

露笑科技股份有限公司

**2012 年 3.5 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>

露笑科技股份有限公司

2012年3.5亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余期限：52个月

债券剩余规模：3.5亿元

增信方式：保证担保

跟踪日期：2013年06月26日

上次信用评级结果：

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

债券发行期限：60个月

债券发行规模：3.5亿元

增信方式：保证担保

评级日期：2012年09月19日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对露笑科技股份有限公司（以下简称“露笑科技”或“公司”）2012年发行的3.5亿元公司债券（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：

	2013年3月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	225,626.68	186,068.43	157,720.78	118,525.01
归属于母公司所有者权益（万元）	87,865.22	87,923.88	85,416.46	30,642.15
资产负债率	60.19%	51.70%	44.27%	72.50%
流动比率	1.49	2.23	1.83	1.09
速动比率	1.17	1.81	1.50	0.81
营业收入（万元）	72,970.69	259,796.11	287,067.12	269,606.08
利润总额（万元）	1,106.29	4,968.80	6,478.37	6,948.61
综合毛利率	7.95%	6.48%	6.73%	6.27%
总资产回报率	-	6.19%	9.95%	9.54%
EBITDA（万元）	-	13,564.97	16,399.40	13,149.51
EBITDA利息保障倍数	-	2.39	2.25	3.36
经营活动现金流净额（万元）	-9,132.84	-11,149.00	-6,904.08	-11,398.40

资料来源：公司提供

正面：

- 公司整体运营稳健，继续采取“铜/铝价格+加工费”定价模式以规避原材料波动风险，主要产品单位加工费较为稳定，产销规模稳中有升；
- 公司通过非公开发行股票募集资金发展电机和涡轮增压器等新业务，有利于增加公司的多元化程度；
- 瀚华担保股份有限公司经营业绩进一步提升，自有资本实力进一步增强，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司产品相对单一，下游客户行业相对集中，存在较大的行业集中度风险；
- 公司新建铝线项目行业准入门槛不高，未来该行业产能过快扩张可能带来行业毛利率下降和市场过度竞争的风险；
- 人力资本的上升使得公司盈利能力弱化，综合毛利率有所下滑；
- 公司存货及应收账款环节占用营运资本资金增加，运营压力加大；
- 公司经营活动现金流持续为负，营运资金需求逐年增长；
- 公司投资活动对资金需求较大，面临一定的筹资压力；
- 公司债务结构不尽合理，流动负债占比相对较高，存在短期债务压力；
- 公司电机和涡轮增压器等新业务达产后，面临一定的产能消化风险；
- 跟踪期内，公司有息负债规模大幅上升，利息支出规模增长，偿债压力加大。

分析师

姓名：姚伟 祝超

电话：021- 51035670

邮箱：yaow@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]1400号文件核准，公司于2012年11月公开发行3.5亿元公司债券，募集资金总额人民币3.5亿元，票面利率为6.80%，扣除发行费用后，募集资金净额34,532.91万元。

本期债券的起息日为2012年11月14日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。公司有权决定在本期债券存续期的第三年末上调本期债券后2年的票面利率，调整幅度为0至100个基点（含本数），其中1个基点为0.01%。若公司未行使利率上调选择权，则本期公司债券后续期限票面利率仍维持原有利率不变。公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司或选择继续持有本期债券。本期债券的本金兑付日为2017年11月14日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，应兑付债券本金自兑付日起不另计利息）。若投资人行使回售选择权，则其回售部分债券的本金兑付日为2015年11月14日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，应兑付债券本金自兑付日起不另计利息）。本期债券的计息期限自2012年11月14日至2017年11月13日止，若投资人行使回售选择权，则其回售部分债券的计息期限自2012年11月14日至2015年11月13日止。本期债券第一次付息日为2013年11月14日。

截至2013年5月31日，募集资金已全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股本情况、注册资本和实际控制人均未发生变化。

2012年度，公司合并范围未发生变化。2013年1-3月，公司新增子公司浙江露通机电有限公司。截至2013年3月31日，纳入公司合并报表范围的子公司情况如下表所示。

表1 截至2013年3月31日公司合并范围子公司情况

子公司名称	经营范围	注册资本	持股比例
诸暨露笑特种线有限公司	生产销售漆包线	612.24（万美元）	75.00%
浙江露笑电子线材有限公司	制造销售电线电缆、漆包线、电子元器件	8,000.00万元	100.00%
浙江露通机电有限公司	生产销售电机、发电机专用零件、汽车、船舶零部件	9,000.00万元	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 186,068.43 万元，归属于母公司所有者权益为 87,923.88 万元，资产负债率为 51.70%；2012 年度，公司实现营业收入 259,796.11 万元，利润总额 4,968.80 万元，经营活动产生现金流净额为-11,149.00 万元。

