

浙江明牌珠宝股份有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪  
信用评级报告



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

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>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【84】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 浙江日月首  
饰集团有限公司

债券剩余规模: 10 亿元

债券到期日期: 2017 年  
3 月 22 日

债券偿还方式: 按年付  
息, 后两年附回售选择  
权

分析师

姓名:  
刘书芸 杨涛

电话:  
021-51035670

邮箱:  
yangt@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

## 浙江明牌珠宝股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 05 月 13 日	2014 年 05 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 22 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA,发行主体长期信用等级维持为 AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期公司销售网络进一步拓宽,整体盈利能力得到较大提升,资产流动性整体较好,且股东浙江日月首饰集团有限公司(简称“日月集团”或“担保方”)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等因素,同时我们也关注到公司 2014 年度销售收入有所下滑,经营效率有所下降等风险因素。

### 正面:

- 公司经营整体稳定,门店数量继续扩张。跟踪期,公司销售模式未发生重大变化,2014 年公司继续扩展销售网络,营销网点持续增长。截至 2014 年底,公司在全国拥有专营店、加盟店和经销商逾千家,其中专营门店 385 家,加盟及经销商数量为 670 家,合计较上年增长 43 家。
- 跟踪期公司毛利率有所提升、费用控制较好,盈利得到较大提升。由于 2014 年金价波动幅度较小,公司综合毛利率提升至 8.66%,同时在期间费用同比下降 17.93%的情况下,公司营业利润达到 25,731.23 万元,同比增长 129.84%。
- 跟踪期,担保方经营稳定,对本期债券偿付起到一定保障。跟踪期,日月集团珠宝首饰业务收入有所下降,但房地产业务收入同比增长 63.72%,达到 80,210.47 万元,

且日月集团综合毛利率上升至 10.50%，利润总额同比增长 340.74%。

### 关注：

- **跟踪期，公司销售收入有所下滑。**2014 年珠宝首饰行业整体消费乏力，且公司关闭了部分专营店，2014 年营业收入同比下滑 20.06%，为 684,025.59 万元。主要是公司主导产品黄金饰品收入下滑 20.56%。
- **跟踪期，公司经营效率有所下降。**2014 年公司净营业周期为 138.89 天，较上年增加 19.41 天；总资产周转天数为 259.55 天，上年同期为 193.09 天，经营效率有所下降。
- **公司在建项目投产，行业景气度不高，可能造成产能闲置。**2014 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，银制品 500 千克/年，行业景气度不高，可能造成部分产能闲置。

### 主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	500,235.90	486,350.51	431,643.45
所有者权益合计（万元）	304,921.18	286,910.63	280,998.58
有息债务（万元）	108,977.68	133,037.82	98,747.29
资产负债率	39.04%	41.01%	34.90%
流动比率	5.54	4.68	8.04
速动比率	3.44	2.54	3.66
营业收入（万元）	684,211.16	855,780.38	665,600.23
营业利润（万元）	25,731.23	11,195.51	10,289.55
利润总额（万元）	26,368.31	11,902.33	10,384.30
综合毛利率	8.66%	5.55%	6.19%
总资产回报率	7.60%	4.61%	4.56%
EBITDA（万元）	38,708.62	22,160.80	19,036.26
EBITDA 利息保障倍数	3.48	2.4	2.37
经营活动净现金流净额（万元）	37,129.61	85,305.26	9,144.79

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 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%，在债券存续期前3年固定不变。公司有权决定是否在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率。

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。2015年3月22日，公司按期足额支付本期债券利息，无投资者选择回售。

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

跟踪期内，董事会以及临时股东大会通过决议，以截至2014年6月30日公司股份总数240,000,000股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增12股，合计转增288,000,000股，转增完成后，公司总股本变更为528,000,000股。2014年末，公司控股股东不变，持股比例和上年末相比未变。

2014年11月，公司以999.02万元认缴深圳卓一珠宝有限公司增资，占其注册资本的51.10%，本期纳入合并报表。另外，本期公司注销苏州明牌珠宝销售有限公司，不再纳入合并报表范围。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳卓一珠宝有限公司	51.10%	204.50	金银珠宝首饰销售等	非同一控制下合并

