



浙江永贵电器股份有限公司2024年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

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

浙江永贵电器股份有限公司2024年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2024-05-31

债券概况

发行规模：9.80 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息

发行目的：连接器智能化及超充产业升级项目、华东基地产业建设项目、研发中心升级项目、补充流动资金

联系方式

项目负责人：秦风明

qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：顾盛阳

gushy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到浙江永贵电器股份有限公司（以下简称“永贵电器”或“公司”，股票代码：300351.SZ）是国内轨交连接器主流供应商，近年布局新能源汽车领域。公司轨交板块业务较为平稳，且在新能源汽车渗透率大幅提升背景下，车载与能源信息板块营业收入迅速提升。公司轨交类产品配套供应中国中车集团有限公司（以下简称“中车集团”）等铁路及地铁建设运营主体，轨交类客户粘性较高，新能源汽车类产品已进入比亚迪、上汽等主流车企供应链体系，客户资质较好；同时中证鹏元关注到，公司业务回款较慢，应收款项对营运资金造成较大占用，本期可转债募投项目新增产能规模较大，若后续行业环境发生变化，产能利用不及预期或将导致固定成本摊薄利润，并需关注原材料价格波动及主机厂降价对公司盈利能力的影响等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.03	2023	2022	2021
总资产	31.62	31.99	30.40	26.77
归母所有者权益	23.62	23.20	22.36	21.04
总债务	0.86	1.03	1.20	1.11
营业收入	4.01	15.18	15.10	11.49
净利润	0.42	0.97	1.52	1.20
经营活动现金流净额	-0.71	1.51	0.73	0.91
净债务/EBITDA	--	-5.23	-3.93	-4.60
EBITDA 利息保障倍数	--	356.88	381.91	129.92
总债务/总资本	3.45%	4.17%	5.00%	4.93%
FFO/净债务	--	-11.95%	-19.73%	-15.36%
EBITDA 利润率	--	11.12%	14.77%	15.69%
总资产回报率	--	3.28%	5.46%	4.73%
速动比率	2.44	2.33	2.57	3.31
现金短期债务比	11.00	10.55	8.93	9.22
销售毛利率	28.33%	29.38%	30.83%	34.82%
资产负债率	23.85%	26.17%	25.14%	19.90%

注：2021-2023 年，公司净债务为负，故同期净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

优势

- **轨交板块客户粘性较高，业务较为平稳。**当前我国存量轨交车辆运营维护规模较大，且国产化进程持续，轨交连接器仍存在一定市场空间。公司是国内轨交连接器主流供应商，考虑到轨交类客户对车辆配件可靠性要求极高，一般不会轻易改变零部件供应商，客户粘性较高。2021-2023年以及2024年1-3月公司轨道交通与工业板块实现营业收入6.78亿元、7.31亿元、6.71亿元和1.28亿元，业务较为平稳。
- **新能源汽车市场渗透率持续提升为公司新能源连接器产品提供较好市场空间。**受益于新能源汽车渗透率快速提升，公司产品下游应用领域拓展至车载连接器及充电桩产品，近年车载与能源信息营业收入提升较快，2021-2023年复合增长率达36.53%。考虑到长期来看新能源汽车行业发展整体向好，公司新能源连接器业务具备较好市场环境。
- **下游客户资质较好，为公司业务开展提供保障。**公司轨交类产品配套供应中车集团、中国国家铁路集团有限公司等铁路车辆制造企业及全国各地地铁建设及运营主体，新能源汽车类产品已进入比亚迪、吉利、上汽等国产一线新能源车企及合资品牌供应链体系，客户资质较好，为公司业务后续开展提供保障。

关注

- **关注原材料价格波动及主机厂降价对公司盈利能力的影响。**公司金属原材料、塑胶材料等直接材料成本占主营业务成本的75%左右，且塑胶、金属均为大宗商品，面临一定原材料价格波动风险。2023年起主流新能源车企掀起降价潮，降本压力传导至上游零部件供应商。
- **应收款项对营运资金占用较大。**公司下游客户处于相对强势的市场地位，下游客户账期较长。截至2024年3月末，公司应收款项¹占比相对较高，比重为36.27%，对营运资金造成较大占用。
- **关注新增产能消化风险。**本次募投项目连接器智能化及超充产业升级项目预计将新增791万件/年连接器、充电及线束产能，华东基地产业建设项目预计将新增线束65万件/年、充电产品80万件/年产能。但若下游市场景气度下滑导致产品需求量下降或公司后期市场开发不及预期，新增产能可能无法及时消化。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司从事电连接器、连接器组件等产品的研发、制造、销售和技术支持，下游以轨道交通和新能源汽车行业为主。考虑到轨交供应链体系门槛较高，存量车辆运营维护及国产化替代仍将支撑一定市场空间，并且新能源汽车市场景气度较高，公司整体客户资质较好，收入具备一定保障。

同业比较（单位：亿元、天）

指标	中航光电	航天电器	永贵电器
总资产	355.70	111.48	31.99
营业收入	200.74	62.10	15.18
净利润	35.36	8.68	0.97
销售毛利率	37.95%	37.99%	29.38%
资产负债率	38.11%	34.68%	26.17%
期间费用率	19.49%	22.14%	22.57%
净营业周期	129.42	89.91	182.15

注：以上各指标均为2023年末（度）数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 包括应收票据、应收账款及应收款项融资。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
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					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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。

一、发行主体概况

公司前身为浙江天台永贵电器有限公司，系原天台县车辆电器厂变更成立的有限责任公司。2010年10月，公司变更为股份有限公司。2012年9月，公司首次公开发行股票2,000万股，股票代码“300351.SZ”，募集资金净额5.80亿元。2016年5月及7月，公司分别定向增发2,047.11万股和2,694.14万股，募集资金净额6.26亿元和8.27亿元。截至2024年3月末，控股股东及实控人均均为范永贵、范纪军、范正军、娄爱芹、卢素珍、汪敏华组成的范氏家族，上述6位控股股东为一致行动人，合计对公司持股48.70%，公司股权结构详见附录二。截至2024年5月7日，公司注册资本3.87亿元，实收资本3.87亿元。

公司主要从事电连接器、连接器组件及精密智能产品的研发、制造、销售和技术支持，目前业务分为轨道交通与工业、车载与能源信息、特种装备三大板块，对应下游领域包括轨道交通、新能源汽车及充电、通信设备等。2010年公司设立四川永贵科技有限公司（以下简称“四川永贵”），现为公司车载与能源信息及特种装备产品主要生产基地。

表1 截至2023年（末）公司本部及四川永贵财务状况（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
公司本部	24.88	23.17	3.41	2.27
四川永贵	14.72	8.17	11.00	0.52

资料来源：公司2023年审计报告及2023年年度报告，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：浙江永贵电器股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：9.80亿元（含）；

债券期限和利率：6年期，本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息；

转股期限：本期可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

初始转股价格：本期发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，且不得向上修正，具体初始转股价格由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）；（2）当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。

债券回售条款：

1、有条件回售条款。在本期可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时，本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