三、经营与竞争

公司主要从事电磁线产品的设计、研发、生产及销售，是国内主要的铜芯和铝芯电磁线产品与技术服务提供商之一，其中铜芯电磁线产品又可分为耐高温复合电磁线和微细电子线材两类，铝芯电磁线产品主要是耐高温复合铝电磁线。跟踪期内，受国内经济增速放缓，产品市场需求疲软、原材料价格波动等因素影响；2012 年公司主营业务收入规模降至 25.97 亿元，较 2011 年下降 9.29%。受劳动力成本上升影响，公司毛利率水平略有下滑。2012 年，公司主营业务毛利率为 6.48%。

表2 公司主营业务收入结构及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月		2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
耐高温复合铜线	42,456.54	5.88%	154,174.34	4.96%	166,548.98	4.85%
微细电子线材	20,169.83	6.25%	71,407.54	5.81%	89,497.32	6.73%
耐高温复合铝线	8,640.04	17.66%	34,113.48	14.76%	30,250.35	16.83%
其他业务	1,704.29	30.43%	-	-	-	-
合计	72,970.69	7.95%	259,695.35	6.48%	286,296.66	6.71%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司继续采取“以销定产、购销对应”的经营模式和“铜/铝价格+加工费”的定价模式，运营总体稳健，在一定程度上规避原材料价格波动风险

与一般电线电缆行业的企业不同，公司定位于为中高端电磁线产品的需求方提供研发、生产和销售服务，主要客户大部分均为家电、机电、信息产品业内的知名企业。公司对前 30 名客户的销售量长期较为稳定；跟踪期内，公司对前 30 名客户的销售额占公司总销售收入的比例为 70.27%。跟踪期内，公司继续保持以“以销定产、购销对应”的基本经营模式；同时，为确保对重要客户的及时交货、应对部分客户的零星需求，以及均衡产能、兼顾生产时的批量经济性，公司也会适当进行提前排产、预备少量库存。

经过多年的发展，公司“露笑”品牌已成为行业内具有较高知名度的品牌。跟踪期内，凭借覆盖全国的销售网络、良好的服务质量、丰富的营销服务经验，公司巩固了与三星电子、LG、巴西恩布拉科、艾默生、美的、正泰、长虹、海尔、钱江制冷等国内外知名家电、机

电和电子企业客户的合作关系。同时我们也关注到，公司下游客户行业相对集中，公司业务存在较大的行业集中度风险。

采购方面，针对长期合同供应商，公司优先选择国内外知名的大冶炼厂或大贸易公司作为合作伙伴。公司对铜/铝的采购主要采用“按月结算、货到当月末付款”的结算方式。公司主要供应商有江西铜业股份有限公司、南京华新有色金属有限公司等企业，其中江西铜业股份有限公司是公司铜材的最大供应商，公司与其建立了良好的合作关系，原料供应较有保障。2012年公司向前五名供应商的采购金额占年度采购总额的比例为84.99%。

表3 公司供应商采购金额及客户销售金额占比情况

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
前五名供应商的采购金额占当年/期采购总额的比例	92.52%	84.99%	73.11%
前五名客户的销售金额占当年/期销售总额的比例	30.69%	31.78%	34.21%
前十名客户的销售金额占当年/期销售总额的比例	43.88%	46.79%	51.09%
前三十名客户的销售金额占当年/期销售总额的比例	65.51%	70.27%	71.87%

资料来源：公司提供

产品定价方面，由于电磁线行业所需的主要原材料铜、铝等有色金属属大宗商品，在市场上可大量供给，其交易价格能及时反映供求关系的变化。公司本着“只赚加工费、不做铜/铝投机”的经营理念，在确定产品销售价格的同时，锁定原材料采购价格，规避铜/铝价波动给公司带来的经营风险。公司的定价模式为“铜/铝价格+加工费”，主要通过赚取加工费盈利。公司在与客户签订销售合同时，会以客户的铜/铝价格向上游企业确定铜/铝杆采购价格，或者以电解铜/铝杆的现货价格作为定价依据；加工费在综合考虑辅料成本、期间费用、线径规格、订单量、订单产品成品率、客户关系等因素后加上一定比例的利润来最终确定。跟踪期内，公司产品价格与原材料价格变动趋势基本保持一致，在一定程度上规避了原材料价格波动风险。

