

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

信用评级报告

 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.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010954】

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

主体信用等级: A⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: A⁺

评级时间: 2019 年 8 月 5 日

计划发行: 不超过 2.8 亿元(含 2.8 亿元)

本期发行: 不超过 2.8 亿元(含 2.8 亿元)

存续期限: 6 年

增级安排: 无

发行目的: 收购控股公司股权及补充流动资金

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 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	0.43	1.90	1.41	0.71
刚性债务	0.27	0.60	0.48	0.56
所有者权益	3.18	6.01	6.61	6.85
经营性现金净流入量	0.62	0.64	0.82	0.18
合并口径数据及指标:				
总资产	4.21	8.12	8.96	12.04
总负债	0.85	1.48	1.55	2.37
刚性债务	0.40	0.76	0.57	0.66
所有者权益	3.36	6.65	7.41	9.67
营业收入	2.94	3.55	4.09	1.56
净利润	0.74	0.91	1.01	0.29
经营性现金净流入量	0.71	0.78	0.93	0.13
EBITDA	0.98	1.18	1.31	—
资产负债率[%]	20.18	18.19	17.29	19.68
权益资本与刚性债务比率[%]	830.69	872.91	1293.01	1465.38
流动比率[%]	360.64	376.30	404.63	385.37
现金比率[%]	177.17	224.52	180.53	50.19
利息保障倍数[倍]	102.86	358.45	9495.41	—
净资产收益率[%]	23.91	18.27	14.38	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	77.16	67.16	61.70	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	69.79	-50.81	-16.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	115.44	400.81	10831.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.94	2.02	1.96	—

注: 根据星帅尔经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

吕品 lp@shxsj.com

邬羽佳 wyj@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

评级观点

优势:

- **客户资源优势。**星帅尔在制冷压缩机零部件领域深耕多年, 与多家大型压缩机生产商建立了长期稳定的合作关系。
- **产业链不断丰富。**近年来星帅尔在立足主业的基础上, 逐步切入小家电温度控制器和电机领域, 不断丰富公司在家电产业链的布局。
- **收入和利润规模不断上升。**随着业务规模的扩张及外部并购, 近年来星帅尔收入和利润均保持稳步增长。
- **财务弹性较好。**星帅尔近年来经营性现金流保持净流入, 且刚性债务规模小, 负债经营程度低, 财务弹性较好。

风险:

- **市场竞争加剧。**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, 对上游的需求有所减弱。
- **产品价格下降风险。**压缩机零部件行业产业链地位较低, 产品同质化严重, 市场竞争激烈, 星帅尔产品议价能力弱, 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。
- **应收票据和应收账款规模较大。**近年来星帅尔应收票据和应收账款规模较大, 且逐年增长, 需关注账款回收风险和资金占用成本。
- **对子公司的管控压力加大。**近年来星帅尔并购了新都安和浙特电机, 公司整合管控压力进一步加大。

➤ 未来展望

通过对星帅尔及其发行的本次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；认为本次债券还本付息安全性较强，并给予本次债券 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

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

杭州星帅尔电器股份有限公司（简称“星帅尔”、“该公司”或“公司”）原名杭州星帅尔电器有限公司（简称“星帅尔有限”），前身为杭州帅宝电器有限公司（简称“帅宝电器”），系由杭州富阳电子集团公司（简称“富阳电子”）下属杭州继电器厂通过股份制改造设立的有限公司。帅宝电器成立于 1997 年 11 月，初始注册资本 275.3 万元，富阳电子出资 170 万元，持股 61.75%，48 名自然人合计持股 38.25%。2001 年 9 月，富阳电子将其持有的帅宝电器 170 万元出资额以 1:0.8 的价格折合 136 万元转让给自然人楼月根，自然人股东之间以 1:0.85 的价格相互进行股权转让；同年 10 月，夏启逵等 6 位自然人对帅宝电器增资 80 万元，变更后帅宝电器注册资本增至 355.3 万元。2002 年 4 月，韩国星电子株式会社（简称“韩国星电子”）对帅宝电器增资 166 万元，增资后帅宝电器注册资本变更为 521.3 万元，企业类型变更为中外合资企业，并更名为星帅尔有限。随后经过多次增资和股权转让，截至 2010 年 4 月末，星帅尔有限注册资本变更为 1980 万元，楼月根持股 40.59%，富阳星帅尔投资有限公司（简称“星帅尔投资”）持股 25.25%，其余 12 名自然人持股 34.16%。

2010 年 12 月，星帅尔有限以 2010 年 6 月 30 日为评估基准日，将审计后的全部净资产 7019.29 万元按 1.40:1 折股，折合后注册资本为 5000 万元，溢价 2019.29 万元计入资本公积，各发起人按原出资比例享有股份，并更为现名。随后经过多次增资和股权转让，截至 2015 年 5 月末，公司注册资本增至 6077.87 万元，楼月根持股 46.47%，星帅尔投资持股 20.77%，苏州新麟二期创业投资企业（有限合伙）持股 5.56%，其余 17 名自然人持股 27.2%。

2017 年 3 月，该公司向社会公开发行人民币普通股 A 股 1899.47 万股，其中新股发行 1520 万股，老股转让 379.47 万股。同年 4 月，公司在深圳证券交易所挂牌上市，证券代码：002860，上市后公司股本增至 7597.87 万股。随后公司经历增资扩股和股权激励，股本规模不断扩大，截至 2019 年 7 月末（公司限制性股票授予完成后），公司总股本变更为 11716.80 万元。同期末，楼月根直接持有公司 33.42% 的股权，楼勇伟¹直接持有公司 3.33% 的股权，楼月根、楼勇伟合计持有星帅尔投资 54.23% 的股权，两人通过直接和间接方式合计控

¹ 与楼月根系父子关系。

制公司 51.69% 的表决权，为公司的实际控制人。

该公司主要从事冰箱、冷柜、空调等制冷压缩机热保护器、起动机、密封接线柱，以及小家电温度控制器和中小型、微型电机的研发、生产和销售。经过多年的经营积累和持续研发，公司已与下游压缩机生产厂商、家用电器公司、机电生产企业建立了长期稳定的合作关系。目前，公司下游客户主要为国内压缩机生产厂商，包括华意系²、东贝系、美的系、万宝系、钱江系、海立系、四川丹甫环境科技有限公司（简称“四川丹甫”）、LG 电子等。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司申请公开发行可转换公司债券的相关议案分别于 2019 年 7 月 5 日和 2019 年 7 月 23 日获得公司董事会和 2019 年第二次临时股东大会决议通过。公司拟发行规模不超过 2.8 亿元（含 2.8 亿元）的可转换公司债券，债券期限为 6 年，募集资金将用于收购浙江特种电机有限公司（简称“浙特电机”）53.24% 股权以及补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	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
总发行规模:	不超过 2.8 亿元（含 2.8 亿元）
本期发行规模:	不超过 2.8 亿元（含 2.8 亿元）
本次债券期限:	6 年
债券利率:	本次发行的可转换公司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。
定价方式:	每张面值 100 元，按面值发行
偿还方式:	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限:	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股格:	本次发行的可转换公司债券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，具体初始转股价格提请公司股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 其中，前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。
	(1) 修正权限与修正幅度 在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少

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；
美的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；
钱江系包括杭州钱江制冷压缩机集团有限公司及其子公司杭州海胜制冷设备有限公司；
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；
LG 电子系包括韩国 LG 和泰州乐金电子冷机有限公司。

转股价格向下修正条款:	<p>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表决。</p> <p>上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时, 持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。同时, 修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。</p> <p>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。</p> <p>(2) 修正程序</p> <p>如公司决定向下修正转股价格时, 公司将在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告, 公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日(即转股价格修正日), 开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后, 转换股份登记日之前, 该类转股申请应按修正后的转股价格执行。</p>
赎回条款:	<p>(1) 到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内, 公司将赎回全部未转股的可转换公司债券, 具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。</p> <p>(2) 有条件赎回条款</p> <p>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换公司债券: ①在转股期内, 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当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。</p>
回售条款:	<p>(1) 有条件回售条款</p> <p>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三十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债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。</p> <p>(2) 附加回售条款</p> <p>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。</p>
增级安排:	无

资料来源: 星帅尔

(2) 募集资金用途

该公司拟将本次债券募集资金在扣除发行费用后拟投向以下项目:

图表 2. 本次债券募集资金用途 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目总投资	项目拟投入募集资金
1	收购浙特电机 53.24%股权	19725.98	19600.00
2	补充流动资金	8400.00	8400.00
	合计	28125.98	28000.00

资料来源: 星帅尔

①收购浙特电机 53.24%股权

浙特电机成立于 1982 年 6 月, 前身为嵊县电机厂。2001 年 1 月浙特电机改制为有限公司, 2016 年 5 月改制为股份有限公司, 同年 10 月, 其在全国中小企业股份转让系统挂牌, 证券代码: 839160, 注册资本为 3900 万元。2017 年 11 月, 该公司收购浙特电机 24.99%股权, 2018 年 11 月, 其在股转系统终

止挂牌。2019年1月，公司再次收购浙特电机21.77%股权，收购完成后公司累计持有浙特电机46.76%股权，成为其第一大股东并实现控股；同年6月，浙特电机按照每股1元的比例折合成有限责任公司，注册资本及股权比例保持不变。公司通过发行本次可转换公司债券可实现对浙特电机剩余53.24%股权的收购，收购完成后公司将持有浙特电机100%的股权。

根据中联资产评估集团有限公司出具的《资产评估报告》（中联评报字[2019]第1107号），以2019年5月31日为评估基准日，浙特电机经评估后的全部权益价值为37132.78万元，浙特电机53.24%股权对应的评估价值为19770.05万元。经该公司与浙特电机友好协商，本次浙特电机53.24%股权的交易作价为19725.98万元。

浙特电机是一家以各类电机的研发、生产、销售为主营业务的科技型企业，其产品主要为中小型电机及微型电机。其中，中小型电机主要包括三相异步电机、永磁同步电梯曳引机电机和永磁同步新能源汽车驱动电机；微型电机主要包括空调压缩机电机、冰箱压缩机电机和高压清洗泵电机。浙特电机产品主要应用于冰箱、空调等家用消费品，工业、电梯、汽车、高压清洗等领域，其与该公司在下游应用市场具有较强的一致性，在研发、客户资源等方面具有协同效应。

③补充流动资金

该公司各类产品的主要下游客户大多为压缩机行业内的知名企业，客户资金实力强、资信等级高，要求公司给予较长的账期，导致公司资金回收周期较长，资产结构中应收账款及应收票据占比较高。另外，公司部分大宗原材料供应商要求现款现结，导致公司在采购方面资金需求较大。因此，在公司业务快速发展的情况下，公司生产经营需要大量的资金支持。此外，随着市场环境变化，公司人工、原材料成本不断上升，处于研发、生产中的项目也对运营资金提出更高需求。公司计划将募集资金金额中的0.84亿元用于补充流动资金，资金到位后将进一步充实公司的资金储备，满足公司日常经营中对流动资金的需求。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策

正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精

准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

A. 制冷压缩机行业

制冷压缩机行业与下游冰箱、空调等家用电器市场密切相关，在宏观经济增速放缓、市场需求不振和出口的拉动下，家电行业整体增速放缓，对制冷压缩机的需求也相应减少。现阶段制冷压缩机行业产能结构性过剩，市场竞争激烈，客户集中度较高，企业经营压力加大。

