

浙江康盛股份有限公司

2012 年 2 亿元公司债券

2013 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

浙江康盛股份有限公司

2012年2亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

本次评级结果：

本期公司债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余期限：48个月

债券剩余规模：2亿元

评级日期：2013年6月26日

上次评级结果：

本期公司债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余期限：57个月

债券剩余规模：2亿元

评级日期：2012年10月12日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江康盛股份有限公司（以下简称“康盛股份”或“公司”）2012年7月发行的2亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年跟踪评级结果维持为AA-，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	221,827.91	212,915.11	187,587.35	159,538.85
归属于母公司所有者权益（万元）	116,040.71	114,936.39	111,754.30	106,063.06
资产负债率	47.56%	45.80%	40.08%	33.40%
流动比率	1.25	1.23	1.23	1.93
速动比率	0.81	0.85	0.91	1.43
营业收入（万元）	33,740.58	133,191.56	113,507.22	110,301.91
营业利润（万元）	844.61	5,234.41	4,233.73	7,085.29
利润总额（万元）	1,125.72	6,553.06	9,221.94	9,016.85
综合毛利率	19.21%	19.17%	17.84%	19.49%
总资产回报率	-	5.98%	7.58%	9.86%
EBITDA（万元）	-	17,260.27	16,071.25	13,539.19
EBITDA利息保障倍数	-	3.18	4.06	5.64
经营活动净现金流净额（万元）	-2,430.22	-2,549.07	68.00	-22,663.84

数据来源：公司提供

正面：

- 空调行业“铝代铜”市场逐步扩大，且公司铝制品募投项目建成投产，产能增加，制冷铝管销售收入增长迅速；
- 依靠技术创新及加大海外市场开拓力度，公司海外市场营业收入规模增长较快；
- 未来安徽六安制冷配件产业园区的建成将进一步丰富公司制冷主业产品线，增强公司可持续发展能力。

关注：

- 国内家电支持政策已基本退出，下游家电产品需求增速放缓，短期内国家尚无新的行业支持政策出台；
- 公司海外营业收入上升较快，使得公司会面临一定汇率风险；
- 随着业务规模的扩大，公司应收账款规模增长较快，对公司资金造成一定压力；
- 公司库存商品规模较大，部分商品存在一定跌价风险；
- 公司固定资产抵押比例较高，受限程度较大；
- 受公司应收账款回款周期延长等因素影响，公司运营效率有所弱化；
- 跟踪期内，公司收到的政府补贴收入下滑较大，降低了公司的盈利水平；
- 公司的短期借款规模较大，存在一定短期偿付压力；
- 公司经营活动现金流表现一般。

分析师

姓名：吴进发 祝超

电话：021-51035670

邮箱：wujf@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]7号文核准，公司于2012年7月5日公开发行2亿元公司债券，债券期限为5年（附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权），票面年利率为7.80%。募集资金用途为补充流动资金。

本期债券起息日为2012年7月5日，按年计息，每年付息一次，即2013年至2017年每年的7月5日付息；如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的7月5日。本金兑付日为2017年7月5日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2015年7月5日。

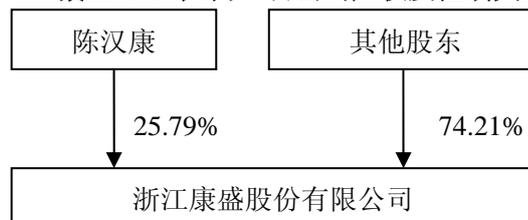
截至2013年5月31日，本期债券未到首次付息日，本息未开始兑付。

截至2013年3月31日，募集资金已有1.9775亿元用于补充公司流动资金。

二、发行主体概况

截至2013年3月31日，公司注册资本未发生变化，公司控股股东陈汉康先生共持有公司5,901.85万股，占公司股份总数的25.79%，其中5,778.00万股已质押，公司产权控制关系如图1所示。

图1 截至2013年3月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2012年度，公司合并范围新增1家子公司，即安徽康盛管业有限公司，该子公司由公司独家出资设立，并于2012年7月16日办妥工商设立登记手续。

表1 2012年度公司合并范围变化情况（单位：万元）

单位名称	经营范围	实收资本	持股比例	合并方式
安徽康盛管业有限公司	冰箱用丝管蒸发器、冷藏蒸发器、左右冷凝器、空调蒸发器、管组件、制管、铜管、铝管、电驱动车用空调器及其配件制造、销售	10,000.00	100.00%	新设