表4 公司主要产品及原材料价格变动情况（单位：元/吨）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
耐高温复合铜线销售单价	55,053.00	56,381.05	65,195.00
微细电子线材销售单价	58,413.16	59,060.43	67,988.54
耐高温复合铝线销售单价	23,865.60	23,492.82	25,679.72
铜平均采购单价	50,341.35	50,737.32	59,221.87
铝平均采购单价	13,594.62	14,432.16	15,559.73

资料来源：公司提供

从下表看出，公司的定价模式对公司产品盈利能力形成了一定保障。跟踪期内，公司耐

高温复合铜线、微细电子线材及耐高温复合铝线毛利分别保持在 6,100 元/吨、8,700 元/吨及 10,500 元/吨左右，总体较为稳定。

表5 近年来公司主要产品吨加工费情况（单位：元/吨）

产品	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
耐高温复合铜线	6,113.99	6,122.38	6,094.56
微细电子线材	9,369.92	8,760.95	8,834.49
耐高温复合铝线	10,275.58	10,481.90	11,609.55

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司积极推进扩产项目，调整产品结构

铝芯电磁线具有价格低、质量轻、绝缘皮膜寿命增加、易定型等优点。由于铜芯和铝芯电磁线产品之间存在一定的替代性，当铜/铝价格比变化时，将会影响铜芯电磁线产品和铝芯电磁线产品的下游需求。2012 年，铜/铝价比达到相对高点，市场对铝线产品需求大幅增加，公司加大了铝线的生产和供应，因此公司耐高温复合铝线产能利用率较高，而耐高温复合铜线和微细电子线材销量下降、产能利用率下滑；受耐高温复合铝线产能不足影响，公司可能会放弃部分中小客户订单，在一定程度上制约了公司规模的扩张和市场份额的提高。公司是行业内少数兼营铜芯和铝芯两大类产品的企业之一，宽产品线更有利于公司维护客户利益，提升竞争力。从主要产品产销率来看，由于公司采取“以销定产”的运营模式，公司耐高温复合铜线和耐高温复合铝线等产品产销率近年来均保持在较高水平。

表6 公司主要产品产销情况（单位：吨/年、吨/季度、吨）

产品	指标	2013 年 1-3 月	2012 年	2010 年
耐高温复合铜线	产能	(当季) 7,675.00	30,700.00	30,700.00
	产量	7,947.75	27,710.19	25,389.08
	销量	7,711.94	27,310.49	25,546.28
	产能利用率	103.55%	90.26%	82.70%
	产销率	97.03%	98.56%	100.62%
微细电子线材	产能	(当季) 3,800.00	15,200.00	15,200.00
	产量	3,479.64	11,980.18	13,126.05
	销量	3,452.96	12,090.59	13,163.59
	产能利用率	91.57%	78.82%	86.36%
	产销率	99.23%	100.92%	100.29%
耐高温复合铝线	产能	(当季) 3,750.00	8,400.00	8,400.00
	产量	3,589.90	12,022.09	10,349.27
	销量	3,620.29	14,520.81	11,779.86
	产能利用率	95.73%	143.12%	123.21%

	产销率	100.85%	120.78%	113.82%
--	-----	---------	---------	---------

资料来源：公司提供

近年因铜价持续走高、铜/铝价比相对较高，市场对铝线产品需求大幅增加，公司积极调整产品结构，加大了铝线产能扩张的投入，将在一定程度上缓解公司铝线产能不足的现状。我们也关注到，公司新建铝线项目行业准入门槛不高，未来该行业产能过快扩张可能带来行业毛利率下降和市场过度竞争的风险。

表7 截至 2012 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	资金来源	已投资	计划完工日期
年产 15,000 吨铝芯电磁线项目	28,859.50	公开募集	12,590.85	2014 年 9 月
年产 7,000 吨新能源汽车专用线材项目	10,324.31	公开募集	4,429.92	2014 年 9 月
合计	39,183.81	-	17,020.77	-

资料来源：公司提供

公司通过非公开发行股票募集资金发展电机和涡轮增压器等新业务，有利于增加公司的多元化程度

为降低行业集中度风险，公司利用多年电磁线产品生产和销售经验，积极发展电机和涡轮增压器等新业务，目前正在推进年产 1000 万台节能数控电机项目、年产 35 万台高效涡轮增压器项目和年产 3 万吨特种电磁线项目建设，并拟通过非公开发行股票的方式募集项目建设资金。

公司已于 2013 年 04 月 24 日和 2013 年 05 月 10 日分别召开了董事会议和临时股东大会，审议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》、《关于公司非公开发行股票预案的议案》和《关于公司本次非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告的议案》等相关议案。公司非公开发行股票方案和预案的顺利同时对电机、涡轮增压器和特种电磁线增产项目的顺利推进提供了资金保障。

