较慢的传统燃油车厂商面临压力，尾部企业开始出清，行业竞争加剧。

从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，自2023年以来，国内汽车市场一轮轮汽车降价浪潮此起彼伏，不仅涉及传统车企，更多造车新势力也纷纷加入其中。究其原因，首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，希冀于加强去库存收拢回现金流，从而改善经营状况；其次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间，在囚徒困境的博弈环境下，其他车企必须纷纷跟随降价销售策略，作为主机厂商的供应商，汽车零部件行业面临的主机厂采购价格压降压力或随之上升。

<sup>2</sup>按照 2023 年末汽车保有量 3.36 亿辆/2023 年末全国人口数量计算所得。

**图1 2023年我国汽车销量保持增长**


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

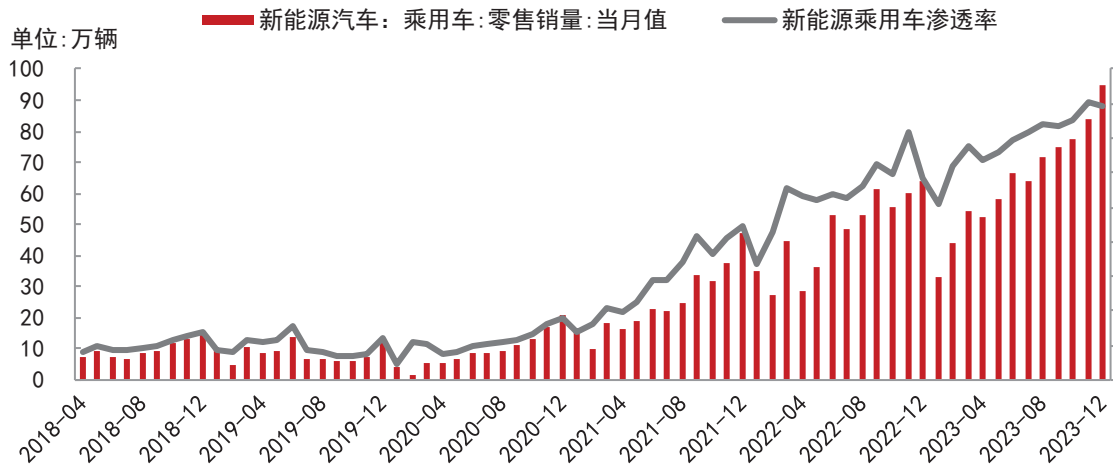
**图2 汽车出口市场保持较高景气度**


资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

新能源汽车零部件方面，随着消费者对新能源汽车认可度逐步提高，充电桩等配套设施持续完善，主流车企不断加大新能源车型投放力度，汽车智能化程度不断提升，未来国内市场对新能源车的需求仍较好，需求推动已取代政策推动成为刺激新能源车消费的核心动力，预计新能源汽车渗透率和新能源汽车零部件需求均有望进一步提高。

从中期来看，掌握新能源汽车零部件核心技术以及供应体系获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出的趋势愈发明显。长期来看，政府支持新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场渗透率继续扩大仍是必然趋势，新能源汽车零部件需求存在持续支撑。此外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于全球领先地位，国内汽车零部件企业在部分领域技术和成本优势明显，随着海外产能规划建设布局加速，汽车零部件企业有望加快实现部分零部件细分领域的全球化进程，提升全球市场份额。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链，但也需要关注海外市场面临的贸易政策风险。

**图3 近年新能源乘用车销量和渗透率整体呈波动向上态势**



注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

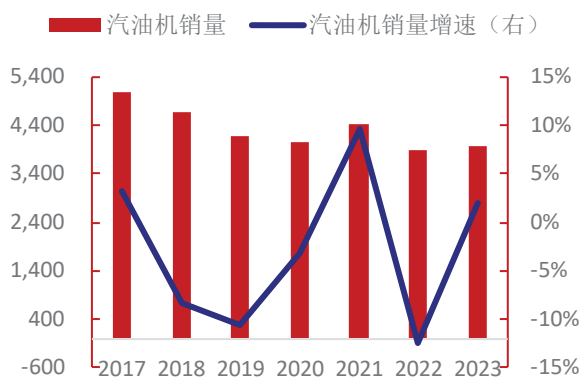
## 2、发动机及其泵类行业

受益于消费市场回暖和物流恢复等有利因素，2023年内燃机市场整体小幅回暖，其中柴油机销量明显反弹，行业集中度进一步提升；汽车电动化趋势下传统燃油车市场基本盘及插电式混合动力汽车的快速增长仍将对内燃机需求形成一定支撑，同时随着纯电动汽车市场发展，将增加对电子油泵、电子水泵等产品的需求

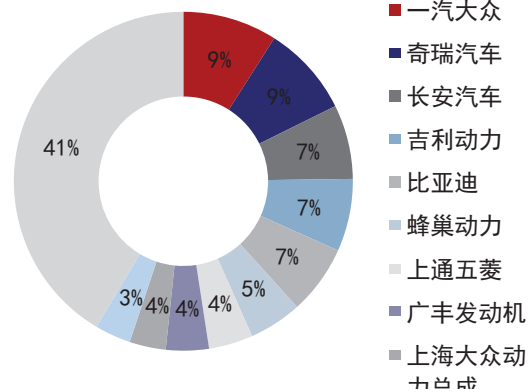
内燃机是汽车及机械装备的动力系统中应用最广泛的品种，受下游终端市场需求量变动影响，近年我国内燃机销量呈现波动态势。根据中国内燃机工业协会（以下简称“中内协”）数据，2023年内燃机销量为4,473.76万台、同比增长2.85%，主要受益于消费市场回暖和物流市场逐步恢复等。内燃机主要分为汽油发动机与柴油发动机，2023年前者销量的市场份额达到88.55%。汽油发动机按照缸数可分为单缸汽油机与多缸汽油机，其中多缸汽油机动力更强、稳定性好，多应用于乘用车及工程机械等领域，占据汽油机主要市场。2023年汽油机销量总计3,958.47万台，同比增长1.88%，其中多缸汽油机占比达50.42%。目前国内与乘用车配套的汽油发动机主要由大型汽车整车厂商或其下属子公司生产供应为主，独立的专业泵类生产企业尚不多。根据中内协数据，2023年多缸汽油机制造企业中CR5占38.30%、CR10占54.05%，行业集中度同比有所提升，市场竞争仍较为激烈。

