

杭州星帅尔电器股份有限公司
公开发行 A 股可转换公司债券
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(2020)100101】

评级对象: 杭州星帅尔电器股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

星帅转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: A+/稳定/A+/2020 年 5 月 27 日

首次评级: A+/稳定/A+/2019 年 8 月 5 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	1.90	1.41	1.81	2.69
刚性债务	0.60	0.48	0.50	2.54
所有者权益	6.01	6.61	7.52	8.41
经营性现金净流入量	0.64	0.82	0.95	0.30
合并口径数据及指标:				
总资产	8.12	8.96	13.65	14.81
总负债	1.48	1.55	2.58	5.10
刚性债务	0.76	0.57	0.62	2.68
所有者权益	6.65	7.41	11.07	9.71
营业收入	3.55	4.09	7.08	1.66
净利润	0.91	1.01	1.94	0.26
经营性现金净流入量	0.78	0.93	1.89	0.44
EBITDA	1.18	1.31	2.58	0.31
资产负债率[%]	18.19	17.29	18.91	34.43
权益资本与刚性债务 比率[%]	872.64	1293.01	1778.84	362.49
流动比率[%]	376.30	404.63	388.62	369.69
现金比率[%]	224.52	180.53	158.20	163.57
利息保障倍数[倍]	358.45	9495.41	--	8.68
净资产收益率[%]	18.27	14.38	20.95	2.46
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	67.16	61.70	91.72	11.33
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-50.81	-16.22	79.90	11.21
EBITDA/利息支出[倍]	400.81	10831.31	--	8.68
EBITDA/刚性债务[倍]	2.02	1.96	4.31	0.19

注: 根据星帅尔经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

吕晶 lp@shxsj.com

丁大燕 ddy@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)对杭州星帅尔电器股份有限公司(简称星帅尔、发行人、该公司或公司)及其发行的星帅转债的跟踪评级反映了 2019 年以来星帅尔在客户资源、产业协同、收入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市场需求、产品价格、疫情冲击及可转债转股等方面继续面临压力。

主要优势:

- **客户资源优势。**星帅尔在制冷压缩机配件领域深耕多年,与海立系、华意系、美芝系等多家大型压缩机生产企业建立了长期稳定的合作关系。
- **产业链不断丰富,协同效应显现。**星帅尔在立足主业的同时,逐步收购浙特电机,发挥其与公司在客户资源、技术研发等方面的协同性,家电产业链布局不断丰富。
- **业务规模及收入大幅提升。**受益于浙特电机的收购和自身产能的扩大,2019 年星帅尔业务规模及收入均大幅提升。
- **财务弹性较好。**星帅尔负债经营程度较低,账面货币资金储备充裕,未使用银行授信额度较多,财务弹性较好。

主要风险:

- **市场需求减弱。**在宏观经济增速放缓,市场需求不振的影响下,家电行业整体增速放缓,对上游的需求也将有所减弱。
- **产品价格下降风险。**压缩机配件产业链地位较低,产品同质化严重,市场竞争激烈,生产商产品议价能力弱,销售价格每年呈不同幅度下滑,未来仍面临一定的降价风险。
- **对政府补贴依赖大。**2019 年星帅尔取得大额高

效电机推广补贴，对利润形成极大的补充，但该项补贴是否有持续性尚不确定。

- **新冠疫情带来的短期冲击明显。**2020 年第一季度，受新冠疫情影响，星帅尔开工不足，营业利润较上年有所下滑，短期内公司经营压力加大。
- **可转债到期未转股风险。**如星帅尔股票价格低迷或未达到债券持有人预期等原因导致可转债未转股，公司需对可转债偿付本息，增加资金压力。

➤ 未来展望

通过对星帅尔及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 A+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性较强，并给与上述债券 A+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



杭州星帅尔电器股份有限公司

公开发行 A 股可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照杭州星帅尔电器股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券（简称“星帅转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据星帅尔提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对星帅尔的财务状况、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。

除星帅转债外，该公司未发行其他债务融资工具。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
星帅转债	2.80	6	0.5 ¹	2020 年 1 月 22 日	未到期

资料来源：星帅尔

该公司发行的可转换公司债券募集资金 2.80 亿元，拟以其中 1.96 亿元资金收购浙江特种电机有限公司（简称“浙特电机”）53.24% 股权，剩余 0.84 亿元用于补充流动资金。星帅转债于 2019 年 11 月 29 日获证监会审核通过，于 2020 年 1 月 22 日完成发行工作，于 2 月 19 日在深交所上市，将于 2020 年 7 月 22 日开始转股。2020 年 2 月，公司完成对浙特电机 53.24% 股权的交割过户，浙特电机成为公司的全资子公司。

图表 2. 截至 2020 年 3 月末本次债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目	项目金额	拟使用募集资金	进度
收购浙特电机 53.24% 股权	1.97	1.96	已完成收购
补充流动资金	0.84	0.84	已使用
合计	2.81	2.80	--

资料来源：星帅尔

¹ 累进利率：第一年 0.5%，第二年 0.7%，第三年 1.2%，第四年 1.8%，第五年 2.3%，第六年 2.6%。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

A. 制冷压缩机配件行业

制冷压缩机及配件行业与下游冰箱、空调等家用电器市场密切相关，近年来受宏观经济增速放缓、市场需求不振和房地产调控加强等多重因素的影响，制冷压缩机及配件的需求随家电行业需求弱化而增速放缓，且近期受新冠疫情冲击较大。

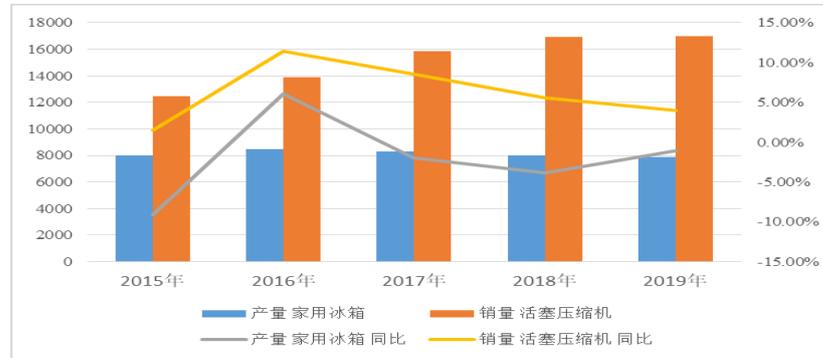
a 行业概况

制冷压缩机是冰箱、空调等的重要部件，该公司生产的热保护器、起动机、密封接线柱产品主要配套应用于制冷压缩机上，公司经营状况易受下游制冷压缩机行业的影响。

2012 年家电下乡较严重透支了国内冰箱市场的需求，同时冰箱使用期一般在 12-16 年，更新换代周期较长，导致近年来冰箱内销持续下滑，而出口方面因成本优势及海外需求增长而保持上升，整体而言，我国冰箱市场较为低迷。根据国家统计局数据，2018 年我国家用冰箱产量和销量分别为 7993.2 万台和 7518.9 万台，同比下降 3.9%和 0.2%；受下游需求不足影响，全封活塞压缩机全年产量和销量分别为 16790.8 万台和 16915.7 万台，同比增长 3.8%和 5.6%，

增速持续放缓。2019 年冰箱市场仍保持以更新需求为主，新增需求为辅的需求结构，全年家用冰箱产量和销量分别为 7904.3 万台和 7753.9 万台，同比增长-1.11%和 3.1%；同期全封活塞压缩机产量和销量分别为 16837.5 万台和 17012.4 万台，同比增长 2.1%和 4.2%。

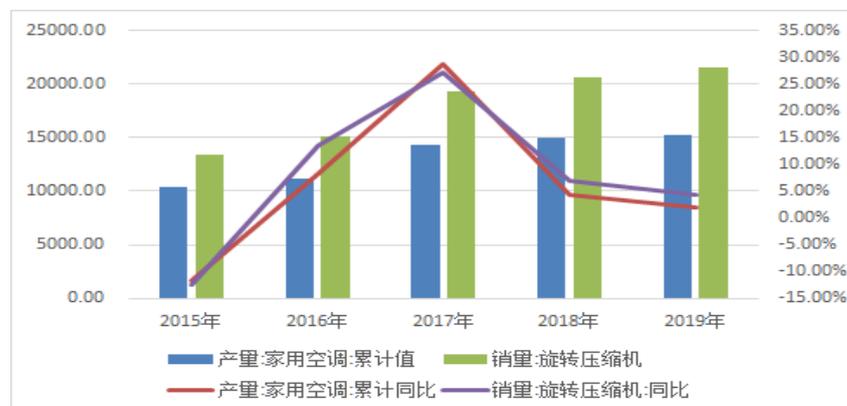
图表 3. 2015 年以来我国家用冰箱产量和全封活塞压缩机销量情况（单位：万台）