本期发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人在当年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。2、附加回售条款。若本期发行的可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会或深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。可转债持有人在满足附加回售条件后，可以在附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本期可转债向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期可转债的发行公告中予以披露。本期可转债给予原股东优先配售后的余额及原股东放弃认购优先配售的金额，通过网下对机构投资者发售及/或通过深圳证券交易所系统网上发行，余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士与保

荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为9.80亿元（含），资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
华东基地产业建设项目	52,579.93	44,000.00	83.68%
连接器智能化及超充产业升级项目	30,172.44	28,000.00	92.80%
研发中心升级项目	13,493.53	6,000.00	44.47%
补充流动资金	20,000.00	20,000.00	100.00%
合计	116,245.90	98,000.00	84.30%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司公告的《浙江永贵电器股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》及各项目可行性研究报告，华东基地产业建设项目由公司本部实施，项目实施地位于浙江省天台县工业区。该项目拟新建生产厂房及配套设施，通过购置先进的智能生产和仓储设备，进行产品生产线的建设，以扩大现有产能。据测算，项目建设完成进入稳定经营后，预计将新增线束65万件/年、充电产品80万件/年的生产能力。连接器智能化及超充产业升级项目由公司全资子公司四川永贵科技有限公司（以下简称“四川永贵”）实施，项目实施地位于四川省绵阳市涪城区。该项目拟利用现有的生产厂房，结合连接器技术迭代演变趋势、新能源汽车行业的发展和新兴的应用场景需求等，通过引进先进的生产线，实现产能的升级。据测算，在项目建设完成进入稳定经营期后，新增产能情况如下表所示。

表3 连接器智能化及超充产业升级项目预计达产产能（单位：万件/年）

产品类别	产品细分	产能
车载与能源信息业务	连接器	160
	充电产品	20
	线束	10
高速高频连接器业务	高速高频连接器	575
特种装备业务	航空航天类连接器	20
	海洋类连接器	6

资料来源：《四川永贵科技有限公司连接器智能化及超充产业升级项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

研发中心升级项目由四川永贵实施，项目实施地位于四川省绵阳市涪城区。该项目拟利用现有的研发相关场地，通过引进先进的研发设备，并加强研发管理逐步对研发中心进行升级完善，加大力度进行技术创新。

截至2024年1月末，上述项目均已通过浙江省或四川省备案。中证鹏元注意到，本期债券募投项目

系公司进一步增强在新能源汽车连接器、充电等领域的生产及研发能力，若管理、技术及人才等不能形成有效支撑，未来工程建设及达产进度不及预期，或产品销售不达预期，则募投项目效益存在不达预期的风险。

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、部分行业产能过剩和信心偏弱，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。

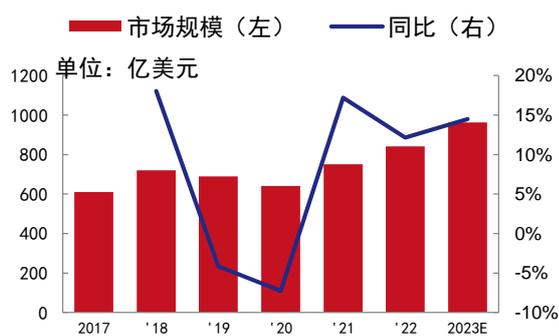
行业环境

近年来全球连接器市场规模逐年增长，汽车为重要应用领域之一，考虑到新能源汽车渗透率的提升，中证鹏元认为车载及充电产品配套连接器市场规模将持续扩大；轨道交通为连接器的又一主要应用领域，当前我国铁路投资已进入平稳期，但运营车辆体量较大，车辆维护保养后市场将对轨交连接器市场需求形成一定支撑

连接器系电子系统设备之间电流或信号传输与交换的电子部件，可以通过电流或光信号的传输将不同系统连接成一个整体，并保持各系统之间不发生信号失真或能量损失，是构成整个完整系统所必须的基础元件。连接器可分为电连接器、微波连接器、光连接器三种，主要应用领域包括通信、汽车、计算机及周边、工业、交通等，据 Bishop & Associate 的统计数据，上述领域占下游市场比重分别为 23.8%、21.9%、12.8%、12.8% 和 7.0%。公司生产的连接器为电连接器，主要应用于轨道交通和汽车领域。

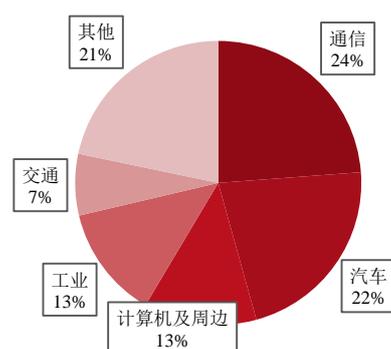
从需求端来看，近年来受益于新能源汽车渗透率的提升、5G 基础设施建设的持续发展，连接器市场总体规模稳定增长，根据 Bishop & Associate 的统计数据，2017 年全球连接器市场规模为 601 亿美元，2022 年全球连接器市场为 841 亿美元，年均复合增长率约为 7%²。从我国连接器市场来看，根据 Bishop & Associate 的统计数据，2013 年我国连接器市场规模为 139 亿美元，2022 年我国连接器市场规模进一步提升至 265 亿美元，年复合增长率为 6.6%；2022 年，中国连接器市场占全球市场的 31.51%，是全球第一大连接器消费市场。

图 1 2021 年起全球连接器市场规模持续增长



资料来源：Bishop&Associate、中商产业研究院，中证鹏元整理

图 2 连接器产品主要应用于通信和汽车领域



资料来源：Bishop&Associate、中商产业研究院，中证鹏元整理

从连接器的行业竞争格局来看，全球连接器行业集中度较高，国内市场较为分散。全球连接器市场主要由欧美、日本等企业占据，且市场占有率逐年提高，美国厂商在高端连接器市场占据领导地位。根据 Bishop & Associates 数据，2021 年全球前十家连接器制造商占据了全球 55.4% 的市场份额，分别为泰

² 尚无 2023 年全球连接器市场规模统计数据，据 Bishop & Associate 预测 2023 年全球连接器市场规模有望达 963 亿美元。

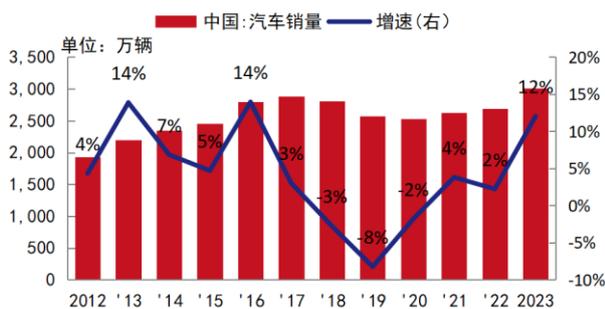
科电子（TE Connectivity）、安费诺（Amphenol）、莫仕（Molex）、立讯精密、Aptiv、富士康（FIT）、矢崎、JAE、JST 和 Hirose，其中立讯精密、富士康为中国企业，市场份额分别为 5.1%、4.1%。泰科电子、安费诺、莫仕长期稳居前三，市场份额约占全球总体份额的 30% 以上。我国国内连接器生产厂商数量众多，但大多规模较小，且产品差异化程度较小，导致市场集中度较低，近年我国连接器制造市场集中度处于逐步上升的趋势，2021 年 CR4 为 25.52%。

