



2020年苏州春秋电子科技股份有限公司可 转换公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2020年苏州春秋电子科技股份有限公司可转换公司债券2024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，市占率进一步提升，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，2023 年全球笔记本电脑出货量下滑致使公司产销下滑、净利润为负，且部分终端厂商正推动产能转移出中国大陆，相关产能调整对公司经营情况的影响仍需关注；公司汽车结构件项目完工，但当前尚处于业务发展初期，需关注产能消化情况；产销率表现一般，仍需关注库存消化及存货跌价风险；客户集中度仍很高，回款较慢拖累经营效率表现，且外销占比大，面临一定汇率波动风险等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：朱建业
zhujy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	60.49	57.49	51.91	51.24
归母所有者权益	27.07	26.92	26.48	26.01
总债务	15.30	14.76	11.51	9.72
营业收入	9.09	32.57	38.45	39.90
净利润	0.05	-0.02	1.34	3.01
经营活动现金流净额	1.23	5.25	3.43	4.17
净债务/EBITDA	--	1.14	1.51	0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	6.20	11.85	15.98
总债务/总资本	34.92%	34.15%	29.24%	26.47%
FFO/净债务	--	56.41%	46.86%	173.67%
EBITDA 利润率	--	12.23%	11.67%	13.53%
总资产回报率	--	1.79%	4.10%	8.23%
速动比率	1.02	1.08	0.92	1.10
现金短期债务比	1.39	1.41	0.65	1.13
销售毛利率	14.07%	15.28%	16.95%	15.79%
资产负债率	52.85%	50.50%	46.32%	47.29%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司仍保有一定的技术实力和规模优势，市占率进一步提升。**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领域积累了丰富的经验，跟随主要客户在国内外笔电代工厂最为集聚的地区建设的生产基地仍能使公司保持一定的快速响应优势，产能亦在同行业内资厂商中排名靠前，产品品质和专业服务获得联想、DELL、三星、华勤等全球主要笔记本电脑品牌商及代工厂认可，2023年公司在笔记本电脑结构件行业的市占率¹约为9.29%，同比实现小幅提升。
- **股票质押和保证担保仍能为“春秋转债”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“春秋转债”提供质押担保，且薛革文为“春秋转债”提供连带保证责任，仍可为“春秋转债”偿付提供一定保障。

关注

- **2023年全球笔记本电脑出货量持续下滑致使公司产销下滑，净利润为负，且部分终端厂商正推动产能转移出中国大陆，需关注公司产能调整对经营情况的影响。**2023年全球笔记本电脑出货量同比下降10.08%，致使包括公司在内的多家结构件厂商业绩表现不佳，公司2023年结构件产销均有所下滑，2024年一季度全球笔记本电脑出货量有所恢复，但部分外国笔记本电脑品牌规划将部分产能转移至东南亚等地，公司亦跟随主要客户进行了产能转移，但公司缺少海外经营经验，产能调整增加了公司的人员安置支出和管理成本，仍需关注产能转移对公司经营情况的影响。
- **公司汽车结构件项目完工，但当前尚处于业务发展初期，需关注产能消化情况。**2023年公司年产500万套汽车电子镁铝结构件项目完工，设备陆续安装到位，但公司目前暂无汽车结构件大规模量产经验，需关注订单获取及产能爬坡情况，若项目达产后市场需求不及预期，将存在新增产能不能完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。
- **2023年产销率表现一般，存货规模持续增长且计提一定规模存货跌价准备，需关注库存消化及存货跌价风险。**2023年结构件和模具产销率分别为94.45%和71.34%，2023年末存货余额10.40亿元，同比增长22.09%，其中在产品及库存商品金额占比为76.42%，2023年进一步计提存货跌价准备0.45亿元，仍需关注需关注库存消化及存货跌价风险。
- **客户集中度仍很高，回款较慢拖累经营效率表现，且外销占比大，面临一定汇率波动风险。**2023年公司前五大客户销售金额占比仍在80%以上，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；此外2023年公司外销收入占比约76%，存在一定的汇率波动风险。

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，2023年4季度以来全球笔记本出货量有所回升，以及在AIPC换机需求的刺激下，笔电结构件需求有望企稳。

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	121.56	75.08	57.49	24.89	0.88
资产负债率	44.41%	55.04%	50.50%	54.83%	365.91%
营业收入	69.36	34.52	32.57	14.84	0.91

¹ 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。

销售毛利率	7.32%	4.67%	15.28%	11.49%	0.36%
净利润	-3.29	-9.28	-0.02	-0.37	-0.38
期间费用率	12.67%	16.12%	12.10%	10.50%	36.03%
净营业周期	184	23	105	101	285

注：（1）上表均为 2023 年合并报表数据，其中通达宏泰、巨腾国际财务指标的币种为港币；（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_2023V1.0
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	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
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-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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	2023-6-2	2026-04-13

注：债券余额为 2024 年 5 月 27 日查询

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”），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。“春秋转债”发行至今未进行过转股价下修，截至2024年3月末转股价格为10.65元。

