

浙江明牌珠宝股份有限公司

2012年10亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

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：35个月

债券剩余规模：10亿元

担保方式：保证担保

担保方：浙江日月首饰集团有限公司

评级日期：2014年05月12日

评级结论：

上次跟踪评级结果：

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：47个月

债券剩余规模：10亿元

担保方式：保证担保

担保方：浙江日月首饰集团有限公司

评级日期：2013年04月22日

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江明牌珠宝股份有限公司（以下简称“明牌珠宝”或“公司”）及其2012年3月发行的10亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2014年跟踪评级结果为：维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	486,350.51	431,643.45	376,300.42
归属于母公司所有者权益(万元)	286,910.63	280,998.58	279,624.14
资产负债率	41.01%	34.90%	25.69%
流动比率	4.68	8.04	3.87
速动比率	2.54	3.66	1.27
营业收入(万元)	855,780.38	665,600.23	588,827.91
营业利润(万元)	11,195.51	10,289.55	33,609.33
利润总额(万元)	11,902.33	10,384.30	33,820.51
综合毛利率	5.55%	6.19%	10.17%
总资产回报率	4.61%	4.56%	13.40%
EBITDA(万元)	22,160.80	19,036.26	39,897.24
EBITDA 利息保障倍数	2.40	2.37	7.24
经营活动现金流净额(万元)	51,289.90	9,144.79	-82,622.65

资料来源：公司审计报告

正面:

- 跟踪期内，公司继续拓展销售网络，主要产品销售收入得到进一步扩大；
- 公司资产以存货、货币资金和应收账款为主，整体流动性较好；
- 在建项目有助于提高公司的生产规模，增强公司的规模优势；
- 公司股东提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的偿付起到一定的保障。

关注:

- 公司产品的主要原材料黄金近年价格波动较大，公司经营业绩易受原料价格波动影响，跟踪期内黄金价格下跌使公司毛利率下滑，存货跌价损失较大；
- 新产品生产线生产规模较大，未来存在产能消化吸收风险；
- 在建项目投资规模较大，存在一定的资金压力；
- 公司的黄金租赁业务和黄金T+D延期交易业务中，若价格与业务操作方向呈反向变动，易给公司经营业绩带来一定的风险；
- 专营店的增加导致公司存货规模扩大，公司面临的存货价值波动风险相应增大；
- 公司经营活动现金流受黄金价格波动影响，稳定性较差；
- 跟踪期内公司负债规模显著增长，公司有一定偿债压力。

分析师

姓名：王洪超 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：wanghch@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]308号文核准，公司于2012年3月22日公开发行10亿元公司债券，票面利率7.20%，在债券存续期限前3年固定不变。本期债券募集资金总额10亿元；扣除发行费用后，募集资金净额98,752万元。

本期债券的起息日为2012年3月22日，按年计息，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。2013年至2017年每年的3月22日为上一计息年度的付息日。如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的3月22日。本次债券的兑付日为2017年3月22日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的本金支付日为2015年3月22日。

表1 截至2014年4月30日本期债券本息累计兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回售金 额(亿元)	利息支付(万元)	期末本金余额 (亿元)
2013年3月22日	10	-	7,200	10
2014年3月24日	10	-	7,200	10

注：2014年付息日为3月24日，为与休息日调整所致

资料来源：公司公告

本期募集资金已全部用于补充公司流动资金，调整债务结构。

二、发行主体概况

截至2013年12月31日，公司主要股东为浙江日月首饰集团有限公司（以下简称“日月集团”）和永盛国际投资集团有限公司，持股比例分别为29.96%和29.18%。跟踪期内，公司实际控制人未发生变化。

表2 跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	截至2013年12月31日	截至2012年12月31日
公司名称	浙江明牌珠宝股份有限公司	浙江明牌珠宝股份有限公司
注册资本(万元)	24,000.00	24,000.00
实收资本(万元)	24,000.00	24,000.00
第一大股东	浙江日月首饰集团有限公司	浙江日月首饰集团有限公司
第一大股东持股比例	29.96%	29.96%

实际控制人

虞阿五、虞兔良

虞阿五、虞兔良

资料来源：公司年报

截至 2013 年 12 月 31 日，公司合并范围内子公司共计 13 家。跟踪期内，咸阳明牌首饰有限公司已于 2013 年 4 月清算注销，不再纳入合并范围；公司于 2013 年 4 月设立镇江明牌珠宝首饰有限公司，公司出资 150 万元，占其注册资本的 100%，并将其纳入合并范围。（详见附录四）。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 486,350.51 万元，归属于母公司的所有者权益 286,910.63 万元，资产负债率 41.01%。2013 年度，公司实现营业收入 855,780.38 万元，实现利润总额 11,902.33 万元，经营活动产生的现金流净额为 51,289.90 万元。

