



内部编号: 2024060061

杭州星帅尔电器股份有限公司

公开发行可转换公司债券

定期跟踪评级报告

分析师: 吕品 吕品 lp@shxsj.com
丁大燕 丁大燕 ddy@shxsj.com

评级总监: 沈其恺 沈其恺

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于授权范围以外的债券发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100037】

评级对象：杭州星帅尔电器股份有限公司公开发行可转换公司债券

星帅转2

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：A+/稳定/A+/2024年6月7日

前次跟踪：A+/稳定/A+/2023年6月28日

首次评级：A+/稳定/A+/2022年8月16日



跟踪评级观点

主要优势：

- 产品不断丰富，下游客户稳定。星帅尔在家电零部件领域深耕多年，并逐步切入小家电温度控制器、电机、光伏领域，产业链不断丰富；经过多年经营发展，公司与多家大型压缩机生产商、家电企业、新能源汽车企业建立了长期稳定的合作关系。
- 光伏组件收入大幅增加。富乐新能源“年产1GW光伏组件项目”投产后，光伏组件收入大幅增加，现已成为星帅尔最主要的收入来源。
- 财务弹性较好。星帅尔账面货币资金储备充裕，主业创现能力较强，负债经营程度较低，融资渠道通畅，财务弹性较好。

主要风险：

- 光伏组件价格下跌风险。受市场竞争加剧的影响，光伏组件价格大幅下滑，对星帅尔2024年第一季度收入产生一定的影响。未来随着星帅转2募投项目逐步投产，若光伏组件价格继续下跌，公司将面临较大的经营压力。
- 流动性压力。近年来星帅尔应收账款和存货规模持续较大，需关注账款回收风险和资金占用成本。
- 股权质押风险。星帅尔控股股东楼月根先生和法人股东星帅尔投资分别将其持有的部分星帅尔股份质押，用于为星帅转2提供担保，合计占公司总股本的16.84%，质押比例较高。
- 2024年4月，因信息披露不准确，该公司及总经理楼勇伟、财务总监高林锋、董事会秘书陆群峰收到浙江证监局警示函，需关注。
- 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。

跟踪评级结论

通过对星帅尔主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级A+，评级展望稳定，并维持上述债券A+信用等级。

未来展望

本评级机构预计星帅尔信用质量在未来12个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
<i>母公司口径数据：</i>				
货币资金（亿元）	1.43	1.16	1.76	4.25
刚性债务（亿元）	2.64	0.74	5.03	5.21
所有者权益（亿元）	11.73	13.39	15.40	15.74

经营性现金净流入量（亿元）	0.80	1.00	1.35	2.55
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	18.99	24.88	33.94	31.91
总负债（亿元）	6.54	10.72	16.68	14.09
刚性债务（亿元）	2.97	5.77	12.29	10.30
所有者权益（亿元）	12.45	14.17	17.26	17.81
营业收入（亿元）	13.69	19.49	28.79	4.64
净利润（亿元）	1.51	1.23	2.13	0.54
经营性现金净流入量（亿元）	1.42	1.48	4.01	-1.23
EBITDA（亿元）	2.24	1.80	3.10	--
资产负债率[%]	34.46	43.06	49.15	44.17
权益资本与刚性债务比率[%]	418.74	245.50	140.46	172.97
流动比率[%]	314.53	179.83	207.39	239.01
现金比率[%]	125.29	63.67	102.42	118.64
利息保障倍数[倍]	9.93	43.07	12.13	--
净资产收益率[%]	13.22	9.27	13.55	--
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	35.69	20.44	35.19	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.40	20.65	6.99	--
EBITDA/利息支出[倍]	12.05	57.94	14.57	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.73	0.41	0.34	--

注：根据星帅尔经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	1	
	初始信用级别		aa⁻
	调整因素	合计调整（子级数量）	↓ 1
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	↓ 1
		③表外因素	/
④其他因素	/		
个体信用级别		a⁺	
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别		A⁺	

调整因素（↓1）：

跟踪期内，该公司及主要高管人员收到浙江证监局警示函。

支持因素：无

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023 年家用电器行业信用回顾与 2024 年展望（2024 年 2 月）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29961&mid=5&listype=1
《2023 年电气设备制造行业信用回顾与 2024 年展望（2024 年 1 月）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29956&mid=5&listype=1

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（简称“星帅尔”、“该公司”或“公司”）及其公开发行的可转换公司债券（简称“星帅转2”）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2023年财务报表、未经审计的2024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2023年6月14日发行4.629亿元星帅转2，期限6年，转股期为2023年12月20日至2029年6月13日，转股价格为13.26元/股¹。本次债券采用股份质押的担保方式，即公司法人股东杭州富阳星帅尔股权投资有限公司（简称“星帅尔投资”）以及控股股东楼月根²先生分别将其合法拥有的3800万股、1360万股星帅尔股票作为质押物进行质押担保，担保范围为可转债100%本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。截至2024年3月末，星帅转2余额为46289.48万元。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。截至本评级报告出具日，公司债券市场注册发行债务融资工具情况如图表1所示。

图表1. 公司存续债券/债务融资工具基本情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	备注
星帅转2	4.629	6年	累进利率 ³	2023年6月14日	

资料来源：星帅尔

本次发行的星帅转2扣除发行费用后，募集资金净额拟投资于以下项目：

图表2. 公司存续债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目拟投入募集资金
年产2GW高效太阳能光伏组件建设项目	44730.51	38500.00
补充流动资金	7790.00	7790.00
合计	52520.51	46290.00

资料来源：星帅尔

该公司年产2GW高效太阳能光伏组件建设项目由全资子公司杭州星帅尔光伏科技有限公司（简称“星帅尔光伏”）作为主体实施。通过在杭州市富阳区购置土地，新建生产厂房及配套设施，并购置串焊机、激光划片机、EL测试仪等设备建设高效光伏组件生产线。该项目将打造智能化的光伏组件制造工厂，面对单玻/双玻、182mm/210mm、半片/全片、单面发电/双面发电、PERC电池片/TOPCon电池片等多种要求组合的光伏组件，采用柔性化的生产方式，并辅以高度自动化的生产设备和高效稳定的生产流程，减小生产过程中的物料损耗与人工成本，提升产品单位面积的功率。该项目拟生产的主要产品为光伏组件，其以电池片、玻璃、EVA胶膜、背板、边框、接线盒等为原材料，经过划片、串焊、层压等过程产出。该项目建设期24个月，达产期10年。

该项目总投资4.47亿元，包括工程建设费用3.89亿元，工程建设其他费用0.05亿元，基本预备费0.28亿元，铺底流动资金0.25亿元。其中，土地购置费、建筑工程、设备购置及安装拟使用募集资金3.85亿元进行建设，其余部分拟使用自有资金投入。星帅尔光伏基建项目已于2023年9月完成，10月生产设备陆续进场、安装、调试，2024年1月正式投产，产能逐步爬坡。