汽车整机厂降价背景下，国产车载连接器有望凭借较高性价比而弯道超车，叠加汽车电动化趋势下，配套充电产品连接器存在较大市场空间，中证鹏元对汽车连接器市场增速持相对乐观的态度

汽车是连接器需求量最大的下游行业之一，2023 年中国汽车年销量 3,009.4 万辆，同比增长 12.02%，汽车消费市场回暖明显。其中，与新能源汽车相关的产业链景气度处于较高水平，且零部件国产化率较高，带动车载连接器等汽车零部件市场需求量持续上升。中证鹏元认为，为维护市场份额，2024 年整车厂“以价换量”价格策略仍将持续，价格战仍将倒逼新能源汽车产业链降本增效，国产连接器产品受成本控制优势影响而性价比较高，有利于弯道超车国外连接器产品，提升市场占有率。

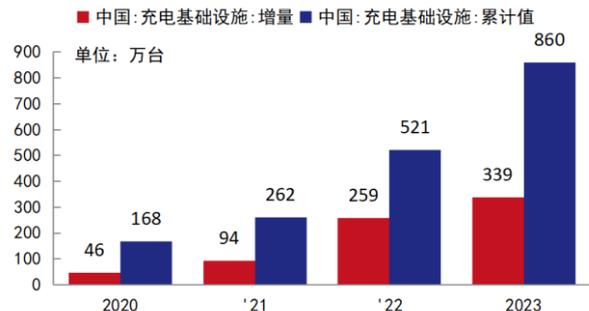
另一方面，伴随汽车电动化趋势，国内充电基础设施建设迅猛发展。2023 年我国充电基础设施增量为 338.60 万台，同比增长 30.58%。同期末，我国充电基础设施累计值增至 859.60 万台。根据彭博新能源财经《新能源汽车市场长期展望》，到 2025 年新能源汽车保有量将达到 7,700 万辆，按车桩比 3 : 1 进行测算，充电基础设施需求量将超过 2,500 万台。中证鹏元认为，新能源汽车充电领域连接器等配套产品具备较大增量市场空间。

图 3 2023 年我国汽车销量增速显著提升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 我国充电基础设施变化情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国铁路交通投资进入平稳期，但考虑到存量车辆运营维护规模较大，且国产化进程持续，轨交连接器仍存在一定市场空间

自 2008 年开启高铁运营投入以来，历经大规模建设投资期，截至 2023 年底，我国铁路营业里程已达 15.9 万公里，其中高铁达到 4.5 万公里。根据中国国家铁路集团有限公司发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 2035 年建成全国铁路网 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右。我国铁路建设

仍将持续推进，但投资进程已进入平稳期。2020年起，铁路投产新线逐年减少，2023年全国铁路投产新线为3,637公里，相比2022年减少463公里。后市场维护方面，截至2022年末，我国铁路机车拥有量为2.21万台，铁路客车拥有量为7.7万辆，铁路火车拥有量为99.7万辆。铁路建设投资趋缓，运营维护保养后市场有望成为轨交行业最具发展空间的产业环节。

市场竞争方面，早期我国机车系统处于技术引进时期，连接器等关键零部件主要以国外厂商产品为主，近年国内元器件厂商在技术研发、产品工艺等方面不断缩小与国外品牌差距，国产化进程推进有望为国内轨交连接器厂商创造一定市场机会。

图 5 2020 年起铁路投产新线逐年减少

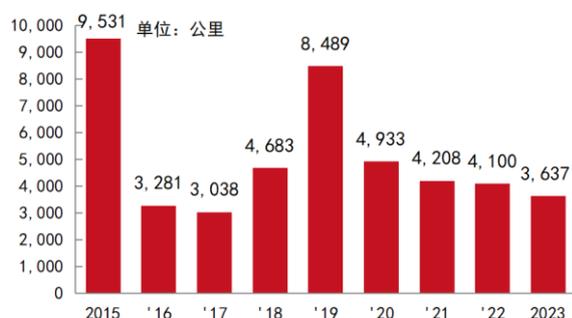


图 6 近年我国铁路运营里程低速增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：历年铁道统计公报，中证鹏元整理

连接器主要原材料为合金、铜和塑胶等大宗商品，上述商品价格易受全球宏观经济形势、供需情况等多种因素影响，价格波动较大

连接器的主要原材料合金、铜和塑胶同质化较为严重，价格透明度高。大多数原材料供应商普遍存在规模小、生产分散、产品附加值低等特点，因此与客户在产品定价、账期等问题上始终处于被动地位。2023年年初，在PMI等数据阶段性回暖叠加经济刺激政策的出台，铜价开展短期的上涨行情，随后二至四季度，进入价格震荡。而铝合金锭2023年价格中枢较为稳定，塑料价格略有下降。合金、铜和塑胶等大宗商品易受全球宏观经济形势、供需情况等多种因素影响，倘若原材料价格上涨，将对公司成本管控形成一定压力。

图 7 近年铜材、铝合金锭价格变化


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 2023 年塑料价格中枢略有下移


资料来源：Choice，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是国内轨交连接器主流供应商，具备一定技术积累，轨交连接器业务发展较为平稳；同时公司近年布局新能源汽车领域，已为比亚迪、吉利等头部车企供货，车载与能源信息业务收入稳步增长。公司下游客户资质较好，但应收货款对营运资金形成较大占用。随着新能源汽车市场兴起，公司汽车类业务产能受限，募投项目建成后将一定程度上缓解产能受限情况。需重点关注公司新增产能消化情况及主机厂降价对公司盈利能力的影响

公司从事电连接器、连接器组件及精密智能产品的研发、制造、销售和技术支持，目前业务分为车载与能源信息、轨道交通与工业、特种装备三大板块，其中车载与能源信息板块、轨道交通与工业为公司主要收入来源。受新能源汽车景气度提升影响，车载与能源信息板块收入2022年实现快速增长；轨道交通与工业板块近年收入规模较为稳定；特种装备及其他业务规模较小，对收入形成一定补充。

毛利率方面，公司车载与能源信息产品毛利率相对较低，2022年该板块业务收入增长较快，受业务结构变化影响，公司整体毛利率出现下滑。2023年，公司收入规模、结构和整体盈利相对稳定。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年 1-3 月			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车载与能源信息	2.49	62.07%	20.83%	7.68	50.59%	18.14%
轨道交通与工业	1.28	31.91%	40.18%	6.71	44.16%	40.60%
特种装备及其他	0.24	6.03%	42.78%	0.80	5.24%	43.34%
合计	4.01	100.00%	28.33%	15.18	100.00%	29.38%
项目	2022 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
车载与能源信息	7.20	47.68%	20.49%	4.12	35.82%	20.45%

轨道交通与工业	7.31	48.42%	39.92%	6.78	58.97%	42.54%
特种装备及其他	0.59	3.90%	44.49%	0.60	5.21%	46.22%
合计	15.10	100.00%	30.83%	11.49	100.00%	34.82%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司核心产品连接器主要应用于轨道交通及新能源汽车行业，经过多年研发投入，已在连接器领域拥有一定技术积累

