



信用等级通知书

信评委函字[2018]G576号

浙江迪贝电气股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“浙江迪贝电气股份有限公司公开发行A股可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为A⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为A⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年十二月十八日

浙江迪贝电气股份有限公司 公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

债券级别	A ⁺
主体级别	A ⁺
评级展望	稳定
发行主体	浙江迪贝电气股份有限公司
发行规模	不超过人民币22,993.00万元（含22,993.00万元）
债券期限	发行之日起6年
债券利率	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定
付息方式	每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息
转股期限	本次可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
赎回条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债。在本次发行的可转债转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权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债
担保主体	迪贝控股有限公司
担保方式	迪贝控股有限公司为本次发行的可转债的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

迪贝电气	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	2.83	3.28	5.93	6.13
总资产（亿元）	4.51	4.95	7.27	7.16
总债务（亿元）	0.99	0.83	0.53	0.36
营业总收入（亿元）	4.19	5.12	6.54	4.86
营业毛利率（%）	16.56	17.54	15.59	14.56
EBITDA（亿元）	0.70	0.82	0.86	0.66
所有者权益收益率（%）	9.31	13.97	8.69	7.80*
资产负债率（%）	37.29	33.67	18.40	14.43
总债务/EBITDA（X）	1.41	1.01	0.62	0.41*
EBITDA 利息倍数（X）	6.08	28.46	65.49	16.01

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“浙江迪贝电气股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”信用级别为 A⁺，该级别反映了本次债券的安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

中诚信证评评定发行主体浙江迪贝电气股份有限公司（以下简称“迪贝电气”或“公司”）主体信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体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。中诚信证评肯定了公司显著的客户资源优势，具备一定技术优势和财务结构稳健等正面因素为其业务发展及信用水平提供的有力支持。同时，中诚信证评也关注到公司对长虹华意压缩机股份有限公司（以下简称“长虹华意”）的业务依赖程度较高，债务承担能力有限以及未来资本支出较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 显著的客户资源优势。公司系长虹华意的主要战略供应商，与长虹华意母公司及其下属子公司加西贝拉压缩机有限公司（以下简称“加西贝拉”）和华意压缩机（荆州）有限公司（以下简称“华意荆州”）分别签订了战略合作协议，保障公司在订单获得上的优势。长虹华意系全球领先的冰箱压缩机供应商，产能规模持续扩大，优质的客户资源及稳定的销售渠道，为公司业务的稳健运营提供有力保障。
- 具备一定技术优势。公司拥有全部的变频冰箱压缩机电机产品型号，同时系国内少数在商用压缩机电机领域拥有自主核心技术的电机生产企业。截至 2018 年 9 月末，公司获得授权专利 49 项，包括发明专利 8 项，具备一定技术实力，冰箱压缩机电机的配套生产能力较强。

迪贝控股	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益(亿元)	4.10	4.20	6.72	6.91
总资产(亿元)	6.59	6.76	9.35	9.16
总债务(亿元)	1.77	1.62	1.77	1.45
营业总收入(亿元)	4.29	5.19	6.54	4.93
营业毛利率(%)	18.47	18.56	15.58	15.67
EBITDA(亿元)	0.56	0.43	0.78	-
所有者权益收益率(%)	3.85	2.56	5.75	5.21*
资产负债率(%)	37.86	37.82	28.14	24.56
总债务/EBITDA(X)	3.16	3.81	2.26	-
EBITDA利息倍数(X)	4.88	5.50	12.48	-

注：2018年前三季度加*指标经过年化处理。

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

代琳琳 lldai@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年12月18日

- 财务结构稳健。公司债务规模小，2017年上市以来，自有资本实力增强，财务杠杆进一步降低，截至2018年9月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为14.43%和5.54%，财务结构稳健。

关注

- 对单一客户具有较高的业务依赖程度。公司对长虹华意在销售订单及原材料采购等方面具有较强的依赖程度，其中来自长虹华意收入规模达60%以上；来自长虹华意的原材料采购金额达50%左右，较高的业务依赖程度在一定程度上限制了公司的议价能力，公司在合作关系中处于相对弱势地位。
- 面临一定资本支出压力。公司计划新建高效家用空调压缩机电机建设项目、变频压缩机电机控制器建设项目和智能仓储物流与信息化管理平台建设项目，预计总投资规模2.57亿元，未来随着战略规划项目的实施，公司面临一定资本支出压力，债务负担或将较大幅度上升，偿债压力或将增加。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发行主体概况

浙江迪贝电气股份有限公司（以下简称“迪贝电气”或“公司”）前身为浙江绍兴新星机电有限公司，初始注册资本为 400 万元港币，由嵊县压缩泵电机厂和香港友联领呔厂分别出资 75% 和 25% 设立。1998 年 7 月，迪贝控股集团有限公司（以下简称“迪贝控股”，前身为浙江迪贝机电集团有限公司）成立，嵊县压缩泵电机厂净资产全部投入迪贝控股，迪贝控股成为公司实际控制方。经过多次增资及股权变更，截至 2011 年 2 月末，公司注册资本增至 2,038.87 万元，迪贝控股持股比例为 63.77%，吴储正系公司最大的自然人股东，持股比例为 22.00%。2011 年 4 月，公司整体变更设立为浙江迪贝电气股份有限公司，注册资本增至 7,500.00 万元，股东及其持股比例不变。2017 年 4 月，公司在上海交易所首次公开发行 2,500 万股股票，总股本增至 10,000 万股。截至 2018 年 9 月末，公司总股本为 10,000 万股，迪贝控股和吴储正的直接持股比例分别为 47.83% 和 16.50%，其中迪贝控股股东系吴建荣和吴储正，双方持股比例分别为 80.00% 和 20.00%，双方系父女关系。因此，公司实际控制人系吴建荣及吴储正父女。

迪贝电气主要从事家用及商用制冷压缩机电机的研发、生产和销售业务，产品主要应用于冰箱、冰柜、空调、陈列柜和冷库等制冷领域。公司系长虹华意压缩机股份有限公司（以下简称“长虹华意”）及其下属子公司的主要配套供货商，客户关系稳定，近年业务规模持续扩张，2015~2017 年营业收入复合增长率达 24.92%。2017 年公司冰箱压缩机、轻型商用压缩机和重型商用压缩机主营业务收入比重分别为 62.75%、11.64% 和 24.02%。截至 2018 年 9 月末，公司首次公开发行募投项目之一“年产 350 万台高效节能压缩机电机项目”完工，未来随着新增产能的投入，公司营业收入有望保持增长趋势。

截至 2017 年末，公司总资产 7.27 亿元，所有者权益为 5.93 亿元，资产负债率为 18.40%；2017 年，公司实现营业总收入 6.54 亿元，净利润 0.52

亿元，产生经营活动净现金流 0.21 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司总资产 7.16 亿元，所有者权益为 6.13 亿元，资产负债率为 14.43%；2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 4.86 亿元，净利润 0.36 亿元，产生经营活动净现金流 0.56 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	浙江迪贝电气股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券
发行总额	不超过人民币 22,993.00 万元（含 22,993.00 万元）。
债券期限	发行之日起 6 年。
票面金额和发行价格	本次发行的可转债每张面值 100 元人民币，按面值发行。
债券利率	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
付息方式	每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
初始转股价格确定	本次发行可转债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收盘价按经过相应除权、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公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。
赎回条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债。在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权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债。
回售条款	在本次发行的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三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 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。若公司本次发行的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，且该变化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。

募集资金用途	拟用于高效家用空调压缩机电机建设项目、变频压缩机电机控制器建设项目和智能仓储物流与信息化管理平台建设项目。
担保方式	迪贝控股有限公司为本次发行的可转债的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

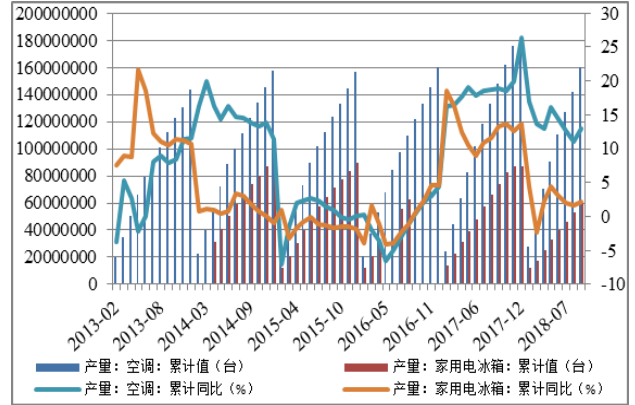
电机行业概况

电机行业属于传统行业，经多年发展已成为现代生产、生活中不可或缺的核心、基础产业，随着现代高新技术产业的发展，电机技术已逐渐成熟。同时其它学科和工程方法的进步，包括功率电子学的发展、高电压等级的功率电子器件的出现、新的永磁材料和绝缘材料的出现、网络及 IT 技术、有限元等分析工具的发展以及节能环保意识和再生能源思想的日益提升，也使得传统电机得到了新的发展和运用。从具体需求看，电机应用遍及信息处理、家用电器、汽车电气设备、国防、航空航天、工农业生产等各个领域，其中以汽车工业和家用电器领域应用最为广泛。

家电行业方面，受宏观经济增速持续放缓、人均可支配收入增速下滑及房地产调控政策和前期补贴政策提前透支消费等影响，我国家电行业自 2013 年 5 月整体步入调整周期，行业增速持续放缓甚至出现负增长。2016 年以来，随着产业结构调整和产品结构的升级、前期房地产销售回暖滞后带动效应显现及去库存逐步取得成效，我国家电行业景气度复苏。2015~2017 年我国家用空调产量分别为 15,649.8 万台、16,049.3 万台和 18,039.8 万台，2015 年家用空调产量与 2014 年 15,716.9 万台产量基本持平，增速较 2014 年 11.46% 大幅下滑，2016 年以来家用空调产量增速逐步回升，2016~2017 年分别为 4.5% 和 26.40%。2018 年以来，随着前期房地产去库存效应的减弱，尽管我国家用空调产量保持增长趋势，但增速明显下滑，1~10 月产量达 17,175.5 万台，同比增速为 10.60%。我国冰箱行业持续低迷，2014~2015 年家用电冰箱产量同比增速分别为 -0.97% 和 -1.90%，连续两年负增长；2016 年以来，受益于房地产销售市场回暖及产品结构化升级等，冰箱产量增速回升，2016~2017 年同比增速分别为