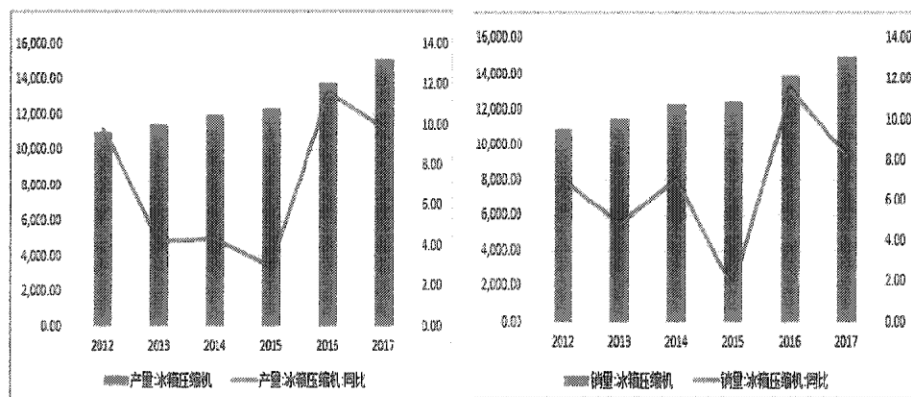
a 行业概况

该公司热保护器、起动机、密封接线柱产品主要配套应用于制冷压缩机上，因此下游制冷压缩机行业的发展对公司影响较大。

压缩机是众多家电的上游，按其工作原理可分为转子、涡旋、全封活塞、半封活塞和螺杆五大类。压缩机主要应用于空调、热泵、制冷三大领域，其中空调和热泵主要使用转子、涡旋和螺杆这三类压缩机；制冷方面，五大类压缩机都有不同程度的涉及。制冷压缩机主要供应冰箱、冷柜和空调，是其核心部件，其作用是从吸气管吸入低温低压的制冷剂气体，通过电机运转带动活塞对其进行压缩后，向排气管排出高温高压的制冷剂气体，为制冷循环提供动力，从而实现压缩→冷凝→膨胀→蒸发（吸热）的制冷循环。

2015 年以来，全球压缩机行业延续增长乏力的态势，国内产能过剩，产品同质化现象严重，低端压缩机市场竞争激烈等因素，直接导致价格竞争激烈，低端产品微利甚至亏损，压缩机企业不断承压，当年国内冰箱压缩机产量 12360.50 万台，同比增长 3.0%，销量（含出口）12443.50 万台，同比增长 1.5%，与 2014 年相比，增幅大幅下降。2016 年下半年，在国家供给侧改革引领下，随着房地产去库存、制造业去产能等改革措施逐步到位，国内冰箱压缩机需求有所回升，当年实现产量 13804.50 万台，同比增长 11.62%，销量（含出口）13888.00 万台，同比增长 11.45%。2017 年全球市场变频产品需求大幅提升，食品流通领域、自动贩卖机和小型化超市需求出现，商用压缩机需求也有所增长，冰箱压缩机行业经历着产品结构转型、落后产能退出的洗牌阶段，同期国内冰箱压缩机产量同比增长 9.80%至 15156.70 万台，销量同比增长 8.20%至 15028.00 万台。

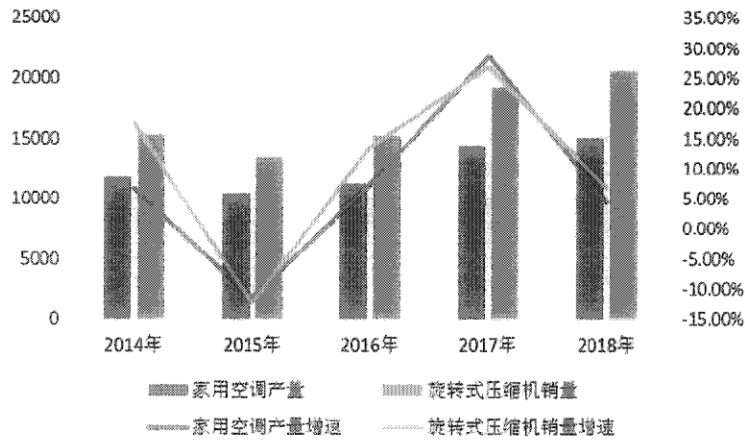
图表 3. 近年来我国冰箱压缩机产销情况（单位：万台，%）



资料来源：wind

2015 年以来，我国空调压缩机市场受下游空调市场需求变化，出现了较大的波动。受全球经济复苏乏力、国内宏观经济增速放缓和房地产市场景气度不佳，加之夏季气温偏低等的影响，2015 年我国家用空调产量和旋转式压缩机销量分别为 10380 万台和 13362 万台，分别同比下滑 11.60%和 12.39%。但 2016 年下半年以来，受益于全国性夏季高温气象条件及房地产市场回暖的影响，加之在国外经济回暖、国内消费升级和产品升级换代需求的刺激下，家用空调行业不断复苏，2016-2017 年我国家用空调产量分别为 11235.1 万台和 14350 万台，分别同比增长 8.24%和 27.72%，从而促使空调压缩机销量也不断上升，同期我国旋转式压缩机销量分别为 15182.6 万台和 19272.5 万台，分别同比增长 13.62%和 26.94%。2018 年以来随着房地产销售下滑滞后对家电销售产生影响及上一年销售增速较快，导致需求提前释放等影响，我国空调产销量增速同比出现明显下滑。根据产业在线数据，2018 年家用空调累计产量为 14985.10 万台，同比增长 4.40%，增速较上年下降 24.30 个百分点，空调压缩机销量也因此增速下滑，当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。

图表 4. 近年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

制冷压缩机零部件供应方面,我国压缩机行业集中度较高,几家大型企业包括华意系、东贝系、美的系、万宝系、钱江系、北京恩布拉科等占据了较大的市场份额。由于大型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,从而导致了零部件行业的集中度也较高,无法拿到大企业的零部件生产企业较难在行业内发展。

随着国内产业技术的进步,我国企业在生产用于冰箱、冷柜等领域的起动机、热保护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、起动机、密封接线柱等产品的生产基地。生产企业上,目前起动机、热保护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华锦电子。总体来看,经过多年的磨合,零部件企业和压缩机企业已达成默契性。

图表 5. 制冷压缩机零部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、起动机	东贝系、华意系、恩布拉科、美的系	在起动机尤其是无功耗起动机领域有较强竞争力;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、起动机	华意系、LG 电子及国外客户	在热保护器领域较有竞争力,在起动机市场份额很小
广州森宝	热保护器、起动机	万宝系、华意系、钱江系、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	美的系、凌达、海立系	主要用于冰箱、空调领域,占份额较大
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、起动机、密封接线柱	华意系、东贝系、美的系、钱江系、四川丹甫、LG 电子、恩布拉科、尼得科电机等	在热保护器、起动机、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

b 政策环境

制冷压缩机行业易受家电、节能、环保等方面政策的影响。2015 年 3 月国

家发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，推动电器制造等企业对外扩张，发掘孟加拉、印度、印尼、约旦及非洲等“一带一路”沿线国家和地区的市场需求。2015 年 5 月国务院发布《中国制造 2025》，同时 2016 年 12 月工信部和财政部联合发布了《智能制造发展规划（2016-2020 年）》，鼓励家电行业等核心制造业，与互联网、大数据、云计算等新信息技术跨界融合，实现产业的转型升级从而提升行业整体竞争力。2019 年 1 月，国家发改委、工信部、民政部、财政部等 11 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，有条件的地方可对新型绿色、智能化家电产品销售给予消费者适当补贴。北京较早响应，首先推出家电节能补贴，单台家电至高给予 800 元的消费补贴。随后广西成为全国第二个面向家电消费推出地方版财政补贴新政的地区。2019 年 4 月，国家发改委办公厅发布关于《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案(2019-2020 年)(征求意见稿)》。在征求意见稿中提出拟开展家电“以旧换新”活动，对新型绿色、智能化家电产品给予不高于产品价格 13% 的补贴，单台上限 800 元。2019 年 6 月，国家发改委、工信部、财政部、市场监管总局等七部门联合印发《绿色高效制冷行动方案》，提出要严厉打击产品能效虚标、认证检测作假、虚假宣传等行为，增大制冷产品抽查力度。计划到 2022 年和 2030 年，绿色高效制冷产品市场占有率在 2017 年基础上，分别提高 20% 和 40% 以上，分别实现年征求对节电约 1000 亿千瓦时和 4000 亿千瓦时。总体来看，制冷压缩机行业所处的政策环境向好。

c 竞争格局/态势

从全球产能分布上看，随着全球制冷压缩机行业向中国转移，我国已成为世界制冷压缩机生产大国，约占据全球市场的 70%。在前期产能快速扩张和国际市场开拓过程中，中小制冷压缩机制造企业因技术、资金、销售等方面的短板，生存压力增加，导致制冷压缩机行业集中度逐步提升。我国制冷压缩机行业前六家厂商（华意系、东贝系、美的系、万宝系、钱江系、北京恩布拉科）的产量占国内总产量的比重已超过 80%，占全球总产量的比重约 60%。随着制冷压缩机向小型化、高效节能和模块化方向发展，具有技术优势和市场优势的大型压缩机制造厂商将更加受益。

近年来空调厂商自配套压缩机企业发展速度普遍快于其他品牌。目前，自配套压缩机企业中以美芝和凌达最为典型，近年来两者分别借助美的和格力的自配套优势，推动行业自配套压缩机比例不断上升，两家合计市场份额从 2008 年 25% 上升到了 2017 年 58%，而行业的自配套比重则从 2010 年 39% 上升到 2017 年 61%。未来随着我国自配套压缩机规模的进一步扩张，独立压缩机企业的市场份额可能会进一步受到挤压。此外，美芝、凌达等自配套压缩机厂也会根据市场情况调整产品结构，尽可能将利润稍好的中高端机型留给自己，意味着留给外部市场的竞争空间，将越来越多的以中低端机型为主，相关企业经

营压力将日趋加大。

d 风险关注

产能结构性过剩，市场竞争激烈

制冷压缩机行业是充分竞争行业，虽然进入门槛和行业集中度较高，但行业内竞争日趋激烈。在国内制冷压缩机行业产能结构性过剩的大背景下，中小压缩机生产厂商生存压力加大，中低端压缩机产品竞争激烈，虽然高效、变频等高端压缩机产品具有较好的市场需求，但大部分缺乏核心竞争力的压缩机企业对下游家电行业议价能力不高。与此同时，新的国家能效标准的实施对压缩机的性能提出更高要求，客户对压缩机价格、质量、服务等方面的要求也在不断提高。

非自配套企业经营压力加大

近年来随着美芝、凌达等自配套压缩机企业规模的不断扩张，独立的非自配套压缩机企业的市场份额受到挤压，同时自配套厂商产品结构调整下，留给外部市场的竞争空间，将越来越多的以中低端机型为主，行业内相关企业经营压力将日趋加大。

客户集中度较高

制冷压缩机的主要下游冰箱、冷柜、空调等家电行业集中度高。2018年前五大冰箱企业（海尔、容声、西门子、美的、美菱）的市场份额达 78.6%；前三大空调企业（格力、美的和海尔）的市场占有率达 71.17%，

