



2020年苏州春秋电子科技股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

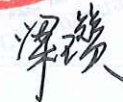
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。



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 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-05-25	2020-06-17

评级观点

中证鹏元对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）及其2020年4月14日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司在行业内具有较强的市场竞争力，2020年收入大幅提升，股份质押担保和保证担保能为本期债券偿付提供一定保障。同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度高，面临一定汇率波动风险和存货跌价损失风险，净债务增加较多，流动性指标表现减弱，债务压力有所提升，以及需关注产能消化情况。

债券概况

债券简称：春秋转债

债券剩余规模：1.78亿元

债券到期日期：2026-04-14

偿还方式：按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

增信方式：股份质押担保和保证担保

担保主体：实际控制人薛革文

未来展望

- 公司在行业内具有较强的市场竞争力，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险可控。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	45.78	42.82	28.98	25.43
归母所有者权益	19.15	17.85	15.26	14.11
总债务	10.71	9.07	4.34	4.49
营业收入	9.19	35.82	20.19	17.75
净利润	0.79	2.47	1.56	1.09
经营活动现金流净额	0.53	-0.11	1.73	0.47
销售毛利率	17.39%	18.05%	19.61%	18.24%
EBITDA 利润率	-	14.27%	12.99%	10.82%
总资产回报率	-	8.80%	7.10%	6.44%
资产负债率	58.02%	58.12%	47.35%	44.53%
净债务/EBITDA	-	0.86	-0.16	-0.28
EBITDA 利息保障倍数	-	17.26	14.44	13.74
总债务/总资本	35.78%	33.58%	22.14%	24.14%
FFO/净债务	-	81.33%	-520.67%	-259.39%
速动比率	0.98	0.99	1.05	1.35
现金短期债务比	0.84	0.86	1.24	1.27

资料来源：公司2018-2020年审计报告和未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：罗力
luol@cspengyuan.com

项目组成员：万蕾
wanl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司在行业内具有较强的市场竞争力。**公司主营业务为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，系行业内较少拥有自主模具设计生产能力的企业。根据公司测算，2016年公司上市前笔记本结构件约占全球笔记本电脑结构件市场份额的6.32%，2020年市场份额约为10%左右，在业内具有较强的市场竞争力。
- **公司主要产品销量增长，收入大幅提升。**2019年起全球笔记本电脑市场出货量由负转正，2020年疫情影响下居家学习、办公成为常态，消费电子产品销售回温，市场需求增加带动公司营业收入提高，当年公司实现营业收入35.82亿元，同比增长近80%。
- **股份质押担保和保证担保能为本期债券偿付提供一定保障。**本期债券采用股份质押和保证的担保方式，出质人薛革文已于2020年4月3日将其合法拥有的2,600万股公司股票作为质押资产进行了质押担保，同时薛革文亦为本期债券提供连带责任保证担保。

关注

- **客户集中度高。**公司结构件产品主要客户为联想、三星等笔记本电脑整机厂商及其相关代工厂，2020年前五大客户销售收入占比为92.90%，集中度高，如核心客户采购政策及发展战略发生变化，将对公司经营造成重大不利影响。
- **外销业务面临一定的汇率波动风险。**2020年公司外销收入占比约80%，外销业务以美元结算为主，需关注汇率波动对公司盈利水平的影响。
- **需关注产能消化情况。**2019年公司新增生产线投产，2020年产能释放，目前公司仍进行产能扩张，需关注笔记本电脑市场需求变动对公司产能消化情况的影响。
- **公司净债务增加较多，流动性指标表现减弱，债务压力有所提升。**2020年公司主业回款欠佳，当年经营活动现金净流出，银行借款增加及债券发行导致净债务增加较多，短期债务增加导致2020年末公司速动比率及现金短期债务比下滑，指标表现减弱，债务压力有所提升。
- **存货面临一定的跌价损失风险。**随着销售增加，2020年末公司存货增长，占年末总资产比重为16.81%，未来若产品不能及时出货，公司将面临一定存货跌价损失风险。

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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年4月14日发行6年期2.40亿元可转换公司债券，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