¹ 本次可转债的初始转股价格为13.35元/股，2023年9月，公司回购注销21.15万股限制性股票，星帅转2的转股价格于2023年9月26日起调整为13.36元/股；2023年第四季度，星帅转2转股311股，面值减少4200元，截至2023年末，剩余面值46289.58万元；截至2024年2月19日，星帅转2触发转股价格向下修正条款，公司董事会决定不向下修正转股价格；截至2024年3月11日，星帅转2再次触发转股价格向下修正条款，公司董事会决定不向下修正转股价格；2024年第一季度，星帅转2转股74股，面值减少1000元，截至2024年3月末，剩余面值46289.48万元；2023年公司权益分派后（每10股派发现金红利1.00元（含税）），星帅转2的转股价格于2024年5月23日起调整为13.26元/股。

² 2023年12月5日，公司控股股东楼月根先生因病逝世，其直接持有27.91%公司股份，通过星帅尔投资间接持有5.38%公司股份，以及相关可转换公司债券，截至本评级报告出具日，继承事宜尚未完成。

³ 第一年0.3%，第二年0.5%，第三年1.0%，第四年1.5%，第五年2.5%，第六年3.0%。

发行人信用质量跟踪分析

数据基础

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年至 2023 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 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。

2021 年末，该公司合并范围子公司共 7 家，较上年末增加黄山富乐新能源科技有限公司（简称“富乐新能源”），其纳入合并范围对公司财务报表影响较大。2022 年末，公司合并范围子公司共 11 家，较上年末增加 4 家，为 4 家新设公司，主要从事光伏组件的生产与销售，由于 4 家新设公司均处于初步业务开展阶段，其纳入合并范围对公司整体财务报表影响不大。2023 年末，公司合并范围子公司共 10 家，较上年末减少 1 家，系江西浙特电机有限公司于 2023 年 2 月注销，不再纳入公司合并范围，其业务体量很小，对公司整体财务报表的影响很小。总体看，公司最近三年一期财务数据具有一定可比性。

业务

该公司主要从事家电零部件、电机和光伏组件的研发、生产和销售，产业链不断丰富，通过客户资源、技术研发、品牌运作等方面的整合，有一定的协同效应。经过多年经营发展，公司与多家大型压缩机生产商、家电企业、新能源汽车企业建立了长期稳定的合作关系。富乐新能源“年产 1GW 光伏组件项目”投产后，光伏组件收入大幅增加，带动公司整体业务及收入规模快速增长。

1、外部环境

（1）宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

（2）行业因素

A、家用电器行业

我国家电行业景气度与宏观经济周期的波动趋势较为一致，且与房地产行业表现出较强的相关性。2022 年受房地产行业景气度较低及居民消费意愿下降等因素影响，国内家电市场有所收缩；2023 年前三季度国内家电消费随着线下客流的逐步恢复而呈弱修复态势，但受制于房地产行业景气度仍偏弱，复苏情况明显落后于整体消费市场。出口方面，由于受到全球主要经济体高通胀及俄乌冲突等因素影响，2022 年我国家电行业出口规模同比收缩明显；2023 年前三季度海外市场家电去库存效应显现，逐步开启补库存节奏，叠加人民币汇率及海运价格持续低位，全球供应链的逐步修复，美联储加息缓解通胀等因素，海外需求明显改善。

展望 2024 年，预计房地产市场景气度偏弱等因素仍会对我国家电内需市场产生一定抑制，全球经济疲弱及汇率因素或将使家电出口增速较明显回落。除少数企业经营及财务压力较大外，我国主流家电企业已具备较强综合竞争实力，且财务状况表现良好；小家电企业虽然规模普遍较小但其杠杆水平整体较低，家电行业整体具备较强的抗短期风险能力。

详见《2023 年家用电器行业信用回顾与 2024 年展望》。

B、光伏设备行业

受益于能源结构调整、碳减排相关政策的不断推进，以及光伏发电技术的进步和发电成本的下降，我国光伏行业发展迅速，2020 年以来新增装机容量不断增长。2020-2022 年及 2023 年前三季度，新增装机容量分别为 4820 万千瓦、5488 万千瓦、8741 万千瓦和 12894 万千瓦。截至 2023 年 9 月末，光伏发电累计装机 5.2 亿千瓦。2022 年全国组件产量达到 288.7GW，同比增长 58.8%，产量全球占比 84.8%。其中前五大企业的总产量占国内组件总产量的 61.4%，较上年下降 2 个百分点；前五大企业平均产量超过 35.4GW，同比增长 53.9%；2022 年产量达 5GW 以上企业 11 家。我国光伏材料及组件产量居全球绝对主导地位且产业链完整，具有很强的市场竞争实力。从全球市场来看，2022 年我国光伏产品出口总额（硅片、电池片、组件）约 512.5 亿美元，同比增长 80.3%；其中硅片、电池片、组件出口额分别约 50.74 亿美元、38.15 亿美元和 423.61 亿美元。

展望 2024 年，在双碳目标下，国家对新能源建设鼓励政策支持以及风光基地建设的持续推进，仍可对风电和光伏装机需求形成支撑。受益于我国新能源装备产业链完整且竞争力强，全球能源结构低碳转型趋势下，海外装机需求亦对国内风电及光伏设备产业形成利好。中短期内，新能源相关电气设备领域龙头企业的资本支出及生产设施全球化布局力度将加大，并推动行业整体规模扩张。

详见《2023 年电气设备制造行业信用回顾与 2024 年展望》。

2、业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计	13.69	19.49	28.79	4.64	5.75
家电零部件	8.67	6.29	7.01	2.08	1.49
在营业收入中占比	63.38	32.29	24.35	44.74	25.92
电机	1.83	1.64	1.73	0.43	0.37
在营业收入中占比	13.37	8.41	6.00	9.21	6.46
光伏组件	2.54	11.20	19.71	2.05	3.81
在营业收入中占比	18.56	57.45	68.46	44.26	66.17
毛利率	21.53	14.94	14.96	20.46	16.33
家电零部件	28.31	31.13	32.16	38.19	29.29
电机	10.48	10.99	8.96	13.59	10.03
光伏组件	8.63	6.34	9.30	7.08	11.47

注：根据星帅尔提供的数据整理、计算。

该公司主要从事各种类型的家电零部件，中小型、微型电机以及太阳能光伏组件等产品的研发、生产和销售。近年来，公司在巩固和强化热保护器、起动器和密封接线柱主业的同时，积极开展产业链整合，通过对常熟新都安电器股份有限公司（简称“新都安”）、浙江特种电机股份有限公司（简称“浙特电机”）以及富乐新能源控股股权的收购，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。

得益于富乐新能源“年产 1GW 光伏组件项目”投产，该公司近两年光伏组件业务收入大幅增加，带动总体收入的大幅提升。公司 2023 年营业收入为 28.79 亿元，同比增长 47.68%。同期，光伏组件收入占公司营业收入的比重上升至 68.46%，为公司最主要的收入来源。2023 年，公司综合毛利率为 14.96%，变动不大。2024 年第一季度，公司实现营业收入 4.64 亿元，同比有所下降，主要系当期光伏组件均价大幅下跌，业务收入相应下滑所致；公司综合毛利率为 20.46%，同比有所上升，系家电零部件收入占比上升，拉高了公司整体毛利水平。