4.60% 和 13.60%；2018 年 1~10 月，我国家用电冰箱产量为 6,687.7 万台，同比增长 2.20%，增速下滑明显。

图 1：近年我国家用空调及家用电器产量及增速情况



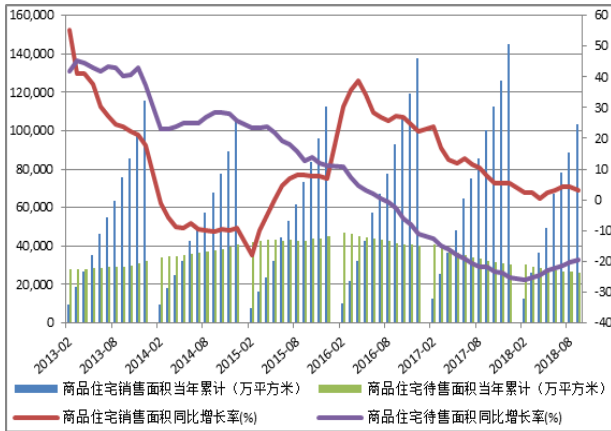
注：部分月份累计值数据缺失。

资料来源：choice 金融终端，中诚信证评整理

空调方面，行业的回暖主要受益于房地产市场的推动，2016 年 2 月~2017 年 8 月，我国房地产市场回暖，商品住宅销售面积保持同比 10% 以上增长，同时 2016 年 8 月后商品住宅待售面积持续负增长，房地产市场去库存明显，房地产销售回暖带动空调、冰箱的新增市场需求爆发。2017 年 9 月以来，房地产市场调控政策趋紧，商品住宅销售面积同比增速下滑至 10% 以下，同时去库存速度减缓，房地产销售市场热度下降使得空调、冰箱等家用电器的产量增速放缓。随着房地产调控政策的不断收紧，销售市场的冷却，未来房地产销售对家电尤其是空调销售的促进作用或将减弱。2017 年空调行业复苏带动产能的扩张，珠海格力电器股份有限公司于 2017 年报中表明未来将在产能扩充及多元化拓展方面的资本性支出较大；南昌市奥克斯电气制造有限公司年产 500 万套智能家用空调扩产项目和年产 800 万套智能家用空调扩产项目分别于 2017 年 11 月和 2018 年 9 月通过环保验收，奥克斯空调股份有限公司年产 600 万套空调和 1,350 万套电子控制器项目于 2018 年 3 月通过环境保护验收，天津奥克斯电气有限公司年产 260 万套家用空调项目于 2018 年 4 月通过环境保护验收；同时根据公开信息显示，2016~2018 年海尔、长虹、志高等主要空调品牌厂商均计划或已投资扩产。空调供给端产能大幅扩张，而需求端 2018 年以来未延续上年高速增长趋势，同时楼市政策趋紧、市场热度降低，对家

电市场的新增需求推动作用趋弱，空调市场或将面临供过于求，扩产能对扩产量的作用或将受限。

图 2：近年我国商品住宅销售及待售面积及其增速情况



资料来源：choice 金融终端，中诚信证评整理

冰箱方面，随着消费理念的转变、消费能力的升级以及产品技术的提升等，我国家用电器尤其家用电冰箱的产品结构升级趋势显著。2015 年国家标准化管理委员会发布新修订的《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》强制性能效国家标准，新效能标准对电冰箱的耗能提出更高要求，同时细化了各类功能冰箱、冰柜的能效要求。新效能标准于 2016 年 10 月 1 日正式实施，而市场上满足高等级新能效标准的产品比重不多，产品更新换代市场需求或将释放。除新能效标准外，各家电生产商不断提出新的冰箱概念，包括自动调节温度以达到食物保鲜功能等智能冰箱理念，预计未来冰箱产品结构升级带动的产品更新换代需求将发挥重大作用。

商用方面，电机应用主要分为轻型商用压缩机电机和重型商用压缩机电机，轻型主要应用于冰淇淋机、酒店厨房冷柜、饮料展示柜、超市陈列柜、酒店点菜柜、自动售贩机、小型冷库、制冰机等；重型主要应用于中央空调和工商业制冷设备等。轻型方面，在国家城镇化和电商购物比例大幅增加的背景下，生鲜产品的存贮、运输等冷链建设快速发展，我国食品流通领域、自动贩卖机和小型化超市需求初显，居民日常生活对轻型商用机需求增加；重型方面，我国房地产市场面积超过 100 平方米以上的套房、复式住宅、高级公寓、别墅及商业地产面积的增加，刺激了中央空调需求的增长。受益于上述因素，我国商用压缩机呈现快速增长趋势。例如，长虹华意作为全球主要制冷压缩机厂商之一，

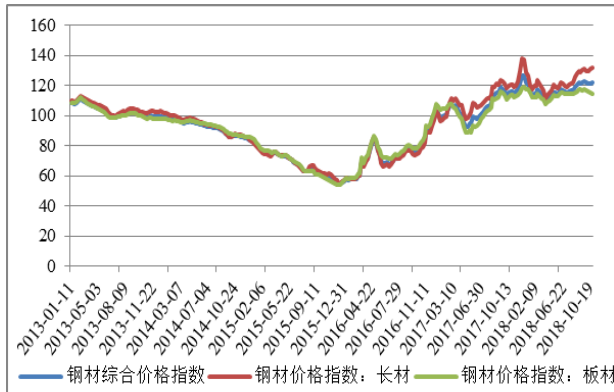
2015 年逐步建成并投产商用压缩机产能，2016~2017 年商用压缩机销量分别为 320 万台和 373 万台，同比分别增长 40% 和 17%。随着消费结构的不断升级，各大厂商技术储备的加强和服务能力的提升，以及绿色环保等要求的提高，商用压缩机仍有一定发展前景。

整体而言，空调行业受房地产市场影响大，2016~2017 年受益于房地产市场回暖，空调行业回暖就，景气度上扬，2018 年以来，随着楼市热度下降，空调增速放缓，各空调品牌扩产能对扩产量的刺激作用或将受限，空调用压缩机电机下游市场需求仍面临一定不确定性。2014~2015 年我国冰箱行业景气度低迷，2016 年以来受益于产品结构升级及房地产销售市场回暖等有益因素，冰箱行业景气度上扬，尽管 2018 年冰箱产量增速下滑，但未来产品结构升级将进一步刺激下游需求。商用压缩机在物流需求和房地产结构性发展等因素促进下，仍有一定发展前景。

从供给侧来看，电机产业链上游是钢材、铜、铝、绝缘材料等原材料供应商以及轴承、换向器、冷却器等配件供应商。其中主要原材料钢材和铜价格波动较大，对业内企业成本控制造成了较大压力。钢材价格方面，2011 年下半年开始，受下游市场需求减弱等因素影响，国内钢材市场供过于求，钢材价格持续下行，2015 年跌幅加大。但 2016 年以来，受供给侧改革影响，钢材供给减少，国内钢材价格止跌回升。2016 年各月国内钢材综合价格（以下简称“CSPI”）指数均高于上年同期，各月 CSPI 平均值为 75.37 点，同比上升 13.36%，2016 年末，CSPI 为 99.51 点，同比上升 76.53%；Myspic 钢材综合价格指数由年初的 74.54 点上升到 127.70 点，同比上升 71.32%。2017 年以来，钢材价格处于高位震荡，短期内受“地条钢”出清以及冬季限产政策等因素影响，钢材价格快速上涨，截至 2017 年 12 月底，我国 CSPI 为 121.8 点，比年初上升 22.3 点，涨幅 22.4%，其中长材价格指数由年初 97.6 点升至 129.0 点，涨幅 32.2%；板材价格指数由年初 104.6 点升至 117.4 点，涨幅 12.2%。截至 2018 年 10 月末，我国 CSPI 为 121.72 点，处于较高水平。

当前我国仍处于供给侧改革的关键时期，钢铁等过剩产能行业政策依旧严格，供给端面临较大不确定性因素，中诚信证评将持续关注钢铁价格走势及其对下游企业的影响。

图 3：近年国内主要钢材价格指数走势情况

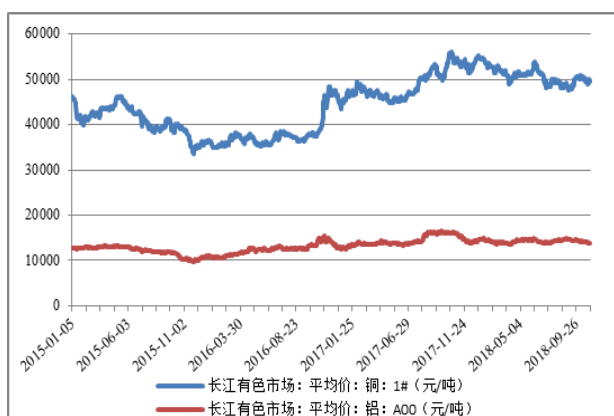


注：1994 年 4 月=100，频率为周，已剔除缺失数据。

资料来源：choice 金融终端，中诚信证评整理

铜价方面，2016 年下半年以来，我国铜价迅速上升，2017 年伴随着供应偏紧炒作、全球制造业复苏及中国需求稳健向好，铜价延续上年趋势，振荡上行，截至 2017 年 12 月末，长江有色市场 1#铜均价为 55,250 元/吨，同比上涨 22.83%。2018 年以来，铜价略有下降但仍处于高位震荡。在家用电器用电机中，以铝代铜的应用较为普遍，一方面铝价较铜价低且走势相对稳定，成本管控压力较小；一方面铝制电机经过技术改良后，可达到与铜制电机同样的效能。从近年铝价走势看，2016 年下半年以来铝价略有上升，但整体相对稳定。

图 4：近年我国电解铜和铝锭的价格走势图



资料来源：金融终端，中诚信证评整理

整体而言，钢材及铜系电机生产的主要原材料，价格波动较大，对相关制造企业成本管控造成一定压力。

行业竞争格局

从全球电机市场来看，占主导地位的仍是通用电气（GE）、西门子（SIEMENS）、ABB、东芝、三菱（TMEIC）等大型跨国集团，其掌握着世界最先进的电机设计制造技术，尤其在大中型电机的技术上占有优势。我国电机行业属于劳动密集型加技术密集型产业，大中型电机市场集中度较高，中小型电机市场的集中度较低，竞争激烈。具体到家用电器领域，电机主要应用于空调压缩机和冰箱压缩机，通常电机企业为压缩机厂商做配套，且压缩机厂商更换电机供应商需要较长周期，因此电机企业和压缩机厂商合作关系较为稳定，电机企业的竞争更多体现为压缩机企业的竞争。空调压缩机方面，我国空调压缩机以自配套生产模式为主，各大空调生产厂商通常下设压缩机生产厂，压缩机厂商的竞争主要体现在各品牌空调销售情况，而在非自配套市场，龙头企业占据较高市场份额，且供销关系稳定，进入壁垒较高。以空调转子压缩机为例，2017 年中国转子式压缩机行业销量 1.78 亿台，较 2016 年同比增长 27.86%。其中自配套销量占行业销量比例达到 61.48%，非自配套销量占行业销量比例已下降到 38.52%。2017 年，上海海立（集团）股份有限公司（以下简称“海立股份”）转子式压缩机销量 2,235 万台，占据国内转子式压缩机行业 12.53% 份额；在非自配套市场，海立压缩机以 30.30% 份额保持第一。冰箱压缩机方面，全球市场的主要供给企业包括长虹华意、巴西恩布拉科和安徽美芝制冷设备有限公司等，其中长虹华意占据全球 20% 以上市场份额，自 2013 年连续五年居全球冰箱压缩机行业第一位，冰箱压缩机市场集中度较高。近年来冰箱压缩机行业产品结构性过剩严重，普效压缩机产能严重供大于求；大宗材料价格的快速上涨，压缩机盈利能力下降，低端压缩机产品微利甚至亏损，产品结构升级进一步提高行业准入门槛，将推动行业集中度进一步上升。整体而言，我国家电用电机主要为下游压缩机厂商配套，双方合作关系稳定，市场准入壁垒高，随着产品结构升级、市场优胜劣汰、行业进入壁垒强化及下游压缩机市场集中度提高，电机企业未来市场集中度将进一步提升，有利

