

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(2021)100546】

**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+/2021 年 6 月 24 日

**前次跟踪:** 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	1.41	1.81	0.77	0.91
刚性债务	0.48	0.50	2.83	2.90
所有者权益	6.61	7.52	8.88	10.21
经营性现金净流入量	0.82	0.95	0.35	0.07
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	8.96	13.65	16.64	18.51
总负债	1.55	2.58	6.17	7.46
刚性债务	0.57	0.62	3.13	3.35
所有者权益	7.41	11.07	10.47	11.05
营业收入	4.09	7.08	9.27	3.44
净利润	1.01	1.94	1.10	0.50
经营性现金净流入量	0.93	1.89	0.95	-0.22
EBITDA	1.31	2.58	1.81	1.00
资产负债率[%]	17.29	18.91	37.07	40.29
权益资本与刚性债务 比率[%]	1293.01	1778.84	334.41	330.26
流动比率[%]	404.63	388.62	328.73	272.79
现金比率[%]	165.72	154.78	126.69	89.22
利息保障倍数[倍]	9508.51	--	7.74	--
净资产收益率[%]	14.38	20.95	10.24	--
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	61.70	91.72	21.82	--
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-16.22	79.90	-79.41	--
EBITDA/利息支出[倍]	10846.24	--	9.77	--
EBITDA/刚性债务[倍]	1.96	4.31	0.96	--

注: 根据星帅尔经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 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 2020 年以来星帅尔在产业链布局、客户资源、业务及收入规模等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在产品价格、毛利率、财务杠杆及可转债转股等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **产品链不断丰富,协同效应显现。**星帅尔在立足主业的同时,通过逐步收购浙特电机,发挥其与公司在客户资源、技术研发等方面的协同性,产业链布局不断丰富。
- **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,客户资源较丰富。
- **业务及收入规模扩大。**2020 年受益于下游需求增长以及新客户的开发,星帅尔业务及收入规模均有所扩大;2021 年完成对富乐新能源的收购后,公司新增光伏组件业务,产品进一步丰富,未来或将带动公司收入进一步增长。

#### 主要风险:

- **产品价格及毛利率下降风险。**压缩机配件产业链地位较低,产品同质化严重,生产商议价能力弱,销售价格每年呈不同幅度下滑;加之电机毛利空间小,近年来星帅尔综合毛利率有所下滑。
- **财务杠杆上升。**随着业务规模的扩大及可转债的发行,星帅尔债务规模大幅增加,财务杠杆随之大幅上升。
- **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<sup>+</sup>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<sup>+</sup>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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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。

该公司于 2020 年 1 月 16 日发行规模为 2.80 亿元、期限为 6 年的星帅转债。本次债券采取累进利率，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%，每年付息一次，到期归还本金和最后一期利息。本次债券的转股期限自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（2020 年 7 月 22 日至 2026 年 1 月 16 日），转股价格为 13.80 元/股<sup>1</sup>。本次债券采取股份质押和保证的担保方式，即公司股东福鼎星帅尔投资有限公司（原名杭州富阳星帅尔投资有限公司，以下简称“星帅尔投资”）以及公司董事长、控股股东、实际控制人楼月根先生将其合法拥有的星帅尔股票作为质押资产进行质押担保，并为本次债券提供连带责任担保。公司于 2021 年 1 月 18 日按期支付了第一年的利息，截至 2021 年 3 月末，星帅转债余额为 27217.46 万元，占发行总量的 97.21%。如公司股票价格走势持续低迷或本次债券持有人的投资偏好发生变化，可能导致本次债券到期未能实现转股，公司须对未转股部分偿还本息，或将相应增加公司的财务负担。

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	起息时间	本息兑付情况
星帅转债	2.80 亿元	6 年	累进利率，目前 0.7%	2020/1/16	正常付息

资料来源：星帅尔

本次债券募集资金 2.80 亿元，其中 1.96 亿元资金用于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。2020 年 1 月，公司完成对浙特电机 53.24% 股权的收购，浙特电机成为公司的全资子公司。截至 2021 年 3 月末，公司本次所募集资金已全部使用完毕。

<sup>1</sup> 本次可转债的初始转股价格为 23.92 元/股，2019 年权益分派后（每 10 股派发现金红利 2.10 元（含税），同时以资本公积向股东每 10 股转增 7 股），星帅转债的转股价格于 2020 年 5 月 7 日调整为 13.95 元/股；2020 年权益分派后（每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）），星帅转债的转股价格于 2021 年 6 月 8 日调整为 13.80 元/股。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## **(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，2020 年以来疫情影响下“宅经济”盛行，制冷压缩机及配件的需求随家电行业需求回暖而有所上升。

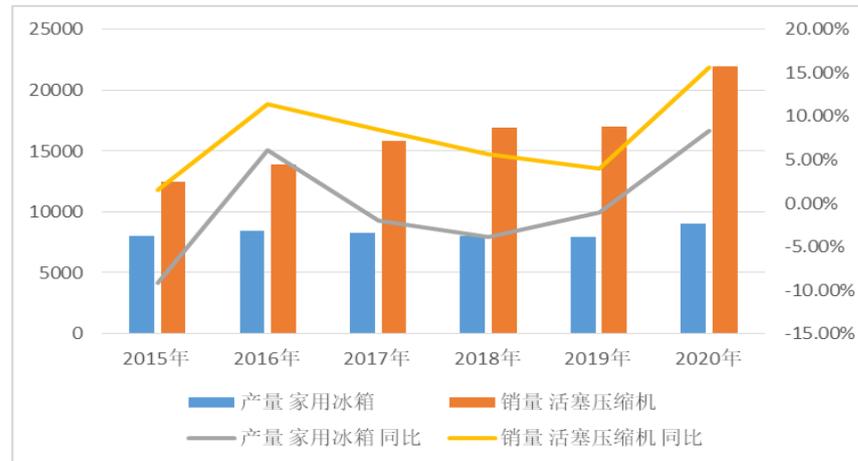
#### **a 行业概况**

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为 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，2019 年我国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，全年家用冰箱产量为 7904.3 万台，同比下降 1.11%；同期全封活塞压缩机销量 17012.4 万台，同比增长 4.2%。2020 年在疫情影响下，“宅经济”盛行，居民囤积食物的需求攀升，消费者对冰箱的需求加大，全年家用

