



# 2020年苏州春秋电子科技股份有限公司可 转换公司债券2023年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2020年苏州春秋电子科技股份有限公司可转换公司债券2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
春秋转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：苏州春秋电子科技股份有限公司（以下简称“春秋电子”或“公司”，股票代码：603890.SH）在笔记本电脑结构件领域具有一定的技术积累及规模优势，客户资质仍较好，经营可持续性较好，股票质押和保证担保仍能为“春秋转债”（以下简称“本期债券”）偿付提供一定保障；同时中证鹏元也关注到，近年全球笔记本电脑出货量呈下跌趋势，且部分终端客户规划将产能转移出中国大陆，公司产能面临消化风险，客户集中度仍很高，下游客户对营运资金占用较大，存货、固定资产及应收账款存在减值风险，以及存在一定的汇率波动风险等。

## 评级日期

2023年6月2日

## 联系方式

**项目负责人：** 蒋晗  
 jianghan@cspengyuan.com

**项目组成员：** 李爱文  
 liaw@cspengyuan.com

**联系电话：** 0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	55.51	51.91	51.24	42.82
归母所有者权益	27.17	26.48	26.01	17.85
总债务	--	11.51	9.72	9.07
营业收入	6.95	38.45	39.90	35.82
净利润	-0.35	1.34	3.01	2.47
经营活动现金流净额	2.09	3.43	4.17	-0.11
净债务/EBITDA	--	1.51	0.47	0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	11.85	15.98	17.25
总债务/总资本	--	29.24%	26.47%	33.58%
FFO/净债务	--	46.86%	173.67%	99.27%
EBITDA 利润率	--	11.67%	13.53%	14.26%
总资产回报率	--	4.10%	8.23%	8.80%
速动比率	1.18	0.92	1.10	0.99
现金短期债务比	1.46	0.65	1.13	0.86
销售毛利率	13.93%	16.95%	15.79%	18.05%
资产负债率	48.67%	46.32%	47.29%	58.12%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司具有一定技术实力。**公司作为具备一体化服务能力的笔记本电脑结构件厂商，在精密模具设计制造、快速响应等方面具有一定竞争力，产品品质和专业服务获得联想、三星、华勤等全球主要笔记本电脑品牌商及代工厂认可；2022年公司重点在金属冲压、镁铝件等新兴高附加值产品上加大研发并取得一定成果。
- **公司保持一定规模优势，客户资质仍较好。**公司近年积极扩张产能，目前在同行业内资厂商中拥有排名靠前的产能规模及市场占有率，已投产的铝镁合金件、冲压金属件等附加值较高的金属结构件产能规模较大，并与联想、三星、戴尔等全球主流笔记本电脑品牌保持良好合作关系，2022年公司在笔记本电脑结构件行业的市占率<sup>1</sup>约为 8.73%，同比实现小幅提升。
- **股票质押和保证担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。**公司实际控制人薛革文以其合法拥有的公司 3,640 万股股票作为质押资产为本期债券提供质押担保，且薛革文为本期债券提供连带保证责任，仍可为本期债券偿付提供一定保障。

## 关注

- **全球笔记本电脑出货量下滑，且部分终端厂商正推动产能转移出中国大陆，公司业绩受到较大不利影响。**2022 年全球笔记本电脑出货量同比下降 19%，且部分外国笔记本电脑品牌将部分产能转移至东南亚等地，2022 年多数相关结构件厂商业绩表现不佳；公司 2022 年结构件产能利用率及营业收入均下滑，2023 年第一季度净利润转亏。当前全球笔记本出货量仍呈下跌趋势，预计公司结构件产能继续存在一定的消化风险，业绩亦将持续承压。
- **公司存货及固定资产存在减值风险，面临一定的业绩压力。**截至 2022 年末公司存货占资产比重较大，且存货以库存商品、发出商品为主，2022 年共形成 0.40 亿元存货跌价损失，当前下游需求仍低迷，公司存货存在滞销风险；此外公司固定资产规模较大，2022 年末尚有一定规模的笔记本电脑结构件在建工程，考虑到当前公司产能利用率较低且尚无回升迹象，固定资产及在建工程存在减值风险。
- **公司客户集中度很高，营运效率较低，且外销占比大，面临较大汇率波动风险。**2022 年公司前五大客户销售金额占比继续超过 80%，且下游主要客户均为大型笔记本电脑代工厂，公司议价能力偏弱，应收账款回款较慢，且对业务稳定性不利；此外 2022 年公司外销收入占比约 86%，当年因汇率波动管控不力，形成了较大规模的外汇期权投资损失。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为在笔记本电脑结构件领域具有一定的规模优势，且客户资质较好，业务持续性较好。

## 同业比较（单位：亿元、天）

指标	巨腾国际	胜利精密	春秋电子	英力股份	通达宏泰
资产总计	125.79	85.50	51.91	21.07	1.30
资产负债率（%）	47.55	50.04	46.32	44.88	238.97
营业收入	73.18	41.23	38.45	13.72	1.33
销售毛利率（%）	5.62	8.54	16.95	7.06	-75.68
净利润	0.52	-2.49	1.34	-0.29	-2.05
净营业周期	207.88	37.07	89.11	120.01	310.05

<sup>1</sup> 市占率=公司笔记本电脑结构件销售套数/全球笔记本电脑约出货量。

注：（1）上表均为 2022 年合并报表数据，其中通达宏泰、巨腾国际财务指标的币种已转换为人民币；（2）胜利精密指苏州胜利精密制造科技股份有限公司（002426.SZ），英力股份指安徽英力电子科技股份有限公司（300956.SZ），通达宏泰指通达宏泰控股有限公司（2363.HK），巨腾国际指巨腾国际控股有限公司（3336.HK）。

资料来源：wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

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

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

## 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/春 23 转债	2022-6-1	蒋晗、罗力	<a href="#">技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2021V1.0）</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-/春秋转债	2019-8-20	刘惠琼、刘诗华	<a href="#">公司债券评级方法（py_ff_2017V1.0）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
春秋转债	2.40	1.78	2022-6-7	2026-04-13

## 一、跟踪评级原因

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

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年4月发行6年期2.40亿元可转换公司债券（以下简称“春秋转债”或“本期债券”），募集资金扣除发行费用后拟1.70亿元用于年产3,000万件消费电子精密金属构件生产线及200套精密模具智能产线项目（一期），0.70亿元用于补充流动资金。