于提高规模化及技术实力较强的电机厂商的市场竞争力。

综上，尽管商用压缩机在物流需求和房地产结构性发展等因素促进下，仍有一定发展前景，但家用电器电机行业受房地产市场影响大，2018年以来楼市政策趋紧，空调、冰箱产量增速放缓，电机下游市场需求仍面临一定不确定性；同时下游钢材及铜价格波动较大，电机企业成本控制压力上升。

竞争优势

客户资源优势显著

公司系长虹华意及其下属子公司加西贝拉压缩机有限公司（以下简称“加西贝拉”）和华意压缩机（荆州）有限公司（以下简称“华意荆州”）的战略供货商，同时也是华意压缩机巴塞罗那有限责任公司（以下简称“华意巴塞罗那”）主要国内供应商。长虹华意系全球知名冰箱压缩机供应商，2015~2017年压缩机销量分别为3,880万台、4,001万台和4,331万台，持续居全球冰箱压缩机行业首位，全球市场份额保持在20%以上。公司与长虹华意及其下属子公司签订了战略合作协议，确认双方在对方供应商及销售客户中的重要地位，合作关系稳固。同时公司系全球知名制冷电器供应商丹佛斯集团最大的内资供应商，具有较长的合作历史。丹佛斯集团亦是全球制冷与空调等行业领先企业之一，在国内设有7家工厂，产品需求量较大。优质的客户资源及稳定的合作关系，使得公司在订单获得上具备一定优势，有利于持续稳健运营。

具备一定技术实力，细分产品种类齐全

公司系我国冰箱压缩机电机的主要生产企业之一，已完成对变频冰箱压缩机的全系列产品覆盖，同时也是国内少数在商用压缩机电机领域拥有自主核心技术的电机生产企业，细分产品种类齐全。公司掌握相关变频技术，并实现部分变频产品的批量生产，同时实现驱动控制与变频电机的系统应用。近年公司持续加大研发方面的资本和人力投入，截至2018年9月末，公司拥有研发人员99名，较2016年末和2017年末分别新增56名和11名，2015~2017年研发支出分别为1,073.51万元、

1,294.54万元和1,942.69万元。截至2018年9月末，公司累计获得授权专利49项，包括发明专利8项，具备一定技术实力，有利于提升压缩机的配套生产能力。

业务运营

公司主要从事制冷压缩机电机的研发、生产和销售业务，产品主要应用于家用冰箱和商用冰柜及陈列柜等制冷电器，其中冰箱压缩机电机系公司最主要的收入来源。2015年我国家用冰箱产量同比负增长，当年公司实现营业收入4.19亿元，同比减少5.43%；2016年下半年至2017年，受益于房地产市场回暖的滞后效应及产品结构升级等因素，我国家用冰箱产量实现恢复性增长，2016~2017年，公司营业总收入分别为5.12亿元和6.54亿元，同比分别增长22.14%和27.77%；2018年以来，我国冰箱产量增速未延续上年高速增长趋势，1~9月公司实现营业收入4.86亿元，同比减少1.18%，整体看，公司收入增势与我国家用冰箱产量趋势基本保持一致，存在因市场需求波动导致的不稳定性。

从收入构成看，冰箱压缩机电机收入占公司营业总收入的比重达60%左右，且2015~2017年同比增速分别为-7.92%、22.57%和26.64%。近年随着我国生鲜电商、新零售、无人零售市场及便利店行业的快速发展，商用压缩机市场呈较快增长态势，且具有较好的发展前景。公司重视商用制冷压缩机电机的研发和客户开拓，2015~2017年轻型商用压缩机电机收入同比增速分别为13.82%、23.51%和11.30%，重型商用压缩机电机收入同比增速分别为-2.00%、4.69%和48.47%，商用压缩机电机系公司重要的收入补充。

表 2：公司主营业务收入构成

单位：万元、%

业务类别	2015		2016		2017		2018.Q3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
冰箱压缩机电机	25,608.48	61.15	31,387.56	61.36	39,748.95	60.82	26,098.50	53.65
轻型商用压缩机电机	5,362.45	12.80	6,623.06	12.95	7,371.65	11.28	7,201.28	14.80
重型商用压塑机电机	9,788.58	23.37	10,247.66	20.03	15,215.10	23.28	12,620.93	25.94
其他	53.87	0.13	1,341.99	2.62	1,006.19	1.54	277.20	0.57
主营业务收入	40,813.38	97.45	49,600.27	96.97	63,341.88	96.92	46,197.91	94.96
营业总收入合计	41,880.95	100.00	51,152.30	100.00	65,357.69	100.00	48,647.60	100.00

注：占比为占营业总收入的比重

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

公司系我国冰箱压缩机电机的主要生产企业之一，拥有变频冰箱压缩机电机的全系列产品型号，同时也是国内少数在商用压缩机电机领域拥有自主核心技术的电机生产企业。近年公司在生产工艺改进、生产技术研发以及新产品研发等领域持续加大资本和人才的投入，并取得一定成效。具体看，在变频技术研发方面，公司已实现电磁正弦仿真设计、串并联绕线技术、端部绝缘技术、磁环固定工艺和矢量控制等技术的应用，相关产品实现批量生产；在驱动控制器开发方面，公司已实现驱动控制与变频电机的系统应用；在新产品研发方面，公司开发卡车用电动空调压缩机电机、车载/便携式冰箱压缩机电机以及轻型商用变频压缩机电机等。质量控制方面，公司制定一系列管理制度，从进料、生产过程及完工检验等方面进行全流程质量管理，执行更高的质量控制标准，并已经通过国家有关质量管理体系认证、环境管理体系认证等，同时出口产品通过了欧盟RoHS认证和美国UL认证。

近年公司持续扩张产能，自2011年开始建设年产350万台高效节能压缩机电机和年产150万台直流变频压缩机电机两个扩产项目，其中高效节能压缩机电机项目可年产200万台冰箱及冰柜压缩机电机、100万台轻型商用压缩机电机和50万台重型商用压缩机电机；直流变频压缩机电机建设项目可年产120万台变频冰箱压缩机电机和30万台商用直流变频压缩机电机。截至2017年4月末，公司在高效节能压缩机电机项目中以自有资金投入11,169.32万元，先期设备已达产能240万台/年（包括160万台

/年冰箱及冰柜压缩机电机产能、75万台/年轻型商用压缩机电机产能和5万台/年重型商用压缩机电机产能)。同期末，公司在直流变频压缩机电机建设项目投入自有资金1,527.16万元，前期未有产能释放。2017年4月，公司首次公开发行股票，募集资金净额21,079.56万元，继续用于扩产项目，并新增研发中心项目。截至2018年9月末，公司高效节能压缩机电机项目已完全达产；直流变频压缩机电机建设项目将于2019年6月末全部达产；压缩机电机研发中心建设项目建成后将对高效感应异步电机、高效感应同步电机及直流无刷电机在冰箱压缩机、家用空调压缩机和商用空调压缩机上的应用展开研究，并开发新产品，将于2019年6月末投入使用。公司三项募投项目总投资合计26,305.00万元，其中21,079.56万元来源于首次公开发行股票募投资金，截至2018年9月末，已投入16,862.42万元，其中替换前期公司自有投资资金13,088.48万元，未来该三项募投项目建设资本支出压力较小。

表 3：截至 2018 年 9 月末公司首次公开发行股票募投项目及建设情况

项目	总投资	计划投入募集金额	单位：万元	
			截至 2018 年 9 月末累计投资金额（含替换前期投入资金）	预计完工时间
年产 350 万台高效节能压缩机电机项目	15,830.00	12,685.00	12,101.58（含替换前期投资资金 11,169.32 万元）	2018/9/30
年产 150 万台直流变频压缩机电机建设项目	9,280.00	7,436.54	4,091.22（含替换前期投资资金 1,527.16 万元）	2019/6/30
压缩机电机研发中心建设项目	1,195.00	957.62	669.61（含替换前期投资资金 392.00 万元）	2019/6/30
合计	26,305.00	21,079.56	16,862.42（含替换前期投资资金 13,088.48 万元）	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着年产350万台高效节能压缩机电机项目的推进和新增产能的陆续投产，公司各类产品的产能规模均有提升，2018年1~9月，公司冰箱压缩机电机、轻型商用压缩机电机和重型商用压缩机电机年产能分别为1,020万台/年、165万台/年和55万台/年。2018年9月末，公司年产350万台高效节能压缩机电机项目全部完工，轻型商用压缩机和重型商用压缩机电机产能分别增至170万台/年和70万台/年。2015年我国冰箱产量增速触底，但当年公司冰箱压缩机电机产能利用率仍高达80%以上；2016~2017年随

着冰箱市场的好转和新增产能部分投产，公司冰箱压缩机电机产量相应增加，产能利用率分别为高达93.99%和102.04%，冰箱压缩机电机产能接近饱和状态。2018年前三季度，受冰箱产量增速回落，房地产市场政策持续收紧，冰箱市场预期下行等因素影响，公司冰箱压缩机电机产能利用率较2017年全年水平下降，但仍处于较高水平。目前我国商用压缩机整体市场规模仍较小，公司商用压缩机电机产能规模有限且利用率亦接近饱和，募投项目新增产能的投产将在一定程度上缓解产能的紧张程度。

表 4：公司主要产品产能及产量情况

产品	2015			2016			2017			2018.Q3		
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率
冰箱压缩机电机	900	776.58	86.29	900	845.93	93.99	990	1,010.17	102.04	1,020	664.60	86.88
轻型商用压缩机电机	120	114.36	95.30	145	147.14	101.48	155	111.25	147.14	165	94.31	76.21
重型商用压塑机电机	20	19.53	97.65	25	21.84	87.36	35	30.03	85.79	55	21.22	51.44

注：公司 2018 年 1-9 月各产品产能及产能利用率经过年化处理；年产 350 万台高效节能压缩机电机项目中 200 万台/年冰箱及冰柜压缩机电机项目于 2017 年末已完全投产；100 万台/年轻型商用压缩机电机和 50 万台/年重型商用压缩机电机项目于 2018 年 9 月末全部投产，公司未将当月末新增产能计入 2018 年前三季度年化产能中。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体而言，公司具备一定技术水平且质量管控能力较好，在2016~2017年冰箱行业的短期复苏和产能小幅扩张的带动下，各产品产量保持增长，产能利用率接近饱和，随着首次公开发行股票募投项目的进一步推进，新增产能达产将有效缓解产能瓶颈对业务规模的制约。

