

2022年安徽英力电子科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
英力转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：安徽英力电子科技股份有限公司（以下简称“英力股份”或“公司”，股票代码：300956.SZ）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，客户资质仍较好，经营可持续性较好；同时中证鹏元也关注到，全球笔记本电脑出货量预计仍将在低位徘徊，且部分终端厂商持续推进产能转移，笔电结构件行业供需矛盾较大，公司笔电结构件产能面临较大消化压力；公司布局的光伏相关业务产生亏损较大，并给公司带来了较大的资金压力及投资风险；此外公司客户集中度仍很高，存货及固定资产存在减值风险，外销收入占比大、面临汇率波动风险等风险因素。

评级日期

2024年6月21日

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@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）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	25.13	24.89	21.07	22.12
归母所有者权益	11.24	11.21	11.56	10.87
总债务	6.70	6.48	4.94	4.15
营业收入	3.63	14.84	13.72	16.90
净利润	0.03	-0.37	-0.29	0.63
经营活动现金流净额	1.02	0.47	2.77	-0.42
净债务/EBITDA	--	3.78	2.73	2.01
EBITDA 利息保障倍数	--	4.09	3.19	23.24
总债务/总资本	37.29%	36.57%	29.83%	27.48%
FFO/净债务	--	17.78%	21.00%	42.53%
EBITDA 利润率	--	8.68%	4.94%	9.20%
总资产回报率	--	-0.44%	-0.48%	3.47%
速动比率	0.79	0.85	1.28	0.90
现金短期债务比	0.61	0.53	1.38	0.39
销售毛利率	12.70%	11.49%	7.06%	11.93%
资产负债率	55.16%	54.83%	44.88%	50.53%

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

- **公司在笔记本电脑结构件领域具有一定技术实力。**公司为行业内少数能够提供从精密模具设计制造到结构件模组生产一体化服务的笔记本电脑结构件厂商，具有一定的快速响应优势；2023 年公司继续在智能化生产、降低生产成本等方面布局研发，笔记本电脑（以下简称“笔电”）金属结构件生产良率有所提升。
- **公司保持一定规模优势，客户资质仍较好。**公司在同行业内资厂商中仍拥有排名较前的产能规模及市场占有率，并继续提升金属结构件产能占比，且与包括联宝在内的全球主要笔记本电脑代工厂保持较好合作，2023 年获得联想集团授予的“质量运营奖”、联宝科技授予的“钻石奖”等荣誉。2023 年公司笔记本电脑结构件市场占有率约为 6.8%，同比基本持平；2023 年受益于金属结构件销售占比提升，笔电结构件业务收入及毛利率水平均有所提升。

关注

- **全球笔记本电脑出货量继续下滑，且部分终端厂商正推动产能转移，公司业绩预计持续承压。**2023 年全球笔记本电脑出货量同比下降 19%，且部分外国笔记本电脑品牌将部分产能转移至东南亚等地，2023 年多数笔电结构件厂商业绩表现不佳。预计 2024 年全球笔电出货量同比小幅增长，但总量仍处于近年低位，笔电结构件行业产能释放或将持续承压，公司结构件业务产能消化仍面临压力。
- **公司暂停本期债券募投项目建设。**本期债券募投项目规划投资建设年产 62.5 万套笔电全洗金属结构件产能，因下游需求存在较大不确定性，跟踪期内公司继续暂停本期债券募投项目投入，截至 2024 年 3 月末本期债券募投项目已投资 0.2 亿元，占总投资的比重为 7.5%。未来本期债券募集资金用途可能发生变更，需关注募集资金新用途的投资风险。
- **光伏相关业务产能较大经营亏损，存在较大的资金压力及投资风险。**因光伏组件行业竞争激烈、产品价格低于公司生产成本，光伏业务经营主体安徽飞米新能源科技有限公司（以下简称“安徽飞米”）2023 年净利润为-0.28 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司已建成年产 2.1GW 光伏组件产线，其中 0.5GW 已投产，其余处于产线调试，因光伏组件毛利率为负，除自产自用和少量代工订单外，光伏组件产线几近停产。2023 年公司拓展工商业光伏电站投资及户用光伏 EPC 业务，资金沉淀较重，未来业务持续性尚待观察。
- **公司存货及固定资产存在减值风险。**截至 2023 年末公司存货占资产比重较大，且存货以库存商品、发出商品为主，2023 年共形成 0.35 亿元存货跌价损失，当前光伏组件价格持续下滑、笔电结构件需求恢复尚面临不确定性，公司存货存在滞销和跌价风险；此外公司固定资产规模较大，2023 年末尚有一定规模的光伏组件在建工程，考虑到当前公司产能利用率较低且尚无回升迹象，固定资产及在建工程存在减值风险。
- **公司客户集中度高，营运效率较低；且外销占比较大，面临较大汇率波动风险。**2023 年公司前五大客户销售金额占比继续超过 95%，对业务稳定性不利，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 85%，同时存在较大规模的外币存贷款及应收应付款项，汇率波动对销售毛利率、汇兑损益影响较大，进而影响公司的利润表现。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司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。

同业比较（单位：亿元）

指标	巨腾国际	胜利精密	春秋电子	英力股份
总资产	110.16	75.08	57.49	24.89
资产负债率	44.41%	55.04%	50.50%	54.83%

指标	巨腾国际	胜利精密	春秋电子	英力股份
营业收入	63.08	34.52	32.57	14.84
营业收入同比增速	-15.99 %	-16.39 %	-15.36 %	8.14 %
销售毛利率	7.32 %	4.67 %	15.28 %	11.49 %
净利润	-2.09	-9.28	-0.02	-0.37
利润总额同比增速	-169.87 %	-200.70 %	-74.87 %	-31.37 %

注：以上各指标均为 2023 年数据，币种均为人民币。

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	6/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
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					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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 a+，反映了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。

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
英力转债	3.40	2.68	2023-4-28	2028-07-21

注：上表债券余额为 2024 年 6 月 20 日数据。

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2022年7月21日发行6年期3.40亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产200万片PC全钽金属精密结构件项目、PC全钽金属精密结构件技术改造项目以及补充流动资金。截至2024年3月末，本期债券募投项目已投资0.2亿元，占总投资的比重为7.5%，公司已公告暂停本期债券募投项目投资。截至2024年3月末，英力转债募集资金专项账户余额为2,471.93万元。根据公司公告，截至2023年末，本期债券尚未使用的募集资金余额2.54亿元，其中1.2亿元用于购置理财产品进行现金管理，1.3亿元用于暂时补充流动资金，其余存放在募集资金专户中。

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，因本期债券转股，截至2024年3月末公司注册资本小幅上升。截至2024年3月末，公司控股股东上海英准投资控股有限公司（以下简称“上海英准”）持有公司52.48%的股份，戴明、戴军、李禹华三人仍通过上海英准及直接持股方式，控制公司54.32%的股权，系公司的实际控制人。截至2024年3月末，公司实际控制人控制的公司股份均不存在质押、冻结情形。