资料来源：公司提供

截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产总额为 221,827.91 万元，归属于母公司所有者权益为 116,040.71 万元，资产负债率为 47.56%。2012 年度，公司实现营业收入 133,191.56 万元，利润总额 6,553.06 万元，经营活动产生的现金流量净额-2,549.07 万元。2013 年 1-3 月，公司实现营业收入 33,740.58 万元，利润总额 1,125.72 万元，经营活动产生的现金流量净额-2,430.22 万元。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务收入规模保持增长，其中公司制冷铝管和铝制配件收入增长较快，较上年分别增长 93.60% 和 18.38%，受此推动，公司 2012 年主营业务收入较上年增长 18.50%，至 127,537.05 万元；毛利率方面，几大主要产品毛利率状况均有所改善，其中制冷铝管毛利率提升幅度较大，总体而言，公司 2012 年主营业务毛利率比上年提高 1.87%，至 19.76%。非主营业务方面，公司开始谋求多元化发展，金融领域投资规模有所加大，并为矿业投资搭建了操作平台。

表 2 2011-2012 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
制冷管路	50,399.86	21.63%	43,204.89	19.53%
钢制配件	39,173.52	18.73%	38,238.47	17.37%
制冷铝管	17,940.27	17.14%	9,266.84	10.18%
铝制配件	20,023.39	19.39%	16,915.20	19.06%
合计	127,537.05	19.76%	107,625.40	17.89%

资料来源：公司提供

跟踪期内，家电补贴政策退出对市场的影响开始减弱，公司制冷管路和钢制配件营业收入有所增长，毛利率回升

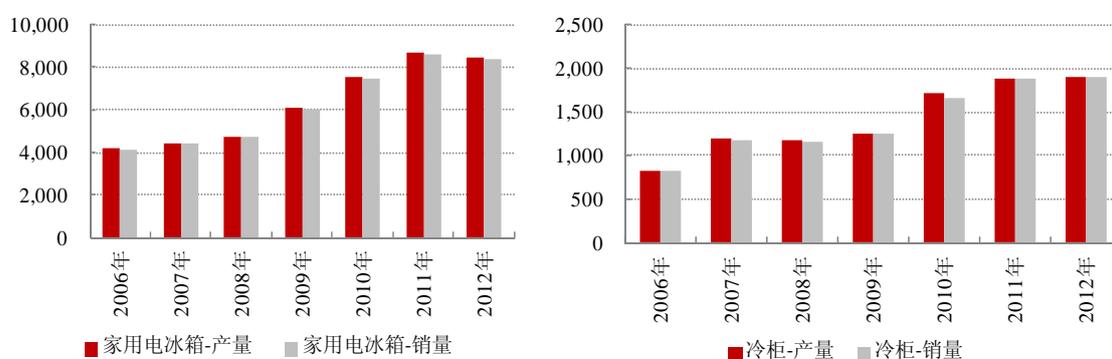
跟踪期内，全球经济复苏缓慢、欧债危机尚未消除以及国内房地产调控加强等因素降低了我国家电产品的内外部需求，尤其是家电补贴政策逐步到期，使得补贴政策拉动的需求减弱明显。2012 年，我国家用电冰箱全年产量比 2011 年下降 3.13%，至 8,427.00 万台；冷柜产量仅比 2011 年微增 1.85%，至 1,907.50 万台；而 2009-2011 年期间，我国家用电冰箱产量三年复合增长率为 19.78%；冷柜产量三年复合增长率为 22.01%；电冰箱产量出现下滑，冷柜产量增速下滑明显。此外，对于家电补贴政策到期的问题，商务部于 2013 年 5 月 16 日表示相关部门尚在研究，目前没有新的方案，由此可见市场需求放缓在短期内将难以改善。

表3 家电行业三大政策

政策名称	政策周期	政策内容
家电下乡	2007年12月-2013年2月； 高潮期为2009年-2011年	对农民购买纳入补贴范围的家电产品给予一定比例（13%）的财政补贴，以激活农民购买能力，扩大农村消费，促进内需和外需协调发展。
以旧换新	2009年6月-2011年12月	家电以旧换新补贴包括家电补贴、运费补贴以及拆解处理补贴，补贴产品范围是电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑五类。
节能惠民	第一期：2009年5月-2011年5月； 第二期：2012年5月-2013年5月	第一期主要针对空调；第二期全面覆盖至冰箱、洗衣机、空调、彩电和热水器等；财政补助标准依据高效节能产品与普通产品价差的一定比例确定。