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”及“春23转债”转股影响，总股本小幅上升，截至2024年3月末，公司实收资本43,904.34万股，实际控制人薛革文先生直接持有公司32.89%股权，通过鑫绰鑫融7号私募证券投资基金间接持有公司0.77%股权，其中7,054.00万股用于质押，占其所持股份的48.01%。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例	质押数量 (万股)
薛革文	14,438.09	32.89%	7,054.00
薛赛琴	2,085.44	4.75%	-
上海浦东发展银行股份有限公司-景顺长城电子信息产业股票型证券投资基金	531.05	1.21%	-
孙海士	518.12	1.18%	-
平安银行股份有限公司-中庚价值灵动灵活配置混合型证券投资基金	376.00	0.86%	-
张振杰	340.40	0.78%	240.00
上海鑫绰投资管理有限公司-鑫绰鑫融 7 号私募证券投资基金	337.67	0.77%	-
中国银行股份有限公司-华宝动力组合混合型证券投资基金	335.59	0.76%	-
中国建设银行股份有限公司-景顺长城研究精选股票型证券投资基金	309.66	0.71%	-
蔡玉宝	293.21	0.67%	-
合计	19,565.23	44.58%	7,294.00

资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司仍主要从事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，公司产品主要应用于笔记本电脑等消费电子及新能源汽车领域，公司新拓展的新能源汽车镁合金材料应用属于汽车零部件

件领域，可为新能源汽车中控系统、转向系统、电控系统等提供应用支持，但目前仍处于起步阶段。此外，还通过子公司东莞英脉通信技术有限公司（以下简称“东莞英脉”）开展通讯电子业务。2023年公司合并范围未发生变化，截至2023年末公司纳入合并范围的子公司共12家，具体如附录四所示。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

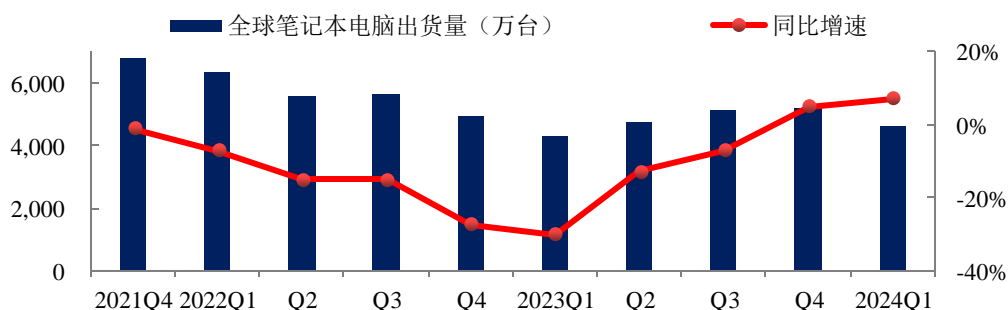
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023年全球笔记本电脑出货量继续下跌，预计2024年出货量仍处于近年低位，叠加代工厂持续推动产能转移，国内相关结构件厂商面临产能消化压力，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；此外，笔电结构件上市公司持续布局多元化，但进展及成效多数不佳

2023年全球PC出货量继续下滑，预计2024年全球PC出货量仍处于近年低位。受全球通胀上升和成熟市场加息带来的经济下行的影响，2022年下半年以来笔记本电脑需求持续弱化；而随着笔记本大厂库存逐渐去化，2023年下半年笔记本电脑行业呈现一定的回暖趋势。综合影响下，根据集邦咨询最新报告，2023年笔记本电脑市场全年出货量1.66亿台，同比减少10.8%，跌幅同比收窄。值得关注的是，人工智能个人电脑（以下简称“AI PC”）相关整机及芯片产品在CES2024展会大规模亮相，英特尔“AI PC加速计划”预计2025年前将会推出超过1亿台AIPC，联想等公司提出AI笔记本电脑的渗透率未来四年会达到60-70%，IDC的预测AI PC在中国PC市场新机装配比例有望从2023年的8.1%提升至2024年的54.7%，多家厂商和机构预测2024年有可能成为“AI PC元年”；但AI能否带来巨大的换机潮尚存在不确定性，集邦咨询预测2024年笔记本市场需求会逐季好转，全球笔记本电脑市场将呈现温和成长，出货年成长率约3.6%，达1.72亿台。

图 1 2023 年全球 PC 出货量继续下跌但跌幅逐季收窄



资料来源：Tech Insights，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都在江苏昆山和重庆进行。近年随着中美贸易摩擦加剧，外国笔电品牌将部分产能移往东南亚等其他国家和地区，其中2023年4月广达电脑宣布将首次前往越南北部建厂后，鸿海、和硕、仁宝、英业达、纬创等全球六大电子代工厂已齐聚集越南。随着产能转移叠加行业景气低迷，全球最大的笔电制造基地重庆遭遇产量持续下滑困境，2022-2023年重庆微型计算机设备产量分别同比下降19.6%和14.1%，春秋电子（603890.SH）、英力股份（300956.SZ）等笔电结构件上市公司设在重庆的生产基地面临产能消化不足、价格竞争激烈导致盈利下降的困境。另一方面，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规划经营规模很小，且受海外营商环境与国内差异较大影响，境外产能投资进展缓慢。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，市场竞争或将进一步加剧。