跟踪期内公司股本变动，2020年5月公司实施资本公积转增股本方案，共计转增股本10,959.40万股；2020年6月向32名激励对象授予2019年股权激励计划预留部分限制性股票共计157.50万股；2020年7月对不再符合激励条件的8名激励对象已获授予但尚未解锁的限制性股票共计37.80万股予以回购注销；2020年10月本期债券进入转股期，截至2021年3月末累计转股股数为5,320,977股。截至2021年3月末，公司总股本为3.90亿股，控股股东及实际控制人薛革文持有公司37.01%股份，持股比例较2020年4月末有所下降。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东情况

股东名称	期末持股数量 (股)	持股比例 (%)	持有有限售条件 股份数量(股)	质押或冻结 情况
薛革文	144,380,880	37.01	-	质押 79,520,000 股
成都交子东方投资发展合伙企业 (有限合伙)	21,000,000	5.38	-	-
薛赛琴	20,854,400	5.35	-	-
上海瑞司红投资管理有限公司—海 宁春秋投资合伙企业(有限合伙)	8,307,692	2.13	-	-
蔡刚波	4,378,320	1.12	-	质押 2,450,000 股
张振杰	3,403,986	0.87	117,250	质押 1,390,000 股
陆秋萍	2,673,600	0.69	112,560	-
魏晓锋	2,143,680	0.55	112,560	-
深圳悟空投资管理有限公司—悟空 蓝海源饶13号私募证券投资基金	2,000,000	0.51	-	-

中国国际金融股份有限公司	1,847,802	0.47	-	-
合计	210,990,360	54.08	-	-

资料来源：公司 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司投资设立三家子公司，截至2021年3月末，公司合并范围内子公司共8家。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
南昌春秋电子科技有限公司	2,000	65%	结构件模组	投资设立
CHUNQIU ELECTRONIC (VIETNAM) CO., LTD (春秋电子(越南)有限公司)	260 万美金	100%	结构件模组	投资设立
GAOYUAN ELECTRONIC (VIETNAM) CO., LTD (高远电子(越南)有限公司)	10 万美金	100%	结构件模组	投资设立

资料来源：公司提供

四、运营环境

疫情影响下远程办公、在线教育模式普及，刺激笔记本电脑消费需求，行业内、外部技术演进和差异化产品销售都将带动销售增长，但需关注疫情因素带来的红利减弱、芯片供应不足等问题可能对行业带来的负面影响

2020年疫情影响下远程办公、在线教育模式普及，刺激笔记本电脑消费需求，当年我国笔记本电脑出口金额为6,128.05亿元，同比增长逾20%，便携式电脑、平板电脑2020年出口数量同比增速均超过25%。根据Canalys统计数据显示，2021年一季度全球笔记本电脑和台式机出货量同比增长54.6%，前五大品牌（联想、惠普、戴尔、苹果、宏碁）除戴尔外，其余品牌出货量同比增幅均超过60%。

图 1 便携式电脑出口情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 平板电脑出口情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

笔记本电脑消费同时受行业内、外部技术演进影响，Windows 10X适用于单屏及双屏设备，其开发上市将带动笔记本电脑厂商推新计划；5G作为引领科技创新、实现产业升级的基础性平台，在笔记本

电脑产品中的应用将进一步增强产品的便利性、便携性。当前笔记本电脑厂商在性能、外观、体积、重量等多方面打造差异化产品，满足客户多样化产品需求、增强技术应用实现产品升级，都将提高客户换机需要，从而带动市场销售。

需关注的是，疫情因素对笔记本电脑需求带来的正面影响持续性将逐渐减弱。此外，2020年全球半导体产业链受疫情影响重大，CPU、GPU芯片产能不足，且短时间内难以有效缓解，将影响笔记本电脑产量，如芯片成本压力转嫁至产品售价中，将减缓消费者换机需求。

笔记本电脑消费需求扩大带动结构件采购提高，资金、产能、研发实力对结构件供应商竞争能力影响重大

笔记本电脑结构件供应方面，行业内主要企业包括巨腾国际（台资）、胜利精密、春秋电子和通达宏泰等，资金、产能、研发实力对企业竞争能力影响重大。2020年笔记本电脑消费需求增加，塑胶结构件与金属结构件订单均较为充足。当前塑胶结构件应用更为广泛，但随着笔记本电脑轻薄化发展趋势，金属冲压、镁铝件等高附加值金属材料产品占比增加。未来伴随行业产能释放和工艺升级，金属结构件在笔记本电脑中的渗透率或将进一步提升。