根据公司公告，公司存放于本期债券募集资金专户的募集资金已经按照相关规定支取使用完毕，募集资金专户已注销。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更，受“春秋转债”转股及公司回购注销部分限制性股票，总股本有小幅变动。截至2023年3月末，公司总股本（实收资本）、注册资本均为43,903.90万元，公司控股股东及实际控制人薛革文直接持有公司32.89%股份，并通过鑫绰鑫融7号私募证券投资基金间接持有公司0.58%的股份。

跟踪期内，公司仍主要从事消费电子产品结构件模组及相关精密模具的研发、设计、生产和销售，产品主要应用于笔记本电脑等消费电子领域。为拓展通讯电子业务，公司收购东莞英脉通信技术有限公司（以下简称“东莞英脉”），除此之外，2022年至2023年3月末公司纳入合并范围的一级子公司未发生变更。截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共12家，具体如附录四所示。

**表1 2022年新纳入公司合并范围的一级子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
东莞英脉通信技术有限公司	8,000.00	64.25%	通讯电子	收购

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指

标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

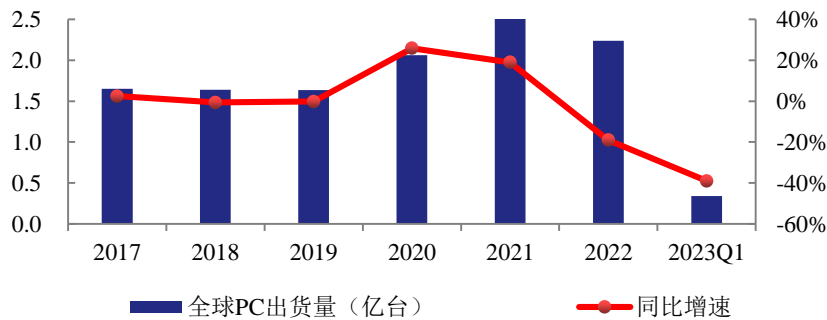
政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

**2022年以来全球笔电出货量显著下跌，且跌势预计短期内将持续；受贸易摩擦和地缘政治影响，部分笔电品牌将产能逐步转移至东南亚等地，国内笔记本电脑结构件产能消化压力较大，2022年多数厂商业绩表现不佳；未来具备资金实力及金属结构件产能、良率优势的厂商业绩韧性预计更强**

2022年以来全球笔电出货量显著下跌，预计跌势持续。2020-2021年受益于在线办公、远程教育等驱动，全球笔电出货量呈持续增长状态，但随着时间推移，个人电脑销售热潮亦有所减退，2022年笔电出货量整体大幅下滑。2022年全球笔电出货量2.238亿台，较2021年下降了19%。根据 TrendForce 的报告，2023 年第一季度全球笔电出货量约3,390万台，环比减少 13%、同比减少 39%，且受经济疲软持续影响消费市场信心，拖累渠道笔电整机去化进度等影响，预计2023年全球笔电出货量将继续下降11%左右。

**图1 2022年以来全球笔电出货量显著下跌且跌势预计持续**


资料来源：IDC等，中证鹏元整理

部分外国笔电品牌逐步将部分产能向东南亚等地转移，国内结构件产能预计面临消化风险。我国是全球重要的笔电制造基地，全球80%的笔电均在中国生产，根据Canalys数据，戴尔和惠普的笔电和台式电脑大部分组装在江苏昆山和重庆进行。近年随着中美贸易摩擦加剧，戴尔和惠普等外国笔电品牌将部分产能移往东南亚等其他国家和地区。以戴尔两大主力代工厂仁宝和纬创为例，仁宝在2022年底宣布斥资6,000万美元，在越南太平省连河泰工业区成立越南新厂，土地面积为40多公顷；而纬创也在扩大在中国台湾、越南两地的笔记本生产线，预计到2025年产能合计占比将提升至40%。为契合主要客户产能转移规划，春秋电子于2020年、英力股份于2022年均公告在越南投资设立新生产基地，以满足境外客户的订单需求，但前述笔电结构件厂商当前的海外经营规模仍很小。未来随着笔电产能转移不断推进，国内笔电结构件产能将面临消化风险，市场竞争将进一步加剧。

近年笔电结构件存在较明确的金属化趋势，具备金属结构件产能及良率优势的厂商业绩韧性预计更强。在存量市场背景下，消费者对产品的质感和美观性愈发看重，笔电轻薄化和性能不断提升，下游对结构件的材料性能要求越来越高，因此近年来笔电结构件材料不断迭代。整体看，相对于塑胶结构件，金属结构件具有质量轻、外观轻薄美观、强度高、散热性强等特点，金属化成为当今笔记本电脑外壳的发展趋势。此外在金属件的发展上，由于镁合金质量较铝合金更轻，近年在高端机型市场上呈现由铝合金向镁合金发展的趋势。与塑胶件相比，当前笔电金属件的毛利率水平相对更高，但笔电金属结构件对生产设备要求较高，企业需投入较大资本开支购买CNC设备，且笔电金属件对生产工艺的要求更高，各笔电结构件厂商须形成独自的Know-How以提升金属件生产良率，因此在笔电结构件领域具有产能及良率优势的企业，业绩表现预计更有韧性。

**表2 笔电外壳主要材质对比**

材质	优点	缺点	应用范围
工程塑料	成本较低、易于加工	质量重、不易散热	中低端
铝镁合金	强度高、质量轻、散热好、外观可塑性强	成本较高、易划伤、可通过阳极处理工艺表面加硬	中高端
镁锂合金	超轻合金、可常温塑性加工成型	成本高、易燃性	高端



碳纤维

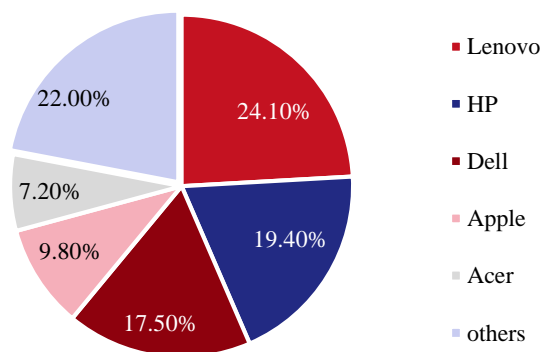
易于散热、韧性可靠、轻便

成本高

高端

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

笔电产业链分工高度专业化，终端品牌市场集中度较高，带动笔电产业链各环节不断走向整合。笔电制造行业经历了从制造模式到代工制造模式，再到完全代工模式的发展历程，形成了高度专业化的产业链分工；其中上游为各类原料及电子部件厂商；中游主要为组装代工厂，主要承担综合制造商的角色；下游则为笔电品牌商。从产业链竞争格局看，目前笔电行业集中度很高，惠普、联想、戴尔等前 8 家品牌厂商的市占率长期接近甚至超过 90%。依托较高的市场份额，头部笔电品牌商不断强化对上游供应链的控制能力，包括建立严格的供应商准入体系等，产业链各环节不断走向整合，以笔电代工厂为例，根据Counterpoint数据，2021年度全球笔电市场以出货量计排名前五代工厂分别为广达、仁宝、纬创、英业达与和硕，合计市场占有率约为83%。