三、经营与竞争

公司主要从事珠宝首饰的设计、生产和销售，主要产品包括黄金饰品、铂金饰品及镶嵌饰品，跟踪期内公司主营业务无重大变化。

2013 年国际金价大幅下跌，Comex 黄金价格全年下跌 27.9%，但珠宝首饰行业并没有因金价下跌而低迷，限额以上零售企业金银珠宝零售额同比增长 25.8%，全国 50 家重点大型零售企业金银珠宝零售额同比增长 27.3%。中国黄金协会统计数据显示，2013 年我国黄金消费量首次突破 1,000 吨，达到 1,176.40 吨，同比增长 41.36%。预计中国将取代印度成为世界上最大的黄金消费国。其中：首饰用金 716.50 吨，同比增长 42.52%；金条用金 375.73 吨，同比增长 56.57%。珠宝首饰消费市场仍有较大增长空间。

受行业环境影响，公司 2013 年实现主营业务收入 85.57 亿元，同比增长 19.04 亿元；毛利率为 5.54%，同比减少 0.65 个百分点。分产品来看，黄金饰品仍是公司主要的收入和利润来源。2013 年黄金饰品收入同比增长 19.57 亿元，毛利率受金价波动影响略有下降。其他业务收入以黄金首饰委托加工收入为主，2013 年公司平均委托加工费水平上升，该项业务毛利率提高。（平均加工费为 10 元/克左右，不同品种比 2012 年提高 10-20%）

表3 2012-2013年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

产品分类	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
黄金饰品	773,393.96	3.53%	577,699.26	3.93%
铂金饰品	44,889.81	8.39%	51,692.66	6.76%
镶嵌饰品	26,331.05	32.36%	27,861.07	35.05%

其他	11,035.76	70.20%	8,014.61	64.58%
合计	855,650.58	5.54%	665,267.61	6.19%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司继续拓展销售网络，主要产品的销售规模进一步扩大；但专营店备货周期较长，公司面临的存货价值波动风险相应加大

跟踪期内，公司销售模式未发生重大变化。2013年公司继续扩展销售网络，营销网店持续增长。截至2013年底，公司在全国拥有专营店、加盟店和经销商逾千家，其中专营店406家，较上年增长73家。加盟及经销商家数为603家，较上年增长47家。目前公司营销网络遍布全国主要市场，其中专营店在公司营销网络拓展和品牌推广中起着重要作用，公司通过在一、二线市场开设专营店的方式，可以有效提升公司品牌的影响力，吸引加盟商加盟。加盟商则可以较低的成本扩大市场覆盖率，提高销售量。

表4 2012-2013年公司经营渠道变化情况（单位：家）

项目	2013年底	2012年底
专营渠道家数	409	336
经销渠道家数	603	556

资料来源：公司提供

2013年，随着营销网络的进一步扩大及市场需求增加的影响，公司黄金饰品销售量28829.09千克，同比增长54.25%，实现销售收入522,044.92万元，同比增长33.87%。分渠道来看，公司经销渠道销售量较大，对公司收入增长有较大的贡献。专营渠道通过增加专柜或开设旗舰店的方式，建立自己的营销渠道销售产品，建立产品的品牌价值。专营渠道销售规模约占公司收入的三分之一。

表5 2012-2013年公司主要营销模式销售情况（单位：万元）

时间	品类	经销渠道		专营渠道	
		收入	毛利率	收入	毛利率
2013年	黄金饰品	522,044.92	1.60%	251,349.04	7.54%
	铂金饰品	31,179.15	3.05%	13,710.66	20.53%
	镶嵌饰品	9,423.08	17.39%	16,908.00	40.70%
2012年	黄金饰品	407,636.23	1.41%	160,902.34	5.47%
	铂金饰品	40,255.35	7.36%	16,610.47	16.32%
	镶嵌饰品	9,286.15	17.67%	16,752.33	39.78%

资料来源：公司提供

表6 2012-2013年公司主要产品销售库存情况

产品分类	项目	2013年	2012年
黄金饰品（克）	销售量	28,829,086	18,689,953
	库存量	5,215,723	4,419,091
铂金饰品（克）	销售量	1,428,280	1,772,362
	库存量	631,890	666,863
镶嵌饰品（件）	销售量	88,354	97,338
	库存量	131,179	149,794

资料来源：公司提供

随着公司专营门店数量的增加，所需铺货规模扩大，公司存货规模逐渐增长，截至2013年底公司库存黄金饰品为5,215.72千克，同比增长18.03%。目前专营门店铺货周转时间一般在3-4个月。考虑到当前黄金市场价格波动较大，公司存货的跌价风险较大。