B. 电机行业

受益于成本等优势，近年来压缩机行业从国内压缩机电机专业制造商外购电机的力度不断加大，未来有望进一步增加；但国内压缩机电机专业制造商数量较多，竞争较为激烈。

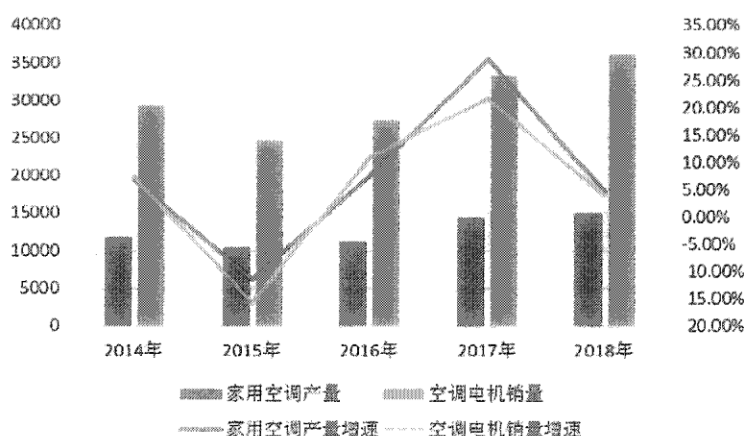
a 行业概况

电机是家电产品中不可或缺的关键组件之一。随着冰箱及空调行业整体规模扩大、国家对家电产品能效指标的不断提高、以及竞争加剧，产品生命周期缩短、更新速度加快，对性能、成本、质量、交货期等要求也越来越高，客观上要求整机、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。但压缩机制造商改造或新建电机生产线投入较大，且相对于专业电机生产企业在技术、成本上不具有优势。而国内一批实力较强的专业化压缩机电机供应商，在电机规模、产品研发、集中采购、工艺技术、制造成本、质量控制等方面有较大优势，完全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。

因此，近年来冰箱及空调压缩机行业内专业化分工进一步深化，压缩机行业电机外购力度进一步加大。压缩机电机的供应逐步形成了“压缩机厂商+专业零部件厂商”的配套体系，压缩机电机的产能向更具专业优势的电机配套企业

转移。据产业在线数据，我国冰箱压缩机行业 2005 年左右开始大规模外购电机，到 2017 年时，电机外购量达 7500 万台，预计到 2020 年，冰箱压缩机行业电机外购量超 9000 万台以上；空调压缩机行业自 2013 年开始大规模外购电机，到 2017 年时，电机外购量已达 2500 万台，预计到 2020 年，空调压缩机行业电机外购量将达 4000 万台以上。但是空调压缩机电机的景气度变化易受空调行业变化影响，2016 年下半年空调行业回暖，空调压缩机电机销量呈现大幅增长态势，而在 2018 年空调景气度回落下，空调压缩机电机的销量增速也随之下滑，整体销量增速呈现较大波动。

图表 6. 2014 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

微型电机在汽车行业、家用电器、电动工具、OA 办公设备等领域应用广泛。从下游需求来看，随着我国工业化的不断推进，人民生活水平不断提高，电器产品需求不断上升，微型电机将保持平稳增长态势。2011 年我国微型电机产量为 77 亿台，至 2017 年产量增加到 127 亿台，实现年均复合增长率 8.70%；产值由 2011 年 1287 亿元增加至 2016 年 2866 亿元，年均复合增长率为 7.34%。预计未来几年微型电机行业产量年均增速大约在 6.5%。

b 政策环境

电机行业易受下游家电、新能源汽车等行业政策影响。2012 年 6 月，国务院发布《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，指出加快培育和发展节能与新能源汽车产业，加强新能源汽车关键零部件研发，重点支持驱动电机系统及核心材料、电动空调、电动转向、电动制动器等电动化附件的研发。2015 年 4 月财政部、科技部、工业和信息化部、发改委（简称“四部委”）发布《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，2016 年 12 月四部委又发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，在新能源汽车推广应用上给予财政补贴。新能源汽车的普及和应用有望带动驱动电机行业的发展。

c 竞争格局/态势

目前，国内专业从事冰箱及空调压缩机电机制造业务的企业较多，主要企

业有富生电器、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、嵊州宏太等十余家企业。其中，富生电器是国内规模最大的压缩机电机专业供应商，2017年冰箱及空调压缩机电机销量2899万台，根据产业在线数据，2017年富生电器在非自配套的冰箱及空调压缩机电机领域的市场份额在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附度高，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零部件的研发、生产和销售业务。近年来公司通过外部并购，逐步切入小家电温度控制器和电机领域，不断丰富公司在家电产业链的布局。经过多年经营发展，公司与压缩机生产厂商、家用电器公司、机电生产企业建立了长期稳定的合作关系。受益于外部并购和产能扩大，近年来公司经营规模不断扩大，收入和利润实现快速增长。尽管目前公司总体收入规模不大，但此次完成对浙特电机的收购后，公司业务规模将进一步扩大，并将带动公司整体营业收入和净利润的增长。

该公司主要从事冰箱、冷柜、空调等制冷压缩机热保护器、起动机、密封接线柱的研发、生产和销售。2017年公司增加小家电温度控制器业务，并切入中小型、微型电机领域，不断丰富在家电产业链的布局。近年来公司主要通过产能扩建进行横向规模化发展，通过在上游电机环节收购浙特电机，进行纵向发展。压缩机零部件行业产品技术发展较成熟，核心驱动因素主要是规模和客户渠道资源，同时较大的规模也能使企业具有较好的成本控制能力，并有利于企业获取和维系下游压缩机行业的大客户。

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/美的、东贝等	规模/渠道/技术等

资料来源：星帅尔

(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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
主营业务收入合计	2.92	3.51	4.05	1.54
其中：(1) 热保护器	0.95	0.98	1.01	0.30
占主营业务收入的比重	32.37	27.89	24.84	19.73
(2) 起动机	1.19	1.16	1.11	0.34
占主营业务收入的比重	40.87	32.94	27.48	22.29

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
(3) 组合式两器	0.29	0.44	0.64	0.21
占主营业务收入的比重	9.99	12.41	15.75	13.78
(4) 密封接线柱	0.49	0.60	0.62	0.17
占主营业务收入的比重	16.75	17.07	15.18	10.78
(5) 温度控制器	--	0.30 ³	0.67	0.15
占主营业务收入的比重	--	8.59	16.51	9.78
(6) 电机	--	--	--	0.36
占主营业务收入的比重	--	--	--	23.39
毛利率	41.54	41.72	39.78	33.00
其中：(1) 热保护器	46.06	48.26	45.09	44.64
(2) 起动机	40.93	40.50	40.91	40.37
(3) 组合式两器	43.27	44.61	42.65	40.21
(4) 密封接线柱	33.28	34.26	28.56	21.16
(5) 温度控制器	--	38.08	37.55	35.91
(6) 电机	--	--	--	15.77

资料来源：星帅尔

受外部并购常熟新都安电器股份有限公司（简称“新都安”）、浙特电机以及扩大产能等的影响，近年来该公司收入规模不断扩大，2016-2018 年分别实现主营业务收入 2.92 亿元、3.51 亿元和 4.05 亿元。同期公司毛利率分别为 41.54%、41.72%和 39.78%，基本保持稳定。2019 年第一季度公司实现主营业务收入 1.54 亿元，毛利率为 33.00%，毛利率有所下降，主要系新并入的浙特电机毛利率相对较低所致。

A. 业务情况

a 热保护器、起动机及组合式两器

热保护器主要用于制冷压缩机中电机的过流、过温保护；起动机主要用于帮助压缩机完成起动动作；组合式起动机热保护器，是通过工艺改进和设计，将起动机和热保护器组合起来，在缩小产品占用空间的同时增加多个接线端，实现压缩机内外部不同功能部件的电路连接。

该公司热保护器、起动机及组合式两器（简称“两器”）为公司的传统优势产品，该类业务主要由公司本部及全资子公司浙江欧博电子有限公司（简称“欧博电子”）负责。公司的两器产品主要应用于冰箱、冷柜、空调等制冷压缩机领域，主要客户包括华意系、东贝系、美的系、钱江系、四川丹甫等。2016-2018 年，公司热保护器产品分别实现营业收入 0.95 亿元、0.98 亿元和 1.01 亿元，保持稳步增长态势，毛利率分别为 46.06%、48.26%和 45.09%；同期，公司起动机产品分别实现营业收入 1.19 亿元、1.16 亿元和 1.11 亿元，有所下滑，毛利率分别为 40.93%、40.50%和 40.91%；公司组合式两器产品营业收入分别为 0.29 亿元、0.44 亿元和 0.64 亿元，增长较快，毛利率分别为 43.27%、

³ 公司自 2017 年 8 月起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。

44.61%和 42.65%。2019 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、0.34 亿元和0.21 亿元，同期毛利率分别为44.64%、40.37%和 40.21%，均小幅下降，主要系当期两器产品销售价格下降幅度较大。

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、Wurmb GmbH 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。截至 2018 年末，公司本部拥有生产人员 193 人，欧博电子拥有生产人员 157 人，员工生产技能和素质尚可。2016-2018 年，公司热保护器产品产量分别为 0.44 亿只、0.50 亿只和 0.52 亿只；同期，起动器产品产量分别为 0.46 亿只、0.45 亿只和 0.47 亿只；组合式两器产品产量分别为 0.07 亿只、0.10 亿只和 0.14 亿只。公司两器产品随着生产线自动化改造的逐步完成，产量逐年增长。

图表 9. 公司两器产品产销情况（单位：万只、元/只、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
热保护器	产能	3840.00	4215.00	4720.00	1285.00
	产量	4380.10	4966.83	5152.68	1210.23
	产能利用率	114.07	117.84	109.17	94.18
	销量	4483.74	4905.60	5115.99	1592.18
	产销率	102.37	98.77	99.29	131.56
	均价	2.11	2.00	1.97	1.90
起动器	产能	3940.00	3940.00	3990.00	1020.00
	产量	4639.85	4476.57	4660.25	955.59
	产能利用率	117.76	113.62	116.80	93.69
	销量	4476.62	4555.94	4426.06	1363.27
	产销率	96.48	101.77	94.97	142.66
	均价	2.67	2.54	2.52	2.51
组合式两器	产能	720.00	900.00	1300.00	350.00
	产量	730.74	991.76	1394.95	355.32
	产能利用率	101.49	110.20	107.30	101.52
	销量	648.77	932.05	1380.34	467.02
	产销率	88.78	93.98	98.95	131.44
	均价	4.50	4.68	4.63	4.54

资料来源：星帅尔

b 密封接线柱

密封接线柱主要用于实现压缩机内外电源线的连接、绝缘和密封等功能。该公司密封接线柱业务主要由全资子公司杭州华锦电子有限公司（简称“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、空调等领域的制冷压缩机以及新能源汽车、通信等领域，主要客户有东贝系、华意系、万宝系、广东志高精密

器械有限公司（简称“广东志高”）、重庆航伟光电科技有限公司（简称“重庆航伟”）等。2016-2018年及2019年第一季度，公司密封接线柱产品分别实现营业收入0.49亿元、0.60亿元、0.62亿元和0.17亿元，增速有所放缓；同期毛利率分别为33.28%、34.26%、28.56%和21.16%，有所下降，一方面系密封接线柱产品价格下降幅度较大；另一方面华锦电子研发了新产品空调压缩机接线柱，并于2018年开始量产，前期投入较大，但目前产量较小，单位成本相对较高。

该公司密封接线柱产品生产地址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，并配有生产人员184人，员工技术操作较熟练。2016-2018年，公司密封接线柱产品产量分别为0.53亿只、0.72亿只和0.74亿只，产量呈逐年增长态势。同期，公司密封接线柱产能利用率分别为98.52%、99.77%和99.74%，产能利用率尚可。

