

浙江宏昌电器科技股份有限公司2023年向 不特定对象发行可转换公司债券信用评级 报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司

CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人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等级的变化情况。

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：

浙江宏昌电器科技股份有限公司2023年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期



■ 上述等级的评定是考虑到浙江宏昌电器科技股份有限公司（以下简称“宏昌科技”或“公司”，股票代码：301008.SZ）下游客户资质较好，且与主要客户合作较为稳定，近年营业收入持续增长，且公司上市后资本实力有所增强，融资渠道有所拓宽；同时中证鹏元也关注到，公司产品盈利承压，客户集中度较高，在建、拟建项目投资规模较大，面临新增产能消化风险及一定的资本支出压力且新业务拓展存在一定不确定性等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 3.80 亿元（含）
发行期限：6 年
偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息
发行目的：电子水泵及注塑件产业化项目和补充流动资金

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	15.08	15.04	13.79	6.92
归母所有者权益	10.36	10.26	9.57	3.82
总债务	2.88	2.39	1.98	1.37
营业收入	1.48	8.26	7.68	5.77
净利润	0.10	0.67	0.68	0.82
经营活动现金流净额	-0.12	0.17	0.26	0.69
净债务/EBITDA	--	-3.99	-5.39	-0.52
EBITDA 利息保障倍数	--	38.58	46.72	57.25
总债务/总资本	21.69%	18.86%	17.09%	26.42%
FFO/净债务	--	-19.52%	-14.92%	-120.57%
EBITDA 利润率	--	11.20%	11.56%	19.28%
总资产回报率	--	5.14%	7.26%	14.78%
速动比率	2.25	2.28	2.43	1.39
现金短期债务比	2.36	2.70	3.52	1.52
销售毛利率	17.71%	17.94%	18.85%	26.49%
资产负债率	31.08%	31.58%	30.40%	44.73%

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

范俊根
顾春霞

联系电话：0755-82872897

注：由于公司2020-2022年净债务为负，故净债务/EBITDA及FFO/净债务指标为负。
资料来源：公司2018-2020年三年连审审计报告、2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司下游客户资质较好且与主要客户合作较为稳定，营业收入持续增长。**作为流体电磁阀、模块化组件及水位传感器等家电配件行业的代表性企业，下游客户资质较好并与主要客户建立了较为稳定的合作关系，随着下游客户需求增加，2020-2022年公司营业收入呈持续增长态势。
- **公司上市后资本实力有所增强，融资渠道有所拓宽。**2021年公司首次公开发行股票募集资金5.46亿元，所有者权益规模大幅增长，财务杠杆水平下降，2023年3月末，公司资产负债率为31.08%，此外，上市后公司融资渠道亦有所拓宽。

关注

- **公司产品盈利承压，销售毛利率持续下降。**受铜、塑料等原材料价格上涨以及人工成本上升等因素影响，公司产品的单位成本持续增加，导致近年公司销售毛利率持续下降，需关注原材料价格波动对公司产品盈利情况的影响。
- **公司客户集中度较高。**受下游行业市场集中影响，公司客户集中度较高，2022年前五大客户销售收入占比达76.48%，若未来主要客户订单流失或需求下滑，将对公司业绩产生不利影响。
- **公司面临新增产能消化风险及一定的资本支出压力。**截至2023年3月末，公司在建、拟建项目投资规模较大，若未来下游需求不达预期，新增产能存在无法充分消化的风险，此外，随着项目的陆续投入，公司也面临一定资本支出压力。
- **公司新业务拓展存在一定不确定性。**本次募投项目系公司对于电子水泵和注塑件产品的开拓，新产品主要应用于卫浴及汽车行业，由于公司对于生产汽车配件部件经验相对有限，且尚未积累较为稳定的客户群体，新业务的开展具有一定不确定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司与主要客户合作较为稳定，营业收入持续增长，经营风险和财务风险相对稳定。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_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&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

一、发行主体概况

公司原名为金华市宏昌电器有限公司（以下简称“宏昌有限”），系李建明、陆宝宏、周治龙于1996年5月共同出资设立，初始注册资本为50.00万元，设立时李建明、周治龙所持股权实际为陆宝宏所有。2000年2月，宏昌有限增资100.00万元，实际均由陆宝宏缴纳，李建明及周治龙增资对应的股权均系为陆宝宏代持。2003年6月，李建明将为陆宝宏代持的股权转让给周慧明，周治龙将代持股权转让给陆灿，陆宝宏与李建明、周治龙之间的股权代持事项清理完毕，公司实际控制人为陆宝宏、周惠明与陆灿。2018年11月，公司注册资本增加至1,475.25万元，由新增股东浙江宏昌控股有限公司（以下简称“宏昌控股”）以货币方式出资825.25万元，增资后宏昌控股持股比例为55.94%，公司实际控制人未发生变化。2018年12月13日，公司注册资本增至1,750.00万元，并新增浙江省创业投资集团有限公司、金华宏盛企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“金华宏盛”）、金华宏合企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“金华宏合”）等股东。2019年3月11日，宏昌有限以2019年1月31日为审计评估基准日，所审计的净资产折合股本5,000.00万股，整体变更设立股份公司，其中宏昌控股、陆宝宏、周惠明、陆灿、金华宏盛、金华宏合持股比例分别为47.16%、20.57%、13.14%、3.43%、3.40%和2.60%。

2021年6月，公司首次公开发行1,666.67万股A股普通股，并在深圳证券交易所创业板上市（股票代码：301008.SZ），发行后总股本增至6,666.67万股。2022年5月，公司以总股本6,666.67万股为基数进行资本公积金转增股本，公司总股本增至8,000.00万股。截至2023年3月末，公司总股本为8,000.00万股，宏昌控股、陆宝宏、周惠明、陆灿、金华宏盛、金华宏合持股比例分别为35.37%、15.43%、9.98%、2.57%、2.55%、1.95%，公司实际控制人仍为自然人陆宝宏、陆灿和周慧明，直接及间接合计控制公司67.85%的表决权，公司股权结构图详见附录二，公司不存在股权质押情况。

公司从事流体电磁阀、传感器等家电专用配件的研发、生产和销售，主要产品包括流体电磁阀、模块化组件及水位传感器，是生产各类家用电器的重要构件，广泛应用于洗衣机、净水器、智能坐便器、洗碗机等家电厨卫领域。截至2023年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司共5家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：浙江宏昌电器科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过3.80亿元（含）；

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

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和支付最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期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A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，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状况与保荐人（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，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。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，持有本期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和前一个交易日公司股票交易均价中的较高者。

债券赎回条款：在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。若在本期债券转股期内，如果公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含）或者当本期债券未转股余额不足3,000万元时，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。

债券回售条款：在本期债券的最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。本期债券最后两个计息年度内，可转换公司债券持有人在当年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。若本期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，该变化根据中国证监会和深圳证券交易所有关规定被视作改变募集资金用途，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利，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照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司；可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃优先配售权，具体优先配售数量由公司股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售及/或通过深圳证券交易所系统网上发行，余额由主承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过3.80亿元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
电子水泵及注塑件产业化项目	3.20	2.70	84.44%
补充流动资金	-	1.10	-
合计	-	3.80	-