公司产品的原材料黄金近年价格波动较大，公司经营业绩易受原料价格波动影响

公司产品的原材料为黄金和铂金，原材料成本占总成本的95%以上，具有“重料轻工”的特点。公司经营对原料价格变化较为敏感。目前黄金等贵金属价格受国内外经济形势、通货膨胀、供求变化以及地缘政治等复杂因素影响，价格变化充满不确定性。2013年度，国际黄金价格大幅波动，受此影响上海黄金交易所现货价格降幅较大，其中AU9999现货价格由339.83元每克迅速下跌，4月中旬金价连续两天跌幅高达15%，引发短暂的购金热潮，短暂反弹过后金价再次持续下跌，并维持在230元每克至280元每克的区间震荡。2013年，Comex黄金价格下跌27.9%，上海黄金交易所Au9999现货价格下跌28.66%。原材料价格的大幅波动会对公司的产品销售价格、存货价值、黄金租赁业务损益等产生重大影响，从而影响公司业绩。

公司产品生产以及门店铺货产品销售需要一定周期（生产周期在1-2个星期，门店周转需要3-4个月），2013年黄金价格显著下跌阶段，导致公司存货黄金采购成本高于销售时成本，进而导致公司毛利率在一定时间内受到较大侵蚀。2013年公司主营业务毛利降为5.54%，其中黄金饰品毛利率下降至3.53%。另外，公司存货账面价值受到黄金价格下降影响，2013年末账面跌价准备余额为1,187.80万元。公司经营业绩易受原料价格波动影响。

图 1 2012 年一月以来上海金交所黄金现货价格变化情况（单位：元/克）



资料来源：wind 数据

黄金租赁业务和黄金 T+D 延期交易业务在一定程度上可以减少黄金价格波动给公司带来的影响；同时也给公司经营业绩造成一定影响

对于黄金等主要原料价格波动特点，为保持稳健经营，公司根据产品销售和库存情况，公司通过黄金 T+D 延期交易业务和黄金租赁业务，锁定黄金采购价格并调解库存需求。其中黄金 T+D 延期交易主要针对公司短期黄金购销情况，进行适时对冲，以减少黄金价格波动对公司的影响。2013 年上海黄金交易参与黄金 T+D 延期交易带来的公允价值变动损益为-99.12 万元。黄金租赁业务则是公司向银行借入黄金原材料组织生产，当租借到期后，以等质等量的黄金实物归还银行，同时按照一定的租借利率支付租息。通过黄金租赁的方式减少金价波动给公司带来的风险。2013 年公司主要向中国银行股份有限公司浙江省分行、招商银行股份有限公司绍兴分行、中国农业银行股份有限公司绍兴城西支行租借黄金实物。2013 年公司黄金现货采购量占全年采购量的 80.88%，黄金 T+D 延期交易采购量占 7.30%，黄金租赁采购量占 11.82%。截至 2013 年 12 月 31 日公司租入黄金 2,031 千克，账面价值 41,169.35 万元；2013 年该业务给公司带来公允价值变动损益为 1,157.36 万元。

黄金租赁业务和黄金 T+D 延期交易业务在一定程度上可以使公司减少黄金价格波动带来的影响，但上述交易仍存在一定风险，如：价格判断失误风险（黄金价格短期波动具有不确定性，若短期价格与业务操作方向呈反向变动，公司将承担提高黄金原材料采购成本或冲减黄金价格上涨所带来的利润的风险）、持仓规模风险（由于黄金 T+D 业务实行 10% 的保证金制度，放大了交易资金的杠杆倍数，如果公司利用资金扛杆，持仓规模过大，则

微小的价格变动可能造成权益的重大变化，不利于公司稳健经营）和操作风险。虽然近年公司的黄金租赁业务和黄金 T+D 延期交易业务提升了经营的稳健性，也未对公司经营造成重大不利影响，但是由于风险的不确定性，公司进行上述交易业务也可能给公司经营业绩造成一定影响。

表7 2013年公司不同黄金采购方式采购量比例情况

采购方式	描述	采购量占比
普通采购	公司根据销售需要及库存情况，通过金交所采购黄金。	80.88%
黄金 T+D 延期交易业务	公司在金交所进行黄金 T+D 延期交易业务。从分类上说，黄金 T+D 延期交易属于一种现货交易模式，客户进入合约后可以选择合约交易日当天交割，也可以选择延期交割。黄金 T+D 延期交易业务是一种可以使用保证金交易的双向交易品种，交割时点上的灵活性和交易价格的可锁定性为企业丰富了黄金原材料采购的手段。	7.30%
黄金租赁业务	公司与银行签订黄金租赁合同后向银行借入黄金原材料组织生产，实物黄金的交割通过金交所的会员服务系统进行划转。当租借到期后，公司通过向金交所购入等质等量的黄金实物归还银行，同时按照一定的租借利率支付利息。	11.82%
合计		100.00%