采购

公司最主要的原材料为硅钢片、漆包铜线及漆包铝线等金属材料，2015~2017年及2018年1~9月，金属原材料占主营业务成本的比重在80%以上。公司为加强与客户的战略合作关系，同时规避大宗原

材料价格波动风险，在成本加成定价模式中向下游传导价格上涨压力，与长虹华意、加西贝拉及华意荆州分别签订了原材料采购框架合同，大部分硅钢片、漆包铜线及漆包铝线等金属材料主要向上述客户采购，采购价格在市场价格的基础上商定。公司每月与客户对账，抵扣应收款项，抵扣结算有利于缓解公司采购大宗物资的付款压力，保障大宗物资供货的稳定性以及生产的连续性。此外，公司向独立第三方采购部分金属材料和备件，票据结算的规模逐年增加，硅钢片等金属材料结算时通常需要预付30%货款，提货时支付剩余70%货款；其他备件

结算时通常货到两个月后付款。

公司主要供应商及其采购比重相对稳定，2015~2017年及2018年1~9月，长虹华意及其子公司的采购金额比重分别为41.04%、58.10%、53.98%和55.87%，公司对单一供应商依赖程度较高，一定程度上削弱了自身议价能力。

从采购量看，2015~2017年及2018年前三季度，公司采购自长虹华意及其子公司的硅钢片数量占总体采购数量的比重分别为60.93%、81.82%、72.83%和80.90%，漆包铜线采购量比重分别为46.93%、60.14%、55.35%和50.88%，漆包铝线采购量比重分别为30.58%、41.97%、42.59%和67.97%，2016年各主要原材料向下游客户采购原料比重均大幅上升，主要系2015年下半年公司新增与加西贝拉签订采购协议，次年采购量增加所致。

采购均价方面，漆包铝线价格相对较为稳定；硅钢片及漆包铜线的采购价格则在2017年大幅上

升，2018年以来，硅钢片价格较上年略有下降但仍处于高位，漆包铜线价格则保持上升趋势，原材料价格整体上涨侵蚀了部分经营利润。具体从供应商看，2015年冰箱市场低迷，公司订单量同比缩减，原材料价格议价能力不高，来自长虹华意及其子公司的原材料价格均高于第三方；2016~2017年冰箱市场逐步复苏，公司订单量同比持续大增，议价能力逐步提高，来自长虹华意及其子公司且价格低于第三方的原材料品类逐年增加，2016年仅漆包铜线价格低于第三方，2017年硅钢片及漆包铝线采购价格均低于第三方；2018年以来，冰箱市场增速放缓，公司来自长虹华意及其子公司的原材料价格恢复到不低于第三方价格。我国钢材及铜等大宗材料价格高位震荡，公司成本管控压力上升，经营利润受到侵蚀；同时对长虹华意及其子公司的高度依赖使得公司在采购中的议价能不足，对盈利能力亦产生一定不利影响。

表 5：公司各类产品采购情况

单位：吨、万元/吨

原材料	采购方	2015		2016		2017		2018.Q3	
		采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
硅钢片	长虹华意及其子公司	18,015.80	0.40	34,498.11	0.39	34,124.13	0.53	25,251.59	0.50
	第三方	11,554.25	0.39	7,666.84	0.31	12,727.63	0.54	5,963.24	0.49
	合计	29,570.05	0.40	42,164.95	0.37	46,851.76	0.54	31,214.83	0.50
漆包铜线	长虹华意及其子公司	886.78	4.54	1,735.82	3.89	1,608.46	4.75	1,127.84	5.10
	第三方	1,002.85	4.25	1,150.69	3.92	1,297.33	4.86	1,088.93	5.04
	合计	1,889.63	4.39	2,886.51	3.91	2,905.79	4.80	2,216.77	5.07
漆包铝线	长虹华意及其子公司	242.81	2.65	443.88	2.54	813.02	2.71	906.05	2.61
	第三方	551.11	2.60	613.84	2.49	1,095.87	2.61	426.88	2.61
	合计	793.92	2.62	1,057.72	2.51	1,908.89	2.65	1,332.93	2.61

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体而言，近年钢材及铜等金属原材料价格大幅波动，公司采购成本上升，成本控制压力加剧；同时公司原材料采购高度依赖于长虹华意及其子公司，采购环节议价能力受限，负面影响盈利能力。

销售

公司采用直接销售的销售模式，主要客户均为压缩机生产企业。基于压缩机电机和压缩机整机生产行业的配套体系和行业惯例，公司通过客户供应商准入考核后，双方形成较为稳定的合作关系，通过签订一定期间的销售框架性协议，确定产品定价

方式、付款条件、质量保证及交付方式等内容；客户日常以订单形式向公司提出采购需求。经过多年经营积累，公司成为长虹华意及其下属子公司加西贝拉和华意荆州的战略供货商，华意巴塞罗那的主要国内供应商。长虹华意产能规模大、系全球主要制冷电器压缩供应商，占全球冰箱压缩机市场份额超过20%，行业地位领先。公司与长虹华意及其下属子公司分别签订了压缩机电机的销售框架合同，并与长虹华意、加西贝拉和华意荆州签订了战略合作协议，保障公司获得最大销售量、对方获得最优

价格，同时双方就新产品及技术研发合作达成一系列约定，进一步加强双方的战略合作关系。与长虹华意及其子公司的战略合作，使得公司拥有通畅的销售渠道，为业务的稳定发展奠定高质量的客户基础。

从客户集中度看，2015年以来，长虹华意及其子公司合计收入规模占公司主营业务收入的比重持续高于60%，客户集中度较高。同时，公司作为长虹华意、加西贝拉及华意荆州的战略供应商，电机产品供应量占上述客户电机总需求量的比重较高。根据公司首次公开发行股票招股说明书，2016年公司在长虹华意、加西贝拉和荆州华意电机总需求量中的占比分别约为35%、17%和20%。上述客户在公司的销售客户中占据重要地位，同时公司也是上述客户的战略供应商，双方业务渗透较为深入，保障了双方稳定的合作关系。除长虹华意及其子公司外，丹佛斯集团收入规模占公司主营业务收入的比重保持在20%左右，系公司主要客户之一。丹佛斯集团亦是全球制冷与空调等行业领先企业之一，公司系其最大的内资供应商。整体看，公司客户资源优质且双方合作关系稳固，产品销售渠道通畅，有利于公司的稳健运营，但基于目前产能规模，公司仅能专注于维护现有客户，新客户开拓能力不足。

表6：公司主要客户收入占主营业务收入比重

	单位：%			
	2015	2016	2017	2018.Q3
长虹华意及其子公司	61.46	73.16	74.64	69.61
其中：长虹华意	31.47	24.68	22.32	23.61
加西贝拉	21.20	34.54	34.26	29.00
华意荆州	8.59	6.65	10.28	11.41
华意巴塞罗那	0.20	7.29	7.78	5.59
丹佛斯集团	22.27	18.72	19.21	24.38

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销量变化看，2015~2017年我国冰箱市场由低迷转向阶段性回暖，当期公司冰箱压缩机电机销量分别为771.26万台、828.61万台和989.68万台，同比增速分别为-10.28%、7.44%和19.44%。近年我国商用制冷设备应用增加，公司根据市场需求调整产品结构，不断推出新产品，轻型商用压缩机电机销量因产品结构调整，呈现一定波动性，重型商用压

缩机电机销量则呈稳步增长趋势。2015~2017年，公司轻型商用压缩机电机销量分别为120.10万台、142.34万台和106.34万台；同期重型商用压缩机电机销量分别为19.18万台、21.41万台和29.88万台，产销配比较高。2018年以来我国冰箱产量增速放缓，1~9月公司冰箱压缩机电机及商用压缩机电机销量分别为669.52万台和121.16万台，同期公司冰箱压缩机电机销售收入同比下降9.22%，冰箱市场仍存在一定波动性，而商用压缩机电机销售收入同比增长7.27%，一定程度缓解冰箱压缩机销售受阻的不利影响。2015~2017年及2018年1~9月，公司冰箱压缩机电机收入分别为2.56亿元、3.14亿元、3.97亿元和2.61亿元；同期轻型商用压缩机电机收入分别为0.53亿元、0.66亿元、0.74亿元和0.72亿元，重型商用压缩机电机收入分别为0.98亿元、1.02亿元、1.52亿元和1.26亿元。

从销售定价看，公司按照“原材料价格+辅料价格+制造费用+加工费+合理利润”的原则确认销售价格，其中原材料价格主要为硅钢片、漆包铜线及漆包铝线等的价格。在我国冰箱行业阶段性复苏，钢材及铜的价格波动上行的经济环境下，2016~2017年公司各类产品的销售均价逐年升高。此外，因2017年新产品量产，较高的新品定价使当年轻型商用压缩机均价升高幅度较大。2018年以来，冰箱行业预期不佳，公司调整相应产品价格，1~9月冰箱压缩机电机销售均价较2017年全年均价下降；商用压缩机电机受益于良好的市场环境及产品结构优化，产品销售均价升高。以原材料价格加成的方式确认销售价格可在一定程度上降低上游原材料价格大幅上涨对利润的侵蚀，但考虑到传导时滞以及强势的客户需求，公司各类产品毛利率与销售均价走势不尽相同，存在一定波动性。鉴于当前冰箱行业存在较大不确定性，原材料价格波动幅度较大，且公司在与战略客户合作的过程中议价能力有限，获利能力受客户影响大，毛利率走势需长期关注。

从下游结算看，公司与客户每月对账，账款于次月支付；公司与长虹华意及其子公司等战略客户签订销售框架合同的同时，签订了主要原材料的采

购框架合同，硅钢及漆包铜线等大宗产品可向上述客户采购；对于同一客户的销售应收款和采购应付

款每月进行抵扣后，对应收款进行净额结算；近年公司与客户以票据结算的规模逐年增加。

表 7：公司各类产品销售情况

单位：万台、元/台、万元、%

项目	指标	2015	2016	2017	2018.Q3
冰箱压缩机电机	销售数量	771.26	828.61	989.68	669.52
	销售均价	33.20	37.88	40.16	38.98
	销售金额	25,608.48	31,387.56	39,748.95	26,098.51
	毛利率	16.47	16.66	14.62	13.34
轻型商用压缩机电机	销售数量	120.10	142.34	106.34	99.82
	销售均价	44.65	46.53	69.32	72.14
	销售金额	5,362.45	6,623.06	7,371.65	7,201.27
	毛利率	15.53	16.47	14.16	10.44
重型商用压缩机电机	销售数量	19.18	21.41	29.88	21.34
	销售均价	510.32	478.61	509.2	591.51
	销售金额	9,788.58	10,247.66	15,215.10	12,620.93
	毛利率	18.47	19.71	17.60	18.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体而言，公司与冰箱压缩机龙头企业建立了战略合作关系，客户资源优质，销售渠道通畅，但对单一客户的高度依赖使得公司销售环节议价能力受限，同时公司主要产品冰箱压缩机电机销量与我国冰箱产品存在较强相关性，面临一定波动性。