### 2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
苏州明牌珠宝销售有限公司	100%	800.00	金银珠宝首饰销售等	亏损注销

资料来源：公司审计报告

截至2014年12月31日，公司资产总额为500,235.90万元，归属于母公司的所有者权益为

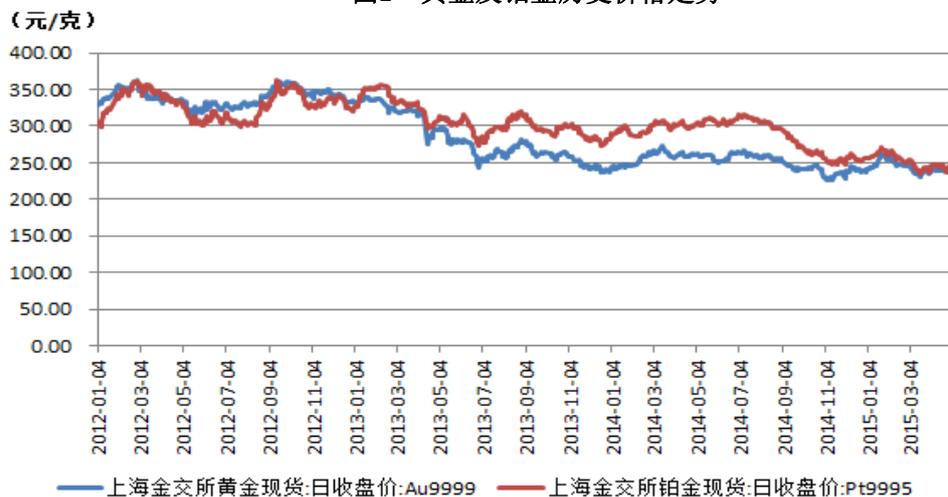
304,478.01万元，资产负债率为39.04%；2014年度，公司实现营业收入684,211.16万元，利润总额26,368.31万元，经营活动现金流净额37,129.61亿元。

### 三、运营环境

#### 2014年黄金珠宝整体消费乏力。预计2015年珠宝零售市场大幅提升概率较小

2014年，我国经济迈入新常态，受经济增速换挡和结构调整阵痛叠加影响，给黄金珠宝零售市场带来较大压力，黄金珠宝需求下降。据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，2014年，中国黄金消费量886.09吨，比2013年减少290.31吨，同比下降24.68%（其中：黄金首饰用金667.06吨，同比下降6.90%），主要是因在2013年二季度黄金价格大幅下跌导致黄金消费出现井喷式增长后，2014年黄金价格维持低位盘整，对黄金投资需求有所抑制。与金价相对平稳的2012年相比，2014年黄金消费量增长6.48%，特别是黄金首饰用金量增长32.68%。从2015年1-3月金银珠宝销售情况来看，全国金银珠宝类1-3月份合计零售总额819亿元，同比增长3.6%，呈缓慢回升态势。

图1 黄金及铂金历史价格走势



据中国珠宝玉石首饰行业协会预计，2015年珠宝行业市场，传统金饰、钻饰以及彩宝饰品等仍将稳健增长，每年1,300万多对新婚以及节庆、婚庆、生日、寿日等刚性需求仍强劲；与宗教有关饰品及其衍生品市场份额将明显增加；而随着反腐持续和深入，黄金礼品市场不看好。珠宝单店销售额将普遍难以上升，主要是因为珠宝市场零售网点不断增长已严重过剩。总体预计2015年，整个珠宝零售市场大幅提升概率较小，单个店铺销售额持续下降难以避免。

## 四、经营与竞争

公司2014年营业收入同比下滑20.06%，为684,025.59万元，主要是公司主导产品黄金饰品收入下滑20.56%，铂金饰品收入下滑24.40%。整体上，黄金和铂金饰品仍然是公司最主要产品，销售收入合计占主营业务销售收入的比例达94.78%。

从毛利率来看，由于黄金和铂金饰品毛利率有所提升，公司主营业务整体毛利率提升至8.65%，较上年提升3.11个百分点。主要是由于2013年上半年黄金价格呈断崖式下跌，导致部分前期采购价格过高黄金原材料因去化不及时，降价销售，影响了当期毛利率；2014年同期黄金价格在低位调整，波动幅度相对于2013年较小，公司毛利率有所恢复。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
黄金饰品	614,382.86	6.50%	773,393.96	3.53%
铂金饰品	33,937.78	10.88%	44,889.81	8.39%
镶嵌饰品	24,235.64	30.65%	26,331.05	32.36%
其他	11,469.30	70.82%	11,035.76	70.20%
<b>主营业务合计</b>	<b>684,025.59</b>	<b>8.65%</b>	<b>855,650.58</b>	<b>5.54%</b>
其他	185.57	33.47%	129.80	86.09%
<b>收入合计</b>	<b>684,211.15</b>	<b>8.66%</b>	<b>855,780.38</b>	<b>5.55%</b>