资料来源：公司提供

表8 2013年公司衍生产品投资情况（单位：万元）

类别	2013年初投资金额	2013年末投资金额	2013年度实际损益金额
黄金T+D业务	1,401.96	6,840.88	866.41
黄金租赁	31,234.97	41,169.35	10,332.36
合计	32,636.93	48,010.23	11,198.77

资料来源：公司年报

在建项目有助于提高公司的生产规模，增强公司的规模优势；但新产品生产线生产规模较大，未来可能存在一定的产能消化吸收风险

跟踪期内，子公司深圳明牌珠宝有限公司 5 吨黄金饰品生产线投产，公司黄金饰品产能提升。截至 2013 年底主要产品理论生产能力为黄金饰品 15 吨/年、铂金饰品 3 吨/年、镶嵌饰品 12 万件/年。

生产项目建设方面，子公司浙江明牌卡利罗饰品有限公司和深圳明牌珠宝有限公司作为实施主体负责新生产线建设，建设项目规划产能为：黄金饰品 10 吨（其中深圳部分 5 吨，已经投产）、镶嵌饰品 8 万件和 80 吨白银制品（其中部分产能相互间可以替换，部分投产）。项目投资总额 37,990.84 万元，截至 2013 年底上述项目累计投资 28,283.43 万元，

项目完成 74.45%。随着公司黄金饰品销售量增加以及新建产能投产，2013 年公司完成黄金饰品产量 21,848.07 千克，同比增长 39.04%。上述产能的投产后，有助于提高公司的生产规模，进而增强公司的规模优势。

2013 年，子公司浙江明牌卡利罗饰品有限公司部分白银制品生产线投产，公司开始逐步开发并推广白银制品。截至 2013 年底，公司白银制品生产能力约为 500 千克，生产白银制品 400 多千克，2013 年公司白银制品销售收入不大，相关收入计入其他业务收入中。但鹏元也注意到新产品生产线生产规模较大，未来可能存在一定的产能消化吸收风险。

表9 截至2013年底公司主要产品理论生产能力情况

黄金饰品（千克）	铂金饰品（千克）	镶嵌饰品（件）	银制品（千克）
15,000	3,000	120,000	500

资料来源：公司提供

表10 2012-2013年公司主要产品生产量情况

项目	2013年	2012年
黄金饰品生产量（克）	21,848,066	15,713,675
铂金饰品生产量（克）	2,142,161	3,250,801
镶嵌饰品生产量（件）	69,739	105,673

资料来源：公司提供

四、财务分析

财务分析基础说明

以下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 2012-2013 年的审计报告，均按照新会计准则编制。

截至 2013 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围的子公司共计 13 家，2013 年 4 月公司出资设立镇江明牌珠宝首饰有限公司，并将其纳入合并范围。2013 年 4 月咸阳明牌首饰有限公司清算注销，故该公司不再将其纳入合并财务报表（详见附录四）。

财务分析

资产结构与质量

公司资产逐渐增长，整体流动性较好；但存货规模较大，存在一定的跌价风险

跟踪期内，公司资产规模增长，但资产结构变化不大。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产规模 486,350.51 万元，同比增长 12.67%，其中流动资产占 96.18%。主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。截至 2013 年底公司货币资金余额 158,914.44 万元，其中 51,934.83 万元作为保证金流动性受限。公司货币资金同比增加 36.45%，主要是因为黄金价格下降，备货所需资金投入减少所致。应收账款主要为应收凤台县城关镇千之祥珠宝首饰店、温县胜鑫珠宝商行、山东中金嘉禾珠宝有限公司等的货款。2013 年末公司 95.31% 的应收账款为 6 个月以内，应收账款回收风险较小。2013 年公司黄金销售量同比增长 54.25%，公司应收账款规模同比减少主要为黄金价格大幅下跌，销售货款账面价值减少所致。

公司存货主要由库存商品构成，2013 年公司直营门店数量增加，公司拥有铺货的首饰商品增加，但由于黄金价格下降公司存货账面价值减少。截至 2013 年底公司存货账面价值为 213,776.63 万元，其中黄金饰品库存 5,215,723 克，存货占公司总资产的 43.96%，占比较大。考虑到黄金价格波动较大，存在加大的存货跌价风险。截至 2013 年底公司计提存货跌价准备 1,187.80 万元。

公司向浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司福全支行和厦门国际银行股份有限公司厦门思明支行购买理财产品，2013 年底账面价值 29,900 万元，截至 2014 年 4 月 30 日上述理财产品已到期。受此影响，公司其他流动资产同比增长 644.83%。总体来看，公司以流动资产为主，资产流动性较好。但存货规模较大，存在一定的跌价风险。