资料来源：wind

近年来我国空调压缩机市场需求波动较大。随着房地产市场调控力度加大，与空调销售密切相关的房地产市场降温，及上一年销售增速较快，导致需求提前释放等影响，2018 年我国空调行业增速明显下滑。根据产业在线数据，2018 年家用空调累计产量和销量分别为 14985.20 万台和 15069.20 万台，同比分别增长 4.40%和 6.30%，增速较上年分别大幅下降 24.30 个百分点和 24.69 个百分点；空调压缩机增速也因此联动下滑，全年我国旋转式压缩机销量 20603.6 万台，同比增长 6.90%，增速较上年下降 20 个百分点。2019 年受南方大面积阴雨天气影响，国内大部分地区未出现持续高温，加之中美贸易摩擦影响出口，全年家用空调累计产量 15280.10 万台，同比增长 1.97%，增速较上年继续下降 2.43 个百分点；累计销量 15063.00 万台，同比下降 0.04%，下游空调整机内外销订单减少直接影响压缩机排产和销售，2019 年旋转式压缩机销量 21518.10 万台，同比增长 4.40%，增速较上年进一步下降 2.5 个百分点，对压缩机配件产品需求造成不利影响。

图表 4. 2015 年以来我国家用空调产量和旋转式压缩机销量情况（单位：万台）



资料来源：wind

每年 11 月到次年 5 月为冰箱、空调等家电企业生产旺季，2020 年春节前后全国爆发新冠疫情对家电、压缩机及其配件行业冲击大。一方面，疫情对家电企业正常生产及物流运输造成了短期不利影响，根据国家统计局数据，1-3 月我国冰箱产量 1373.1 万台，空调产量 3688.1 万台，累计同比分别下降 19.8% 和 27.9%；另一方面，压缩机及其配件企业疫情期间也因复工延迟，影响产品交付，同时下游需求的延缓影响企业正常订单获取，根据产业在线数据，1-3 月全封活塞压缩机销量 3742.4 万台，同比下降 15.2%；旋转式压缩机销量分别同比下降 23.10%、36.40% 和 18.10%。同时下游企业回款减慢，资金周转放缓，而人员工资等固定支出基本不变，短期内对企业现金流也造成一定不利影响。

b 政策环境

制冷压缩机及配件行业易受家电、节能等方面政策的影响。随着国家家电产品能效指标的不断提高以及市场竞争的加剧，冰箱、空调等产品的生命周期缩短，更新速度加快，对性能、成本、质量、交货期等要求提高，要求压缩机及配件在产能、技术、工艺和管理水平上不断提升。2019 年 1 月，国家发改委、工信部、民政部、财政部等十部委共同印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》指出支持绿色、智能家电销售；促进家电更新换代；积极开展消费扶贫带动贫困地区产品销售等。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。

2020 年 1 月，国家有关部门陆续颁布《消费品召回管理暂行规定》、《家用电器安全使用年限》以及空调能效新标准-GB21455《房间空气调节器能效限定值及能效等级》三项法律法规，对于质量、能效不合格产品强制生产企业承担召回责任，同时统一空调新能效标准，规定定频空调和变频空调将采用统一的评价方法，并且只按季节能效定级，对空调企业要求相应提高，增加企业生产难度和制造成本，将带动产业链上空调压缩机及配件的技术提升及产品结构调整。

c 竞争格局/态势

国内冰箱压缩机主要供给企业包括华意系、东贝系和美芝系，三者累计占国内市场份额的 60%。近年来冰箱压缩机行业产品结构性过剩严重，加之大宗材料价格快速上涨，压缩机生产企业盈利能力下降，低端压缩机产品微利甚至亏损。国内空调压缩机行业中美芝系、凌达系、海立系三大空调压缩机制造商合计占国内市场份额的 70%。我国空调压缩机以自配套生产模式为主，各大空调生产商通常设有压缩机生产厂，如美芝系和凌达系分别借助美的和格力的发展，推动行业自配套压缩机的比例上升至 60%。而非自配套市场，龙头企业占据较高市场份额，且供销关系稳定，进入壁垒较高。

我国压缩机行业集中度较高，由于大型压缩机企业的订单规模较大，为保证产品质量和一致性，一般会选用少数几家规模较大的供应商，从而导致了配件行业的集中度也较高。随着国内产业技术的进步，我国企业在生产用于冰箱、

空调等领域的热保护器、起动器和密封接线柱方面，取得了较大进展。产量上，我国已成为全球规模最大的热保护器、起动器、密封接线柱等产品的生产基地。生产企业上，目前热保护器、起动器主要参与企业为该公司、森萨塔科技、天银机电和广州森宝；密封接线柱主要参与企业为艾默生富塞、三环集团和该公司的子公司杭州华锦电子有限公司（简称“华锦电子”）。总体来看，经过多年的磨合，配件企业和压缩机企业已达成长期稳定的合作。

图表 5. 制冷压缩机配件主要生产企业情况

公司名称	竞争产品	主要客户	说明
天银机电	热保护器、起动器	东贝系、华意系、恩布拉科、美芝系	在起动器尤其是无功耗起动器领域有较强竞争力；在热保护器领域也具有一定市场地位
森萨塔科技	热保护器、起动器	华意系、LG 电子及国外客户	在热保护器领域较有竞争力，在起动器市场份额很小
广州森宝	热保护器、起动器	万宝系、华意系、钱江公司、四川丹甫	广州万宝下属公司，在热保护器市场竞争力较强
三环集团	密封接线柱	美芝系、凌达系、海立系	主要用于冰箱、空调领域，占据份额较大
艾默生富塞	密封接线柱	北美、南美、欧洲和亚洲的所有主要压缩机厂商	在商用空调和精密领域，竞争力较强，在冰箱领域已逐步退出国内市场
星帅尔	热保护器、起动器、密封接线柱	华意系、东贝系、美芝系、钱江公司、四川丹甫、LG 电子、恩布拉科、尼得科电机等	在热保护器、起动器、密封接线柱领域具有较强的市场竞争力

资料来源：根据公开资料整理

d 风险关注

市场竞争加剧的风险。随着下游压缩机行业竞争的加剧，行业增长放缓，下游压缩机客户对配件生产商在产品价格、质量、服务等方面提出更高的要求。加之配件企业数量众多，产业链地位较低，产品同质化严重，行业竞争较为激烈。

原材料价格波动风险。压缩机配件产品的主要原材料为不锈钢、铜、白银、镍等大宗原材料和有色金属，原材料价格受全球经济影响的波动较大，行业内企业面临较大的原材料价格波动风险。

客户集中度较高。我国冰箱、空调及制冷压缩机行业集中度较高，导致压缩机配件企业的下游客户也较集中。2019 年前五大冰箱企业（海尔、美的、海信科龙、中山奥马、美菱）的市场份额达 64%；前三大空调企业（格力、美的、奥克斯）的市场份额合计占比达 73%，制冷压缩机及配件企业的客户集中度高，议价能力弱。

新冠疫情短期冲击大。2020 年初爆发的新冠肺炎疫情在延迟复工及开工不足、产品延付等方面给压缩机及配件企业带来了短期直接影响；疫情导致的下游需求延缓将逐步向上游传导，随着国外疫情的蔓延，还将给出口型企业