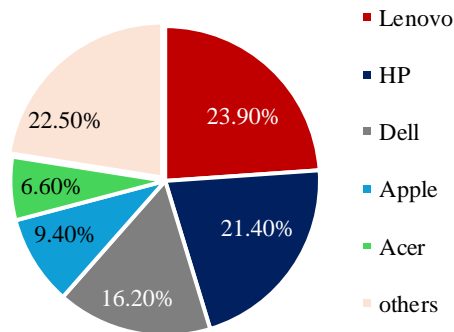
近年笔电结构件存在较明确的金属化趋势，具备金属结构件产能及良率优势的厂商业绩韧性预计更强。在存量市场背景下，消费者对产品的质感和美观性愈发看重，笔电轻薄化和性能不断提升，下游对结构件的材料性能要求越来越高，因此近年来笔电结构件材料不断迭代。整体看，相对于塑胶结构件，金属结构件具有质量轻、外观轻薄美观、强度高、散热性强等特点，金属化成为当今笔记本电脑外壳的发展趋势。此外在金属件的发展上，由于镁合金质量较铝合金更轻，近年在高端机型市场上呈现由铝合金向镁合金发展的趋势。与塑胶件相比，当前笔电金属件的毛利率水平相对更高，但笔电金属结构件对生产设备要求较高，企业需投入较大资本开支购买CNC设备，且笔电金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

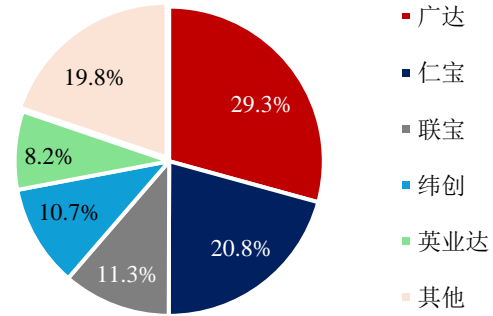
材质	优点	缺点	应用范围
工程塑料	成本较低、易于加工	质量重、不易散热	中低端
铝镁合金	强度高、质量轻、散热好、外观可塑性强	成本较高、易划伤、可通过阳极处理工艺表面加硬	中高端
镁锂合金	超轻合金、可常温塑性加工成型	成本高、易燃性	高端
碳纤维	易于散热、韧性可靠、轻便	成本高	高端

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，2023年联想、惠普、戴尔等前5家品牌厂商的市占率达到77.5%，继续维持在很高。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，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80%。

图 2 2023 年笔电终端品牌 CR5 达 78%


资料来源：Canalys，中证鹏元整理

图 3 2023 年一季度笔电代工厂 CR5 约 80%


资料来源：IDC，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。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地提高。

受笔电行业景气持续下行影响，2023年笔电结构件上市厂商业绩继续表现不佳，部分厂商近年探索的多元化业务布局进展较缓慢，需持续关注多元化失败风险。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 2023 年笔电结构件上市厂商业绩继续表现不佳（单位：亿元）

公司名称	营业收入	营收同比	净利润	利润总额同比	多元化方向
春秋电子	32.57	-15.36%	-0.02	-74.87%	汽车电子、通讯
英力股份	14.84	7.85%	-0.37	-31.37%	光伏电池组件、光伏电站
胜利精密	34.52	-16.39%	-9.28	-200.7%	复合铜箔
巨腾国际	63.08	-15.99%	-2.09	63.08%	-

数据来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司笔电结构件产能排名靠前，跟踪期内，全球笔电出货量继续下滑，公司2023年产销规模仍有所下降，但市场占有率小幅提升，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、DELL等在内的重点客户保持较好合作，客户资质仍较好；但部分终端客户规划将产能转移出中国大陆，需关注后续客户的订单获取情况

2023年公司收入及毛利润仍主要来自笔电结构件模组业务，但下游不景气导致的订单下降影响仍在，且公司为调整产能分布，致使笔电结构件模组产销均有下滑，2023年结构件模组业务收入及模具收入同比分别下降12.84%和31.02%，销售毛利率亦小幅下滑，但整体市占率小幅提升。公司收购的主营无源光网络、移动终端设备等通讯电子业务的东莞英脉业务开展受阻，通讯电子业务收入同比下降23.58%，毛利率大幅下滑5.83个百分点。新能源汽车结构件转型业务量仍很小。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
结构件模组	27.89	85.62%	17.28%	32.00	83.22%	18.92%
模具	1.70	5.22%	2.94%	2.47	6.41%	7.16%
通讯电子	2.57	7.88%	2.15%	3.36	8.73%	7.98%
其他业务	0.42	1.29%	12.67%	0.63	1.64%	2.70%
合计	32.57	100.00%	15.28%	38.45	100.00%	16.95%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司与重点客户继续保持较好合作关系，但受全球笔电出货量下滑影响，2023年产销下滑但市场占有率小幅提升，2023年产销率表现有所改善，但仍一般，致使存货规模持续增加，未来仍需关注库存消化及产品跌价风险；公司客户集中度仍很高，且部分客户规划产能转移，需关注公司产能调整及对公司订单获取的影响；此外公司外销占比高，面临一定的汇率波动风险