冰箱产量为 9014.7 万台，同比增长 8.40%；同期全封活塞压缩机销量为 22000 万台，同比增长 15.60%。

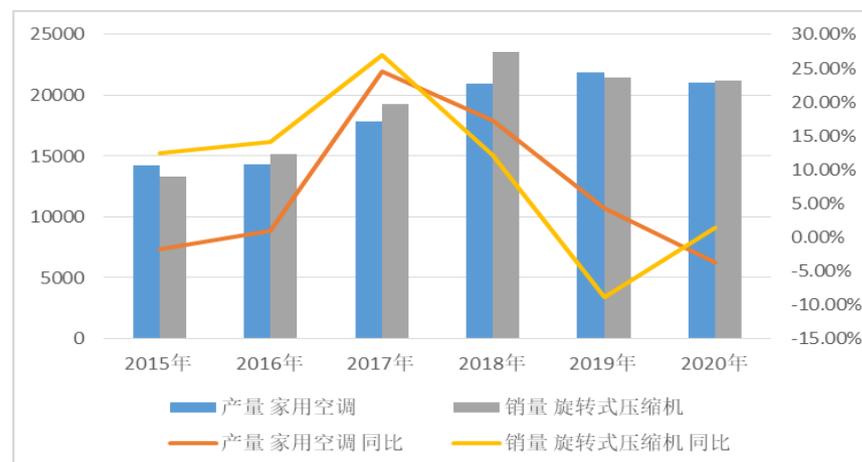
图表 2. 2015 年以来我国家用冰箱产量和全封活塞压缩机销量情况（单位：万台）



资料来源：wind

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，及以前年度销售增速较快，导致需求提前释放等影响，我国空调市场增速放缓，进入稳步发展期。根据产业在线数据，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，全年家用空调产量 21866.2 万台，同比增长 4.34%，增速下降 13 个百分点；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，同年旋转式压缩机销量 21518.10 万台，同比下降 8.90%，对压缩机配件产品需求造成不利影响。2020 年初受新冠疫情影响，企业无法复工、生产停滞，同时物流配送和空调入户安装受限，一季度同比下降 50.9%，随着国内疫情稳定，家用空调产销逐步修复，全年家用空调产量 21035.3 万台，同比下降 3.80%；旋转式压缩机销量 21200 万台，同比增长 1.40%。

图表 3. 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，根据产业在线数据，2021 年第一季度，我国家用冰箱和空调产量分别为 2157.8 万台和 5595.3 万台，同比分别增长 27% 和 32%；1-3 月全封活塞压缩机和旋转式压缩机销量分别为 6180 万台和 6304.7 万台，同比分别增长 53.80% 和 44.4%，较上年疫情区间产销量均明显恢复。但由于电解铜、电解铝、冷板等多种金属材料价格大幅上涨，家电厂商面临较大的成本压力，也会对终端市场需求形成一定的抑制。

### **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 年新版《房间空气调节器能效限定值及能效等级》(GB21455-2019)和《房间空气调节器路线图》的出台，加速了我国空调行业低能效产品快速出清、能效水平快速提升和变频产品普及的时间。

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。同年 10 月，国家发改委印发《近期扩内需促消费的工作方案》的通知，提出开展“大家电安全使用年限提醒”活动，鼓励相关社会团体制定家用电器安全使用和更新换代的团体标准，开展“大家电安全使用年限提醒”活动，促进相关标准有效实施，推动超龄大家电更新换代。

### **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，配件企业和压缩机企业已形成稳定的供应关系。

**图表 4. 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

**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。

**市场竞争加剧的风险。**随着下游压缩机行业增长放缓，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，市场竞争较为激烈。

**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。2020 年前三大冰箱企业（海尔、美的、海信）的市场份额达 61%；前三大空调企业（格力、美的、奥克斯）的市场份额达 73%，制冷压缩机及配件企业的客户集中度高，议价能力弱。

### B. 电机行业

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

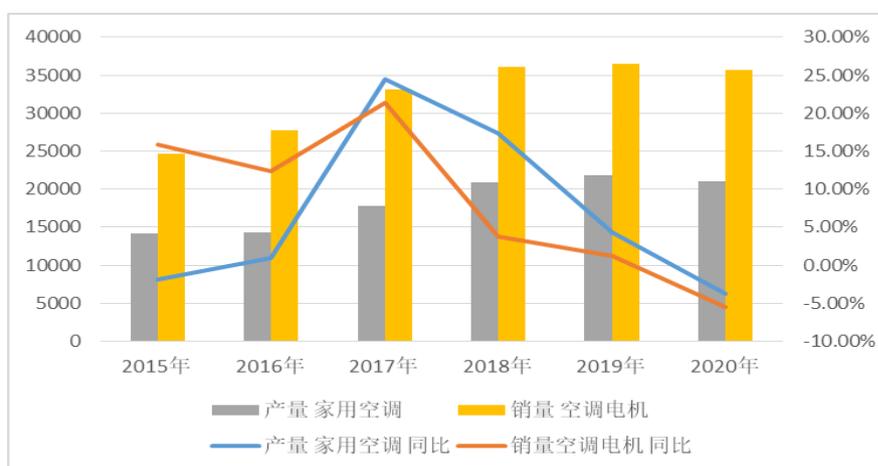
#### a 行业概况

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，电机的应用遍及信息处理、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的应用最为广泛。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。以空调电机为例，近年来我国空调电机的销量逐年增加，但 2017 年后增速逐渐放缓。根据产业在线数据，2018-2020 年，我国空调电机销量分别为 36113.4 万台、36554.9 万台和 35676.2 万台，增长率分别为 3.7%、1.2% 和 -5.50%。受新冠疫情的影响，2020 空调电机销量出现下滑。

**图表 5. 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。同年 10 月，国常会发布《新能源汽车产业发展规划》，引导新能源汽车产业有序发展，推动建立全国统一市场，提高产业集中度和市场竞争力。新能源汽车的普及和应用有望带动电机行业的发展。

2021 年 4 月，工业和信息化部发布关于开展 2021 年工业节能监察工作的通知，提出开展强制性单位产品能耗限额标准执行情况专项监察，2021 年完成对钢铁、有色金属、石化化工、建材等重点行业企业开展全面梳理排查。通知还提出，对重点用能产品设备能效提升专项监察，依据相关国家强制性能效标准，落实《变压器能效提升计划（2021-2023 年）》，对电机、风机、空压机、