公司在轨道交通领域已深耕多年，轨道交通与工业板块核心产品为连接器，在此基础上，横向拓展出门系统、减振器、贯通道、计轴信号系统、受电弓、智慧电源六类产品，适用于高铁、地铁、客车、机车等各类车型。随着新能源汽车的兴起，公司近年积极布局新能源汽车产品领域。车载与能源信息板块产品主要为线束总成、接线盒、插头线缆、充电枪等产品。

为适应不同客户的产品需求，公司注重技术研发，已在连接器领域拥有一定技术积累。公司主导或参与制定了5项连接器及线束技术相关的国家标准，2项行业标准和19项团体标准，经认定为四川省省级企业技术中心及浙江省省级重点企业研究院。截至2023年末，公司及下属子公司共拥有发明专利108项，近年研发投入强度保持高位。

表5 近年公司研发投入（单位：亿元）

指标	2024年1-3月	2023年	2022年	2021年
研发费用	0.33	1.32	1.07	0.95
研发费用占营业收入比重	8.23%	8.72%	7.08%	8.26%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司轨交类产品销量较为稳定，2022年新能源汽车类产品实现放量，但2023年因新能源汽车零部件市场竞争激烈，新能源汽车类产品销量有所减少。公司下游客户整体资质较好，但需注意下游客户市场地位相对强势，公司业务回款较迟，对营运资金形成较大占用

公司产品均以直销方式销售，当前市场以内销为主，2023年，公司境内收入占比为99.58%。主要产品产销情况较好³，详见下表。2023年我国新能源汽车渗透率持续提升，汽车消费市场回暖明显，但公司车载与能源信息产品销量有所减少，主要系汽车零部件市场竞争激烈，公司放弃部分盈利性较差产品所致。我国铁路交通投资进入平稳期，公司近年轨道交通与工业产品销量较为稳定。从产品均价来看，2023年轨道交通与工业产品均价出现明显下降，主要系产品结构变化所致，轨道交通与工业产品中连接器类别产品均价较低，但2023年销量增加较多。

³ 从产销情况来看，2021-2023年轨道交通与工业产品产销率均高于100%，2022-2023年车载与能源信息产品产销率亦高于100%。从存货变化来看，2020-2023年末，公司在产品及库存商品合计账面价值分别为2.06亿元、2.74亿元、3.23亿元和2.85亿元。公司今年产品销量大于产量，但在产品及库存商品账面价值波动增加，系存货单件价值存在差异，在产品及库存商品结构变化所致。

表6 近年公司主要产品产销情况（单位：万件，元/件）

产品名称	项目	2024年1-3月	2023年度	2022年度	2021年度
轨道交通与工业产品	产量	40.73	150.21	130.49	133.10
	销量	40.01	177.29	145.01	133.73
	产销率	98.23%	118.02%	111.13%	100.47%
	均价	319.95	378.48	504.10	506.99
车载与能源信息产品	产量	432.29	1,361.24	1,689.38	1,095.26
	销量	400.23	1,591.38	1,815.90	1,044.31
	产销率	92.58%	116.91%	107.49%	95.35%
	均价	62.22	48.26	39.65	39.45

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户方面，公司轨道交通与工业板块产品配套供应中国中车集团有限公司（以下简称“中车集团”）、中国国家铁路集团有限公司等铁路车辆制造企业及全国各地地铁建设及运营主体。车载与能源信息板块产品目前已进入比亚迪、吉利、上汽等国产一线新能源车企及合资品牌供应链体系。轨交类客户为保证车辆运营安全，对车辆配件可靠性要求极高，一般不会轻易改变零部件供应商，而整车厂固定车型的车载产品通常选择固定供应商为该车型持续供货，结合公司近年前五大客户变化情况，整体来看，公司客户集中度尚可，且具备一定的客户粘性，为业务开展提供保障。

表7 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	客户名称	销售金额	占比
2024年1-3月	客户一	7,455.73	18.58%
	客户二	3,618.79	9.02%
	客户三	2,714.97	6.77%
	客户四	2,082.04	5.19%
	客户五	1,732.93	4.32%
	合计	17,604.45	43.88%
2023年	客户一	38,221.72	25.17%
	客户四	18,318.04	12.06%
	客户三	7,054.61	4.65%
	客户六	4,033.58	2.66%
	客户五	3,733.80	2.46%
	合计	71,361.76	47.00%
2022年度	客户一	43,507.84	28.81%
	客户四	19,315.01	12.79%
	客户三	4,414.93	2.92%
	客户七	3,760.86	2.49%
	客户五	3,000.65	1.99%

2021 年度	合计	73,999.29	48.99%
	客户一	38,533.41	33.53%
	客户四	9,354.37	8.14%
	客户八	5,210.76	4.53%
	客户九	1,842.68	1.60%
	客户三	1,712.13	1.49%
	合计	56,653.35	49.29%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

账期方面，由于下游客户处于相对强势的市场地位，公司业务账期较长。公司轨交客户账期一般在一年以上，部分新能源汽车业务客户账期可达十个月（含票据期限）。2021-2023年公司应收账款周转天数分别为162天、168天和194天，2023年公司应收账款周转天数拉长主要系客户回款放缓所致，未来需关注公司业务回款的及时性及应收款项对公司营运现金的占用。

随着新能源汽车市场兴起，公司车载与能源信息产品产能受限，募投项目建成后将一定程度上缓解产能受限情况。但项目建设有赖于本期转债发行，并存在一定资金缺口，公司面临一定建设资金支出压力。此外，募投项目预计达产规模较大，需关注项目新增产能消化情况

连接器由接触件、绝缘体、壳体及附件四部分构成。公司在生产过程中运用不同的工艺流程生产出上述几种部件，通过装配流程对其进行组装，最后形成连接器成品。生产模式上，公司产品种类较多，且不同客户对产品的性能及规格要求不同，公司通常根据客户订单或客户需求预测安排生产，部分通用常规型号产品公司亦会根据经验进行备货。公司目前已有浙江、四川、北京、深圳、江苏、青岛、重庆等生产基地，各生产基地配套产品如下表所示。

表8 公司主要生产基地分布情况

生产基地名称	主要产品
浙江	轨交连接器、轨交减振器、轨交门系统等
四川	车载连接器、充电桩、轨交连接器、通信连接器、军工连接器、受电弓系统等
北京	计轴信号系统等
深圳	新能源线束、通信连接器等
江苏	智慧电源等
青岛	轨道交通设备及配件、铁路机车配件、汽车配件、电子元器件等
重庆	贯通道系统等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年，公司轨道交通与工业产品中连接器类别产品产量增加，轨道交通与工业产品产能利用率相应提高。2022年，车载与能源信息产品需求量增加，该板块产能出现受限。2023年因市场竞争激烈，公司放弃部分盈利性较差产品，车载与能源信息产品产能利用率回落。2024年一季度，轨道交通与工业产