年产 1000 万台节能数控电机项目建成后，公司将新增节能数控电机年生产能力 1,000 万台，其中，无刷直流家用电机 500 万台、无刷直流汽车电机 400 万台、无刷直流装备用电机 50 万台、步进电机 20 万台、伺服电机 30 万台；年产 35 万台高效涡轮增压器项目建成后，公司涡轮增压器年生产能力将新增 35 万台，其中，车用涡轮增压器 24 万台，工程机械、农业机械用涡轮增压器 10 万台，发电机组用涡轮增压器 0.75 万台，船用涡轮增压器 0.25 万台；年产 3 万吨特种电磁线项目建成后，公司将新增年产 30,000 吨电动汽车、航空航天及热泵压缩机用电磁线生产能力。未来新项目的顺利达产，能使公司产能瓶颈将得到突破，业务规

模将扩大、盈利能力将增强。新业务虽然有利于增加公司的多元化程度，但业务初期也存在较大的失败风险。另外公司大量在建项目将于 2014 年完工投产，项目产能能否顺利消化也存在一定的不确定性。

表8 公司 2013 年非公开发行股票募投项目情况（单位：万元）

项目名称	拟投资总额	拟使用募集资金	计划完工日期
年产 1000 万台节能数控电机项目	42,998.00	42,998.00	2014 年 6 月
年产 35 万台高效涡轮增压器项目	25,136.00	25,136.00	2013 年 12 月
年产 3 万吨特种电磁线项目	35,012.00	28,866.00	2014 年 6 月
合计	103,146.00	97,000.00	-

资料来源：公司提供

四、财务分析

财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于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公司 2011-2012 年审计报告以及未经审计的 2013 年 1-3 月的财务报表。公司 2011-2012 年审计报告及 2013 年 1-3 月财务报表均按照新会计准则编制。

资产构成与质量

跟踪期内，公司资产规模增长较快，流动资产占比较高，整体资产流动性较好；由于原材料价格下降导致的产品价格下降，公司营业收入规模下降，受人力成本提升影响，公司盈利能力弱化；公司营运资本资金占用增加，现金生成能力有所减弱；公司负债规模增长较快，且流动负债占比相对较高，存在短期债务压力

跟踪期内，公司资产规模保持较快增长，截至 2012 年末，公司总资产规模为 18.61 亿元。从资产结构来看，2012 年末公司流动资产占比较高，为 73.73%，整体资产流动性较好。

表9 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
流动资产合计	150,718.42	66.80%	137,182.06	73.73%	127,628.96	80.92%
货币资金	30,430.59	13.49%	31,100.01	16.71%	40,101.19	25.43%
应收票据	20,740.15	9.19%	21,906.45	11.77%	19,077.11	12.10%
应收账款	63,258.74	28.04%	54,833.43	29.47%	45,295.86	28.72%

存货	32,733.31	14.51%	25,314.54	13.60%	22,633.26	14.35%
非流动资产合计	74,908.25	33.20%	48,886.37	26.27%	30,091.82	19.08%
固定资产	28,521.98	12.64%	23,470.46	12.61%	22,308.22	14.14%
在建工程	15,839.46	7.02%	9,238.56	4.97%	490.72	0.31%
无形资产	13,103.62	5.81%	10,768.38	5.79%	6,664.83	4.23%
资产总计	225,626.68	100.00%	186,068.43	100.00%	157,720.78	100.00%

资料来源：公司提供

公司流动资产以货币资金、应收账款、应收票据和存货为主。2012 年末，公司货币资金余额为 31,100.01 万元，其中包含 12,360.60 万元受限资金。2012 年，为应对市场需求疲软等不利因素，公司适当延长部分资信较好的客户的账期，并且对下游客户采取较为灵活的结算方式，公司应收票据和应收账款余额增长较快。2012 年末，公司应收账款余额为 54,833.43 万元，其中账期一年以内的占比为 98.13%。公司存货主要为库存商品、在产品和原材料，大部分为铜、铝材料，属大宗商品，可变现性较好，2012 年末公司为春节长假储备了一定库存造成存货规模有所上涨。公司固定资产主要为机器设备、房屋建筑物及运输设备，部分已用于抵押借款。无形资产主要为土地使用权，部分已用于抵押借款。

跟踪期内，受原材料价格波动影响，公司营业收入降至 25.98 亿元，较 2011 年下降 9.50%。从毛利率来看，2012 年公司综合毛利率为 6.48%，受劳动力成本上升影响，较 2011 年有所下降。考虑到公司采用“铜/铝价格+加工费”的定价模式可在较大程度规避原材料价格波动的风险，对公司的盈利能力构成一定保障。从期间费用率来看，2012 年公司期间费用率 4.30%，较为稳定。跟踪期内，公司资产规模增长较快，总资产回报率为 6.19%，较 2011 年下降 3.76 个百分点，整体盈利能力弱化。