表11 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	467,795.87	96.18%	415,480.53	96.26%
货币资金	158,914.44	32.67%	116,464.44	26.98%
应收账款	49,187.35	10.11%	62,773.21	14.54%
存货	213,776.63	43.96%	226,246.22	52.42%
其他流动资产	36,128.75	7.43%	4,850.57	1.12%
资产总计	486,350.51	100.00%	431,643.45	100.00%

资料来源：审计报告

盈利能力

公司经营状况易受黄金价格波动影响，存在较大的原料价格波动风险，跟踪期内公司

收入显著增长，盈利能力水平相对稳定，但黄金价格下跌使公司毛利率下滑，存货跌价损失较大

跟踪期内，受市场需求影响，公司产品销售量和销售收入同比显著增长。2013 年实现营业收入 855,780.38 万元，其中黄金饰品销售 28,829,086 克。公司毛利率则受黄金价格下跌等因素影响，由 2012 年的 6.19% 下降至 5.55%。同期，公司发生资产减值损失 10,397.69 万元，其中存货减值损失 91,802,747.48 万元。由于公司采取黄金 T+D 延期交易以及黄金租赁业务，在一定程度上缓解了资产减值带来的不利影响，2013 年公司确认投资收益 11,581.91 万元，其中黄金租赁业务确认投资收益 10,332.36 万元，公司衍生产品业务具有一定的持仓和操作风险。期间费用规模增长，主要是 2013 年公司渠道门店数量增加，销售费用显著增长所致。综合影响下，2013 年公司实现营业利润 11,195.51 万元，利润总额 11,902.33 万元，同比增长分别为 8.80% 和 14.62%。总资产回报率略有提升，为 4.61%。总体来看，黄金价格波动对公司毛利率、资产价值、投资收益等方面造成较大影响，跟踪期内公司收入显著增长，盈利能力水平相对稳定。公司经营状况易受黄金价格波动影响，存在较大的原料价格波动风险。

表12 2012-2013年公司主要盈利指标及变化情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
营业收入	855,780.38	665,600.23
公允价值变动损益	1,058.25	-2,585.69
投资收益	11,581.91	780.61
营业利润	11,195.51	10,289.55
利润总额	11,902.33	10,384.30
综合毛利率	5.55%	6.19%
期间费用率	4.03%	3.92%
总资产回报率	4.61%	4.56%

资料来源：审计报告

现金流

跟踪期内，公司经营现金流显著增加，但易受黄金价格波动影响，稳定性较差；在建项目投资规模较大，存在一定的资金压力

2012 年实现净利润 8,344.34 万元，公司经营所得现金（FFO）16,612.81 万元。2013 年黄金价格下跌，虽然公司存货数量增加，但账面价值减少。另外，黄金价格处于低位，

2013 年底销售货款账面价值减少，导致应收账款项目同比下降。受此影响，公司运营资本变化为 34,677.09 万元，经营活动现金流量净额为 51,289.90 万元。投资活动主要是购买理财产品所发生的现金流，公司购买理财产品所发生的投资支付现金为 74,900 万元，收回投资收到的现金为 45,000 万元。支付其他与投资活动有关的现金 36,300 万元，主要为初始目的为投资的定期存款。另外，公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 3,378.70 万元。截至 2013 年底公司主要建设项目投资总额 37,990.84 万元，未来仍存在一定的资金压力。2013 年公司投资活动产生的现金流净流出 68,336.66 万元。筹资活动方面，主要为公司取得及偿还借款活动相关的现金流，2013 年支付的其他与筹资活动有关的现金为信用证保证金和用于筹资而质押的定期存单，合计 45,104.58 万元。2013 年筹资活动产生的现金流净流出 22,737.97 万元。

总体来看，黄金价格下降影响，公司运营资本投入减少，经营活动现金流显著增加。经营活动现金流易受黄金价格波动影响，稳定性较差。另外，公司在建项目投资规模较大，存在一定的资金压力。

表13 2012-2013年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	8,344.34	7,381.06
非付现费用	11,406.31	1,223.87
非经营损益	-3,137.84	9,346.71
FFO	16,612.81	17,951.63
营运资本变化	34,677.09	-8,806.85
其中：存货减少（减：增加）	2,101.52	23,532.11
经营性应收项目的减少（减：增加）	29,762.26	-29,425.04
经营性应付项目增加（减：减少）	2,813.31	-2,913.92
经营活动现金流量净额	51,289.90	9,144.79
投资活动的现金流量净额	-68,336.66	-8,687.66
筹资活动产生的现金流量净额	-22,737.97	40,400.18
现金及现金等价物净增加额	-39,758.24	40,857.36

资料来源：审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债显著增长，短期负债规模增加，刚性负债规模较大，公司有一定偿债压力跟踪期内，公司负债规模增长，截至 2013 年 12 月 31 日，公司负债合计 199,439.88