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司继续拓展销售网络，但主要产品的销售规模有所减小；金价持续低位，波动减小，利于公司减小经营风险

跟踪期内，公司销售模式未发生重大变化。2014年公司继续扩展销售网络，营销网点持续增长。截至2014年底，公司在全国拥有专营店、加盟店和经销商逾千家，其中专营门店385家，较上年减少24家，主要是关停了部分经营效益不佳的专营门店。加盟及经销商数量为670家，较上年增长67家。整体来看，公司适度压缩了专营门店数量，而对经销渠道门店有所扩张，有利于控制销售费用。

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。

表3 2013-2014年公司销售渠道数量

项目	2014年底	2013年底
专营渠道家数	385	409
加盟及经销渠道家数	670	603

<b>合计</b>	<b>1,055</b>	<b>1,012</b>
-----------	--------------	--------------

资料来源：公司提供

从公司各渠道的销售收入来看，由于专营店数量有所减少，新开加盟及经销门店尚处于市场拓展期，2014年主要产品黄金饰品、铂金饰品在专营渠道和经销渠道的销售收入均有所下降。但随着经销渠道数量的扩张，公司主要产品在加盟和经销渠道销售收入占比有所提高。经销渠道销售收入占比的提升，有利于公司控制销售费用，但增加了款项回收风险。

**表4 2013-2014年公司渠道销售收入概况（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
2014年	黄金饰品	431,525.08	4.68%	182,857.78	10.80%
	铂金饰品	23,875.58	4.79%	10,062.20	25.32%
	镶嵌饰品	7,470.23	11.61%	16,765.41	39.13%
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%

资料来源：公司提供

公司产品生产以及门店铺货销售需要一定周期（生产周期在1-2个星期，门店周转需要3-4个月）。2014年黄金价格波动与2013年相比幅度较小，价格持续在低位调整，公司对原材料计提的跌价准备为148.42万元，较上年下降87.50%。金价稳定，利于公司制定适宜的采购策略和减小存货跌价风险。

**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，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。2014年公司在上海黄金交易所参与黄金T+D延期交易带来的公允价值变动损益为49.87万元。

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利息。通过黄金租赁的方式减少金价波动给公司带来的风险。2014年公司主要向中国银行浙江省分行、招商银行绍兴分行、农业银行绍兴城西支行和兴业银行租借黄金实物。2014年公司黄金现货采购量占全年采购量的74.79%，黄金T+D延期交易采购量占1.73%，黄金租赁采购量占23.48%。2014年公司加大

了黄金租赁业务的规模，占采购总量比例由2013年的11.82%上升到2014年的23.48%。

截至2014年12月31日公司租入黄金共3,292千克，账面价值67,969.04万元。2014年该业务给公司带来公允价值变动损益为-3,605.83万元，主要是租赁成本较高所致。

表5 2013-2014年公司不同黄金采购方式占采购量比例情况

采购方式	2014年采购量占比	2013年采购量占比
普通采购	74.79%	80.88%
黄金 T+D 延期交易业务	1.73%	7.30%
黄金租赁业务	23.48%	11.82%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

表6 2014年公司衍生产品投资情况（单位：万元）

类别	2014年末投资金额	2013年末投资金额	2014年度实际损益金额
黄金T+D业务	1,440	6,840.88	49.87
黄金租赁	67,969.04	41,169.35	-3,605.83
合计	69,409.04	48,010.23	-3,555.96

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

截至2014年底，公司生产基地建设项目投资进度达到98.75%，新建项目基本已投产。2014年，公司白银业务进展较慢，收入规模较小，计入其他业务收入。其他业务收入除白银产品销售外，主要是珠宝首饰代工业务，占比超过80%。代工业务，即来料加工业务。毛利率是加工费和加工成本的毛利额，毛利率较高。