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	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
密封接线柱	产能	5420.00	7200.00	7400.00	1900.00
	产量	5339.96	7183.75	7380.52	1865.02
	产能利用率	98.52	99.77	99.74	98.16
	销量	5445.87	7074.04	7295.55	2018.40
	产销率	101.98	98.47	98.85	108.22
	均价	0.90	0.85	0.84	0.82

资料来源：星帅尔

c 温度控制器

温度控制器主要用途是控制家电发热器件温度的高低，或在家电出现异常状况过热时，切断电源以保护电路。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。新都安主要产品包括KSD系列突跳式温控器及17AM系列热保护器，主要用于微波炉、饮水机、咖啡机、消毒碗柜、电暖手炉等小家电领域。公司已与美的、格兰仕、日本松下、LG电子、三星等家用电器企业建立良好的合作关系。2017年8-12月、2018年及2019年第一季度，公司温度控制器产品分别实现营业收入0.30亿元、0.67亿元和0.15亿元；同期毛利率分别为38.08%、37.55%和35.91%，有所下降，一方面系产品价格有所下降，另一方面系新都安厂房搬迁使得温度控制器产量有所下降。

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。2017年8-12月、2018年及2019年第一季度，公司温度控制器产品产量分别为0.37亿只、0.85亿只和0.19亿只。

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1-3月
温度控制器	产能	4000.00	9600.00	2400.00
	产量	3672.25	8499.70	1884.79
	产能利用率	91.81	88.54	78.53
	销量	3528.00	8239.19	1871.72
	产销率	96.07	96.94	99.31
	均价	0.86	0.81	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，为公司新的盈利增长点。浙特电机生产的产品主要包括 YE3、YE4 系列高效电机，PML 曳引机专用外转子电机等中小型电机；变频高效冰箱压缩机电机，TE3 系列永磁同步空调压缩机电机，高压清洗泵电机，洗衣机电机等微型电机及风力发电机，产品具有高效、节能、永磁、环保等特点。浙特电机与力奇专业清洁设备（苏州）有限公司、海立系、瑞智（九江）精密机电有限公司等企业保持良好的合作关系。

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。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。截至 2018 年末，浙特电机配有生产人员 289 人，员工专业素质尚可，操作技术较熟练。2019 年第一季度，公司电机产量为 32.15 万只，销量为 31.97 万只，产销率达 99.44%。2016-2018 年及 2019 年 1-5 月，浙特电机分别实现营业收入 3.29 亿元、4.04 亿元、2.89 亿元和 1.17 亿元。此次完成对浙特电机 53.24% 股权的收购后，公司业务规模将进一步扩大，并将带动营业收入和净利润的增长。

B. 采购模式

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材料包括胶木制品、陶瓷制品、各类五金冲压制品等，生产的电机产品主要原材料包括硅钢片、漆包线、铝锭等，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，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）车间组织加工生产，既能节约成本，又缩短了交货期。

2016-2018 年，该公司主要原材料采购金额分别为 1.06 亿元、1.05 亿元和 1.18 亿元，基本维持一定规模；主要原材料采购成本占同期主营业务成本的比重分别为 62.30%、51.35%和 48.22%，占比逐年下降。2019 年第一季度公司主要原材料采购金额为 0.39 亿元，占主营业务成本的比重为 37.69%。同期浙特电机纳入公司合并范围，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。

图表 12. 公司主要原材料采购金额及占主营业务成本的比重（单位：万元、%）

原材料	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
PTC 芯片	4186.17	24.52	4013.17	19.60	4238.31	17.36	1019.80	9.90
塑胶件	2924.73	17.13	3076.69	15.03	3410.19	13.97	839.55	8.15
不锈钢带	1702.32	9.97	1490.67	7.28	1795.80	7.36	459.68	4.46
银铜复合触点	1312.65	7.69	1267.39	6.19	1420.28	5.82	-- ⁴	--
可控硅	509.32	2.98	668.06	3.26	--	--	--	--
冷板	--	--	--	--	908.24	3.72	--	--
漆包线	--	--	--	--	--	--	892.92	8.67
硅钢片	--	--	--	--	--	--	671.25	6.52
合计	10635.20	62.30	10515.98	51.35	11772.82	48.22	3883.20	37.69

资料来源：星帅尔

除个别客户针对特定零部件对供应商进行指定外，该公司一般对供应商的生产规模、生产及检测设备、工艺及技术水平、价格、服务、社会责任等进行详细调查，并对样品和小批量进行检测，确认合格后才能成为合格供应商。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。2016-2018年及2019年第一季度，公司向前五大供应商采购金额分别为0.73亿元、0.69亿元、0.76亿元和0.26亿元，占同期主营业务成本的比重分别为42.59%、33.82%、30.94%和25.47%，供应商较稳定且集中度尚可。

图表 13. 公司前五大供应商明细（单位：万元、%）

供应商名称	主要采购内容	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
爱普科斯	PTC 芯片	3454.87	20.24	3038.76	14.84	3180.58	13.03	767.89	7.45
富阳中大	塑胶件	1122.54	6.58	1377.96	6.73	1549.37	6.35	354.76	3.44
温州思科	塑胶件	1070.35	6.27	1089.61	5.32	1125.20	4.61	318.21	3.09
上海实达	不锈钢带	863.09	5.06	--	--	--	--	--	--
温州旭邦	塑胶件	759.37	4.45	624.58	3.05	--	--	--	--
宜都博通	PTC 芯片	--	--	794.83	3.88	926.42	3.79	--	--
北京鑫瑞	银铜复合触点	--	--	--	--	772.60	3.16	--	--
上海海立	矽刚片漆包线	--	--	--	--	--	--	724.68	7.03
铜陵精达	漆包线	--	--	--	--	--	--	458.19	4.45
合计	--	7270.22	42.59	6925.74	33.82	7554.17	30.94	2623.73	25.47

资料来源：星帅尔

⁴ --指当期金额相对较小，不在当期前五大的统计范围内，图表 14、图表 15 同上。

C. 销售模式

该公司采取直销为主的销售模式，下游客户涉及压缩机厂商、小家电、电梯、水泵、新能源汽车、通信等领域。2016-2018年，公司热保护器产品销量分别为0.45亿只、0.49亿只和0.51亿只，有所增长，产销率在98%以上；同期，公司起动机销量分别为0.45亿只、0.46亿只和0.44亿只，产销率在94%以上；同期，公司组合式两器销量分别为0.06亿只、0.09亿只和0.14亿只，产销率超过85%；同期，公司密封接线柱销量分别为0.54亿只、0.71亿只和0.73亿只，产销率超过98%。2017年8-12月及2018年，公司温度控制器销量分别为0.35亿只和0.82亿只，产销率超过96%。2019年第一季度公司电机销量31.97万只，产销率高达99.44%。总体看，公司各类产品产销率高，符合公司“以销定产”的业务模式。

除生产制造外，该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”，客户关系稳定。此外，压缩机生产商对零部件供应商的认证较严格，涉及产品质量、供应能力、公司信誉、财务状况、产品价格和社会责任等方面，新供应商的选定一般需要1-2年，因此一旦成为合格供应商，双方供销合作关系稳定。

该公司成立时间较早，凭借着较高的产品质量、及时的供货能力和良好客户管理水平，公司与下游主要客户均保持了较长时间的合作关系，大多数客户合作时间达10年以上。目前，公司主要下游客户有钱江系、美的系、华意系、东贝系、LG电子、四川丹甫、海立系等。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。2016-2018年及2019年第一季度，公司前五大客户销售金额分别为2.42亿元、2.69亿元、3.03亿元和1.04亿元，占同期主营业务收入的比重分别为82.95%、76.54%、74.70%和67.42%，占比虽有所下降，但客户集中度仍偏高。

图表 14. 公司前五大客户明细（单位：万元、%）

客户名称	主要销售内容	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
钱江系	两器、密封接线柱	5563.13	19.39	5718.46	16.27	6364.39	15.70	1787.87	11.63
美的系	两器、密封接线柱	5602.89	19.19	5711.97	16.25	8362.20	20.63	3130.94	20.36
华意系	两器、密封接线柱	5393.54	18.47	6565.49	18.68	6199.46	15.29	1608.17	10.46
东贝系	两器、密封接线柱	4860.63	16.65	6353.16	18.08	7352.00	18.14	2221.70	14.45
LG电子	两器	2701.36	9.25	2547.61	7.25	--	--	--	--
四川丹甫	两器	--	--	--	--	2006.21	4.95	--	--
海立系	电机	--	--	--	--	--	--	1618.03	10.52
合计	--	24221.55	82.95	26896.69	76.54	30284.26	74.70	10366.71	67.42

资料来源：星帅尔

D. 研发

该公司压缩机零部件产品技术发展较成熟，经过多年技术沉淀，公司在行业内已具备较强的技术研发能力和配套研发硬件设施，为公司较好的产品性能

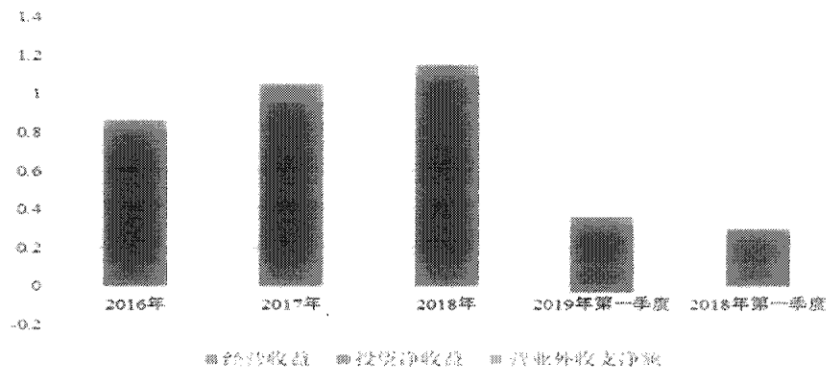
和质量提供支撑。截至 2018 年末，公司研发人员数量为 70 人，占总人数的 11.65%。同时，公司近年来持续加大研发投入，以保持与下游压缩机、家电市场的需求匹配。2016-2018 年公司研发投入分别为 0.10 亿元、0.16 亿元和 0.20 亿元，占营业收入比重分别为 3.69%、4.56%和 4.78%。截至本评级报告出具日，公司及其下属子公司合计拥有 15 项发明专利、98 项实用新型专利和 33 项外观设计，技术储备较强。

压缩机零部件方面，基于长期在热保护器、起动器领域的经营，该公司积累了一系列先进的核心技术，如热保护器所用双金属片的自动冲压、成形、检测分选技术，热保护器发热丝自动绕制成形技术，PTC 起动器芯片自动装配技术，组合式起动热保护器设计优化技术等。公司是国家高新技术企业，作为组长单位组织或参与了空调、冰箱、洗衣机等变频控制器标准的制定。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。

电机方面，浙特电机重视研发且拥有较强的研发能力，是国家高新技术企业，其产品“高效三相永磁同步电机”获得嵊州市科学技术奖三等奖，“空调用高效稀土永磁电机”获得中国机械工业科学技术奖三等奖，TE 系列永磁同步电机被国家工信部评审纳入《“能效之星”产品目录(2017)》，YE3 系列电机、TX、TE 系列永磁同步电机被列入第二、第三、第五批国家节能产品惠民工程目录。

(2) 盈利性

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

该公司盈利主要来自经营收益，近年来受益于产能扩大及外部并购，公司毛利保持稳步增长，2016-2018 年公司分别为 0.81 亿元、0.95 亿元和 1.07 亿元。同期公司经营收益分别为 0.81 亿元、0.95 亿元和 1.07 亿元。2019 年第一季度，公司毛利为 0.32 亿元，实现经营收益为 0.32 亿元，均略高于上年同期水平。