(1) 经营状况

A、家电零部件

该公司家电零部件产品主要包括热保护器、起动机（简称“两器”）、密封接线柱和温度控制器等。2023 年及 2024 年第一季度，公司家电零部件产品营业收入分别为 7.01 亿元和 2.08 亿元，分别占当期营业总收入的 24.35% 和 44.74%。受外部环境及家电市场需求回暖的影响，2023 年以来公司家电零部件产销量均有所回升，2023 年及 2024 年第一季度产量分别 4.12 亿只和 1.13 亿只；销量分别为 3.86 亿只和 1.26 亿只，产销量均有所上升，产销率 93% 以上，均价亦小幅回升。

两器产品为该公司传统优势产品，主要由公司本部及全资子公司浙江欧博电子有限公司（简称“欧博电子”）运营，产品主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机及洗衣机烘干机上。公司两器产品生产基地位于杭州市富阳区受降镇交界岭 99 号，总建筑面积 3.75 万 m²，其中厂房面积 1.76 万 m²，办公楼 1.99 万 m²，均通过自建方式取得。公司生产车间配有热保护器发热丝成型设备、热保护器发热丝焊接设备、保护器循环机自动上料机和底座组件组装设备等，设备较齐全。

图表 4. 公司家电零部件产销情况（单位：万只、元/只、%）

产品	项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月	2023 年 1-3 月
家电零部件	产量	41072.19	34738.08	41186.41	11272.06	8724.50
	销量	41588.11	35102.84	38601.34	12624.32	9137.68
	产销率	101.26	101.05	93.72	112.00	104.74
	均价	2.09	1.79	1.82	1.65	1.63

资料来源：星帅尔

该公司密封接线柱、光通信、光传感器组件业务主要由全资子公司杭州华锦电子有限公司（简称“华锦电子”）负责，主要产品为电机压缩机密封接线插座、光通信组件、光传感器组件和专用芯片封装，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。公司密封接线柱、光通信、光传感器组件产品生产基地位于临安市玲珑街道锦溪南路 1238 号，总建筑面积 2.90 万 m²，通过购买方式取得。

该公司温度控制器业务主要由全资子公司新都安负责。2017 年 7 月和 2020 年 1 月，公司先后收购新都安 51% 和 34% 的股权，2023 年 2 月，欧博电子收购新都安剩余 15% 股权，收购完成后持有新都安 100% 股权。新都安研发生产的温控器主要用于变压器、微波炉、饮水机、咖啡机、热水器、吸尘器等小家电领域。公司温度控制器产品生产厂房位于常熟市虞山镇方桥路 18 号，面积 0.91 万 m²，系租赁取得，租期为 2017 年 10 月至 2027 年 12 月。新都安生产车间配有成品自动组装线、温控器组装机、中盖供料机、芯棒自动安装机、半成品自动上料机及激光打标机等设备。

该公司两器的原材料包括 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，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，确保原材料采购价格、数量和交货期得到保证。另外，公司部分零部件由金工（冲制）车间自行生产，既能节约成本，又缩短了交货期。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。2023 年，公司家电零部件材料采购金额 3.75 亿元，占其营业成本的 78.91%，材料成本的占比稳定。

B、电机

该公司电机业务主要由全资子公司浙特电机运营，公司分别于 2017 年 11 月和 2019 年 1 月收购浙特电机 24.99% 和 21.77% 的股权，合计持有其 46.76% 股权，取得其实际控制权；公司于 2020 年 1 月发行 2.80 亿元星帅转债，其中 1.96 亿元用于收购浙特电机剩余 53.24% 股权，收购完成后持有浙特电机 100% 股权。浙特电机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、水泵等领域。公司电机产品种类多，正逐步向小型化电机转型，因此近年来产量大幅增加，但均价下滑明显。2023 年及 2024 年第一季度，电机产量分别为 405.05 万只和 140.45 万只，销量分别为 386.56 万只和 123.09 万只，2023 年产销量均大幅增长，但均价大幅下滑。同期，电机业务分别实现营业收入 1.73 亿元和 0.43 亿元，分

别占公司营业收入的6%和9.21%，占比较小。随着公司电机小型化发展，通过产量提升，尚能维持现有收入规模。

该公司电机产品生产厂房坐落于嵊州市加佳路18号，通过自建方式取得，总面积9.30万m²。浙特电机拥有空调压缩机自动绕线生产线、定子集中卷绕机器人系统、AIDA高速精密冲床等生产设备。电机的原材料包括硅钢片、漆包线、铝锭等，2023年公司电机材料采购金额1.27亿元，占其营业成本的80.84%，材料成本的占比稳定。

图表5. 公司电机产品产销情况（单位：万只、元/只、%）

产品	项目	2021年	2022年	2023年	2024年1-3月	2023年1-3月
电机	产量	87.96	125.95	405.05	140.45	75.78
	销量	84.45	113.31	386.56	123.09	82.27
	产销率	96.01	89.96	95.44	87.64	108.56
	均价	216.62	144.63	44.70	34.73	45.14

资料来源：星帅尔

C、光伏组件

该公司光伏组件业务主要由控股子公司富乐新能源运营，公司分别于2021年2月和2022年4月收购富乐新能源51%和39.2%的股权，合计持有其90.2%股权。富乐新能源成立于2017年3月，注册资本为5000万元，其主要承接地面电站和分布式电站设计、安装，是太阳能光伏组件的制造及服务供应商，产品应用于住宅、商业和地面光伏电站等发电系统。富乐新能源前期产品166半片、450W组件，182半片、550W/590W组件等已量产；210半片660W组件已通过第三方实验室高标准检测，全黑组件、双面发电组件产品也已经通过TUV、Intertek认证；2022年研发的N型TOPCON182半片、585W/630W双面组件已量产，双面发电组件通过双倍IEC可靠性测试，更低的年度衰减，更低的工作温度特性，高双面率背面增益最高可达25%，优异的弱光性能和抗PID性能，比常规双玻组件减重25%，采用易洁PVF薄膜有效减少5%运营成本；N型TOPCON210半片、700W高效双面组件正处于研发中。

2022年富乐新能源“年产1GW光伏组件项目”投产，该项目总投资3亿元，新建、改造厂房、研发中心合计约4.5万m²，引入两条自动化生产线，实现1.5GW/年的产能，日产量约7500片，能生产P型、N型等各种类型常规或个性化定制组件，目前生产线运转良好，效率持续提升。光伏组件的原材料包括电池片、光伏玻璃、胶膜等，2023年公司光伏组件材料采购金额17.26亿元，占其营业成本的96.57%，材料成本的占比稳定。2023年及2024年第一季度，公司光伏组件产量分别为1466.54MW和229.78MW，销量分别为1466.86MW和255.32MW，2023年产销量均大幅增长，产销率100%以上，但受市场竞争加剧的影响，均价下滑明显。