资料来源：公开资料

图2 2006-2012年家用电冰箱产销情况（左图）和冷柜产销情况（右图）



资料来源：Wind 资讯

作为家电厂商的上游供应商，公司产品的市场需求与家电行业的景气度紧密相关，市场需求放缓对公司2011年业绩影响比较大，2012年开始则有所稳定；同时公司更加注重客户关系维护并加大市场开拓力度，再加上主要原材料成本有所降低，公司制冷管路、钢制配件的毛利率较2011年分别提升2.10%、1.36%，至21.63%、18.73%；收入则增长至50,399.86万元、39,173.52万元，较上年分别增长16.65%、2.45%。

表4 近两年又一期公司制冷管路及钢制配件销量、收入情况（单位：万元）

产品	2013年1-3月		2012年		2011年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
制冷管路（吨）	12,474.18	11,013.04	50,685.23	50,399.86	45,270.82	43,204.89
钢制配件（万件）	1,087.63	8,747.96	5,701.26	39,173.52	4,681.40	38,238.47

资料来源：公司提供

此外，为降低生产成本，公司进一步提高了热轧钢带的使用比例，2011年，公司热轧钢带使用量占钢带总使用量的比例为52.99%；2012年和2013年一季度，这一比例已提高至72.37%和72.30%。

表 5 近两年又一期公司钢制品业务主要原材料采购数量、均价情况（单位：吨、元/吨）

产品	2013年1-3月		2012年		2011年	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价
冷轧钢带	5,584.473	4,769.88	21,124.161	5,344.46	37,903.13	5,680.35
热轧钢带	14,574.168	3,715.54	55,320.406	3,830.69	42,728.75	4,405.00
钢带合计	20,158.641	-	76,444.567	-	80,631.88	-
热轧钢带占比	72.30%	-	72.37%	-	52.99%	-

注：热轧钢带经公司加工后成为冷轧钢带，以进一步用于钢制品生产，成本相对偏低

资料来源：公司提供

跟踪期内，铝制品募投项目的投产使得公司制冷铝管产能上升较多，制冷铝管收入规模增长迅速

跟踪期内，公司“制冷用合金铝管路系统制造项目”、“年产100万套标准件热交换器项目”和“年产6,000吨铝板带项目”等铝制品募投项目均已建成投产。销售方面，公司利用现有的销售渠道和下游客户的合作关系，积极推动合金铝材料在空调制冷管路系统的使用，进一步扩大公司制冷铝管和铝制配件的市场销售。原材料采购方面，公司制冷铝管和铝制配件产品主要原材料为铝锭，2012年公司铝锭采购价为1.36万元/吨，比2011年下降6.85%。2013年一季度，铝锭采购价进一步下将6.62%，至1.27万元/吨。

表 6 近两年又一期公司铝制品业务原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

产品	2013年1-3月			2012年			2011年		
	数量	金额	采购均价	数量	金额	采购均价	数量	金额	采购均价
铝锭	2,800.66	3,550.06	1.27	9,190.18	12,465.89	1.36	6,277.00	9,165.46	1.46

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司铝制品业务收入增长迅速，一方面是“铝代铜”逐渐被市场认可以及销售网络的扩张，另一方面公司铝制品募投项目投产产能增加。截至2012年末，公司制冷铝管产能约11,266吨，较上年末增长73.32%；铝制配件产能约780万件，较上年末增长16.42%。在产能增长的推动下，2012年，公司制冷铝管、铝制配件销售收入分别比2011年增长93.60%、18.38%，至17,940.27万元、20,023.39万元；制冷铝管收入增长显著。毛利率方面，铝制配件毛利率保持稳定；制冷铝管则较2011年提高6.96%，一方面制冷铝管销售均价较2011年提高约22.44%，另一方面原材料铝锭的采购均价下降约6.8%，售价上涨对毛利率提升作用明显，但这不具备可持续性。

表 7 近两年又一期公司制冷铝管及铝制配件销售、收入情况（单位：万元）

产品	2013年1-3月		2012年		2011年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入

制冷铝管（吨）	1,968.38	3,266.02	7,857.34	17,940.27	4,969.26	9,266.84
铝制配件（万件）	197.26	4,680.52	818.03	20,023.39	660.65	16,915.20

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新增铜制品业务，制冷主业产品线进一步丰富；未来安徽六安制冷配件产业园区的建成将进一步增强公司的可持续发展能力