2016-2018 年，该公司期间费用分别为 0.37 亿元、0.48 亿元和 0.51 亿元，期间费用率分别为 12.49%、13.50%和 12.44%。近年来公司期间费用随着业务的发展、研发投入以及原材料成本、折旧摊销等支出的增加而增加，但期间费

用率有所波动。公司期间费用主要为管理费用，同期分别为 0.31 亿元、0.43 亿元和 0.47 亿元，呈逐年上升趋势，主要系公司不断加大研发投入所致。同期，公司销售费用分别为 0.06 亿元、0.08 亿元和 0.09 亿元，公司客户关系较稳定，每年的销售费用支出不大。2016-2018 年公司财务费用分别为 0.005 亿元、-0.02 亿元和-0.05 亿元，公司将闲置资金用于购买银行理财产品，每年可获得一定的利息收入。2019 年第一季度，公司期间费用为 0.16 亿元，期间费用率为 10.05%。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	2.94	3.55	4.09	1.56	0.91
毛利（亿元）	0.81	0.95	1.07	0.32	0.27
期间费用率（%）	12.49	13.50	12.44	10.05	9.89
其中：财务费用率（%）	0.17	-0.62	-1.19	-0.24	-0.67
经营收益（亿元）	0.81	0.95	1.07	0.32	0.27
全年利息支出总额（亿元）	0.008	0.003	0.0001	--	--
资产减值损失	0.007	0.008	0.004	0.02	--

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

2018 年该公司通过持有浙特电机长期股权和购买银行理财产品，获得投资净收益 0.02 亿元；2019 年第一季度公司合并增加浙特电机，原持有的浙特电机 24.99% 股权按照购买日的公允价值重新计算调整，产生投资损失 0.05 亿元，加上理财收益，当期投资净收益为-0.03 亿元。公司的营业外收入主要为政府给予的补助资金及各项奖励，2016-2018 年及 2019 年第一季度，分别为 0.06 亿元、0.11 亿元、0.06 亿元和 0.04 亿元。

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	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益	--	--	0.02	-0.03	0.006
营业外收入 ⁵	0.06	0.11	0.06	0.04	0.02

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

2016-2018 年该公司实现净利润分别为 0.74 亿元、0.91 亿元和 1.01 亿元。2019 年第一季度公司实现净利润 0.29 亿元，同比增长 11.92%。

（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，创造新的盈利增长点。在保持原有市场份额的基础上，公司积极优化生产工序，扩大公司产能，持续开拓国内外优质客户，提

⁵ 注：根据《企业会计准则第 16 号—政府补助》规定，自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，本表中列示的“营业外收入”已将 2017 年及 2018 年其他收益纳入核算。

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3月末，该公司募投项目实际使用资金11515.26万元，募集资金专户累计利息收入705.67万元，累计支付银行手续费0.6万元，尚未使用募集资金12018.79万元。同期末，热保护器系列产品扩能项目、起动机系列产品扩能项目和技术研发中心改造升级项目均在建设中，预计2019年10月投入使用。

图表 18. 公司在建项目情况（单位：万元）

编号	项目名称	计划总投资	截至2019年3月末已投资额	项目达到预定可使用状态日期
1	热保护器系列产品扩能项目	7028.00	3146.55	2019年10月
2	起动机系列产品扩能项目	7982.00	2214.27	2019年10月
3	技术研发中心改造升级项目	1819.00	154.44	2019年10月
	合计	16829.00	5515.26	--

资料来源：星帅尔

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，股权结构清晰。公司法人治理结构较为完善，根据业务需要设立了相应的组织架构和内部管理体系，但公司下属子公司较分散，面临一定的管控压力。

(1) 产权关系

该公司为上市公司，实际控制人为楼月根和楼勇伟父子。公司产权状况详见附录一。股权质押方面，截至2019年7月末，楼月根质押公司股票282万股，占其直接持股比例的7.20%；楼勇伟质押股票74.03万股，占其直接持股比例的18.98%，两人质押的股票合计占公司总股本的3.04%。总体看，公司股权质押风险小。

该公司股东星帅尔投资成立于2010年4月，注册资本500万元，主要从事实业投资，系公司主要管理人员设立的投资平台，其中楼月根持有34.08%的股权，楼勇伟持有20.15%的股权。二者为其实际控制人。除公司外，星帅尔投资还持有杭州帅宝投资有限公司24%的股权，其也为公司主要高管人员设

立的投资平台。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司不存在关联交易和对外担保情况。

(3) 公司治理

该公司根据《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》等法律法规和《公司章程》的规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和经理层组成的法人治理结构。股东大会为公司最高权力机构，拥有对公司经营方针和投资计划的决定权。公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1名，董事由股东大会选举或更换，任期三年，董事任期届满，可连选连任。公司董事会下设审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和战略委员会等四个专门委员会和董事会办公室。公司监事会由3名监事组成，设监事会主席1人，其中职工监事1名，对董事会、股东大会决议的执行情况和公司生产经营、财务状况以及董事、高级管理人员履行职务的情况进行监督。公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，负责主持公司日常经营管理事宜。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司实行董事会领导下的总经理负责制，并根据自身经营管理需要，建立了相应的内部管理机构。公司在总经理室下设商务部、财务部、生产部、供应科、研发部、技术部、质管部和总师办等多个职能部门，各部门分工明确，权责明晰。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

经营决策方面，股东大会为该公司最高权力机构，拥有对公司经营方针和投资计划的决定权。

该公司上市以来不断完善内部控制制度，建立了覆盖财务管理、资金管理、对外投资等方面的内部管理制度，明确了各部门和岗位在内部管理和风险控制方面的职责和权限，以控制经营管理风险和确保资产的安全完整，有效保障各项经营管理工作规范有序进行。

在对外担保方面，该公司针对对外担保的数额、权限和范围、担保合同的签订和管理等多方面进行了明确规定。公司董事会和股东大会为对外担保的决策机构，经营层和下属子公司无权决定担保事项。公司财务部为公司担保的日常管理部门，负责担保风险的评估、担保事项的可行性分析、反担保

资产的确认、以及担保风险管理。

在子公司管理方面，该公司通过向子公司委派董事、监事及高级管理人员等对子公司实施管理，要求子公司按照《公司法》的有关规定规范运作；公司要求子公司定期向公司提交财务报表及经营情况报告等；公司建立对各子公司的绩效考核制度和检查制度，从制度建设与执行、经营业绩、生产计划完成情况等方面对子公司进行考核。目前公司下属子公司较分散，面临一定的管控压力。

人力资源方面，该公司制定了较完善的人力资源政策，包括员工聘用、培训、辞退与辞职；员工薪酬、考核、晋升与奖惩；掌握重要商业秘密员工离岗的限制性规定等。此外，针对不同岗位，公司开展了多种形式的后续培训教育，不断提高员工的素质和技能。

(3) 投融资及日常资金管理

在财务和资金管理方面，该公司制订了相应的财务管理制度和资金使用控制制度，规范了日常财务会计制度的执行、凭证账册的制作保管、财务报表的审核编制等工作流程。公司对资金的收支和保管业务进行规范，一定程度上降低了财务资金管控风险。

在对外投资管理方面，该公司对投资决策权限和程序进行严格规定。对投资金额在 5000 万元以下或涉及的资产金额不高于公司最近一期经审计净资产 10% 的项目由公司董事会审批；1 年内购买、出售重大资产超过公司最近一期经审计总资产 30% 的项目由董事会作出决议后，提请股东大会以特别决议审议通过。在重大对外投资项目进行决策之前，公司规定须对拟投资项目进行可行性研究，作为进行对外投资决策的参考；实施对外投资项目时，必须获得相关的授权批准文件，并附有经审批的对外投资预算方案和其他相关资料。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》和公开信息查询，截至 2019 年 7 月末，公司及其控股股东、核心子公司未发生重大的需要披露的欠贷欠息事件，未发生重大质量事故。近三年公司及其核心子公司存在多条诉讼记录，但涉诉金额小或已撤诉，截至本评级报告出具日，相关诉讼均已完结。同期，公司及其核心子公司在环保、安全等方面受到当地主管部门的行政处罚，公司及其核心子公司按期缴纳了罚款，并对违法行为进行了整改。上述不良行为记录未对公司经营产生重大不利影响。

图表 19. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

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	2019.7	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	2019.7	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2019.7	无	有 ⁶	有 ⁷	不涉及
工商	公开信息披露	2019.7	无	无	无	不涉及
环保	公开信息披露	2019.7	无	无	有 ⁸	不涉及
质量	公开信息披露	2019.7	无	无	无	不涉及
安全	公开信息披露	2019.7	无	有 ⁹	有 ¹⁰	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：“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

近年来随着业务规模的扩张及外部并购，该公司债务规模持续增长，但得益于 IPO 发行新股及经营积累，公司资本实力不断增强，负债经营程度低，刚性债务规模小。公司近年来经营环节保持净流入状态，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 2016-2018 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 2019 年第一季度财务报表未经审计。公司按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）的要求编制财务报表，此外公司财务报表参照了《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》（2014 年修订）（以下简称“第 15 号文[2014 年修订]”）的列报和披露要求。

2016 年末，该公司纳入合并范围子公司共 2 家，为欧博电子和华锦电子。2017 年公司非同一控制下收购新都安 51% 股权，收购后对其构成控制，并将其纳入合并报表范围，年末公司合并范围子公司共 3 家。2017 年公司非同一控制下收购浙特电机 24.99% 股权，收购后对其不构成控制，因此未将其纳入合并报表范围；2019 年 1 月，公司再次收购浙特电机 21.77% 股权，收购后累计持有其 46.76% 股权，对其构成控制，公司于 2019 年 2 月将浙特电机纳

⁶ 母公司涉及 2 条买卖合同纠纷，涉诉金额小或已撤诉，截至本评级报告出具日，相关诉讼已完结。

⁷ 华锦电子涉及 2 条买卖合同纠纷，均已撤诉；浙特电机涉及 6 条买卖合同纠纷，涉诉金额小或已撤诉，截至本评级报告出具日，相关诉讼已完结。

⁸ 2017 年 8 月 30 日和 2018 年 1 月 2 日，华锦电子收到临安市环境保护局出具的临环罚[2017]第 185 号、临环罚[2017]第 437 号和临环罚[2017]第 438 号《行政处罚决定书》，共罚款 71000 元。

⁹ 2017 年 6 月 1 日和 2018 年 10 月 8 日，母公司收到杭州市公安消防支队富阳区大队出具的富公（消）行罚决字[2017]0150 号、富公（消）行罚决字[2017]0151 号、富公（消）行罚字[2017]0149 号、富公（消）行罚决字[2018]0226 号和富公（消）行罚决字[2018]0227 号《行政处罚决定书》，共罚款 11050 元。

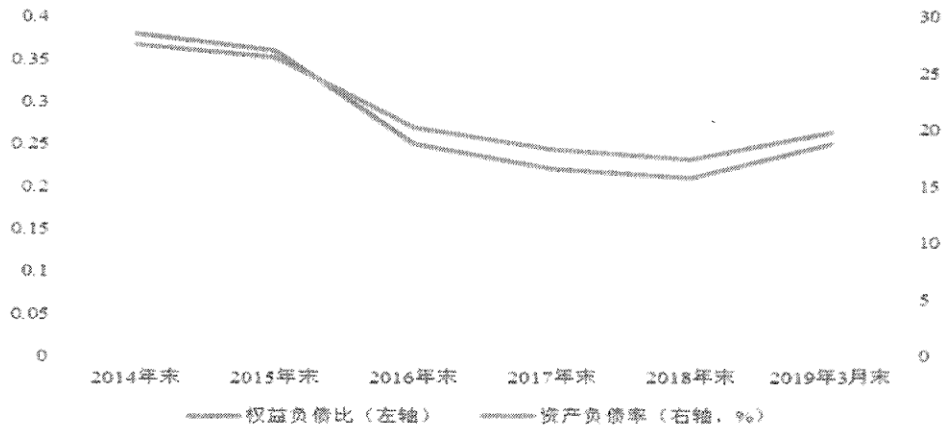
¹⁰ 2018 年 1 月 26 日，华锦电子收到杭州市安全生产监督管理局出具的杭安监管支罚（2017）51 号《行政处罚决定书》，处以警告及 60000 元罚款。