图 4 近年中国汽油机销量及增速

图 5 2023 年中国多缸汽油机企业市场分布



资料来源：中国内燃机工业协会，中证鹏元整理



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

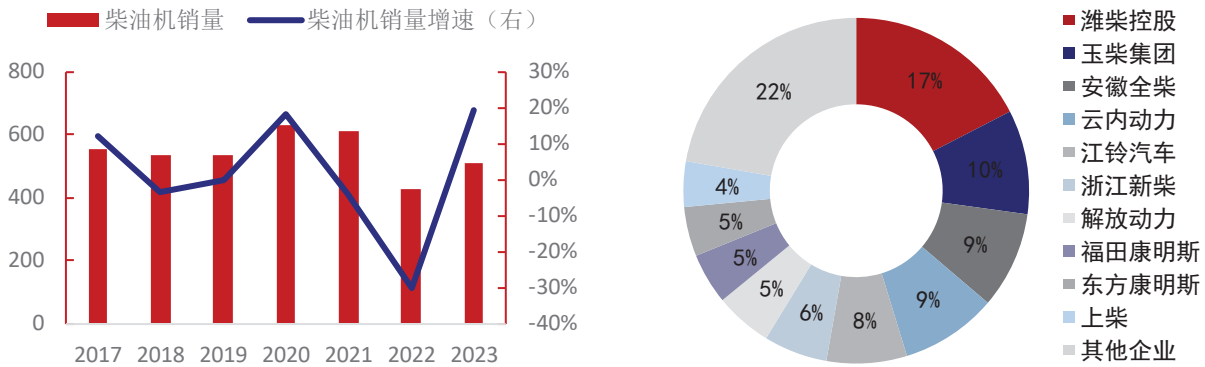
从长期看，纯电动车和燃料电池车是零排放的最终解决方案，但在中短期内，内燃发动机仍将在汽车动力源中占有较大份额。根据中国汽车工业协会数据，2023年中国汽车销量中传统燃油车市场占有率为68.40%。新能源汽车中，插电式混动车型保留了对发动机泵类产品需求，2023年插电式混合动力车型销量为280.4万辆，占新能源汽车销量的比例为29.53%，同比增长84.7%，超过新能源汽车增速46.8个百分点。同时，随着纯电新能源汽车市场的快速渗透，市场将增加对电子油泵、电子水泵等产品的需求。

柴油发动机按气缸数目主要分为单缸柴油机和多缸柴油机，多缸柴油机主要用于汽车、船舶、农业机械、工程机械、发电机等领域，主要与国家宏观经济发展、社会固定资产投资和基础设施建设等因素密切相关。商用车为多缸柴油机最主要的下游应用领域，近年随着我国房地产、基建等领域的不断发展，带动了我国商用车行业的发展，从而支撑多缸柴油机市场需求。2022年，受燃油重卡更新为新能源重卡、物流市场低迷等因素影响，多缸柴油机销量大幅下滑。2023年，随着经济逐步回暖，物流市场需求恢复，全年柴油机销量511.65万台、同比增长10.54%，其中多缸柴油机占比达80.80%。

市场集中度较高且进一步提升，2023年中国多缸柴油机企业市场CR5达52.77%、CR10达77.74%。随着我国环保监管力度不断加码，国内主流头部厂家及企业加大研发投入，技术升级加快，缺乏开发实力的中小型企业将面临逐渐被淘汰的局面，预计行业集中度将进一步提升。虽然国内柴油发动机在行业整体水平上和世界先进水平的差距逐渐缩小，但全球中重型柴油发动机高端产品的研发和制造主要集中在美国、德国和日本等发达国家或地区，由康明斯、卡特彼勒、道依茨等几大巨头企业占据主要市场份额，国内柴油机部分关键零部件产品仍依靠国外提供。为迎合重卡、大中型工程机械和船舶动力大型化的趋势，与大中型柴油发动机配套的中大马力、模块化集成与节能技术仍是柴油发动机泵类产品技术发展的重点。

图6 近年中国柴油机销量及增速情况

图7 2023年中国多缸柴油机企业市场分布



资料来源：中国内燃机工业协会，中证鹏元整理

资料来源：中国内燃机工业协会，中证鹏元整理

### 3. 原材料市场环境分析

2023 年钢材总体延续疲软态势，均价有所下滑，预计 2024 年仍将延续供强需弱格局；国内铝价呈震荡态势，2024 年以来整体上扬，预计后续将呈现震荡偏强走势，需关注原材料价格上升或加大发动机泵类制造企业的成本管控压力

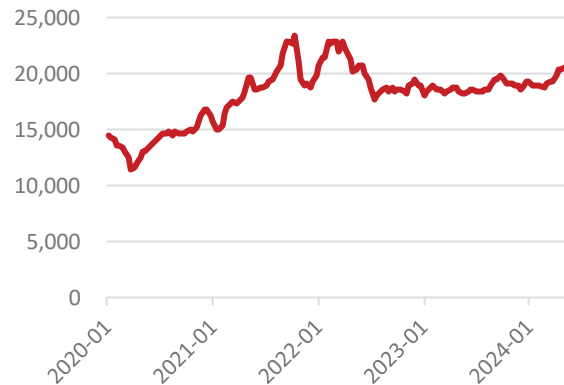
发动机泵原材料主要包括铝锭、钢材、生铁等。2023 年，钢铁行业总体延续疲软态势，下游用钢行业需求萎缩，钢材价格降幅大于成本降幅，全年钢材综合价格指数(CSPI)平均值为 111.86 点，同比下降 9.33%；目前钢铁行业进入以减量调结构为主要特征的下行周期，预计 2024 年仍将延续供强需弱格局。受消费市场阶段性回暖、矿端供应扰动、国际金融市场动荡等多重因素影响，2023 年铝价整体呈震荡态势，全年铝锭(A00)主要在 17900-19500 元/吨区间内波动，年末价格上扬，2024 年以来下游消费端稳中向好，铝价整体呈上升态势；在供应端增长有限，需求端维持增长的情况下，预计铝价后续将呈现震荡偏强走势，原材料价格上涨将对发动机泵类制造企业的成本控制形成压力。

图 8 钢材综合价格指数(CSPI)波动情况



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图 9 铝锭(A00)价格波动情况（单位：元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

2023年公司维持主力产品柴油机机油泵的竞争优势和市场领先地位，并大力开拓新的业绩增长点——新能源车用零部件市场；凭借客户资源等优势，公司在下游需求回暖和新能源汽车行业高景气度的利好环境中实现业绩较快增长，但需关注公司近期产能投资较活跃，行业竞争加剧趋势下或加大其经营压力

公司是国内发动机润滑冷却泵类领域的头部企业，产品以柴油机机油泵和汽油机机油泵为主导，分别应用于商用车和乘用车领域，近两年大力拓展新能源车用零部件业务。2023年，受益于下游消费市场和物流需求回暖等，公司主营业务收入明显增长，同时收入结构受细分市场需求波动有所调整。前三大业务板块中，新能源汽车市场强势增长带动公司新能源车用零部件收入同比增长47.72%、占比提升至21%；柴油机机油泵作为公司传统优势产品，实现17.59%的收入增幅、占比保持稳定；汽油机机油泵收入规模较为稳定、占比下滑。上述业务板块毛利率变动均不大。