公司销售模式维持稳定，受下游需求下滑影响，2023年订单持续下滑，但笔电结构件市占率小幅提升，根据Trend Force公布的2023年全球笔记本电脑出货量数据，2023年全球笔记本电脑出货量同比下滑10.08%，但公司笔记本电脑结构件销量仅同比下滑6.75%；2023年公司结构件销量6,171.51万件（按四件折合一套，共1,542.88万套），约占2023年笔记本电脑结构件市场份额的9.29%，市占率同比小幅提升。2023年四季度全球个人电脑（PC）市场出货量同比增长3%，结束了连续七个季度的同比下滑，AIPC刺激换机需求或在接下来的电脑更新周期中提供额外动力，2024年1季度公司收入同比增长30.88%。2023年，公司主要产品产销率均低于100%，造成库存商品及在产品持续增加，2023年计提存货跌价准备0.45亿元，仍存在一定的库存消化及存货跌价风险。

表5 公司产品产销情况

产品名称	项目名称	2023年	2022年
PC 及智能终端结构件	销量（万件）	6,171.51	6,617.95
	产销率	94.45%	83.40%
模具	销量（套）	764	1,238
	产销率	71.34%	76.37%
通讯电子	销量（万件）	523.97	769.49
	产销率	82.84%	99.91%

资料来源：公司提供

公司客户资质较好但集中度仍很高，仍需关注部分终端客户产能转移对公司订单持续性的影响。近年来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。2023年公司客户三星进行产能转移，公司跟随客户将部分产能调整至越南，当年来自三星的收入有所下滑，同时继续培育新客户，华勤的订单开始逐步放量。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，2023年前五大客户销售占比为80.09%，其中第一大客户联宝集团的销售收入占比达46.12%。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、惠普亦规划将部分产能转移至东南亚等地，未来公司来自纬创等代工厂的订单规模或将受到不利影响。

表6 公司前五大客户销售额与占比（单位：亿元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占比
2023年	1	联宝集团	14.83	46.12%
	2	DELL集团	4.01	12.49%
	3	华勤集团	2.99	9.31%
	4	纬创集团	2.72	8.47%
	5	中兴集团	1.19	3.71%
		合计	--	25.75
2022年	1	联宝集团	22.68	59.97%
	2	三星集团	3.18	8.40%
	3	DELL集团	2.46	6.49%
	4	纬创集团	2.01	5.32%
	5	华勤集团	1.56	4.12%
		合计	--	31.88

注：表中数据系合并口径。

资料来源：公司提供

公司外销占比高，仍需关注可能存在的汇率波动风险。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，2023年公司外销收入占比为76.54%。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，2022年曾形成了较

大规模的外汇期权投资损失。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。公司仍通过远期结售汇、外汇期权等方式应对汇率波动，但外汇套利仍存在一定风险。

表7 公司外销收入及汇兑损益情况（单位：亿元）

项目	2023		2022	
	金额	占比	金额	占比
内销	7.54	23.46%	4.57	12.09%
外销	24.61	76.54%	33.24	87.91%
汇兑损益（损失以“-”填列）		0.10		0.30
处置衍生金融工具产生的投资收益（损失以“-”填列）		-0.19		-0.68
衍生金融工具产生的公允价值变动收益（损失以“-”填列）		0.07		-0.13

资料来源：公司 2022-2023 年度报告，中证鹏元整理

2023年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

2023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。2023年公司共投入研发费用1.52亿元，占营业收入的比重为4.70%。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，2023年度完成基于一种螺母旋转式自动植入技术的研发、基于一种支架 N 折摆刀一步成形冲压模具技术的研发等 5 个研发项目。

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。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，借助大型半固态镁合金射铸成型设备（3000T）的资源优势以及模具研发能力尝试新能源汽车大型部件的验证与开发，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、并持续获得客户订单，尚存在一定不确定性。

2023年公司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，但产量有所下滑；为配合下游终端客户产能转移，公司向越南转移了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

公司跟随主要客户在国内外笔电代工厂最为集聚的地区建成的多个生产基地，仍能使公司保持一定的快速响应优势。2023年昆山本部基地为配合戴尔、三星、纬创将产能转移至越南春秋，致使昆山本部生产基地业绩表现较差，后续将强化昆山基地的总部经济职能，越南春秋2023年末基本达到可使用状态。截至2023年末公司已建成上海崑崙、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、合肥精深及越南春秋等主要生产基地，各个生产基地布局不同类型的结构件产能，公司主要生产基地情况如下表所示。

表8 2023年度公司主要生产基地经营情况（单位：亿元）

负责主体	核心产能	投产时间	营收	同比	净利润	同比
公司本部	配套模具	2018年下半年 ²	4.10	-56.25%	-0.52	-289.02%
上海崑泓	商业模具（家电、汽车）	2012年	1.01	10.30%	-0.18	-14.93%
合肥经纬	塑胶结构件	2014年	16.15	-12.18%	1.62	22.48%
合肥博大	金属冲压结构件	2019年9月	8.91	0.07%	0.83	-21.55%
合肥精深	镁合金结构件、汽车电子结构件	2022年1月	5.36	32.18%	0.62	9.48%
南昌春秋	塑胶、金属结构件	2021年	3.27	148.85%	-0.53	-28.58%
越南春秋	塑胶、金属结构件	2023年正式投产	0.13	--	-0.43	--