资料来源：公司提供

根据公司披露的《向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》（以下简称“《募投项目可行性报告》”），电子水泵及注塑件产业化项目位于浙江省金华市婺城区，项目实施主体为宏昌科技，该项目总投资3.20亿元，其中土地购置费用0.22亿元、土建工程费用1.97亿元，设备购置及安装费用0.74亿元，工程建设其他费用0.06亿元，基本预备费0.08亿元，铺底流动资金0.13亿元。项目建成达产后，公司将新增250万件电子水泵和750万件注塑件的年生产能力，其中电子水泵应用领域包括智能马桶、洗衣机、汽车等，注塑件应用领域包括汽车、电动两轮车等。项目建设周期36个月，包括工程设计、工程施工、设备采购及安装等前期准备工作和人员招募及培训、设备调试及试产、项目验收等后期工作。项目达产后，项目投资内部收益率（税后）为10.84%，税后投资回收期（含建设期）为8.92年。截至2023年3月末，项目已向金华开发区金华经济技术开发区管委会经济发展局完成备案并取得建设项目环境影响评价文件备案表。

但中证鹏元关注到，本期债券募投项目未来尚需投资规模较大且项目建设尚需一定时间，可能出现募投项目在建设过程中设备采购价格上涨、改造工程成本以及其他不可抗拒因素等问题，导致募投项目实际投资超出预算、项目投资进度未达到预期等情况，募投项目能否如期完工存在一定不确定性。此外，募投项目是公司对于电子水泵和注塑件产品的开拓，主要应用于卫浴以及汽车等领域，汽车配套部件生产对于公司来说属于新开展的业务，公司缺乏相关经验，下游客户待开拓，募投项目投产之后，若下游需求未达预期，募投项目的产能能否充分利用及实现预期收益存在一定不确定性。

四、运营环境

宏观经济

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

流体电磁阀等家电专用配件行业受下游家电行业发展影响较大，近年行业集中度不断提高

家电专用配件种类繁多，以洗衣机为例，配件产品包括电机、程序控制器、进水阀、传感器、水位开关等。由于各种配件主要为整机厂配套，行业发展很大程度受到下游家电市场的影响。近年随着技术的积累以及家电行业的带动，国内逐步出现具备自主创新能力、产品质量稳定的配件生产企业，与国外配件厂商共同参与竞争，并在下游市场占据一定份额。

流体电磁阀属于家电专用配件的细分领域，目前，行业内高性能、多功能的中高端电磁阀生产企业数量相对较少。从发展趋势来看，国内家电专用配件行业集中度不断提高，少数优势企业掌握了大部分下游家电企业的采购份额，洗衣机、净水器及智能卫浴领域的流体电磁阀生产、销售企业集中在日本神林、意大利毕勤集团、美国Robertshaw、爱尔泰集团等外资企业以及宏昌科技等国内企业。流体电磁阀供应商由供应单一的流体电磁阀向模块化组件供货转变。从细分领域来看，以洗衣机进水阀为例，我国洗衣机行业中海尔集团、美的集团等龙头企业占据了绝对市场份额且占比仍在持续提升，洗衣机市场的集中很大程度影响了洗衣机进水阀行业的竞争情况。行业内优势企业凭借较高的技术水平、稳定的产品质量，并依托家电行业龙头企业的平台，提高了行业的集中度。

行业准入方面，首先是技术和人才门槛，电磁阀生产商为下游产品的更新换代和升级而进行新产品

的开发、培养生产装配熟练工需要一定的时间积累和沉淀。此外下游客户对于供应商的选择相对谨慎，供应商需要积累一定的成功案例，才可能获得大型家电企业的认可。

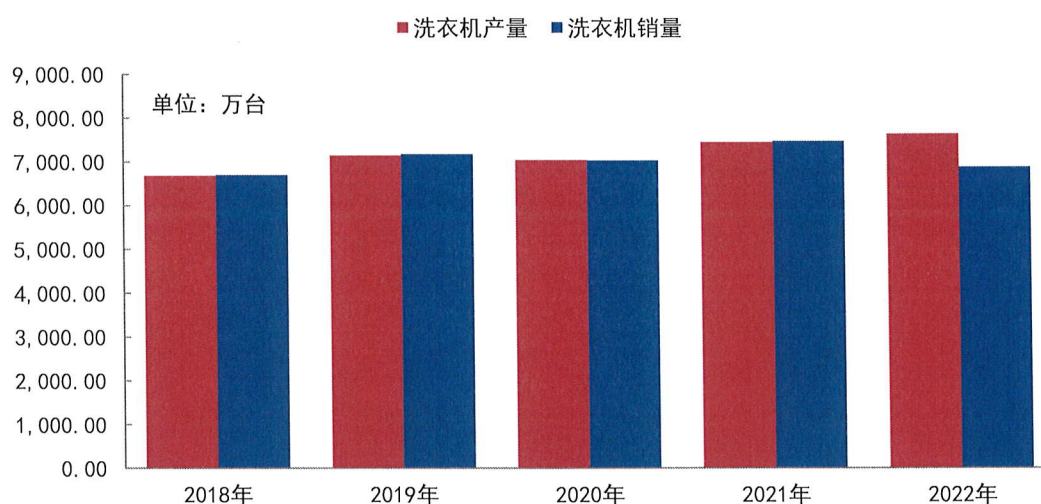
下游家电行业目前集中度较高，家电消费需求波动对专用配件行业发展产生一定影响

从主要下游行业对行业的影响来看，目前国内下游家电行业市场格局已基本稳定，海尔集团、美的集团等龙头家电企业优势凸显，在家电市场占据了绝大部分市场份额，一方面在面对下游大型家电客户时，家电配件制造企业普遍规模相对较小，议价能力较弱，对本行业利润水平造成一定不利影响；另一方面，伴随着下游行业集中度提高，行业内具备新产品开发能力、产品质量稳定、成本有效管控、供货及时的家电配件制造企业在激烈的竞争中能够不断提升市场占有率。

人均可支配收入的提高是促进居民消费的直接动力，2018年至2022年，城镇居民人均可支配收入从39,250.84元增长至49,282.94元，年均复合增长率达5.86%；农村居民人均可支配收入从14,617.03元增长至20,132.83元，年均复合增长率达8.33%。

随着人均收入提高，洗衣机等家电进入更多居民家庭，同时人均可支配收入水平的提高也促进消费需求升级，2018年至2022年，中国洗衣机年产量从6,691.02万台上升至7,639.61万台，年销量保持在6,700.00万台以上。随着国内家电市场进入成熟发展阶段，家电需求增长放缓，2022年洗衣机销量同比下降7.88%，洗衣机等家电需求的变动对电磁阀等专用配件的需求产生一定影响，进而影响电磁阀等专用配件行业的发展。

图 1 2018-2022 年中国洗衣机产、销量变化



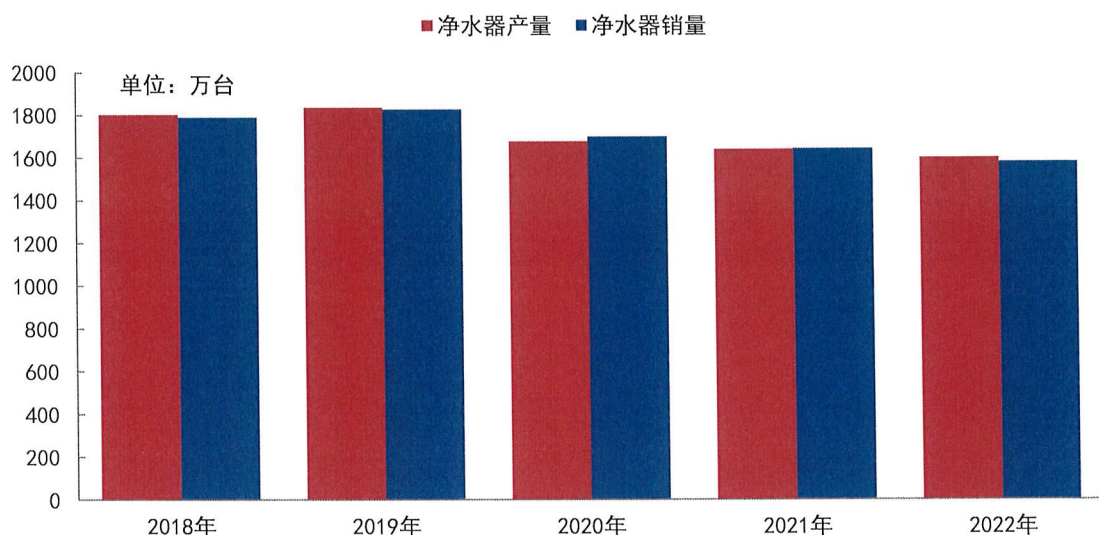
数据来源：iFinD 数据库，中证鹏元整理

家电产品迭代频繁以及新的补贴政策的颁布，缩短消费者对家电的更新换代时间，催生新的家电产品消费需求。近年我国家用净水器的关注度不断提升，产销量有所波动，根据产业在线数据，2018-