万元。其中流动负债合计 99,913.52 万元，占比 50.10%。主要由短期借款、交易性金融负债、应付账款、预收款项等构成。短期借款为进口保付借款，2013 年开始公司向卓越金银珠宝香港有限公司提供来料加工服务，公司取得进口保付借款，用以支付给卓越金银珠宝香港有限公司作为加工原料保证金。交易性金融负债为黄金租赁产生。根据公司与银行协议，所租赁的黄金到期时协议规定一次性归还黄金实物并支付租赁费。应付账款主要为应付原料采购等的货款。预收款项主要为预收北京菜市口百货股份有限公司的代加工产品款。非流动负债主要有应付债券构成，公司于 2012 年 3 月 22 日公开发行 10 亿元公司债券，票面利率 7.20%，在债券存续期限前 3 年固定不变，按年计息，每年付息一次，到期一次还本。

跟踪期内，公司负债结构变化较大，流动负债比例显著提高。主要是进口保付借款和交易性金融负债的增加所致，短期偿债压力增加。截至 2013 年 12 月 31 日公司短期借款、交易性金融负债、应付利息和应付债券等刚性负债规模合计 179,888.89 万元，占负债总额的 90.20%，规模较大，有一定的偿债压力。

表14 2012-2013年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	99,913.52	50.10%	51,680.96	34.31%
短期借款	34,015.36	17.06%	-	-
交易性金融负债	41,169.35	20.64%	31,234.97	20.73%
应付账款	4,425.64	2.22%	4,806.13	3.19%
预收款项	8,451.76	4.24%	4,699.92	3.12%
非流动负债合计	99,526.36	49.90%	98,963.91	65.69%
应付债券	99,022.46	49.65%	98,747.29	65.55%
负债合计	199,439.88	100.00%	150,644.87	100.00%

资料来源：审计报告

跟踪期内，公司主要财务指标变化较大。随着负债规模增长公司资产负债率有所提高，为 41.01%；流动比率和速动比率因流动负债增加而下降；公司利息保障倍数变化较小。总体来看，公司负债显著增长，短期负债规模增加，刚性负债规模较大，公司有一定偿债压力。

表15 2012-2013年主要偿债指标情况

项目	2013年	2012年
资产负债率	41.01%	34.90%
流动比率	4.68	8.04
速动比率	2.54	3.66
EBITDA (万元)	22,160.80	19,036.26
EBITDA 利息保障倍数	2.40	2.37

资料来源：审计报告

五、本期债券担保分析

日月集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供一定的保障

本期债券由股东日月集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2013 年 12 月 31 日,日月集团总资产为 1,029,010.30 万元,归属于母公司的所有者权益合计为 202,454.48 万元,资产负债率为 57.28%, 2013 年日月集团实现营业收入 913,289.87 万元,利润总额为 5,224.93 万元,经营活动现金净流净额为 69,473.42 万元。

表16 日月集团主要财务数据

项目	2013年	2012年
总资产(万元)	1,029,010.30	914,501.09
归属于母公司所有者权益(万元)	202,454.48	208,038.60
资产负债率	57.28%	51.99%
流动比率	1.88	2.15
速动比率	0.86	0.87
营业收入(万元)	913,289.87	743,780.89
营业利润(万元)	12,214.98	27,741.89
利润总额(万元)	5,224.93	28,042.33
综合毛利率	6.76%	8.93%
总资产回报率	2.15%	4.85%
EBITDA(万元)	23,324.41	43,253.53
EBITDA 利息保障倍数	1.49	3.18
经营活动现金流净额(万元)	69,473.42	2,707.85

资料来源：日月集团审计报告

目前日月集团主要从事珠宝首饰的生产、销售和房地产业务,珠宝首饰业务主要由明牌珠宝经营,房地产业务主要由浙江日月房地产开发有限公司、连云港日月房地产开发有限公司

司、绍兴日月城置业有限公司等公司经营。

跟踪期内日月集团主营业务变化不大，珠宝首饰依然是公司的主要业务，占 2013 年收入的 92.59%，比例有所提高。主要是受黄金市场需求增长影响，日月集团黄金饰品收入增长所致。2013 年日月集团珠宝首饰实现营业收入 84.46 亿元，同比增长 18.74 亿元；其中黄金饰品收入 773,393.96 万元，占公司主营业务收入的 84.78%，同比增长 19.57 亿元。日月集团其他产品销售收入占比有不同幅度的下降。

表17 2012-2013年日月集团主营业务收入构成情况（单位：万元）

项目		2013 年		2012 年	
		收入	占比	收入	占比
珠宝首饰	黄金饰品	773,393.96	84.78%	577,699.26	77.82%
	铂金饰品	44,889.81	4.92%	51,692.66	6.96%
	镶嵌类饰	26,331.05	2.89%	27,861.07	3.75%
	小计	844,614.82	92.59%	657,252.99	88.53%
房地产	48,991.97	5.37%	69,204.10	9.32%	
其他	18,622.49	2.04%	15,925.44	2.15%	
主营业务收入合计		912,229.28	100.00%	742,382.54	100.00%