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，其中2023年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项目完工，设备陆续安装到位，当年在建工程转固3.13亿元。中证鹏元注意到，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，若项目达产后市场需求不及预期，将存在新增产能不能完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，笔记本电脑已逐步进入存量市场，公司产能扩张节奏有所放缓，但未来公司笔电结构件产能释放压力尚存。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，同时为适应客户产能出海，公司亦在跟进优化产能布局。截至2023年末，公司主要在建项目为越南工业园项目及募投项目设备安装，其中越南工业园项目系为配合重要客户三星将组装产能由昆山转移至越南，总投资3.92亿元，投入进度85.20%，后续投入压力不大，但未来随着戴尔、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。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9 截至2023年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	建设进度
越南工业园项目	年产金属件430万套、塑胶件300万套	3.92	3.34	2023年6月末试产
合计	--	3.92	3.34	

资料来源：公司提供

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

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。2023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）、

² 公司本部曾经搬迁，新厂于2018年下半年投产。

薄膜及模切材料等；2023年笔电结构件业务直接材料占成本比重为48.13%，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。2023年前五大供应商采购占比为25.68%。此外，为满足联想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。2023年石油价格除三季度高企外，其余月份处于相对低位，铝、铜等大宗商品价格运行平稳，公司塑胶原料、模切材料及铝板等主要原材料采购成本较2022年有所下行。但2024年以来，石油、铝、铜等大宗商品价格有所上行，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将造成不利影响。

跟踪期内，公司净营业周期有所拉长主要受存货周转效率下降影响

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。

2023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。2023年公司应付账款周转天数有所增加，公司对上游的占款能力提升。但综合影响下，公司资金营运效率有所下降。

表10 公司营运效率指标（单位：天）

项目	2023年	2022年
净营业周期	105	89
存货周转天数	117	89
应收账款周转天数	124	121
应付账款周转天数	136	120

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

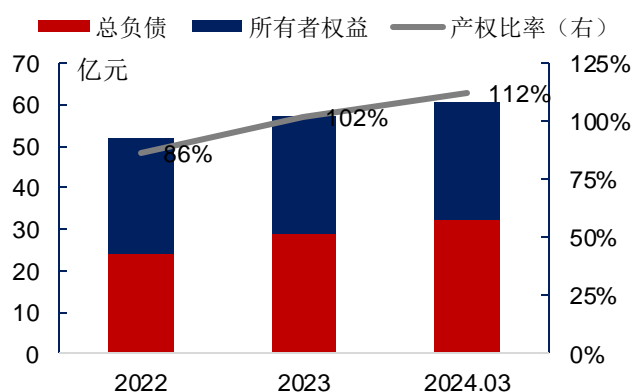
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司纳入合并范围子公司未发生变更。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共12家，具体如附录四所示。

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

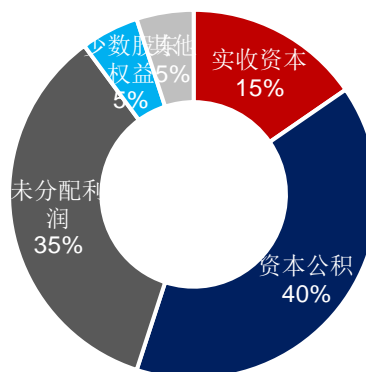
2023年公司经营小幅亏损，但2023年3月“春23转债”发行致使公司所有者权益规模小幅增长。除“春23转债”发行5.70亿元外，公司应付账款规模亦有所增加，总负债规模有所上升，综合影响下2024年3月末公司产权比率上升至112%，净资产对负债的保障程度下降。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年受“春23转债”发行及产能投入影响，资产规模保持增长，资产仍以固定资产、应收账款、存货及现金类资产为主。公司现金类资产主要为货币资金和交易性金融资产（理财产品及战略投资华勤技术股票），截至2024年3月末现金类资产规模11.58亿元，其中0.30亿元因银行承兑汇票保证金、冻结存款受限，受限比例较低。

截至2023年末，受公司订单下滑影响，应收账款规模同比减少13.15%，但占资产比重整体仍较高，对营运资金占用大，账龄在1年以内占比超98%。2023年受笔电行业景气较差影响，客户提货速度放缓，存货规模同比增长22.22%，存货周转效率同比有所下降，期末库存商品占比有所增加，2023年末存货余额10.40亿元，其中在产品及库存商品金额占比为76.42%，2023年进一步计提存货跌价准备0.45亿元，对当年盈利造成较大不利影响。目前公司存货规模仍较大，仍需关注库存消化及存货跌价风险。

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，2023年随着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项目建成转固，固定资产规模同比有所

增长。2023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，公司固定资产折旧摊销压力较大，2023年公司在产品计提减值规模0.23亿元，亦需关注相关产线可能存在的减值风险。

截至2023年末，公司共有3.21亿元资产使用受限，占当期末资产总额的比重较低，具体包括0.30亿元用作贷款及汇票等保证金的货币资金，0.28亿元已背书或贴现的未终止确认票据，2.42亿元抵押用于借款的固定资产及0.20亿元抵押用于借款的无形资产。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.85	14.63%	7.51	13.06%	4.63	8.92%
交易性金融资产	1.80	2.98%	2.52	4.39%	0.00	0.00%
应收账款	11.63	19.23%	10.45	18.17%	12.03	23.17%
存货	11.19	18.50%	9.84	17.11%	8.05	15.50%
流动资产合计	35.28	58.33%	32.31	56.19%	26.74	51.51%
固定资产	21.19	35.02%	21.70	37.75%	19.83	38.21%
在建工程	1.22	2.02%	0.64	1.12%	1.62	3.12%
非流动资产合计	25.21	41.67%	25.19	43.81%	25.17	48.49%
资产总计	60.49	100.00%	57.49	100.00%	51.91	100.00%