根据“同心多元化、围绕制冷管路做大做强”的发展战略，公司进一步丰富产品线，制冷铜管和铜制配件已于 2013 年正式进入生产阶段，一季度公司制冷铜管和铜制配件分别实现销售收入 3,962.23 万元和 1,678.66 万元；收入规模还比较小，尚无法形成规模效应，加上处于市场开拓前期，两项产品的毛利率也比较低，分别为 5.57% 和 5.00%。

表 8 公司铜制品业务原材料采购数量、均价情况（单位：吨、万元、元/吨）

产品	2013 年 1-3 月		
	数量	金额	采购均价
电解铜	1,199.00	5,857.62	48,855.00

资料来源：公司提供

表 9 公司制冷铜管、铜制配件销售及收入情况(单位：万元)

产品	2013 年 1-3 月			
	产量	销量	收入	毛利率
制冷铜管	1,356.92 吨	744.70 吨	3,962.23	5.57%
铜制配件	384.27 万件	237.48 万件	1,678.66	5.00%

资料来源：公司提供

此外，为进一步做强制冷主业，公司正加快建设安徽六安制冷配件产业园区，该项目计划总投资 10.04 亿元，其中一期拟投资 2.92 亿元，二期拟投资 7.12 亿元；截至 2013 年 3 月 31 日，该项目已投资 0.86 亿元。一期建成后，公司每年将新增用于冰箱、冷柜制冷配件的丝管蒸发器、冷凝器、弯制件和盘管蒸发器等共计约 3220 万件的产能；二期建成后公司将新增空调热交换器约 400 万标准件的产能，公司制冷主业的产品线将更加丰富，可持续发展能力进一步增强；但该项目投资规模较大，会给公司带来一定资金压力。

表 10 截至 2013 年 3 月 31 日安徽六安制冷配件产业园区建设情况（单位：万元）

	计划 开工日期	计划 完工日期	总投资	已投资
安徽六安制冷配件产业园区一期	2012 年 5 月	2014 年 6 月	29,219.00	8,632.87
安徽六安制冷配件产业园区二期	2014 年 5 月	2016 年 6 月	71,189.00	-
合计			100,408.00	8,632.87

资料来源：公司提供

表 11 安徽六安制冷配件产业园区主要产品产能设计情况（单位：万件/年、万标准件/年）

产品用途	主要产品	生产规模	实施时间
------	------	------	------

冰箱、冷柜用制冷配件	丝管蒸发器	210	一期
	丝管冷凝器	60	一期
	冷藏蒸发器	420	一期
	弯制件	2,400	一期
	盘管蒸发器	130	一期
合计		3,220	
空调热交换器	新同创系列	10	二期
	艾默生系列	10	二期
	美的系列	380	二期
合计		400	

注：制冷配件单位为万件/年，空调热交换器单位为万标准件/年。

资料来源：公司提供

依托技术创新及积极的市场开拓，公司海外市场收入增长较快，占收入比重不断提高

目前，公司产品主要销往国内，但为降低对国内市场的依赖度，公司加大了海外市场开拓力度。为了通过国外客户的审核，公司十分重视技术研发水平提升和产品工艺创新。截至2012年末，公司已获得各项专利共计72项（其中发明专利5项，实用新型专利53项[一项已经终止]，外观设计14项）。工艺创新方面，公司积极推进对传统生产工艺的技改升级和自动化提速，在产品质量、节能降耗和降低成本等方面均有进一步提升。研发能力提升和工艺创新，使得公司和海外厂商合作关系渐趋稳固，供货量稳步增加。

通过技术创新及积极的市场开拓，公司海外市场营业收入增长较快，2012年公司海外市场实现营业收入18,371.46万元，比上年增长了31.65%，增速远高于同期国内市场的16.54%；同期海外市场收入占总收入比重为14.40%，2013年3月末，海外市场收入比重进一步上升至15.45%；另外，海外市场的毛利率要高于国内市场，2012年海外市场毛利率为20.61%，较国内市场高1.00%，2013年1季度，海外市场毛利率提高至22.90%，较同期国内市场高6.23%；海外市场收入规模的迅速扩大一定程度缓解了国内市场毛利率下滑对公司盈利能力的影响，同时鹏元也关注到海外收入规模的扩大，会使公司面临一定汇率波动风险。

表 12 公司主营业务收入地区分布情况（单位：万元）

项目	2013年1-3月		2012年		2011年	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
国内	28,196.69	16.67%	109,165.58	19.61%	93,670.70	17.96%
国外	5,151.75	22.90%	18,371.46	20.61%	13,954.70	17.38%
合计	33,348.44	17.63%	127,537.05	19.76%	107,625.40	17.89%
国外占比	15.45%	-	14.40%	-	12.97%	-