跟踪期内，公司继续重点经营笔记本电脑结构件业务，并拓展光伏组件制造、光伏电站投资、光伏电站项目EPC等多元化业务。2023年度公司新设立两家一级子公司（如表1），期末纳入合并报表范围的一级子公司共7家，具体如附录四所示。

表1 2023年度公司纳入合并报表范围的一级子公司变化情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变化类型	变化原因
香港英力电子科技有限公司	100%	0.35	笔电结构件销售	新增合并	投资设立
湖北飞米储能科技有限公司	100%	1.00	源网荷储一体化平台开发、EMS软硬件等	新增合并	投资设立

资料来源：公司2023年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

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

（一）笔记本电脑结构件行业

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，在行业库存去化持续叠加AIPC加速渗透下，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：TechInsights，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经营规模仍很小，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。

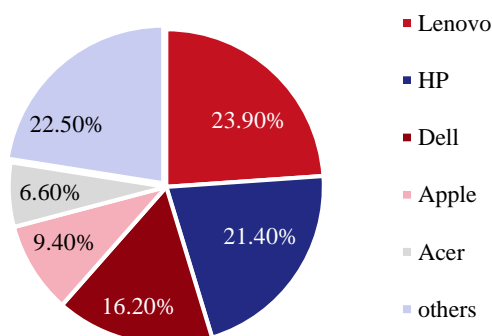
表2 笔电外壳主要材质对比

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

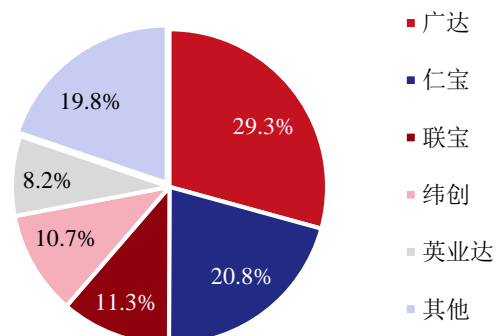
笔电产业链分工高度专业化，终端品牌市场集中度较高，带动笔电产业链各环节不断走向整合。笔电制造行业经历了从制造模式到代工制造模式，再到完全代工模式的发展历程，形成了高度专业化的产业链分工；其中上游为各类原料及电子部件厂商；中游主要为组装代工厂，主要承担综合制造商的角色；下游则为笔电品牌商。从产业链竞争格局看，目前笔电行业集中度很高，2023年联想、惠普、戴尔等前5家品牌厂商的市占率达到77.5%，继续维持在很高。依托较高的市场份额，头部笔电品牌商不断强化对上游供应链的控制能力，包括建立严格的供应商准入体系等，产业链各环节不断走向整合，以笔电代工厂为例，全球笔电市场以出货量计排名前五代工厂分别为广达、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）

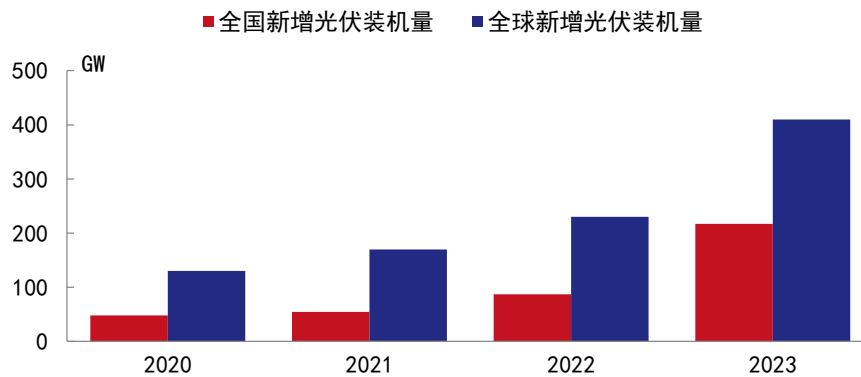
公司名称	营业收入	营收同比	净利润	利润总额同比	多元化方向
春秋电子	32.57	-15.36%	-0.02	-74.87%	汽车电子、通讯
英力股份	14.84	7.85%	-0.37	-31.37%	光伏电池组件、光伏电站
胜利精密	34.52	-16.39%	-9.28	-200.7%	复合铜箔
巨腾国际	63.08	-15.99%	-2.09	63.08%	-

数据来源：Wind，中证鹏元整理

（二）光伏行业

近年光伏新增装机量保持高速增长态势，在全球大力发展清洁能源及产业链持续降本推动下，光伏装机空间仍大，但预计增速将有明显放缓

在全球大力发展清洁能源以及光伏行业技术持续进步带动度电成本下降的背景下，近年全球光伏新增装机容量保持较高速增长，2021-2023年全球新增装机容量增速均保持在30%以上；随着国内风光大基地项目的建设以及分布式光伏的装机量的快速提升，2023年我国新增光伏装机容量达216.88GW，同比增长148.1%，2024年一季度我国光伏新增并网装机容量45.74GW，同比增长35.9%，且凭借良好的产业配套、资源以及成本等优势，在光伏各环节的产量占比均位居全球第一，为全球第一光伏大国。

图 4 近年光伏新增装机容量保持较高速增长


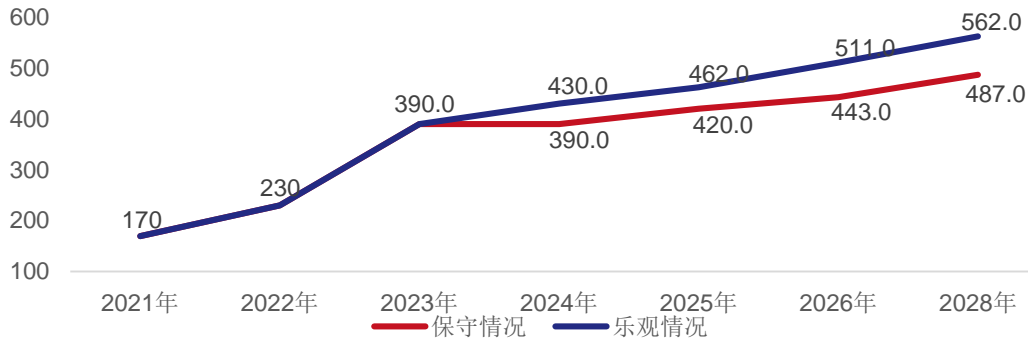
资料来源：国家能源局、公开资料，中证鹏元整理

根据《BP世界能源统计年鉴》，2022年世界一次能源消费中，化石能源占比高达82%，全球能源消费结构亟待优化，全球各国大力发展可再生能源，政策助推下，未来清洁能源装机空间仍大，根据中国光伏业协会对全球光伏新增装机的预测，未来全球光伏新增装机仍将保持增长态势，但在2023年光伏装机高速增长下，预计光伏装机增速将明显放缓。