业带来出口订单减少的风险。而企业固定成本负担无法减轻及资金周转减慢等将对企业现金流形成一定短期冲击。

B. 电机行业

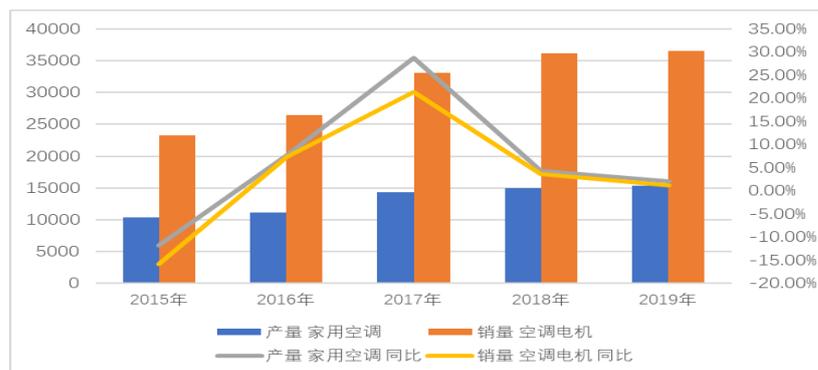
近年来我国压缩机电机行业发展良好，但 2017 年以后增速逐渐放缓。国内压缩机电机专业制造商数量较多，竞争较为激烈。

a 行业概况

浙特电机所生产的中小型电机、微型电机产品目前主要应用于制冷压缩机领域，未来将扩大在新能源汽车领域的应用，其经营发展受下游制冷压缩机及新能源汽车行业的影响较大。

经过多年发展，电机应用遍及信息处理、家用电器、汽车电气设备、国防、航空航天、工农业生产等各个领域，其中以汽车和家用电器领域应用最为广泛。随着冰箱、空调等家用电器行业的发展，及国家对家电产品能效指标的不断提高，客观上要求压缩机以及压缩机电机在产能、技术、工艺和管理水平上不断提升。国内实力较强的专业压缩机电机供应商，在生产规模、产品研发、集中采购、工艺技术、制造成本、质量控制等方面优势明显，可以满足压缩机制造商对电机的各种要求，尤其是电机专业制造商的生产设备，可为多个客户服务，不但可避免压缩机制造商投资的浪费，而且产能发挥充分从而降低成本。以空调电机为例，近年来我国空调电机的销量逐年增加，其中 2017 年上升较明显，随后增速逐渐放缓。据产业在线数据，2018-2019 年，我国空调电机销量分别为 36113.4 万台和 36554.9 万台，同比增长 3.7% 和 1.2%，增速同比下滑 17.7 个百分点和 2.5 个百分点。

图表 6. 2015 年以来我国家用空调产量和空调电机销量情况（单位：万台）



资料来源：wind

b 政策环境

电机行业的发展易受下游家电、新能源汽车等行业政策影响。2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部及发改委联合印发《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将原定 2020 年底到期的补贴政策合理延长到 2022 年底，有利于带动新能源汽车推广，促进新能源汽车消费，进一步推动新能源汽车产业的发展。新能源汽车的普及和应用有望带动电机行业的发展。

c 竞争格局/态势

从全球电机市场竞争格局来看，占主导地位的还是通用电气、西门子、ABB、东芝、三菱等大型跨国集团，其在大中型电机的技术上占有优势。我国电机行业属于劳动、技术密集型产业，大中型电机市场集中度较高，中小型电机市场的集中度较低，竞争激烈。具体到家用电器领域，电机主要应用于空调压缩机和冰箱压缩机，通常电机企业为压缩机厂商做配套，且压缩机厂商更换电机供应商需要较长周期，因此电机企业和压缩机厂商合作关系较为稳定，电机企业的竞争更多体现为下游客户的竞争。目前，国内冰箱及空调压缩机电机制造企业主要有富生电器、威力电机、常州洛克、浙江迪贝、南通长江、章丘海尔、苏州爱知、浙江格兰德、嵊州宏太等。其中，富生电器是国内规模最大的压缩机电机专业供应商，其冰箱及空调压缩机电机年销量 3000 万台，在非自配套的冰箱及空调压缩机电机领域市场份额在 25% 以上，位居行业第一。

d 风险关注

行业内企业数量较多，竞争较为激烈；对下游冰箱及空调等家电行业依赖度高，议价能力较弱，受家电行业影响大。

2. 业务运营

该公司主要从事制冷压缩机配件、小家电温度控制器及电机的研发、生产和销售。经过多年经营发展，公司与压缩机生产商、家电企业建立了长期稳定的合作关系。受益于收购浙特电机和自身产能扩大，2019 年公司业务及收入规模迅速扩大。但 2020 年以来，受新冠疫情影响，公司短期内经营压力加大。

该公司主要从事各种类型的制冷压缩机用热保护器、起动机、密封接线柱以及小家电温度控制器和中小型、微型电机产品的研发、生产和销售。公司产品主要应用于压缩机生产，最终用于冰箱、冷柜、空调等家用电器领域及电梯、清洗机等领域，下游覆盖国内外主要压缩机生产厂家，包括华意系²、东贝系、美芝系、万宝系、钱江公司、海立系等。近年来，公司在巩固和强化热保护器、起动机和密封接线柱主业的同时，积极开展产业链整合，通过对常熟新都安电器股份有限公司（简称“新都安”）、浙特电机的收购，切入小家电温度控制器和电机领域，不断丰富其在家电产业链的布局。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
热保护器、起动机、密封接线柱、温度控制器和电机	国内为主，部分国外/海立、美芝等	规模/渠道/技术等

资料来源：星帅尔

² 华意系包括长虹华意压缩机股份有限公司及其子公司华意压缩机（荆州）有限公司、加西贝拉压缩机有限公司、孙公司华意压缩机巴塞罗那有限责任公司；东贝系包括黄石东贝电器股份有限公司及其子公司芜湖欧宝机电有限公司、东贝机电（江苏）有限公司；美芝系包括安徽美芝制冷设备有限公司、安徽美芝精密制造有限公司、广东美芝精密制造有限公司、广东美芝制冷设备有限公司、无锡小天鹅股份有限公司、广东美的厨房电器制造有限公司等，均为美的控股子公司；万宝系包括广州万宝集团压缩机有限公司和青岛万宝压缩机有限公司；钱江公司为杭州钱江制冷压缩机集团有限公司；海立系包括上海海立电器股份有限公司和上海海立新能源技术有限公司。

(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（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	3.55	4.09	7.08	1.66	1.56
其中：核心业务营业收入	3.51	4.05	6.91	1.64	1.54
在营业收入中所占比重	98.87	99.02	97.60	98.80	98.72
其中：（1）热保护器	0.98	1.01	1.15	0.30	0.30
占核心业务收入的比重	27.89	24.84	16.64	18.29	19.73
（2）起动机	1.16	1.11	1.20	0.32	0.34
占核心业务收入的比重	32.94	27.48	17.37	19.51	22.29
（3）组合式两器	0.44	0.64	0.67	0.16	0.21
占核心业务收入的比重	12.41	15.75	9.70	9.76	13.78
（4）密封接线柱	0.60	0.62	0.68	0.11	0.17
占核心业务收入的比重	17.07	15.18	9.84	6.71	10.78
（5）温度控制器	0.30 ³	0.67	0.69	0.13	0.15
占核心业务收入的比重	8.59	16.51	9.99	7.93	9.78
（6）电机	--	--	2.52	0.61	0.36 ⁴
占核心业务收入的比重	--	--	36.47	37.20	23.39
毛利率	41.74	39.68	31.21	27.37	33.33
其中：（1）热保护器	48.26	45.09	46.24	42.36	44.64
（2）起动机	40.50	40.91	40.62	39.36	40.37
（3）组合式两器	44.61	42.65	42.15	39.77	40.21
（4）密封接线柱	34.26	28.56	22.20	22.19	21.16
（5）温度控制器	38.08	37.55	35.81	33.44	35.91
（6）电机	--	--	16.70	10.45	15.77

资料来源：星帅尔

受收购浙特电机以及自身产能扩大等的影响，该公司营业收入规模迅速扩大，2019 年及 2020 年第一季度，分别实现营业收入 7.08 亿元和 1.66 亿元，分别较上年同期增长 73.08% 和 6.26%。同期，公司毛利率分别为 31.21% 和 27.37%，较上年同期均有所下降，主要系新并入的浙特电机毛利率相对较低，拉低了公司整体的毛利水平。

A. 业务

a 热保护器、起动机及组合式两器

热保护器、起动机及组合式两器（简称“两器”）为该公司的传统优势产品，该类业务主要由公司本部、新都安及全资子公司浙江欧博电子有限公司（简称“欧博电子”）运营。公司的两器产品主要应用于冰箱、冷柜、空调等制冷

³ 2017 年 8 月，公司将新都安纳入合并报表范围，因此文中涉及新都安 2017 年的数据均指 2017 年 8-12 月这一经营期间的数据。

⁴ 2019 年 2 月，公司将浙特电机纳入合并范围，因此文中涉及浙特电机 2019 年第一季度的数据指 2019 年 2-3 月这一经营期间的数据，涉及 2019 年全年数据指 2019 年 2-12 月这一经营期间数据。