品和车载与能源信息产品均呈现一定程度的产能受限情况。

表9 近年公司产能及产能利用率情况（单位：万件）

项目	指标	2024年 1-3月	2023年度	2022年度	2021年度
轨道交通与工业产品	产能	37	148	148	148
	产能利用率	110.08%	101.49%	88.17%	89.93%
车载与能源信息产品	产能	355	1,420	1,420	1,260
	产能利用率	121.77%	95.86%	118.97%	86.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

扩产项目方面，2016年，公司定向增发募得资金净额8.27亿元，其中2.50亿元计划用于光电连接器建设项目和新能源与汽车国内战略布局项目建设。目前新能源与汽车国内战略布局项目已投入使用，光电连接器建设项目由于行业发展变化及战略规划调整，整体建设进度放缓，目前仍在建设中。

公司新建项目为本期可转债募投项目，募投项目预计总投资合计9.62亿元，假设本期可转债可全额融资，项目建设仍有1.82亿元资金缺口，存在一定建设资金支出压力。2023年部分募投项目已使用公司自有资金开工建设，华东基地产业建设项目和连接器智能化及超充产业升级项目建设期分别为2年及1年。本次募投项目连接器智能化及超充产业升级项目预计将新增791万件/年连接器、充电及线束产能，华东基地产业建设项目预计将新增线束65万件/年、充电产品80万件/年产能。2023年公司轨道交通与工业产品、车载与能源信息产品合计销售2,326.21万件，新增产能规模较大。待项目全部建成达产后，公司产能规模将进一步提升。需关注，若下游行业需求出现较大不利变化或公司后期市场开发不及预期，新增产能无法消化，将增加公司生产成本，侵蚀公司利润，未来需持续关注项目建设情况和新增产能消化情况。

表10 截至 2023 年末公司近年扩产项目情况（单位：亿元）

项目名称	分类	资金来源	预计投资额	已投资额
光电连接器建设项目	定向增发募投项目	定向增发募集资金	1.70	2.14
		自有资金	1.00	0.14
		小计	2.70	2.28
新能源与汽车国内战略布局项目		定向增发募集资金	0.80	0.56
		小计	0.80	0.56
华东基地产业建设项目		本期转债募集资金	4.40	0.22
		自有资金	0.86	
		小计	5.26	0.22
连接器智能化及超充产业升级项目	本期转债募投项目	本期转债募集资金	2.80	0.09
		自有资金	0.22	
		小计	3.02	0.09
研发中心升级项目		本期转债募集资金	1.35	0.00

		小计	1.35	0.00
合计	-	-	13.13	3.15

注：新能源与汽车国内战略布局项目实际投入金额与预计投资额存在差异，截至 2022 年末项目已完工。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供应商集中度较低，不存在对单个供应商的依赖；原材料占主营业务成本较高，需关注原材料价格波动及主机厂降价对公司盈利能力的影响

采购模式上，公司日常根据订单需求、生产经营安排、库存情况等情况“以产定购”。对外采购的原材料主要为金属原材料、塑胶材料、线材、结构件、元器件及其他辅料，对外采购的外协加工服务主要为电镀、塑料材料加工、简单机加工及冲压等。公司生产成本的主要构成为直接材料，2021-2023年直接材料成本占公司主营业务成本的75%左右。考虑到金属原材料、塑胶材料主要为大宗商品，价格主要由市场决定，公司议价能力较弱，价格波动对公司成本管控有一定影响。且中证鹏元关注到，2023年主流新能源车企掀起降价潮，降本压力传导至上游零部件供应商，对公司成本管控能力提出更高挑战。

从供应渠道来看，公司原材料主要来自国内供应商，且近年来公司前五大供应商采购比重处于较低水平，供应商集中风险较小，不存在对单个供应商的依赖；公司对供应商结算方式以票据和银行转账为主，2021-2023年公司应付账款周转天数分别为132天、132天和171天。

表11 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	占比
2024年1-3月	供应商一	2,502.29	9.38%
	供应商二	1,459.88	5.47%
	供应商三	1,262.28	4.73%
	供应商四	1,222.68	4.58%
	供应商五	1,105.67	4.14%
	合计	7,552.80	28.31%
2023年	供应商一	7,047.97	8.13%
	供应商六	3,279.03	3.78%
	供应商四	2,835.34	3.27%
	供应商三	2,832.70	3.27%
	供应商七	1,478.15	1.70%
	合计	17,473.19	20.15%
2022年度	供应商八	3,650.13	4.23%
	供应商一	3,648.33	4.22%
	供应商三	2,246.02	2.60%
	供应商四	2,232.03	2.58%
	供应商十	2,131.21	2.47%
	合计	13,907.73	16.10%

2021 年度	供应商九	2,267.66	3.42%
	供应商十一	2,180.81	3.29%
	供应商八	1,820.36	2.75%
	供应商十二	1,134.74	1.71%
	供应商三	1,053.62	1.59%
	合计	8,457.18	12.76%

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告以及未经审计的2024年一季度报表，报告均采用新会计准则编制。近年合并报表范围变化情况如下表所示。

表12 近年公司合并报表范围变化情况

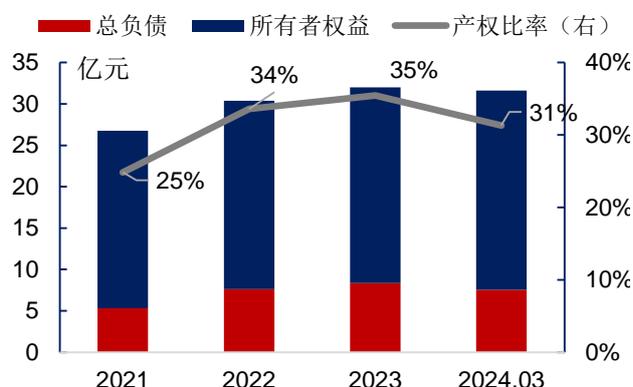
时期	子公司名称	持股比例	变化	原因
2024 年 1-3 月	浙江永九减振装备有限公司	100.00%	增加	设立
	湖南永贵交通装备有限公司	100.00%	增加	新设
2023 年	合肥永贵轨道交通设备有限公司	100.00%	增加	新设
	深圳永贵交通设备有限公司	100.00%	增加	新设
	大连永贵交投交通设备有限公司	69.00%	增加	新设
2022 年	南昌永贵交通设备有限公司	100.00%	增加	新设
	广州永贵交通设备有限公司	100.00%	增加	新设
	山东永贵交通设备有限公司	100.00%	增加	新设
	绵阳九航电子科技有限公司	100.00%	减少	注销
2021 年	郑州永贵交通设备有限公司	100.00%	增加	新设
	武汉永贵交通设备有限公司	100.00%	增加	新设
	成都永贵交通设备有限公司	75.00%	增加	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

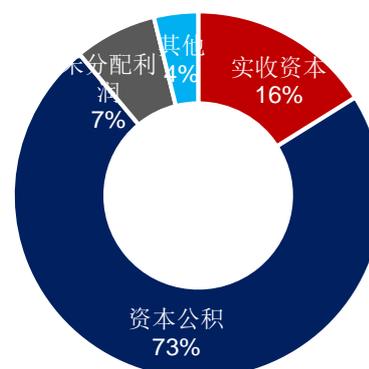
资本实力与资产质量

公司资产规模稳健增长，以应收货款、存货、货币资金以及生产用房屋及设备为主，符合制造业企业特征，但应收款项占比较高，占用较多营运资金

公司负债主要由经营性负债构成，随着业务规模扩大，2021-2023 年公司总负债规模有所增长。所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，公司未分配利润逐年累积，带动净资产规模小幅增长。综合影响下，公司产权比例维持较低水平。