资料来源：日月集团审计报告

我们认为，日月集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了一定的保障。

六、评级结论

2013 年国际金价大幅下跌，但珠宝首饰行业并没有因金价下跌而低迷，中国黄金协会统计数据显示，2013 年我国黄金消费量首次突破 1,000 吨，达到 1,176.40 吨，同比增长 41.36%。珠宝首饰消费市场增长较快。受行业环境影响，公司营业收入显著增长，但营业利润受黄金价格波动，有所下降。公司经营业绩易受原料价格波动影响；跟踪期内，公司继续拓展销售网络，主要产品的销售规模进一步扩大；但考虑到黄金价格波动，专营店备货周期较长，公司面临的存货价值波动风险相应加大。黄金租赁业务和黄金 T+D 延期交易业务在一定程度上可以使公司减少黄金价格波动带来的影响，但上述交易仍存在一定的操作和持仓风险。另外，公司在建项目有助于增强公司的规模优势；但新产品生产线生产规模较大，未来可能存在一定的产能消化吸收风险。跟踪期内，公司负债显著增长，短期负

债规模增加，刚性负债规模较大，公司有一定偿债压力。股东日月集团提供的保证担保对本期债券的偿付起到一定的保障。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA，维持本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

资产	2013年	2012年	2011年
货币资金	158,914.44	116,464.44	71,388.09
应收账款	49,187.35	62,773.21	33,754.43
预付款项	7,817.57	4,621.57	8,018.00
应收利息	215.72	94.94	193.60
其他应收款	1,755.40	429.57	472.79
存货	213,776.63	226,246.22	248,457.04
其他流动资产	36,128.75	4,850.57	8,255.09
流动资产合计	467,795.87	415,480.53	370,539.03
长期股权投资	141.92	131.21	128.54
固定资产	9,224.43	3,125.10	3,097.55
在建工程	3,255.39	6,922.14	-
无形资产	5,692.10	5,746.93	2,112.87
递延所得税资产	240.81	237.55	422.43
非流动资产合计	18,554.65	16,162.92	5,761.39
资产总计	486,350.51	431,643.45	376,300.42
短期借款	34,015.36	-	50,195.00
交易性金融负债	41,169.35	31,234.97	28,426.32
应付账款	4,425.64	4,806.13	4,876.53
预收款项	8,451.76	4,699.92	7,818.94
应付职工薪酬	1,931.95	1,683.10	1,923.40
应交税费	3,446.28	2,360.65	1,103.37
应付利息	5,681.73	5,955.80	278.83
其他应付款	791.46	940.40	1,171.91
流动负债合计	99,913.52	51,680.96	95,794.29
应付债券	99,022.46	98,747.29	-
递延所得税负债	503.90	216.62	881.99
非流动负债合计	99,526.36	98,963.91	881.99
负债合计	199,439.88	150,644.87	96,676.28
股本	24,000.00	24,000.00	24,000.00
资本公积	193,874.23	193,874.23	193,874.23
盈余公积	7,884.38	6,968.79	6,199.21
未分配利润	61,190.92	56,162.18	55,550.70
外币报表折算差额	-38.90	-6.62	-

归属于母公司所有者权益合计	286,910.63	280,998.58	279,624.14
所有者权益合计	286,910.63	280,998.58	279,624.14
负债和所有者权益总计	486,350.51	431,643.45	376,300.42

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	855,780.38	665,600.23	588,827.91
其中：营业收入	855,780.38	665,600.23	588,827.91
二、营业总成本	857,225.03	653,505.59	554,952.31
其中：营业成本	808,307.48	624,369.50	528,959.69
营业税金及附加	4,058.11	2,460.70	2,071.12
销售费用	21,427.13	15,292.83	13,310.59
管理费用	6,120.47	4,941.94	4,637.36
财务费用	6,914.16	5,839.58	4,087.79
资产减值损失	10,397.69	601.04	1,885.75
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	1,058.25	-2,585.69	4,589.90
投资收益（损失以“-”号填列）	11,581.91	780.61	-4,856.16
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	10.71	2.67	-1.46
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	11,195.51	10,289.55	33,609.33
加：营业外收入	1,621.80	867.91	812.55
减：营业外支出	914.99	773.17	601.36
其中：非流动资产处置损失	2.25	-	1.09
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	11,902.33	10,384.30	33,820.51
减：所得税费用	3,557.99	3,003.24	8,742.89
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	8,344.34	7,381.06	25,077.62