压缩机领域，主要客户包括华意系、东贝系、美芝系、钱江公司等。2019年，公司热保护器、起动器和组合式两器产品分别实现营业收入 1.15 亿元、1.20 亿元和 0.67 亿元，均保持稳步增长态势，两器产品收入合计占核心业务收入的 43.71%；同期各产品毛利率分别为 46.24%、40.62%和 42.15%，变动不大。2020 年第一季度，公司热保护器、起动器和组合式两器营业收入分别为 0.30 亿元、0.32 亿元和 0.16 亿元，同期毛利率分别为 42.36%、39.36%和 39.77%，均小幅下降，主要系受新冠疫情影响，企业延迟复工及开工率不足所致。

该公司两器产品生产基地位于杭州市富阳区受降镇交界岭 99 号，总建筑面积 3.75 万 m²，其中厂房面积 1.76 万 m²，办公楼 1.99 万 m²，均通过自建方式取得。公司生产车间配有全自动激光焊接机组、WurmbGmbH 双片成型机&双片检测机、动簧片组件焊接设备、双片自动装配设备和发热丝成型设备等生产设备。2019 年，得益于热保护器、起动器增产扩能募投项目的完结并投入使用，加之新都安新增热保护器生产线，公司两器产能均大幅提升，其中热保护器产能同比增长 75%。2019 年，公司热保护器、起动器和组合式两器产品产量分别为 0.67 亿只、0.52 亿只和 0.16 亿只，两器产品产量呈逐年上升态势。2020 年第一季度，由于新冠疫情暴发，公司两器产品产量均不同幅度下滑。

图表 9. 公司两器产品产销情况（单位：万只、元/只、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2019 年 1-3 月
热保护器	产能	4215.00	4720.00	8260.00	1543.25	1285.00
	产量	4966.83	5152.68	6696.78	1030.95	1210.23
	产能利用率	117.84	109.17	81.07	66.80	94.18
	销量	4905.60	5115.99	6049.52	1617.32	1592.18
	产销率	98.77	99.29	90.33	156.88	131.56
	均价	2.00	1.97	1.90	1.86	1.90
起动器	产能	3940.00	3990.00	5090.00	783.20	1020.00
	产量	4476.57	4660.25	5230.98	793.38	955.59
	产能利用率	113.62	116.80	102.77	101.30	93.69
	销量	4555.94	4426.06	4841.70	1279.37	1363.27
	产销率	101.77	94.97	92.56	161.26	142.66
	均价	2.54	2.52	2.48	2.53	2.51
组合式两器	产能	900.00	1300.00	1500.00	274.34	350.00
	产量	991.76	1394.95	1596.14	263.85	355.32
	产能利用率	110.20	107.30	106.41	96.18	101.52
	销量	932.05	1380.34	1454.96	335.06	467.02
	产销率	93.98	98.95	91.15	126.99	131.44
	均价	4.68	4.63	4.58	4.72	4.54

资料来源：星帅尔

b 密封接线柱

该公司密封接线柱业务主要由全资子公司华锦电子负责。华锦电子主要产

品为电机压缩机密封接线插座、光通信组件、光传感器组件，产品主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域以及新能源汽车、通信等领域，主要客户有东贝系、华意系、美芝系、万宝系、湖州骏能电器科技股份有限公司、芜湖奇点新能源科技有限公司、重庆航伟光电科技有限公司等。2019年及2020年第一季度，公司密封接线柱产品分别实现营业收入0.68亿元和0.11亿元，增速有所放缓；同期毛利率分别为22.20%和22.19%，有所下降，主要系跟踪期内密封接线柱产品价格小幅下降。

该公司密封接线柱产品生产基地位于临安市玲珑街道锦溪南路1238号，总建筑面积2.90万m²，通过购买方式取得。华锦电子拥有继电器接线端子设备和链带式气氛熔封炉等设备。2019年公司密封接线柱产品产量为0.84亿只，产量增长较明显；受疫情影响，2020年第一季度公司密封接线柱产品产销量和产能利用率均有所下降。

图表 10. 公司密封接线柱产品产销情况（单位：万只、元/只、%）

产品	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	2019年1-3月
密封接线柱	产能	7200.00	7400.00	8440.00	2200.00	1900.00
	产量	7183.75	7380.52	8440.25	1705.00	1865.02
	产能利用率	99.77	99.74	100.00	77.50	98.16
	销量	7074.04	7295.55	8200.56	1438.00	2018.40
	产销率	98.47	98.85	97.16	84.34	108.22
	均价	0.85	0.84	0.83	0.79	0.82

资料来源：星帅尔

c 温度控制器

该公司温度控制器业务主要由控股子公司新都安负责。2017年7月，公司收购新都安51%的股权，进入小家电温度控制器领域；2020年1月，公司再次收购新都安34%股权，合计持股达85%。新都安主要产品包括KSD1自动复位系列温控器和KSDS手动复位系列温控器，主要用于变压器、微波炉、饮水机、咖啡机、热水器、吸尘器等小家电领域。公司已与美的、格兰仕、苏泊尔、利仁等家用电器企业建立了良好的合作关系。2019年及2020年第一季度，公司温度控制器产品分别实现营业收入0.69亿元和0.13亿元；同期毛利率分别为35.81%和33.44%，有所下降，主要系新都安厂房搬迁使得温度控制器产能及产量有所下降。

该公司温度控制器产品生产厂房位于常熟市虞山镇方桥路18号，面积0.91万m²，系租赁取得，租期为2017年10月至2027年12月。新都安生产车间配有成品自动组装线、温控器组装机、中盖供料机、芯棒自动安装机、半成品自动上料机及激光打标机等设备。2019年及2020年第一季度，公司温度控制器产品产量分别为0.83亿只和0.15亿只，同比均有所下降，其中，由于厂房搬迁使得2019年温度控制器产能及产量均有所下滑。

图表 11. 公司温度控制器产品产销情况（单位：万只、元/只、%）

产品	项目	2017年8-12月	2018年	2019年	2020年1-3月	2019年1-3月
温度控制器	产能	4000.00	9600.00	8600.00	2125.00	2400.00
	产量	3672.25	8499.70	8264.00	1466.00	1884.79
	产能利用率	91.81	88.54	96.09	68.19	78.53
	销量	3528.00	8239.19	8348.00	1624.90	1871.72
	产销率	96.07	96.94	101.02	110.84	99.31
	均价	0.86	0.81	0.82	0.82	0.80

资料来源：星帅尔

d 电机

该公司电机业务主要由浙特电机运营，其主要从事中小型电机、微型电机的研发、生产和销售，产品应用于冰箱、空调、电梯、清洗机、新能源汽车、厨余粉碎机等领域。浙特电机在电机行业经营多年，积累了较丰富的生产经验和较高的品牌知名度，相关产品在市场和技术研发方面均具有一定的竞争优势。通过多次收购，浙特电机成为公司的全资子公司，公司与浙特电机在客户资源、技术研发等方面具有一定的相关性，协同效应较强。2019年及2020年第一季度，浙特电机分别实现营业收入2.52亿元和0.61亿元，占公司核心业务收入的比重分别为36.47%和37.20%；同期电机产品毛利率分别为16.70%和10.45%。公司收购浙特电机全部股权后，扩大了公司的业务及收入规模。

该公司电机产品生产厂房坐落于嵊州市加佳路18号，通过自建方式取得，总面积9.30万m²；江西浙特⁵厂房位于南昌市南昌经济技术开发区秀先路299号，系租赁取得，面积0.48万m²，租赁期自2020年1月至2022年12月。浙特电机拥有定子集中卷绕机器人系统、AIDA高速精密冲床、压力机、绕线机、电机型式试验设备、高速冲床等生产设备。2019年及2020年第一季度，公司电机产量分别为250.37万只和75.44万只。

图表 12. 公司电机产品产销情况（单位：万只、元/只、%）

产品	项目	2019年	2020年1-3月	2019年2-3月
电机	产量	250.57	75.44	32.15
	销量	237.66	58.45	31.97
	产销率	94.85	77.48	99.44
	均价	105.92	104.02	112.48

资料来源：星帅尔

B. 采购

该公司生产热保护器和起动器的主要原材料包括PTC芯片、银铜复合触点、锡青铜带、不锈钢带、塑胶件、双金属片、发热丝等，生产密封接线柱的主要原材料包括膨胀合金、成壳、冷板、玻璃粉等，生产温度控制器的主要原