泵等重点用能产品设备用户企业实施能效提升专项监察，核查设备台账，会同有关部门依法督促企业淘汰达不到强制性能效标准限定值的低效产品。对未按照要求整改或者整改不到位的，依法依规处理。能耗限额标准的实施以及能效提升计划有利于规范电机行业的发展，促进行业绿色健康发展。

### c 竞争格局/态势

通用电气、西门子、ABB、东芝、三菱等大型跨国集团在全球电机市场中占据主导地位，其在大中型电机上技术优势明显。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、小家电温度控制器和电机的研发、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和家电企业建立了长期稳定的合作关系。2020 年受益于下游需求的增长以及新客户的开发，公司业务规模及收入规模均有所扩大。2021 年完成对富乐新能源的收购后，公司新增光伏组件业务，产品进一步丰富。

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、电机和光伏组件等产品的研发、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<sup>2</sup>、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，通过收购常熟新都安电器股份有限公司（简称“新都安”）、浙特电机以及黄山富乐新能源科技有限

<sup>2</sup> 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。

公司（简称“富乐新能源”），切入小家电温度控制器、电机和光伏组件领域，不断丰富公司的产业链布局。

**图表 6. 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、起动器、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

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	4.09	7.08	9.27	3.44	1.66
其中：核心业务营业收入	4.05	6.91	9.03	3.31	1.64
在营业收入中所占比重	99.02	97.60	97.41	96.22	98.80
其中：（1）热保护器	1.01	1.15	1.28	0.47	0.30
占核心业务收入的比重	24.94	16.64	14.17	14.20	18.29
（2）起动器	1.11	1.20	1.46	0.55	0.32
占核心业务收入的比重	27.41	17.37	16.17	16.62	19.51
（3）组合式两器	0.64	0.67	0.73	0.40	0.16
占核心业务收入的比重	15.80	9.70	8.08	12.08	9.76
（4）密封接线柱	0.62	0.68	0.89	0.22	0.11
占核心业务收入的比重	15.31	9.84	9.86	6.65	6.71
（5）温度控制器	0.67	0.69	0.86	0.19	0.13
占核心业务收入的比重	16.54	9.99	9.52	5.74	7.93
（6）电机	--	2.52	3.80	1.26	0.61
占核心业务收入的比重	--	36.47	42.08	38.07	37.20
（7）光伏组件	--	--	--	0.23	--
占核心业务收入的比重	--	--	--	6.95	--
毛利率	39.68	31.21	26.15	25.88	27.37
其中：（1）白色家电系列配套产品	39.68	38.74	28.40	29.99	29.30
（2）电机	--	16.70	6.72	5.35	10.45
（3）光伏组件	--	--	--	4.35	--

资料来源：星帅尔

近年来该公司营业收入规模迅速扩大，2020 年及 2021 年第一季度，分别实现营业收入 9.27 亿元和 3.44 亿元，较上年同期分别增长 30.89% 和 107.06%。同期，公司毛利率分别为 26.15% 和 25.88%，同比均有所下降，一方面系电机毛利率相对较低，拉低了公司整体的毛利水平；另一方面系公司白色家电系列配套产品市场竞争激烈，销售价格小幅下降，毛利空间缩小。

## A. 业务

### a 热保护器、起动器及组合式两器

热保护器、起动器及组合式两器（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。2020 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 1.28 亿元、1.46 亿元和 0.73 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 38.43%。2021 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 0.47 亿元、0.55 亿元和 0.40 亿元，较上年同期均大幅上升，主要系本期公司加大产品生产及销售力度，而上年同期受新冠疫情影响，产销量下滑。

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 m<sup>2</sup>，其中厂房面积 1.76 万 m<sup>2</sup>，办公楼 1.99 万 m<sup>2</sup>，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。得益于热保护器、起动器增产扩能募投项目的投入使用，加之新都安新增热保护器生产线，近两年公司两器产量均大幅提升。2020 年，公司热保护器、起动器和组合式两器产品产量分别为 0.75 亿只、0.60 亿只和 0.18 亿只，呈逐年上升态势。2021 年第一季度，公司两器产品产量均有所上升。

**图表 8. 公司两器产品产销情况（单位：万只、元/只、%）**

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月	2020 年 1-3 月
热保护器	产量	5152.68	6696.78	7478.75	1986.56	1030.95
	销量	5115.99	6049.52	7425.33	2622.08	1617.32
	产销率	99.29	90.33	99.29	131.99	156.88
起动器	产量	4660.25	5230.98	5983.35	1658.79	793.38
	销量	4426.06	4841.70	5854.57	2136.59	1279.37
	产销率	94.97	92.56	97.85	128.80	161.26
组合式两器	产量	1394.95	1596.14	1830.73	632.31	263.85
	销量	1380.34	1454.96	1546.83	851.90	335.06
	产销率	98.95	91.15	84.49	134.73	126.99

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、重庆航伟光电科技有限公司等。2020 年华锦电子成功开发厦门三优光电股份有限公司、海宁久达光电科技股份有限公司等新客户，对其收入形成一定的贡献。2020 年及 2021 年第一季度，公司密封接线柱业务分别实现营业收入 0.89 亿元和 0.22 亿元，由于公司生产的传感器组件可用于额温枪领域，跟踪期内公司产品订单量大幅上升，收入也随之大幅增长。

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 m<sup>2</sup>，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。2020 年及 2021 年第一季度公司密封接线柱产量分别为 1.02 亿只和 0.31 亿只，增长明显。

**图表 9. 公司密封接线柱产品产销情况（单位：万只、元/只、%）**

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月	2020 年 1-3 月
密封接线柱	产量	7380.52	8440.25	10204.00	3080.70	1705.00
	销量	7295.55	8200.56	9921.70	2821.17	1438.00
	产销率	98.85	97.16	97.23	91.58	84.34

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。其主要客户有美的、格兰仕、苏泊尔、利仁等家用电器企业。2020 年及 2021 年第一季度，公司温度控制器业务分别实现营业收入 0.86 亿元和 0.19 亿元，同比均有所增长，主要系受疫情期间“宅经济”影响，厨房类及高温消毒类小家电产品销量上升。

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 m<sup>2</sup>，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。2020 年及 2021 年第一季度，公司温度控制器产量分别为 0.90 亿只和 0.28 亿只，同比均有所增加。