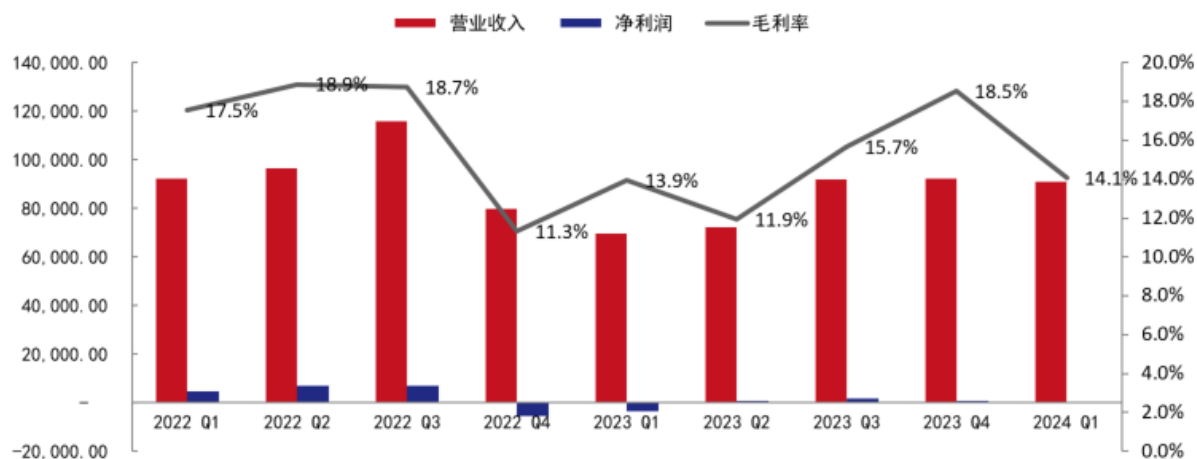
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

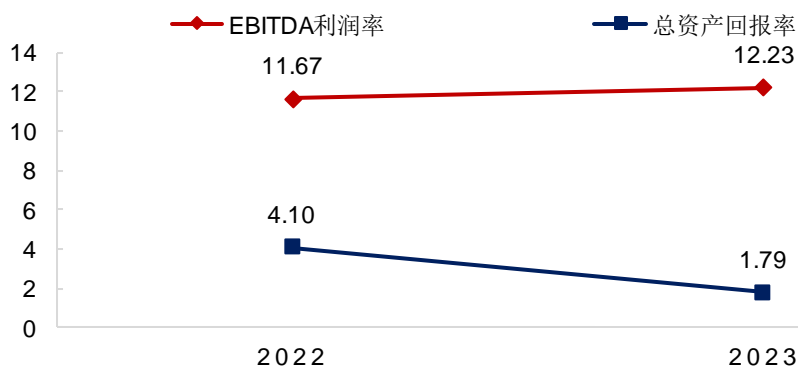
2023年上半年公司产销规模及毛利率均有所下降，2023年三季度订单回暖，但全年净利润仍为负数，归母净利润小额为正，2024年第一季度收入基本恢复到2022年水平，但毛利率仍有下滑

2023年受全球笔电出货量下降影响，公司结构件模组及模具订单有所减少，产销均有下滑，其中2023年上半年公司营业收入较为低迷，毛利率表现较差；收购的东莞英脉业务开展受阻，通讯电子收入同比下滑23.58%，致使2023年全年营业收入同比下滑15.28%，毛利率亦小幅下滑。公司外销收入占比高，2023年人民币兑美元整体延续贬值，对销售毛利率有所支撑，但2023年公司产能转移产生的员工安置等费用致使管理费用增加，导致公司利润总额下滑，净利润2023年转负，归母净利润0.27亿元。综合影响下，公司EBITDA利润率表现较为稳定，但总资产回报率持续下降。

公司短期内业绩有所回暖。2024年第一季度全球笔电出货量企稳回升，受此影响公司2024年第一季度营业收入同比增长30.88%，当期净利润转正，但毛利率仍有下滑。

图 6 公司近年来季度营收情况（单位：万元）


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 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，但短期债务规模较为稳定，FFO/净债务衡量的杠杆率水平相对稳定

2023 年公司负债仍以流动负债为主，公司刚性债务以银行借款及应付债券为主，2023 年发行“春 23 转债”总债务规模有所增长但债务期限结构得到优化。2023 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。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货款、委外加工费为主，近年来规模有所增长。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.57	20.56%	6.24	21.49%	7.55	31.39%
应付票据	0.48	1.51%	0.37	1.26%	0.45	1.87%
应付账款	13.53	42.33%	11.27	38.82%	9.54	39.67%
一年内到期的非流动负债	1.29	4.02%	1.30	4.48%	0.91	3.79%
流动负债合计	23.66	74.00%	20.80	71.65%	20.21	84.06%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.58	2.43%
应付债券	6.73	21.06%	6.64	22.85%	1.67	6.96%
非流动负债合计	8.31	26.00%	8.23	28.35%	3.83	15.94%
负债合计	31.97	100.00%	29.03	100.00%	24.04	100.00%
总债务合计	15.30	47.87%	14.76	50.84%	11.51	47.89%
其中：短期债务	8.34	26.09%	7.91	27.24%	8.91	37.04%
长期债务	6.96	21.78%	6.85	23.60%	2.61	10.85%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