总体而言，公司产品质量过关且具备一定技术优势，通过与长虹华意及其子公司建立销售和采购的合作关系，保障销售渠道的通畅以及原材料供货的稳定性。但公司业务高度依赖于长虹华意及其子公司，使得公司在销售和采购环节的议价能力不足，一定程度负面影响盈利能力，同时近年原材料价格波动明显，进一步加剧了公司成本管控压力。

公司管理

公司治理

根据《公司法》、《证券法》等有关法律、法规和规范性文件的要求，公司制定了《公司章程》，建立并逐步健全了公司治理结构，不断完善由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的三会一层治理架构，同时对各个治理层的任职要求、具体构成及职权等做出明确划分。股东大会是公司的权力机构，董事会对股东大会负责，下辖战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和审计委员会，由

7 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事由股东会选举产生，董事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。董事会设董事会秘书，董事会秘书是公司的高级管理人员，对公司和董事会负责。监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于三分之一，但董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。公司设总经理 1 名，设副总经理若干名，均由董事会聘任或解聘。公司总经理对董事会负责，依法行使主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议等职权。公司股东大会、董事会、监事会及经营管理层均按照有关法律法规、公司章程和相关议事规则的规定运作，履行相应职责和义务，未发生违法、违规情形。

内部管理

公司根据经营管理需要，总经理下设 3 名副总经理和 1 名财务总监，财务总监负责管理财务部，1 名副总经理负责仓储部、供应部和销售部；1 名副总经理负责品质管理部和研发中心；1 名副总经理负责证券业务、办公室和人力资源部。同时，公司结合实际情况在日常运营和财务管理等方面

建立相关管理制度，以保障公司经营管理的规范性和稳定性。

生产管理方面，公司制订并组织落实生产计划，保障产品按时按量交付；制定物料需求计划，督促、考核物料进度，保障生产计划完成；制定了各车间关键考核指标制度，保障车间高效运行；同时制定了质量考核标准制度，保障生产流程中的质量控制和产品质量控制。财务管理方面，公司结合业务特点，建立了《收入确认控制程序》、《提升货款回收规范》、《项目预算管理制度》和《费用预算管理》等制度，以保证会计核算的真实有效、工程项目款的及时回收、项目成本的有效控制及资源的合理利用，促进公司健全内部约束机制。同时，公司还建立了《备用金管理制度》、《网上银行操作规定》和《银行承兑汇票收取规定》等，加强现金管理。此外，公司在《公司章程》明确了对外担保程序，以保障对外担保的规范性。

总体来看，公司治理结构健全，部门设置合理，并在各方面建立了相对完善的管理制度，一定程度上保障了公司运营管理的规范化，使得各项业务顺利开展。

战略规划

公司一直致力于打造成为压缩机电机国际领先制造商，通过提高重大技术装备、加工制造自动化的整体水平，促进高新技术改造传统制造业；通

过高效节能与变频技术的自主研发，掌握专业技术模块化设计及低碳技术制高点，实现产品技术水平达到国外同类型产品水平，在国内处于领先地位；通过电机制造加工过程中信息化应用提高生产工艺水平，促进生产效率大幅提高和用工成本的有效降低；通过家用空调压缩机电机及变频冰箱压缩机电机控制器产品的销售，将极大地优化现有产品结构和客户结构，拓宽和完善现有市场营销网络的建设。为实现上述战略规划，公司拟发行债券建设高效家用空调压缩机电机建设项目、变频压缩机电机控制器建设项目和智能仓储物流与信息化管理平台建设项目。基于高效空调压缩机电机与冰箱压缩机电机较强相似性和客户关联度，该项目的投建有利于公司拓宽产品范围，提升业务规模；变频压缩机电机控制器项目适应了当前我国冰箱变频化趋势，产品可配套公司现有变频冰箱压缩机电机，增强产品技术含量，提升公司产品配套能力，深化公司与原有客户的合作关系；智能仓储物流与信息化管理平台建设项目将提升公司的仓储物流管理效率和信息化水平，提高公司运营效率和市场反应速度；上述项目具备较强的可行性，是公司实施战略规划的重要步骤。上述项目预计总投资 2.57 亿元，通过发行本次债券募集资金，未来公司债务规模将上升。

表 8：公司拟建项目

单位：万元

项目	项目概况	总投资	计划使用本次债券募投资金
高效家用空调压缩机电机建设项目	可年产 220 万套高效家用空调压缩机电机	15,591.00	13,652.00
变频压缩机电机控制器建设项目	可年产 100 万只变频压缩机电机控制器	3,578.00	3,074.00
智能仓储物流与信息化管理平台建设项目	自动化立体库与数据中心机房	6,518.00	6,267.00
合计	-	25,687.00	22,993.00

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体来看，公司发展思路明确，逐步拓宽产品方向，为业务发展奠定坚实基础，但随着拟建项目的推进，公司资本性支出压力增加，未来债务融资情况有待关注。

财务分析

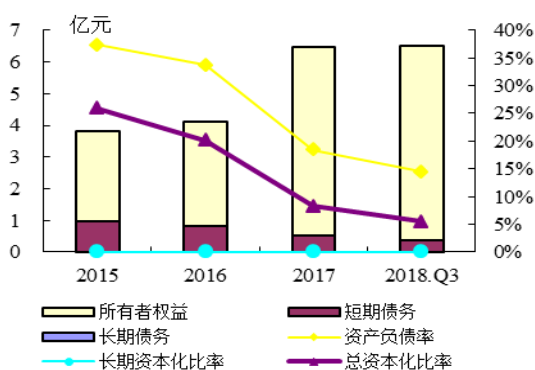
以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年合并审计报告，以及未经审计的 2018 年三季度财务报表。

资本结构

2017年4月公司完成首次公开发行,自有资本实力大幅增强,同时随着经营业务的稳步推进和经营利润的逐步积累,资产规模及所有者权益规模逐年增加。2015~2017年末,公司资产总额分别为4.51亿元、4.95亿元和7.27亿元,所有者权益分别为2.83亿元、3.28亿元和5.93亿元;同期,负债总额分别为1.68亿元、1.67亿元和1.34亿元。2018年9月末,公司资产总额和所有者权益总额分别为7.16亿元和6.13亿元。

从财务杠杆来看,在配套采购模式下,公司对同一交易对象的采购货款与销售货款抵扣,降低了大宗物资采购付款压力,日常运营所需资金较少,加之持续盈利积累,公司对外部资金的依赖程度较低,资产负债率和总资本化比率长期处于较低水平。2017年公司完成首次公开发行后,自有资本实力进一步提升,资产负债率和总资本化比率进一步降低。2015~2017年末及2018年9月末,公司资产负债率分别为37.29%、33.67%、18.40%和14.43%,总资本化比率分别为25.87%、20.15%、8.26%和5.54%,处于低水平,但公司资产规模较小,债务承担能力有限,未来借助债务融资进行项目建设,财务杠杆比率将上升。

图5: 2015~2018.Q3公司资本结构分析



数据来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

公司资产以流动资产为主,2015~2017年末及2018年9月末,流动资产分别为2.62亿元、3.01亿元、5.37亿元和4.86亿元,占总资产的比重分别为58.05%、60.79%、73.96%和67.87%,主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。2017年4月,公司首次公开发行募集资金净额2.11亿元用于募投项目建设,随着募集资金的使用,2017

年末,公司货币资金为1.58亿元,主要包括银行存款1.43亿元和使用受限的票据保证金0.15亿元,流动性较好;除货币资金外,2017年末公司其他流动资产增至0.70亿元,主要系新增银行理财产品;2018年9月末,公司货币资金和其他流动资产分别为0.84亿元和1.26亿元。公司应收票据和应收账款主要为抵扣相应采购货款后的销售货款,2015~2017年末及2018年9月末应收票据分别为0.40亿元、0.60亿元、0.88亿元和0.40亿元,以银行承兑票据为主;同期应收账款分别为0.68亿元、0.73亿元、0.96亿元和1.02亿元,周转率分别为5.92次/年、7.24次/年、7.74次/年和6.63次/年,周转效率较高。公司应收账款对象主要为长虹华意及其下属子公司,账龄主要集中于1年以内,且按照3%比例计提坏账准备,2015~2017年末,应收账款坏账准备余额分别为0.02亿元、0.02亿元和0.03亿元。2015~2017年末及2018年9月末,公司存货分别为0.76亿元、0.88亿元、1.18亿元和1.13亿元,周转率分别为4.70次/年、5.13次/年、5.36次/年和5.06次/年,主要为原材料和库存商品,公司实行以销定产、以产定采的产供销模式,存货跌价风险较小。从非流动资产来看,公司非流动资产主要包括固定资产和无形资产,固定资产主要为房屋建筑及生产设备,无形资产主要为土地使用权。2017年末,公司固定资产和无形资产分别为1.48亿元和0.30亿元。总体来看,公司资产质量较好且流动性较强。

从负债结构来看,公司负债基本为流动负债,2015~2017年末及2018年9月末,流动负债分别为1.61亿元、1.61亿元、1.29亿元和1.00亿元,占负债总额的比重均达90%以上,主要为应付票据、应付账款和其他应付款构成。公司应付票据均为银行承兑汇票,2017年末及2018年9月末分别为0.53亿元和0.35亿元;同期公司应付账款分别为0.48亿元和0.38亿元,主要为应付的除钢材、铜等大宗物资外的材料费。公司其他应付款主要为应付的工程设备款等,2016年以来,公司设备采购增加,其他应付款规模处于较高水平,2017年末及2018年9月末,分别为0.15亿元和0.11亿元。

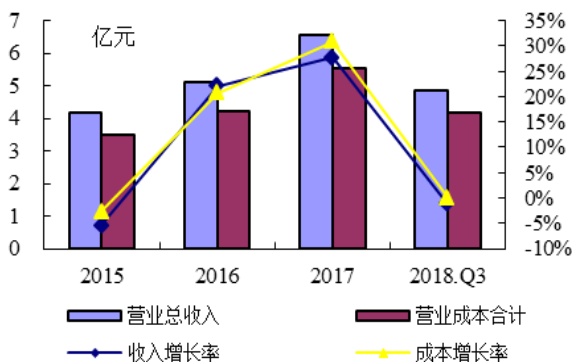
从债务期限结构来看，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 0.99 亿元、0.83 亿元、0.53 亿元和 0.36 亿元，均为短期债务。当前公司债务规模小，偿债压力小，未来随着战略规划项目的推进，公司投融资资金需求上升，债务规模扩大的同时需关注债务的期限结构。