2019年，我国家用净水器的产量从1,804.25万台增长至1,836.60万台，销量从1,790.36万台增长至1,827.80万台，产销量有所增长，2020-2022年我国净水器的产量从1,679.30万台降至1,599.40万台，净水器的销量从1,699.60万台降至1,579.33万台，产销量均有所下降。我国智能马桶的市场仍处于导入期，普及率在4%左右，国内智能马桶具有广阔的市场。根据产业在线数据，2022年洗碗机出货量达到811.03万台，同比有所下降。流体电磁阀是用于家用净水器、智能马桶以及洗碗机等产品流体控制的重要配件，新型家电产品产销量的变化对电磁阀等家电配件行业的发展产生一定的影响。

家电行业发展历程中得到了国家政策的全方位支持。近年来，国家大力倡导绿色节能环保家电，推动家电行业产业转型、产品升级，对家电配件产品也提出了更高要求，有利于促进电磁阀等家电配件行业的健康发展。大型家电企业全球化采购打破了区域性的限制，使得电磁阀等家电配件生产厂商有机会通过全球化采购平台打入国际市场。

图 2 2018-2022 年中国家用净水器产、销量变化



数据来源：iFinD 数据库，中证鹏元整理

流体电磁阀等家电专用配件单位成本受原料价格影响较大，近年主要原材料价格有所波动，给下游企业带来成本控制的压力

从上游原材料行业对行业的影响来看，由于流体电磁阀、模块化组件及水位传感器的主要原材料包括漆包线、PP/PA等塑料原料、铁板等金属件，其中漆包线在采购总额中的占比超过20%，铜价波动对于行业影响较大。近年来铜价整体呈波动上升趋势，但2022年5-6月出现大幅下降。由于下游企业对于家电企业的专用配件采购价格较稳定，铜价波动对行业内企业利润水平产生一定影响，需要关注主要原材料价格波动给相关下游企业带来的成本控制压力。

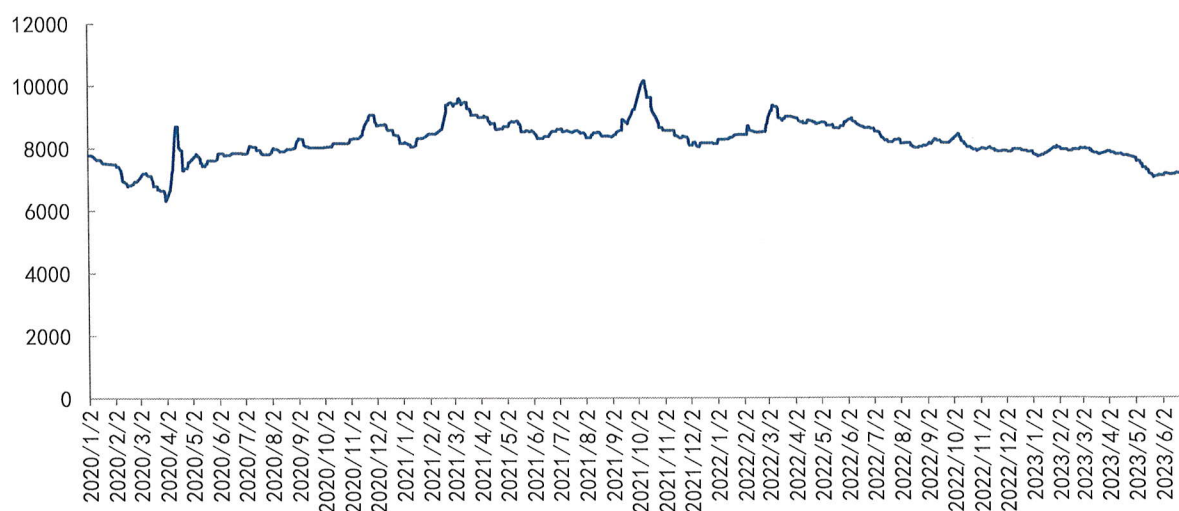
图 3 2020 年 1 月-2022 年 12 月现货铜价



数据来源：iFinD 数据库，中证鹏元整理

PP/PA等塑料原料是构成流体电磁阀成本的重要组成部分，近年来价格有所波动，以现货聚丙烯（PP）价格为例，2020年1月至3月整体呈下降趋势，2020年4月至2022年12月整体价格呈波动上涨趋势，每吨价格最高上涨至0.99万元。虽然流体电磁阀所需PP/PA等塑料由基础材料添加辅料进一步改性而成，但采购价格与基础材料市场价格的波动趋势总体一致。

图 4 2020 年 1 月-2023 年 6 月现货聚丙烯（PP）价（单位：元/吨）



数据来源：iFinD 数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司系国内主要流体电磁阀、模块化组件及水位传感器生产商之一，主要客户较为优质，近年营业收入不断上升

公司从事流体电磁阀、传感器及其他电器配件的研发、生产和销售等业务，产品主要应用于洗衣机、净水器、智能坐便器、洗碗机等家电厨卫领域。从主营业务收入结构来看，流体电磁阀、模块化组件以及水位传感器三类产品系公司主要的收入来源。近年公司营业收入规模呈逐年增长态势，其中电磁阀销售额随下游洗衣机、智能坐便器厂商需求变化呈波动增长态势，模块化组件的销售额不断增长主要系近年来主要客户为了便于组装采取新的采购方式，在流体电磁阀的基础上，将其与其他配件进行集成设计和生产，并逐步在其产品中推广该采购方式，海尔集团等主要客户向公司采购模块化组件产品类别不断丰富，新增了销售单价相对更高的多控阀模块化组件新产品的销售，从而带动公司模块化组件产品销售数量和单价的增长。水位传感器销售额逐年增长主要系近年下游客户订单增加所致。

毛利率方面，公司生产流体电磁阀以及模块化组件所消耗的铜材以及PP/PA等塑料原料近年价格上涨导致产品单位成本上升，进而使得流体电磁阀及模块化组件毛利率近年呈下降趋势。2022年模块化组件毛利率同比略有提高系当年年初与主要客户确定产品价格时，公司适当提高产品销售单价。公司水位传感器产品中，单价和单位成本相对较高的PSR11型号产品近年销售占比有所增加，使得水位传感器销售毛利率有所下滑。上述因素综合导致近年公司销售毛利率呈逐年降低态势。