入合并报表范围。截至 2019 年 3 月末，公司合并范围子公司共 4 家。

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



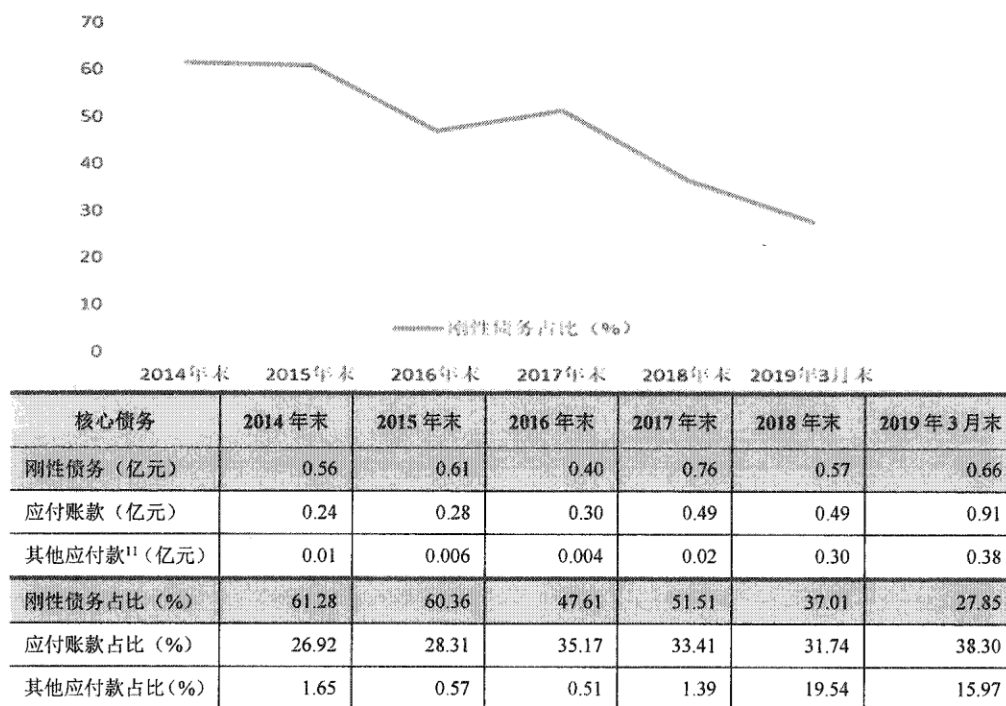
资料来源：根据星帅尔所提供数据绘制

随着业务规模的扩大和外部并购，该公司债务规模呈现不断上升趋势。2016-2018 年末，公司负债总额分别为 0.85 亿元、1.48 亿元和 1.55 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 20.18%、18.19%和 17.29%，2017 年受益于 IPO 上市，公司净资产规模大幅增加，财务杠杆有所下滑，且处于较低水平。2019 年 3 月末，公司负债总额为 2.37 亿元，较 2018 年末增长 52.90%，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。同期末，公司资产负债率略升至 19.68%。

该公司通过上市、增资扩股以及外部并购，加上自身的经营积累，资本实力不断增强。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 3.36 亿、6.65 亿元、7.41 亿元和 9.67 亿元。从资本结构来看，2018 年末公司实收资本、资本公积和未分配利润分别为 1.17 亿元、2.68 亿元和 3.12 亿元，未分配利润占净资产的 42.05%，需关注公司分红政策对权益资本稳定性的影响。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司权益负债比分别为 0.25、0.22、0.21 和 0.25，其中权益资本对刚性债务的覆盖比率分别为 8.31、8.73、12.93 和 14.65，公司刚性债务规模小，权益资本对刚性债务的保障程度高。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



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，近年来该公司负债一直以流动负债为主，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末占负债总额的比重分别为 100%、99.50%、99.65% 和 91.16%，公司债务结构偏向于短期。

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，2018 年末分别占总负债的 37.01%、31.74% 和 19.54%。2016-2018 年末，公司刚性债务分别为 0.40 亿元、0.76 亿元和 0.57 亿元，有所波动，随着公司上市，外部融资渠道拓宽，同期末公司刚性债务占比呈波动下降趋势。2016-2018 年末，公司应付账款余额分别为 0.30 亿元、0.49 亿元和 0.49 亿元，主要为应付供应商的原材料采购款和项目设备款。同期末公司其他应付款余额分别为 0.004 亿元、0.02 亿元和 0.30 亿元，2018 年末变动较大主要系新增限制性股票回购款 0.28 亿元。2019 年 3 月末公司应付账款由上年末的 0.49 亿元大幅增加至 0.91 亿元，主要系本期合并增加浙特电机的应付账款所致。同期末，公司负债结构较 2018 年末无明显变化。

¹¹ 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 年末及 2019 年 3 月末的其他应付款余额包括应付股利、应付利息及其他应付款。

(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	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	0.56	0.61	0.40	0.76	0.57	0.66
其中: 短期借款	0.40	0.20	0.10	0.20	--	--
应付票据	0.16	0.41	0.30	0.56	0.57	0.66

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, 2016-2018 年末该公司刚性债务全部为短期刚性债务, 年末余额分别为 0.40 亿元、0.76 亿元和 0.57 亿元。从刚性债务构成来看, 公司刚性债务主要由短期借款和应付票据构成, 其中, 2016-2017 年末公司短期借款分别为 0.1 亿元和 0.2 亿元, 分别占同期末刚性债务的 25.00%和 26.32%, 2018 年末公司账面无短期借款; 2016-2018 年末, 公司应付票据分别为 0.30 亿元、0.56 亿元和 0.57 亿元, 分别占同期末刚性债务的 75.00%、73.68%和 100.00%。2019 年 3 月末, 公司刚性债务结构无变化, 仍全部为应付票据, 期末余额为 0.66 亿元。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期 (天)	35.87	39.89	37.54	38.34	40.63	--
营业收入现金率 (%)	109.26	100.44	117.40	92.33	100.07	87.16
业务现金收支净额 (亿元)	0.40	0.60	0.76	0.90	1.04	0.28
其他因素现金收支净额 (亿元)	0.02	-0.02	-0.05	-0.12	-0.11	-0.15
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	0.42	0.58	0.71	0.78	0.93	0.13
EBITDA (亿元)	0.80	0.81	0.98	1.18	1.31	--
EBITDA/刚性债务 (倍)	1.45	1.40	1.94	2.02	1.96	--
EBITDA/全部利息支出 (倍)	17.64	23.15	115.44	400.81	10831.31	--

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。

该公司客户主要为压缩机生产商、家用电器公司等, 客户回款速度较快, 营业周期较短, 2016-2018 年分别为 37.54 天、38.34 天和 40.63 天。同期公司营业收入现金率分别为 117.40%、92.33%和 100.67%, 货款回笼主要为银行票据形式, 公司近年来营业收现情况尚可。2016-2018 年公司经营性现金净流量分别为 0.71 亿元、0.78 亿元和 0.93 亿元, 均呈净流入状态, 公司整体经营创现能力较强。2019 年第一季度, 公司营业收入现金率为 87.16%, 经营性现金净流量为 0.13 亿元, 现金流状况有所弱化, 一方面系第一季度是冰

箱、空调等需求淡季，压缩机零部件需求相应减少；另一方面系当期合并范围增加浙特电机，其经营性现金流状况弱于公司所致。

2016-2018年，该公司EBITDA分别为0.98亿元、1.18亿元和1.31亿元，随利润总额的增加而增加。同期，公司EBITDA对刚性债务的保障倍数分别为1.94倍、2.02倍和1.96倍，对刚性债务的保障程度较好。

(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	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	--	--	0.02	-0.89	0.03	--
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	-0.06	-0.09	-0.09	-0.09	-0.32	-0.20
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.10	--	--	-0.39	-0.89	-0.57
投资环节产生的现金流量净额	-0.16	-0.09	-0.07	-1.37	-1.18	-0.77

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

2016-2018年该公司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分别为-0.09亿元、-0.09亿元和-0.32亿元，2018年净流出规模较大主要系购置机器设备支出增加。此外，2017年公司收购浙特电机24.99%股权，支付价款0.97亿元，导致当期回收投资与投资支付净流入额大幅减少；2018年公司将闲置的IPO募集资金用于购买银行理财产品，导致当期投资性现金流大额流出。受上述因素影响，2016-2018年公司投资环节产生的现金流量净额分别为-0.07亿元、-1.37亿元和-1.18亿元，呈净流出状态。2019年第一季度，公司投资性现金流量净额为-0.77亿元。总体来看，公司对机器设备的投资规模相对较小，近两年较大规模的对外投资主要为银行理财产品的支出。未来随着产能的扩大，公司仍有一定规模的投资性支出计划，短期内投资环节仍将保持一定的现金净流出规模。

(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	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
权益类净融资额	-0.22	-0.20	-0.19	2.10	0.02	--
债务类净融资额	-0.09	-0.20	-0.10	0.10	-0.20	--
筹资环节产生的现金流量净额	-0.31	-0.40	-0.29	2.20	-0.18	--

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

该公司为上市公司，可通过银行借款和资本市场筹集资金，2016-2018年公司筹资性现金净流量分别为-0.29亿元、2.20亿元、-0.18亿元。其中2017年呈大额净流入，主要系当年公司在深圳中小板挂牌上市，通过公开市场募集大额资金所致。2019年第一季度公司未发生债务类和股权类融资。

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	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产(亿元,在总资产中占比%)	2.02	2.54	3.07	5.53	6.25	8.32
	61.33	66.59	72.78	68.12	69.70	69.13
其中:货币资金(亿元)	0.09	0.14	0.52	2.14	1.67	1.08
应收票据	0.84	1.19	1.11	1.51	1.59	1.53
应收账款(亿元)	0.60	0.70	0.78	1.16	1.24	2.09
存货(亿元)	0.48	0.49	0.54	0.67	0.80	1.21
非流动资产(亿元,在总资产中占比%)	1.27	1.27	1.15	2.59	2.72	3.72
	38.67	33.41	27.22	31.88	30.30	30.87
其中:固定资产(亿元)	0.55	0.85	0.83	0.99	1.18	2.42

资料来源:根据星帅尔所提供数据整理

该公司资产总额随其业务规模的扩大和投资收购步伐的加快而上升,2016-2018 年末资产总额分别为 4.21 亿元、8.12 亿元和 8.96 亿元。公司资产以流动资产为主,同期末流动资产占资产总额的比重分别为 72.78%、68.12% 和 69.70%。