图9 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

图10 2024 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

近年来，随着公司业务规模扩大，公司总资产规模呈增长趋势。截至2023年末，公司资产主要由应收货款、存货、货币资金以及生产用房屋及设备为主。应收款项方面，截至2023年末，公司一年以内账龄应收账款占比为85.63%。三年以上账龄应收账款规模为0.40亿元，已全部计提坏账准备，计提坏账准备对象以早期新能源汽车客户为主。公司前五大应收对象应收账款占比合计27.94%，应收对象集中度尚可，大额应收对象以头部车企以及中车集团等铁路及城轨车辆制造企业为主。公司应收款项融资主要为银行承兑汇票和中企云链和迪链下的应收债权凭证，应收票据均为商业承兑汇票。整体来看，公司应收款项回收风险较为可控，但规模较大，对公司资金形成较大占用。

存货方面，公司存货以原材料和库存商品为主，考虑到截至2023年末，公司在手订单较为充足，库存商品销售较有保障。

非流动资产方面中，公司无形资产主要为土地使用权，长期股权投资为公司参股联营企业。固定资产以厂房及生产设备为主，截至2023年末，公司固定资产原值7.64亿元，累计折旧及计提减值3.91亿元，固定资产成新率较低。在建工程主要为光电连接器建设项目、华东基地产业建设项目、连接器智能化及超充产业项目投入。

截至2023年末，货币资金中0.09亿元因用作银行承兑汇票保证金和保函保证金而受限，无其他资产受限情况。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.68	17.96%	6.83	21.36%	7.53	24.79%	7.34	27.40%
应收票据	0.56	1.76%	0.67	2.09%	0.38	1.24%	0.35	1.31%
应收账款	8.39	26.55%	8.20	25.63%	8.15	26.80%	5.91	22.07%
应收款项融资	2.52	7.96%	2.75	8.58%	2.20	7.23%	1.71	6.40%

存货	5.13	16.22%	4.53	14.15%	4.94	16.24%	3.95	14.75%
流动资产合计	22.66	71.66%	23.21	72.57%	23.60	77.65%	20.14	75.24%
长期股权投资	1.16	3.68%	1.16	3.62%	1.04	3.43%	1.01	3.77%
固定资产	3.67	11.61%	3.73	11.66%	3.66	12.03%	3.73	13.94%
在建工程	1.87	5.91%	1.69	5.28%	0.16	0.53%	0.12	0.44%
无形资产	1.24	3.92%	1.25	3.92%	0.92	3.04%	0.78	2.92%
非流动资产合计	8.96	28.34%	8.77	27.43%	6.79	22.35%	6.63	24.76%
资产总计	31.62	100.00%	31.99	100.00%	30.40	100.00%	26.77	100.00%

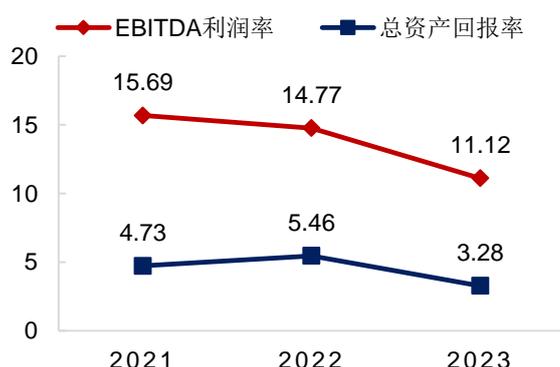
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司轨交类产品收入较为稳定且盈利性较好，新能源汽车类产品在行业景气度提升背景下收入迅速增长，但新能源汽车产品市场竞争激烈，产品盈利性一般，考虑到上游汽车制造商价格竞争激烈，新能源汽车类产品盈利或将持续承压

公司收入主要来源于轨道交通与工业板块业务以及车载与能源信息板块业务。近年轨道交通与工业板块收入及盈利较为稳定。随着新能源汽车景气度提升，2022年车载与能源信息板块收入实现快速增长，带动当期总资产回报率提升。但新能源汽车相关产品市场竞争激烈，产品盈利能力弱于轨交类产品，收入结构变化下，公司2022年EBITDA利润率出现下滑。2023年，公司加大销售及研发支出，销售费用率和研发费用率分别增加1.75个百分点和1.64个百分点，整体盈利能力出现下滑。与同行相比，公司销售费用率相对较高⁴，考虑到上游汽车制造商价格战持续，公司成本管控或将持续承压。

图11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

⁴ 2022 年，永贵电器、中航光电、航天电器、得润电子和瑞可达销售费用率分别为 6.90%、2.65%、2.53%、1.82% 和 1.65%。2023 年永贵电器、中航光电、航天电器销售费用率分别为 8.65%、2.66% 和 2.34%，截至 2024 年 4 月 9 日，得润电子和瑞可达暂未公布年报

现金流与偿债能力

公司负债总额与总债务规模相对较小，现金类资产可对短期债务形成较好覆盖，即期偿付压力小，但需关注本期债券成功发行后，一定程度推高公司债务规模和财务杠杆水平

近年公司债务融资活动开展较少，当前总债务主要由应付票据构成。截至2024年3月末，公司现金短期债务比为11.00，现金类资产对短期债务保障程度高。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.01	0.12%	0.01	0.11%	0.02	0.25%	0.03	0.59%
应付票据	0.74	9.85%	0.91	10.85%	1.07	13.95%	0.96	18.05%
应付账款	5.24	69.50%	5.35	63.92%	4.81	62.91%	2.87	53.90%
一年内到期的非流动负债	0.04	0.59%	0.06	0.66%	0.07	0.94%	0.06	1.08%
流动负债合计	7.18	95.20%	8.00	95.63%	7.27	95.11%	4.90	91.95%
租赁负债	0.06	0.84%	0.06	0.67%	0.04	0.55%	0.06	1.14%
递延收益-非流动负债	0.30	3.95%	0.31	3.64%	0.32	4.16%	0.36	6.80%
非流动负债合计	0.36	4.80%	0.37	4.37%	0.37	4.89%	0.43	8.05%
负债合计	7.54	100.00%	8.37	100.00%	7.64	100.00%	5.33	100.00%
总债务合计	0.86	11.40%	1.03	12.28%	1.20	15.68%	1.11	20.86%
其中：短期债务	0.80	10.56%	0.97	11.61%	1.16	15.13%	1.05	19.72%
长期债务	0.06	0.84%	0.06	0.67%	0.04	0.55%	0.06	1.14%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

2021-2023年经营活动净现金流波动上升。2021-2023年公司收现比分别为0.83、0.60和0.67，2022年起公司收现比指标转弱，系背书转让的商业汇票规模加大，但该部分未计入销售商品收到的现金所致。2024年1-3月，受季节性回款因素影响，公司经营活动净现金流呈净流出。