表4 全球主要经济体清洁能源发展政策

经济体	清洁能源发展政策/规划	主要内容
中国	风光大基地规划	“十四五”期间在西部地区、北部地区、新能源资源富集地区，布局一批以新能源为主的电源基地，包括“风光储”、“风光火储”、“风光水储”、“风光水火储”一体化的九大清洁能源基地，推动可再生能源发展，装机容量合计约 450GW
	《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》	深化电力体制改革，加快构建清洁低碳，清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统，更好推动能源生产和消费革命
中美	加强合作应对气候危机的阳光之乡声明	在 21 世纪 20 年代这关键十年，两国支持二十国集团领导人宣言所述努力争取到 2030 年全球可再生能源装机增至三倍。
欧盟	“REPowerEU” 能源计划	加速清洁能源转型，将 2030 年可再生能源的总体目标从 40% 提高到 45%，2025 年光伏累计装机量达到 320GW，达到目前水平的两倍以上，2030 年光伏累计装机量 600GW，在 2030 年拥有 480 GW 的风能产能
日本	《能源基本计划》（第六版）	2030 年可再生能源发电占比提高至 36%-38%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图 5 2024-2030 年全球光伏新增装机预测（单位：GW）


资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

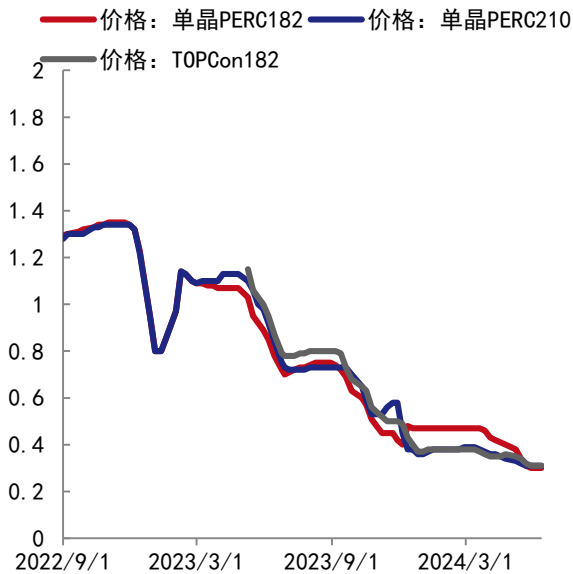
在下游需求增长及产业技术迭代推动下，近年光伏产业链大规模扩产，行业存在阶段性供需错配，主材价格自2022年12月大幅下行，对于产业链企业的盈利亦形成冲击，预计部分低效高成本产能将持续出清

在下游光伏装机的持续增长以及2020下半年至2022年三季度硅料价格持续上涨的驱动下，硅料厂商加速建设新产能以扩张市场份额，同时涌入大批新进入者，硅料产能快速扩张，2022年第四季度以来硅料投产速度加快，多晶硅价格快速下降，2024年5月硅料价格在5万/吨左右，较2022年底的高位降幅超80%。随着硅料价格的大幅回落，硅料环节扩产速度已出现趋缓态势，但随着新产能的持续投放，供给端更加充裕，硅料厂商竞争仍激烈，预计多晶硅料价格仍将承压。

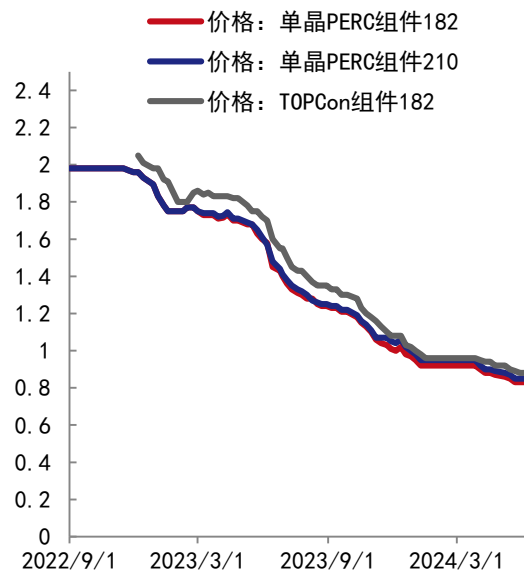
图 6 硅料价格呈持续下行态势


资料来源：Wind，中证鹏元整理

同时随着产业技术的加速迭代，N型电池需求加速提升，2022年N型电池市占率约9.1%，2023TOPCon电池市占率快速提升近30%，一体化组件厂商亦加大新技术产能的建设以争取市场份额，光伏行业大规模扩产下也面临着阶段性供需错配的情况，电池片、组件价格亦持续下行。

图7 电池片价格走势（元/W）


资料来源：Infolink Consulting，中证鹏元整理

图8 光伏组件价格走势（元/W）


资料来源：Infolink Consulting，中证鹏元整理

光伏主材价格的持续下行对于产业链企业的盈利亦形成冲击，较多上市公司经营业绩出现明显下滑甚至亏损，光伏作为重资产行业，所需投入体量较大，近年行业主要企业资本支出规模大幅增加，使得债务规模攀升，在经营压力加大的情况下，预计部分低效高成本产能将陆续出清，头部企业在生产技术、成本管控、资金实力等方面更具优势，未来行业集中度有望提升。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司继续在笔电结构件领域保持一定的产能优势及市场占有率，与联宝、纬创等优质客户维持良好的合作关系，2023年受益于金属件销售占比提升，结构件模组业务收入及毛利率恢复增长，但整体仍处于微利状态，且需持续关注客户产能转移、汇率波动等业务发展的影响；2023年公司拓展光伏相关业务，受行业波动、组件价格持续下滑影响，光伏组件亏损较大且相关资产面临减值风险，光伏电站业务资金沉淀较重，未来业务持续性尚待观察

跟踪期内，公司收入及毛利润仍主要来自笔电结构件模组业务，2023年受益于金属件销售占比提升，结构件模组业务收入及毛利率均有所增长，但受客户推出新型号产品减少影响，精密模具收入有所下降。2023年公司拓展光伏组件相关业务，该业务对公司收入贡献仍较有限，且受行业波动、组件价格持续下滑影响，光伏组件业务毛利率为负。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

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	139,068.69	93.71	12.00	127,637.65	93.01	6.50

精密模具	5,896.65	3.97	6.17	8,462.86	6.17	11.45
太阳能组件销售收入	1,675.85	1.13	-24.67	0.00	0	
电站 EPC 收入	797.71	0.54	13.42	0.00	0	
电站发电收入	27.19	0.02	74.70	0.00	0	
其他业务	940.50	0.63	29.42	1,135.28	0.83	37.22
合计	148,406.58	100	11.49	137,235.80	100	7.06

注：公司未提供 2024 年一季度营业收入构成及毛利率。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）笔记本电脑结构件业务

跟踪期内，公司继续与重点客户保持良好合作关系，市场占有率维持稳定，金属结构件销售占比提升，但订单及产销率受需求影响下滑，客户集中度仍很高，未来需持续关注下游景气度复苏、汇率波动及重点客户产能转移对公司的影响