其余主要产品中，公司变速箱泵产品收入明显增长、毛利率增加11.67个百分点，主要系公司增加供应技术含量更高的产品；而电机产品因下游家电等终端市场景气度低迷，收入和毛利率均有所下滑。整体来看，2023年公司整体毛利率小幅提升，其中外销渠道仍保持明显更高的毛利空间。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
柴油机机油泵	6.04	32.17	34.74	5.13	32.06	32.10
汽油机机油泵	3.51	18.72	21.85	3.54	22.09	23.23
新能源车用零部件	3.94	21.01	22.77	2.67	16.67	23.32
电机	1.32	7.06	11.59	1.59	9.92	16.79
变速箱泵	1.80	9.57	28.15	1.21	7.58	16.48
其他	2.15	11.47	26.45	1.87	11.68	26.47
<b>主营业务合计</b>	<b>18.76</b>	<b>100.00</b>	<b>26.60</b>	<b>16.01</b>	<b>100.00</b>	<b>25.32</b>
其中：境内销售	15.19	80.97	24.25	12.51	78.12	23.45
境外销售	3.57	19.03	36.57	3.50	21.88	31.97

注1：新能源车用零部件主要包括新能源车用的汽油机机油泵、电动油泵、电动水泵、铝毛坯、电机、变速箱油泵等；

注2：上表电机数据仅包含3C类消费电机，车用级电机（激光雷达电机）已统计入当年新能源车用零部件中；

注3：“其他”主要为公司对主机厂销售的配套产品，包括水泵、减速机、齿轮、铝毛坯、模块化产品等。

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

公司主要客户优质且稳定，但集中度仍较高；2023年公司占据柴油机机油泵市场约45%的领先份额，同时发力新能源汽车零部件市场，受益于行业高景气度及比亚迪等龙头客户业绩支撑，公司新能源板块业绩表现亮眼，预计行业景气度延续下公司产品需求在中短期内仍有保障，但2024年以来下游主机厂竞争加剧将导致公司盈利承压

公司是国内外多家主机厂的一级供应商，借助长期积累的品牌形象、技术实力和严格的质量管理体系等优势，2023年继续与国内外众多知名客户保持战略配套合作关系，供货方式未发生较大变化。按照整车或主机厂对供应商的选择标准，零部件配套企业需接受严格考核评价，考核认证时间一般为1-3年，且认证期间投入成本较高，因此建立配套关系后一般会形成较为长期稳定的合作。同时，零部件企业需与主机厂同步设计开发以保持新产品需求的响应速度，2023年公司研发支出占营业收入的比例（6.32%）较高，取得13项发明专利授权，当年末公司及子公司合计拥有发明专利79项。

2023年，公司前五大客户为康明斯、比亚迪、奇瑞汽车、一汽集团及上汽集团等优质企业，客户较为稳定，前五大客户贡献的销售额占营业收入比重近五成，集中度仍较高。柴油机机油泵是公司的业绩基本盘，该产品的品牌认知度及客户粘性较好，2023年其市场份额仍较高，其中对全球动力设备龙头企业康明斯的销售额有所扩大，占公司营业收入比例约20%；但汽油机油泵市场竞争相对更加激烈，当年市场份额小幅下滑；据中内协数据估算，2023年公司柴油机机油泵、汽油机油泵国内市场份额分别为45.13%、6.50%<sup>3</sup>。

在汽车电动化趋势下，公司积极拓展新能源汽车零部件市场。2023年，公司在职员工数量同比增加132人至2,929人，约60%的增量人员为技术人员，主要服务于公司新能源业务板块，与公司业务结构的变化特点和发展战略相匹配。受益于新能源汽车市场景气度和比亚迪等龙头客户业绩支撑<sup>4</sup>，2023年公司新能源板块收入大增，其中来自比亚迪的收入占比约47%，公司对其供应的产品主要为混合动力机油泵、电子油泵等新能源汽车零部件，其余新能源客户主要为智新科技股份有限公司（东风汽车集团子公司）、吉利控股集团和广汽集团等。在新能源汽车市场渗透率扩大的趋势下，预计公司的新能源车用零部件需求在中短期内存在支撑。

2024年一季度公司业绩继续增长，主要受益于下游需求景气度延续。但我们也关注到，2024年以来下游主机厂全面掀起降价潮并呈加剧态势，预计压力将逐渐向产业链上游传导，而公司对供应商转嫁成本压力的能力有限，从而将挤压公司产品盈利空间。

**表4 近年公司前五大客户情况（单位：万元）**

序号	客户名称	2023年		2022年	
		销售额	占营业收入比例	销售额	占营业收入比例
1	康明斯	36,753.75	19.59%	33,211.62	20.45%
2	比亚迪	18,716.82	9.98%	17,421.88	10.73%
3	奇瑞汽车	13,515.08	7.20%	7,517.26	4.63%
4	一汽集团	10,391.55	5.54%	8,545.23	5.26%

<sup>3</sup> 根据中内协数据，2023年全年柴油机销量511.65万台，公司销量占比为230.92/511.65=45.13%；同期汽油内燃机销量3,958.47万台，公司销量占比为257.41/3,958.47=6.50%。

<sup>4</sup> 根据比亚迪披露的数据，2023年比亚迪新能源汽车累计销量302万辆，同比增长61.86%。

5	上汽集团	9,339.10	4.98%	--	--
6	卡特彼勒	--	--	10,586.56	6.52%
<b>合计</b>		<b>88,716.30</b>	<b>47.28%</b>	<b>77,282.55</b>	<b>47.58%</b>

注：标“--”数据仅代表该客户当年未进入前五大名单，并非对该客户销售额为0。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售渠道来看，公司海外业务较为稳定，业绩增量主要来自国内客户。2023年公司外销收入占比为19.0%，较上年略有下降。考虑到国内市场竞争加剧而海外业务毛利较高，公司计划未来大力拓展海外市场，但需关注汇兑风险和国际贸易摩擦带来的政策风险。此外，2023年公司销售账期拉长，主要系客户比亚迪和奇瑞汽车部分转用其供应链票据支付货款，当年公司应收账款周转天数同比增加约10天至110.54天，明显高于汽车零部件行业企业平均水平<sup>5</sup>93.03天，表明公司下游账期管理尚有提升空间。

**2023年公司主要产品的产能利用率均有所提升，其中新能源车用零部件产销量大增，变速箱泵和柴油机机油泵产品结构优化，但电机产品结构转向中低端；公司在建产能较大，同时为服务核心客户和开拓海外市场，公司拟新建长三角和墨西哥工厂，需关注资金压力和产能消化风险**

公司以销定产并保持一定安全库存，故主要产品产销率仍保持较高水平。随着公司定增募投项目“节能与新能源汽车零部件智能制造技术改造项目”逐步投产，2023年公司汽油机机油泵、变速箱泵设计产能分别同比增加20万台，其余主要产品产能不变，业绩扩张下各产品产能利用率均有所提升。分产品类型看，受益于新能源汽车行业需求增长，2023年公司新能源车用零部件的产销量分别同比增长51.01%、61.86%，产销率亦同比提升约6个百分点，新增产量对应的产品主要为汽油机机油泵（用于混合动力汽车）、电动油泵、新能源车用电机等。公司的主力产品柴油机机油泵产量小幅增加，其中单价较高的天然气重卡机油泵产品占比提升，产品结构有所优化。变速箱泵产销量亦明显增长，且新增产品的技术含量和售价相对较高。公司电机产品产销量同比大增，但因下游家电等消费市场景气度低迷，同时部分国外高端客户采购量下滑，当年公司产销的电机以中低端产品为主，公司计划未来逐渐减少生产低毛利的电机产品。