表10 公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
营业收入	72,970.69	259,796.11	287,067.12
期间费用	3,926.96	11,163.59	13,317.46
营业利润	1,182.55	4,924.49	6,118.08
利润总额	1,106.29	4,968.80	6,478.37
净利润	889.15	3,969.95	5,828.32
综合毛利率	7.95%	6.48%	6.73%
期间费用率	5.38%	4.30%	4.64%
总资产回报率	-	6.19%	9.95%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司盈利能力弱化，2012 年的 FFO 为 10,338.88 万元，现金生成能力有所

减弱。跟踪期内，公司经营性应收和存货规模增长较快，营运资本资金占用增加；2012 年公司经营活动现金流净额为-11,149.00 万元。跟踪期内，公司对生产线投资规模较大，正在实施年产 15,000 吨铝材电磁线项目、年产 7,000 吨新能源汽车专用线材项目等项目，公司经营活动现金流尚难以满足投资支出。公司投资活动对资金需求较大，面临一定的筹资压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	3,969.95	5,828.32	6,286.62
非付现费用	3,459.29	2,780.00	2,498.29
非经营损益	2,909.64	4,225.93	2,502.00
FFO	10,338.88	12,834.25	11,286.91
营运资本变化	-21,487.88	-19,738.33	-22,685.32
存货的减少	-2,726.76	656.99	-5,450.22
经营性应收项目的减少	-17,764.93	-12,966.25	-10,634.05
经营性应付项目的增加	-996.19	-7,429.07	-6,601.05
经营活动产生的现金流量净额	-11,149.00	-6,904.08	-11,398.40
投资活动产生的现金流量净额	-18,556.89	-3,479.05	-3,523.13
筹资活动产生的现金流量净额	8,344.12	40,665.65	20,697.68
现金及现金等价物净增加额	-21,361.78	30,282.51	5,776.15

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司负债规模增长较快。截至 2013 年 3 月末，公司负债总额为 13.58 亿元，。公司的债务结构不尽合理，流动负债占负债总额的比例为 74.53%，公司流动负债占比相对较高，存在一定短期债务压力。截至 2013 年 3 月末，短期借款占负债总额为 36.16%。公司短期借款主要为保证借款和抵押借款，应付账款主要为应付原材料供应商的货款，2012 年应付账款余额增长较快主要系公司争取供应商给公司延长信用期扩大所致。2012 年公司成功发行公司债券。从有息债务规模和结构来看，截至 2013 年 3 月末，公司有息债务规模达 10.56 亿元，占负债总额的 77.74%，其中短期债务规模为 7.10 亿元，占有息债务的比重为 67.24%，使公司面临即时债务偿还压力。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

	2013 年 3 月		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	101,210.50	74.53%	61,639.38	64.08%	69,805.84	99.98%
短期借款	49,100.00	36.16%	25,500.00	26.51%	42,080.00	60.27%
应付票据	15,883.59	11.70%	12,360.60	12.85%	3,000.00	4.30%
应付账款	27,366.25	20.15%	21,261.24	22.10%	18,281.27	26.18%

一年内到期的非流动负债	6,000.00	4.42%	0.00	0.00%	4,000.00	5.73%
非流动负债合计	34,587.23	25.47%	34,551.02	35.92%	11.21	0.02%
应付债券	34,587.23	25.47%	34,551.02	35.92%	0.00	0.00%
负债合计	135,797.73	100.00%	96,190.40	100.00%	69,817.04	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产负债率为 60.19%，负债水平较高。受负债规模增加影响，公司流动比率和速动比率表现弱化。跟踪期内，受盈利下降影响，公司 EBITDA 规模下降，同时较高利息支出规模，致使 EBITDA 利息保障倍数处于较低水平。

表13 公司偿债能力指标

	2012 年 3 月	2012 年	2011 年
资产负债率	60.19%	51.70%	44.27%
流动比率	1.49	2.23	1.83
速动比率	1.17	1.81	1.50
EBITDA（万元）	-	13,564.97	16,399.40
EBITDA 利息保障倍数	-	2.39	2.25

资料来源：公司提供

五、其他重要事项

2010 年 9 月 20 日，公司向诸暨市人民法院提起诉讼，要求被告东莞大朗松柏朗曜盈电子厂支付货款 104.22 万元港币，目前该案尚在审理阶段。

六、债券偿还保障分析

瀚华担保股份有限公司经营业绩进一步提升，自有资本实力进一步增强，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