表2 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		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
流体电磁阀	0.84	15.34%	4.18	15.32%	4.44	17.97%	3.44	26.30%
模块化组件	0.56	21.13%	3.69	20.27%	2.86	19.94%	2.09	25.97%
水位传感器	0.04	5.97%	0.28	9.06%	0.28	14.38%	0.16	16.97%
其他	0.02	12.69%	0.05	30.62%	0.03	34.57%	0.02	42.72%
主营业务小计	1.47	17.26%	8.19	17.43%	7.6	18.64%	5.71	25.98%
其他业务小计	0.02	59.05%	0.07	74.97%	0.08	41.51%	0.06	75.83%
合计	1.48	17.71%	8.26	17.94%	7.68	18.88%	5.77	26.49%
项目	收入占比		收入占比		收入占比		收入占比	
流体电磁阀	56.69%		50.53%		57.81%		59.62%	
模块化组件	38.05%		44.65%		37.24%		36.22%	
水位传感器	2.86%		3.34%		3.65%		2.77%	
其他	1.32%		0.59%		0.39%		0.35%	
主营业务小计	98.92%		99.12%		98.96%		98.96%	
其他业务小计	1.08%		0.88%		1.04%		1.04%	

注：公司主营业务外的其他业务收入主要由房租收入、模具收入、材料销售收入等构成。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品具有多样性，近年公司产能不断扩张，产能利用率保持较高水平，目前公司新建产能较多，且新业务拓展存在一定不确定性，需要关注项目建成后的产能消化情况

公司是国内主要的流体电磁阀、模块化组件及水位传感器生产商之一，公司产品广泛应用于洗衣机、净水器、智能坐便器、洗碗机等家电厨卫领域。模块化组件目前主要应用于洗衣机，洗衣机模块化组件以电磁阀为基础，将其与贮水槽、导管、分配器盒等其他水路配件进行集成设计，形成流体控制模块化产品，为客户提供整体进水解决方案，2019年起，公司开始为净水器客户提供模块化组件。公司的水位传感器主要用于各类洗衣机产品。公司在提升产品流量精度、优化结构、延长使用年限等方面形成了多项技术，并大量应用于公司产品。2022年公司研发投入0.34亿元，占营业收入比重达到4.14%。

虽然流体电磁阀、模块化组件等不同产品控制单元数量存在差异，但不同类型的产品产能存在相互转换，塑封线圈作为控制单元中的关键部件，每个控制单元均耗用一个塑封线圈，具有稳定的配比关系，且塑封线圈的生产涉及绕线、焊锡、塑封等多个生产工序，是限制公司产能水平的关键环节。公司生产模式包括自主生产以及委外生产加工，其中自主生产主要为公司按订单组织生产，并根据客户需求预测适度备货，主要客户通常将其未来一段时期需求计划或预测发送至公司，生管部基于此预测制定主生产计划，并形成物料需求计划，包括对原材料、外购件及自制件的需求。公司将部分流体电磁阀的组装和模块化产品中贮水槽、分配器盒等塑料部件的注塑加工和整体装配进行委托外协厂商加工，并在客户所在地就近选择具备加工能力的外协厂商进行注塑和整体装配并及时满足客户需求。综合考虑公司的产品特点，可以选取塑封线圈的产能来衡量公司整体的产能水平。近年下游生产洗衣机、智能坐便器等产品的客户订单数量逐年增长，公司相应购置了注塑机、塑封设备等生产设备，产能持续提升。近年公司的产能利用率整体较高，2021年公司因订单量增长幅度较大，产能利用率较高，2022年受宏观经济下行及家电行业销量下滑因素影响，公司产能利用率有所下降。2023年1-3月产能利用率降低主要系受行业季节性影响，洗衣机等家电厂商为应对国庆节、“双十一”、元旦以及春节等销售旺季提前进行充分备货，对电磁阀等专用配件提出大量采购需求，公司通常在每年8月进入生产旺季。

表3 公司关键部件产能利用情况（单位：万只）

产品	指标名称	2023年 1-3月	2022年	2021年	2020年
塑封线圈	产能	2,800	10,376	9,802	8,877
	产量	2,293.59	9,323.46	10,315.30	7,688.13
	产能利用率	81.91%	89.86%	105.24%	86.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务处于产能的扩张阶段，截至2023年3月末，公司主要在建项目系IPO募投项目，包括年产1,900万套家用电器磁感流体控制器扩产项目以及年产500万套洗衣机模块化组件生产基地建设项目，项目总投资4.87亿元，尚需投资3.15亿元，通过IPO所募集的资金建设；拟建项目系本期债券募投项目——电子水泵及注塑件产业化项目，公司后续拟通过债券募资用于本期债券募投项目建设，但随着拟建项目

的陆续投入，公司仍面临一定的资金支出压力。随着在建、拟建项目未来建成投产，公司产能将进一步扩大，为公司收入增长提供保障。但本期债券的募投项目的主要应用领域包括卫浴用品、汽车以及电动两轮车，募投项目实施前公司对汽车领域及电动两轮的配套经验相对有限，公司新业务开展存在一定的不确定性，注塑件业务自2022年下半年开始起步，尚未积累较为稳定的客户群体。若公司对客户开发不及预期，公司新增产能存在无法及时消化的风险，进而将直接影响本期债券募集资金投资项目的经济效益和公司的整体经营业绩，未来需关注新建项目投产后的产能消化风险。

表4 2023年3月末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

在建/拟建项目	项目名称	项目总投资	已投资
在建	年产 1,900 万套家用电器磁感流体控制器扩产项目	3.82	1.45
	年产 500 万套洗衣机模块化组件生产基地建设项目	1.05	0.27
小计		4.87	1.72
拟建	电子水泵及注塑件产业化项目	3.20	0.00
合计		8.07	1.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游主要客户资质较好并与其建立了较为稳定的合作关系，近年模块化组件以及水位传感器等产品的销量均不断增长，产销量维持在较高水平，客户集中度较高

公司的销售模式为直销，获取业务的方式主要包括招投标模式和议价模式。从销售区域来看，公司产品以内销为主，外销占比较低，海外主要销往欧洲、日本等地。随着公司生产技术能力的积累和自动化水平的提升，公司能够满足国际知名家电生产企业的供应商资质要求，且随着海尔集团、美的集团等主要客户拓展海外市场，近年公司营业收入中海外销售额占比逐渐提高。

表5 近年公司营业收入国内外直销和经销占比情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	1.32	88.96%	7.53	91.16%	7.19	93.62%	5.53	95.90%
海外	0.16	11.04%	0.73	8.84%	0.49	6.38%	0.24	4.10%
合计	1.48	100.00%	8.26	100.00%	7.68	100.00%	5.77	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着洗衣机、净水器以及智能马桶等家用电器市场容量的持续扩大以及产业的持续发展，近年公司的主要产品模块化组件以及水位传感器销量以及销售收入均呈增长趋势，产品结构整体较为稳定，未发生重大变化。受产品结构中单价更高的多控阀产品在所销售产品中比重提升的影响，流体电磁阀与模块化组件销售均价持续上涨，水位传感器销售均价则有所降低。销售毛利率方面，由于铜材以及PP/PA等塑料原料近年价格上涨导致产品单位成本上升，2021年以来伴随着生产规模扩大，公司用工需求相应增加，公司主要产品销售毛利率呈不断下降的趋势。由于公司主要采用“以销定产”的生产模式，根据客