**图 2 2022 年笔电终端品牌 CR5 达 78%**


资料来源：Gartner，中证鹏元整理

笔电结构件产业链地位偏低，结构件厂商定价能力偏弱，具备资金实力及产能优势的结构件厂商更具竞争优势。在目前的笔电价值链体系下，笔电结构件产业链话语权不高，所获取价值分配比例较低，表现在行业内企业的客户集中度很高、销售毛利率较低，下游对资金占用程度较高等，因此一旦主要客户市场地位下滑或改变采购策略，笔电结构件厂商将面临重大的经营风险。目前，笔电结构件模组行业中较大的企业可以分为内资企业和台资企业两大类；其中台湾可成科技（2474.TW）、巨腾国际（3336.HK）是全球主要的笔电结构件厂商，内资企业主要有春秋电子（603890.SH）、英力股份（300956.SZ）和胜利精密（002426.SZ）等。台资企业由于较早来中国大陆投资设厂而具有一定的先发优势，而近年部分内资企业抓住行业快速发展的契机，通过参与高层级客户的新产品研发过程，并与终端品牌客户建立战略合作关系，从而取得了一定的竞争优势和较大的市场份额。整体上，行业中资金足、产能大、研发能力强的优势厂商往往会有持续不断的订单需求，同时随着业务扩张，客户群体也将随之增加，自身综合实力也将得到不断的提高。

受笔电行业景气下行影响，2022年多数笔电结构件厂商业绩表现不佳，近年部分厂商开始布局多元化，需关注多元化失败风险。2022年以来，受笔电出货量显著下跌影响，笔电结构件厂商订单减少，产

能消化面临压力，2022年多家笔电结构件上市公司营业收入出现下降，利润表现较差。在笔电步入存量市场，且出货量预期持续下滑背景下，较多笔电结构件厂商谋划多元化发展。中证鹏元注意到，部分笔电厂商以非相关多元化为主，多元化业绩表现较差，如笔电结构件行业中较早布局多元化的胜利精密（002426.SZ），其早期投资的3D盖板玻璃业务已产生较大规模亏损，2022年其又布局复合铜箔赛道，当前尚处于投入阶段，多元化业绩不确定性较大。

**表3 2022年多数笔电结构件厂商业绩表现不佳（单位：亿元）**

公司名称	营业收入	营收同比	净利润	净利润同比	多元化方向
春秋电子	38.45	-3.65%	1.34	-55.25%	汽车电子、通讯
英力股份	13.72	-18.78%	-0.29	-146.09%，转亏	光伏电池组件
胜利精密	41.23	-17.62%	-2.49	-741.03%	复合铜箔
通达宏泰	1.51	-59.39%	-2.31	-	-
巨腾国际	82.56	-26.83%	0.58	0.10%	-

注：以上财务数据均为2022年度数据，通达宏泰（2363.HK）、巨腾国际（3336.HK）币种为港币。

资料来源：wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司拥有排名较前的笔电结构件产能及市场占有率，且铝镁合金件、冲压金属件等附加值较高的金属结构件产能规模较大，具备较完善的生产制程，已建立以市场为导向的快速反应机制，继续与包括联宝集团、三星在内的重点客户保持较好合作，客户资质仍较好，但受笔电行业需求下降影响，2022年营业收入有所下降；部分终端客户规划将产能转移出中国大陆，使得公司未来面临一定的业绩压力

跟踪期内，公司收入及毛利润仍主要来自笔电结构件模组业务，但2022年以来受订单显著下降影响，笔电结构件模组业务收入同比下降12.70%，但受益于人民币兑美元贬值，2022年销售毛利率小幅提升。2022年公司收购主营无源光网络、移动终端设备等通讯电子业务的东莞英脉，该子公司一定程度丰富了公司的收入来源，但业务盈利能力仍较弱。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
结构件模组	-	-	-	32.00	83.22	18.92	36.65	91.85	15.12
模具	-	-	-	2.47	6.41	7.16	2.81	7.03	16.92
通讯电子	-	-	-	3.36	8.73	7.98	0.00	0.00	0.00
其他业务	-	-	-	0.63	1.64	2.70	0.45	1.12	63.21
<b>合计</b>	<b>6.95</b>	<b>100.00</b>	<b>13.93</b>	<b>38.45</b>	<b>100.00</b>	<b>16.95</b>	<b>39.90</b>	<b>100.00</b>	<b>15.79</b>

注：“-”为公司未提供数据。

资料来源：公司2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司与重点客户继续保持较好合作关系，2022年市占率小幅提升，但客户集中度仍很高，受全球笔电出货量下滑影响，公司订单显著下降并导致当年业绩下滑，未来笔电结构件订单回暖尚存在不确定性；此外公司外销占比高，面临较大的汇率波动风险

公司销售模式维持稳定，笔电结构件市占率小幅提升，但受下游需求下滑影响，2022年订单显著下滑，当前全球笔电市场景气仍然低迷，公司笔电结构件业务预计短期内将持续承压。跟踪期内，公司仍采取直接销售的模式，与客户签订年度框架销售合同，约定产品的质量标准、交货及结算方式等条款，在合同有效期内由客户按需向公司发出具体订单，并约定具体产品规格型号、销售价格、数量等。根据公司提供的数据，以TrendForce公布的2022年全球笔记本电脑约出货量（1.896亿台）估算，2022年公司笔记本电脑结构件销量6,617.95万件（按四件折合一套，共1,654.49万套），约占2022年笔记本电脑结构件市场份额的8.73%，市占率同比小幅提升。但受当年全球笔电出货量整体大幅下滑，2022年公司笔电结构件订单显著下降，产品销量同比下降18.77%，与当年全球笔电出货量跌幅基本一致。当前全球笔电出货量跌势预计短期内仍将持续，公司笔电结构件订单回暖尚存在不确定性。