从流动资产构成情况看,该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,2018 年末分别占总资产的 18.62%、17.71%、13.81% 和 8.90%。2016-2018 年末公司货币资金余额分别为 0.52 亿元、2.14 亿元和 1.67 亿元,2017 年公司因发行新股募集资金导致当年末货币资金大幅增加,同期末受限资金分别为 0.03 亿元、0.04 亿元和 0.0002 亿元,系银行承兑汇票保证金等。2016-2018 年末公司应收票据账面价值分别为 1.11 亿元、1.51 亿元和 1.59 亿元,应收账款余额分别为 0.78 亿元、1.16 亿元和 1.24 亿元,主要系公司给予客户的商业信用,随业务规模的扩大而不断增加,2017 年末公司应收票据和应收账款规模大幅增加,主要系当年合并范围增加新都安所致。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。同期末,公司存货账面价值分别为 0.54 亿元、0.67 亿元和 0.80 亿元,主要为生产所需的原材料和库存商品。此外,2018 年末公司账面其他流动资产 0.89 亿元,占总资产的 9.95%,主要系银行理财资产。

该公司非流动资产主要集中于固定资产,2018 年末占总资产的比重为 13.11%。2016-2018 年末公司固定资产账面价值分别为 0.83 亿元、0.99 亿元和 1.18 亿元,主要为生产厂房、机器设备等,由于早期投入使用的生产线使用期限较长,部分机器设备成新率不高,公司不断投入资金进行技改和更新设备,目前生产线能够满足经营需求,固定资产质量整体尚可。此外,2018 年末,公司长期股权投资 0.96 亿元,系公司投资的浙特电机,持股比例为 24.99%,年末核算由可供出售金融资产科目调整至该科目。

截至 2019 年 3 月末，该公司资产总额增至 12.04 亿元，较 2018 年末增长 34.30%，主要系 2019 年 1 月公司再次收购浙特电机 21.77% 股权，取得其控制权，并将其纳入当期合并范围所致。期末公司资产结构较上年末变化不大，因合并范围增加，3 月末公司应收账款较上年末增长 68.68% 至 2.09 亿元；存货较 2018 年末增长 51.24% 至 1.21 亿元；固定资产较上年末增长 105.57% 至 2.42 亿元；无形资产较 2018 年末增长 400.29% 至 0.67 亿元。此外，3 月末公司因收购浙特电机 21.77% 的股权支付大额银行存款，导致期末货币资金较上年末减少 35.28% 至 1.08 亿元；期末理财资产 2.32 亿元，较 2018 年末增加 1.44 亿元，其中母公司账面理财产品 0.86 亿元，浙特电机账面理财产品 1.46 亿元，主要为结构性存款。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末该公司受限资产账面价值为 0.76 亿元，主要为票据保证金形成的受限货币资金 0.05 亿元，质押的应付票据 0.41 亿元，抵押的固定资产、土地所有权和投资性房地产，受限金额分别为 0.17 亿元、0.06 亿元和 0.06 亿元，占期末总资产的比重为 8.44%，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	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	223.19	253.04	360.64	376.30	404.63	385.37
速动比率 (%)	169.77	203.64	295.68	328.39	349.15	326.21
现金比率 (%)	102.83	130.95	177.17	224.52	180.53	50.19

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

该公司资产结构以流动资产为主，2016-2018 年末公司流动比率分别为 360.64%、376.30% 和 404.63%，同期末速动比率分别为 295.68%、328.39% 和 349.15%，现金比率分别为 177.17%、224.52% 和 180.53%，资产流动性好。2019 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 385.37%、326.21% 和 50.19%，其中现金比率较 2018 年末下降明显，主要系期末公司支付大额货币资金收购浙特电机股权所致。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司未对外提供担保，也无重大未决诉讼事项。

7. 集团本部财务质量

该公司业务主要依托母公司及下属子公司来开展，母公司为两器产品的经营主体。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 3.83 亿元、7.02 亿元、7.78 亿元和 8.10 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 67.34%、61.01%、63.49% 和 53.30%。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，2019年3月末分别为0.71亿元、1.03亿元、1.07亿元、0.47亿元和0.86亿元。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2.91亿元和0.67亿元。

2016-2018年末及2019年3月末，该公司本部负债总额分别为0.65亿元、1.01亿元、1.17亿元和1.25亿元，其中刚性债务分别为0.27亿元、0.60亿元、0.48亿元和0.56亿元。公司刚性债务集中在母公司名下，本部刚性债务也全部为短期刚性债务。同期末公司本部的资产负债率分别为17.04%、14.41%、15.03%和15.41%，得益于公司上市及自身经营积累，公司本部的负债经营程度保持在较低水平。

2016-2018年及2019年第一季度，该公司本部分别实现营业收入2.38亿元、2.51亿元、2.73亿元和0.86亿元，同期净利润分别为0.65亿元、0.73亿元、0.81亿元和0.24亿元，经营性现金流量净额分别为0.62亿元、0.64亿元、0.82亿元和0.18亿元。

外部支持因素

1. 金融机构支持

该公司与银行等金融机构合作关系稳定，可获得一定规模的贷款授信额度。截至2019年3月末，公司共获得银行借款授信额度3.30亿元，其中尚未使用授信额度3.30亿元。

图表 28. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	授信余额
全部（亿元）	3.30	3.30
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	1.00	1.00
其中：大型国有金融机构占比（%）	30.30	30.30

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理（截至2019年3月末）

债项信用分析

1. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

该公司在压缩机零部件领域深耕多年，拥有较高的市场占有率和稳定的客户资源。随着业务规模的不断扩大，近年来该公司收入和利润均保持稳步增长。2016-2018年及2019年第一季度，公司分别实现营业收入2.94亿元、3.55亿元、4.09亿元和1.56亿元，同期净利润分别为0.74亿元、0.91亿元、1.01亿元和0.29亿元，2016-2018年，公司EBITDA对利息支出的保障倍数

分别为 115.44 倍、400.81 倍和 10831.31 倍，近年来对利息的保障程度高。

(2) 财务弹性较好

该公司应收账款账龄基本在 1 年以内，且下游客户质量较好。另外，公司存货均有订单支撑，因此流动资产中占比较大的应收账款、存货回笼资金较有保障。同时公司凭借市场地位，可从主要供应商处获取相对有利的结算账期。公司年度经营性现金流保持净流入状态，并拥有一定规模的不受限货币资金。此外，公司作为上市企业，具有资本市场融资能力，加之一定规模的商业银行授信额度，公司整体财务弹性较好。

(3) 股份质押和保证担保

本次发行的可转换公司债券采用股份质押和保证的担保方式。该公司股东星帅尔投资以及公司董事长楼月根先生将合计持有的市值为 4.48 亿元的公司股票作为本次可转换公司债券质押担保的质押物，同时，星帅尔投资、楼月根为本次可转换公司债券提供连带保证责任。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券 100% 本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。

评级结论

该公司主要从事制冷压缩机零部件热保护器、起动器和密封接线柱等的研发、生产和销售业务。近年来公司通过外部并购，逐步切入小家电温度控制器和电机领域，不断丰富公司在家电产业链的布局。经过多年经营发展，公司与多家大型压缩机生产商如华意系、东贝系、美的系、万宝系、钱江系等建立了长期稳定的合作关系，市场占有率较高。随着业务规模扩大和外部并购，公司收入和利润保持较快增长。

近年来该公司债务规模持续增长，但得益于 IPO 发行新股及经营积累，公司资本实力不断增强，负债经营程度低。近年来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。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后2个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起6个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

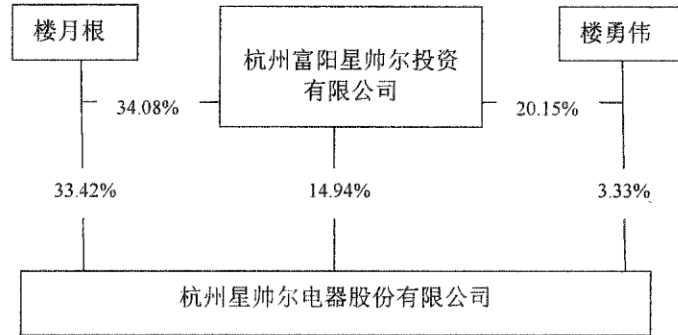
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

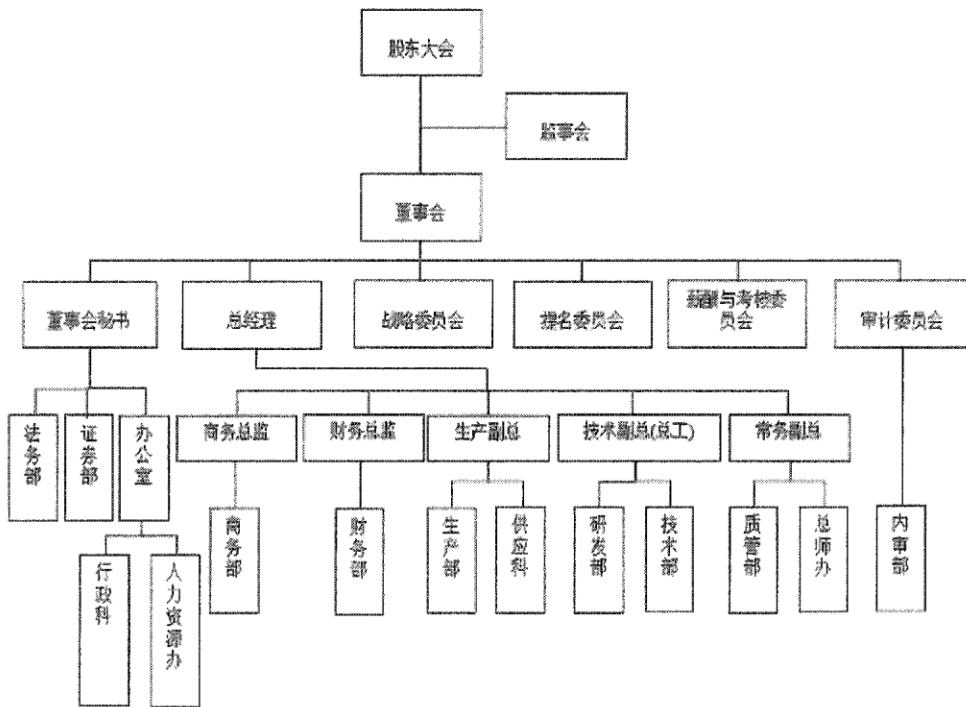
公司与实际控制人关系图



注：根据星帅尔提供的资料绘制（截至 2019 年 7 月末）

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 2019 年 7 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金流量净流入量
杭州星帅尔电器股份有限公司	星帅尔	本部	--	生产及销售热保护器、起动机	0.48	6.61	2.73	0.81	0.82
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	--	0.10	0.23	-0.002	--
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	--	0.92	0.64	0.13	--
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	0.09	0.60	0.71	0.13	--
浙江特种电机股份有限公司 ¹²	浙特电机	控股子公司	46.76	生产及销售电机产品	--	2.80	2.89	0.12	--
江西浙特电机有限公司	江西浙特	控股孙公司	--	生产及销售电机产品	--	--	--	--	--