2023年及2024年第一季度，该公司光伏组件业务实现营业收入19.71亿元和2.05亿元，分别占营业收入的68.46%和44.26%，富乐新能源“年产1GW光伏组件项目”投产后，下游客户对光伏组件的采购规模大，订单充足，使得公司光伏组件收入大幅增加。但光伏组件均价大幅下滑，影响了2024年第一季度收入。

图表6. 公司光伏组件产品产销情况（单位：MW、万元/MW、%）

产品	项目	2021年 ⁴	2022年	2023年	2024年1-3月	2023年1-3月
光伏组件	产量	182.68	742.77	1466.54	229.78	209.10
	销量	185.00	668.03	1466.86	255.32	248.45
	产销率	101.27	89.94	100.02	111.11	118.82
	均价	137.29	167.65	134.37	81.64	153.00

资料来源：星帅尔

(2) 竞争优势

近年来，该公司积极开展产业链整合，通过对新都安、浙特电机以及富乐新能源控股权的收购，不断丰富公司的产业链布局，经营规模快速扩大，客户关系稳定。公司下游客户涉及压缩机厂商、小家电、电梯、新能源、光伏

⁴ 本文所指富乐新能源2021年各项数据均指其纳入公司合并范围后的数据。

等领域。依托一定的技术和研发实力、良好的产品质量，公司成为华意系⁵、钱江系、东贝系、四川丹甫、美的系等压缩机品牌客户的重要供应商，终端客户为海尔、海信、美的等家电企业，下属子公司也在各自领域内与格兰仕、松下、苏泊尔、利仁等家用电器企业，海立系、上海江菱机电有限公司、绿田机械股份有限公司等电机企业，正泰系、国家电力投资集团有限公司等光伏能源企业建立了良好的合作关系。通过客户资源、技术研发、品牌运作等方面的整合，公司有一定的协同效应。由于热保护器、起动器和密封接线柱是制冷压缩机产品的关键配件，压缩机制造企业对供应商的选择非常谨慎，电机、光伏组件产品也要需较长期的认证，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。富乐新能源是国家电力投资集团有限公司单晶光伏电池组件的合格供应商之一。2024年3月富乐新能源与中国能源建设集团东北电力第二工程有限公司签订了10.14亿元光伏组件销售合同，在手订单量较充足。

2023年及2024年第一季度，该公司前五大客户销售金额分别为22.10亿元和3.40亿元，占同期主营业务收入的比重分别为77.52%和74.56%，客户集中度较高。公司与下游压缩机厂商、小家电、电梯、新能源客户主要通过现汇、承兑进行结算，账期1-3个月；与下游光伏企业以承兑进行结算，先预收15%的货款，剩余款项在发货后4个月内收回。

图表7. 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	2023年		2024年1-3月	
		金额	占比	金额	占比
客户一	光伏组件	15.67	54.97	2.09	45.83
客户二	光伏组件	2.96	10.38	--	--
客户三	家电零部件	1.28	4.49	0.54	11.84
客户四	家电零部件	1.23	4.31	0.45	9.87
客户五	光伏组件	0.96	3.37	--	--
客户六	家电零部件	--	--	0.18	3.95
客户七	家电零部件	--	--	0.14	3.07
合计	--	22.10	77.52	3.40	74.56

资料来源：星帅尔

该公司是高新技术企业，专精特新“小巨人”企业，具有一定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。富乐新能源核心团队成员拥有多年光伏行业从业经验，其多位高管曾在行业内知名企业任职，首创叠加三分片、无损切割、高密度封装等先进技术版型设计，可降低电阻损耗和故障发生率，提升预期使用寿命和发电效率。此外，公司专门设立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”），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2023年末，该公司研发人员143人，占总人数的10.16%。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、光伏需求的匹配。2021-2023年，公司研发投入分别为0.49亿元、0.66亿元和0.70亿元，占营业收入比重分别为3.59%、3.38%和2.44%。截至2024年3月末，公司及其下属子公司合计拥有专利240项，其中发明专利40项，实用新型专利和外观设计共计200项，有一定技术实力。

⁵ 华意系包括长虹华意压缩机股份有限公司及其子公司华意压缩机（荆州）有限公司、加西贝拉压缩机有限公司、孙公司华意压缩机巴塞罗那有限责任公司；

东贝系包括黄石东贝电器股份有限公司及其子公司芜湖欧宝机电有限公司、东贝机电（江苏）有限公司；

美的系包括安徽美芝制冷设备有限公司、安徽美芝精密制造有限公司、广东美芝精密制造有限公司、广东美芝制冷设备有限公司、无锡小天鹅股份有限公司、广东美的厨房电器制造有限公司等，均为美的控股子公司；