**表5 公司结构件产品销售情况**

产品名称	项目名称	2022年	2021年
PC 及智能终端结构件	销量（万件）	6,617.95	8,147.56
	产销率	83.40%	94.17%
模具	销量（套）	1,238	1,244
	产销率	76.37%	102.47%

资料来源：公司提供

公司客户资质较好但集中度仍很高，对业务稳定性不利，且需关注部分终端客户产能转移对公司订单持续性的影响。公司主要客户包括联宝集团、仁宝、纬创等全球知名的笔电代工厂，产品最终服务包括联想、戴尔、三星等全球主流笔电品牌，客户资质整体较好。2022年公司积极培育新客户，当年来自华勤的订单开始逐步放量，子公司南昌春秋电子科技有限公司（以下简称“南昌春秋”）营业收入同比增长307.85%至1.32亿元。受下游笔电代工行业集中度高影响，近年公司客户集中度维持在很高水平，2022年合并东莞英脉后前五大客户销售占比下降至84.30%，但当年向第一大客户联宝集团的销售收入占比仍达59.97%。此外，中证鹏元注意到，近年受贸易摩擦等影响，公司部分终端客户戴尔、惠普等规划将部分产能转移至东南亚等地，未来公司来自仁宝、纬创等代工厂的订单规模将受到不利影响。

公司外销占比高，存在较大的汇率波动风险，2022年因汇率波动管控不力，形成了较大规模的外汇期权投资损失。公司主要客户均位于保税区内，公司外销收入全部来自向境内保税区客户的销售收入，2022年公司外销收入占比为86.47%。公司订单从签订销售合同到确认收入的时间较长，订单执行期间的汇率波动对公司销售毛利率有较大影响。此外，由于公司以美元结算的外销收入收款期较长，且以美元结算销售占比大幅高于以美元结算采购占比，因此公司亦存在较大规模的外币应收款项风险敞口。跟踪期内，公司仍通过远期结售汇、外汇期权等方式管控汇率波动风险，2022年受益于人民币兑美元整体呈

贬值走势，公司形成汇兑收益3,024.85万元。同时中证鹏元注意到，因2022年前三季度人民币贬值超预期，而公司将较高比例的外币收入通过外汇期权提前锁定了汇率，导致当期形成了6,816.54万元处置衍生金融工具投资损失和1,262.72万元衍生金融工具产生的公允价值变动损失。

**跟踪期内，公司维持较高的研发投入，并重点在金属冲压、镁铝件等新兴高附加值产品上加大研发，汽车电子结构件业务取得一定研究进展，但当前尚处于业务发展初期，未来业务发展情况仍需进一步观察**

2022年公司保持较高研发强度，研发方向聚焦金属冲压、镁铝件等新兴高附加值产品。2022年公司共投入研发费用1.67亿元，占营业收入的比重为4.34%。2022年公司持续增大在金属冲压、镁铝件以及碳纤维等新兴高附加值产品上的研发和投入，完成了基于一种用于笔记本电脑金属壳体自动上料加热埋入生产及取放装置的研发、基于一种克服5G模块变形的特殊工艺治具的研发、基于一种笔记本电脑外观加纳米成型（金属件包胶阳极）的研发等10个研发项目，对精密模具制造装备、金属加工制造、注塑成型等核心技术进行了完善、升级，并形成具有行业特性的专属解决方案。在精密模具方面，2022年以来公司聚焦能够提供生产效率的“一模多腔”模具制备技术，以及提升制备精度的超精加工，使模具专业化和标准化程度进一步提高，缩短精密模具的制造周期，提高模具质量和降低模具制造成本。

公司在汽车电子结构件领域继续布局研发，为新业务拓展奠定技术基础，但该业务当前尚处于发展前期，未来业务发展情况仍需进一步观察。2022年公司依托自身在镁铝合金材料应用方面积累的经验和技 术，在新能源汽车的轻量化发展趋势中，通过自身研发并掌握的半固态射出成型技术，以车载屏幕为切入点进入到新能源汽车的零部件供应链，目前以二级供应商身份向部分客户供货。中证鹏元注意到，公司汽车电子结构件业务尚处于发展初期，相关经验及技术尚需进一步升级、积累，未来该业务能否继续实现技术突破、并获得客户订单，尚存在一定不确定性。

**跟踪期内，公司笔电结构件产能继续增长，其中铝镁合金件、冲压金属件等附加值较高的金属结构件产能规模较大，但产能利用率大幅下跌，且估计短期内跌势将会持续；为配合下游终端客户产能转移，公司在越南投资较大规模的笔电结构件产能，未来能否顺利投产并消化产能尚存在不确定性**

公司在国内笔电代工厂最为集聚的地区建成了多个生产基地，具有一定的快速响应优势，但受订单下滑影响，2022年部分生产基地业绩表现较差。公司的生产模式仍以“定制化生产”和“以销定产”为特点，为适应笔记本电脑产品更新换代较快的需求，公司在笔记本电脑代工厂较为集聚的昆山、合肥等地区布局多个生产基地，截至2022年末公司已建成公司本部、上海崑泓、合肥经纬电子科技有限公司（以下简称“合肥经纬”）、合肥博大精密科技有限公司（以下简称“合肥博大”）、南昌春秋以及合肥精深等主要生产基地，各个生产基地布局不同类型的结构件产能。此外，为配合昆山纬创将产能转移至四川成都，公司将本部生产基地改造为研发基地，并逐步扩大重庆基地规模，当前重庆基地尚处于投产爬坡阶段。截至2022年末，公司主要生产基地情况如下表所示。2022年度，受订单下滑导致产能利用

率较低影响，公司多个生产基地营收及利润表现较差，但受益于公司在金属结构件领域的技术水平较高、订单盈利能力较强，主营金属冲压件、铝镁合金件的合肥博大、合肥精深两个生产基地盈利表现尚可。

**表6 2022年度公司主要生产基地经营情况（单位：亿元）**

负责主	地址	核心产能	投产时间	营收	同比	净利润	同比
公司本部	昆山张浦镇	塑胶结构件及配套模具	2018年下半年 <sup>2</sup>	9.37	-35.67%	-0.02	-822.55%
上海崑泓	上海浦东	商业模具（家电、汽车）	2012年	0.91	-2.15%	0.22	320.00%
合肥经纬	合肥经开区	塑胶结构件	2014年	18.39	-4.32%	1.32	-40.27%
合肥博大	合肥庐江	金属冲压结构件	2019年9月	8.91	22.73%	1.06	30.86%
合肥精深	合肥庐江	镁合金结构件、汽车电子结构件	2022年1月	4.05	-	0.56	-
南昌春秋	南昌	塑胶、金属结构件	2021年	1.32	307.85%	-0.74	-342.07%