**表5 公司新能源车用零部件的产销量情况（单位：万台）**

年份	产量	销量	产销率
2023	342.10	323.33	94.51%
2022	226.54	199.76	88.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表6 公司主要产品（分类别）的产能、产量和销量情况（单位：万台）**

年份	产品类别	产量	设计产能	产能利用率	销量	产销率
2023年	柴油机机油泵	227.32	290.00	78.39%	230.92	101.58%

<sup>5</sup> 统计样本是截至2024年5月28日分类为“GICS-汽车零部件行业”的213家A股上市公司（剔除ST企业），平均水平以行业企业中位数衡量，下同。



	汽油机机油泵	417.88	520.00	80.36%	401.56	96.09%
	水泵	28.13	30.00	93.78%	28.55	101.48%
	变速箱泵	152.36	160.00	95.23%	143.98	94.50%
	燃油泵	28.43	45.00	63.18%	28.70	100.96%
	电机	575.28	650.00	88.51%	567.02	98.56%
2022年	柴油机机油泵	215.17	290.00	74.20%	214.05	99.48%
	汽油机机油泵	378.66	500.00	75.73%	361.77	95.54%
	水泵	24.70	30.00	82.34%	25.02	101.28%
	变速箱泵	104.30	140.00	74.50%	104.89	100.56%
	燃油泵	26.34	45.00	58.54%	29.14	110.59%
	电机	288.50	650.00	44.38%	326.78	113.27%

注：1、该表汽油机机油泵、电机统计口径分别包含插电式混动车汽油机机油泵、激光雷达电机，未单独统计新能源车用零部件数据；2、该表设计产能统计口径为年末时点数；上表中产能数据已包含定增项目“节能与新能源汽车零部件智能制造技术改造项目”产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司在建项目主要为定增募投项目节能与新能源汽车零部件智能制造技术改造项目和本期债券募投项目，资金来源均为对应募集资金。拟建项目除本期债券募投项目外，2023年公司还新增2个拟建项目、合计投资1.94亿元，拟使用自有资金，带来一定资本开支压力。具体来看，公司当年新设了2家子公司作为运营主体，其中安徽嘉力机械科技有限公司负责投建运营安徽生产基地，主要生产精密铸件、多类泵等产品，优先服务于以奇瑞汽车为代表的“长三角”客户；湘油泵投资（香港）有限公司负责投建墨西哥工厂，该项目有助于公司拓展海外市场，但需关注法律、合规等风险以及公司的本土化运营能力。此外，目前公司新能源电子泵产能仅35万台，在建项目投产后新能源电子泵的产能预计大幅增加至350万台，同时将新增400万台新产品——高效节能无刷电机产能<sup>6</sup>，需关注未来市场开拓不及预期，公司将面临产能消化风险。

**表7 截至 2023 年末公司主要在建及拟建项目（单位：亿元）**

项目	项目用途	预计 总投	累计 已投	累计投 入比例	尚需 投资	资金来源
节能与新能源汽车零部件智能制造技术改造项目	增加先进变速器油泵、变排量汽油机机油泵、高端柴油发动机润滑冷却零部件的产能，新增高端发动机机油泵和先进变速器油泵产品 220 万台/年生产能力	2.77	2.48	89.66%	0.29	定增募集资金 29,747 万元
年产 350 万台新能源电子泵智能制造项目	预计形成年产新能源电子泵 350 万台的生产能力	2.15	0.32	14.88%	1.83	本期债券
<b>在建项目合计</b>		<b>4.92</b>	<b>2.80</b>	-	<b>2.12</b>	-
高效节能无刷电机项目	主要用于汽车电子泵的等车用电机、EPS 电机、关节模组电机以及工业智能扫地机电机的制造，项目建成达产后，将形成年产高效节能无刷电机 400 万台的生产能力	1.61	-	-	1.61	本期债券
企业技术中心升级项	--	0.61	-	-	0.61	本期债券

<sup>6</sup> 公司募投项目的高效节能无刷电机主要应用于泵类、机器人等场景，与原有电机产品的应用场景存在差异。

目

安徽生产基地项目	生产精密压铸件、多类泵产品等	1.50	-	-	1.50	自有资金
墨西哥工厂项目	生产精密压铸件、多类泵产品等	0.44	-	-	0.44	自有资金
<b>拟建项目合计</b>	--	<b>4.16</b>	-	-	<b>4.16</b>	-

注：节能与新能源汽车零部件智能制造技术改造项目已基本完工投产，剩余少量尾部工程在建。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2023年公司主要供应商较为稳定，采购集中度同比略有提升、水平一般；公司业务成本中直接材料占比较高，虽然部分零部件自供带来一定成本优势，但仍需关注铝锭等主要原材料价格上涨带来的成本管控压力**

2023年公司主营业务成本中直接材料占比为65.88%。公司产品的原材料主要为铝锭、钢材、生铁等，对外采购的零部件包括齿轮、电磁阀、内外转子、轴、压铸毛坯、叶片、刀具等标准件。其中，公司机油泵产品所需的齿轮、铝铸件主要分别由子公司衡山齿轮、嘉力机械内供，外采零部件主要用于子公司精加工。铝锭为公司成本中最主要的原材料，历史主要供应商为湖南宏拓铝业有限公司，2023年随着业务规模扩大，公司对其采购额明显增加，同时当年新增铝锭、铝件供应商——湖南普卡科技制造有限公司进入前五大供应商名单，其余主要供应商较为稳定，公司采购集中度同比略有提升、水平一般。2023年公司主要原材料采购均价同比变动不大，但2024年以来国内铝价整体上扬，需关注铝锭等原材料价格上涨给公司带来的成本管控压力。

**表8 公司前五大供应商情况（单位：万元）**

序号	客户名称	采购内容	2023		2022	
			采购额	占采购总额比例	采购额	占采购总额比例
1	湖南宏拓铝业有限公司	铝锭	12,343.82	9.72%	9,348.71	8.23%
2	苏州莱特复合材料有限公司	齿轮、滑块	4,755.23	3.75%	4,610.68	4.06%
3	湖南普卡科技制造有限公司	铝锭、铝件	4,502.05	3.55%	-	-
4	常熟骏驰科技有限公司	电磁阀	4,189.23	3.30%	5,384.92	4.74%
5	国网湖南省电力公司衡东县供电公司	电力	3,986.27	3.14%	3,139.80	2.77%
6	衡东辉宏机械制造有限公司	加工服务、盖板/碗形塞等	-	-	3,005.82	2.65%
	<b>合计</b>	--	<b>29,776.59</b>	<b>23.45%</b>	<b>25,489.93</b>	<b>22.45%</b>