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司开始涉足金融、矿业投资，适度开展多元化经营

跟踪期内，公司关注到国内外宏观经济形势的剧烈变化和国家倡导转型升级的大背景，在坚持制冷主业的前提下，公司根据自身情况，适度开展多元化经营。在金融投资领域，公司以自有资金完成对杭州千岛湖康盛小额贷款股份有限公司（以下简称“康盛小贷”）的增资，增资后公司持有康盛小贷 30%的股权；并参股投资设立淳安建信村镇银行有限责任公司（以下简称“淳安建信”），公司持有淳安建信 8%的股权。在矿产领域，公司投资设立了淳安康盛矿业有限公司，搭建了矿权投资操作平台。但多元化战略处在起步阶段，尚未成为公司的重要收入来源。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2010年、2011年和2012年审计报告及未经审计的2013年一季度财务报表；三年又一期报表均按照新会计准则编制。2012 年度，公司合并范围新增1家子公司，具体见表1。

财务分析

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，收入不断增加；但应收账款和存货增长较快，造成经营性活动现金净流出，增加了公司资金压力；负债规模上升使得 EBITDA 利息保障倍数有所弱化

截至 2012 年末，公司总资产规模为 212,915.11 万元，较 2011 年末增长 13.50%，主要系公司业务规模扩大和项目建设不断推进，应收账款、存货、长期股权投资和固定资产规模增加所致。公司资产以非流动资产为主，2012 年末非流动资产占比 55.26%。

2012 年末，公司货币资金较上年末下降 51.94%，主要系公司应收账款和存货规模上升对营运资金占用上升所致；期末货币资金中受限的账面价值为 737.00 万元，主要为银行承兑汇票保证金和用于票据质押的存款。2012 年末应收账款较上年末增长 52.22%，主要系销售规模扩大和回款周期有所延长所致；其中账龄在 1 年以内的应收账款占比为 97.36%，期末公司根据会计政策对应收账款计提的坏账准备为 1,775.53 万元。2012 年末公司存货账面价值为 29,118.66 万元，同比增长 21.30%，主要系生产规模扩大，原材料和库存商品增加所

致；其中公司库存商品主要是以销定产，少部分根据市场预期生产，存在一定跌价风险，期末公司计提的存货跌价准备为 331.34 万元；公司长期股权投资同比增长 457.99%，主要系对杭州千岛湖康盛小额贷款股份有限公司追加投资所致；2012 年末公司固定资产规模为 94,343.55 万元，同比增长 18.08%，主要系公司部分在建工程完工转入固定资产所致，其中 41,319.28 万元固定资产已用于抵押担保，占比 43.80%，受限比例较高。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11,711.75	5.28%	10,604.65	4.98%	22,066.34	11.76%
应收票据	13,177.02	5.94%	21,630.10	10.16%	25,001.69	13.33%
应收账款	38,019.94	17.14%	29,378.24	13.80%	19,300.03	10.29%
存货	37,025.68	16.69%	29,118.66	13.68%	24,005.70	12.80%
流动资产合计	105,053.45	47.36%	95,261.23	44.74%	92,670.39	49.40%
长期股权投资	5,471.64	2.47%	5,604.64	2.63%	1,004.43	0.54%
固定资产	92,705.21	41.79%	94,343.55	44.31%	79,897.15	42.59%
在建工程	8,915.34	4.02%	8,081.60	3.80%	6,828.98	3.64%
无形资产	7,273.68	3.28%	7,299.80	3.43%	5,871.77	3.13%
非流动资产合计	116,774.46	52.64%	117,653.88	55.26%	94,916.96	50.60%
资产总计	221,827.91	100.00%	212,915.11	100.00%	187,587.35	100.00%

资料来源：公司提供

运营效率方面，受下游冰箱、冰柜等家用制冷电器行业景气度下滑等因素影响，公司应收账款回款周期略有延长；同时公司存货管理得到加强，存货周转效率有所改善；2012 年公司净营业周期为 159.73 天，较上年延长 6.26 天。另外，受公司铝制品新增产能投产因素推动，公司收入规模增长较快，公司 2012 年末总资产周转天数为 541.25 天，较上年缩短 9.22 天。

表 14 公司主要资产运营效率指标（单位：天）

项目	2012 年	2011 年
应收账款及应收票据周转天数	128.81	123.19
存货周转天数	88.82	97.13
应付账款及应付票据周转天数	57.90	66.85
净营业周期	159.73	153.47
流动资产周转天数	253.98	309.78
固定资产周转天数	235.48	175.39
总资产周转天数	541.25	550.47