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011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	1,022,439.93	739,623.64	684,114.95
收到的税费返还	1,325.92	714.65	-
收到其他与经营活动有关的现金	15,441.98	3,082.92	3,137.29
经营活动现金流入小计	1,039,207.83	743,421.20	687,252.24
购买商品、接受劳务支付的现金	925,062.80	698,895.41	735,244.74
支付给职工以及为职工支付的现金	7,721.95	6,887.31	5,975.97
支付的各项税费	24,328.24	13,542.03	17,435.82
支付其他与经营活动有关的现金	30,804.94	14,951.66	11,218.37
经营活动现金流出小计	987,917.93	734,276.41	769,874.90
经营活动产生的现金流量净额	51,289.90	9,144.79	-82,622.65
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	45,000.00	5,000.00	18,160.00
取得投资收益收到的现金	372.42	73.50	14.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.21	-	7.44
收到其他与投资活动有关的现金	866.41	-	26.27
投资活动现金流入小计	46,242.04	5,073.50	18,207.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,378.70	8,129.03	2,295.88
投资支付的现金	74,900.00	5,000.00	17,330.00
支付其他与投资活动有关的现金	36,300.00	632.13	-
投资活动现金流出小计	114,578.70	13,761.16	19,625.88
投资活动产生的现金流量净额	-68,336.66	-8,687.66	-1,417.97
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	200.00	185,893.00
取得借款收到的现金	104,018.99	52,200.00	159,895.00
发行债券收到的现金	-	98,552.00	-
筹资活动现金流入小计	104,018.99	150,952.00	345,788.00
偿还债务支付的现金	70,003.63	102,395.00	207,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,648.74	8,156.82	5,571.22
支付其他与筹资活动有关的现金	45,104.58	-	-
筹资活动现金流出小计	126,756.96	110,551.82	212,571.22
筹资活动产生的现金流量净额	-22,737.97	40,400.18	133,216.78
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	26.49	0.05	-

五、现金及现金等价物净增加额	-39,758.24	40,857.36	49,176.15
加：期初现金及现金等价物余额	110,697.51	69,840.16	20,664.00
六、期末现金及现金等价物余额	70,939.27	110,697.51	69,840.16

附录三-2 现金流量补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	8,344.34	7,381.06	25,077.62
加：资产减值准备	10,397.69	601.04	1,885.75
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	860.20	537.56	503.46
无形资产摊销	148.42	85.27	64.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	2.19	-	1.09
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-1,058.25	2,585.69	-4,589.90
财务费用(收益以“-”号填列)	9,216.11	8,022.11	5,508.84
投资损失(收益以“-”号填列)	-11,581.91	-780.61	4,856.16
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-3.26	184.88	-28.96
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	287.28	-665.37	863.74
存货的减少(增加以“-”号填列)	2,101.52	23,532.11	-99,273.36
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	29,762.26	-29,425.04	-16,838.37
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	2,813.31	-2,913.92	-653.19
经营活动产生的现金流量净额	51,289.90	9,144.79	-82,622.65
现金的期末余额	70,939.27	110,697.51	69,840.16
减：现金的期初余额	110,697.51	69,840.16	20,664.00
现金及现金等价物净增加额	-39,758.24	40,857.36	49,176.15

附录四 截至2013年12月31日公司合并范围内子公司情况(单位:万元)

子公司全称	注册资本	经营范围	持股比例
武汉明牌首饰有限公司	150	金银珠宝首饰销售等	100%
上海明牌首饰有限公司	200	金银珠宝首饰销售等	100%
长沙明牌珠宝销售有限公司	50	金银珠宝首饰销售等	100%
青岛明牌盛商贸有限公司	50	金银珠宝首饰销售等	100%
上海杨浦明牌商贸有限公司	50	金银珠宝首饰销售等	100%
绍兴明牌珠宝销售有限公司	200	金银珠宝首饰销售等	100%
上海明牌钻石有限公司	200	钻石销售等	100%
明牌珠宝(香港)有限公司	2000	钻石、珠宝首饰销售等	100%
杭州明牌珠宝销售有限公司	500	金银珠宝首饰销售等	100%
苏州明牌珠宝销售有限公司	800	金银珠宝首饰销售等	100%
镇江明牌珠宝首饰有限公司	150	金银珠宝首饰销售等	100%
浙江明牌卡利罗饰品有限公司	40,047.14	黄铂金、银饰品加工等	100%
深圳明牌珠宝有限公司	6,461.59	珠宝首饰生产与销售、贸易	100%

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	扣除预收账款后的资产负债率	$(\text{总负债} - \text{预收账款}) / (\text{总资产} - \text{预收账款}) \times 100\%$
	产权比率	$\text{总负债} / \text{所有者权益} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	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	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} - \text{非经营收益}$

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。