注：根据星帅尔 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

¹² 江西浙特成立于 2019 年 5 月，浙特电机持有其 100% 股权，尚未开展实际经营，暂无财务数据。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	4.21	8.12	8.96	12.04
货币资金 [亿元]	0.52	2.14	1.67	1.08
刚性债务[亿元]	0.40	0.76	0.57	0.66
所有者权益 [亿元]	3.36	6.65	7.41	9.67
营业收入[亿元]	2.94	3.55	4.09	1.56
净利润 [亿元]	0.74	0.91	1.01	0.29
EBITDA[亿元]	0.98	1.18	1.31	---
经营性现金净流入量[亿元]	0.71	0.78	0.93	0.13
投资性现金净流入量[亿元]	-0.07	-1.37	-1.18	-0.77
资产负债率[%]	20.18	18.19	17.29	19.68
权益资本与刚性债务比率[%]	830.69	872.91	1293.01	1465.38
流动比率[%]	360.64	376.30	404.63	385.37
现金比率[%]	177.17	224.52	180.53	50.19
利息保障倍数[倍]	102.86	358.45	9495.41	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	37.54	38.34	40.63	-
毛利率[%]	41.54	41.72	39.78	33.00
营业利润率[%]	27.49	28.62	27.98	19.05
总资产报酬率[%]	21.75	17.10	13.45	-
净资产收益率[%]	23.91	18.27	14.38	-
净资产收益率*[%]	23.91	18.40	14.18	-
营业收入现金率[%]	117.40	92.33	100.07	87.16
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	77.16	67.37	61.96	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	69.79	-50.81	-16.22	-
EBITDA/利息支出[倍]	115.44	400.81	10831.31	-
EBITDA/刚性债务[倍]	1.94	2.02	1.96	-

注：表中数据依据星帅尔经审计的2016-2018年度及未经审计的2019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。

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（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。

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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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06月）
- 《家电行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年04月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。

企业法人授权委托书

委托单位：上海新世纪资信评估投资服务有限公司，

法定代表人：朱荣恩

受委托人：丁豪樑，身份证号：310103195001141658

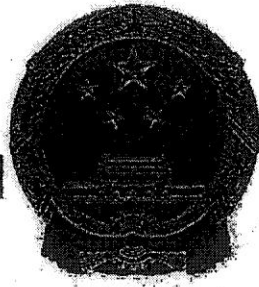
现授权我公司员工丁豪樑其在公司职务为常务副总裁，
作为我的合法代理人，代表本人全权代理上海新世纪资信评
估投资服务有限公司出具的《资信评级机构声明》文件签署
事宜。

委托期限：自签字之日起至2019年 12 月 31 日。

委托单位：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

法定代表人：朱荣恩 (盖章或签字)

2019年 7月 1日

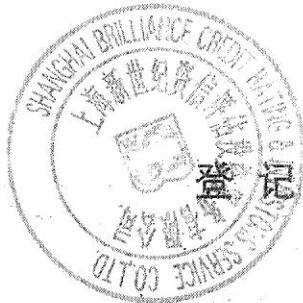


营业执照

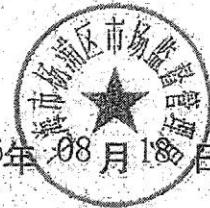
统一社会信用代码 913101101322067210

证照编号 10000000201608180124

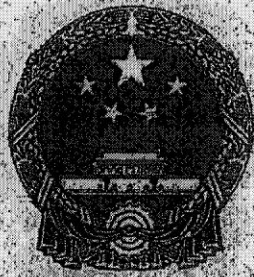
名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市场浦区控江路1555号A座103室K-22
 法定代表人 朱紫恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产管理, 债券评估, 为投资者提供
 投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2016年08月18日



营业执照

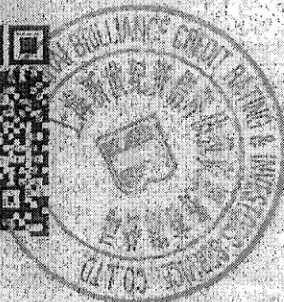
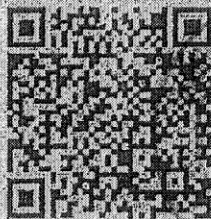
统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

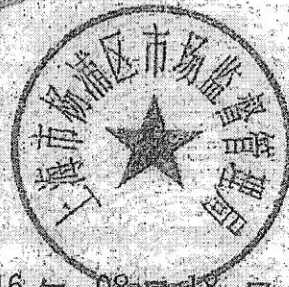
名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

年报提示

请于每年1月1日至6月30日
申报年报, 逾期
将列入经营异常名录



登记机关



2016年08月18日

企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司

根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称：**上海新世纪资产评估投资有限公司**

该企业注册资本为：1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转借给其他企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。

经办人：**殷晓**

上海市工商行政管理局
浦东分局档案室
材料证明
2005年3月20日



附承诺书

- 许可企业名称：**上海新世纪资产评估有限公司/上海新世纪财务管理有限公司**
- 注：1、变更核准的企业名称未到企业登记机关完成变更登记的，通知书规定的有效期满后自动失效。有正当理由，经延长变更核准名称有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期。有效期延长时间不得超过6个月。
- 2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件，投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查。申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查。企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查就准予企业变更登记。
- 3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称和同或相近而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。
- 4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定需经审批内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，再另行申请变更企业名称。
- 5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人：**殷晓**

签收日期：2004年8月2日

中国人民银行文件

银发[1997]354号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、深圳资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

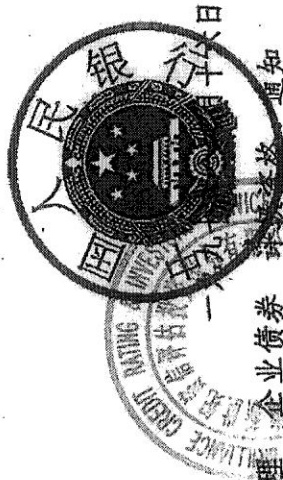
资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前，必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的结构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格遵照执行。



主题词：金融市场管理 企业债券 通知

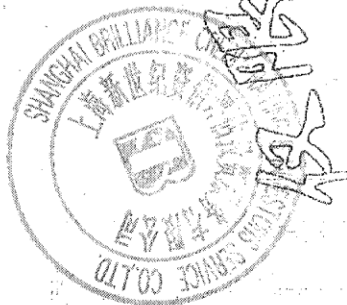
抄送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司
内部发送：办公厅、非银行司、银行司、稽核局、票据司

打字：刘 焱 校 对：卢志敏 谢金荣

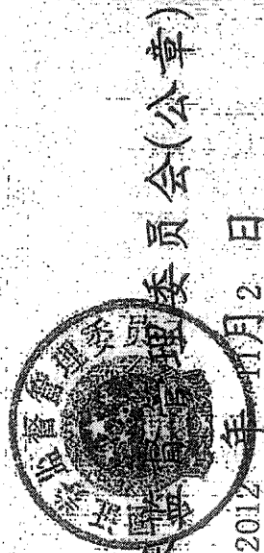
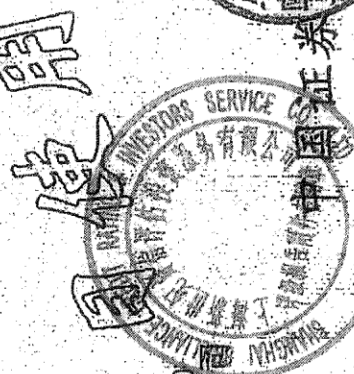
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

用 效 项 级 评 限 有 限 公 司



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证书



公司名称：上海新世纪资信评级服务
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：宋荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

编号：ZPJ003

中国人民银行

THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

征信管理局

Credit Information System Bureau

信总办公

征信发布

征信异议

征信异议

征信异议

征信异议

征信异议

征信异议

服务互动

征信异议

征信异议

征信异议

征信异议

征信异议

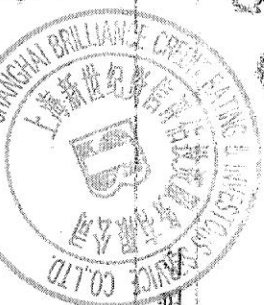
征信异议

征信异议

首页

信用评级

信用评级



评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构名单

信用评级机构使用

2011-07-15 17:28:40

信用评级

信用评级

信用评级

信用评级

信用评级

信用评级

信用评级

信用评级

关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布时间: 2013-10-17

公告号: 保监公告〔2013〕9号

根据《中国保监会关于加强信用评级机构资质监管的通知》(保监发〔2011〕9号)和《中国保监会关于信用评级机构能力备案的公告》(保监公告〔2013〕9号), 现予以公告。

具体名单如下(按公司名称字母顺序排列):

- 大公国际资信评估有限公司
- 东方金诚国际信用评级有限公司
- 联合信用评级有限公司
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
- 中诚信国际信用评级有限责任公司
- 中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理, 配合中国保监会对相关信用评级业务的查询和检查, 依规定履行报告义务。

中国保险监督管理委员会

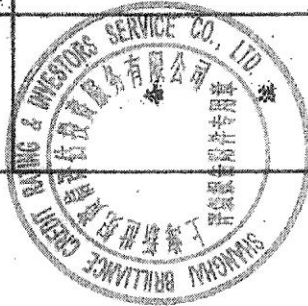
二〇一三年十月九日

中国保险监督管理委员会 信用评级机构信用评级能力备案表



报告单位 (即基金公司)	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	材料齐备	公司地址	
报告事项	信用评级机构信用评级能力认可	1. 书面报告	√	
报告日期	2013年8月25日	2. 承诺函	√	
		3. 组织架构及人员说明	√	
		4. 资质证书说明	√	
		5. 其他情况说明	√	
		6. 证明文件	√	
		7. 其他材料电子文档光盘	√	

公司 报告 事项
信用评级能力



中国保监会基金运用
备案表
2013年10月9日

注: 文件齐备日期及备案日期, 由中国保监会填写。



中国银行业市场交易商协会
National Association of Financial Market Institutional Investors

地址: 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层(100033)
Address: 16/F, Financial Street Center, 9A Financial Street, Xicheng
District, Beijing 100033, P.R.China
电话: 86 10 66539000 传真/Fax: 86 10 66539100
网站: www.nafmi.org.cn

仅股评级项目使用
中国银行业市场交易商协会
2016年度会员会费缴纳通知

各常务理事会员单位:

协会2016年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行业市场交易商协会章程》、《中国银行业市场交易商协会会员管理规则》及第二届会员代表大会第二次会议相关决议(见附件1), 协会决定自2016年起对会费标准及会费收缴工作机制作适当调整。贵单位是协会金融机构常务理事会员, 会费标准由55万元/年调整为63万元/年, 请于2016年4月30日前缴纳本年度会费陆拾叁万元正。缴费后请登录协会会员信息管理系统(<http://huiyuan.nafmi.org.cn>)填写会费缴纳回执。工作中如有疑问, 可参阅《会费缴纳常见问题》(见附件2)。

账户名称: 中国银行业市场交易商协会

开户银行: 招商银行北京金融街支行

账号: 866580226510001

联系人: 吕晗冰 010-66538386

蔡阳子 010-66538379



附件：1. 第二届会员代表大会第二次会议决

2. 会费缴纳常见问题

仅服评级项目使用



中国证券业协会
二〇一六年二月二十六日



全国社会统一票据

0008100741A1A8888E

数字指数: No.1600272492

2009年09月03日

电子票号: 1600272492

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



项目编码	项目名称	单位	标准	数量	金额(元)
06001	会费		630,000 元	1	630,000.00
金额合计 (大写)					630,000.00



文票号:

管理员

收款单位 (盖章)

签名:

中国证券业执业证书



姓名: 吕品
性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

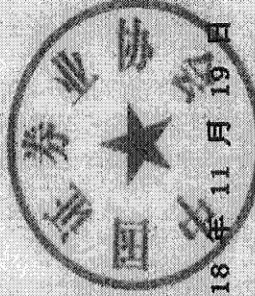
执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070212010002

执业注册记录

仅限评级项目使用

证书取得日期: 2012-01-06



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



有限评级项目使用



证书取得日期 2015-05-31

姓名：郭羽佳

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070215050004



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。