公司笔电结构件业务金属件销售占比提升，市占率同比维持稳定，但受下游需求下滑影响，2023 年销售量及产销情况同比弱化，2024 年以来呈现复苏态势，未来仍需持续观察需求复苏的持续性。跟踪期内，公司继续采用直销模式，通过与主要客户签订年度《框架合同》或《购销合同》的方式，约定产品的质量标准、交货方、结算方式等条款，在合同有效期内由客户按需向公司发出具体订单，并约定具体技术要求、销售价格、数量等。受全球笔电出货量持续下行影响，2023 年笔电结构件模组销量继续下滑，且产销率为 83.16%，同比明显弱于同期，但受益于金属件销量占比有所提升，业务收入实现增长，且有助于提升盈利能力。根据公司提供的数据，以 Trend Force 公布的 2023 年全球笔记本电脑约出货量（1.659 亿台）估算，2023 年公司笔记本电脑结构件销量 4,472.14 万件（折合 1,118.04 万套），约占 2023 年笔记本电脑结构件市场份额的 6.74%，市占率同比基本相当。

表6 公司结构件模组主件销售情况

年份	销售量	产销率	金属件销售量占比
2022 年	5,047.36 万件	91.73%	7.37%
2023 年	4,472.14 万件	83.16%	12.71%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户资质较好但集中度仍很高，不利于业务稳定性，且需关注部分终端客户产能转移对公司订单持续性的影响。跟踪期内，公司继续与联宝、仁宝、纬创等全球知名的笔电代工厂保持良好的合作关系，2023 年联想集团授予公司“质量运营奖”荣誉、联宝科技授予公司“钻石奖”。近年公司在南昌设立笔电结构件生产基地以重点服务华勤集团，2023 年公司对华勤集团的销售规模有所增长。受下游笔电代工行业集中度高影响，近年公司前五大客户集中度均维持在 95% 以上，且向第一大客户联宝的销售收入占比很高。此外，中证鹏元注意到，受贸易摩擦等影响，戴尔、惠普等部分终端客户规划将部分产能转移至东南亚等地，未来公司来自仁宝、纬创的订单规模或将受到不利影响。

表7 2022-2023 年公司向前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	序号	客户名称	销售金额	销售占比
2023 年	1	联宝（合肥）电子科技有限公司	64,974.37	43.78%
	2	仁宝集团下属公司	45,130.67	30.41%
	3	纬创集团下属公司	15,865.69	10.69%
	4	华勤集团下属公司	13,158.30	8.87%
	5	小米通讯下属公司	2,853.52	1.92%
			前五大客户销售合计	141,982.55
2022 年	1	联宝（合肥）电子科技有限公司	74,953.76	54.62%
	2	仁宝集团下属公司	34,226.30	24.94%
	3	纬创集团下属公司	17,969.04	13.09%
	4	华勤集团下属公司	4,486.63	3.27%
	5	北京田米科技有限公司	1,261.05	0.92%
			前五大客户销售合计	132,896.79

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司外销占比高，面临较大的汇率波动风险。公司主要客户均位于境内保税区内，公司外销收入全部来自向保税区客户的销售收入，2023年公司外销收入占比为84.96%。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。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。跟踪期内，公司继续根据自身对汇率波动走势的判断，对一部分外敞口通过远期结售汇等方式进行汇率波动风险管控。2023年受益于美元升值，公司共形成汇兑收益4,223.13万元；但受汇率变动不及公司预期影响，2023年度公司形成远期结售汇浮动亏损1,135.87万元和远期结售汇亏损569.17万元。

跟踪期内，公司继续在提升智能生产、降低生产成本等方面布局研发，但当前金属结构件生产良率仍存在提升空间，存在一定的技术升级压力

2023年公司保持一定研发投入，研发方向聚焦智能化生产、降低生产成本和提高市场竞争力。2023年公司重点开展“五金件CNC加工自动化工艺研发”、“基于笔记本电脑外壳金属件批花自动化工艺研发”等项目，为公司智能化生产发展铺路；此外为降低企业成本，提高市场竞争力，公司亦继续在“基于bonding工艺治具快换底座的研究”、“基于笔电塑胶结构件合模线自动去除工艺研发”等项目上重点投入。但受2023年下游需求下滑、客户推出新型号产品的节奏放缓影响，公司研发投入有所下降，当年研发费用支出0.54亿元，同比下滑22.36%，研发投入占营业收入比例下降至3.62%。

当前公司金属结构件生产良率仍有较大的提升空间，若未来公司无法快速完善在金属结构件领域的技术和人才储备，并有效提升金属结构件产品良品率，将对公司业绩形成不利影响。公司所处的笔电结构件模组行业具有产品定制化、更新速度快、生产节奏快、技术迭代快等特点，且近年金属结构件已经

逐步由高端机型渗透至中低端机型，金属材质在笔电结构件行业占有率将逐步扩大。2023年度公司金属件产品直通率¹约70%左右，同比有所提升，但与同行业可比公司相比金属件良率仍存在较大提升空间，公司仍存在一定的技术升级压力。

跟踪期内，公司笔电结构件产能小幅下降，产能利用率维持在较低水平，部分生产基地持续亏损，产能消化压力较大；为配合下游终端客户产能转移，公司规划在越南投资新生产基地，但目前尚处于早期阶段，未来能否顺利投资扩产尚存在不确定性

公司通过在多地布局生产基地，保持客户快速响应优势，但受行业持续低迷以及各地客户结构、竞争格局差异影响，2023年重庆、南昌生产基地继续发生亏损。公司的生产模式以“定制化生产”和“以销定产”为特点，为满足客户快速响应需求，公司已在国内笔电代工厂最为集聚的安徽舒城、重庆铜梁、江苏昆山和江西南昌建成了四大生产基地，借助生产基地的区位优势，不仅可有效控制产品运输和提供服务的在途时间，为下游客户提供及时贴近的配送和售后服务；而且可较快获得市场最新的产品需求，有助于获取新产品订单和引领市场需求。2023年受下游需求继续下滑、产能利用率持续偏低影响，公司本部、重庆英力、南昌英力业绩表现较差，其中重庆英力经营亏损规模仍较大，主要系重庆的笔电产业链上下游配套齐全，当地行业竞争激烈、订单价格偏低，2023年重庆英力产能利用率继续下降约1个百分点至35.12%；南昌英力主要为华勤配套生产结构件，因订单盈利能力较弱，2023年继续产生经营亏损。

表8 2023年公司主要生产基地经营情况（单位：万元）

基地地址	子公司	主要客户	营业收入	同比	净利润	同比	产能利用率
安徽舒城	公司本部	联宝	95,781.04	14.03%	85.93	-69.98%	53.04%
重庆铜梁	重庆英力	仁宝、纬创	29,832.37	-11.63%	-1,399.66	减亏 1,975 万元	35.12%
江苏昆山	真准电子	仁宝	23,561.40	11.66%	1,439.63	186.30%	45.47%
江西南昌	南昌英力	华勤技术	13,158.33	444.57%	-622.00	亏损增加 255 万元	-