注：标“--”数据仅代表该供应商当年未进入前五大名单，并非对该供应商采购金额为0。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2023年末，公司合并报表范围内共7家子公司。

## 资本实力与资产质量

受益于经营积累等，2023年公司资产规模继续扩张，且资本结构有所优化；资产结构符合汽车零部件制造企业特征，资产质量和流动性一般；随着产能、业绩扩张及核心客户信用政策变化，公司在建项目投入成本和应收账款明显增长，应收款项对公司营运资金形成较大占用

受益于公司经营积累等，近年公司产权比率呈下降态势，2023年末降至72%，2024年3月末资本结构进一步优化，杠杆水平不高，但随着本期债券成功发行，公司产权比率将有所提升；公司所有者权益构成无重大变化，仍以未分配利润为主且占比小幅提升。

图 10 公司资本结构

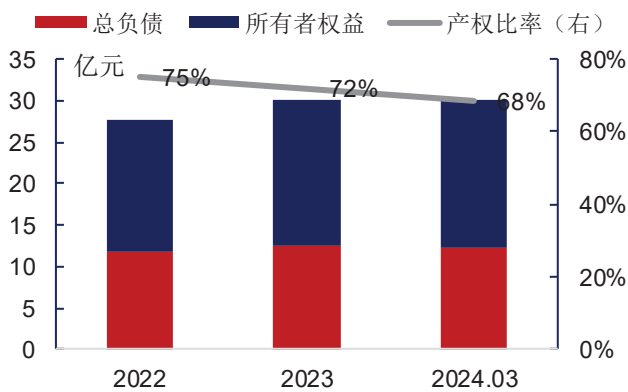
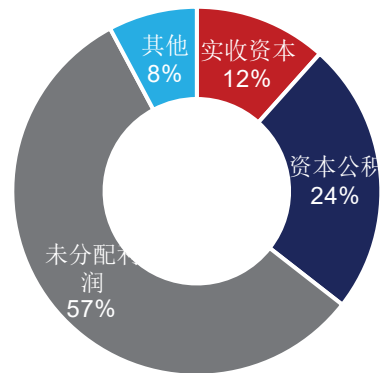


图 11 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司总资产有所扩张，仍以非流动资产为主。作为汽车零部件行业制造企业，公司最重要的生产性资产为厂房、设备等固定资产，以及因持续投建新产能与配套设施形成的在建工程，2023年在建工程明显增长，主要为定增与本期债券募投项目以及职工公租房。公司在生产和销售过程中形成库存商品、原材料等存货，随着业务扩张，2023年存货规模略有增加；结构上以库存商品为主，主要系配合主机厂商的零库存管理和及时领用要求进行备货，期末存货跌价准备合计0.06亿元，考虑到公司备货一般有订单保障，存货跌价风险相对可控，但需关注公司存货周转天数约104.41天，略高于汽车零部件企业行业平均水平（98.41天），存货管理效率有待提升。同期公司应收账款、应收票据和应收款项融资合计数亦同比增长，账期基本在1年以内，2023年公司对大部分客户的信用政策未发生较大变化，但主要客户中比亚迪和奇瑞汽车增加其以供应链票据支付货款的比例<sup>7</sup>，根据会计准则相关供应链票据计入

<sup>7</sup> 其中比亚迪原主要以银行承兑汇票结算，现主要以其供应链票据（“迪链”）结算，奇瑞汽车原主要以银行转账、银行承兑汇票及少量供应链票据结算，现其供应链票据（“宝象”）支付比例提升至约10%。

“应收账款”，导致当年末应收账款余额增速明显快于营业收入增速，对公司营运资金形成较大占用；2023年末坏账准备余额为0.42亿元，同比略增。

其余主要资产中，货币资金主要为银行存款，受限比例为15.72%，同比减少主要系项目投入使用；长期股权投资仍主要为湖南东嘉智能科技有限公司等5家联营企业，同比变动不大；其他非流动资产主要为预付工程设备和购房款，随着公司项目新增投入，规模略增。截至2023年末，公司受限资产包括4.51亿元固定资产、0.30亿元应收款项融资、0.24亿元货币资金、0.13亿元无形资产和0.03亿元投资性房地产，合计5.21亿元，占公司总资产的比例为17.33%。此外，公司尚有0.91亿元固定资产未办妥权证。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.49	4.94%	1.56	5.18%	2.70	9.77%
应收票据	1.12	3.70%	0.91	3.02%	0.95	3.44%
应收账款	6.53	21.63%	6.56	21.83%	5.16	18.63%
应收款项融资	2.11	6.99%	2.45	8.15%	1.40	5.06%
存货	4.09	13.54%	4.15	13.82%	4.00	14.47%
<b>流动资产合计</b>	<b>16.11</b>	<b>53.38%</b>	<b>16.35</b>	<b>54.42%</b>	<b>15.73</b>	<b>56.85%</b>
长期股权投资	1.38	4.59%	1.39	4.62%	1.37	4.97%
固定资产	7.83	25.94%	7.85	26.13%	7.65	27.65%
在建工程	2.37	7.85%	2.10	6.97%	0.93	3.37%
其他非流动资产	1.49	4.95%	1.34	4.47%	0.93	3.37%
<b>非流动资产合计</b>	<b>14.07</b>	<b>46.62%</b>	<b>13.69</b>	<b>45.58%</b>	<b>11.94</b>	<b>43.15%</b>
<b>资产总计</b>	<b>30.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.67</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2023年受益于下游需求复苏，公司营业收入和净利润同比明显提升，费用控制水平仍优于主要竞争对手，盈利表现尚可，但2024年以来下游行业竞争呈加剧态势，关注对公司产品盈利能力的影响

公司主营发动机泵类产品，并拓展变速箱泵、电子泵类、电机等汽车零部件产品，主营业务盈利是其利润的主要来源。2023年主要受益于下游需求复苏，公司营业收入和净利润分别增长17.44%和23.51%，EBITDA利润率和总资产回报率均有所改善，毛利率仍高于主要竞争对手及汽车零部件行业企业平均水平；2024年一季度公司营业收入同比增长14.59%，毛利率小幅下滑至23.84%，从全年来看，汽车行业竞争呈加剧态势，预计公司盈利能力承压。

期间费用方面，公司销售费率与主要竞争对手水平相当，2023年销售费用同比增加75.83%，其中产品质量保证费明显增加，主要系2023年公司发生金额较大的产品质量赔付事件导致质量保证费用率提升，

近年公司产品品类不断丰富且产量扩张较快，需关注其产品质量风险管控情况；公司管理费率同比下降，且明显优于主要竞争对手及汽车零部件行业企业均值水平；2023年公司财务费用同比小幅增加，主要系汇兑收益减少，考虑到公司外销收入规模较大且无汇率管理工具，需关注其汇兑风险；公司研发费用同比变化不大，研发费率与汽车零部件行业企业均值相比仍较高。整体来看，公司期间费用率同比变化不大，与汽车零部件行业企业均值水平相当、优于主要竞争对手，毛利率扣除期间费用率的指标同比提升且明显高于行业均值水平。