结构件企业对笔记本电脑厂商依附性强，受下游笔记本行业市场集中度提升影响，结构件行业内相关厂商对品牌大客户的依赖程度随之增强。笔记本品牌方对上游供应商供应规模、技术能力要求较高，将一定程度带动结构件行业整合，稳固主要企业竞争优势。但同时，笔记本品牌商议价能力较强，如下游消费竞争激烈，价格压力将反向传导至结构件供应商，行业利润空间将被压缩。

五、经营与竞争

公司主营业务为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，主要产品包括笔记本电脑及其他电子消费品的结构件模组及相关精密模具。2019年起全球笔记本电脑市场出货量由负转正，2020年疫情影响下居家学习、办公成为常态，消费电子产品销售回温，市场需求增加带动公司营业收入提高，当年公司实现营业收入35.82亿元，同比增长近80%，销售毛利率略有下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
PC及智能终端结构件	32.97	17.25%	18.09	18.64%
模具	2.58	23.04%	1.93	21.63%
其他业务	0.27	67.09%	0.17	98.00%
合计	35.82	18.05%	20.19	19.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在笔记本电脑结构件行业具有较强的市场竞争力，持续的研发投入有助于保持公司领先优势

公司提供涵盖新品研发、模具开发制造、结构件模组生产、供货、反馈改进产品等环节的全产业链服务，具体产品分为消费电子产品结构件模组、消费电子产品结构件配套精密模具和家电商用模具两大类。根据公司测算，2016年公司上市前笔记本结构件约占全球笔记本电脑结构件市场份额的6.32%，2020年市场份额约为10%左右。

消费电子产品结构件模组中，公司为主流消费电子产品厂商提供精密结构件模组产品，其中以笔记本电脑结构件模组四大件——背盖、前框、上盖、下盖以及金属支架为主。消费电子产品结构件配套精密模具和家电商用模具中，配套模具系公司用于生产精密结构件模组的相关模具，主要客户为联想、三星等笔记本电脑整机厂商及其相关代工厂；商用模具系公司本身不生产其成型产品的模具产品，主要客户为三星家电、LG、博西华、夏普等家电类整机厂商。

公司是笔记本电脑结构件供应商中较少拥有自主模具设计生产能力的企业，已建立新品开发快速响应模式，在客户产品研发初期派遣工程师到客户研发中心，参与新产品讨论，在客户参与下着手模具早期开发和样品制作，有效缩短新产品导入时间；生产阶段，公司针对客户需求定制产品并持续关注产品应用状况，形成优化方案，为客户追求成本和性能的平衡。

2020年公司研发投入合计1.27亿元，同比增长近34%，当年完成基于自动冲矩形孔工艺的笔记本电脑结构模组的研发、基于转轴自动包圆成型工艺的笔记本电脑结构模组的研发、基于全自动插拔IO测试接口技术的电脑主板的研发等9个研发项目，持续的研发投入有助于保持公司在笔记本电脑结构件领域的领先优势。

2020年公司产能释放，叠加市场消费增加影响，当年结构件产量大幅提升，目前公司仍在进行产能扩张，需关注未来产能消化情况

公司现有4个生产基地（含上海模具厂），负责主体分别为公司总部、子公司上海崑泓模塑科技有限公司（以下简称“上海崑泓”）、子公司合肥经纬电子科技有限公司（以下简称“合肥经纬”）和子公司合肥博大精密科技有限公司（以下简称“合肥博大”）。其中合肥博大一期系本期债券募投项目，计划年增1,260万件笔记本电脑精密结构件（定位为金属冲压结构件）、140万件汽车消费电子精密结构件以及200套精密模具，于2019年9月投产。