资料来源：公司提供

公司产能规模继续增长，但产能利用率表现不佳，固定资产折旧摊销对当年利润水平形成了明显侵蚀，此外受中美贸易摩擦影响，部分品牌客户将订单移往东南亚等其他国家和地区，未来公司笔电结构件产能释放压力尚存。2022年随着合肥精深逐步投产，以及公司为配合下游客户华勤的订单需求而投资建设的南昌春秋产能全面投产，公司产能规模同比增长42.54%。但受下游订单下滑影响，当年产能利用率仅为58.78%。

**表7 公司 2022年度结构件产能及产能利用情况（单位：万件）**

年度	年产能	年产量	产能利用率
2022年	13,500.00	7,934.90	58.78%
其中：合肥博大（冲压金属件主要生产基地）	1,900.00	1,108.05	58.32%
合肥精深（铝镁合金件主要生产基地）	1,657.00	761.11	45.93%
合肥经纬	4,150.00	3,110.00	74.94%
2021年	9,470.96	8,651.75	91.35%

资料来源：公司提供

公司在建结构件产能规模较大，存在产能消化风险，且须关注海外经营风险。截至2023年3月末，公司主要在建项目为2021年定增募投项目、本期债券募投项目以及越南子公司扩产项目等，主要在建项目计划总投资15.76亿元，累计已投资10.48亿元；项目建成投产后，公司将新增较多笔记本电脑结构件及汽车电子结构件产能。其中，为配合重要客户三星将组装产能由昆山转移至越南，公司在越南投资了较大规模的笔记本结构件产能，该项目预计将于2023年6月开始试产，未来随着戴尔、惠普等终端客户的组装产能向东南亚转移，越南子公司的投资规模可能将继续增长。中证鹏元注意到，笔记本电脑已逐步进入存量市场，且公司目前暂无大规模量产经验的汽车电子结构件项目投资规模较大，主要在建项目建成后公司固定资产及折旧规模将大幅增加，若项目达产后市场需求不及预期，将存在新增产能不能完

<sup>2</sup> 公司本部曾经搬迁，新厂于2018年下半年投产。

全消化进而影响项目效益、以及因折旧大幅增加而导致盈利下滑的风险；此外考虑到越南的政策、法律、文化环境等与国内存在较大差异，且公司缺少海外经营经验，未来越南子公司的经营情况和预期收益存在一定的不确定性。

**表8 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计新增产能	总投资	已投资	实施主体	建设进度
合肥精深一期工程	年产 2,000 万件 PC 镁铝结构件及年产 500 万套汽车电子镁铝结构件	6.50	4.9	合肥精深	已部分投产
年产 1,000 万套精密结构件项目（定增）	年产 1,000 万套精密结构件	6.76	4.5	南昌春秋	已部分投产
越南工业园项目	年产金属件 325 万套、塑胶件 450 万套	2.50	1.08	--	2023 年 6 月末试产
<b>合计</b>	--	<b>15.76</b>	<b>10.48</b>	--	

资料来源：公司提供

**跟踪期内，公司采购议价能力仍相对较弱，部分主要原料采购价格明显上涨，公司面临一定的成本管控压力，且受客户提货放缓等影响，经营效率同比进一步弱化**

跟踪期内公司仍主要采取“以产定购”为主、部分通用材料合理备料为辅的采购模式。2022年公司原材料采购结构较为稳定，主要原材料为塑胶原料、金属材料、电子件（触控板、喇叭、指纹锁等）、薄膜及模切材料等；2022年笔电结构件业务直接材料占成本比重为56.18%，占比较上年有所下降，主要系产品结构变动所致。

公司供应商集中度不高，但对供应商的议价能力较弱。2022年前五大供应商采购占比为14.25%。此外，为满足联想、三星等主要客户对产品的特殊质量要求，并与重要客户保持长期稳定的合作关系，公司塑胶粒子、电子件等核心原材料需从客户采购体系中选择供应商，其中多数核心原材料的可选供应商数量较少，采购价格以下游客户提供的指导价为基础，由公司与供应商根据产品质量、交付效率等因素进行采购价格谈判，整体上公司对该部分供应商的议价能力较弱。当原材料价格波动时，公司会通过定期与客户协商调整销售定价，但下游对销售价格的调整存在一定时滞、且因市场竞争等影响调价幅度可能无法全部覆盖原材料价格的波动，原材料价格上涨对公司成本管控提出了较高要求。

部分主要原料价格上涨给公司带来了一定的成本管控压力。2022年石油价格持续攀升，铝、铜等大宗商品价格保持在高位运行，公司塑胶原料、模切材料及铝板等主要原材料采购价格同比明显上涨，且公司将原料价格波动向下游传导的能力较弱，原料价格波动对公司利润水平造成了不利影响。

跟踪期内，公司与供应商的结算政策维持稳定。供应商通常给予公司一定信用账期，结算周期在月结90-120天之间。此外，公司向第一大客户联想销售的部分结构件模组需嵌入价值较高的触控板等电子件，由于触控板等电子件供应商较少且仅向大型企业供货，公司需向联想采购电子件。公司向联想的电

子件采购金额较大，且结算周期总体上短于公司与下游客户的销售周期，对公司营运资金形成了一定占用。

受存货周转效率下降影响，2022年公司营运效率有所弱化。2022年下游笔电行业出货量显著下滑，客户提货速度放缓，公司存货周转效率同比有所下降。2022年公司应付账款周转天数有所下降，公司对上游的占款能力有所弱化。综合影响下公司净营业周期上升至3个月左右，资金营运效率有所下降。

**表9 公司营运效率指标（单位：天）**

项目	2022年	2021年
净营业周期	89.11	70.85
存货周转天数	88.65	79.69
应收账款周转天数	120.57	125.37
应付账款周转天数	120.11	134.21