⁵ 2019年5月，江西浙特电机有限公司（简称“江西浙特”）成立，注册资本1000万元，浙特电机持有其100%股权，目前处于试生产阶段。

材料包括胶木制品、陶瓷制品、各类五金冲压制品等，生产电机的主要原材料包括硅钢片、漆包线、铝锭等。跟踪期内公司生产所需各类原材料供应充分，不存在供应商独家垄断情况。公司主要原材料通常都会选择 2 家及以上合格供应商，通过比质比价采购，以确保原材料采购价格、数量、交货期有保证。另外，公司部分零部件由金工（冲制）车间自行生产，既能节约成本，又缩短了交货期。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司主要原材料采购金额分别为 2.42 亿元和 0.60 亿元，均有所上升，主要系公司对漆包线、硅钢片等电机生产原材料的采购金额大幅增加；同期，公司主要原材料采购成本占主营业务成本的比重分别为 50.59% 和 49.90%，占比变动不大。

图表 13. 公司主要原材料采购金额及占主营业务成本的比重（单位：亿元、%）

原材料	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
PTC 芯片	0.40	19.60	0.42	17.36	0.49	10.16	0.09	7.49
塑胶件	0.31	15.03	0.34	13.97	0.41	8.59	0.07	6.03
不锈钢带	0.15	7.28	0.18	7.36	0.22	4.63	0.04	3.66
银铜复合触点	0.12	6.18	0.15	5.81	0.15	3.22	0.05	4.45
可控硅	0.07	3.26	--	--	--	--	--	--
冷板	--	--	0.09	3.72	--	--	--	--
漆包线	--	--	--	--	0.59	12.28	0.20	16.93
硅钢片	--	--	--	--	0.56	11.71	0.14	11.34
合计	1.05	51.35	1.18	48.22	2.42	50.59	0.60	49.90

资料来源：星帅尔

该公司通常与供应商签订年度购销合同、有害物资管控协议以及相关的质量协议、环境协议等，并进行定期、不定期评价和现场审核。公司与上游供应商采取“3+6”的结算方式，即 3 个月账期+6 个月票据。2019 年及 2020 年第一季度，公司向前五大供应商采购金额分别为 1.87 亿元和 0.50 亿元，占同期主营业务成本的比重分别为 39.18% 和 41.27%，供应商较稳定。

C. 销售

该公司产品以直销为主，下游客户涉及压缩机厂商、小家电、电梯、新能源汽车、通信等领域。2019 年，公司热保护器、起动机、组合式两器、密封接线柱、温度控制器、电机产品销量分别为 0.60 亿只、0.48 亿只、0.15 亿只、0.82 亿只、0.83 亿只和 0.02 亿只，各类产品销量同比均有所增长，产销率保持在 90% 以上。2020 年第一季度，公司热保护器和电机产品销量有所增长，其余产品受疫情影响销量均有所下滑。总体看，公司各类产品产销率高，符合“以销定产”的业务模式。

依托较强的技术和研发实力、良好的产品质量，该公司成为海立系、华意系、东贝系、美芝系、钱江公司等压缩机品牌客户的重要供应商，公司各下属

子公司也在各自领域内与格兰仕、苏泊尔等客户建立了稳固的合作关系。由于热保护器、起动器和密封接线柱是制冷压缩机产品的关键配件，知名压缩机制造企业对其供应商的选择非常谨慎，产品认证周期长，评估与准入标准也非常严格，若通过认证成为其合格供应商后，双方合作具有量大、稳定和长期性特点。除生产制造外，公司还为客户提供研发、设计、测试、试验等高附加值服务，因此公司产品具有较强的“定制”和“粘性”特征，客户关系稳定。

该公司与下游客户采取“3+6”的模式进行结算，即3个月的账期+6个月票据，与上游结算周期基本匹配。2019年及2020年第一季度，公司前五大客户销售金额分别为4.35亿元和1.06亿元，占同期主营业务收入的比重分别为62.99%和64.25%，客户集中度偏高。

图表 14. 公司前五大客户及占主营业务收入的比重（单位：亿元、%）

客户名称	主要销售内容	2019年		2020年1-3月	
		金额	占比	金额	占比
海立系	电机	1.32	19.05	0.36	21.81
美芝系	两器、密封接线柱	1.07	15.49	0.19	11.56
钱江公司	两器、密封接线柱	0.69	10.05	0.19	11.23
东贝系	两器、密封接线柱	0.68	9.87	0.13	8.18
华意系	两器、密封接线柱	0.59	8.53	0.19	11.47
合计	--	4.35	62.99	1.06	64.25

资料来源：星帅尔

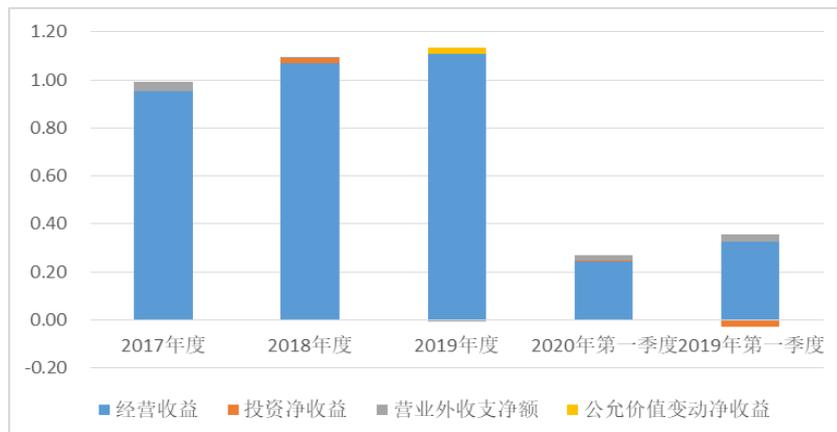
D. 研发

该公司作为高新技术企业，具有较强的创新能力和自主研发能力。公司作为组长单位多次组织或参与了空调、冰箱、洗衣机等变频控制器标准的制定，公司产品多次被授予“浙江省名牌产品”、“杭州市名牌产品”称号。此外，公司通过与浙江大学、杭州技术学院等科研院校建立合作关系，建设产学研基地，在新产品、新领域展开研究与技术合作。经过多年技术沉淀，公司在压缩机配件行业内已具备较强的技术研发能力和配套硬件设施，为公司较好的产品性能和质量提供支撑。

截至2019年末，该公司研发人员112人，占总人数的11.49%。近年来公司持续加大研发投入，以保持与下游压缩机、家电市场的需求匹配。2017-2019年公司研发投入分别为0.16亿元、0.20亿元和0.31亿元，占营业收入比重分别为4.56%、4.78%和4.45%。截至2020年3月末，公司及其下属子公司合计拥有专利159项，其中发明专利16项，实用新型专利108项和外观设计35项，技术储备较强。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据星帅尔所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来自营业毛利，2019 年公司营业毛利为 1.11 亿元，较上年增长 3.85%，主要系公司收购浙特电机及产品产能扩大所致。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，公司实现营业毛利 0.25 亿元，较上年同期下降 24.20%。

期间费用方面，2019 年及 2020 年第一季度该公司期间费用分别为 0.96 亿元和 0.11 亿元，期间费用率分别为 13.49% 和 12.66%。近年来公司期间费用随着业务的发展、外部收购、研发支出等的增加而增加。公司期间费用主要为管理费用，同期分别为 0.86 亿元和 0.17 亿元，同比均大幅增长，主要系合并浙特电机及加大研发投入所致。2019 年及 2020 年第一季度，公司销售费用分别为 0.14 亿元和 0.03 亿元，公司客户关系较稳定，每年的销售费用支出不大。同期，公司财务费用分别为-0.04 亿元和 0.01 亿元，公司使用闲置资金购买银行理财产品，每年可获得一定的利息收入。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	3.55	4.09	7.08	1.66	1.56
毛利（亿元）	0.95	1.07	1.11	0.25	0.32
期间费用率（%）	13.50	12.44	13.49	12.66	10.05
其中：财务费用率（%）	-0.62	-1.19	-0.59	0.81	-0.24
经营收益（亿元）	0.95	1.07	1.11	0.25	0.32
全年利息支出总额（亿元）	0.003	0.0001	0.00	0.04	--

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

2019 年该公司取得其他收益 1.14 亿元，主要系高效电机推广补贴 1.04 亿元，对公司利润形成极大的补充，但该项补贴是否具有持续性尚不确定。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益	--	0.02	-0.0008	0.003	-0.03
其他收益	0.06	0.05	1.14	0.007	0.004
营业外收入	0.04	0.005	0.007	0.03	0.03
公允价值变动损益	--	--	0.02	--	--