户的订单情况组织生产并适度备货，近年公司各产品的产销率整体较高，短期库存积压风险较低。

表6 公司主要产品销售情况

产品	指标名称	2023年 1-3月	2022年	2021年	2020年
流体电磁阀	销量（万只）	968.41	4,548.14	4,862.14	3,950.55
	销售均价（元/只）	8.68	9.18	9.15	8.72
	产量（万只）	1,102.67	4,551.43	5,178.83	4,046.25
	产销率	87.82%	99.93%	93.88%	97.63%
	销售毛利率	15.34%	15.32%	17.97%	26.30%
模块化组件	销量（万只）	128.41	830.85	715.41	600.82
	销售均价（元/只）	43.94	44.42	39.93	34.79
	产量（万只）	127.26	834.59	724.37	605.4
	产销率	100.90%	99.55%	98.76%	99.24%
	销售毛利率	21.13%	20.27%	19.94%	25.97%
水位传感器	销量（万只）	109.65	709.92	639.39	348.95
	销售均价（元/只）	3.87	3.89	4.30	4.45
	产量（万只）	126.14	713.37	657.44	375.86
	产销率	86.93%	99.52%	97.25%	92.84%
	销售毛利率	5.97%	9.06%	14.38%	16.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品主要面向洗衣机、净水器、智能坐便器、洗碗机等生产商，主要客户均为下游行业知名企业，公司与主要客户建立了较为稳定的长期合作关系。由于下游家电行业市场集中度较高，海尔集团、美的集团等少数龙头企业在洗衣机、冰箱等主要家电市场占据了较大份额，且占比持续提升，公司下游客户较为集中，近年前五大客户销售额占公司营业收入75.00%左右。为了避免客户较为集中的风险，一方面公司通过完善质量管理体系、保障供货的及时性、研发的高效性增强与主要客户的粘性，另一方面近年公司积极拓展智能坐便器、净水器等流体电磁阀其他应用领域的产品市场，为公司开拓新的利润增长点。

表7 近年公司销售前五大客户情况（单位：亿元）

时间	客户名称	销售产品	销售金额	占营业收入比重
2023年 1-3月	第一名	流体电磁阀、模块化组件、水位传感器	0.70	46.93%
	第二名	流体电磁阀、模块化组件、水位传感器	0.26	17.68%
	第三名	流体电磁阀、水位传感器	0.06	4.20%
	第四名	流体电磁阀、水位传感器	0.05	3.10%
	第五名	流体电磁阀	0.04	2.83%
	合计		1.11	74.74%
2022年	第一名	流体电磁阀、模块化组件、水位传感器	4.14	50.14%
	第二名	流体电磁阀、模块化组件、水位传感器	1.47	17.78%
	第三名	流体电磁阀、水位传感器	0.28	3.36%

2021年	第四名	流体电磁阀、水位传感器	0.25	2.99%
	第五名	流体电磁阀	0.18	2.21%
	合计		6.32	76.48%
	第一名	流体电磁阀、模块化组件、水位传感器	3.43	44.73%
	第二名	流体电磁阀、模块化组件、水位传感器	1.71	22.24%
	第三名	流体电磁阀、水位传感器	0.22	2.88%
	第四名	流体电磁阀	0.17	2.16%
	第五名	流体电磁阀、水位传感器	0.15	1.98%
	合计		5.68	73.99%
2020年	第一名	流体电磁阀、模块化组件、水位传感器	2.74	47.43%
	第二名	流体电磁阀、模块化组件、水位传感器	1.17	20.31%
	第三名	流体电磁阀、水位传感器	0.16	2.81%
	第四名	流体电磁阀	0.14	2.45%
	第五名	流体电磁阀	0.13	2.18%
	合计		4.34	75.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料占主要产品生产成本比重较高，原材料市场供应充足，供应商集中度较低，但存在原材料价格波动的风险

公司生产的主要产品中直接材料成本占公司主营业务成本的比例为80.00%左右，是产品成本的主要构成部分。公司主要原材料包括漆包线、PP/PA等塑料原料、铁板等金属件等。由于国内原材料供应比较充足，公司根据成本和就近原则选择供应商，公司的原料供应商主要分布在浙江省内地区，少量供应商分布在四川绵阳、广东珠海，2020-2022年公司从前五大供应商采购金额占当年采购金额比重分别为39.71%、37.96%及29.52%，供应商集中度不高且呈下降趋势。公司与主要供应商签订采购框架合同，具体采购需求以订单形式下达。主要原材料漆包线和塑料原料受其上游影响，价格易波动。对于漆包线的采购价格，公司通常与供应商约定按照铜价附加一定加工费的形式执行，铜价主要参考上月或当月公开报价，协议有效期一般为三年。对于塑料原料，公司产生购买需求时分别向合格供应商进行询价，优先选择价格合适的执行采购。公司生产所需铁板、插片、铁芯等金属件均为定制件，由供应商按照公司提供的图纸、技术资料等进行原材料采购及生产加工，公司品管部人员对每批次到货原材料进行检验，不合格的进行退货处理。由于原材料占公司主营业务成本比例较高且原料价格变化无法及时转移至公司产品定价中，若未来主要原材料的市场价格发生较大波动，会影响直接材料成本，进而导致公司盈利水平发生变化。

表8 公司主要原材料占采购总额的比重情况（单位：万元）

项目	2023年 1-3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
漆包线	3,399.02	51.15%	13,948.68	44.72%	15,279.71	46.74%	8,996.30	43.94%

PP	817.87	12.31%	5,272.41	16.90%	4,607.09	14.09%	3,200.09	15.63%
PA	700.00	10.53%	2,521.78	8.08%	3,120.50	9.55%	1,556.40	7.60%
PBT	488.67	7.35%	1,243.90	3.99%	1,203.79	3.68%	640.64	3.13%
POM	432.15	6.50%	1,265.67	4.06%	1,073.56	3.28%	605.36	2.96%
铁板	317.34	4.78%	3,675.65	11.78%	3,875.05	11.85%	2,935.54	14.34%
插片	298.44	4.49%	1,947.83	6.24%	2,079.66	6.36%	1,369.19	6.69%
铁芯	192.10	2.89%	1,316.46	4.22%	1,451.86	4.44%	1,169.81	5.71%
合计	6,645.59	100.00%	31,192.38	100.00%	32,691.22	100.00%	20,473.33	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2018-2020年三年连审审计报告、2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近年公司合并报表范围变化情况如下表所示。截至2023年3月末，公司纳入合并报表范围内的子公司共5家，详见附录四。

表9 公司 2020-2022 年以及 2023 年 1-3 月合并报表范围子公司变化情况（单位：亿元）

时间	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	变动情况
2020 年	浙江弘驰公司	0.05	100.00%	模具、配件的技术开发、制造以及销售等	吸收合并
2021 年	宏昌科技(荆州)有限公司	0.30	100.00%	家用电器零配件的生产、销售；塑料制品制造与销售	投资设立
	宏昌无锡公司	0.20	73.68%	家用电器零配件的生产、销售；塑料制品制造与销售	投资设立
2022 年	金华宏耘贸易有限公司	0.01	100.00%	家用电器零配件销售等	投资设立

注：2023年1-3月合并报表无变化

资料来源：公司2018-2020年三年连审审计报告、2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

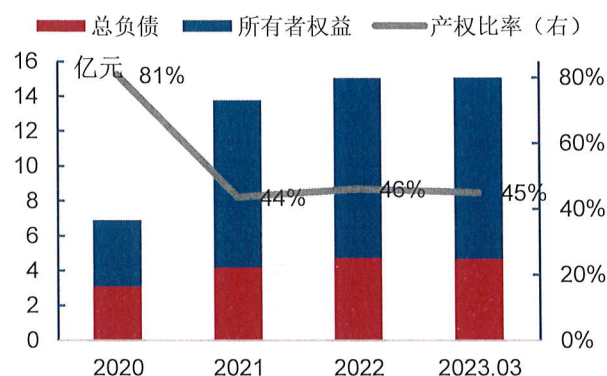
资产结构与质量

近年公司资产规模持续增加，随着公司上市募集资金，公司资本实力大幅增强，公司现金类资产占比较高，应收账款账龄集中在1年以内，资产流动性尚可，但仍需关注较大规模的应收账款对公司资金的占用情况