此外，2023年公司获得0.17亿元政府补助和税收优惠，对利润形成有益补充。2023年公司归母扣非净利润同比增长27.67%，盈利表现尚可。

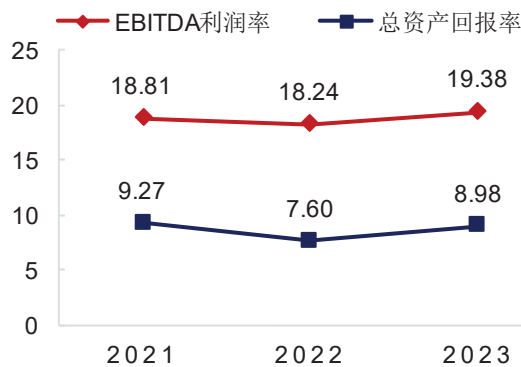
**表10 2023年公司及相关企业盈利能力指标对比（单位：亿元，%）**

公司名称	营业收入	毛利率	期间费率	销售费率	管理费率	研发费率	财务费率	毛利率-期间费率
湘油泵 (2022年)	16.24	25.06	13.31	1.52	3.83	7.24	0.72	11.75
<b>湘油泵</b>	<b>19.08</b>	<b>26.29</b>	<b>13.19</b>	<b>2.28</b>	<b>3.69</b>	<b>6.32</b>	<b>0.90</b>	<b>13.10</b>
飞龙股份	40.95	20.89	14.40	2.50	6.09	5.87	-0.06	6.49
德尔股份	42.99	19.89	19.72	2.12	11.45	4.30	1.85	0.18
圣龙股份	14.50	13.79	13.53	1.83	5.25	6.32	0.14	0.25
行业均值	16.96	22.77	13.04	1.97	5.40	4.55	0.11	9.73

注：统计样本是截至2024年5月28日分类为“GICS-汽车零部件行业”的213家A股上市公司（剔除ST企业），均值以行业企业中位数衡量。

资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

**图 12 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

本期债券发行后公司杠杆水平明显提升，但短期偿债压力相对可控；2023年公司经营性现金流净额无法覆盖资本开支，预计项目后续投入尚需新增融资，考虑到公司作为上市公司具有较为畅通的融资渠道，且银行授信剩余额度可提供一定流动性支持，综合来看，公司流动性表现一般

公司总负债中刚性债务规模占比近六成。2023年末公司总债务规模同比变动不大，但短期债务占比提升至71.77%；此外，公司于2024年4月发行5.77亿元的本期债券后债务规模大幅提升。公司债务类型主要为银行借款和债券，辅以少量票据融资，融资成本较低，其中银行借款平均融资成本为3.25%，主要包括信用借款、保证借款和抵质押借款，公司主要合作银行包括中国进出口银行、中国建设银行、中国工商银行、中国银行、招商银行、光大银行、北京银行和湖南银行等。公司经营性债务主要为对供应商的应付货款，随着经营规模扩大，规模有所增加。

**表11 2023年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	3.25%	6.23	4.22	1.41	0.57	0.03
应付票据	0.05%	0.44	0.44	-	-	-
租赁负债	-	0.047	0.046	0.001	-	-
已背书未到期票据	-	0.40	0.40	-	-	-
<b>合计</b>	-	<b>7.12</b>	<b>5.10</b>	<b>1.41</b>	<b>0.57</b>	<b>0.03</b>

注：1. 1年以上的银行借款余额未统计应付利息；2. 租赁负债均为租赁厂房、写字楼、宿舍所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.08	25.11%	2.72	21.66%	3.62	30.50%
应付票据	0.32	2.61%	0.44	3.52%	0.43	3.60%
应付账款	3.44	28.02%	4.01	31.89%	3.40	28.67%
一年内到期的非流动负债	1.50	12.23%	1.54	12.25%	0.41	3.48%
<b>流动负债合计</b>	<b>9.14</b>	<b>74.51%</b>	<b>9.76</b>	<b>77.65%</b>	<b>8.89</b>	<b>74.91%</b>
长期借款	2.34	19.06%	2.02	16.02%	2.26	19.01%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.13</b>	<b>25.49%</b>	<b>2.81</b>	<b>22.35%</b>	<b>2.98</b>	<b>25.09%</b>
<b>负债合计</b>	<b>12.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.86</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	7.53	61.42%	7.12	56.66%	7.16	60.32%
其中：短期债务	5.19	68.92%	5.11	71.77%	4.85	67.74%
长期债务	2.34	31.08%	2.02	28.37%	2.30	32.12%

注：长短期债务占比指其在总债务中的占比。

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司净营业周期同比增加约7天至120天，明显高于行业均值水平，营运能力有所下滑，主要受销售账期拉长拖累。2023年公司经营收现比为0.69，同比较为稳定，随着营业收入规模增加，公司经营现金流净额和FFO均实现增长。从杠杆状况来看，2024年3月末公司资产负债率一般，但本期债券发行后杠杆水平将有所提升；2023年公司盈利增加后EBITDA利息保障倍数明显提升，水平较高；同期公司经营现金流对净债务仍不能实现有效覆盖，同时因公司资本开支规模较大，自由现金流对净

债务的覆盖能力持续为负，如考虑本期债券规模上述指标将进一步弱化。

**表13 2023年公司及同行企业营运能力指标对比（单位：天）**

公司名称	净营业周期	存货周转天数	应收账款周转天数	应付账款周转天数
湘油泵（2022年）	112.85	114.77	99.23	101.14
<b>湘油泵</b>	<b>120.07</b>	<b>104.41</b>	<b>110.54</b>	<b>94.88</b>
飞龙股份	111.16	111.56	67.72	68.12
德尔股份	61.11	77.76	56.92	73.57
圣龙股份	40.94	63.68	82.26	105.00
行业均值	102.75	98.41	93.03	88.21