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

2019 年该公司实现净利润 1.94 亿元，同比增长 91.46%，主要系政府补贴等外部支持收入大幅增加所致；2020 年第一季度，公司净利润为 0.26 亿元，较上年同期下降 10.26%。

（3）运营规划/经营战略

该公司立足于制冷压缩机用热保护器、起动机、密封接线柱主业的基础上，积极向上中下游产业链延伸，利用现有技术和客户资源，积极开拓空调、除湿机等热保护器、起动机市场，不断丰富公司产品类型。在光通信、传感器组件、电机等新产品布局上，公司拟扩展业务线、加大研发投入，不断开发新客户，推广新产品。在保持原有市场份额的基础上，公司积极优化生产工序，扩大产能，持续开拓国内外优质客户，提高公司整体实力和盈利水平。

2017 年 4 月，该公司首次公开发行股票共募集资金 37628.44 万元，扣除承销费等发行费用及老股转让款合计 14799.44 万元，实际募集资金净额 22829 万元。公司募集资金计划用于“热保护器系列产品扩能项目”、“起动机系列产品扩能项目”、“技术研发中心改造升级项目”和补充流动资金，计划投资金额分别为 7028 万元、7982 万元、1819 万元和 6000 万元。

截至 2019 年 9 月末，该公司“热保护器系列产品扩能项目”、“起动机系列产品扩能项目”已达到预定可使用状态，“补充流动资金”项目募集资金已使用完毕，公司对上述项目进行结项；“技术研发中心改造升级项目”受市场环境变化的影响，公司研发的产品和技术能适用的市场情况已发生变化，使得实际募集资金投资项目支出小于计划支出，加之公司目前各项研发资源基本能满足日常研发需要，公司终止该募投项目并结项。截至 2019 年末，公司募投项目实际使用资金 22166.87 万元，剩余资金余额 677.69 万元（含利息收入扣除银行手续费的净额），将继续用于上述项目。

图表 18. 公司募投资金使用情况（单位：万元、%）

编号	项目名称	计划 总投资	调整后 投资额	截至 2019 年末 累计投资额	投资 进度	2019 年 实现效益
1	热保护器系列产品扩能项目	7028.00	5402.73	4843.33	89.65	1684.47
2	起动机系列产品扩能项目	7982.00	2916.85	2826.15	96.89	923.65
3	技术研发中心改造升级项目	1819.00	195.93	183.90	93.86	不适用

编号	项目名称	计划总投资	调整后投资额	截至 2019 年末累计投资额	投资进度	2019 年实现效益
4	补充流动资金	6000.00	14313.49	14313.49	100.00	不适用
合计		22829.00	22829.00	22166.87	--	--

资料来源：星帅尔

管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，控股股东及实际控制人未发生变化，公司存在一定规模的关联收购和关联担保。

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，公司控股股东及实际控制人仍为楼月根和楼勇伟父子。截至 2020 年 3 月末，楼月根和楼勇伟二人直接持有公司股权的比例为 33.42% 和 3.33%，通过杭州富阳星帅尔投资有限公司（以下简称“星帅尔投资”）间接持有公司 8.10% 的股权，二人合计持股比例为 44.85%。公司产权状况详见附录一。股权质押方面，截至 2020 年 3 月末，楼月根和星帅尔投资分别质押股票 1100 万股和 1000 万股，均为发行星帅转债而质押，分别占其所持股份的 28.09% 和 57.14%，二者合计质押股票数占公司总股本的 17.92%，总体质押风险可控。

关联交易方面，跟踪期内，该公司关联交易主要体现为关联收购和关联担保。截至 2018 年末，公司已收购浙特电机 24.99% 股权，未对其形成控制；2019 年 1 月，公司再次收购浙特电机 21.77% 股权，收购完成后累计持有其 46.76% 股权，取得其实际控制权；2020 年 2 月公司以发行的星帅转债收购浙特电机剩余 53.24% 股权，收购完成后浙特电机成为公司的全资子公司。截至 2019 年末，公司持有新都安 51% 股权，2019 年公司拟以 3400 万元收购其 34% 股权，2020 年 1 月完成交易过户，目前累计持有新都安 85% 股权。该两项股权收购均为关联收购。此外，公司存在一定的关联担保，系公司作为被担保方，其发行的 2.8 亿元星帅转债获得楼月根和星帅尔投资股份质押担保和保证担保。

跟踪期内，该公司子公司华锦电子及新都安均涉及 1 项买卖合同纠纷，均已撤诉；浙特电机涉及 1 项劳动争议纠纷，已撤诉；浙特电机涉及 1 项买卖合同纠纷，现已移送至嵊州市人民法院，涉诉金额 11.4 万元。除上述诉讼记录外，跟踪期内公司及其主要关联方在欠贷欠息、工商、质量、安全等方面均无重大不良行为记录。

图表 19. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	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	2020.4	无	无	无	不涉及

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5	不涉及	无	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2020.5	无	无	有	不涉及
工商	公开信息披露	2020.5	无	无	无	不涉及
质量	公开信息披露	2020.5	无	无	无	不涉及
安全	公开信息披露	2020.5	无	无	无	不涉及

资料来源：根据星帅尔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

随着业务规模的扩张、收购浙特电机及发行星帅转债，该公司债务规模大幅增加，财务杠杆水平大幅上升，但得益于经营积累，公司负债经营程度仍处于较低水平。未来随着可转债逐步转股，公司财务杠杆水平或将有所下降。公司经营环节现金流持续保持净流入，且有一定规模的不受限货币资金，可为到期债务的偿付提供一定支持。

1. 数据与调整

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 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 2020 年第一季度财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。

截至 2019 年末，该公司合并范围子公司共 5 家，较上年末增加浙特电机和江西浙特。其中，浙特电机纳入合并范围对公司财务报表影响较大。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



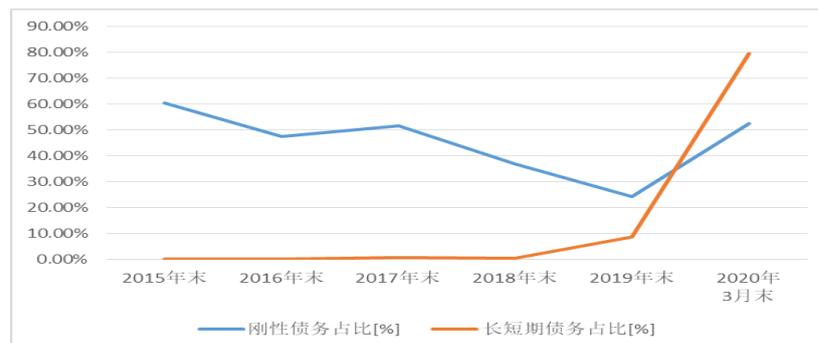
资料来源：根据星帅尔所提供数据绘制

2019 年末，该公司负债总额为 2.58 亿元，同比增长 66.70%，主要系公司收购浙特电机股权后，实现对其控制，并将其纳入合并范围所致。2020 年公司发行可转换公司债券 2.80 亿元，3 月末总负债增至 5.10 亿元，较 2019 年末增长 97.51%。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 18.91% 和 34.43%，财务杠杆水平大幅提升但仍处于较低水平；同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 1778.84% 和 362.49%，权益资本对刚性债务的覆盖程度下降明显，主要系星帅转债的发行导致公司债务规模大幅增加。未来随着可转债逐步转股，公司财务杠杆或将有所下降，权益资本对刚性债务的覆盖度或将提升。

2019 年末，该公司所有者权益为 11.07 亿元，其中少数股东权益 2.68 亿元，较上年末大幅上升，主要系公司收购浙特电机 46.76% 股权后，2019 年 1 月，将其纳入合并范围，增加其 53.24% 少数股东权益。2020 年，公司收购浙特电机剩余 53.24% 的少数股东权益，使其成为公司的全资子公司；收购新都安 34% 的少数股东权益，使得 3 月末公司少数股东权益降为 0.11 亿元，权益资本降为 0.97 亿元。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	0.61	0.40	0.76	0.57	0.62	2.68
应付账款 (亿元)	0.28	0.30	0.49	0.49	1.16	1.08
其他应付款 ⁶ (亿元)	0.006	0.004	0.02	0.30	0.32	0.83
刚性债务占比 (%)	60.38	47.63	51.53	37.01	24.10	52.53
应付账款占比 (%)	28.31	35.17	33.41	31.74	44.73	21.20
其他应付款占比 (%)	0.57	0.51	1.39	19.54	12.23	16.27