**图表 10. 公司温度控制器产品产销情况（单位：万只、元/只、%）**

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月	2020 年 1-3 月
温度控制器	产量	8499.70	8264.00	9000.00	2800.00	1466.00
	销量	8239.19	8348.00	9285.00	2275.00	1624.90
	产销率	96.94	101.02	103.17	81.25	110.84

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。其客户主要包括海立系、江苏白雪电器股份有限公司、上海江菱机电有限公司、绿田机械股份有限公司等，并于 2020 年新开发客户威特电梯部件（苏州）有限公司、苏州英华特涡旋技术有限公司等。2020 年及 2021 年第一季度，浙特电机分别实现营业收入 3.80 亿元和 1.26 亿元，分别占公司核心业务收入的 42.08% 和 38.07%。收购浙特电机全部股权后，公司业务

及收入规模均大幅上升。

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 m<sup>2</sup>；江西浙特<sup>3</sup>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 m<sup>2</sup>，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。2020 年及 2021 年第一季度，公司电机产量分别为 412.05 万只和 161.82 万只，同比大幅增加。

**图表 11. 公司电机产品产销情况（单位：万只、元/只、%）**

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月	2020 年 2-3 月
电机	产量	250.57	412.05	161.82	75.44
	销量	237.66	410.13	144.71	58.45
	产销率	94.85	99.53	89.42	77.48

资料来源：星帅尔

### e 光伏组件

2021 年 2 月 25 日，该公司以 2020 年 12 月 31 日为审计基准日，根据中汇会计师事务所出具的中汇会审[2021]0496 号审计报告，经双方协商确认，按照 6 元/股，人民币 3060 万元（含税）总价格收购王春霞、黄山亘乐源企业管理合伙企业（有限合伙）持有的富乐新能源 51% 的股权。富乐新能源成立于 2017 年 3 月，注册资本为 1000 万元，为公司光伏组件业务的运营主体，其产品主要有 166 半片、450W 组件，182 半片、540W 组件等，应用于集中式发电站、分布式电站。目前，富乐新能源年产能 350 兆瓦，日产量 1700 片，其光伏组件产品销往国内外，其中加拿大 HELIENE 公司、巨力索具股份有限公司、中国电子科技集团公司（嘉兴 36 所）是其主要客户。截至 2020 年末，富乐新能源资产总额 0.36 亿元，负债总额 0.32 亿元，净资产 0.04 亿元，当年实现营业收入 1.20 亿元，净利润-0.02 亿元。2021 年第一季度，富乐新能源取得营业收入 0.23 亿元，当期产量为 3.22 万片。

根据该公司 2021 年 5 月 24 日发布的公告，富乐新能源与正泰电器旗下浙江泰恒新能源有限公司（简称“泰恒新能源”）签订重大采购合同，泰恒新能源未来三年将向富乐新能源采购不少于 5GW 单晶硅 182 太阳能组件。

### B. 采购

该公司热保护器和起动器的原材料包括 PTC 芯片、不锈钢带、塑胶件等，密封接线柱的原材料有膨胀合金、成壳、冷板、玻璃粉等，温度控制器的原材料包括胶木制品、陶瓷制品、各类五金冲压制品等，电机的原材料包括硅钢片、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的情况。公司主要原材料通常会选择 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、数量和交货期有保证。另外，公司部分

<sup>3</sup> 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。

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。为应对原材料价格上涨的风险，公司通常提前锁定一定期限内的原材料远期价格。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司主要原材料采购金额分别为 2.99 亿元和 1.07 亿元，均有所上升，主要系公司对漆包线、硅钢片等生产电机所需原材料的采购额大幅增加所致；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 44.42% 和 42.63%，较为稳定。

**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：亿元、%）**

原材料	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
漆包线	--	--	0.59	12.28	0.89	13.22	0.27	10.76
硅钢片	--	--	0.56	11.71	0.85	12.63	0.38	15.14
PTC 芯片	0.42	17.36	0.49	10.16	0.53	7.88	0.17	6.77
塑胶件	0.34	13.97	0.41	8.59	0.47	6.98	0.16	6.37
不锈钢带	0.18	7.36	0.22	4.63	0.25	3.71	0.09	3.59
<b>合计</b>	<b>0.94</b>	<b>38.69</b>	<b>2.27</b>	<b>47.37</b>	<b>2.99</b>	<b>44.42</b>	<b>1.07</b>	<b>42.63</b>

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。2020 年及 2021 年第一季度，公司向前五大供应商采购金额分别为 3.26 亿元和 1.11 亿元，占同期主营业务成本的比重分别为 48.46% 和 44.23%，供应关系稳定。

### 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。2020 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 0.74 亿只、0.59 亿只、0.15 亿只、0.99 亿只、0.93 亿只和 0.04 亿台，各类产品销量同比均有所增长，产销率保持在 90% 以上。2021 年第一季度，公司各产品销量均有所增长，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良好的合作关系。由于热保护器、起动机和密封接线柱是制冷压缩机产品的关键配件，压缩机制造企业对于供应商的选择非常谨慎，产品认证周期长，评估与准入标准严格，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。2020 年及 2021 年第一季度，公司前五大客

户销售金额分别为 5.98 亿元和 2.16 亿元，占同期主营业务收入的比重分别为 66.22%和 65.26%，客户集中度偏高。

**图表 13. 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		2021 年 1-3 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
海立系	电机	1.32	19.05	2.62	29.01	0.85	25.68
美芝系	两器、密封接线柱	1.07	15.49	1.22	13.51	0.37	11.18
钱江公司	两器、密封接线柱	0.69	10.05	0.80	8.86	0.28	8.46
东贝系	两器、密封接线柱	0.68	9.87	0.60	6.64	0.26	7.85
华意系	两器、密封接线柱	0.59	8.53	0.74	8.19	0.40	12.08
<b>合计</b>	--	<b>4.35</b>	<b>62.99</b>	<b>5.98</b>	<b>66.22</b>	<b>2.16</b>	<b>65.26</b>