万宝系包括广州万宝集团压缩机有限公司和青岛万宝压缩机有限公司；

钱江系包括杭州钱江制冷压缩机集团有限公司；

海立系包括上海海立电器有限公司、上海海立新能源技术有限公司和南昌海立电器有限公司；

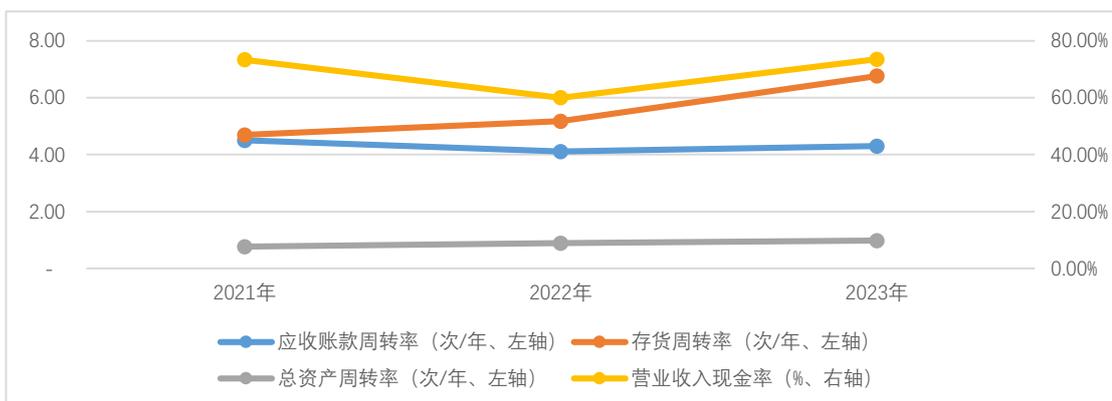
四川丹甫指四川丹甫环境科技有限公司；

LG电子包括韩国LG和泰州乐金电子冷机有限公司；

正泰系包括温州翔泰新能源投资有限公司、浙江善泰新能源有限公司、正泰安能数字能源（浙江）股份有限公司。

(3) 经营效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值

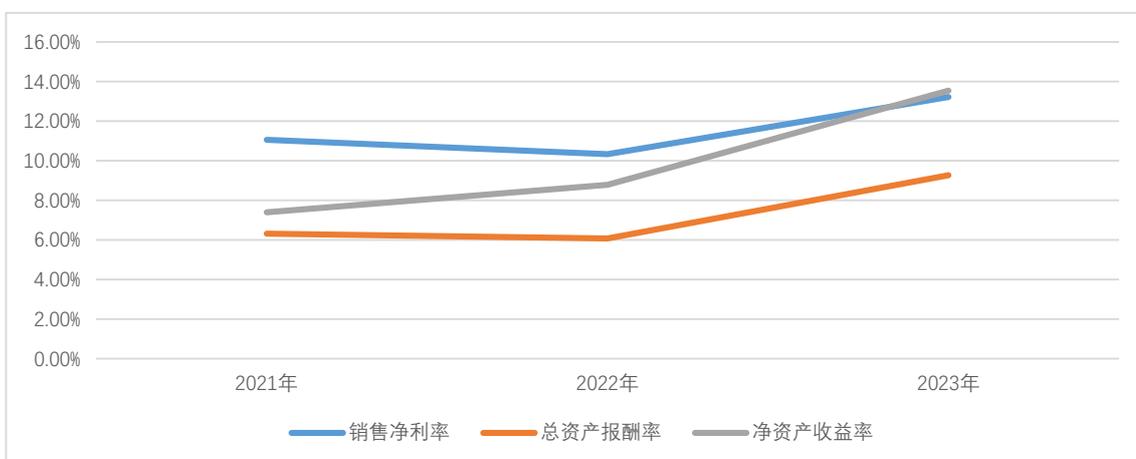


资料来源：根据星帅尔所提供数据整理、绘制。

2023 年，该公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 4.30 次/年、6.76 次/年和 0.98 次/年，均有所上升。其中，存货周转率上升较快，主要系公司当期业务规模扩大，营业成本上升明显，但原材料采购价格下降；总资产周转速度小幅上升，且处于较好水平，主要系当期营业收入增长较快。同期，公司营业收入现金率为 73.52%，也有所上升，但账款回收及时性较弱，主要系光伏组件回款周期相对较长，导致公司整体资金回笼较慢。

(4) 盈利能力

图表 9. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据星帅尔所提供数据整理、绘制。

该公司利润主要来自营业毛利，2023 年及 2024 年第一季度，公司营业毛利分别为 4.31 亿元和 0.95 亿元，均有所增长。同期，公司其他收益分别为 0.37 亿元和 0.05 亿元，主要为政府补助，对公司利润形成一定的补充。2023 年及 2024 年第一季度，公司净利润分别为 2.13 亿元和 0.54 亿元，同比均有所增长。

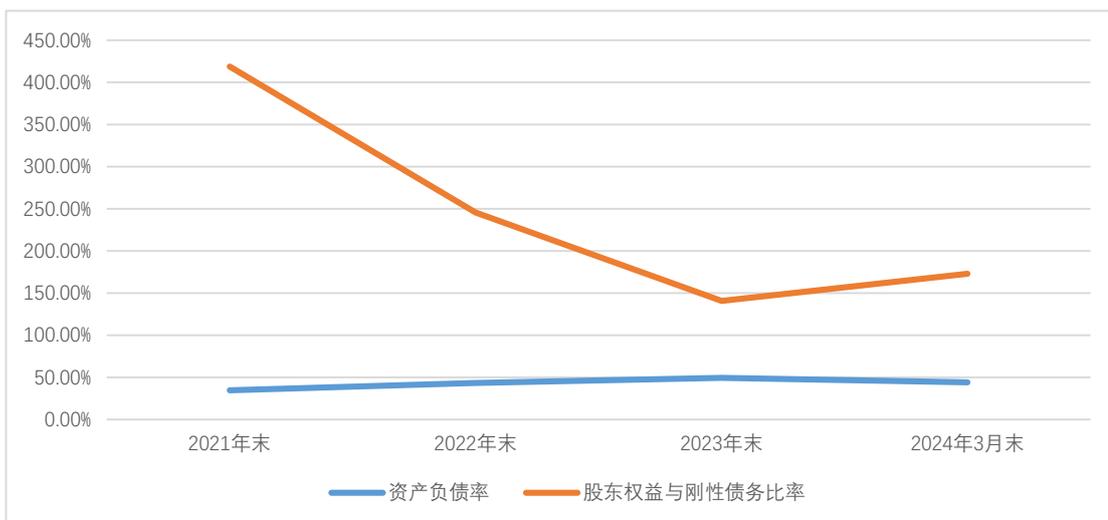
期间费用方面，2023 年及 2024 年第一季度，该公司期间费用分别为 1.95 亿元和 0.44 亿元，期间费用率分别为 6.79% 和 9.45%。近年来公司期间费用随业务规模、研发支出等的增加而增加，但整体控制较好。公司期间费用主要为管理费用（含研发费用），同期分别为 1.66 亿元和 0.39 亿元，随业务规模的扩大而增加，2023 年星帅尔光伏建设并逐步投产，新招大量工人以及富乐新能源完成业绩承诺给予相应的团队奖励等。2023 年及 2024 年第一季度，公司资产减值损失（含信用减值损失）分别为 -0.18 亿元和 0.06 亿元，主要为计提的应收账款坏账损失和存货跌价损失，2024 年第一季度为正值主要系坏账损失的转回。

财务

受光伏组件业务规模扩大的影响，该公司存货储备量增加，应付票据随之增加，加之发行星帅转 2，2023 年末公司刚性债务规模大幅增加，财务杠杆水平随之上升。但得益于经营积累，公司负债经营程度仍较低。公司账面不受限货币资金较充裕，可为即期债务的偿付提供一定的支持。公司主业创现能力较强，融资渠道通畅，财务结构较稳健。

1、财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据星帅尔所提供的数据整理、绘制。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 49.15%和 44.17%，公司财务杠杆水平较 2022 年末小幅提升，但仍处于较低水平；同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 140.46%和 172.97%，较 2022 年末大幅下降，主要系 2023 年发行星帅转 2，刚性债务规模大幅增加所致。

(1) 资产

图表 11. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	13.34	18.41	26.09	23.67
	70.22	73.99	76.86	74.20
其中：货币资金（亿元）	2.85	5.17	9.87	8.18
应收款项（亿元）	3.28	6.20	7.20	6.27
存货（亿元）	2.57	3.84	3.41	3.41
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	5.66	6.47	7.85	8.23
	29.78	26.01	23.14	25.80
其中：固定资产（亿元）	3.71	4.33	4.31	5.08