表4 公司生产基地情况

负责主体	地址	核心产品	投产时间
公司本部	昆山张浦镇	塑胶结构件及配套模具	老厂搬迁，新厂2018年下半年投产
子公司上海崑泓	上海浦东	商业模具（家电、汽车）	2012年
子公司合肥经纬	合肥经开区	塑胶结构件(一期)	2014年
子公司合肥经纬	合肥经开区	镁铝合金结构件(二期)	已于2019年7月投产
子公司合肥博大	合肥庐江	金属冲压结构件(一期)	已于2019年9月投产

资料来源：公司提供

公司采用“以销定产”和“合理储备”相结合的生产模式，根据客户生产计划确定公司生产布局，此后进行生产排程，制定生产的周计划、月计划并安排生产。公司精密结构件产品的交货储备通常为2周左右，具体生产流程为：客户需求订单输入ERP系统—生成生产排程计划—生成生产工单—按工单领料—生产—产品验收入库。2019年合肥经纬、合肥博大产能投产后，产能于2020年释放，结构件产量随着笔记本电脑消费增加和产能扩张大幅提升，主要产品产能利用率均有所提高。

表5 公司主要产品产能及产能利用情况

项目	产品	产能	产量	产能利用率
2020年	结构件（万件）	8,300	7,390.67	89.04%
	模具（套）	1,017	1,056	103.83%
2019年	结构件（万件）	6,480	5,053.23	77.98%
	模具（套）	1,000	832	83.20%

注：1、上述表格中的产能系根据春秋电子实际的设备生产能力、生产天数等因素计算得出；

2、结构件产量指含上盖、下盖、前框、背盖的模组数量，未含配件。

资料来源：公司提供

目前公司主要在建项目为合肥博大二期，计划2021年7月投产。笔记本电脑轻薄化趋势将推动金属结构件产品应用扩大，但结构件产品销售受下游笔记本消费需求影响较大，需关注笔记本电脑市场需求变动对公司产能消化情况的影响。

表6 截至2020年末公司主要在建产能情况

负责主体	建设地址	设计产能	核心产品	预计投产时间	尚需投资
合肥博大	庐江县高新区	1,600 万件笔记本结构件	金属结构件（冲压）	2021.7	8,000 万元

注：上表项目与合肥博大一期项目同属年产 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。

资料来源：公司提供

2020年公司主要产品销量增长，收入大幅提升，但客户集中度高，且外销规模较大，存在一定汇率波动风险

销售方面，公司主要采用直销方式，客户根据自身生产计划按产品分年度、季度或月度以订单方式向公司发出采购计划生产出货完成销售。公司销售政策以赊销为主，对不同的客户制定不同的信用期和信用额度，信用期多为120天。2020年公司主要产品销量增长，产销率水平相对稳定。

表7 公司主要产品销量及产销率情况

年份	产品	产量	销量	库存量	产销率
2020年	结构件（万件）	7,390.67	6,926.45	930.87	93.72%
	模具（套）	1,056	1,096	280	103.79%
2019年	结构件（万件）	5,053.23	4,765.85	646.87	94.31%
	模具（套）	832	896	292	107.69%

注：结构件产销量指含上盖、下盖、前框、背盖的模组数量，未含配件；模具销量不含备件及修模。

资料来源：公司提供

2020年公司已与惠普、戴尔形成业务关系，但上述客户收入占比较低，结构件业务主要客户仍为联想和三星。公司商业模具下游客户亦较为优质，主要为三星、LG、夏普、海尔、美的、海信等国内外家电行业的知名品牌商。

得益于市场需求增加，2020年公司实现PC及智能终端结构件销售收入32.97亿元，同比增长逾80%。疫情因素对笔记本需求带来的正面影响持续性将逐渐减弱，当前公司积极拓展与惠普、戴尔等品牌合作机会，未来随着5G模块在笔记本电脑的应用及Windows 10X操作系统的推出，笔记本电脑或将迎来新的消费需求。但需关注公司客户集中度高，如核心客户采购政策及发展战略发生变化，将对公司经营造成重大不利影响。

表8 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	销售占比
2020年	客户一	211,047.80	59.38%
	客户二	80,130.27	22.54%
	客户三	21,678.13	6.10%
	客户四	14,106.83	3.97%
	客户五	3,234.19	0.91%
	合计	330,197.22	92.90%
2019年	客户一	123,854.00	61.86%
	客户二	38,232.31	19.10%
	客户三	13,907.36	6.95%
	客户四	3,930.50	1.96%
	客户五	2,958.24	1.48%
	合计	182,882.41	91.35%