总体来看，公司完成首次公开发行股票后，自有资本实力大幅增强，财务杠杆比率进一步降低，但随着战略规划项目的推进，未来债务规模或将上升。

盈利能力

公司系长虹华意及其子公司的战略供应商，同时系丹佛斯集团最大的内资供应商，在订单获得上具有一定优势，但受冰箱行业景气度影响，收入规模仍存在一定波动性，2016~2017 年，冰箱市场阶段性复苏，公司保持较高的业务规模增速，但 2018 年以来冰箱市场预期趋弱，公司收入规模增速下滑。2015~2017 年及 2018 年前三季度公司分别实现营业收入 4.19 亿元、5.12 亿元、6.54 亿元和 4.86 亿元，同比增速分别为-5.43%、22.14%、27.77%和-1.18%。

图 6：2015~2018.Q3 公司营业收入及成本增长情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司毛利率水平受原材料价格波动及战略客户订单影响大，近年钢材和铜价格震荡上行，尤其 2016 年下半年以来，钢材价格大幅上升，公司原材料采购价格上涨；同时公司业务受战略客户影响大，自身议价能力有限，进一步挤压盈利空间。2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司毛利率分别为 16.56%、17.54%、15.59%和 14.56%，呈波动下滑趋势。

期间费用方面，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司期间费用分别为 0.35 亿元、0.33 亿元、0.44 亿元和 0.30 亿元，主要为管理费用。公司管理费用主要为研发费用和职工薪酬；销售费用主要为运杂装卸费用；公司债务规模小，利息支出小，财务费用少。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司三费收入占比分别为 8.33%、6.38%、6.80%和 6.25%，公司业务运营简单明晰，费用规模小。

表 9：2015~2018.Q3 公司三费情况

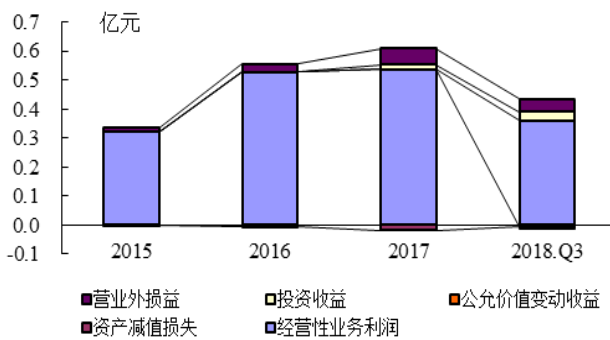
单位：亿元				
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	0.06	0.07	0.09	0.07
管理费用	0.22	0.23	0.32	0.27
财务费用	0.07	0.02	0.03	-0.04
三费合计	0.35	0.33	0.44	0.30
营业总收入	4.19	5.12	6.54	4.86
三费收入占比	8.33%	6.38%	6.80%	6.25%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，营业外损益（包含其他收益）对利润总额形成一定补充。2015~2017 年公司经营性业务利润分别为 0.32 亿元、0.53 亿元和 0.54 亿元，经营性业务利润稳中有增，同期公司营业外损益（含其他收益）分别为 0.01 亿元、0.03 亿和 0.06 亿元，主要为政府补助。2015~2017 年公司分别实现利润总额 0.33 亿元、0.55 亿元和 0.61 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现利润总额 0.43 亿元，其中经营性业务利润 0.36 亿元、营业外损益（包含其他收益）0.05 亿元。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司净利润分别为 0.26 亿元、0.46 亿元、0.52 亿元和 0.36 亿元，同期所有者收益率分别为 9.31%、13.97%、8.69%和 7.80%¹，资产获利能力尚可。

¹ 2018 年前三季度所有者权益收益率经过年化。

图 7: 2015~2018.Q3 公司利润总额构成



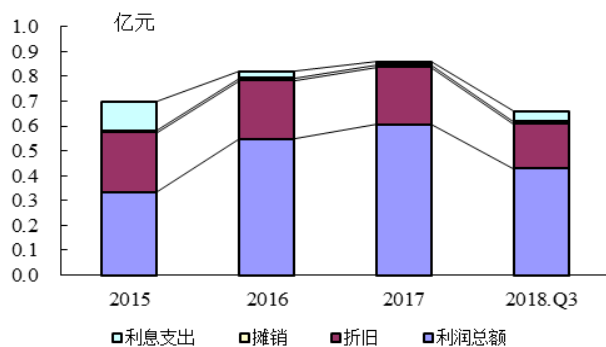
注: 2016~2018.Q3 营业外损益中包含资产处置收益及其他收益。
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 基于稳定且优质的客户资源, 公司销售订单有一定保障, 但整体收入规模较小, 利润规模有限, 且原材料价格上涨及对客户议价能力有限等因素使得毛利率呈下滑趋势。

偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成, 折旧规模较平稳, 在盈利水平逐年上升的推动下, EBITDA 逐年增加, 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月 EBITDA 分别为 0.70 亿元、0.82 亿元、0.86 亿元和 0.66 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 1.41 倍、1.01 倍和 0.62 倍; EBITDA 利息保障倍数分别为 6.08 倍、28.64 倍和 65.49 倍。2018 年 1~9 月, 公司年化总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.41 倍和 16.01 倍, 目前公司债务规模小, EBITDA 对债务本息的保障程度高。

图 8: 2015~2018.Q3 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司经营活动净现金流分别为 0.87 亿元、0.40 亿元、0.21 亿元和 0.56 亿元。长期来看, 公司经营活动净

现金流规模有下降趋势, 主要系公司销售环节以票据结算的规模增加, 而票据结算期限较应收账款结算期限长所致。从现金流对债务本息的保障程度来看, 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月, 公司经营活动净现金/总债务分别为 0.88 倍、0.48 倍、0.39 倍和 2.09 倍; 经营活动净现金/利息支出分别为 10.13 倍、8.19 倍、8.82 倍和 13.67 倍, 经营活动净现金流对债务本息的保障程度较高。

表 10: 2015~2018.Q3 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q3
短期债务 (亿元)	0.99	0.83	0.53	0.36
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务 (亿元)	0.99	0.83	0.53	0.36
资产负债率 (%)	37.29	33.67	18.40	14.43
总资本化比率 (%)	25.87	20.15	8.26	5.54
总债务/EBITDA (X)	1.41	1.01	0.62	0.41*
经营活动净现金/总债务 (X)	0.88	0.48	0.39	2.09*
EBITDA 利息倍数 (X)	6.08	28.46	65.49	16.01
经营活动净现金/利息支出 (X)	7.56	13.74	15.97	13.67

注: 加*指标经过年化。

数据来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

截至 2018 年 9 月末, 公司无对外担保。同期末, 公司受限资产总额为 3,542.07 万元, 占当期末总资产和净资产的比率分别为 4.94% 和 5.78%, 其中受限货币资金 1,571.93 万元, 为票据保证金; 受限应收票据 1,970.14 万元, 用于质押以开具票据。截至 2018 年 9 月末, 迪贝控股及吴储正均未质押公司股票。整体看, 公司无对外担保且受限资产规模较小, 未来有一定融资空间。

财务弹性方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司取得银行授信 3.42 亿元, 其中已使用额度 2,020 万元, 备用流动性充足。公司于 2017 年上市, 未来可通过资本市场融资取得一定资金支持。

综合来看, 公司长期专注于冰箱压缩机电机生产, 积累了长虹华意及其子公司及丹佛斯集团等优质客户, 建立稳固合作关系, 保障了业务的稳健运营。此外, 公司债务规模小, 财务结构稳健, 2017 年上市后自有资本实力进一步增强, 加之长年利润积累, 具备一定偿债能力。但公司整体业务规模小,

债务融资能力有限，未来拟建项目将面临一定投融资压力，债务负担将大幅增加。

担保实力

本次债券由迪贝控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

迪贝控股前身系浙江迪贝机电集团有限公司（原名嵊县压缩泵电机厂），成立于1998年7月6日，由吴建荣和吴储正两位自然人共同出资设立。截至2018年9月末，迪贝控股注册资本5,016万元，吴建荣和吴储正的持股比例分别为80%和20%。

迪贝控股纳入合并范围的子公司包括浙江迪贝电气股份有限公司、浙江迪贝电工有限公司、景德镇迪贝电机有限公司、迪贝（香港）投资有限公司和嵊州市迪贝工业炉有限公司等七家公司，除嵊州市迪贝工业炉有限公司外，其他均为上市公司迪贝电气合并范围内子公司。

截至2017年末，迪贝控股总资产9.35亿元，所有者权益6.72亿元，资产负债率为28.14%；2017年实现营业收入6.54亿元，净利润为0.39亿元，经营活动净现金流为-0.26亿元。

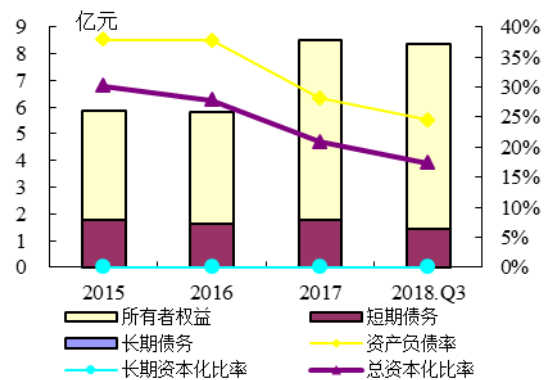
截至2018年9月末，迪贝控股总资产9.16亿元，所有者权益6.91亿元，资产负债率为24.56%；2018年1~9月实现营业收入4.93亿元，净利润为0.27亿元，经营活动净现金流为0.55亿元。

2015~2017年及2018年1~9月迪贝控股实现营业收入分别为4.29亿元、5.19亿元、6.54亿元和4.93亿元，收入基本来自上市公司迪贝电气，业务与上市公司高度重合，故该业务具体运营情况可见上文迪贝电气业务介绍，此处不再赘述。

财务分析

以下财务分析基于迪贝控股提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年合并审计报告，以及未经审计的2018年三季度财务报表。

图9：2015~2018.Q3 迪贝控股资本结构



资料来源：迪贝控股审计报告，中诚信证评整理

迪贝控股下属子公司迪贝电气于2017年4月完成首次公开发行，推动合并口径下的净资产和总资产规模大幅上升。2015~2018.Q3迪贝控股总资产分别为6.59亿元、6.76亿元、9.35亿元和9.16亿元；所有者权益分别为4.10亿元、4.20亿元、6.72亿元和6.91亿元。同期，迪贝控股总负债分别为2.49亿元、2.56亿元、2.63亿元和2.25亿元，债务规模较小。从财务杠杆来看，2015~2018.Q3迪贝控股资产负债率分别为37.86%、37.82%、28.14%和24.56%，总资本化比率分别为30.19%、27.85%、20.86%和17.32%，财务杠杆比率较低。