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、财务分析

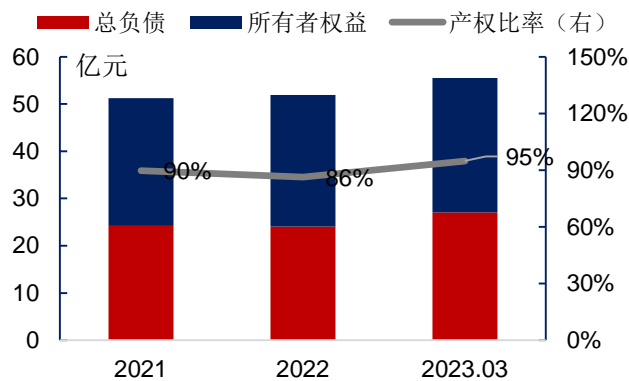
### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2020年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年至2023年3月末，公司收购一级子公司东莞英脉通信技术有限公司（以下简称“东莞英脉”），除此之外，公司纳入合并范围的一级子公司未发生变更。截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共12家，具体如附录四所示。

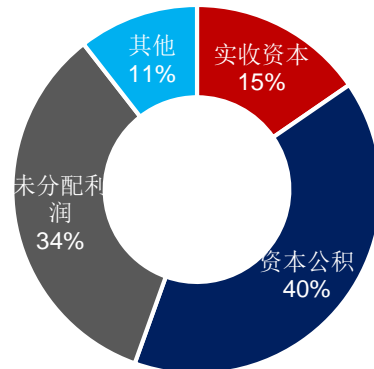
### 资本实力与资产质量

**跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产仍以固定资产、应收账款及存货为主，应收账款对营运资金占用较大，存货及固定资产存在减值风险**

跟踪期内，随着“春23转债”发行，公司所有者权益及负债均小幅增长，综合影响下，2023年3月末公司产权比率上升至约95%，净资产对负债的保障程度小幅下降。

**图3 公司资本结构**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图4 2023年3月末公司所有者权益构成**


注：上图中的资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产仍以固定资产、存货及应收账款为主。截至2022年末，公司共有6.07亿元资产使用受限，占当期末资产总额的比重为11.69%，具体包括0.66亿元用作贷款及汇票等保证金的货币资金，3.90亿元用于质押用于借款的应收账款，0.37亿元已背书或贴现的应收票据，0.99亿元抵押用于借款的固定资产等。

流动资产方面，公司应收账款占资产比重整体较高，对营运资金占用大，2022年末账龄1年以内的应收账款余额占比超99%，2022年公司订单呈逐季下降趋势，因此2022年末公司应收账款规模同比明显下降。2022年受笔电行业景气较差影响，客户提货速度放缓，存货周转效率同比有所下降，期末库存商品占比有所增加，存货跌价风险加大，2022年公司共计提存货跌价损失0.40亿元，对当年盈利造成较大不利影响。目前公司存货规模仍较大，且下游需求仍较低迷，存货尚存在一定的跌价风险。2023年3月末公司货币资金规模较大，主要系“春23转债”成功发行所致。

非流动资产方面，公司固定资产占总资产比重大，主要由房屋建筑物、机器设备构成，2022年随着南昌春秋、合肥精深生产基地全面建成投产，固定资产规模同比有所增长。2022年末公司在建工程主要为待安装机器设备及越南工业园项目开发成本。未来随着在建工程投入使用，公司固定资产规模将进一步增长。考虑到当前笔电出货量持续低迷，公司固定资产折旧摊销压力较大，且存在一定的减值风险。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.57	19.05%	4.63	8.92%	6.80	13.26%
应收账款	9.32	16.79%	12.03	23.17%	13.72	26.78%
存货	8.03	14.47%	8.05	15.50%	7.68	14.98%
<b>流动资产合计</b>	<b>29.96</b>	<b>53.97%</b>	<b>26.74</b>	<b>51.51%</b>	<b>30.23</b>	<b>59.00%</b>



固定资产	19.93	35.91%	19.83	38.21%	13.50	26.34%
在建工程	2.38	4.29%	1.62	3.12%	3.44	6.72%
<b>非流动资产合计</b>	<b>25.55</b>	<b>46.03%</b>	<b>25.17</b>	<b>48.49%</b>	<b>21.01</b>	<b>41.00%</b>
<b>资产总计</b>	<b>55.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.24</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

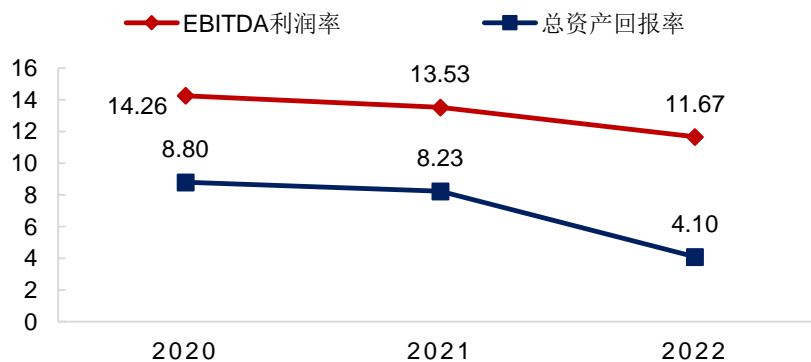
## 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅下降，盈利能力下滑，受下游需求低迷影响，短期内业绩预计持续承压

跟踪期内，公司收入小幅下降，盈利能力下滑。2022年全球笔电出货量显著下降，受此影响公司订单大幅减少，公司笔电结构件收入下降12.70%至32.00亿元，2022年公司收购东莞英脉并形成3.36亿元通讯电子收入，对当年收入来源形成了补充。公司外销收入占比高，受益于人民币兑美元贬值，2022年销售毛利率整体小幅上升。但值得注意的是，因2022年前三季度人民币贬值超预期，而公司将较高比例的外币收入通过外汇期权提前锁定了汇率，导致当期形成了6,816.54万元处置衍生金融工具投资损失和1,262.72万元衍生金融工具产生的公允价值变动损失，对公司当期盈利能力形成了较大不利影响。综合影响下，公司总资产回报率和EBITDA利润率均呈下降态势。

公司短期内业绩预计持续承压。2023年第一季度全球笔电出货量继续下跌，受此影响公司2023年第一季度营业收入下降24.75%；此外因为产能利用率较低，南昌春秋等新投产子公司的折旧摊销规模较大，对利润水平形成了较大侵蚀，当期净利润为亏损0.30亿元。考虑到短期内笔电结构件需求暂无明显恢复迹象，公司产能释放压力尚存，且较大规模的存货仍将给公司带来一定的跌价风险。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司债务规模有所增长，现金生成能力有所弱化，未来杠杆水平可能抬升