注：销售金额按客户同一控制的企业合并口径统计。

资料来源：公司提供

从主营业务收入区域构成看，公司外销收入占比较高，外销业务以美元结算为主，通过采取远期结售汇、外汇期权产品等套期保值方式进行风险对冲，但受美元对人民币汇率走低影响，2020年公司财务汇兑损失较2019年增加0.84亿元，仍需关注汇率波动对公司盈利水平的影响。

表9 公司主营业务收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	收入	占比	收入	占比
内销	6.59	18.55%	5.29	26.41%
外销	28.95	81.45%	14.73	73.59%
合计	35.54	100%	20.02	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，公司与主要供应商合作较为稳定，为满足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，部分原材料从客户采购体系中选择符合公司采购标准的供应商，公司对该等供应商议价

能力不强，但规模化生产优势有助于公司控制采购成本。2020年公司对前五大供应商采购总额占比为15.38%，较2019年有所下降，供应商集中度较低。

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2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司投资设立三家子公司，截至2021年3月末，公司合并范围内子公司共8家。

资产结构与质量

公司资产规模提升，占比较高的应收账款账龄低但集中度高，且存货随着销售增加而增长，需关注应收账款回款情况及存货跌价损失风险

跟踪期内公司资产规模提升，2021年3月末资产总额45.78亿元，其中流动资产占比66.60%。

2020年末公司0.24亿元货币资金系远期外汇合约保证金、质押的定期存单和保函保证金，使用受限。公司应收账款规模及其占总资产比重随着收入增加而增长，2020年末账龄一年以内应收账款余额占比99.75%，主要为3个月内应收款项，账龄低，但公司对第一大客户应收余额占比为70.61%，客户集中度高。2020年公司核销113.17万元无法收回的货款，年末按组合计提坏账准备0.16亿元，需关注款项回收情况及坏账风险。公司存货主要由原材料、在产品、库存商品等构成，随着销售增加，2020年末公司存货增长，未来若产品不能及时出货，公司将面临一定存货跌价损失风险。公司固定资产主要为房屋建筑物以及机器设备等，2020年公司增加机器设备采购，年末固定资产账面价值提高。截至2020年末，公司受限资产账面价值合计1.23亿元。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.48	14.15%	5.24	12.23%	4.74	16.34%
应收账款	14.24	31.11%	14.07	32.86%	7.73	26.69%
存货	7.91	17.29%	7.20	16.81%	4.49	15.50%
流动资产合计	30.49	66.60%	28.39	66.30%	18.31	63.17%
固定资产	11.97	26.14%	11.53	26.92%	8.04	27.73%
非流动资产合计	15.29	33.40%	14.43	33.70%	10.67	36.83%
资产总计	45.78	100.00%	42.82	100.00%	28.98	100.00%

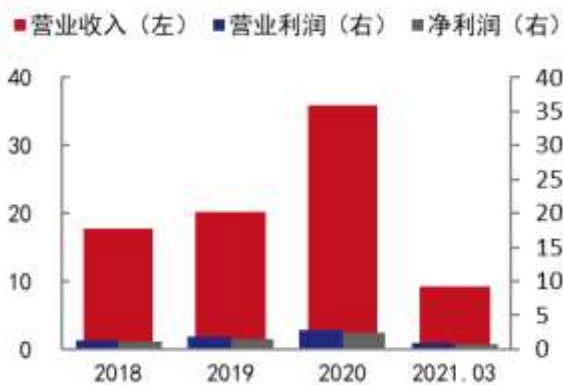
资料来源：公司2019-2020年审计报告和未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2020年公司盈利水平增强，需关注市场供需变化及核心客户采购变动对公司业绩的影响