注：根据星帅尔所提供数据整理、计算。

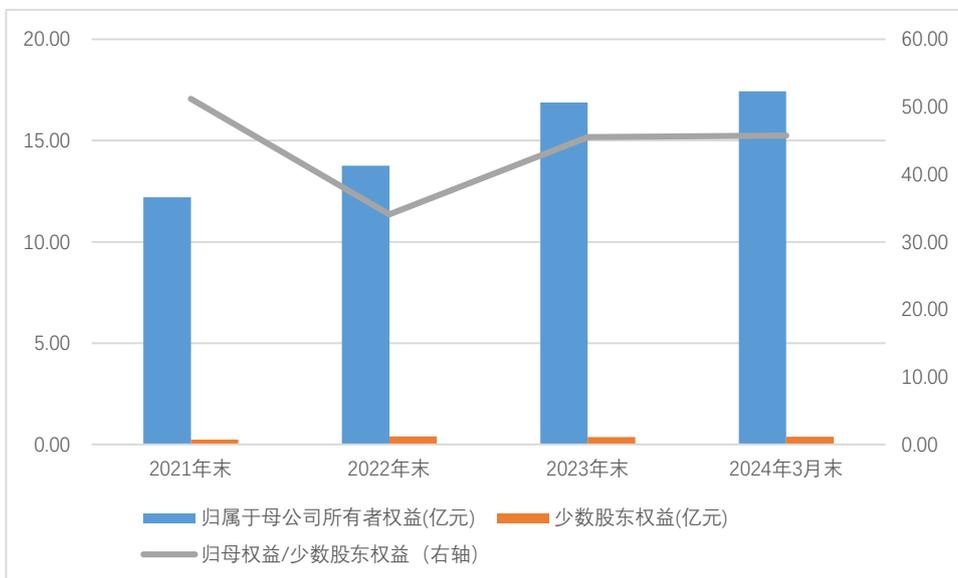
2023 年末，该公司资产总额分别为 33.94 亿元，保持较快增长。公司资产以流动资产为主，年末流动资产占资产总额的 76.86%。公司资产主要由货币资金、应收账款、存货和固定资产构成，2023 年末分别占总资产的 29.08%、21.21%、10.03%和 12.69%。其中，货币资金为 9.87 亿元，同比大幅增加，主要系当期发行星帅转 2 所致，公司账面货币资金中包括受限资金 1.53 亿元，系银行承兑保证金；应收账款为 7.20 亿元，主要系公司给予客户的商业信用，随业务规模的扩大而增加，公司应收账款账龄基本在 1 年以内，且下游客户多为知名的光伏企业、压缩机厂商、家用电器生产商，坏账风险小；存货为 3.41 亿元，主要为生产所需的原材料和库存商品，同比下降 11.20%，系当期原材料采购价格下降所致；固定资产为 4.31 亿元，主要为生产厂房、机器设备等，同比变动不

大。2024年3月末，公司资产总额为31.91亿元，与上年末基本持平，期末公司资产结构相对稳定。

受限资产方面，截至2023年末，该公司受限资产合计1.59亿元，占总资产的比重为4.70%，其中，用于保证金而受限的货币资金1.53亿元，用于质押的应收款项融资0.06亿元，公司资产整体受限程度较小。

(2) 所有者权益

图表 12. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据星帅尔所提供的数据整理、绘制。

2023年末，该公司所有者权益为17.26亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，分别占净资产的17.76%、19.99%和47.48%。年末，公司其他权益资本1.13亿元，系星帅转2权益成分的公允价值。2024年3月末，公司所有者权益为17.81亿元，较上年末变动不大，净资产结构稳定。

该公司为上市公司，2021年度公司向全体股东每10股派发现金红利1.5元（含税），以资本公积向全体股东每10股转增4股；2022年度公司向全体股东每10股派发现金红利1元（含税）；2023年度公司向全体股东每10股派发现金红利1元（含税），公司利润分配政策较稳健，年度分红对权益资本的影响有限。

(3) 负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务（亿元）

主要数据及指标	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
刚性债务	2.97	5.77	12.29	10.30
其中：应付票据	1.17	5.75	8.71	6.65
应付债券	1.80	--	3.57	3.65
应付账款	2.41	3.42	2.59	2.29

资料来源：星帅尔。

2023年末，该公司负债总额16.68亿元，年末长短期债务比为32.63%，以短期债务为主。从债务结构来看，公司债务主要由刚性债务和应付账款构成，2023年末分别占总负债的73.65%和15.52%。其中，刚性债务为12.29亿元，包括应付票据8.71亿元、应付债券3.57亿元，应付票据同比增长51.59%，主要系应付光伏组件的采购款大多以票据进行结算，随业务规模上升而大幅增长所致；应付账款为2.59亿元，主要为应付供应商的原材料采购款和项目设备款，较上年下降24.23%，主要系票据结算增加。2024年3月末，公司负债总额14.09亿元，刚性债务10.30亿元，应付账款2.29亿元，同比变动均不大。

2、偿债能力

(1) 现金流量

图表 14. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	1.42	1.48	4.01	-1.23	-0.54
其中：业务现金收支净额 (亿元)	1.37	1.41	4.02	-1.26	-0.46
投资环节产生的现金流量净额 (亿元)	-0.50	0.30	-3.06	-0.03	-0.54
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	-1.31	-1.22	-1.60	-0.31	-0.19
筹资环节产生的现金流量净额 (亿元)	-0.30	-1.01	4.12	-0.01	-0.10

资料来源：星帅尔。

2023 年及 2024 年第一季度，该公司经营性净现金流分别为 4.01 亿元和-1.23 亿元，2024 年第一季度为净流出，主要系第一季度是家电、光伏需求淡季，销售商品、提供劳务收到的现金较少。公司投资活动主要体现为理财产品的购买与赎回以及固定资产的购置，同期，公司投资性净现金流分别为-3.06 亿元和-0.03 亿元，波动较大。其中，2023 年为大额净流出主要系购买理财产品的支出较大，尚未到期赎回。同期，公司筹资性现金净流量分别为 4.12 亿元和-0.01 亿元，2023 年为大额净流入，主要系发行星帅转 2 筹集到的资金。

(2) 偿债能力

图表 15. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA (亿元)	2.24	1.80	3.10
EBITDA/全部利息支出 (倍)	12.05	57.94	14.57
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.73	0.41	0.34

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理、计算。

2023 年，该公司 EBITDA 为 3.10 亿元，主要来源于经营利润总额；EBITDA 对刚性债务的保障倍数为 0.34 倍，2023 年公司刚性债务大幅增加，导致 EBITDA 对刚性债务的保障程度小幅下降。

调整因素

1、流动性/短期因素

图表 16. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	314.53	179.83	207.39	239.01
速动比率 (%)	250.80	141.10	179.83	201.04
现金比率 (%)	125.29	63.67	102.42	118.64

资料来源：根据星帅尔所提供数据整理、计算。

2023 年末，该公司流动比率、速动比率和现金比率均有所上升，且处于较高水平，资产流动性总体较好。

该公司与多家商业银行存在长期合作关系，近年来整体信用状况良好。截至 2024 年 3 月末，公司获得中信银行、招商银行、宁波银行、杭州银行等综合授信额度 20.1 亿元，已使用授信额度 6.6 亿元，尚未使用授信额度为 13.5 亿元。此外，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅，融资方式多样化。

2、业务多元化

该公司业务涉及家电零部件、电机、光伏等领域，业务呈现多元化特征，且家电零部件、电机等业务在客户资源、品牌运作、技术研发等方面具有协同效应，同时不同行业布局也有利于风险分散。