跟踪期内，公司负债总额有所增长，负债仍以流动负债为主，随着“春23转债”发行，刚性债务规模有所增长，但债务期限结构得到优化，短期债务占比有所下降。

公司刚性债务以银行借款及应付债券为主，2022年总债务规模有所增长。2022年末公司短期借款以保证借款、质押借款和抵押借款为主，其中抵押物为公司自有房产，质押物为应收账款。2023年3月末应付债券为公司发行的两期可转债。

经营负债方面，公司应付账款以应付材料款、委外加工费为主。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.32	23.38%	7.55	31.39%	6.87	28.37%
应付账款	9.08	33.61%	9.54	39.67%	11.77	48.57%
一年内到期的非流动负债	0.86	3.18%	0.91	3.79%	0.37	1.53%
<b>流动负债合计</b>	<b>18.58</b>	<b>68.75%</b>	<b>20.21</b>	<b>84.06%</b>	<b>20.51</b>	<b>84.62%</b>
长期借款	0.58	2.16%	0.58	2.43%	0.70	2.88%
应付债券	6.31	23.37%	1.67	6.96%	1.58	6.52%
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.44</b>	<b>31.25%</b>	<b>3.83</b>	<b>15.94%</b>	<b>3.73</b>	<b>15.38%</b>
<b>负债合计</b>	<b>27.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.23</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	-	-	11.51	47.89%	9.72	40.13%
其中：短期债务	7.70	28.50%	8.91	37.04%	7.28	30.03%
长期债务	-	-	2.61	10.85%	2.45	10.10%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司现金生成能力有所弱化。2022年以来公司经营规模有所收缩，经营活动净现金流同比有所下降，且受利润规模下降影响，FFO同比有所下滑。

公司业绩持续承压，杠杆水平将有所抬升。随着“春23转债”发行，截至2023年3月末，公司资产负债率小幅上升至48.67%。公司债务规模仍相对可控，EBITDA利息保障倍数表现较好。近年公司资本支出规模较大，且目前公司尚有一定的在建项目，自由现金流/净债务指标能更好地体现杠杆比率波动性。当前笔电行业出货量仍表现低迷，公司业绩预计持续承压，FFO规模可能将有所下降，而公司总债务预计仍将保持一定规模，综合影响下，未来公司FFO/净债务预计将有所下降，杠杆水平将有所抬升。

**表12 公司现金流及杠杆状况指标**

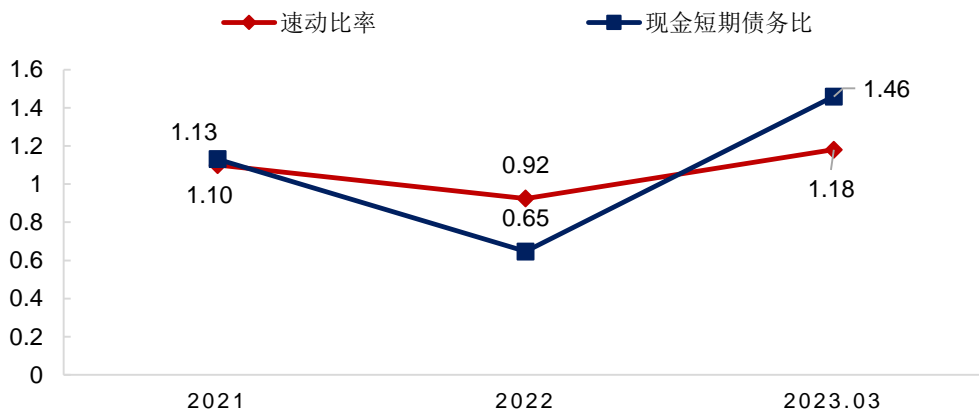
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	2.09	3.43	4.17
FFO（亿元）	--	3.17	4.41
资产负债率	48.67%	46.32%	47.29%
净债务/EBITDA	--	1.51	0.47

EBITDA 利息保障倍数	--	11.85	15.98
总债务/总资本	33.88%	29.24%	26.47%
FFO/净债务	--	46.86%	173.67%
经营活动现金流/净债务	58.69%	50.74%	164.13%
自由活动现金流/净债务	53.63%	-23.48%	-156.97%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性表现尚可。截至2023年3月末，公司速动比率和现金短期债务比均大于1，其中受益于“春23转债”发行，公司货币资金增加，现金短期债务比表现好转。此外，公司主要客户资质较好，随着公司应收账款逐步回款，速动比率亦小幅提升。根据公司提供的资料，截至2022年末，公司共获得银行授信9.24亿元，未使用授信7.40亿元，备用流动性规模尚可，但同期公司有一定规模的受限资产，整体上公司融资弹性一般。

图 5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

公司面临一定的合规压力。根据公司 2023 年 5 月 19 日出具的《苏州春秋电子科技股份有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚及因废弃物排放而受到政府部门处罚。根据公司 2022 年年度报告，公司本部及合肥经纬被纳入土壤环境重点排污单位名录，合肥博大被纳入土壤环境重点排污单位名录、大气环境重点排污单位名录和水环境重点排污单位名录。

## 社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

## 公司治理

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近年公司管理层保持稳定，董事长、总经理均由公司实控人薛革文先生担任，其在笔电结构件领域拥有丰富行业经验。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 九、债券偿还保障分析

### 股权质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障

本期债券采用股份质押和保证担保方式，出质人薛革文将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，薛革文亦为本期债券提供连带保证责任，担保范围为本期债券本金及利息、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金及债权人为实现债权而产生的一切合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。同时，为保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付，东兴证券与出质人薛革文签署了《股份质押合同》，薛革文出具了《担保函》。在质权存续期内，如在连续三十个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，质权人代理人有权要求出质人在三十个交易日内追加担保物，追加的资产限于出质人薛革文提供相应数额的春秋电子人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于130%。若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续三十个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的130%。

根据公司2020年4月9日公告，公司控股股东、实际控制人薛革文先生已于2020年4月3日将其持有的2,600万股公司股票用于为本期债券提供担保，质押手续已办理完成。本期债券于2020年4月14日发行，根据公司提供的资料，截至2023年5月14日质押资产仍处于质押状态，质押资产市值为3.00亿元，质押

资产市值与截至2023年3月末本期债券未转股余额的比值为1.69。截至目前质押资产尚未发生上述须追加担保物情形，股权质押和保证担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

## 十、结论

2022年以来笔电行业出货量显著下跌，且跌势预计短期内持续，笔电结构件行业订单不足、行业竞争有所加剧，受此影响公司产能利用率及盈利能力有所下降。但考虑笔电行业存量规模较大，公司作为具备一体化服务能力的笔记本电脑结构件厂商，在精密模具设计生产、快速响应等方面具有一定竞争力，且其笔电结构件产能在行业内排名较前，拥有联宝集团、仁宝及纬创等优质客户，且与主要客户合作较为稳固，未来笔电结构件业务仍具有较好的可持续性。整体上看，公司抗风险能力一般。此外，股权质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障。