2020年疫情影响下居家学习、办公成为常态，消费电子产品销售回温，市场需求增加带动公司营业收入提高，当年公司实现营业收入35.82亿元，同比增长近80%。公司主要业务毛利率略有下降，2020年收入增加推动当年净利润增长，盈利性指标表现提升。疫情因素对笔记本需求带来的正面影响持续性将逐渐减弱，当前公司积极拓展与惠普、戴尔等品牌合作机会，未来随着5G模块在笔记本电脑的应用及Windows 10X操作系统的推出，笔记本电脑或将迎来新的消费需求。但需关注公司客户集中度高，如核心客户采购政策及发展战略发生变化，将对公司经营造成重大不利影响。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）

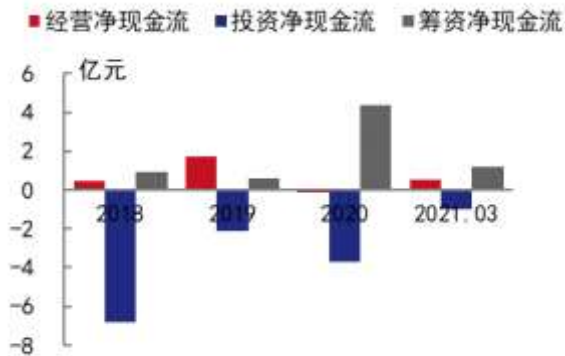


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

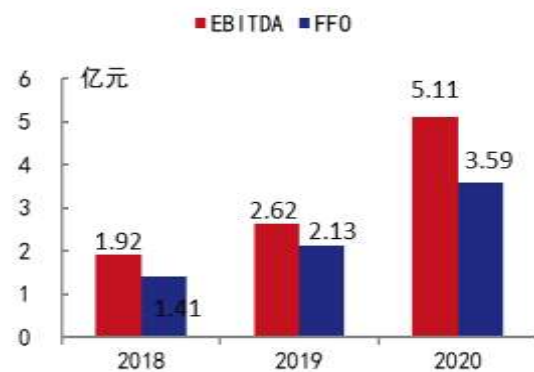
现金流

公司现金生成能力随着收入增加而提高，但主业回款欠佳，新增产能投资主要通过外部融资筹集

2020年公司营业收入提高，但主业回款欠佳，当年经营活动现金净流出。近年公司持续进行新增产能投入，投资净现金流持续净流出，建设资金筹集主要通过外部筹资。收入增长带动公司EBITDA提高，扣除净利息支出及税费影响，公司FFO亦不断增强。目前公司主要在建项目为合肥博大二期，并有其他产能扩充规划，仍存在外部筹资需求。

图5 公司现金流结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

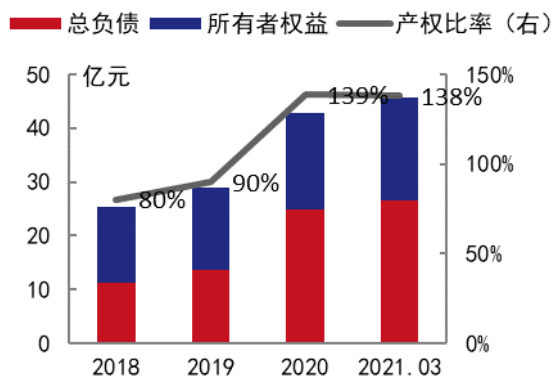
图6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

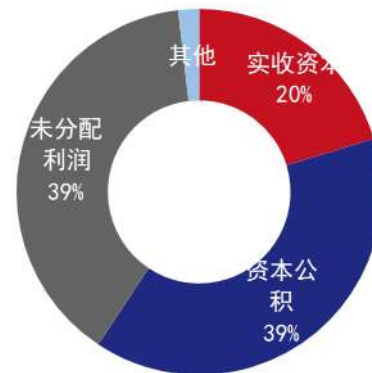
资本结构与偿债能力

本期债券发行后公司债务结构有所调整，净债务增加较多，流动性指标表现减弱，债务压力有所提升

2020年末公司债务规模增幅大于净资产增幅，年末产权比率提高，所有者权益对负债覆盖程度下滑。

图7 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图8 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

公司短期借款主要系保证借款；应付账款主要系应付货款，2020年末款项规模随着采购增加而增长。公司负债原以流动负债为主，2020年4月本期债券发行，年末债务结构中非流动负债占比提升。