随着公司经营规模的扩大，近年公司负债规模有所增长，得益于2021年公司首次公开发行股票募资，公司所有者权益规模大幅增长，资本实力大幅增强，2021年末公司产权比率大幅降低，所有者权益对负债的保障程度有所增强。所有者权益结构方面，公司的所有者权益以资本公积及未分配利润为主，资本

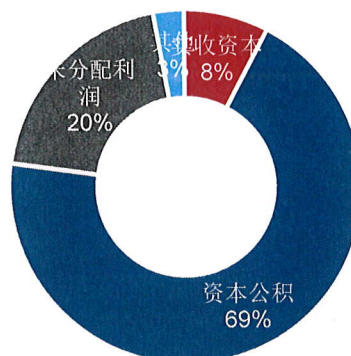
公积主要为公司发行股票所形成。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 6 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



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

随着公司 2021 年首次公开发行股票募集资金 5.46 亿元，当年末公司资产规模同比大幅增加，公司资产结构以流动资产为主。公司近年通过外部融资和自身利润积累资金，投入产能扩建项目，公司资产主要以货币资金、应收款项（应收票据、应收账款及应收款项融资）、厂房、机器设备以及存货为主。

2021 年公司首次公开发行股票募集资金，货币资金规模大幅增长，截至 2023 年 3 月末，公司货币资金余额为 3.94 亿元。应收款项主要包括公司应收主要客户的购货款以及收到的主要客户开具的银行承兑汇票及少部分商业承兑汇票，此外还包括公司收到客户的应收票据后，将一部分应收票据用于对外背书和银行贴现获得的现金即应收款项融资。随着业务规模扩张，近年公司应收款项规模整体呈增长态势，2022 年末应收账款中对前五大应收对象的余额占比为 82.18%，款项较为集中，同时公司应收账款账龄较短，2022 年末账龄在 1 年以内的应收账款占比为 99.63%，考虑到应收对象主要为海尔集团、美的集团等资质总体较好的客户，且公司与主要下游客户合作较为稳定，应收账款回收风险相对可控，但应收账款规模较大也对公司营运资金形成一定占用。公司应收票据主要为银行承兑汇票，规模近年整体呈增长态势，2023 年 3 月末余额较上年末增幅较大，主要系 2022 年第四季度为销售旺季，主要客户付款周期在次年第一季度所致。公司应收款项融资主要包括应收银行承兑汇票及数字化应收账款债权凭证，近年有所增长。公司存货主要由原材料、在产品、库存商品及发出商品等构成，近年来公司存货金额随着公司业务规模扩大而不断增长。近年公司为满足生产需要购置了注塑机、自动绕线机等生产设备及在建工程的陆续转入，固定资产规模逐年增长。

此外，公司持有的交易性金融资产主要系将暂时闲置的募集资金购入的结构存款及理财产品。随着 IPO 募投项目投入建设，以及部分工程项目陆续转固定资产，近年在建工程规模有所波动。无形资产主要为公司购买的土地使用权，2022 年末公司无形资产规模较上年末增长幅度较大，主要系公司购入浙

江金华地区的土地，用于新建生产厂房。截至2023年3月末，公司使用受限的资产账面价值合计0.69亿元，占同期末资产总额的比重为4.58%

总体来看，近年公司资产规模持续增长，现金类资产占比较高，应收账款账龄较短且较为集中，客户资质较好，回收风险相对可控，公司资产整体流动性尚可。

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		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.94	26.13%	3.83	25.46%	4.40	31.94%	0.47	6.79%
交易性金融资产	0.77	5.08%	0.81	5.36%	1.10	7.99%	0.00	0.00%
应收票据	1.90	12.60%	1.27	8.47%	1.12	8.10%	1.23	17.75%
应收账款	2.39	15.87%	3.41	22.71%	3.01	21.85%	2.14	30.97%
应收款项融资	1.14	7.55%	1.12	7.47%	0.37	2.68%	0.39	5.64%
存货	1.41	9.37%	1.26	8.35%	1.24	8.96%	0.75	10.89%
流动资产合计	11.61	76.98%	11.74	78.05%	11.26	81.66%	5.01	72.38%
固定资产	2.27	15.08%	2.10	13.99%	1.58	11.43%	1.42	20.46%
在建工程	0.28	1.88%	0.34	2.24%	0.50	3.60%	0.04	0.63%
无形资产	0.65	4.28%	0.64	4.27%	0.32	2.30%	0.30	4.41%
非流动资产合计	3.47	23.02%	3.30	21.95%	2.53	18.34%	1.91	27.62%
资产总计	15.08	100.00%	15.04	100.00%	13.79	100.00%	6.92	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

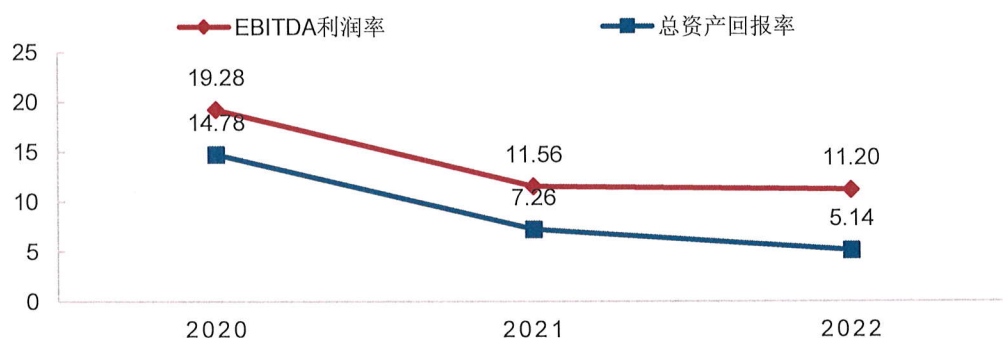
近年公司营业收入持续增长，盈利能力有所下降，新建产能未来释放对公司经营业绩有一定支持，但需要关注产能消化情况以及产能建成后下游需求不及预期的情况

随着公司主要下游客户海尔集团、美的集团需求增长，近年公司营业收入总体呈持续增长态势。2023年一季度公司实现营业收入1.48亿元，较上年同期减少14.68%，一方面由于当期主要客户洗衣机产量同比有所下降，公司配套销售的产品数量有所减少，另一方面是由于公司与下游主要客户销售的产品中单价相对较低的流体电磁阀比例同比有所上涨、单价较高的模块化组件比例同比有所下降。具体来看，公司流体电磁阀销售收入占营业收入比重从2020年的59.62%不断降低至2022年的50.53%，毛利率相对更高的模块化组件产品销售收入占营业收入比重从2020年的36.22%不断提升至2022年的44.65%。利润方面，近年公司生产所需铜、PP/PA等原材料价格以及人工成本上升导致毛利率持续下滑，此外公司在建项目产能未能完全释放，综合影响下，公司营业利润及净利润呈一定波动态势。近年公司的EBITDA利润率以及总资本回报率呈不断下降趋势。

公司目前新建产能较大，随着未来产能的建成与投放以及下游客户需求的带动，公司未来产量有望

进一步增长，但仍需对新建产能未来的消化情况以及产能建成后下游需求不及预期的情况进行关注。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司近年债务规模不断增长，公司净债务为负，偿债压力尚可，现金类资产对短期债务保障程度较高，经营活动现金流净额总体较小