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司收入持续增长，2012 年度，公司实现营业收入 133,191.56 万元，较上年增长 17.34%。但受管理费用、财务费用增长及政府补助下滑较大等因素影响，公司盈利有所下降；政府补助下滑主要是因为 2012 年度公司投资规模下降从而导致与投资有关的补贴规模下滑较多。2012 年度，公司实现营业利润 5,234.41 万元，较上年增长 23.64%；净利润 5,663.88 万元，较上年下降 27.72%。此外，在控制生产成本和制冷铝管毛利率明显上升的带动下，公司 2012 年综合毛利率有所改善，提升至 19.17%。

表 15 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
营业收入	33,740.58	133,191.56	113,507.22
期间费用（万元）	5,131.56	19,168.96	15,496.10
营业利润	844.61	5,234.41	4,233.73
政府补助	423.21	1,115.76	4,706.16
利润总额	1,125.72	6,553.06	9,221.94
净利润	1,073.68	5,663.88	7,835.95
综合毛利率	19.21%	19.17%	17.84%
期间费用率	15.21%	14.39%	13.65%
总资产回报率	-	5.98%	7.58%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司净利润有所下滑，但在固定资产折旧等非付现费用和非经常性损益调整之后，公司 FFO 有所改善，2012 年 FFO 规模为 15,929.21 万元，较上年增长 19.43%；随着生产规模的扩大，公司存货和应收账款的规模上升使得公司营运资本占用资金规模持续增长，公司 2012 年经营活动现金净流出规模为 2,549.07 万元，经营活动净现金流表现一般。由于公司主要扩产项目建设进度接近尾声，公司投资现金流状况较上年有所改善，2012 年投资活动现金净流出规模为 19,379.25 万元。此外，为缓解经营资金压力，公司于 2012 年发行 2 亿元公司债券，2012 年度公司筹资活动现金净流入 10,917.77 万元。

表 16 公司主要现金流指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	5,663.88	7,835.95
非付现费用	6,224.15	3,112.65
非经营损益	4,041.18	2,389.11
FFO	15,929.21	13,337.71
营运资本变化	-18,368.76	-13,269.71
其中：存货减少（减：增加）	-5,430.61	2,164.29
经营性应收项目的减少（减：增加）	-18,537.99	-11,822.49

经营性应付项目增加(减:减少)	5,599.84	-3,611.51
经营活动现金流量净额	-2,549.07	68.00
投资活动现金流量净额	-19,379.25	-36,078.59
筹资活动现金流量净额	10,917.77	17,514.86
现金及现金等价物净增加额	-11,048.69	-18,605.81

资料来源: 公司提供

跟踪期内,为缓解经营资金压力和改善融资结构,公司通过发行债券融资,受此影响,2012年末公司负债规模较上年增加29.70%,至97,522.56万元,同期资产负债率上升至45.80%。公司负债以流动负债为主,2012年末流动负债规模为77,728.93万元,占比79.70%;其中以短期借款为主,2012年末规模为56,127.00万元,占比57.55%,包括质押、抵押和保证加抵押借款;短期借款规模偏大,公司存在一定的短期偿付压力。公司非流动负债主要为应付债券,2012年末规模为19,793.63万元,债券融资一定程度上改善了公司融资结构。

表 17 公司主要负债构成情况(单位:万元)

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	63,610.00	60.30%	56,127.00	57.55%	57,342.00	76.26%
应付票据	5,870.00	5.56%	5,870.00	6.02%	5,500.00	7.31%
应付账款	9,926.95	9.41%	11,764.33	12.06%	11,496.13	15.29%
流动负债合计	84,023.92	79.65%	77,728.93	79.70%	75,193.13	100.00%
应付债券	19,793.63	18.76%	19,793.63	20.30%	-	-
非流动负债合计	21,470.76	20.35%	19,793.63	20.30%	-	-
负债合计	105,494.68	100.00%	97,522.56	100.00%	75,193.13	100.00%

资料来源: 公司提供

短期偿债能力方面,2012年公司流动比率、速度比率分别为1.23和0.85,比率不高。从EBITDA指标来看,2012年公司EBITDA为17,260.27万元,较上年有所增加,但由于公司融资规模扩大,2012年EBITDA利息保障倍数较上年有所下降,至3.18。