注：重庆英力指英力电子科技（重庆）有限公司，真准电子指真准电子（昆山）有限公司、南昌英力指南昌英力精密制造有限公司。

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

2023年公司产能利用率仍处于较低水平，目前公司处于金属件产能及良率提升关键期，下游订单不足可能对公司在金属件领域的市场竞争力产生不利影响。2023年受需求不足影响，公司关停重庆英力部分产线，产能规模整体有所下降。2023年上半年、三季度及四季度公司产能利用率分别为39.84%、49.24%和51.84%，产能利用率逐季上升，但全年产能利用率仍处于较低水平。若未来下游需求复苏持续性不及预期，公司结构件模组产能仍将面临较大的消化压力。此外，近年笔电结构件行业存在较明确的金属化趋势，与春秋电子、胜利精密等竞争对手相比，公司在金属件方面的布局较晚，市场地位较弱，公司通过IPO拓展金属件产能，近年公司处于金属件产能及良率提升关键期。虽然2023年度公司金属冲

¹ 直通率指生产线从第一道工程投入开始，到最后一步骤完成品产出为止，一次性通过所有工作程序良品率。

压结构件直通率提升至70%，但与竞争对手相比生产良率水平存在较大提升空间，仍需通过订单积累生产经验。

表9 公司笔电结构件模组主件产能利用情况

项目	2022年	2023年	2024年1-3月
产能（单位：万件）	12,227.75	11,900.38	2,909.82
产能利用率	45.00%	45.19%	44.68%

资料来源：公司提供

受下游需求不足影响，公司继续暂停本期债券募投项目建设，后续开工计划暂不明确。越南新生产基地系公司为契合部分终端客户产能转移规划、满足境外客户的订单需求而拟投资设立的结构件模组生产基地，但截至2024年3月末该投资事项尚未获得国家发改委等主管部门批准，且考虑到越南的政策、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10 截至2024年3月末公司笔电结构件主要扩产项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计新增产能	总投资	已投资	项目地址	投产时间
年产200万片PC全铽金属精密结构件项目	金属件50万套	2.26	0.20	安徽舒城	已暂停
PC全铽金属精密结构件技术改造项目	金属件12.5万套	0.41	0	重庆铜梁	已暂停
越南新生产基地	-	200万美元	0	越南同文	-
合计		2.67亿元+200万美元	0.20	-	-

注：每套结构件包含背盖、前框、上盖及下盖四件，即四件折合一套。

资料来源：公司提供

跟踪期内，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，且受客户提货放缓等影响，存货周转效率同比有所弱化

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、电子件（触控板、喇叭、指纹锁等）、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48.28%，占比较上年小幅下降，主要系塑胶原料等原料价格下滑以及产品结构变动所致。

公司供应商仍较分散，对供应商的议价能力较弱。2023年前五大供应商采购占比为23.99%。公司主要原材料仍需向终端客户认证的供应商采购，对供应商的议价能力较弱。公司塑胶原料、电子件及部分薄膜、模切材料主要以外币进行采购，2023年外币采购占原材料采购的比例继续下降至24.68%，主要系公司金属件订单占比提升、塑胶原料降价、光伏业务发展等导致采购占比下降导致。

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年受供给增加、石油价格同比下行等因素影响，塑胶原料价格有所下滑，但铝、铜等大宗商品价格仍保持在高位运行，模切材料等主要原材料采购价格同比明显上涨。若公司无法将原料价格波动及时、充分向下游传导，原料价格波动对公司

利润水平造成不利影响。

表11 公司主要原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	单价同比	金额	单价同比
模切材料	1.30	12.10%	1.05	15.16%
电子件	1.01	-1.51%	0.93	4.00%
塑胶原料	0.74	-12.43%	0.79	11.71%
薄膜	0.19	8.00%	0.17	-2.53%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司与主要客户、供应商的结算政策整体维持稳定，受2022-2023年业务季节性影响，2023年应收账款周转天数有所下降，带动净营业周期下降。为满足下游客户零库存管理要求，近年公司存货周转效率逐年下降，2023年受终端出货量的低迷、客户提货速度放缓影响，存货周转效率继续下降。

表12 公司营运效率相关指标情况（单位：天）

项目	2023年	2022年
应收账款周转天数	118.03	146.26
存货周转天数	109.91	103.37
应付账款周转天数	126.89	129.62
净营业周期	101.06	120.01

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（二）光伏相关业务

跟踪期内公司布局光伏组件业务，受行业波动影响，业务产生较大规模的亏损，已投资光伏组件产能面临资产减值风险；公司光伏电站投资及EPC业务对资金沉淀较重，目前光伏电站EPC业务在手订单较少，业务持续性尚待观察

受光伏组件行业波动、产品售价低于公司生产成本影响，2023年光伏组件业务亏损规模较大，公司已暂缓光伏组件产能投产及新产能建设，未来需关注已投资光伏组件产能的资产减值风险。为实现多元化业务布局，公司于2022年10月投资设立光伏业务的经营主体安徽飞米新能源科技有限公司（以下简称“安徽飞米”），进入光伏组件制造领域。2023年公司积极推动光伏组件产能建设，首条年产能500MW的光伏组件产线于2023年4月起爬坡量产，并启动2.4GW光伏电池和光伏组件扩产项目建设。但2023年二季度以来，光伏组件行业竞争十分激烈、产品价格持续低于公司生产成本。因此，公司严格按照“以销定产”模式生产光伏组件，生产订单以光伏电站业务自用、代工订单等少量订单为主，2023年度已投产光伏组件产能利用率很低，2.4GW光伏电池和光伏组件扩产项目暂停建设。此外，公司光伏组件业务前期投入较大，光伏组件市场拓展费用、光伏组件存货跌价损失给安徽飞米带来了较大的经营亏损。若光伏组件行业竞争持续激烈，公司已投资的光伏组件产能建设项目将面临较大的资产减值风险。

表13 截至 2024 年 3 月末公司光伏组件产能建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	项目现状
500MW 晶硅太阳能组件生产线	0.14	已投产	严格以销定产，因市场需求不足，仅有少量自用或代工订单，常处于停产状态
2.4GW 高效 N 型太阳能电池及高效光伏组件项目	10.40	2.30	基建已完成，1.6GW 光伏组件产线正在调试，其余暂停建设。因订单不足，暂无正式投产计划

资料来源：公司提供

表14 近年安徽飞米主要财务指标（单位：万元）

年度	总资产	净资产	营业收入	净利润
2023 年	47,214.24	9,554.41	4,879.28	-2,832.58
2022 年	519.84	493.36	0.00	-6.64