随着公司业务规模的扩张，近年公司债务总额持续增长，公司债务以短期债务为主，银行借款及应付票据为主要融资渠道。公司银行借款均为短期借款，且主要为抵押借款，近年公司短期借款规模呈一定波动态势，规模总体不大；应付票据均为银行承兑汇票，主要用于支付供应商货款，应付账款主要系应付供应商货款及长期资产购置款，近年应付票据及应付账款总体呈增长态势。

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		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.98	20.88%	0.64	13.42%	0.40	9.44%	0.31	9.87%
应付票据	1.84	39.21%	1.68	35.31%	1.58	37.78%	1.07	34.50%
应付账款	1.43	30.51%	1.90	40.01%	1.82	43.51%	1.35	43.66%
流动负债合计	4.52	96.47%	4.60	96.87%	4.13	98.57%	3.06	98.90%
租赁负债	0.05	1.06%	0.06	1.20%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
负债合计	4.69	100.00%	4.75	100.00%	4.19	100.00%	3.09	100.00%
总债务合计	2.88	61.41%	2.39	50.37%	1.98	47.26%	1.37	44.34%
其中：短期债务	2.83	60.35%	2.34	49.17%	1.98	47.26%	1.37	44.34%
长期债务	0.05	1.06%	0.06	1.20%	-	0.00%	-	0.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，公司经营活动现金流以销售回款为主要构成，2020-2022年FFO持续为正，由于公司给与下游客户一定账期且下游客户付款方式部分为票据支付，公司主营业务中需要为人工成本支付现金，

故近年经营性现金流净额相对较小。

杠杆状况方面，2021年公司上市募资后，年末资产负债率下降至30.40%，总体债务水平尚可。近年公司净债务均为负数，使得净债务/EBITDA、FFO/净债务均为负。公司EBITDA利息保障倍数近年有所下降，但均处于较高水平，且近年公司债务资本化比例总体呈下降趋势。总体来看，公司各项杠杆指标表现较好，偿债压力尚可。

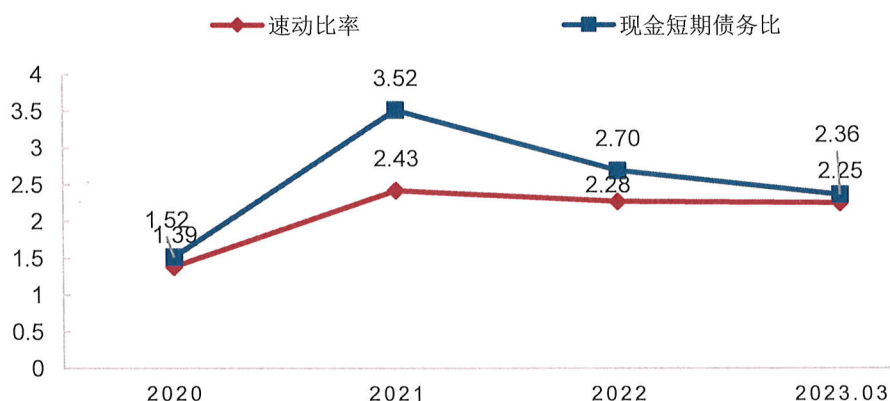
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
经营活动净现金流（亿元）	-0.12	0.17	0.26	0.69
FFO（亿元）	-0.02	0.72	0.71	0.69
资产负债率	31.08%	31.58%	30.40%	44.73%
净债务/EBITDA	--	-3.99	-5.39	-0.52
EBITDA 利息保障倍数	--	38.58	46.72	57.25
总债务/总资本	21.69%	18.86%	17.09%	26.42%
FFO/净债务	--	-19.52%	-14.92%	-120.57%
经营活动现金流/净债务	3.22%	-4.55%	-5.37%	-120.50%
自由现金流/净债务	10.36%	24.89%	9.92%	-72.01%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

近年公司速动比率和现金短期债务比波动上升，且均处于较高水平，现金类资产对短期债务的保障程度较好。公司的融资渠道包括股权融资、债权融资等渠道，根据公司提供的数据，截至2023年3月末，公司未使用的银行授信额度为2.07亿元，必要时可为公司提供一定流动支持。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，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表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

经公开资料查询及公司确认，公司未发生环境污染事故或纠纷，未因环境保护问题受到行政处罚。

社会因素

安全生产及社会责任方面，公司在流体电磁阀、模块化组件以及水位传感器生产过程中配备一定的生产人员参与生产，对生产设备和工艺的安全性、生产人员的安全意识和技能有一定要求。过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、安全生产问题受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。但若公司出现生产设备异常或员工操作不当的情况，可能会发生安全事故，因此公司面临一定安全生产风险。

公司治理

公司治理与管理方面，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违纪事项。截至2023年3月末，公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3人，董事会设董事长1人，公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会4个专门委员会。公司监事会由3名监事组成，其中职工代表监事1名。公司设总经理1名，副总经理若干，均由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期3年。同时，公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了洗衣机产品开发部、净厨产品开发部、组件开发部、制造部、生管部、品管部、销售部、行政人事部以及财务部等相关部门，截至2023年3月末，公司组织结构图详见附录三。公司董事长陆宝宏先生出生于1954年12月，先后曾担任兰溪农机厂/兰溪锅炉配件厂学徒、车间主任、副厂长以及兰溪市兰江拉丝厂/兰溪电磁阀厂厂长，2019年5月至今，任公司董事长，创始人具有较为丰富的行业从业经历。

截至2023年3月末，公司拥有员工1,437人，其中生产人员1,103人，研发及技术人员146人，人员配备基本符合行业特征。从教育程度看，本科及以上学历员工为120人，占比为8.35%，大专及以下学历1,317人，占比为91.65%。

表13 截至2023年3月末公司员工岗位分布及教育程度情况

专业结构	人数	占员工总数比例
管理人员	164	11.41%
研发及技术人员	146	10.16%
销售人员	24	1.67%

生产人员	1103	76.76%
合计	1,437	100.00%
学历	人数	占员工总数比例
本科及以上	120	8.35%
大专	230	16.01%
高中及中专	367	25.54%
高中以下	720	50.10%
合计	1,437	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 7 月 7 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。

根据中国执行信息公开网，截至 2023 年 7 月 3 日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目实现的收益是偿债资金的重要来源。根据公司公告的《募投项目可行性报告》，本期债券募投项目投资内部收益率（税后）为 10.84%，税后投资回收期（含建设期）为 8.92 年，但本期债券募投项目未来尚需投资规模较大且项目建设周期较长，可能出现募投项目实际投资超出预算、项目投资进度未达到预期等情况，此外，本次募投项目是公司对于新业务的开拓，公司缺乏相关经验及稳定的客群，募投项目投产之后，若下游需求未达预期，募投项目的产能能否充分利用及实现预期收益存在一定不确定性。

公司日常经营形成的收益为本期债券偿债资金的重要保障，2020-2022 年及 2023 年 1-3 月，公司分别实现营业收入 5.77 亿元、7.68 亿元、8.26 亿元及 1.48 亿元，分别实现净利润 0.82 亿元、0.68 亿元、0.67 亿元以及 0.10 亿元，经营活动现金流净流入分别为 0.69 亿元、0.26 亿元、0.17 亿元以及 -0.12 亿元。公司下游客户资质较好，且与主要客户合作较为稳定。但需要注意的是，公司处于规模扩张阶段，随着项目的陆续投入，公司面临新增产能消化风险及一定的资本支出压力。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素导致债券未能进行转股的可能。