资料来源：星帅尔

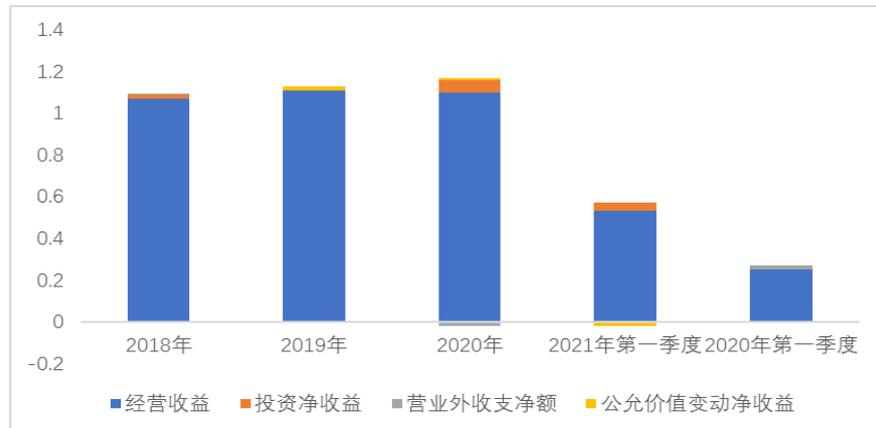
#### D. 研发

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。此外，2020 年 5 月，公司设立全资子公司杭州星帅尔特种电机科技研究有限公司（简称“电机研究公司”），注册资本 5000 万元，其研究范围涉及热保护器精准温度（电流）保护、压缩机的超低功耗变频启动、温度精准控制、高精度传感器、5G 及航天军工配套、互联互通等领域。

截至 2020 年末，该公司研发人员 129 人，占总人数的 11.06%。近年来公司持续加大研发投入，以保持与下游压缩机、家电市场需求的匹配。2018-2020 年公司研发投入分别为 0.20 亿元、0.31 亿元和 0.37 亿元，占营业收入比重分别为 4.78%、4.45%和 4.01%。截至 2021 年 3 月末，公司及其下属子公司合计拥有专利 178 项，其中发明专利 20 项，实用新型专利 126 项和外观设计 32 项，技术储备较强。

## (2) 盈利能力

图表 14. 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，2020 年公司营业毛利为 2.42 亿元，较上年增长 9.67%。2021 年第一季度，公司实现营业毛利 0.89 亿元，较上年同期增长明显。

期间费用方面，2020 年及 2021 年第一季度，该公司期间费用分别为 1.17 亿元和 0.28 亿元，期间费用率分别为 12.66%和 8.13%。近年来公司期间费用随业务发展、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（含研发费用），同期分别为 0.96 亿元和 0.22 亿元，随业务规模的扩大而增加。2020 年及 2021 年第一季度，公司销售费用分别为 0.09 亿元和 0.02 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 0.12 亿元和 0.04 亿元，同比均大幅增加，主要系公司发行可转债导致利息支出大幅增加。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	4.09	7.08	9.27	3.44	1.66
毛利（亿元）	1.62	2.21	2.42	0.89	0.45
期间费用率（%）	12.44	13.49	12.66	8.13	12.66
其中：财务费用率（%）	-1.19	-0.59	1.26	1.07	0.81
经营收益（亿元）	1.07	1.11	1.10	0.53	0.25
全年利息支出总额（亿元）	0.00	0.00	0.18	0.04	0.04

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

2020 年该公司取得理财产品投资收益 0.06 亿元，政府补助等其他收益 0.10 亿元，对公司利润形成一定的补充。2020 年及 2021 年第一季度，公司净利润分别为 1.10 亿元和 0.50 亿元。

图表 16. 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益	0.02	0.00	0.06	0.04	0.003
其他收益	0.05	1.14 <sup>4</sup>	0.10	0.02	0.007
营业外收入	0.005	0.007	0.00	0.002	0.03
公允价值变动损益	--	0.02	0.006	-0.02	--

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

### （3）运营规划/经营战略

该公司立足于主业的基础上，积极向上中下游产业链延伸，利用现有技术 and 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。在新能源汽车电机、光伏组件、厨余粉碎机、光通信组件、传感器组件等新产品布局上，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 2020 年末，公司募投项目实际使用资金 22773.07 万元，剩余资金余额 43.34 万元（含利息收入扣除银行手续费的净额），均为活期存款。

图表 17. 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 投资总额	截至 2020 年末 累计投资额	投资 进度	2020 年累计 实现效益
1	热保护器系列产品扩能项目	7028.00	5100.47	5100.47	100.00	1845.83
2	起动机系列产品扩能项目	7982.00	2916.85	2860.92	98.08	1489.22
3	技术研发中心改造升级项目	1819.00	184.29	184.29	100.00	不适用
4	补充流动资金	6000.00	14627.39	14627.39	100.00	不适用
合计		22829.00	22829.00	22773.07	--	--

资料来源：星帅尔

<sup>4</sup> 主要是高效电机推广补贴，金额为 1.04 亿元，为一次性补贴，后续不再有相关补贴。

## 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 2021 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 31.00% 和 2.56%，通过星帅尔投资间接持有公司 8.26% 的股权，二人合计持股比例为 41.82%。公司产权状况详见附录一。股权质押方面，截至 2021 年 3 月末，楼月根和星帅尔投资分别质押股票 1870 万股和 1700 万股，均为发行星帅转债而质押，二者合计质押股票数占公司总股本的 17.88%，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 2019 年末，公司已收购浙特电机 46.76% 股权，取得其实际控制权；2020 年 1 月公司发行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，2020 年 1 月公司完成对其 34% 股权的收购，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，该公司子公司新都安及浙特电机各涉及 1 项买卖合同纠纷，均已撤诉；浙特电机涉及 2 项劳动争议纠纷，1 项已达成调解，涉诉金额 11.97 万元，1 项已撤诉。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 18. 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	2021.4	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.6	不涉及	无	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2021.6	无	无	有	不涉及
工商	公开信息披露	2021.6	无	无	无	不涉及
质量	公开信息披露	2021.6	无	无	无	不涉及
安全	公开信息披露	2021.6	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。公司账面不受限货币资金较充裕，且未使用银行授信额度较多，可为即期债务的偿付提供一定的支持。