表11 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

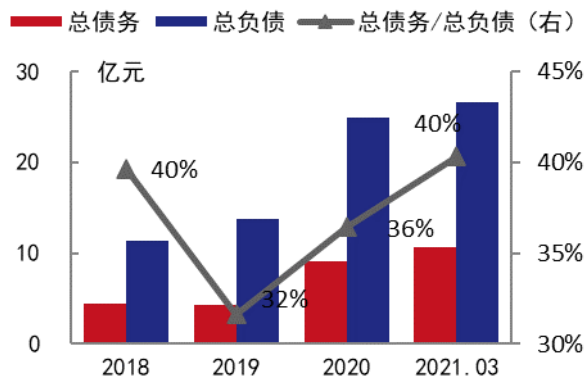
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.06	30.36%	6.38	25.63%	4.25	30.94%

应付账款	13.48	50.77%	13.29	53.38%	7.79	56.79%
流动负债合计	22.99	86.56%	21.31	85.63%	13.20	96.19%
应付债券	1.54	5.79%	1.94	7.78%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3.57	13.44%	3.58	14.37%	0.52	3.81%
负债合计	26.56	100.00%	24.89	100.00%	13.72	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

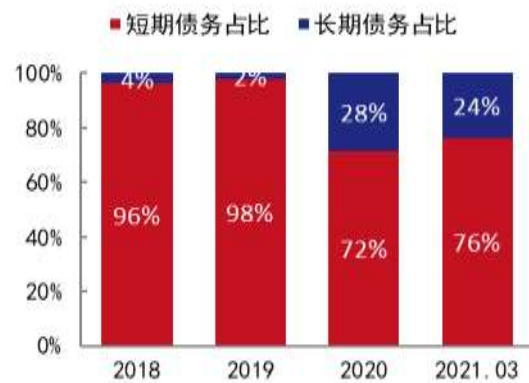
2019 年末公司长期债务仅为长期应付款，在总债务中占比较低，2020 年新增长期借款和应付债券，年末长期债务占比提升，债务结构有所优化。

图 9 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司长短期债务结构



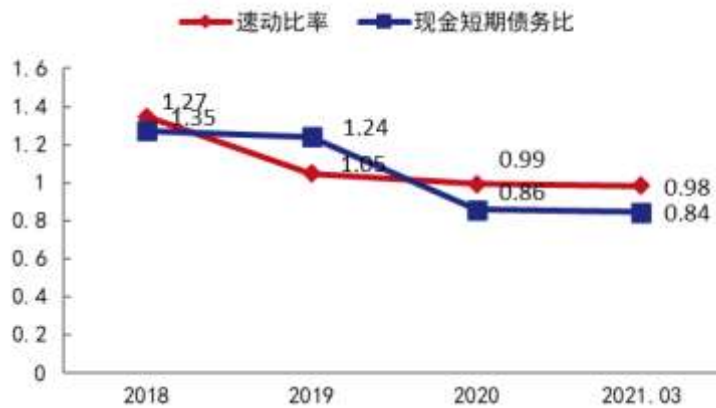
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020 年公司银行借款增加及债券发行导致净债务增加较多，对年末杠杆指标表现影响较大，但本期债券有转股可能，且 2020 年 EBITDA 对债务利息保障性仍较强。流动性指标方面，短期债务增加导致 2020 年末公司速动比率及现金短期债务比下滑，指标表现减弱，债务压力有所提升。

表 12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	58.02%	58.12%	47.35%
净债务/EBITDA	-	0.86	-0.16
EBITDA 利息保障倍数	-	17.26	14.44
总债务/总资本	35.78%	33.58%	22.14%
FFO/净债务	-	81.33%	-520.67%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日期2021年5月11日）、子公司合肥经纬（查询日期2021年5月12日）、子公司合肥博大（查询日期2021年5月12日）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；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

股权质押担保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担保和保证的担保方式，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》。上述合同约定，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, 截至目前质押资产尚未发生上述须追加担保物情形, 股权质押担保和保证担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