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司拓展分布式光伏电站投资及EPC业务，目前多数项目尚未移交结算并确认收入，业务对资金沉淀较重，此外EPC项目在手订单数量较少，业务是否具备持续性尚需持续观察。为消化公司自有光伏组件产能，2023年下半年公司进入分布式光伏电站领域，以工商业光伏电站投资开发和户用光伏EPC为着力点，带动自有光伏组件产品销售。其中工商业光伏电站投资后由公司自持获取电费收益或根据市场情况转卖，截至2024年3月末公司已建成12个工商业光伏电站，项目总投资0.26亿元，总装机容量20.38MW。截至2024年3月末户用光伏EPC业务在手订单仅1单，系公司承接安徽电气集团股份有限公司（以下简称“安徽电气”）的户用光伏分包项目，项目业主方系华能国际（600011.SH）全资控股孙公司。安徽电气以业主方备案并网发电为准，每并网5MW付款到该批次并网容量对应价款90%。

表15 截至 2023 年末公司在建光伏电站项目情况（单位：万元）

项目类型	项目名称	装机总量（MW）	总投资	已投资
自持	石家庄鹿泉区户用分布式项目等 9 个项目	62.88	9,052.55	1,327.79
EPC	安徽电气集团股份有限公司户用光伏分包项目	100.00	25,000.00	2,045.69
	合计	162.88	34,052.55	3,373.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

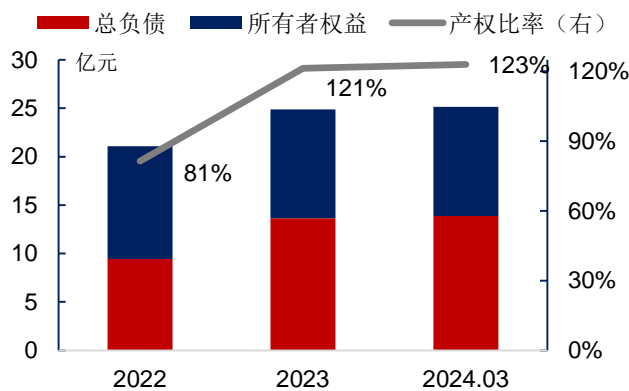
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新设成立香港英力电子科技有限公司、湖北飞米储能科技有限公司两家一级子公司，除此之外2023年度公司纳入合并范围的一级子公司未发生变动。截至2023年末，公司纳入合并范围的一级子公司共7家，具体如附录四所示。

资本实力与资产质量

2023年以来随着经营规模扩张，公司资产规模有所增长；资产仍以固定资产、应收账款和存货为主，应收账款对营运资金占用较大，存货存在跌价风险，且需关注产能利用率偏低时折旧对利润的侵蚀

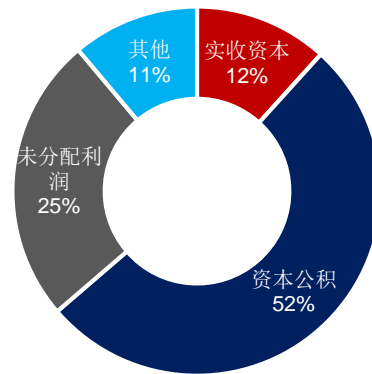
2023年公司在光伏组件、光伏电站领域负债投资，负债总额有所增长，同时经营亏损使得净资产规模下降。综合影响下产权比率攀升至较高水平，2024年3月末约为123%，所有者权益对负债的保障程度较低。

图9 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10 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受公司在光伏组件及光伏电站领域投资影响，2023年公司资产总额有所增长。公司资产仍以固定资产、应收账款及存货为主。截至2023年末，公司共有2.16亿元资产使用受限，主要包括1.37亿元用于抵押借款的固定资产，0.52亿元用于保理、出口贸易融资的应收账款，0.15亿元用作远期结售汇保证金的货币资金等。

流动资产方面，公司现金类资产主要为银行存款及结构性存款等理财产品，2023年末货币资金中有0.15亿元因用作远期结售汇保证金而使用受限，交易性金融资产均为公司将暂时闲置的本期债券募集资金投资于理财产品。公司应收账款占资产比重整体较高，对营运资金占用大，此外，近年账龄6个月以内的应收账款余额占比均超97%，2023年公司订单呈逐季上升趋势，因此2023年末公司应收账款规模同比增长较快。2023年公司存货增长主要来自光伏电站EPC项目开发成本及光伏组件业务，受光伏组件价格持续下滑影响，2023年度产生0.35亿元的存货跌价损失，对当年盈利造成较大不利影响。目前公司存货规模仍较大，且下游需求仍较低迷，存货尚存在一定的跌价风险。

非流动资产方面，公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备构成，2023年公司投资的光伏电站、以及笔电结构件产线转固，期末固定资产规模有所增长。2023年末公司在建工程主要为在建光伏组件产

线。中证鹏元注意到，公司笔电结构件产能利用率偏低，光伏组件产能受毛利率持续为负影响而产能利用率很低，若未来主业需求恢复不及预期，公司固定资产折旧摊销将对利润造成侵蚀，且存在减值风险。

表16 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	1.41	5.61%	0.83	3.32%	1.37	6.49%
交易性金融资产	0.98	3.89%	1.20	4.83%	2.09	9.91%
应收账款	4.81	19.16%	5.63	22.63%	4.10	19.45%
存货	4.96	19.74%	4.62	18.56%	3.40	16.13%
流动资产合计	13.02	51.80%	13.06	52.48%	11.17	53.03%
固定资产	8.53	33.95%	8.80	35.34%	7.15	33.92%
在建工程	2.35	9.35%	1.82	7.30%	1.40	6.65%
非流动资产合计	12.11	48.20%	11.83	47.52%	9.90	46.97%
资产总计	25.13	100.00%	24.89	100.00%	21.07	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

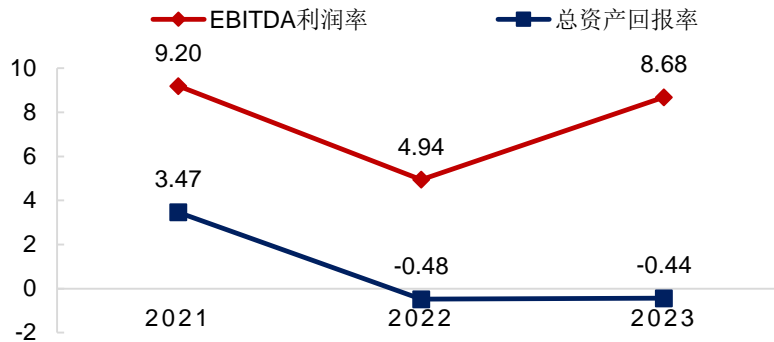
盈利能力

跟踪期内，公司营业收入恢复增长，但期间费用及资产减值侵蚀利润导致继续亏损，若笔电结构件下游需求复苏欠佳，公司利润仍将面临较大的压力

2023年下半年以来，笔记本电脑行业出货量有所恢复，带动公司笔电结构件业务收入逐季回升，销售毛利率显著增长。此外，2023年以来公司金属结构件销售占比提升，有助于笔电结构件业务盈利能力提升。整体看，公司在笔电结构件领域具备一定产能优势，且客户结构较好，未来业务持续性尚可。但2023年以来公司拓展的光伏组件业务遭遇行业竞争加剧、价格持续下跌且低于生产成本，拖累公司业绩表现；2023年下半年以来公司进入光伏电站投资和户用光伏EPC业务，因相关项目尚未结算或销售，对2023年业绩贡献较为有限。截至2024年3月末公司在手户用光伏EPC业务订单较少，业务持续性尚待观察。