随着公司业务规模扩大，2022年FFO实现增长，但2023年公司加大销售及研发支出，FFO有所回落。公司近年扩产项目光电连接器建设项目及新能源与汽车国内战略布局项目采用定向增发募集资金，融资借款活动较少，故财务杠杆维持较低水平。2021-2023年以及2024年3月末，公司盈余现金全额覆盖总债务，净债务规模均为负值。2023年公司光电连接器建设项目增加投入1.28亿元，受此影响自由活动现金转为净流出状态。本期转债募投项目建设资金部分由募集资金覆盖，另有1.82亿元资金缺口需由自有资金满足，公司面临一定建设资金支出压力。公司计划发行本期债券募集资金不超过人民币9.80亿元，若成功发行，财务杠杆将有所抬升。

表 15 公司现金流及杠杆状况指标

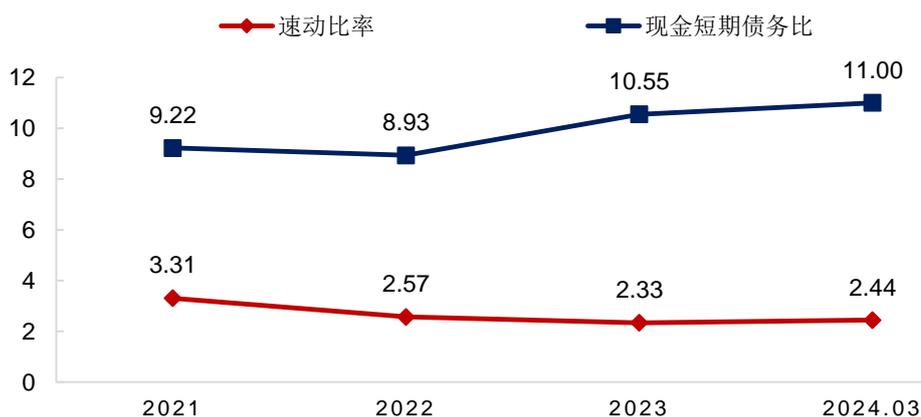
指标名称	2024年3月	2023年	2022年	2021年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.71	1.51	0.73	0.91

FFO（亿元）	0.22	1.06	1.73	1.27
资产负债率	23.85%	26.17%	25.14%	19.90%
净债务/EBITDA	--	-5.23	-3.93	-4.60
EBITDA 利息保障倍数	--	356.88	381.91	129.92
总债务/总资本	3.45%	4.17%	5.00%	4.93%
FFO/净债务	--	-11.95%	-19.73%	-15.36%
经营活动现金流净额/净债务	9.09%	-17.13%	-8.39%	-10.95%
自由现金流/净债务	16.62%	10.23%	-0.41%	-5.14%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司现金类资产对短期债务覆盖程度及速动比率仍保持较高水平。截至2023年末，未使用银行授信余额6.30亿元，公司为A股上市公司，融资渠道较为畅通，有一定获取流动性资源的能力。

图12公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司 2024 年 5 月 10 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“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《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

根据《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司治理与管理方面，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚。公司已按照《公司法》、公司章程以及其他有关规定建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

公司设董事会成员 6 人，其中独立董事 2 名，全部董事由股东大会选举产生。公司董事长为范纪军，1995 年起在公司任职，2010 年 9 月至今任公司董事长。公司董事范正军兼任公司总经理，1995 年起在公司任职，2010 年 9 月至今担任公司总经理和董事职务。范永贵为公司创始人，现任公司董事。公司董事李运明于 2008 年 3 月至今任子公司四川永贵总经理，2010 年 9 月起担任公司董事。公司设监事会，由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名。四川永贵董事会三人，分别为范正军、范纪军和李运明，其中范正军任四川永贵董事长，李运明任四川永贵总经理。根据相关规定，独立董事在同一家上市公司连续任职时间不得超过 6 年，故公司原独立董事江靖先生申请辞去公司独立董事及董事会相关专门委员会委员职务，公司董事会于 2024 年 4 月召开董事会会议，同意提名刘建先生为公司第五届董事会独立董事候选人，并在 2023 年度股东大会选举通过后，任职正式生效。

2022 年，公司公告《2022 年限制性股票激励计划》（以下简称“激励计划”），针对公司公告激励计划时在四川永贵任职的管理人员、核心业务/技术人员共计 182 人拟授予 580 万股限制性股票，首次授予的限制性股票业绩目标为：四川永贵 2022 年-2024 年营业收入分别不低于 8.00 亿元、12.00 亿元和 17.00 亿元，预留授予的限制性股票业绩目标为：四川永贵 2023-2025 年营业收入分别不低于 12.00 亿元、17.00 亿元和 24.00 亿元。2022-2023 年四川永贵完成营业收入 10.01 亿元和 10.99 亿元。

公司的内部管理机构下设战略中心、财审中心、技术中心、营销中心等部门，可满足公司日常经营管理需要，公司组织架构图详见附录三。

表 16 最新公司治理及管理層情况

姓名	职位	学历	出生年份	任期起始日期	任期终止日期
范纪军	董事长	硕士	1973 年	2023 年 5 月	2026 年 5 月
范永贵	董事	初中	1950 年	2023 年 5 月	2026 年 5 月
范正军	董事、总经理	硕士	1977 年	2023 年 5 月	2026 年 5 月
李运明	董事	本科	1965 年	2023 年 5 月	2026 年 5 月
刘建	独立董事	硕士	1958 年	2024 年 4 月	2026 年 5 月

蒋建林	独立董事	博士	1965年	2023年5月	2025年9月
褚志强	监事会主席、职工监事	本科	1965年	2023年5月	2026年5月
曹群	监事	本科	1989年	2023年5月	2026年5月
许秀秀	监事	本科	1990年	2023年5月	2026年5月
周廷萍	副总经理	本科	1975年	2023年5月	2026年5月
罗阳明	副总经理	专科	1972年	2023年5月	2026年5月
余文震	副总经理	本科	1975年	2023年5月	2026年5月
卢素珍	副总经理	硕士	1974年	2023年5月	2026年5月
许小静	副总经理、董事会秘书	本科	1990年	2023年5月	2026年5月
戴慧月	财务总监	本科	1974年	2023年5月	2026年5月

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5月11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。

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目实现的收入和现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。华东基地产业建设项目与连接器智能化及超充产业升级项目建成投产后，预计能够实现一定的经济效益以及现金流入。但需要注意的是，若未来工程进度慢于预期，或者下游市场发生变化导致产能利用率较低，则募投项目收入存在不达预期的风险。

公司目前主营业务产生的经营活动现金流入为本期债券偿债资金的重要补充。2020-2023年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为9.49亿元、9.10亿元和10.16亿元。公司下游客户资质较好，主要客户合作关系稳定，未来业务发展具有一定保障。但同时中证鹏元也关注到，公司直接材料成本占比较高，下游行业中新能源车企降价潮持续，降本压力传导至零部件厂商，且上游客户市场地位较为强势，若合金、铜和塑胶等原材料出现大幅波动，新能源汽车价格战加剧，将对公司盈利水平造成不利影响，且将加大公司营运资金压力，进而影响公司现金流。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、结论