资产构成来看，2015~2018.Q3迪贝控股流动资产分别为3.70亿元、3.86亿元、6.32亿元和5.69亿元，占资产总额的比重分别为56.17%、57.11%、67.64%和62.19%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产构成。2017年末迪贝控股货币资金1.73亿元，其中受限金额为0.15亿元，整体流动性强；除货币资金外，其他流动资产主要系新增银行理财产品，2017年末规模为0.71亿元，2018年9月末进一步增加至1.27亿元。迪贝控股应收票据和应收账款主要为抵扣相应采购货款后的销售货款，2017年末规模分别为0.88亿元和0.96亿元。迪贝控股存货主要为原材料和库存商品，随着业务发展，存货规模呈现增长，2017年末规模为1.18亿元，同比增长33.14%。2015~2018.Q3迪贝控股非流动资产分别为2.89亿元、2.90亿元、3.03亿元3.46亿元，主要由可供出售金融资产、固定资产和无形资产构成。迪贝控股可供出售金融资产系对嵊州恒丰小额贷款股份有

限公司和浙江嵊州瑞丰村镇银行股份有限公司的权益投资，截至 2018 年 9 月末为 0.34 亿元，按成本法计量，在当前经济环境下，中小企业面临的经营压力较大，或使被投资企业不良资产比例提高，坏账损失增加，经营状况恶化，并对迪贝控股盈利造成负面影响。

负债结构方面，2015~2018.Q3 迪贝控股流动负债分别为 2.42 亿元、2.49 亿元、2.59 亿元和 2.21 亿元，占总负债的比重分别为 97.15%、97.46%、98.31% 和 98.29%，主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。2017 年末，迪贝控股短期借款 1.24 亿元，包括信用借款 0.10 亿元、质押借款 0.20 亿元、抵押借款 0.64 亿元和保证借款 0.30 亿元，2018 年 9 月末小幅下降至 1.09 亿元。2015~2018.Q3 迪贝控股总债务分别为 1.77 亿元、1.62 亿元、1.77 亿元和 1.45 亿元，债务规模较小，但均为短期债务，债务期限结构有待改善。

盈利能力方面，2015~2017 年迪贝控股分别实现营业收入 4.29 亿元、5.19 亿元和 6.54 亿元，近三年业务规模呈现增长。但 2018 年以来冰箱市场预期趋弱，前三季度迪贝电气收入增速下滑，迪贝控股实现营业收入 4.93 亿元，同比增长 0.09%。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，迪贝控股营业毛利率分别为 18.47%、18.56%、15.58% 和 15.67%，主要受原材料价格上涨而呈现下滑。

表 11：2015~2018.Q3 迪贝控股三费情况

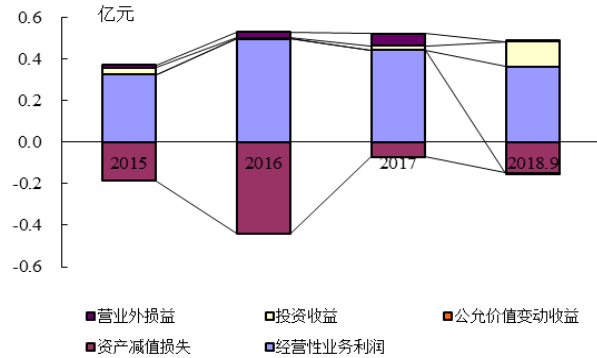
	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	0.06	0.07	0.09	0.07
管理费用	0.26	0.27	0.36	0.29
财务费用	0.11	0.07	0.08	0.00
三费合计	0.44	0.42	0.53	0.36
营业总收入	4.29	5.19	6.54	4.93
三费收入占比	10.21%	8.06%	8.18%	7.39%

资料来源：迪贝控股审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015~2017 年迪贝控股期间费用合计分别为 0.44 亿元、0.42 亿元和 0.53 亿元，主要为管理费用。迪贝控股管理费用主要为研发费用和职工薪酬；销售费用主要为运杂装卸费用；迪贝控股债务规模较小，利息支出小，财务费用少。2015~2017 年迪贝控股期间费用收入占比分别为

10.21%、8.06% 和 8.18%。2018 年 1~9 月，迪贝控股期间费用合计 0.36 亿元，期间费用收入占比为 7.39%，期间费用控制能力有待提升。

图 10：2015~2018.Q3 迪贝控股利润总额构成



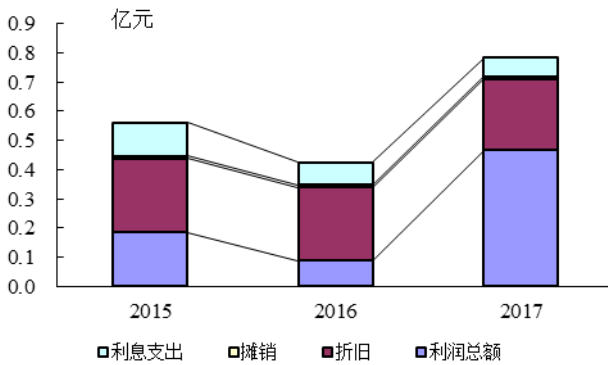
资料来源：迪贝控股审计报告，中诚信证评整理

迪贝控股利润总额主要由经营性业务利润构成，2015~2018.Q3 经营性业务利润分别为 0.32 亿元、0.50 亿元、0.44 亿元和 0.36 亿元。2015~2018.Q3，迪贝控股取得投资收益分别为 326.84 万元、21.24 万元、197.45 万元和 465.36 万元，2018 年上半年，迪贝控股取得迪贝电气分红，使得前三季度投资收益大幅增长，迪贝电气经营较为稳健，投资收益的稳定性较强；同期，营业外损益分别为 139.74 万元、303.61 万元、599.84 万元和 454.09 万元，对利润总额形成一定补充。此外，2015~2018.Q3 迪贝控股发生资产减值损失 0.19 亿元、0.44 亿元、0.07 亿元和 0.15 亿元。2015~2018.Q3，迪贝控股取得净利润分别为 0.16 亿元、0.11 亿元、0.39 亿元和 0.27 亿元，同期所有者收益率分别为 3.85%、2.56%、5.75% 和 5.21%²，整体盈利能力较弱。

获现能力方面，迪贝控股 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2015~2017 年 EBITDA 分别为 0.56 亿元、0.43 亿元和 0.78 亿元，获现能力一般。

² 2018 年前三季度所有者权益收益率经过年化。

图 11: 2015~2017 年迪贝控股 EBITDA 构成



资料来源: 迪贝控股审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月迪贝控股经营活动净现金流分别为 0.84 亿元、0.43 亿元、-0.26 亿元和 0.55 亿元。从现金流对债务本息的保障程度来看, 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月, 迪贝控股经营活动净现金/总债务分别为 0.47 倍、0.27 倍、-0.15 倍和 0.50 倍³; 2015~2017 年经营活动净现金/利息支出分别为 7.31 倍、5.56 倍和 -4.10 倍, 经营活动净现金流对债务本息的保障不足。

表 12: 2015~2018.Q3 迪贝控股主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q3
短期债务 (亿元)	1.77	1.62	1.77	1.45
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务 (亿元)	1.77	1.62	1.77	1.45
资产负债率 (%)	37.86	37.82	28.14	24.56
总资本化比率 (%)	30.19	27.85	20.86	17.32
总债务/EBITDA (X)	3.16	3.81	2.26	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.47	0.27	-0.15	0.68*
EBITDA 利息倍数 (X)	4.88	5.50	12.48	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	7.31	5.56	-4.10	-

注: 加*指标经过年化。

数据来源: 迪贝控股审计报告, 中诚信证评整理

从母公司财务口径看, 截至 2017 年末迪贝控股总资产 2.37 亿元, 所有者权益合计 1.08 亿元, 资产负债率为 54.58%, 债务水平偏高。从资产构成来看, 迪贝控股资产集中于非流动资产, 2017 年末非流动资产 1.43 亿元, 占总资产的比重为 60.12%, 主要集中于可供出售金融资产、长期股权投资和递

延所得税资产, 其中可供出售金融资产 0.34 亿元; 长期股权投资 0.41 亿元, 投资对象主要系迪贝电气、迪贝工业炉和嵊州市嘉诚房地产开发有限公司 (以下简称“嘉诚房地产”), 而合营企业嘉诚房地产当前经营亏损, 对盈利造成一定负面影响。当年末, 迪贝控股流动资产合计 0.95 亿元, 集中于货币资金和其他应收款, 其中其他应收款 0.80 亿元, 主要系对关联单位以及周边企业的拆借款, 账面原值 1.63 亿元, 累计计提坏账准备 0.83 亿元, 且账龄在 1 年以上的占 62.12%, 资产质量欠佳。从负债结构来看, 迪贝控股负债均为流动负债, 且集中于短期借款。2017 年末迪贝控股流动负债合计 1.29 亿元, 其中短期借款 1.24 亿元。从盈利情况看, 2017 年迪贝控股实现营业收入仅 45 万元, 但大额期间费用导致其经营亏损, 全年净利润为-0.13 亿元。同时, 当年迪贝控股经营性现金流为 0.47 亿元, 鉴于其债务水平偏高, 债务集中于偿付刚性较强的银行短期借款, 迪贝控股母公司面临一定的偿债压力。

财务弹性方面, 截至 2018 年 9 月, 迪贝控股取得银行授信 13,670 万元, 其中未使用额度 2,790 万元。截至 2018 年 9 月末, 迪贝控股无对外担保且无受限资产, 未来仍具有一定融资空间。

综合来看, 迪贝控股核心子公司为迪贝电气, 收入及利润基本来源于迪贝电气, 业务保持稳健发展。同时, 迪贝控股财务杠杆比率较低, 债务规模较小, 财务结构较稳健, 可对本次债券偿付提供一定保障。

结论

综上, 中诚信证评评定浙江迪贝电气股份有限公司主体信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定; 评定“浙江迪贝电气股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”信用级别 A⁺。