（一）担保方式

本期债券由瀚华担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

（二）担保方实力分析

瀚华担保成立于 2009 年 8 月 19 日，系由瀚华担保有限公司（原名“瀚华担保集团有限公司”）联合其他 24 家法人和自然人发起设立的民营资本商业性担保公司，瀚华担保初始注

注册资本为人民币 10 亿元，分两期到位，第一期 5 亿元注册资本于 2009 年 8 月到位；第二期 5 亿元于 2010 年 11 月到位。2011 年 11 月瀚华担保注册资本增至 19.05 亿元，同时根据 2011 年度股东大会决议，以 2011 年末总股本 19.05 亿股为基数，对股权登记日在册资产的股东每 10 股派送 1 股，由未分配利润转增股本，变更后的注册资本为人民币 20.96 亿元。截至 2012 年 12 月 31 日，瀚华担保股权结构如下表所示：

表14 截至 2012 年 12 月 31 日瀚华担保股东情况（单位：万元）

股东名称	认缴注册资本金额	出资比例
瀚华担保有限公司	89,100.00	42.52%
重庆慧泰投资有限公司	20,031.00	9.56%
重庆九龙金属回收有色有限公司	17,160.00	8.19%
重庆博信投资股份有限公司	5,940.00	2.83%
重庆普兆恒益投资有限公司	3,960.00	1.89%
新疆博丰股权投资合伙企业	3,960.00	1.89%
重庆集成资产管理有限公司	1,980.00	0.94%
沈阳怡诚联合科技有限公司	1,089.00	0.52%
中佳安（北京）投资有限公司	990.00	0.47%
山西恒天成国际商贸有限公司	990.00	0.47%
重庆中邦汽车销售服务有限公司	1,980.00	0.94%
自然人股东	62,370.00	29.78%
合计	209,550.00	100.00%

资料来源：瀚华担保提供

瀚华担保第一大股东瀚华担保有限公司成立于 2004 年 7 月，由自然人涂建华实际全资控制，主要为中小企业及个人提供商业担保及增值服务。2009 年 2 月 12 日，全国工商联下发《关于支持推广瀚华担保集团担保模式的通知》，支持瀚华担保有限公司发起设立全国性担保机构。2009 年 8 月 19 日，经重庆市金融工作办公室批准，瀚华担保正式成立，瀚华担保继承了大股东瀚华担保有限公司业务客户资源及管理团队，瀚华担保有限公司不再从事担保等同类业务。

瀚华担保的主要经营范围是：许可经营项目包括从事融资性担保、履约担保、财产保全担保及法律、法规没有限制的其他担保和再担保业务；一般经营项目包括财务顾问、资产管理、投资咨询业务。目前，瀚华担保业务包括贷款担保、履约担保、诉讼保全担保等多个业务品种，其中以贷款担保为主，客户主要是中小企业。为了实现业务持续扩张，瀚华担保以主要中心城市为依托的区域中心，开展了业务网点的布局：截至 2012 年底，瀚华担保已设立重庆、北京、辽宁、四川、江苏、陕西、大连、天津、山东、贵州、苏州、湖北、广西、

甘肃、河北、黑龙江、深圳等 17 家省级经营机构，且获得当地融资性担保机构监管批准，西南、西北、中南、环渤海、长三角五个区域中心基本建成。

在较强的资本实力和迅速扩张的业务网络的支撑下，瀚华担保业务开展情况良好，各项业务指标增长较快，2012 年当期担保发生额为 163.72 亿元，同比增长 18.04%；2012 年末担保余额为 145.12 亿元，担保放大倍数为 4.65，有效带动了整体收入的增长。截至 2012 年末，瀚华担保总资产为 496,544.03 万元，所有者权益合计为 312,187.63 万元。2012 年度瀚华担保实现营业收入 130,885.55 万元，利润总额 75,520.74 万元，净利润 61,165.97 万元。

表15 瀚华担保主要财务及经营指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	496,544.03	458,928.26	250,913.06
所有者权益合计（万元）	312,187.63	259,552.95	132,578.80
担保业务收入（万元）	55,788.36	44,780.08	18,743.43
营业利润（万元）	72,838.98	60,642.37	13,822.41
利润总额（万元）	75,520.74	63,780.79	15,003.60
净利润（万元）	61,165.97	52,666.37	12,759.29
当期担保发生额（万元）	1,637,209.00	1,386,962.00	833,970.00
期末担保余额（万元）	1,451,190.00	1,422,410.00	807,390.00
担保放大倍数（倍）	4.65	5.48	6.09
资产负债率	37.13%	43.44%	47.16%
净资产收益率	19.59%	20.31%	13.87%
经营活动现金流净额（万元）	-35,644.54	-93,274.94	-37,720.26