### 1. 数据与调整

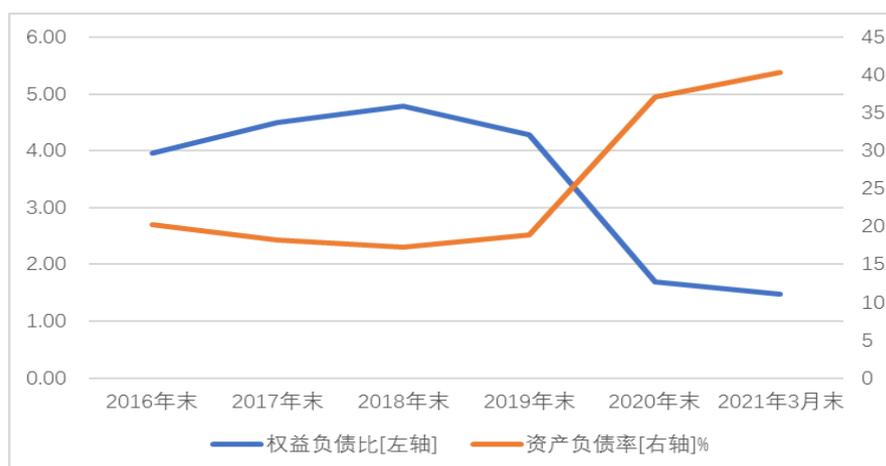
中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 年至 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2021 年第一季度财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。

2020 年末，该公司合并范围子公司共 6 家，较上年末增加电机研究公司，年末其净资产和净利润均为 0 元。2021 年 3 月末，公司合并范围增加富乐新能源，其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 19. 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

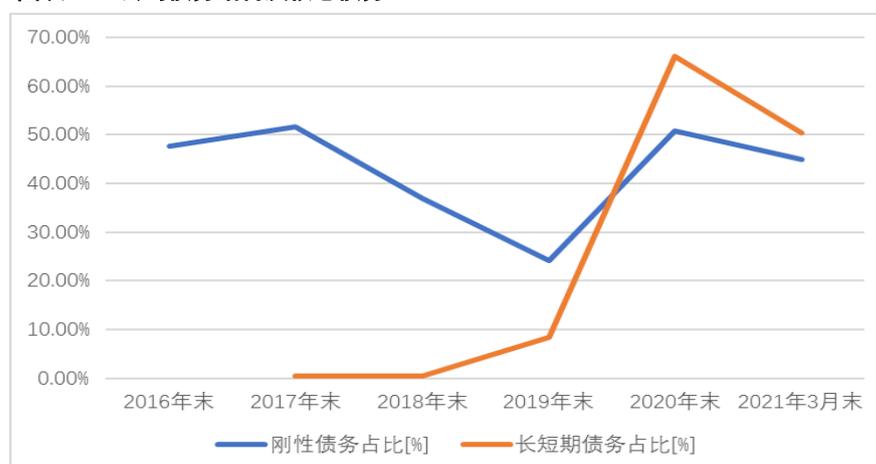
2020 年末，该公司负债总额为 6.17 亿元，同比增长 138.89%，主要系公司发行 2.8 亿元可转债所致。2021 年 3 月末总负债增至 7.46 亿元，主要系当期将富乐新能源纳入合并范围所致。2020 年末及 2021 年 3 月末，公司资产负债率分别为 37.07% 和 40.29%，财务杠杆大幅上升但仍处于较低水平；同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 334.41% 和 330.26%，权益资本

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上升，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程度或将提升。

该公司 2019 年权益分配中，以资本公积向股东每 10 股转增 7 股，共转增 8201.76 万股，2020 年末公司股本增至 1.99 亿股。截至 2020 年末，公司可转债转股增加股本仅 2.28 万元，对股本的影响很小。2020 年公司先后收购浙特电机 53.24% 及新都安 34% 的少数股东权益，使得年末少数股东权益降为 0.13 亿元。2020 年末，公司所有者权益为 10.47 亿元，同比下降 5.42%，主要系少数股东权益减少所致。2021 年 3 月末，公司收购富乐新能源 51% 股权，净资产较上年末上升 5.53% 至 11.05 亿元。

## (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	0.40	0.76	0.57	0.62	3.13	3.35
应付账款 (亿元)	0.30	0.49	0.49	1.16	2.18	2.68
其他应付款 <sup>5</sup> (亿元)	0.004	0.02	0.30	0.32	0.18	0.83
刚性债务占比 (%)	47.63	51.53	37.01	24.10	50.76	44.87
应付账款占比 (%)	35.17	33.41	31.74	44.73	35.39	36.00
其他应付款占比 (%)	0.53	1.40	19.54	12.23	2.86	10.22

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，2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动负债占总负债的比重分别为 60.23% 和 66.52%；同期末，公司长短期债务比分别为 66.02% 和 50.33%，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，2020 年末分别占总负债的 50.76%、35.39% 和 2.86%。其中，刚性债务为 3.13 亿元，主要为发行的星帅转债；应付账款余额为 2.18 亿元，主要为应

<sup>5</sup> 表中其他应付款余额包括应付股利、应付利息及原其他应付款。

付供应商的原材料采购款和项目设备款，同比增长 88.99%，主要系上游供应商给予浙特电机账期较长，账面应付账款规模较大；其他应付款余额为 0.18 亿元，主要系限制性股票回购款。2021 年 3 月末，公司刚性债务 3.35 亿元，占总负债的 44.87%；3 月末公司应付账款 2.68 亿元，其他应付款 0.83 亿元，较 2020 年末均有所增长，主要系合并富乐新能源所致。

### (3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>0.40</b>	<b>0.76</b>	<b>0.57</b>	<b>0.62</b>	<b>0.92</b>	<b>1.16</b>
其中：短期借款	0.10	0.20	--	--	--	--
应付票据	0.30	0.56	0.57	0.62	0.92	1.16
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>2.21</b>	<b>2.19</b>
其中：应付债券	--	--	--	--	2.21	2.19

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，2020 年末该公司刚性债务包括为短期和中长期刚性债务，年末余额分别为 0.92 亿元和 2.21 亿元。其中短期刚性债务为应付票据，中长期刚性债务为应付债券。2021 年 3 月末，公司刚性债务余额为 3.35 亿元，包括应付票据 1.16 亿元和应付债券 2.19 亿元。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	200.47	206.65	215.60	169.26	187.37	--
营业收入现金率（%）	117.40	92.33	100.07	73.40	71.94	68.60
业务现金收支净额（亿元）	0.76	0.90	1.04	0.83	1.07	-0.07
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.05	-0.12	-0.11	1.07	-0.12	-0.15
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.71	0.78	0.93	1.89	0.95	-0.22
EBITDA（亿元）	0.98	1.18	1.31	2.58	1.81	1.00
EBITDA/刚性债务（倍）	1.94	2.02	1.96	4.31	0.96	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	115.44	400.81	10846.24	--	9.77	--

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。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 71.94% 和 68.60%，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。