期间费用和资产减值损失对公司利润侵蚀较大。2023年公司的发展光伏组件业务而投入较大人员支出和市场拓展费用，安徽飞米的管理费用和销售费用规模相对较大；受汇率波动影响，2023年公司汇兑收益同比大幅下降，并因开展远期结售汇业务而产生一定投资亏损；此外受光伏组件价格持续下跌影响，2023年公司存货跌价损失较大。

2024年一季度公司实现扭亏，但业绩改善尚存在不确定性。受益于2024年一季度下游笔电行业继续复苏，2024年一季度公司营业收入同比增长42.40%，净利润同比扭亏为335.41万元，但考虑到2024年笔电出货量预计仍将维持在相对低位水平，公司笔电结构件产能释放继续承压。此外，公司在光伏组件领域已投资建设较大的产能，若光伏组件行业产能出清缓慢，光伏组件相关资产将面临资产减值风险。

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司债务增长较快且以短期债务为主，现金短期债务比下降至较低水平，未来随着光伏相关业务投入，将面临较大的资金压力

2023年公司光伏组建及光伏电站业务扩张带动负债总额快速增长，期末负债仍以流动性负债为主。

2023年公司总债务增长较快，以短期债务为主，存在较大的偿债压力。因2023年光伏组件及光伏电站资本开支较大但业务经营持续亏损，公司通过银行短期借款、应付票据等弥补资金缺口。2023年末公司银行短期借款以信用借款、抵押借款和质押借款为主，融资成本约4%，长期借款主要用于自持光伏电站项目建设。

经营性负债方面，公司应付账款主要为应付货款和工程款，2023年末公司应付账款同比大幅增长，主要系光伏组件扩产项目工程款以及光伏电站业务工程款尚未结算导致。

表17 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	2.77	20.01%	2.07	15.19%	1.76	18.65%
应付票据	1.11	8.00%	1.61	11.76%	0.66	6.95%
应付账款	5.91	42.63%	5.88	43.11%	3.38	35.72%
一年内到期的非流动负债	0.12	0.90%	0.12	0.90%	0.11	1.17%
流动负债合计	10.16	73.31%	9.94	72.86%	6.09	64.45%
长期借款	0.02	0.15%	0.02	0.14%	0.00	0.00%
应付债券	2.56	18.44%	2.51	18.36%	2.31	24.43%
租赁负债	0.12	0.85%	0.15	1.13%	0.10	1.01%
非流动负债合计	3.70	26.69%	3.70	27.14%	3.36	35.55%
负债合计	13.86	100.00%	13.65	100.00%	9.46	100.00%

总债务合计	6.70	48.35%	6.48	47.50%	4.94	52.22%
其中：短期债务	4.01	28.91%	3.80	27.86%	2.53	26.77%
长期债务	2.70	19.45%	2.68	19.63%	2.41	25.44%

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

公司笔电结构件业务客户以大型笔电代工厂为主，客户回款较准时，2023年随着业务毛利率提升，FFO有所增长；但受户用光伏电站EPC业务结算缓慢影响，经营活动净现金流显著下降。受公司负债扩张光伏组件及光伏电站业务影响，公司资产负债率上升。未来随着光伏电站业务投入，公司经营活动净现金流预计将进一步弱化，资金压力将持续攀升。

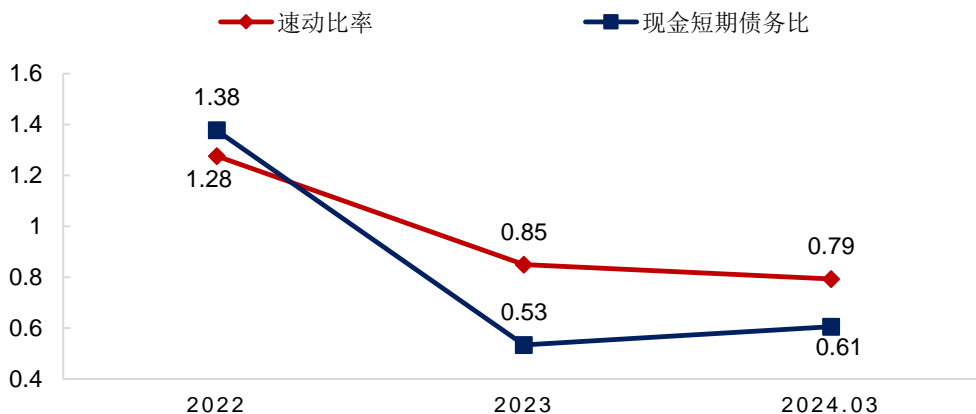
表18 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	1.02	0.47	2.77
FFO（亿元）	-0.03	0.87	0.39
资产负债率	55.16%	54.83%	44.88%
净债务/EBITDA	--	3.78	2.73
EBITDA 利息保障倍数	--	4.09	3.19
总债务/总资本	37.29%	36.57%	29.83%
FFO/净债务	--	17.78%	21.00%
经营活动净现金流/净债务	23.33%	9.57%	149.36%
自由现金流/净债务	13.17%	-26.49%	62.04%

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

跟踪期内，公司流动性状况显著弱化，2024年3月末现金短期债务比及速动比率均小于1。公司光伏电站自持投资及EPC业务均具有资金密集特征，公司主要通过短期借款等短期债务筹集流动性，使得现金短期债务比持续下降。作为上市公司，公司融资渠道较多样且相对通畅，截至2024年3月末共获得银行授信13.37亿元，其中未使用授信额度6.47亿元。但公司以机器设备为主的固定资产专用性较强，抵押价值较低，且公司所处行业景气度较差，盈利能力有弱化趋势，整体上获取流动性资源的能力一般。

图12 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》，公司及其子公司均未被列入所在地重点排污企业名单，公司主营业务在生产过程中产生少量的废水、废气、固体废弃物和轻度噪音，不属于重污染行业。根据公司 2024 年 5 月 20 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚及因废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，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。跟踪期内，公司管理层保持稳定，董事长、总经理分别由公司实控人戴明、戴军担任，两人均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，公司本部、重庆英力、真准电子²均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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从 2021 年 1 月 1 日至查询日（2024 年 6 月 14 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