资料来源：瀚华担保提供

综上，鹏元评定，瀚华担保主体长期信用等级为 AA，瀚华担保提供的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

七、评级结论

公司主要从事电磁线产品的设计、研发、生产及销售，是国内主要的铜芯和铝芯电磁线产品与技术服务提供商之一。跟踪期内，公司整体运营稳健，继续采取“铜/铝价格+加工费”定价模式以规避原材料波动风险，主要产品单位加工费较为稳定，产销规模稳中有升；公司通过非公开发行股票募集资金发展电机和涡轮增压器等新业务，有利于增加公司的多元化程度；瀚华担保股份有限公司经营业绩进一步提升，自有资本实力进一步增强，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

但我们也注意到，公司产品相对单一，下游客户行业相对集中，存在较大的行业集中度风险；公司新建铝线项目行业准入门槛不高，未来该行业产能过快扩张可能带来行业毛利率下降和市场过度竞争的风险；人力资本的上升使得公司盈利能力弱化，综合毛利率有所下滑；公司存货及应收账款环节占用营运资本资金增加，运营压力加大；公司经营活动现金流持续为负，营运资金需求逐年增长；公司投资活动对资金需求较大，面临一定的筹资压力；公司债务结构不尽合理，流动负债占比相对较高，存在短期债务压力；公司电机和涡轮增压器等新业务达产后，面临一定的产能消化风险；跟踪期内，公司有息负债规模大幅上升，利息支出规模增长，偿债压力加大。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

	2013年3月	2012年	2011年	2010年
流动资产：				
货币资金	30,430.59	31,100.01	40,101.19	13,529.68
交易性金融资产	0.00	0.00	265.73	0.00
应收票据	20,740.15	21,906.45	19,077.11	3,434.67
应收账款	63,258.74	54,833.43	45,295.86	46,346.83
预付款项	2,562.28	3,536.83	194.55	1,918.54
其他应收款	993.35	490.80	61.25	526.98
存货	32,733.31	25,314.54	22,633.26	23,350.16
流动资产合计	150,718.42	137,182.06	127,628.96	89,106.87
非流动资产：				
长期股权投资	8,960.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	28,521.98	23,470.46	22,308.22	21,947.81
在建工程	15,839.46	9,238.56	490.72	269.15
无形资产	13,103.62	10,768.38	6,664.83	6,557.31
长期待摊费用	918.75	1,006.25	0.00	0.00
递延所得税资产	777.09	737.28	628.05	643.88
其他非流动资产	6,787.34	3,665.43	0.00	0.00
非流动资产合计	74,908.25	48,886.37	30,091.82	29,418.15
资产总计	225,626.68	186,068.43	157,720.78	118,525.01
流动负债：				
短期借款	49,100.00	25,500.00	42,080.00	43,595.00
应付票据	15,883.59	12,360.60	3,000.00	24,200.00
应付账款	27,366.25	21,261.24	18,281.27	4,959.85
预收款项	428.64	442.60	1,057.91	1,233.11
应付职工薪酬	1,000.59	1,320.59	1,098.85	1,026.84
应交税费	304.30	367.87	106.24	3,151.97
应付利息	998.31	338.15	83.29	83.40
其他应付款	128.83	48.34	98.28	231.92
一年内到期的非流动负债	6,000.00	0.00	4,000.00	3,000.00
流动负债合计	101,210.50	61,639.38	69,805.84	81,482.08
非流动负债：				
长期借款	0.00	0.00	0.00	4,000.00
应付债券	34,587.23	34,551.02	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	11.21	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	448.89
非流动负债合计	34,587.23	34,551.02	11.21	4,448.89

负债合计	135,797.73	96,190.40	69,817.04	85,930.98
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	12,000.00	12,000.00	12,000.00	9,000.00
资本公积金	58,542.41	57,432.41	57,432.41	10,838.32
盈余公积金	1,907.63	1,907.63	1,453.38	1,092.81
未分配利润	15,415.19	16,583.85	14,530.67	9,711.02
归属于母公司所有者权益合计	87,865.22	87,923.88	85,416.46	30,642.15
少数股东权益	1,963.72	1,954.15	2,487.27	1,951.88
所有者权益合计	89,828.94	89,878.03	87,903.73	32,594.04
负债和所有者权益总计	225,626.68	186,068.43	157,720.78	118,525.01