杠杆状况方面，2023年公司资本支出规模有所收缩，未来产能投入强度将放缓，且2023年折旧为2.21亿元，对公司的利润影响较大，FFO现金流衡量的杠杆率波动更为准确，FFO现金流/净债务变动不大。2023年3月“春23转债”发行使得公司资产负债率及总债务/总资本均出现较快上升，但亦提升了现金类资产对短期债务的覆盖，亦优化了债务结构使净债务有所下滑，2023年净债务/EBITDA有所下滑，EBITDA利息保障倍数大幅下滑，但整体水平尚可。

现金流方面，2023年公司经营活动净现金流持续表现为净流入，且由于对下游占款规模增加，现金净流入规模有所上升，但公司经营规模有所收缩，且受年度亏损影响，FFO同比有所下滑。

表13 公司现金流及杠杆状况指标

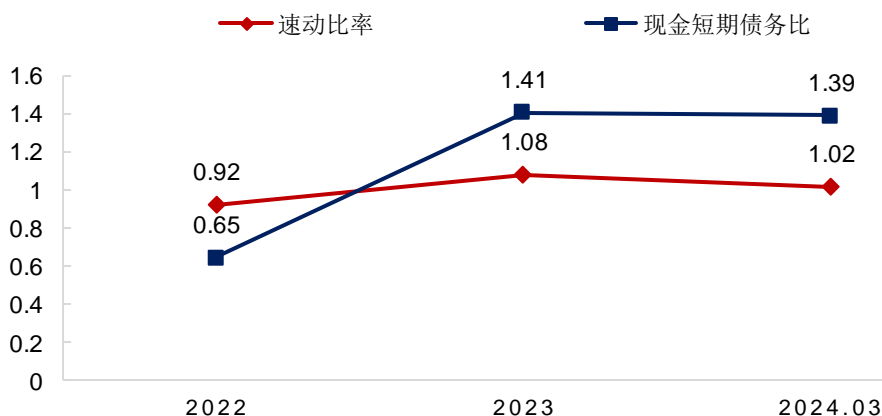
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	1.23	5.25	3.43
FFO（亿元）	--	2.56	3.17
资产负债率	52.85%	50.50%	46.32%
净债务/EBITDA	--	1.14	1.51
EBITDA 利息保障倍数	--	6.20	11.85
总债务/总资本	34.92%	34.15%	29.24%
FFO/净债务	--	56.41%	46.86%
经营活动现金流/净债务	31.08%	115.63%	50.74%
自由现金流/净债务	12.52%	50.92%	-23.48%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性表现有所修复。截至2024年3月末，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，公司速动比率和现金短期债务比均大于1。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。截至2024年3月末，公司共获得银行授信14.57亿元，未使用授信6.66亿元，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 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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

根据公司 2023 年年度报告，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，公司面临一定的合规压力。

社会因素

根据说明，过去一年公司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、总经理均由公司实际控制人薛革文先生担任，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2021年1月1日至报告查询日（2024年6月14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。

八、债券偿还保障分析

股权质押和保证担保为春秋转债偿付提供了一定保障

春秋转债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，薛革文亦为春秋转债提供连带保证责任，担保范围为春秋转债本金及利息、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，为保障春秋转债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）持续低于春秋转债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春秋转债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春秋转债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）不得低于春秋转债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春秋转债提供担保，质押手续已办理完成。春秋转债于2020年4月14日发行，根据公司提供的资料，截至2024年3月20日质押资产仍处于质押状态，质押股份3,640万股，质押资产市值为3.76亿元，质押资产市值与截至2023年3月末春秋转债未转股余额的比值为2.11。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春秋转债偿付提供一定保障。

九、结论

2023年笔电行业出货量持续下滑，致使笔电结构件行业订单不足、行业竞争有所加剧。受此影响公司产销规模仍有所下降，2023年净利润为负，归母净利润0.27亿元，但公司在精密模具设计生产、快速响应等方面继续保持竞争优势使得市占率仍有提升，且公司与联宝集团、DELL及纬创等优质客户合作较为稳固，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“春秋转债”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-。