³ 2018 年前三季度经营活动净现金/总债务经过年化。

关于浙江迪贝电气股份有限公司 公开发行A股可转换公司债券的跟踪评级安排

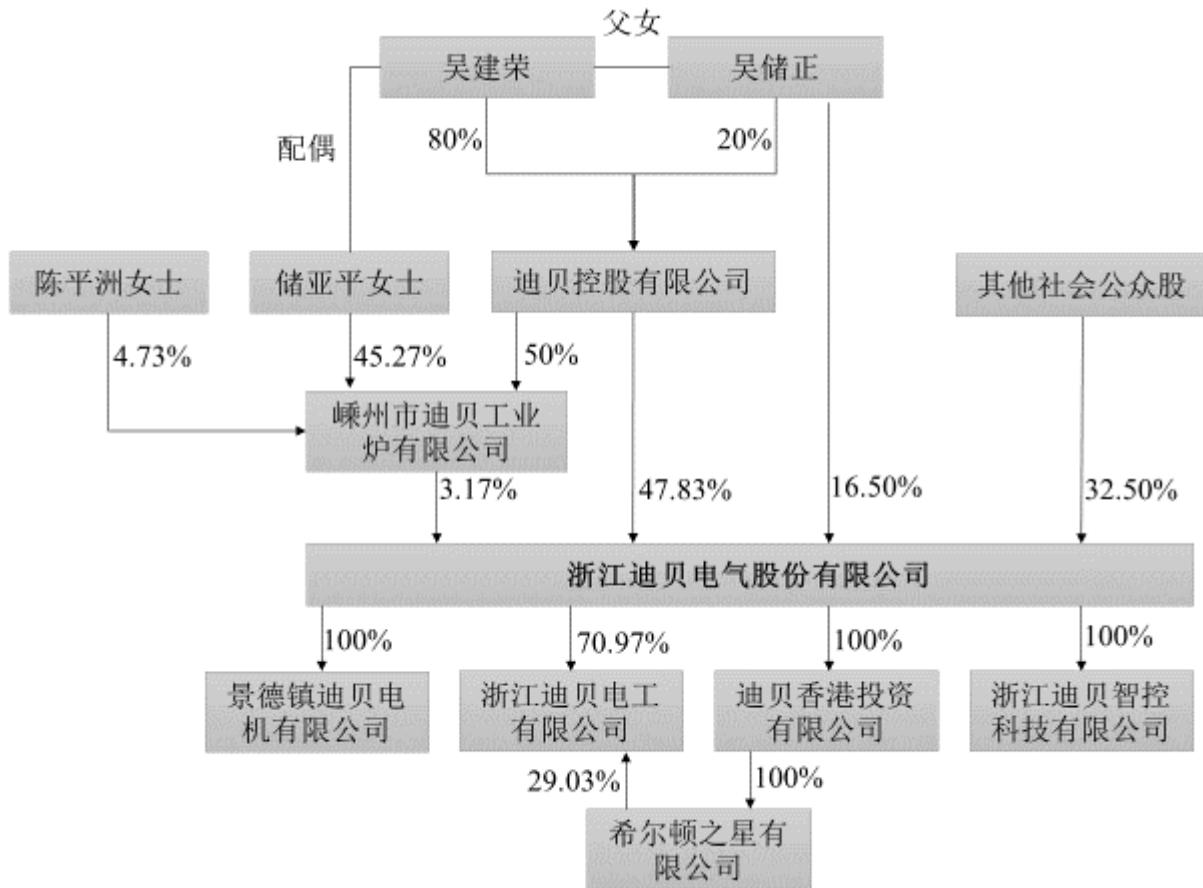
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

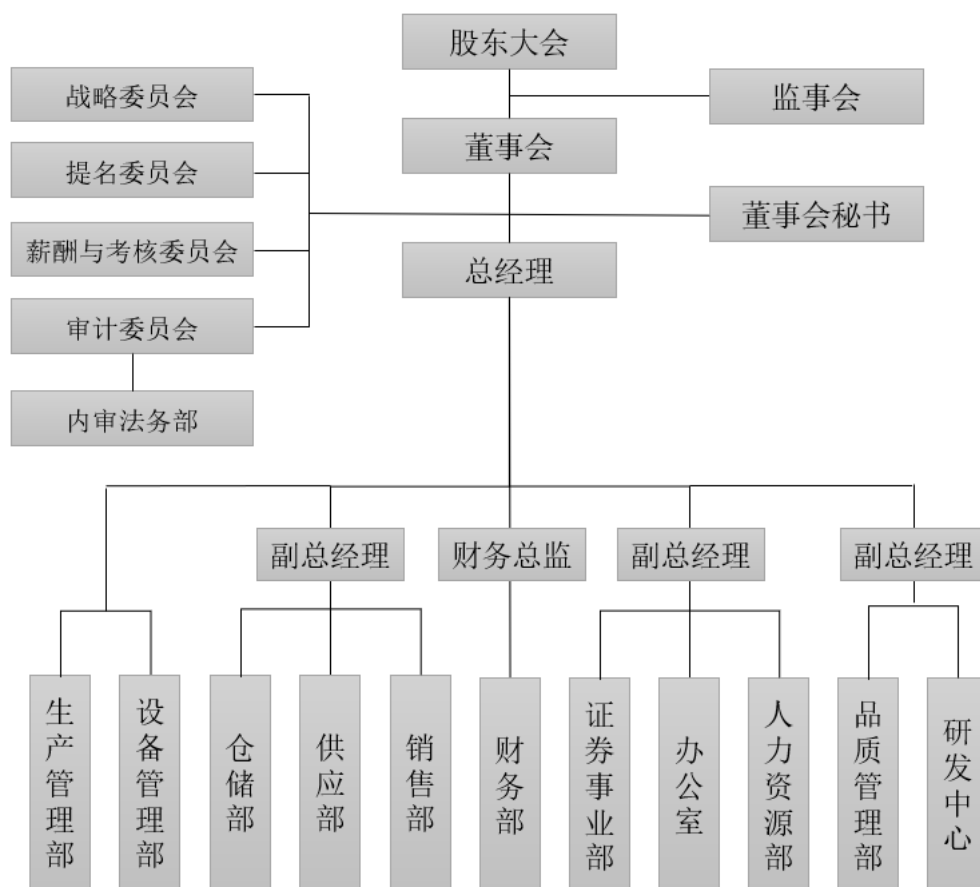
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：浙江迪贝电气股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月末）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：浙江迪贝电气股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月末）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：浙江迪贝电气股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	6,877.82	6,968.47	15,788.15	8,361.14
应收账款净额	6,832.36	7,291.88	9,598.91	10,181.42
存货净额	7,613.95	8,834.72	11,764.60	11,311.80
流动资产	26,152.35	30,098.91	53,735.68	48,632.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	15,642.65	16,239.98	15,152.46	14,050.45
总资产	45,055.13	49,510.06	72,651.62	71,649.46
短期债务	9,858.07	8,287.49	5,336.05	3,594.33
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	9,858.07	8,287.49	5,336.05	3,594.33
总负债	16,803.25	16,669.25	13,368.63	10,340.64
所有者权益(含少数股东权益)	28,251.88	32,840.81	59,282.99	61,308.81
营业总收入	41,880.95	51,152.30	65,357.69	48,647.60
三费前利润	6,694.91	8,528.68	9,810.05	6,650.88
投资收益	0.00	0.00	175.78	287.36
净利润	2,630.29	4,588.92	5,152.52	3,585.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	6,982.21	8,217.38	8,604.36	6,594.86
经营活动产生现金净流量	8,690.71	3,968.92	2,098.40	5,629.74
投资活动产生现金净流量	-2,060.23	-2,585.80	-9,510.55	-11,860.43
筹资活动产生现金净流量	-6,343.91	-1,326.46	15,161.37	-1,511.41
现金及现金等价物净增加额	332.70	241.27	7,628.48	-7,478.94
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	16.56	17.54	15.59	14.56
所有者权益收益率（%）	9.31	13.97	8.69	7.80*
EBITDA/营业总收入（%）	16.67	16.06	13.17	13.56
速动比率（X）	1.15	1.32	3.25	3.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.88	0.48	0.39	2.09*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.88	0.48	0.39	2.09*
经营活动净现金/利息支出（X）	7.56	13.74	15.97	13.67
EBITDA 利息倍数（X）	6.08	28.46	65.49	16.01
总债务/EBITDA（X）	1.41	1.01	0.62	0.41*
资产负债率（%）	37.29	33.67	18.40	14.43
总资本化比率（%）	25.87	20.15	8.26	5.54
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

注：2018 年前三季度加*指标经过年化处理。

附四：迪贝控股有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	7,439.08	9,173.21	17,278.94	10,671.06
应收账款净额	6,832.36	7,291.88	9,598.91	10,181.42
存货净额	7,619.19	8,839.93	11,769.72	11,323.61
流动资产	37,017.98	38,602.29	63,241.47	56,945.29
长期投资	4,877.56	4,874.80	4,872.47	4,872.47
固定资产合计	16,985.56	17,470.90	16,235.29	15,044.39
总资产	65,902.94	67,592.90	93,492.73	91,570.61
短期债务	17,708.07	16,227.49	17,706.05	14,474.33
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	17,708.07	16,227.49	17,706.05	14,474.33
总负债	24,947.57	25,561.24	26,309.42	22,491.26
所有者权益(含少数股东权益)	40,955.37	42,031.67	67,183.32	69,079.35
营业总收入	42,913.66	51,861.67	65,403.47	49,313.08
三费前利润	7,617.94	9,141.51	9,765.36	7,260.66
投资收益	326.84	21.24	197.45	465.36
净利润	1,575.65	1,076.30	3,861.99	2,698.84
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	5,607.59	4,258.28	7,828.83	-
经营活动产生现金净流量	8,403.13	4,308.38	-2,573.78	5,458.41
投资活动产生现金净流量	-2,496.83	-885.91	-9,486.55	-8,920.04
筹资活动产生现金净流量	-7,092.49	-1,722.32	19,095.62	-3,461.35
现金及现金等价物净增加额	-1,140.07	1,884.75	6,914.55	-6,659.82
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	18.47	18.56	15.58	15.67
所有者权益收益率（%）	3.85	2.56	5.75	5.21*
EBITDA/营业总收入（%）	13.07	8.21	11.97	-
速动比率（X）	1.21	1.19	1.99	2.06
经营活动净现金/总债务（X）	0.47	0.27	-0.15	0.50*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.47	0.27	-0.15	0.50*
经营活动净现金/利息支出（X）	7.31	5.56	-4.10	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.88	5.50	12.48	-
总债务/EBITDA（X）	3.16	3.81	2.26	-
资产负债率（%）	37.86	37.82	28.14	24.56
总资本化比率（%）	30.19	27.85	20.86	17.32

注：2018 年前三季度加*指标经过年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体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
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

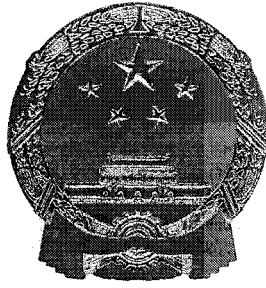
等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 23000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 上海市青浦区工业园区第一工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。

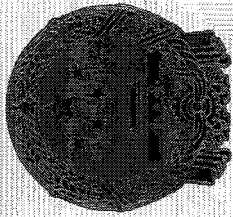
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

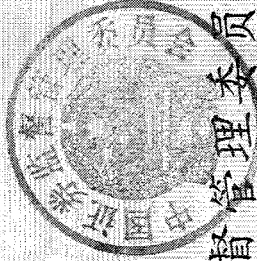
公司名称:中诚信证券评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑工业园区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001

中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日



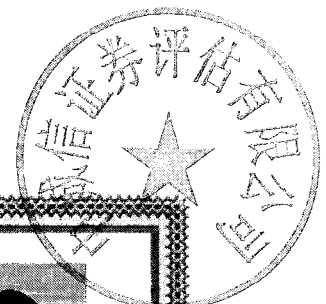
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邬敏军, 证件号码:330421198905203811, 于2015年10月25日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201510333120140033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邬敏军, 证件号码:330421198905203811, 于2015年11月29日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201512333469401033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



代琳琳, 证件号码:13092119890809266X, 于2010年12月04日参加证券市场基础知识
考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息



2010124208079301

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



代琳琳, 证件号码:13092119890809266X, 于2011年06月12日参加证券投资分析考
试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息



2011064209337404