3、ESG 因素

公司治理方面，该公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规和公司章程的规定，建立了由股东大会、董事会、监事会及经营管理层组成的规范的多层次治理结构，董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核 4 个专门委员会和董事会办公室，公司下设证券部、商务部、生产部、内审部、财务部、办公室、研发部等多个职能部门。股东大会是公司的权力机构，决定公司重大经营决策事宜，分为年度股东大会和临时股东大会，公司每年应召开一次年度股东大会。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，设董事长一名，董事长以全体董事的过半数选举产生和罢免。公司设监事会，由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，设监事会主席 1 名，监事会主席由全体监事过半数选举产生。公司设总经理 1 名，副总经理 8 名，均由董事会聘任或解聘。人事变动方面，2023 年 1 月，公司完成董事会、监事会的换届选举，部分董事、监事、高级管理人员任期届满离任。2023 年 12 月 5 日，公司控股股东楼月根先生因病逝世，其直接持有 27.91% 公司股份，通过星帅尔投资间接持有 5.38% 公司股份，以及相关可转换公司债券，截至本评级报告出具日，继承事宜尚未完成。同年 12 月，楼勇伟被选举为董事长；2024 年 1 月，公司补选董事 1 名。以上人事变动未对公司经营管理产生重大不利影响。

近三年一期，该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错。社会责任方面，公司积极履行社会责任，重视员工权益保护，关心职工家庭生活，慰问困难职工，解决残疾人就业，开展社区公益活动，支持社会公益事业发展。环境方面，公司及下属子公司不属于环保部门公布的重点排污单位，公司积极践行节能减排、绿色低碳的发展理念，母公司取得国家、省、市三级绿色低碳工厂的荣誉称号，华锦电子获评杭州市级绿色工厂。

行政处罚情况，2024 年 4 月，该公司及总经理楼勇伟、财务总监高林锋、董事会秘书陆群峰收到浙江证监局警示函，主要因 2019 年 7 月收购浙特电机 53.24% 股权时，浙特电机财务报表附注和评估报告特别事项未披露公示中的政府补助相关信息，同时披露的审计报告和评估报告中部分股东大会召开日期不准确。该项处罚未对公司股权及债务融资产生重大负面影响，公司已于 2024 年 6 月 5 日公开披露相关审计报告和评估报告中的更正内容。

4、其他因素

2023 年 6 月 8 日，该公司股东星帅尔投资和楼月根先生分别将其持有的 3800 万股和 1360 万股星帅尔股份质押，为星帅转 2 提供担保。截至本评级报告出具日，公司法人股东星帅尔投资累计质押公司股份 3800 万股，占公司总股本的 12.40%，占其直接持有股份的 97.73%，控股股东楼月根先生累计质押公司股份 1360 万股，占公司总股本的 4.44%，占其直接持有股份的 15.90%；二者质押股份合计占公司总股本的 16.84%，质押比例较高。截至 2023 年末，公司为富乐新能源提供连带责任担保余额为 5.52 亿元，占公司净资产的 31.98%，关联担保比例较高，面临一定的或有损失风险。

根据该公司提供的《企业信用报告》和公开信息查询，截至 2024 年 4 月 18 日，公司本部及下属子公司不存在借款违约及欠息事件；截至本评级报告出具日，下属子公司不存在行政处罚，公司本部及下属子公司未被列入经营异常名录及严重违法失信名单。

该公司本部为两器产品的经营主体，2023 年末及 2024 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 21.66 亿元和 21.96 亿元。公司本部资产结构以流动资产为主，主要集中于货币资金、应收账款和其他应收款，2024 年 3 月末分别为 4.25 亿元、2.02 亿元和 3.52 亿元。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司本部负债总额分别为 6.36 亿元和 6.22 亿元，其中刚性债务分别为 5.03 亿元和 5.21 亿元，为应付票据和应付债券。同期末，公司本部的资产负债率分别为 29.37% 和 28.32%，负债经营程度保持在低水平。2023 年及 2024 年第一季度，公司本部分别实现营业收入 4.99 亿元和 1.54 亿元，分别占合并口径营业收入的 17.35% 和 33.26%，同期净利润分别为 0.92 亿元和 0.39 亿元，公司本部经营性现金流量净额分别为 1.35 亿元和 2.55 亿元。

同业比较分析

新世纪评级选取了上海海立（集团）股份有限公司、澳柯玛股份有限公司、浙江迪贝电气股份有限公司作为该公司的同业比较对象，上述主体均归属于家用电器行业，并均从事家电零部件生产业务，具有一定的可比性。新世纪评级还选取了天合光能股份有限公司、双良节能系统股份有限公司、苏州宇邦新型材料股份有限公司作为该公司的同业比较对象，上述主体均归属于电气设备制造行业，并均从事光伏组件业务，具有一定的可比性。公司盈利能力较强，销售净利率表现优于对比企业；公司财务杠杆处于较低水平，EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障程度均优于对比企业。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

本评级报告跟踪的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款、有条件回售条款以及附加回售条款。

对于赎回条款的设定：**a. 到期赎回条款：**在本次可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将按债券面值的 115%（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转换公司债券。**b. 有条件赎回条款：**在本次可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或者当本次可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

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

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售条款，本次可转换公司债券还可能面临存续期缩短的风险。

2. 偿债保障措施跟踪分析

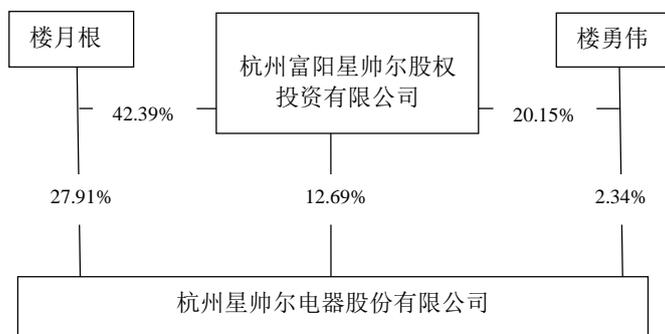
2023 年，该公司经营性现金净流入量与刚性债务比率、与负债总额比率分别为 44.46% 和 29.30%，当期公司业务规模扩大以及发行星帅转 2，使得公司债务规模大幅增加，但经营性现金净流入情况较好，公司经营性现金净流入对刚性债务和负债总额的保障程度均有所提升。同期，公司非筹资性现金净流入量与刚性债务比率、与负债总额比率分别为 10.61% 和 6.99%，由于债务规模增加，加大额理财产品尚未到期赎回，投资性净现金流大额净流出，使得公司非筹资性现金净流入对刚性债务和负债总额的保障程度均有所下降。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定星帅尔主体信用等级为 A⁺，评级展望为稳定，星帅转 2 信用等级为 A⁺。