九、结论

公司作为流体电磁阀、模块化组件及水位传感器等家电配件行业的头部企业，下游客户资质较好且与主要客户合作较为稳定，近年营业收入持续增长，上市后融资渠道有所拓宽，且公司杠杆水平较低。但需要关注的是，公司产品盈利承压，客户集中度较高，在建、拟建项目总投资规模较大，面临新增产能消化风险及一定的资本支出压力，且公司新业务拓展存在一定不确定性。总体来看，公司具有一定的抗风险能力。

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

跟踪评级安排

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

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

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

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

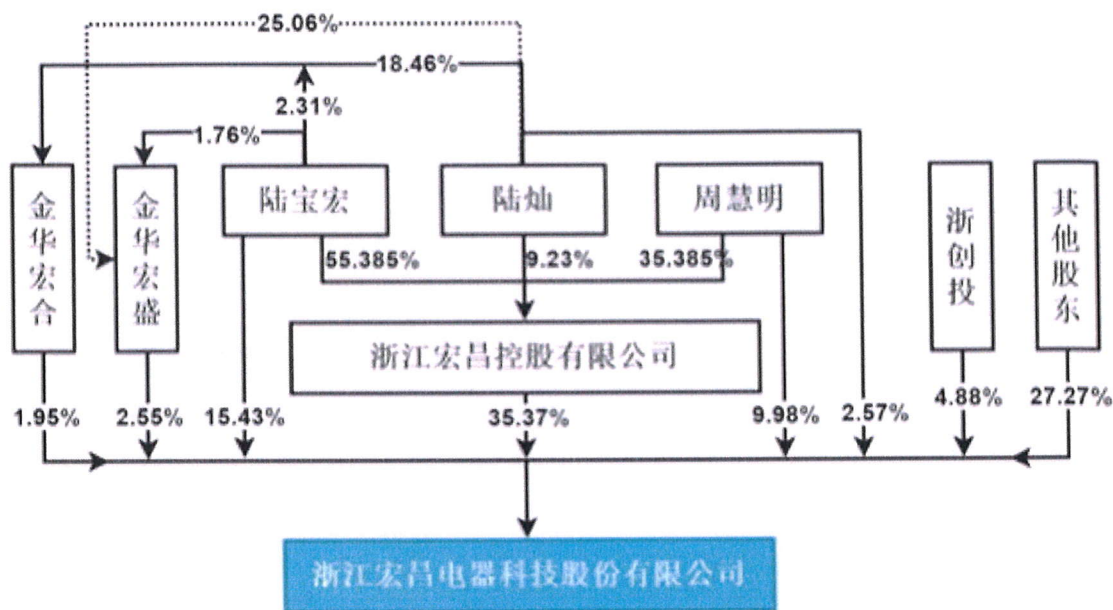
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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	3.94	3.83	4.40	0.47
应收票据	1.90	1.27	1.12	1.23
应收账款	2.39	3.41	3.01	2.14
流动资产合计	11.61	11.74	11.26	5.01
固定资产	2.27	2.10	1.58	1.42
非流动资产合计	3.47	3.30	2.53	1.91
资产总计	15.08	15.04	13.79	6.92
短期借款	0.98	0.64	0.40	0.31
应付票据	1.84	1.68	1.58	1.07
应付账款	1.43	1.90	1.82	1.35
一年内到期的非流动负债	0.01	0.02	0.00	0.00
流动负债合计	4.52	4.60	4.13	3.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.17	0.15	0.06	0.03
负债合计	4.69	4.75	4.19	3.09
总债务	2.88	2.39	1.98	1.37
归属于母公司的所有者权益	10.36	10.26	9.57	3.82
营业收入	1.48	8.26	7.68	5.77
营业利润	0.10	0.72	0.73	0.93
净利润	0.10	0.67	0.68	0.82
经营活动产生的现金流量净额	-0.12	0.17	0.26	0.69
投资活动产生的现金流量净额	-0.22	-0.77	-1.82	-0.28
筹资活动产生的现金流量净额	0.36	0.22	5.14	-0.27
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	17.71%	17.94%	18.85%	26.49%
EBITDA 利润率	--	11.20%	11.56%	19.28%
总资产回报率	--	5.14%	7.26%	14.78%
资产负债率	31.08%	31.58%	30.40%	44.73%
净债务/EBITDA	--	-3.99	-5.39	-0.52
EBITDA 利息保障倍数	--	38.58	46.72	57.25
总债务/总资本	21.69%	18.86%	17.09%	26.42%
FFO/净债务	--	-19.52%	-14.92%	-120.57%
速动比率	2.25	2.28	2.43	1.39
现金短期债务比	2.36	2.70	3.52	1.52

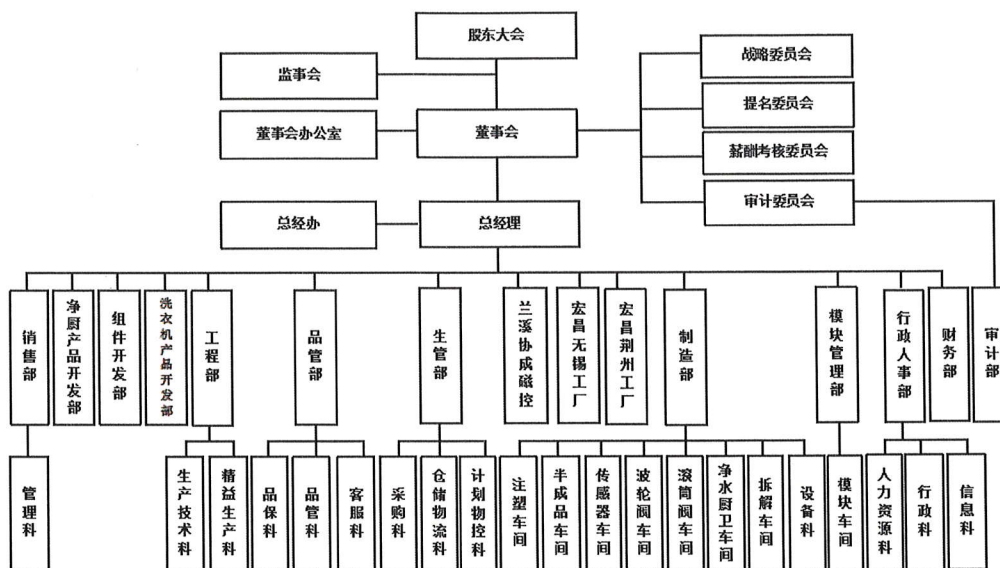
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

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，中证鹏元整理

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，中证鹏元整理

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：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
金华市弘驰科技有限公司	0.05	100.00%	模具、机械设备、电气设备及配件的技术开发、制造、销售,软件开发,货物与技术进出口
兰溪协成磁控科技有限公司	0.10	100.00%	磁控技术研发; 电磁电子类控制器及电工器材、电器配件的技术开发、制造与销售
宏昌电器(无锡)有限公司	0.20	70.00%	家用电器销售; 家用电器研发; 家用电器制造; 家用电器零配件销售; 塑料制品制造; 电子产品销售; 机械设备销售; 金属制品销售
宏昌科技(荆州)有限公司	0.30	100.00%	电子元器件与机电组件设备制造; 电工器材制造; 塑料制品制造; 密封件制造; 家用电器零配件销售; 模具制造; 软件开发
金华宏耘贸易有限公司	0.01	100.00%	家用电器销售; 家用电器零配件销售; 技术进出口; 货物进出口; 销售代理; 进出口代理等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。

b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

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