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理绘制

债务期限结构方面，2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动负债占总负债的比重分别为 92.19% 和 55.69%；同期末，公司长短期债务比分别为 8.48% 和 79.58%，星帅转债的发行导致公司债务结构由短期转向长期。

从债务结构来看，该公司债务主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成，2019 年末分别占总负债的 24.10%、44.73% 和 12.23%。其中，刚性债务为 0.62 亿元，较上年末增长 8.56%，主要系合并增加浙特电机所致；应付账款余额为 1.16 亿元，主要为应付供应商的原材料采购款和项目设备款，同比增长 134.91%，主要系浙特电机给予供应商账期较长，账面应付账款规模较大；其他应付款余额为 0.32 亿元，主要系限制性股票回购款，较上年末变化不大。2020 年 3 月末，公司刚性债务为 2.68 亿元，占总负债的 52.53%，受星帅转债的发行，公司刚性债务规模大幅增加；3 月末公司其他应付款为 0.83 亿元，较 2019 年末增长 162.64%，主要系尚未支付的浙特电机收购款及限制性股票回购款。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	0.61	0.40	0.76	0.57	0.62	0.61
其中：短期借款	0.20	0.10	0.20	--	--	--
应付票据	0.41	0.30	0.56	0.57	0.62	0.61
中长期刚性债务合计	--	--	--	--	--	2.07
其中：应付债券	--	--	--	--	--	2.07

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

从刚性债务结构来看，2019 年末该公司刚性债务全部为短期刚性债务，年末余额为 0.62 亿元，全部为应付票据，较上年末变化不大。2020 年 3 月末，公司刚性债务余额为 2.69 亿元，包括应付票据 0.61 亿元和应付债券 2.07 亿元，刚性债务集中于长期。

⁶ 根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，2018 年开始，在资产负债表中删除原“应付利息”及“应付股利”项目，归并至“其他应付款”项目。因此表中 2018 年末、2019 年末及 2020 年 3 月末的其他应付款余额包括应付股利、应付利息及原其他应付款。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	218.82	200.47	206.65	215.60	169.26	--
营业收入现金率（%）	100.44	117.40	92.33	100.07	73.40	139.90
业务现金收支净额（亿元）	0.60	0.76	0.90	1.04	0.82	0.46
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.02	-0.05	-0.12	-0.11	1.07	-0.02
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.58	0.71	0.78	0.93	1.89	0.44
EBITDA（亿元）	0.81	0.98	1.18	1.31	2.58	0.31
EBITDA/刚性债务（倍）	1.34	1.94	2.02	1.96	4.31	0.19
EBITDA/全部利息支出（倍）	23.15	115.44	400.81	10831.31	--	8.68

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

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。

2019 年，该公司营业收入现金率为 73.40%，较上年下降 26.67 个百分点，由于电机行业回款周期相对较长，导致公司整体资金回笼有所放缓。此外，公司经营活动现金流还与政府补助等其他与经营活动有关的现金收入有关，2019 年公司收到政府补助大幅增加，当年经营性净现金流为 1.89 亿元，较上年同期大幅增加。2020 年第一季度，公司营业收入现金率 139.90%，经营活动产生的现金流量净额为 0.44 亿元，整体经营创现能力较强。

2019 年，该公司 EBITDA 为 2.58 亿元，随利润总额的增加而增加，对刚性债务的保障倍数为 4.31 倍，对刚性债务的保障程度较好。2020 年第一季度，公司发行星帅转债，刚性债务大幅增加，导致同期 EBITDA 对刚性债务的保障倍数降至 0.19 倍。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	--	0.02	-0.89	0.03	0.00	--
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	-0.09	-0.09	-0.09	-0.32	-1.03	-0.067
其他因素对投资环节现金流量影响净额	--	--	-0.39	-0.89	0.79	0.062
投资环节产生的现金流量净额	-0.09	-0.07	-1.37	-1.18	-0.24	-0.005

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

该公司投资活动主要体现为固定资产、无形资产的购置与合并及理财产品投资，2019 年及 2020 年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净额分

别为-0.24 亿元和-0.005 亿元，呈净流出状态。总体来看，公司对固定资产、无形资产的投资规模相对较小，近年较大规模的对外投资主要为银行理财产品的购买。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	-0.20	-0.19	2.10	0.02	-0.34	--
债务类净融资额	-0.20	-0.10	0.10	-0.20	--	2.75
筹资环节产生的现金流量净额	-0.60	-0.48	4.30	-0.17	-0.45	1.26

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

该公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金，2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资性现金净流量分别为-0.45 亿元和 1.26 亿元。其中，2020 年呈大额净流入，主要系通过发行可转换公司债券筹集大额资金所致。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产(亿元,在总资产中占比%)	2.54	3.07	5.53	6.25	9.25	10.50
	66.59	72.78	68.12	69.70	67.76	70.89
其中：货币资金（亿元）	0.14	0.52	2.14	1.67	2.92	4.65
应收票据	1.19	1.11	1.51	1.59	1.82	1.30
应收账款（亿元）	0.70	0.78	1.16	1.24	1.80	2.02
存货（亿元）	0.49	0.54	0.67	0.80	1.63	1.67
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.27	1.15	2.59	2.72	4.40	4.31
	33.41	27.22	31.88	30.30	32.24	29.11
其中：固定资产（亿元）	0.85	0.83	0.99	1.18	2.92	2.87

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

2019 年末，该公司资产总额为 13.65 亿元，同比增长 52.35%，主要系收购合并浙特电机所致。公司资产以流动资产为主，同期末流动资产占资产总额的 67.76%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成，2019 年末分别占总资产的 21.39%、13.35%、13.18%和 11.94%。其中，货币资金为 2.92 亿元，包括受限资金 0.05 亿元，系银行承兑汇票保证金；应收票据为 1.82 亿元，应收账款为 1.80 亿元，主要系公司给予客户的商业信用，随业务规模的扩大及合并浙特电机而同比大幅增加，公司应收账款账龄基本在 1 年以内，且下游客户多为知名度较高的压缩机厂商、家用电器生产商，坏账风险小；存货为 1.63 亿元，主要为生产所需的原材料和库存商品，因合并范围增加而同比增长 104.42%。此外，2019 年末，公司账面其他流动资产

0.76 亿元，占总资产的 5.74%，主要系银行结构性存款。

该公司非流动资产主要集中于固定资产，2019 年末为 2.92 亿元，占总资产的比重为 21.38%。公司固定资产主要为生产厂房、机器设备等，同比增长 148.37%，一方面系公司为满足生产经营需求，不断购置和改造机器设备；另一方面系合并浙特电机所致。

截至 2020 年 3 月末，该公司资产总额增至 14.81 亿元，较 2019 年末增长 8.49%，主要系当期部分可转债资金到位，货币资金大幅增加所致。期末公司资产结构较上年末变化不大。

受限资产方面，截至 2019 年末，该公司受限资产合计 0.50 亿元，占总资产的比重为 3.67%，其中，用于保证金而受限的货币资金 0.05 亿元，用于质押的应付票据 0.35 亿元、定期存单 0.10 亿元，公司资产整体受限程度较小。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	253.04	360.64	376.30	404.63	388.62	369.69
速动比率 (%)	203.64	295.68	328.39	349.15	318.27	306.23
现金比率 (%)	130.95	177.17	224.52	180.53	158.20	163.57

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

跟踪期内，该公司流动负债增速相对较快，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司流动比率和速动比率均有所下降，但仍处于较高水平；而随着账面货币资金的增加，公司现金比率有所上升，资产流动性总体较好。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月，该公司未对外提供担保，也无重大未决诉讼事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司为两器产品的经营主体，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 8.89 亿元和 12.16 亿元。公司本部资产结构以流动资产为主，同期末流动资产占比分别为 54.15%和 48.16%。公司本部流动资产结构和非流动资产结构均与合并口径相似，流动资产以货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产为主，2020 年 3 月末分别为 2.69 亿元、0.65 亿元、0.91 亿元、0.66 亿元和 0.70 亿元。公司本部非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成，同期末余额分别为 5.22 亿元和 0.91 亿元。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司本部负债总额分别为 1.36 亿元和 3.75 亿元，其中刚性债务分别为 0.50 亿元和 2.54 亿元。公司刚性债务集中在母公司名下，因发行可转换公司债券，2020 年 3 月末公司刚性债务规模大幅增加。