公司是国内轨交连接器主流供应商，近年布局新能源汽车领域，已为比亚迪、吉利等头部车企供货。从行业环境来看，尽管我国铁路交通投资已进入平稳期，但存量车辆运营维护和国产化替代仍将支撑一定市场空间；而新能源汽车市场景气度较高，新能源汽车渗透率提升有望打开相关零部件企业市场空间。从业务来看，公司轨交客户以中车集团等铁路及地铁建设运营主体为主，新能源汽车相关产品以头部车企为主，整体客户资质较好，且近年合作较为稳定。但公司下游客户市场地位较为强势，应收货款账期较长，对公司营运资金形成占用。且新能源汽车市场竞争激烈，价格战持续背景下，整车厂降本压力传导至零部件厂商，对公司盈利造成不利影响。随着新能源汽车市场兴起，公司新能源汽车相关产品产能受限，本期转债募投项目建成投入使用后有望缓解当前产能受限状况，但需注意募投项目预计达产规模较大，若新增产能不能充分利用，折旧等成本将侵蚀公司利润。从财务状况来看，近年公司经营活动能够持续创造现金净流入，但募投项目存在一定建设资金缺口，即使本期转债成功发行后，公司仍面临一定建设资金支出压力。公司非经营负债规模较小，本期转债若成功发行，公司财务杠杆将明显抬升。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

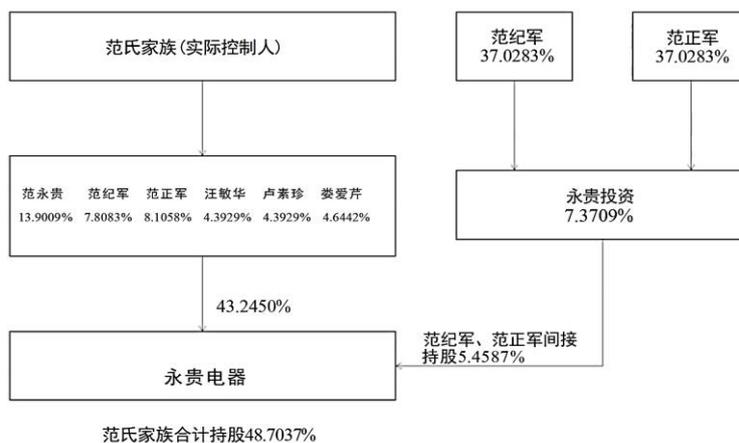
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年1-3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	5.68	6.83	7.53	7.34
应收账款	8.39	8.20	8.15	5.91
应收款项融资	2.52	2.75	2.20	1.71
存货	5.13	4.53	4.94	3.95
其他流动资产	0.09	0.03	0.02	0.44
流动资产合计	22.66	23.21	23.60	20.14
长期股权投资	1.16	1.16	1.04	1.01
固定资产	3.67	3.73	3.66	3.73
在建工程	1.87	1.69	0.16	0.12
无形资产	1.24	1.25	0.92	0.78
非流动资产合计	8.96	8.77	6.79	6.63
资产总计	31.62	31.99	30.40	26.77
短期借款	0.01	0.01	0.02	0.03
应付票据	0.74	0.91	1.07	0.96
应付账款	5.24	5.35	4.81	2.87
一年内到期的非流动负债	0.04	0.06	0.07	0.06
其他流动负债	0.42	0.42	0.01	0.01
流动负债合计	7.18	8.00	7.27	4.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.30	0.31	0.32	0.36
非流动负债合计	0.36	0.37	0.37	0.43
负债合计	7.54	8.37	7.64	5.33
总债务合计	0.86	1.03	1.20	1.11
其中：短期债务	0.80	0.97	1.16	1.05
总债务	0.86	1.03	1.20	1.11
所有者权益	24.08	23.62	22.75	21.45
营业收入	4.01	15.18	15.10	11.49
营业利润	0.43	1.04	1.57	1.25
净利润	0.42	0.97	1.52	1.20
经营活动产生的现金流量净额	-0.71	1.51	0.73	0.91
投资活动产生的现金流量净额	-0.44	-1.27	2.02	-0.49
筹资活动产生的现金流量净额	0.01	0.01	-0.20	-0.11
财务指标	2024年1-3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.33	1.69	2.23	1.80
FFO（亿元）	0.22	1.06	1.73	1.27

净债务（亿元）	-7.80	-8.83	-8.76	-8.29
销售毛利率	28.33%	29.38%	30.83%	34.82%
EBITDA 利润率	--	11.12%	14.77%	15.69%
总资产回报率	--	3.28%	5.46%	4.73%
资产负债率	23.85%	26.17%	25.14%	19.90%
净债务/EBITDA	--	-5.23	-3.93	-4.60
EBITDA 利息保障倍数	--	356.88	381.91	129.92
总债务/总资本	3.45%	4.17%	5.00%	4.93%
FFO/净债务	--	-11.95%	-19.73%	-15.36%
经营活动现金流/净债务	9.09%	-17.13%	-8.39%	-10.95%
自由现金流/净债务	16.62%	10.23%	-0.41%	-5.14%
速动比率	2.44	2.33	2.57	3.31
现金短期债务比	11.00	10.55	8.93	9.22

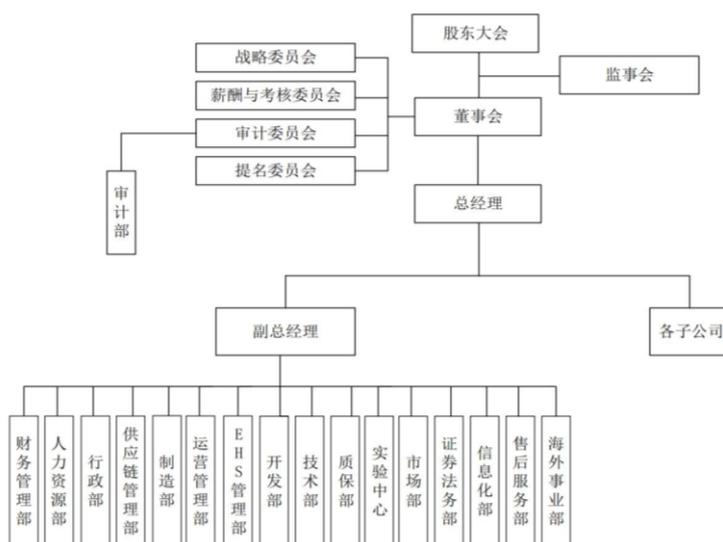
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入合并报表范围部分子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册地	持股比例	注册资本
四川永贵科技有限公司	四川绵阳	100.00%	10,000.00
深圳永贵技术有限公司	广东深圳	77.90%	9,050.00
浙江永贵博得交通设备有限公司	浙江台州	75.00%	6,664.00
江苏永贵新能源科技有限公司	江苏南京	89.33%	4,500.00
重庆永贵交通设备有限公司	重庆九龙坡	86.00%	2,500.00
北京永列科技有限公司	北京大兴	73.00%	2,222.22

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。