表 18 公司主要偿债能力指标

项目	2013年3月	2012年	2011年
资产负债率	47.56%	45.80%	40.08%
负债与所有者权益比率	0.91	0.85	0.67
流动比率	1.25	1.23	1.23
速动比率	0.81	0.85	0.91
EBITDA(万元)	-	17,260.27	16,071.25
EBITDA利息保障倍数	-	3.18	4.06

资料来源: 公司提供

五、评级结论

跟踪期内，随着公司业务规模扩张，公司资产规模不断扩大，公司制冷铝管和铝制配件产品销售收入增长较快，制冷铝管毛利率水平提升明显；产品线进一步丰富，制冷铜管和铜制配件逐步成为公司新的收入来源；海外市场收入比重逐步提高，对国内市场的依赖度有所降低；此外公司正加快安徽六安制冷配件产业园建设，建成后公司可持续发展能力有望进一步增强。同时鹏元关注到：家电补贴政策退出，下游家电产品需求增速放缓，短期内市场需求提升乏力；公司经营现金流状况一般，公司流动负债比例偏高，存在一定短期偿债压力。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，本期债券信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
货币资金	11,711.75	10,604.65	22,066.34	41,592.15
应收票据	13,177.02	21,630.10	25,001.69	13,846.99
应收账款	38,019.94	29,378.24	19,300.03	19,533.43
预付款项	2,500.28	2,048.88	1,875.81	967.15
其他应收款	463.42	366.54	420.82	418.08
存货	37,025.68	29,118.66	24,005.70	26,317.49
其他流动资产	2,155.36	2,114.17	-	-
流动资产合计	105,053.45	95,261.23	92,670.39	102,675.30
长期股权投资	5,471.64	5,604.64	1,004.43	5.00
投资性房地产	582.13	582.57	-	-
固定资产	92,705.21	94,343.55	79,897.15	30,702.87
在建工程	8,915.34	8,081.60	6,828.98	20,762.34
工程物资	820.28	816.23	927.89	851.52
无形资产	7,273.68	7,299.80	5,871.77	4,169.39
长期待摊费用	24.15	31.89	107.47	117.32
递延所得税资产	518.03	429.59	279.26	255.10
其他非流动资产	464.00	464.00	-	-
非流动资产合计	116,774.46	117,653.88	94,916.96	56,863.55
资产总计	221,827.91	212,915.11	187,587.35	159,538.85
短期借款	63,610.00	56,127.00	57,342.00	33,000.00
应付票据	5,870.00	5,870.00	5,500.00	10,100.00
应付账款	9,926.95	11,764.33	11,496.13	7,540.36
预收款项	768.51	213.90	404.70	332.50
应付职工薪酬	1,814.19	1,831.86	1,441.79	1,128.87
应交税费	534.44	861.51	-1,460.68	262.64
应付利息	1,253.45	845.81	293.55	61.71
其他应付款	246.37	214.52	175.65	856.70
流动负债合计	84,023.92	77,728.93	75,193.13	53,282.78
长期借款	1,677.13	-	-	-
应付债券	19,793.63	19,793.63	-	-
其他非流动负债	-	-	-	10.80
非流动负债合计	21,470.76	19,793.63	-	10.80
负债合计	105,494.68	97,522.56	75,193.13	53,293.58
实收资本(或股本)	22,880.00	22,880.00	22,880.00	14,300.00
资本公积	57,459.31	57,455.37	57,623.83	66,203.83
盈余公积	2,191.49	2,191.49	1,755.09	1,363.79

未分配利润	33,509.92	32,409.53	29,495.38	24,195.43
归属于母公司所有者权益合计	116,040.71	114,936.39	111,754.30	106,063.06
少数股东权益	292.52	456.16	639.92	182.21
所有者权益合计	116,333.23	115,392.55	112,394.22	106,245.27
负债和所有者权益总计	221,827.91	212,915.11	187,587.35	159,538.85

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	33,740.58	133,191.56	113,507.22	110,301.91
其中：营业收入	33,740.58	133,191.56	113,507.22	110,301.91
二、营业总成本	32,896.78	128,372.31	109,451.37	103,217.37
其中：营业成本	27,258.63	107,654.97	93,258.14	88,804.65
营业税金及附加	132.05	608.70	505.48	396.16
销售费用	1,376.91	5,187.03	4,956.60	4,676.23
管理费用	2,198.31	8,546.62	6,668.68	6,406.35
财务费用	1,556.33	5,435.31	3,870.83	2,241.09
资产减值损失	374.55	939.69	191.65	692.90
投资收益（损失以“-”号填列）	0.81	415.17	177.88	0.75
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	844.61	5,234.41	4,233.73	7,085.29
加：营业外收入	440.42	1,858.67	5,458.88	2,337.23
减：营业外支出	159.31	540.02	470.68	405.66
其中：非流动资产处置损失	35.32	21.67	19.07	61.21
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1,125.72	6,553.06	9,221.94	9,016.85
减：所得税费用	52.03	889.18	1,385.98	1,428.64
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1,073.68	5,663.88	7,835.95	7,588.21
归属于母公司所有者的净利润	1,100.38	5,638.56	7,836.25	7,580.92
少数股东损益	-26.70	25.32	-0.29	7.29