九、结论

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, 维持本期债券信用等级为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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	6.48	5.24	4.74	5.50
应收账款	14.24	14.07	7.73	6.66
存货	7.91	7.20	4.49	3.03
流动资产合计	30.49	28.39	18.31	17.57
固定资产	11.97	11.53	8.04	5.01
非流动资产合计	15.29	14.43	10.67	7.86
资产总计	45.78	42.82	28.98	25.43
短期借款	8.06	6.38	4.25	4.26
应付账款	13.48	13.29	7.79	5.87
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	22.99	21.31	13.20	10.81
长期借款	0.77	0.65	0.00	0.00
应付债券	1.54	1.94	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.09	0.17
非流动负债合计	3.57	3.58	0.52	0.52
负债合计	26.56	24.89	13.72	11.33
总债务	10.71	9.07	4.34	4.49
归属于母公司的所有者权益	19.15	17.85	15.26	14.11
营业收入	9.19	35.82	20.19	17.75
净利润	0.79	2.47	1.56	1.09
经营活动产生的现金流量净额	0.53	-0.11	1.73	0.47
投资活动产生的现金流量净额	-1.02	-3.68	-2.14	-6.84
筹资活动产生的现金流量净额	1.20	4.36	0.62	0.91
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	17.39%	18.05%	19.61%	18.24%
EBITDA 利润率	-	14.27%	12.99%	10.82%
总资产回报率	-	8.80%	7.10%	6.44%
资产负债率	58.02%	58.12%	47.35%	44.53%
净债务/EBITDA	-	0.86	-0.16	-0.28
EBITDA 利息保障倍数	-	17.26	14.44	13.74
总债务/总资本	35.78%	33.58%	22.14%	24.14%
FFO/净债务	-	81.33%	-520.67%	-259.39%
速动比率	0.98	0.99	1.05	1.35
现金短期债务比	0.84	0.86	1.24	1.27

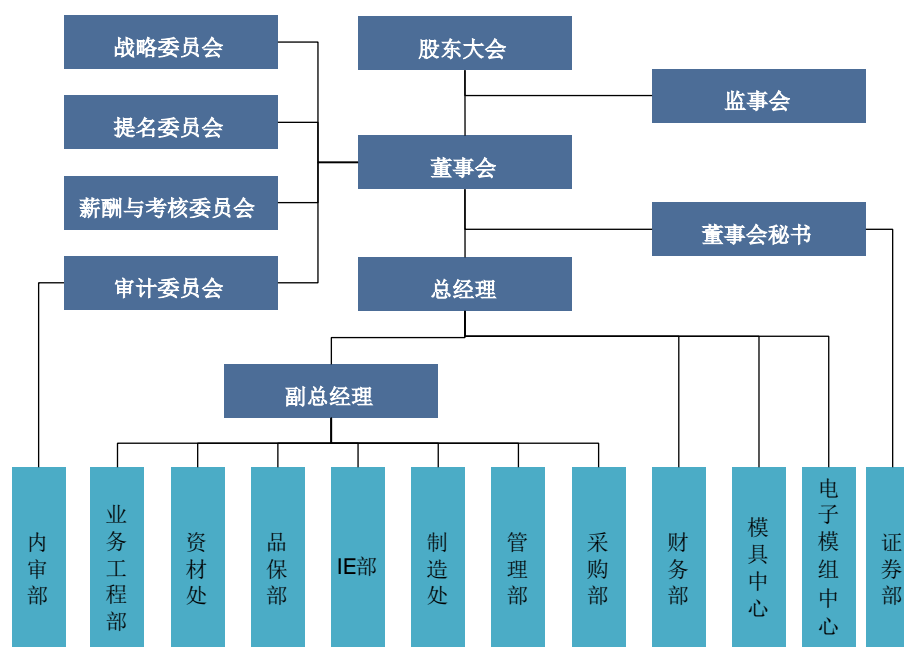
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

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	1万美金	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	2,000	65%	结构件模组
CHUNQIU ELECTRONIC (VIETNAM) CO., LTD (春秋电子(越南)有限公司)	260万美金	100%	结构件模组
GAOYUAN ELECTRONIC (VIETNAM) CO., LTD (高远电子(越南)有限公司)	10万美金	100%	结构件模组

资料来源：公司提供

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+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	货币资金+交易性金融资产+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+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：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、债务人主体长期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、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。