附录一：

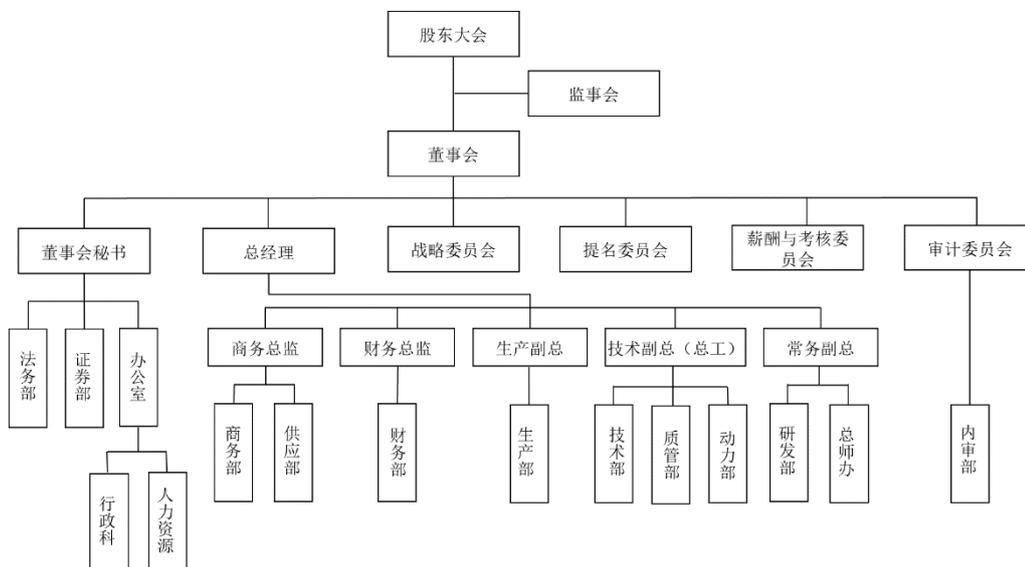
公司与实际控制人关系图



注：根据星帅尔提供的资料整理绘制（截至 2024 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整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	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	5.03	15.40	4.99	0.92	1.35	1.22	母公司口径
黄山富乐新能源科技有限公司	富乐新能源	核心子公司	90.20	生产及销售太阳能光伏组件	6.81	3.77	19.74	1.02	2.17	1.40	
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	0.00	0.11	0.78	0.007	0.08	0.007	
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	0.15	1.43	1.00	0.03	-0.09	0.06	
常熟新都安电器股份有限公司	新都安	全资子公司	85.00	生产及销售温度控制器	0.00	1.09	0.87	0.16	0.12	0.21	
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	0.30	3.13	2.64	0.07	0.34	0.23	
杭州星帅尔特种电机科技研究有限公司 ⁶	电机研究公司	全资子公司	100.00	电机装置试验、研发	--	--	--	--	--	--	
黄山富恒电力科技有限公司	富恒电力	控股孙公司	90.20	生产及销售太阳能光伏组件	0.00	0.008	0.008	0.005	0.006	0.007	
嵊州市富轩电力科技有限公司	富轩电力	--	--	生产及销售太阳能光伏组件	0.00	0.007	0.01	0.007	0.006	0.01	
杭州富阳富星电力科技有限公司	富星电力	--	--	生产及销售太阳能光伏组件	0.00	0.005	0.006	0.004	0.00	0.006	
杭州星帅尔光伏科技有限公司	星帅尔光伏	全资子公司	100.00	生产及销售太阳能光伏组件	0.00	-0.09	0.001	-0.09	0.03	-0.04	

注：根据星帅尔 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

⁶ 尚未开展实际经营

附录四：

同类企业比较表

核心业务一：家电零部件 归属行业：家用电器

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据					2023 年末财务数据/指标			
		营业收入 （亿元）	营业收入现金 率（%）	营业周期 （天）	销售净利率 （%）	总资产周转率 （次）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/全部 利息支出（倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
上海海立(集团)股份有限公司	AA+/稳定	170.31	114.73	154.52	-0.43	0.82	63.25	7.66	7.92	0.24
澳柯玛股份有限公司	AA/稳定	135.15	106.36	92.99	1.29	1.21	80.07	5.80	4.22	0.14
浙江迪贝电气股份有限公司	A+/稳定	9.30	58.77	134.34	4.45	0.73	36.58	0.98	15.97	0.42
发行人	A+/稳定	28.79	73.52	138.92	7.40	0.98	49.15	3.10	14.57	0.34

注：澳柯玛股份有限公司、浙江迪贝电气股份有限公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

核心业务二：光伏组件 归属行业：电气设备制造

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据					2023 年末财务数据/指标			
		营业收入 （亿元）	营业收入现金 率（%）	营业周期 （天）	销售净利率 （%）	总资产周转率 （次）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/全部 利息支出（倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
天合光能股份有限公司	AA/稳定	1133.92	90.07	134.54	5.29	1.08	69.63	106.40	12.73	0.36
双良节能系统股份有限公司	AA/稳定	231.49	56.76	67.64	6.93	0.89	76.45	28.68	11.10	0.29
苏州宇邦新型材料股份有限公司	A+/稳定	27.62	81.78	113.66	5.48	1.04	47.69	2.20	10.05	0.22
发行人	A+/稳定	28.79	73.52	138.92	7.40	0.98	49.15	3.10	14.57	0.34

注：天合光能股份有限公司、双良节能系统股份有限公司、苏州宇邦新型材料股份有限公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	18.99	24.88	33.94	31.91
货币资金 [亿元]	2.85	5.17	9.87	8.18
刚性债务[亿元]	2.97	5.77	12.29	10.30
所有者权益 [亿元]	12.45	14.17	17.26	17.81
营业收入[亿元]	13.69	19.49	28.79	4.64
净利润 [亿元]	1.51	1.23	2.13	0.54
EBITDA[亿元]	2.24	1.80	3.10	--
经营性现金净流入量[亿元]	1.42	1.48	4.01	-1.23
投资性现金净流入量[亿元]	-0.50	0.30	-3.06	-0.03
资产负债率[%]	34.46	43.06	49.15	44.17
权益资本与刚性债务比率[%]	418.74	245.50	140.46	172.97
流动比率[%]	314.53	179.83	207.39	239.01
现金比率[%]	125.29	63.67	102.42	118.64
利息保障倍数[倍]	9.93	43.07	12.13	--
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	158.86	159.33	138.92	--
毛利率[%]	21.53	14.94	14.96	20.46
营业利润率[%]	11.91	6.71	8.33	12.64
总资产报酬率[%]	10.34	6.08	8.78	--
净资产收益率[%]	13.22	9.27	13.55	--
净资产收益率*[%]	12.76	9.17	13.21	--
营业收入现金率[%]	73.31	59.99	73.52	113.57
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	35.69	20.44	35.19	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.40	20.65	6.99	--
EBITDA/利息支出[倍]	12.05	57.94	14.57	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.73	0.41	0.34	--

注：表中数据依据星帅尔经审计的2021~2023年度及未经审计的2024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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

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6日	A+/稳定	吕品、邬羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014）	报告链接
	前次评级	2023年6月28日	A+/稳定	吕品、丁大燕	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月7日	A+/稳定	吕品、丁大燕	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）	
债项评级 星帅转2	历史首次评级	2022年8月16日	A+	吕品、丁大燕	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023年6月28日	A+	吕品、丁大燕	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月7日	A+	吕品、丁大燕	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）	

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。