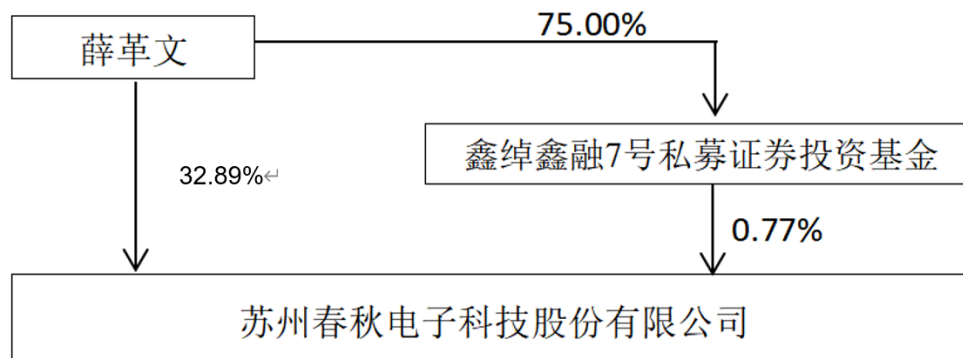
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	8.85	7.51	4.63	6.80
应收账款	11.63	10.45	12.03	13.72
存货	11.19	9.84	8.05	7.68
流动资产合计	35.28	32.31	26.74	30.23
固定资产	21.19	21.70	19.83	13.50
在建工程	1.22	0.64	1.62	3.44
非流动资产合计	25.21	25.19	25.17	21.01
资产总计	60.49	57.49	51.91	51.24
短期借款	6.57	6.24	7.55	6.87
应付票据	0.48	0.37	0.45	0.03
应付账款	13.53	11.27	9.54	11.77
一年内到期的非流动负债	1.29	1.30	0.91	0.37
流动负债合计	23.66	20.80	20.21	20.51
长期借款	0.00	0.00	0.58	0.70
应付债券	6.73	6.64	1.67	1.58
非流动负债合计	8.31	8.23	3.83	3.73
负债合计	31.97	29.03	24.04	24.23
总债务合计	15.30	14.76	11.51	9.72
其中：短期债务	8.34	7.91	8.91	7.28
总债务	15.30	14.76	11.51	9.72
所有者权益	28.52	28.46	27.87	27.01
营业收入	9.09	32.57	38.45	39.90
营业利润	0.12	0.46	1.70	3.18
净利润	0.05	-0.02	1.34	3.01
经营活动产生的现金流量净额	1.23	5.25	3.43	4.17
投资活动产生的现金流量净额	-0.04	-5.65	-5.18	-7.94
筹资活动产生的现金流量净额	0.07	3.51	-1.62	5.70
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	3.99	4.49	5.40
FFO（亿元）	--	2.56	3.17	4.41
净债务（亿元）	3.97	4.54	6.77	2.54
销售毛利率	14.07%	15.28%	16.95%	15.79%
EBITDA 利润率	--	12.23%	11.67%	13.53%
总资产回报率	--	1.79%	4.10%	8.23%
资产负债率	52.85%	50.50%	46.32%	47.29%
净债务/EBITDA	--	1.14	1.51	0.47

EBITDA 利息保障倍数	--	6.20	11.85	15.98
总债务/总资本	34.92%	34.15%	29.24%	26.47%
FFO/净债务	--	56.41%	46.86%	173.67%
经营活动现金流/净债务	31.08%	115.63%	50.74%	164.13%
自由现金流/净债务	12.52%	50.92%	-23.48%	-156.97%
速动比率	1.02	1.08	0.92	1.10
现金短期债务比	1.39	1.41	0.65	1.13

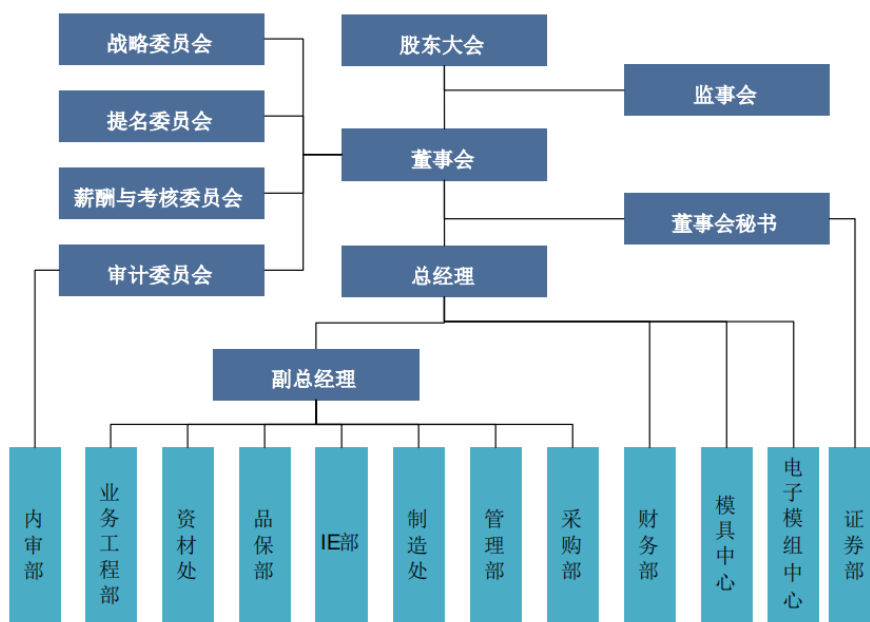
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年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	55,000	65%	结构件模组
CHUNQIU ELECTRONIC (VIETNAM) CO., LTD (春秋电子(越南)有限公司)	2,240 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	7,000	100%	结构件模组
合肥精深精密科技有限公司	35,000	100%	结构件模组
东莞英脉通信技术有限公司	8,000	64.25%	通讯电子
苏州英脉智能设备有限公司	2,000	64.25%	通讯电子

资料来源：公司 2023 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
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。