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

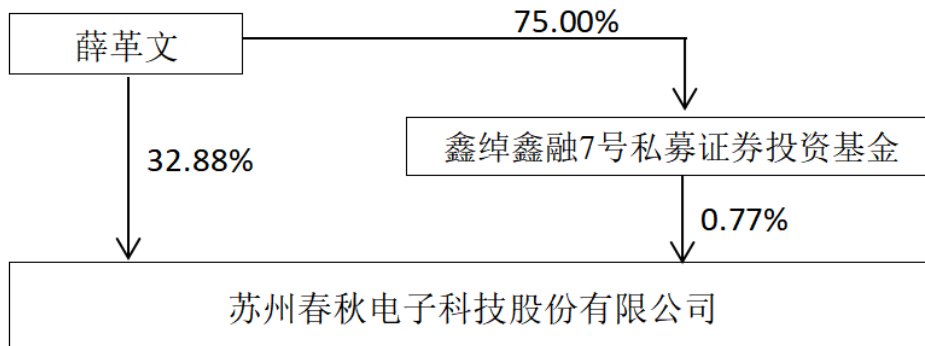
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	10.57	4.63	6.80	5.24
应收账款	9.32	12.03	13.72	14.07
存货	8.03	8.05	7.68	7.20
流动资产合计	29.96	26.74	30.23	28.39
固定资产	19.93	19.83	13.50	11.53
在建工程	2.38	1.62	3.44	1.17
非流动资产合计	25.55	25.17	21.01	14.43
资产总计	55.51	51.91	51.24	42.82
短期借款	6.32	7.55	6.87	6.38
应付账款	9.08	9.54	11.77	13.29
一年内到期的非流动负债	0.86	0.91	0.37	0.00
流动负债合计	18.58	20.21	20.51	21.31
长期借款	0.58	0.58	0.70	0.65
应付债券	6.31	1.67	1.58	1.94
非流动负债合计	8.44	3.83	3.73	3.58
负债合计	27.02	24.04	24.23	24.89
总债务	--	11.51	9.72	9.07
所有者权益	28.49	27.87	27.01	17.93
营业收入	6.95	38.45	39.90	35.82
营业利润	-0.28	1.70	3.18	2.85
净利润	-0.35	1.34	3.01	2.47
经营活动产生的现金流量净额	2.09	3.43	4.17	-0.11
投资活动产生的现金流量净额	-0.21	-5.18	-7.94	-3.68
筹资活动产生的现金流量净额	4.47	-1.62	5.70	4.36
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	4.49	5.40	5.11
FFO(亿元)	--	3.17	4.41	4.39
净债务(亿元)	--	6.77	2.54	4.42
销售毛利率	13.93%	16.95%	15.79%	18.05%
EBITDA 利润率	--	11.67%	13.53%	14.26%
总资产回报率	--	4.10%	8.23%	8.80%
资产负债率	48.67%	46.32%	47.29%	58.12%
净债务/EBITDA	--	1.51	0.47	0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	11.85	15.98	17.25
总债务/总资本	--	29.24%	26.47%	33.58%
FFO/净债务	--	46.86%	173.67%	99.27%

速动比率	1.18	0.92	1.10	0.99
现金短期债务比	1.46	0.65	1.13	0.86

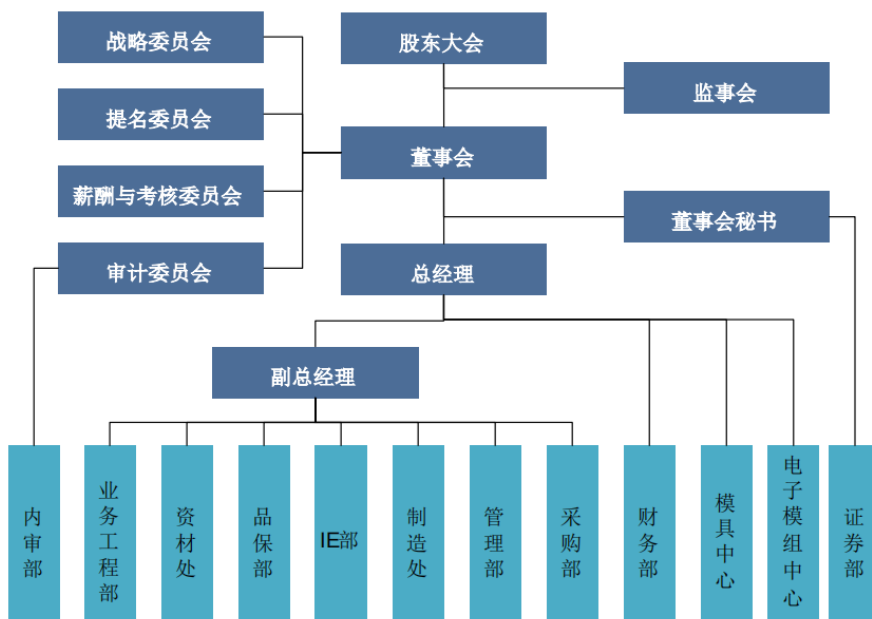
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供



#### 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海崑泓模塑科技有限公司	4,100	100%	精密模具
合肥经纬电子科技有限公司	25,500	100%	结构件模组
香港春秋国际有限公司	1 万美元	100%	贸易
合肥博大精密科技有限公司	25,000	100%	结构件模组
昆山铭展铝制品有限公司	400	90%	铝制品生产、加工、销售
南昌春秋电子科技有限公司	30,000	65%	结构件模组
CHUNQIU ELECTRONIC (VIETNAM) CO., LTD (春秋电子(越南)有限公司)	260 万美元	100%	结构件模组
GAOYUAN ELECTRONIC (VIETNAM) CO., LTD (高远电子(越南)有限公司)	10 万美元	100%	结构件模组
重庆春秋电子科技有限公司	2,000	100%	结构件模组
合肥精深精密科技有限公司	2,000	100%	结构件模组
东莞英脉通信技术有限公司	8,000.00	64.25%	通讯电子
苏州英脉智能设备有限公司	2,000.00	64.25%	通讯电子

资料来源：公司 2022 年审计报告、公司提供、公开资料，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

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

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

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</b>	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 四、展望符号及定义

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