同期，公司经营性净现金流分别为 0.95 亿元和-0.22 亿元，2021 年第一季度公司合并范围增加富乐新能源，支付给职工的现金以及各项税费均大幅增加，导致经营活动产生的现金流呈净流出。

2020 年，该公司 EBITDA 为 1.81 亿元，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 1.81 倍，对利息支出的保障程度也下降至 9.77 倍。

## (2) 投资环节

**图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）**

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	-1.91	--
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	-0.32	-1.03	-0.63	-0.15
其他因素对投资环节现金流量影响净额	--	-0.39	-0.89	0.79	-1.90	0.04
投资环节产生的现金流量净额	-0.07	-1.37	-1.18	-0.24	-4.43	-0.11

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理财产品的购买与赎回，2020 年及 2021 年第一季度，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-4.43 亿元和-0.11 亿元，均呈净流出状态。其中，2020 年净流出额较大主要系收购浙特电机、新都安股权以及购买理财产品的支出较大。

## (3) 筹资环节

**图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）**

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
权益类净融资额	-0.19	2.10	0.02	-0.34	-0.24	-0.01
债务类净融资额	-0.10	0.10	-0.20	--	2.75	--
筹资环节产生的现金流量净额	-0.48	4.30	-0.17	-0.45	2.49	0.37

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，2020 年及 2021 年第一季度，公司筹资性现金净流量分别为 2.49 亿元和 0.37 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 25. 公司主要资产的分布情况**

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产(亿元,在总资产中占比%)	3.07	5.53	6.25	9.25	12.22	13.53
	72.78	68.12	69.70	67.76	73.41	73.12

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
其中：货币资金（亿元）	0.52	2.14	1.67	2.92	1.98	2.02
交易性金融资产（亿元）	--	--	--	--	2.73	2.41
应收票据 <sup>6</sup> （亿元）	1.11	1.51	1.59	1.82	2.58	2.57
应收账款（亿元）	0.78	1.16	1.24	1.80	2.80	3.97
存货（亿元）	0.54	0.67	0.80	1.63	2.00	2.29
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.15	2.59	2.72	4.40	4.43	4.98
	27.22	31.88	30.30	32.24	26.59	26.88
其中：固定资产（亿元）	0.83	0.99	1.18	2.92	2.92	3.05

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

2020 年末，该公司资产总额为 16.64 亿元，同比增长 21.88%。公司资产以流动资产为主，同期末流动资产占资产总额的 73.41%。公司资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收账款、存货和固定资产构成，2020 年末分别占总资产的 11.89%、16.40%、15.53%、16.82%、12.03% 和 17.52%。其中，货币资金为 1.98 亿元，包括受限资金 0.11 亿元，系银行承兑汇票保证金；交易性金融资产 2.73 亿元，主要为结构性存款；应收票据为 2.58 亿元，应收账款为 2.80 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富乐新能源的并表而增加，公司应收账款账龄基本在 1 年以内，且下游客户多为知名的压缩机厂商、家用电器生产商，坏账风险小；存货为 2.00 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 22.74%；固定资产为 2.92 亿元，主要为生产厂房、机器设备等，同比变动不大。

截至 2021 年 3 月末，该公司资产总额增至 18.51 亿元，较 2020 年末增长 11.23%，主要系当期合并富乐新能源所致，期末公司各项资产余额也因合并范围增加而相应变化，但资产结构相对稳定。

受限资产方面，截至 2020 年末，该公司受限资产合计 0.80 亿元，占总资产的比重为 4.78%，其中，用于保证金而受限的货币资金 0.11 亿元，用于质押的应收票据 0.58 亿元、定期存单 0.11 亿元，公司资产整体受限程度较小。

## 5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	360.64	376.30	404.63	388.62	328.73	272.79
速动比率（%）	295.68	328.39	349.15	318.27	272.70	222.92
现金比率（%）	177.17	224.52	180.53	158.20	147.26	89.22

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理

跟踪期内，该公司流动比率、速动比率和现金比率均有所下降，但仍处

<sup>6</sup> 包含应收票据和应收款项融资。

于较高水平，资产流动性总体较好。

## 6. 表外事项

截至 2021 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，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 12.54 亿元和 14.03 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 48.53% 和 51.31%。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、交易性金融资产、应收票据、应收账款和存货为主，2021 年 3 月末分别为 0.91 亿元、2.26 亿元、1.51 亿元、1.46 亿元和 0.76 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 5.52 亿元和 0.89 亿元。

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司本部负债总额分别为 3.66 亿元和 3.81 亿元，其中刚性债务分别为 2.90 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，公司刚性债务规模大幅增加。2020 年末及 2021 年 3 月末，公司本部的资产负债率分别为 29.18% 和 27.19%，负债经营程度保持在较低水平。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司本部分别实现营业收入 3.50 亿元和 1.39 亿元，分别占合并口径营业收入的 37.73% 和 40.38%，公司本部在合并范围内居于核心地位。同期净利润分别为 0.75 亿元和 1.26 亿元，经营性现金流量净额分别为 0.35 亿元和 0.07 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 2021 年 4 月末，该公司获得招商银行综合授信额度 2 亿元，目前均未使用。

**图表 27. 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）	2.00	2.00	无
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	0.00	0.00	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	0.00	0.00	无

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理（截至 2021 年 4 月末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

本评级报告跟踪的可转换公司债券转股期限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，在可转换公司债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回未转股的可转换公司债券。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款、回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任一种出现时，该公司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，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%）；（2）可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转换公司债券最后两个计息年度，如果该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全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转换公司债券存续期内，若本次可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化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。

本次可转换公司债券一旦转股情况不理想，相应会增加该公司本息支付压力，同时基于上述赎回和回购条款，本次可转换公司债券还可能面临存续期缩短的风险。

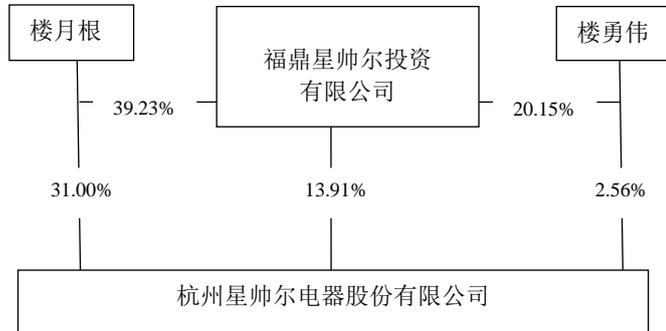
## 跟踪评级结论

该公司主要从事制冷压缩机配件、小家电温度控制器、电机和光伏组件的研发、生产和销售，产品不断丰富。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。受益于下游需求的增长以及新客户的开发，2020 年以来公司业务规模和收入均大幅提升。