注：统计样本是截至2024年5月28日分类为“GICS-汽车零部件行业”的213家A股上市公司（剔除ST企业），均值以行业企业中位数衡量。

资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

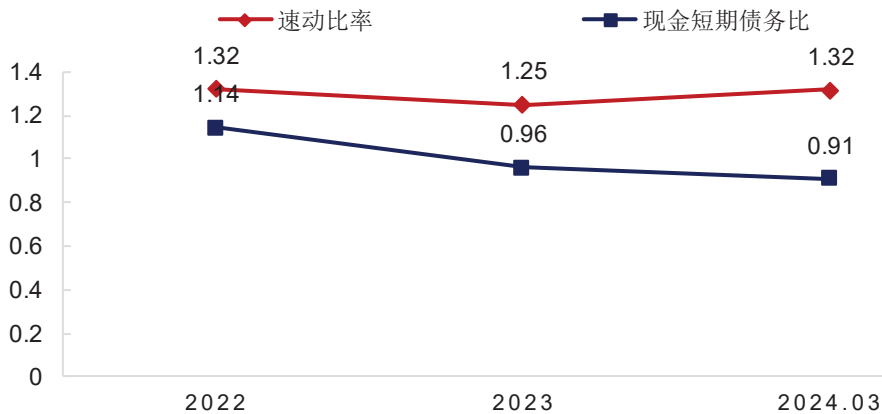
**表14 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.11	2.05	1.38
FFO（亿元）	0.37	2.80	2.29
资产负债率	40.63%	41.86%	42.88%
净债务/EBITDA	--	0.72	0.67
EBITDA 利息保障倍数	--	17.60	11.55
总债务/总资本	29.59%	28.97%	31.16%
FFO/净债务	--	104.86%	114.62%
经营活动现金流/净债务	3.69%	76.93%	69.20%
自由现金流/净债务	-21.40%	-37.84%	-52.29%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2023年末及2024年3月末，公司速动比率较2022年末变动不大、表现尚可，现金短期债务比下滑至1以下，但本期债券资金到位后可部分置换公司前期项目投入资金及补充流动资金，从而现金类资产规模将大幅提升，预计可实现对短期债务的有效保障，故公司实际的短期偿债压力相对可控。公司处于产能扩张期，近年在新建项目和设备更新等方面投入规模较大，每年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约2-3亿元，2023年末除募投项目外的在建及拟建项目尚需投资1.94亿元，故公司仍有新增融资需求。同期末公司可用于融资的非受限资产规模较小，且公司实控人及其一致行动人持有的公司股份中质押比例（58.46%）较高，导致公司融资弹性有所受限；但公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，截至2023年末，公司银行授信剩余额度为3.43亿元。综合来看，公司流动性表现一般。

**图 13 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司因受托支付关联交易事项未及时履行董事会审议程序和信息披露义务被上海证券交易所予以监管警示，表明公司在内部治理及信息披露方面有待完善；公司实控人及其一致行动人股份质押比例较高，主要为同一实控人控股的企业提供融资资金，需关注该体外公司的经营情况

#### 环境因素

根据公开信息查询结果和公司提供的说明，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放、废水排放或废弃物排放而受到政府部门处罚。

#### 社会因素

根据公开信息查询结果和公司提供的说明，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规、发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚；公司过去一年不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故中任一情形。

#### 公司治理

公司产权结构清晰，并已按照相应法律法规及经营需要建立了上市公司治理结构和治理制度，基本可满足其日常经营管理的需要，公司组织架构图见附录三。公司仍坚持“电动化、智能化、节能化”的战略目标，坚持国内与国际市场并重的发展战略。公司控股的 5 家主要一级子公司负责人均为公司董事、监事或高管，公司对子公司管控能力较高。2023 年公司在职员工的数量同比增加 132 人至 2,929 人，约 60% 的增量人员为技术人员，主要服务于公司新能源业务板块，与公司业务结构的变化特点和发展战略相匹配。



根据公开信息查询结果和公司提供的说明，最近 36 个月不存在公司及现任高管人员因违法违规而受到行政、刑事处罚的情况；公司最近 36 个月不存在重大的违反工商税收、土地、环保、海关等方面的法规而受处罚的情形。

2023年7月20日，上海证券交易所对公司及时任董事会秘书兼财务负责人陈国荣、时任董事会秘书陈湘军予以监管警示，主要系公司于2020-2022年协助实际控制人许仲秋控制的企业株洲易力达机电有限公司获得银行流动资金贷款，因此发生受托支付的偶发性关联交易，但相关交易未及时履行董事会审议程序和信息披露义务，上述事项表明公司在内部治理及信息披露方面有待完善。2023年公司董事、监事、高管人员变动较大，主要系换届选举或离任（详见下表），其中董事长保持不变，变动的高管人员中总经理和1名副总经理仍来自换届前的高管团队，预计能基本维持公司经营和管理的稳定性。2024年5-6月，公司副总经理、财务负责人及董事会秘书陈国荣辞去董事会秘书职务，仍担任公司副总经理及财务负责人，公司副总经理王巍因个人原因辞去公司副总经理职务，同时公司董事会同意聘任蒋沙为公司董事会秘书。

**表15 2023 年公司董事、监事、高管人员变动情况**

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
PAN JAN WEI	独立董事	选举	换届选举
邱阳	独立董事	选举	换届选举
颜美露	职工监事	选举	换届选举
余笑梅	副总经理	选举	换届选举
计维斌	独立董事	离任	换届离任
陈友梅	独立董事	离任	换届离任
丁振武	监事会主席	离任	换届离任
刘光明	董事、副总经理	离任	换届离任
罗大志	董事	离任	辞职离任
许仲秋	总经理	离任	换届离任
许腾	总经理	聘任	换届聘任
颜丽娟	董事	选举	换届选举

资料来源：公司2023年年度报告及国家企业信用信息公示，中证鹏元整理

截至 2024 年 6 月 1 日，许仲秋与许文慧合计质押公司股份占其所持股份的比例达 58.46%，质押比率较高，质押融资资金主要用于收购易力达及补充易力达流动资金等。易力达目前由许仲秋实际控制，近年公司与易力达存在关联方往来。易力达主要从事汽车电动助力转向系统（EPS）研发、生产和销售，公司子公司生产的压铸件、齿轮、齿条等产品为易力达生产转向器所需，同时易力达生产的控制器为公司生产电动泵产品所需。2023 年，公司向易力达销售压铸件、齿轮、齿条等产品 2,431.66 万元，同时公司向株洲易力达机电有限公司拆入资金 3,000.00 万元，已于当期归还。截至 2023 年末，公司对易力达的应收账款、应收票据及应收款项融资合计 0.25 亿元。易力达 2022-2023 年净利润均为负（2023 年

如剔除股权激励的费用实现微利），2023年末总资产 8.64 亿元、资产负债率 53.20%。近两年易力达整体经营表现不佳，需关注其对实控人持续的资金需求或将影响公司对流动性的获取能力。

**表16 近年易力达财务表现（单位：亿元）**

报表项目	2023 年	2022 年
总资产	8.64	7.71
净资产	4.04	3.47
营业收入	3.30	3.30
营业利润率	-9.82%	-2.50%
毛利率	21.30%	21.25%
净利润	-0.32	-0.07
净利率	-9.77%	-2.11%

注：易力达 2023 年审计报告进行了重大前期差错更正，故上表 2022 年数据采用 2023 年审计报告期初数据。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月7日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

截至2023年末，公司共有2笔对外担保，担保余额合计0.46亿元，均为对参股子公司东嘉智能的担保，且均由公司控股股东许仲秋提供等额连带责任反担保。

根据公司提供的说明及公开信息查询，截至2024年6月7日，公司无重大诉讼或仲裁情况。

**表17 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
湖南东嘉智能科技有限公司	3,574.88	2032/1/28	是
湖南东嘉智能科技有限公司	1,000.00	2026/9/26	是
合计	4,574.88	--	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、结论