2019年末及2020年3月末，公司本部的资产负债率分别为15.35%和30.84%，负债经营程度保持在较低水平。

2019年及2020年第一季度，该公司本部分别实现营业收入3.01亿元和0.77亿元，分别占合并口径营业收入的42.49%和46.60%，公司本部在合并范围内居于核心地位。同期净利润分别为0.94亿元和0.19亿元，经营性现金流量净额分别为0.95亿元和0.30亿元。

整体而言，该公司本部承担大部分业务，资产和负债分配情况与公司合并口径较接近，偿债资源在本部及子公司分布较合理。

外部支持因素

截至2020年3月末，该公司获得银行综合授信额度4亿元，目前均未使用。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	附加条件/增信措施
全部（亿元）	4.00	4.00	无
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	1.00	1.00	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	25.00	25.00	无

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理（截至2020年3月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

星帅转债：可赎回、可回售

本次债券为可转换公司债券，转股期自可转换公司债券发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，并设置转股价格、赎回条款及回售条款。

对于转股价格的设定：本次发行可转换公司债券的初始转股价格为23.92元/股，不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（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收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者。在本次可转换公司债券存续期间，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本），则转股价格相应调整。根据公司2019年年度权益分派方案，星帅转债的转股价格于2020年5月7日调整为13.95元/股。在本次可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

对于赎回条款的设定：**a.到期赎回条款**：在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将以本次可转换公司债券票面面值的 115%（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转换公司债券。**b.有条件赎回条款**：在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或者当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，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换公司债券。

对于回售条款的设定：**a.有条件回售条款**：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。**b.附加回售条款**：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。

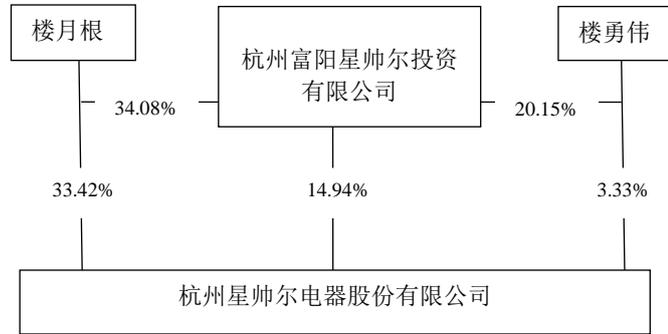
跟踪评级结论

该公司主要从事制冷压缩机配件、小家电温度控制器及电机的研发、生产和销售。经过多年经营发展，公司与多家大型压缩机生产商如海立系、华意系、东贝系、美芝系、万宝系、钱江公司等建立了长期稳定的合作关系，市场占有率较高。受益于收购浙特电机和自身产能扩大，2019 年公司业务规模和收入均大幅提升，协同效应显现。但 2020 年第一季度疫情对公司生产经营产生一定的影响，短期内经营压力加大。

随着业务规模的扩大、收购浙特电机及发行星帅转债，跟踪期内该公司债务规模大幅增加，但得益于经营积累，公司负债经营程度较低。公司经营性现金流保持净流入，并拥有一定规模的不受限货币资金，此外公司作为上市公司，具有资本市场融资能力，加之一定规模的银行授信额度，整体财务弹性较好。

附录一：

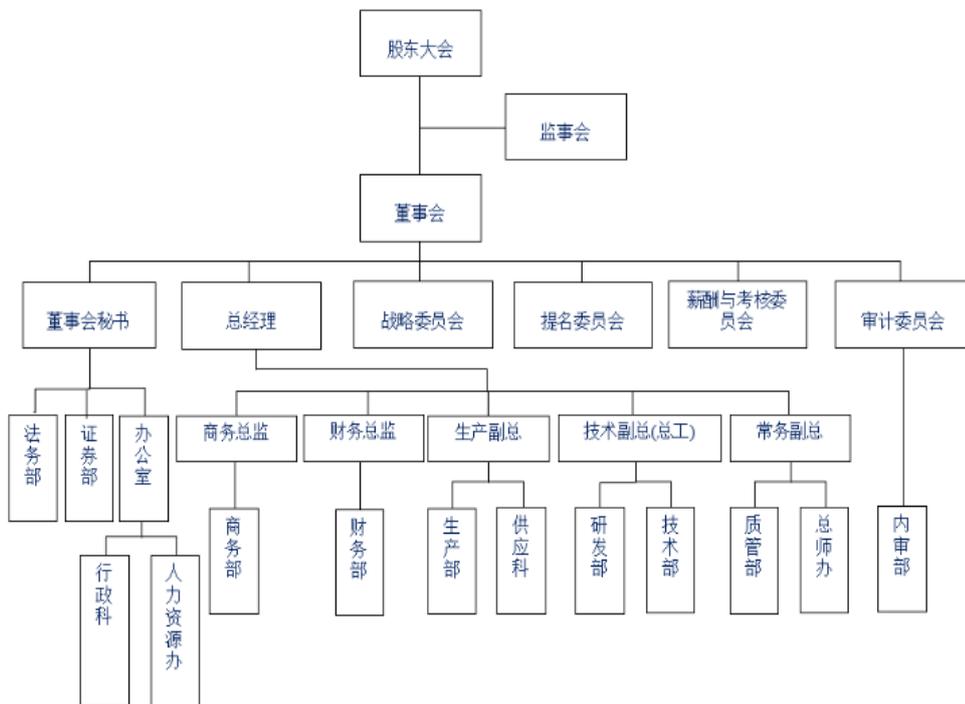
公司与实际控制人关系图



注：根据星帅尔提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）⁷。

附录二：

公司组织结构图



注：根据星帅尔提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

⁷ 2020 年 4 月，杭州富阳星帅尔投资有限公司更名为“福鼎星帅尔投资有限公司”。

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	2019年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
杭州星帅尔电器股份有限公司	星帅尔	本级	--	生产及销售热保护器、起动机	0.50	7.52	3.01	0.94	0.95	1.03	
浙江欧博电子有限公司	欧博电子	全资子公司	100.00	生产及销售热保护器、起动机	--	0.09	0.29	-0.003	0.008	-0.003	
杭州华锦电子有限公司	华锦电子	全资子公司	100.00	生产及销售密封接线柱、光通信组件、光传感器组件	--	0.99	0.70	0.07	-0.01	0.12	
常熟新都安电器股份有限公司	新都安	控股子公司	51.00	生产及销售温度控制器	0.07	0.70	0.74	0.13	0.13	0.19	
浙江特种电机股份有限公司	浙特电机	全资子公司	46.76	生产及销售电机产品	0.05	3.57	2.88	1.16	0.87	1.25	
江西浙特电机有限公司	江西浙特	全资孙公司	--	生产及销售电机产品	--	-0.005	--	-0.005	--	-0.005	

注：根据星帅尔 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	8.12	8.96	13.65	14.81
货币资金 [亿元]	2.14	1.67	2.92	4.65
刚性债务[亿元]	0.76	0.57	0.62	2.68
所有者权益 [亿元]	6.65	7.41	11.07	9.71
营业收入[亿元]	3.55	4.09	7.08	1.66
净利润 [亿元]	0.91	1.01	1.94	0.26
EBITDA[亿元]	1.18	1.31	2.58	0.31
经营性现金净流入量[亿元]	0.78	0.93	1.89	0.44
投资性现金净流入量[亿元]	-1.37	-1.18	-0.24	0.00
资产负债率[%]	18.19	17.29	18.91	34.43
权益资本与刚性债务比率[%]	872.64	1293.01	1778.84	362.49
流动比率[%]	376.30	404.63	388.62	369.69
现金比率[%]	224.52	180.53	158.20	163.57
利息保障倍数[倍]	358.45	9495.41	--	8.68
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	206.65	215.60	169.26	--
毛利率[%]	41.74	39.68	31.21	27.37
营业利润率[%]	28.62	27.98	32.09	15.45
总资产报酬率[%]	17.10	13.45	20.04	2.20
净资产收益率[%]	18.27	14.38	20.95	2.46
净资产收益率*[%]	18.40	14.18	16.96	2.80
营业收入现金率[%]	92.33	100.07	73.40	139.90
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	67.37	61.96	96.56	16.67
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-50.81	-16.22	79.90	11.21
EBITDA/利息支出[倍]	400.81	10831.31	--	8.68
EBITDA/刚性债务[倍]	2.02	1.96	4.31	0.19

注：表中数据依据星帅尔经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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）
- 《家电行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。