随着业务规模的扩大及发行星帅转债，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，整体财务结构较稳健。

附录一：

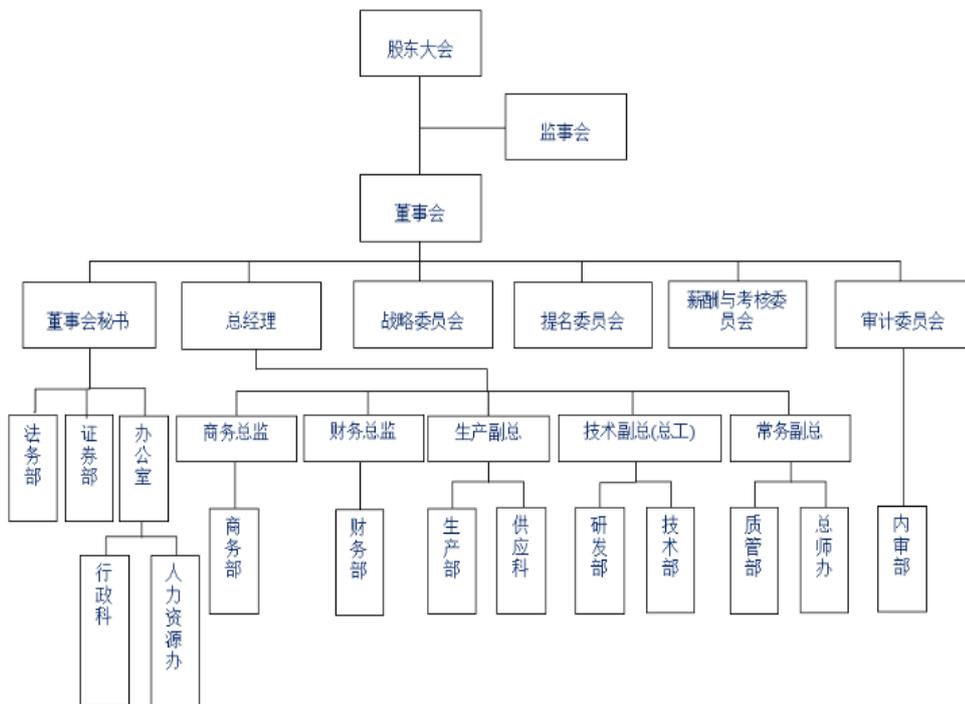
公司与实际控制人关系图



注：根据星帅尔提供的资料绘制（截至 2021 年 3 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 2021 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020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	2.83	8.88	3.50	0.75	3.34	1.15	
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	0.01	0.10	0.35	0.00	0.34	0.00	
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	0.11	1.12	0.91	0.13	0.05	0.18	
常熟新都安电器股份有限公司	新都安	控股子公司	85.00	生产及销售温度控制器	0.18	0.87	0.87	0.17	0.06	0.89	
浙江特种电机股份有限公司	浙特电机	全资子公司	100.00	生产及销售电机产品	0.16	3.66	3.70	0.12	0.43	0.28	
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	0.00	-0.02	0.30	-0.02	0.06	-0.01	
杭州星帅尔特种电机科技研究有限公司	电机研究公司	全资子公司	100.00	电机装置进行研发	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
黄山富乐新能源科技有限公司	富乐新能源	控股子公司 <sup>7</sup>	51.00	生产及销售光伏组件	--	0.04	1.20	-0.02	0.07	--	

注：根据星帅尔 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

<sup>7</sup> 2021 年 2 月，公司完成对富乐新能源 51% 股权的收购。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	8.96	13.65	16.64	18.51
货币资金 [亿元]	1.67	2.92	1.98	2.02
刚性债务[亿元]	0.57	0.62	3.13	3.35
所有者权益 [亿元]	7.41	11.07	10.47	11.05
营业收入[亿元]	4.09	7.08	9.27	3.44
净利润 [亿元]	1.01	1.94	1.10	0.50
EBITDA[亿元]	1.31	2.58	1.81	1.00
经营性现金净流入量[亿元]	0.93	1.89	0.95	-0.22
投资性现金净流入量[亿元]	-1.18	-0.24	-4.43	-0.11
资产负债率[%]	17.29	18.91	37.07	40.29
权益资本与刚性债务比率[%]	1293.01	1778.84	334.41	330.26
流动比率[%]	404.63	388.62	328.73	272.79
现金比率[%]	165.72	154.78	126.69	89.22
利息保障倍数[倍]	9508.21	--	7.74	12.44
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	215.60	169.26	187.37	--
毛利率[%]	39.68	31.21	26.15	25.88
营业利润率[%]	27.98	32.09	13.63	16.55
总资产报酬率[%]	13.45	20.04	9.45	--
净资产收益率[%]	14.38	20.95	10.24	--
净资产收益率*[%]	14.18	16.96	11.52	--
营业收入现金率[%]	100.07	73.40	71.97	68.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	61.96	96.56	31.32	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.22	79.90	-79.41	--
EBITDA/利息支出[倍]	10846.24	--	9.77	--
EBITDA/刚性债务[倍]	1.96	4.31	0.96	--

注：表中数据依据星帅尔经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	7
		盈利能力	9
		公司治理	5
	财务风险	财务政策风险	7
		会计政策与质量	1
		现金流状况	7
		负债结构与资产质量	2
		流动性	3
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		5	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			A <sup>+</sup>

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2019年8月5日	A <sup>+</sup> /稳定	吕品、鄂羽佳	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">家电行业信用评级方法(2018)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年5月27日	A <sup>+</sup> /稳定	吕品、丁大燕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">家电行业信用评级方法(2018)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月24日	A <sup>+</sup> /稳定	吕品、丁大燕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">家电行业信用评级方法(2018)</a>	-
债项评级 (星帅转债)	历史首次评级	2019年8月5日	A <sup>+</sup>	吕品、鄂羽佳	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">家电行业信用评级方法(2018)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年5月27日	A <sup>+</sup>	吕品、丁大燕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">家电行业信用评级方法(2018)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月24日	A <sup>+</sup>	吕品、丁大燕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">家电行业信用评级方法(2018)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。