公司是汽车零部件行业企业，2023年下游汽车行业景气度回暖，新能源汽车渗透率快速提高，驱动公司业绩较快增长，预计行业景气度延续下公司产品需求在中短期内仍有保障。从经营竞争力来看，公

公司拥有优质且稳定的客户资源，传统主力产品柴油机机油泵维持市场领先地位，同时大力拓展新能源车用零部件业务，2023年业绩实现较快增长，且整体产品结构有所优化。但2024年以来国内汽车行业竞争加剧将挤压公司盈利空间，主要原材料中铝的价格呈上涨态势，或加大公司的成本管控压力。偿债能力方面，本期债券发行后公司杠杆水平明显提升，但短期偿债压力相对可控；公司资本开支规模较大，但公司作为上市公司具有较为畅通的融资渠道，综合来看，公司偿债能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“湘泵转债”的信用等级为AA-。

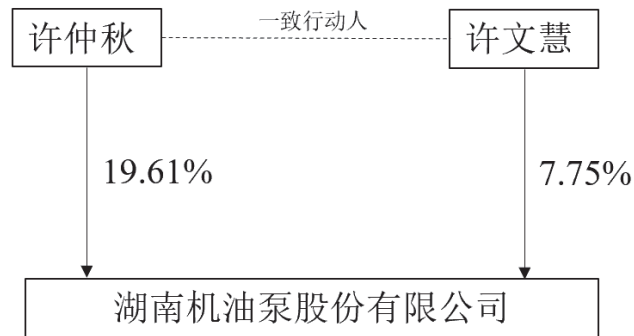
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.49	1.56	2.70	3.12
应收票据	1.12	0.91	0.95	1.66
应收账款	6.53	6.56	5.16	3.80
应收款项融资	2.11	2.45	1.40	1.15
存货	4.09	4.15	4.00	3.76
流动资产合计	16.11	16.35	15.73	15.79
长期股权投资	1.38	1.39	1.37	1.44
固定资产	7.83	7.85	7.65	6.68
在建工程	2.37	2.10	0.93	1.16
其他非流动资产	1.49	1.34	0.93	0.18
非流动资产合计	14.07	13.69	11.94	10.45
资产总计	30.18	30.04	27.67	26.24
短期借款	3.08	2.72	3.62	3.99
应付账款	3.44	4.01	3.40	3.44
一年内到期的非流动负债	1.50	1.54	0.41	0.56
流动负债合计	9.14	9.76	8.89	9.70
长期借款	2.34	2.02	2.26	1.16
非流动负债合计	3.13	2.81	2.98	1.92
负债合计	12.26	12.58	11.86	11.62
所有者权益	17.92	17.47	15.81	14.62
营业收入	4.65	19.08	16.24	16.22
营业利润	0.50	2.39	1.80	2.13
净利润	0.45	2.15	1.74	1.89
经营活动产生的现金流量净额	0.11	2.05	1.38	1.41
投资活动产生的现金流量净额	-0.72	-1.66	-0.93	-3.83
筹资活动产生的现金流量净额	0.61	-0.93	0.03	-1.15
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.62	3.70	2.96	3.05
FFO（亿元）	0.37	2.80	2.29	2.16
净债务（亿元）	2.93	2.67	2.00	0.94
销售毛利率	23.84%	26.29%	25.06%	25.10%
EBITDA 利润率	--	19.38%	18.24%	18.81%
总资产回报率	--	8.98%	7.60%	9.27%
资产负债率	40.63%	41.86%	42.88%	44.29%
净债务/EBITDA	--	0.72	0.67	0.31
EBITDA 利息保障倍数	--	17.60	11.55	11.62

总债务/总资本	29.59%	28.97%	31.16%	32.63%
FFO/净债务	--	104.86%	114.62%	229.69%
经营活动现金流/净债务	3.69%	76.93%	69.20%	150.71%
自由现金流/净债务	-21.40%	-37.84%	-52.29%	-83.56%
速动比率	1.32	1.25	1.32	1.24
现金短期债务比	0.91	0.96	1.14	1.13

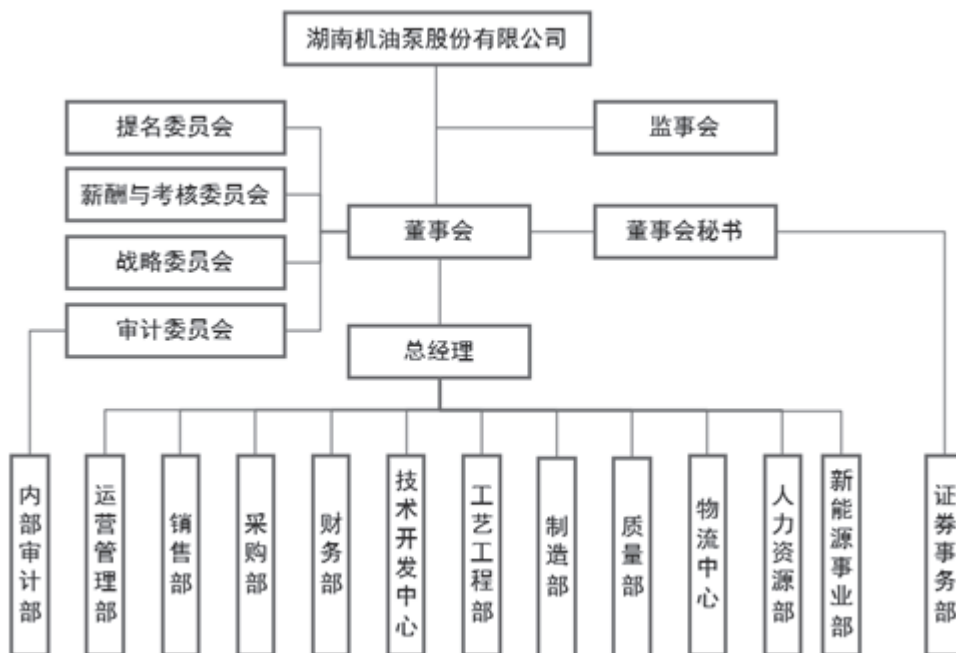
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
衡山齿轮有限责任公司	5,000.00	100.00%	轴承、齿轮和传动部件制造
湖南省嘉力机械有限公司	6,000.00	100.00%	通用零部件制造
湖南腾智机电有限责任公司	6,000.00	100.00%	通用零部件制造
湖南东创智能装备有限公司	5,000.00	90.00%	环保、邮政、社会公共服务及其他专用设备制造
东兴昌科技（深圳）有限公司	4,000.00	51.00%	电机制造
湘油泵投资（香港）有限公司	1万港币	100.00%	有色金属铸造，机械零件、零部件加工等
安徽嘉力机械科技有限公司	1,000.00	95.00%	有色金属铸造，机械零件、零部件加工等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。



## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

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

注：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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。