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	26,521.50	101,873.79	56,300.05	73,077.93
收到的税费返还	106.13	1,270.67	981.26	1,259.11
收到其他与经营活动有关的现金	342.66	1,682.14	4,879.85	1,295.51
经营活动现金流入小计	26,970.29	104,826.60	62,161.16	75,632.55
购买商品、接受劳务支付的现金	21,274.07	76,303.22	36,338.41	75,079.58
支付给职工以及为职工支付的现金	4,214.08	15,634.88	11,722.22	11,659.56
支付的各项税费	1,448.19	5,582.97	5,527.58	4,926.67
支付其他与经营活动有关的现金	2,464.18	9,854.60	8,504.95	6,630.59
经营活动现金流出小计	29,400.51	107,375.67	62,093.16	98,296.39
经营活动产生的现金流量净额	-2,430.22	-2,549.07	68.00	-22,663.84
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	0.81	36.92	158.45	0.75
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	65.94	337.83	592.72
收到其他与投资活动有关的现金	22.64	-	245.95	334.16
投资活动现金流入小计	23.45	102.86	742.23	927.63
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,903.59	15,462.11	35,840.83	28,705.89
投资支付的现金	-	4,020.00	980.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-	759.76
投资活动现金流出小计	1,903.59	19,482.11	36,820.83	29,465.65
投资活动产生的现金流量净额	-1,880.14	-19,379.25	-36,078.59	-28,538.02
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	458.00	67,785.96
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	458.00	114.00
取得借款收到的现金	17,497.13	97,261.00	76,697.00	43,410.00
发行债券收到的现金	-	19,775.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	200.00	2,850.00	5,475.00	8,310.00
筹资活动现金流入小计	17,697.13	119,886.00	82,630.00	119,505.96
偿还债务支付的现金	8,537.00	98,476.00	52,355.00	30,755.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	958.05	6,287.22	4,679.40	1,066.09
支付其他与筹资活动有关的现金	2,000.00	4,205.01	8,080.74	12,261.16
筹资活动现金流出小计	11,495.05	108,968.23	65,115.14	44,082.25

筹资活动产生的现金流量净额	6,202.08	10,917.77	17,514.86	75,537.71
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-47.62	-38.15	-110.08	-93.95
五、现金及现金等价物净增加额	1,844.10	-11,048.69	-18,605.81	24,127.90
加：期初现金及现金等价物余额	9,867.65	20,916.34	39,522.15	15,394.26
六、期末现金及现金等价物余额	11,711.75	9,867.65	20,916.34	39,522.15

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	5,663.88	7,835.95	7,588.21
加：资产减值准备	939.69	191.65	692.90
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,055.78	2,785.03	2,080.42
无形资产摊销	153.09	106.41	69.81
长期待摊费用摊销	75.58	29.57	20.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	11.75	-26.08	-250.50
固定资产报废损失	-	-	29.41
财务费用	4,594.93	2,617.23	923.63
投资损失	-415.17	-177.88	-0.75
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-150.33	-24.16	-97.85
存货的减少（增加以“-”号填列）	-5,430.61	2,164.29	-17,133.72
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-18,537.99	-11,822.49	-17,292.53
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	5,599.84	-3,611.51	706.70
其他	-109.52	-	-
经营活动产生的现金流量净额	-2,549.07	68.00	-22,663.84
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3. 现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	9,867.65	20,916.34	39,522.15
减：现金的期初余额	20,916.34	39,522.15	15,394.26
现金及现金等价物净增加额	-11,048.69	-18,605.81	24,127.90

注：除标注外，收益以“-”号填列

附录四 主要财务指标和计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款及应收票据周转天数	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收票据}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	应付账款及应付票据周转天数	$[(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付票据}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	流动资产周转天数	$[(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	净营业周期	$\text{应收账款及应收票据周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款及应付票据周转天数}$
	总资产周转天数	$[(\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	资本结构及财务安全性	资产负债率
	流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
	速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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）债务人长期信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

（三）展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。