附录二 合并利润表（单位：万元）

	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	72,970.69	259,796.11	287,067.12	269,606.08
营业收入	72,970.69	259,796.11	287,067.12	269,606.08
二、营业总成本	71,788.14	254,877.29	281,300.03	262,598.68
营业成本	67,168.96	242,963.16	267,734.74	252,705.03
营业税金及附加	78.76	220.19	117.87	354.85
销售费用	589.12	2,142.59	2,241.81	1,893.88
管理费用	1,169.79	3,638.12	3,734.93	3,375.39
财务费用	2,168.05	5,382.88	7,340.72	4,054.52
资产减值损失	613.45	530.35	129.96	215.00
三、其他经营收益	0.00	5.67	351.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	-74.70	74.70	0.00
投资净收益	0.00	80.37	276.30	0.00
四、营业利润	1,182.55	4,924.49	6,118.08	7,007.39
加：营业外收入	17.94	396.24	868.71	282.38
减：营业外支出	94.21	351.93	508.43	341.16
其中：非流动资产处置净损失	3.88	0.00	8.76	62.23
五、利润总额	1,106.29	4,968.80	6,478.37	6,948.61
减：所得税	217.13	998.85	650.04	661.98
六、净利润	889.15	3,969.95	5,828.32	6,286.62
减：少数股东损益	9.57	216.88	535.39	465.75
归属于母公司所有者的净利润	879.58	3,753.08	5,292.93	5,820.87

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

	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	44,912.01	175,719.22	212,933.69	199,147.09
收到的税费返还	0.00	22.56	393.03	9.85
收到其他与经营活动有关的现金	218.59	757.55	914.11	509.27
经营活动现金流入小计	45,130.60	176,499.33	214,240.84	199,666.21
购买商品、接受劳务支付的现金	49,624.94	172,614.91	206,074.37	199,977.61
支付给职工以及为职工支付的现金	2,216.85	4,927.94	4,602.36	4,168.37
支付的各项税费	682.60	4,204.11	3,408.25	2,650.05
支付其他与经营活动有关的现金	1,739.05	5,901.37	7,059.94	4,268.59
经营活动现金流出小计	54,263.44	187,648.33	221,144.93	211,064.62
经营活动产生的现金流量净额	-9,132.84	-11,149.00	-6,904.08	-11,398.40
二、投资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00	0.00
收回投资收到的现金	0.00	191.03	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	28.71	80.37	276.30	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	10.10	0.00	0.00	105.56
收到其他与投资活动有关的现金	3,042.24	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	3,081.05	271.40	276.30	105.56
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,116.32	18,828.30	3,564.32	3,819.69
投资支付的现金	10,960.00	0.00	191.03	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	-191.01
投资活动现金流出小计	21,076.32	18,828.30	3,755.35	3,628.68
投资活动产生的现金流量净额	-17,995.27	-18,556.89	-3,479.05	-3,523.13
三、筹资活动产生的现金流量：	0.00	0.00	0.00	0.00
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	50,725.00	6,800.00
取得借款收到的现金	34,500.00	67,780.00	70,985.00	80,249.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	100.00	0.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	34,650.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	34,500.00	102,530.00	121,710.00	87,049.00
偿还债务支付的现金	10,900.00	88,360.00	75,500.00	63,272.93
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	653.94	4,712.79	4,573.44	3,078.39
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	750.00	0.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	54.00	1,113.09	970.91	0.00
筹资活动现金流出小计	11,607.94	94,185.88	81,044.35	66,351.32
筹资活动产生的现金流量净额	22,892.06	8,344.12	40,665.65	20,697.68
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-4,236.04	-21,361.78	30,282.51	5,776.15

期初现金及现金等价物余额	18,783.05	40,101.19	9,818.68	4,042.53
期末现金及现金等价物余额	14,547.01	18,739.41	40,101.19	9,818.68

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

	2012年	2011年	2010年
净利润	3,969.95	5,828.32	6,286.62
加：资产减值准备	530.35	129.96	215.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,708.84	2,497.68	2,159.29
无形资产摊销	176.35	152.36	124.00
长期待摊费用摊销	43.75	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	1.37	58.68
公允价值变动损失	74.70	-74.70	0.00
财务费用	3,035.76	4,548.51	2,562.57
投资损失	-80.37	-276.30	0.00
递延所得税资产减少	-109.24	15.84	-119.25
递延所得税负债增加	-11.21	11.21	0.00
存货的减少	-2,726.76	656.99	-5,450.22
经营性应收项目的减少	-17,764.93	-12,966.25	-10,634.05
经营性应付项目的增加	-996.19	-7,429.07	-6,601.05
经营活动产生的现金流量净额	-11,149.00	-6,904.08	-11,398.40

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

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。