² 公司本部、重庆英力、真准电子的银行征信报告查询日分别为 2024 年 5 月 13 日、2024 年 5 月 11 日和 2024 年 4 月 1 日。

八、结论

2023年笔电行业出货量继续下跌，预计2024年出货量同比小幅增长，但总量仍处于近年低位，笔电结构件行业产能释放或将继续承压。公司作为行业内产能规模排名较前的内资厂商之一，拥有联宝、仁宝及纬创等优质客户，且与主要客户合作较为稳固，受益于行业需求恢复，2023年公司笔电结构件收入逐季增长，毛利率水平同比明显提升，未来笔电结构件业务仍具有较好的可持续性。但2023年公司新拓展的光伏组件业务面临激烈的市场竞争，已投产产能利用率很低、业务毛利率为负，光伏电站投资及光伏电站EPC业务尚处于展业初期，对业绩贡献相对有限，未来光伏相关业务能否对公司盈利及现金流带来积极贡献尚存在较大不确定性，此外，公司负债扩张光伏相关业务带动杠杆水平攀升，目前公司存在较大的偿债压力。整体上看，公司抗风险能力一般。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“英力转债”的信用等级为A+。

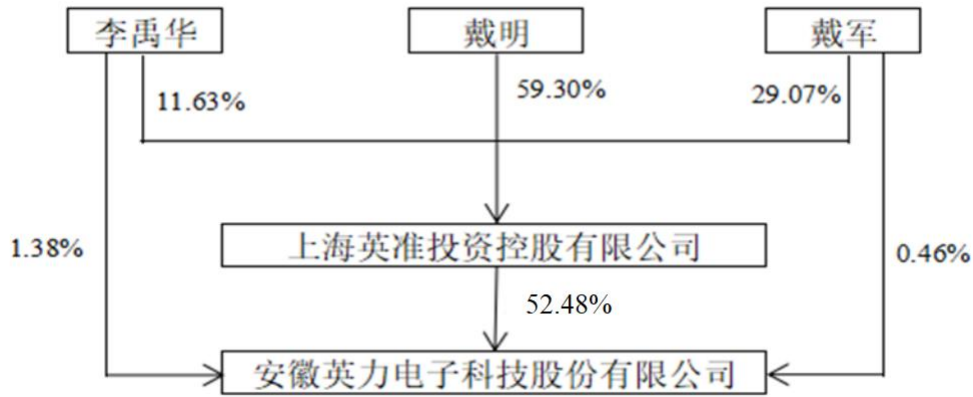
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.41	0.83	1.37	1.44
交易性金融资产	0.98	1.20	2.09	0.00
应收账款	4.81	5.63	4.10	7.05
存货	4.96	4.62	3.40	3.93
流动资产合计	13.02	13.06	11.17	12.79
固定资产	8.53	8.80	7.15	6.11
在建工程	2.35	1.82	1.40	1.35
非流动资产合计	12.11	11.83	9.90	9.33
资产总计	25.13	24.89	21.07	22.12
短期借款	2.77	2.07	1.76	3.73
应付票据	1.11	1.61	0.66	0.00
应付账款	5.91	5.88	3.38	5.81
流动负债合计	10.16	9.94	6.09	9.90
长期借款	0.02	0.02	0.00	0.00
应付债券	2.56	2.51	2.31	0.00
租赁负债	0.12	0.15	0.10	0.31
非流动负债合计	3.70	3.70	3.36	1.28
负债合计	13.86	13.65	9.46	11.18
总债务合计	6.70	6.48	4.94	4.15
其中：短期债务	4.01	3.80	2.53	3.83
总债务	6.70	6.48	4.94	4.15
所有者权益	11.27	11.24	11.61	10.94
营业收入	3.63	14.84	13.72	16.90
营业利润	0.03	-0.42	-0.31	0.48
净利润	0.03	-0.37	-0.29	0.63
经营活动产生的现金流量净额	1.02	0.47	2.77	-0.42
投资活动产生的现金流量净额	-0.25	-1.02	-3.66	-3.87
筹资活动产生的现金流量净额	-0.06	-0.15	1.33	5.01
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA	0.11	1.29	0.68	1.55
FFO	-0.03	0.87	0.39	1.33
净债务	4.38	4.87	1.85	3.13
销售毛利率	12.70%	11.49%	7.06%	11.93%
EBITDA 利润率	--	8.68%	4.94%	9.20%
总资产回报率	--	-0.44%	-0.48%	3.47%
资产负债率	55.16%	54.83%	44.88%	50.53%

净债务/EBITDA	--	3.78	2.73	2.01
EBITDA 利息保障倍数	--	4.09	3.19	23.24
总债务/总资本	37.29%	36.57%	29.83%	27.48%
FFO/净债务	--	17.78%	21.00%	42.53%
自由现金流/净债务	23.33%	9.57%	149.36%	-13.50%
速动比率	0.79	0.85	1.28	0.90
现金短期债务比	0.61	0.53	1.38	0.39
净营业周期（天）	184.99	101.00	120.01	74.70
存货周转天数（天）	281.97	109.86	103.37	90.60
应收账款周转天数（天）	238.82	118.03	146.27	146.17

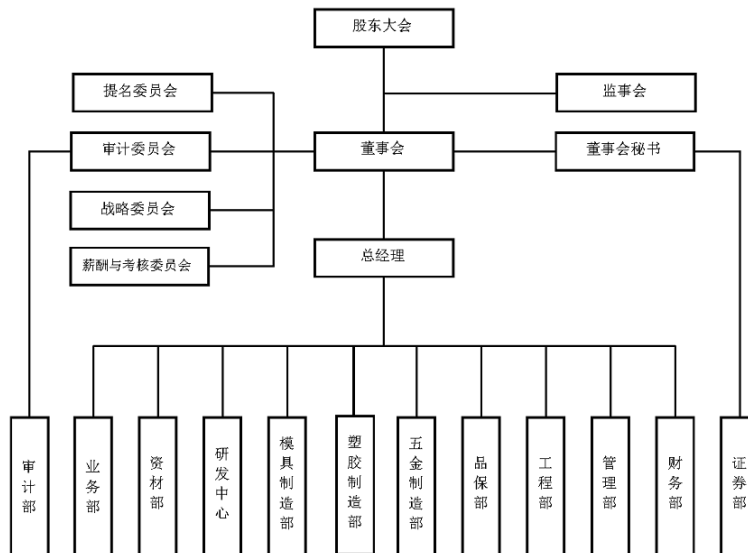
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

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 2024年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
真准电子（昆山）有限公司	0.38	100%	笔记本电脑结构件、精密模具
英力电子科技（重庆）有限公司	1.00	100%	笔记本电脑结构件、精密模具
南昌英力精密制造有限公司	0.20	65%	笔记本电脑结构件、精密模具
YINGLI ELECTRONIC TECHNOLOGY USA INC	100 万美元	100%	笔记本电脑结构件销售
安徽飞米新能源科技有限公司	1.00	100%	光伏组件
香港英力电子科技有限公司	0.35	100%	笔电结构件销售
湖北飞米储能科技有限公司	1.00	100%	源网荷储一体化平台开发、EMS 软硬件等

资料来源：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。