表7 目前公司理论产能

项目	2014年底理论产能
黄金饰品	15吨
铂金饰品	3吨
白银制品	500千克
镶嵌饰品	12万件

资料来源：公司提供

新产品生产线生产规模较大，其产能利用率和行业整体景气度状况、公司营销力度等关联性较大，若终端销售情况景气度不高，可能存在产能闲置风险。

表8 2013-2014年公司主要产品生产量、销售量和库存量情况

产品分类	项目	2014年	2013年	同比增减
黄金饰品（克）	销售量	24,394,024	28,829,086	-15.38%
	生产量	19,705,487	21,848,066	-9.81%
	库存量	5,631,793	5,215,723	7.98%

铂金饰品（克）	销售量	1,155,763	1,428,280	-19.08%
	生产量	1,621,259	2,142,161	-24.32%
	库存量	636,508	631,890	0.73%
镶嵌饰品（件）	销售量	81,106	88,354	-8.20%
	生产量	32,435	69,739	-53.49%
	库存量	125,920	131,179	-4.01%

资料来源：公司年度报告

## 五、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2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。报告期公司新增一家合并范围子公司，减少一家合并范围子公司，具体情况见表1所示。

公司自2014年7月1日起执行财政部于2014年制定的会计政策变更，该变更对财务分析影响不大。

公司在编制2013年度合并财务报表时，将子公司深圳明牌珠宝有限公司因进口加工贸易而开具远期信用证或远期国际商业票据形成的负债在短期借款核算，并将该业务涉及的现金流在现金流量表“取得借款收到的现金”及“偿还债务支付的现金”项目反映，不符合业务实质及企业会计准则的规定。本财务分析及附录财务数据采用追溯调整之后的数据。

表9 受影响的2013年度财务报表项目和金额（单位：万元）

受影响的各个比较期间报表项目名称	累积影响数
短期借款	-34,015.36
应付票据	34,015.36
收到其他与经营活动有关的现金	34,015.36
取得借款收到的现金	-64,018.99
偿还债务支付的现金	-30,003.63

资料来源：公司审计报告

### 资产结构与质量

公司资产主要以流动资产为主，应收账款规模较大但总体风险可控，存货规模较大，资产流动性较好

2014年度，公司资产规模较上年末增长2.86%，增速较快的科目主要是其他流动资产和在建工程。从资产结构上来看，公司资产以流动资产为主，2014年末流动资产占比为95.68%，

和上年相比略有下滑。整体而言，公司资产的流动性较好。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	143,775.54	28.74%	158,914.44	32.67%
应收账款	56,945.58	11.38%	49,187.35	10.11%
预付款项	12,183.66	2.44%	7,817.57	1.61%
存货	181,582.33	36.30%	213,776.63	43.96%
其他流动资产	83,149.98	16.62%	36,128.75	7.43%
<b>流动资产合计</b>	<b>478,627.14</b>	<b>95.68%</b>	<b>467,795.87</b>	<b>96.18%</b>
固定资产	9,277.29	1.85%	9,224.43	1.90%
在建工程	5,730.16	1.15%	3,255.39	0.67%
非流动资产合计	21,608.75	4.32%	18,554.65	3.82%
<b>资产总计</b>	<b>500,235.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>486,350.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告

公司流动资产主要为货币资金、应收账款、预付账款、存货和其他流动资产。公司货币资金主要为库存现金、银行存款和其他货币资金。其中库存现金和银行存款合计占比为83.77%，流动性较好；其他货币资金主要是租借黄金实物保证金等各类保证金，整体上公司货币资金流动受限较小。公司应收账款主要是应收零售加盟商的货款，公司将产品以适度的折扣批发给零售加盟商，一般在销售时公司和零售加盟商签订合同，执行合同价格。总体上，公司与主要客户具有多年合作关系，且对于部分客户，公司要求增加抵押或担保来减小风险；从账龄来看，账龄在一年以内的部分占应收账款净额的比例为97.62%；公司采取了较为严格的坏账计提政策，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款，账龄在6个月以内的部分计提比例为1%，账龄在6个月-1年的部分计提比例为5%。截至2014年12月31日，公司应收账款的18.74%(上年末为14.43%)源于前五名客户，不存在重大的信用集中风险。总体上，公司应收账款的回收风险可控，账龄较短，应收账款的质量尚可。预付账款主要是预付采购款，其中预付上海黄金交易所的账面余额占预付款总额的比例为98.06%，本科目余额主要是交易账户内付款和黄金实际交割时点存在短暂时间差所致。公司存货主要是原材料、库存商品和被套期项目及套期工具。对于原材料部分，公司计提了少量跌价准备。2014年度，公司为规避价格波动造成存货跌价损失，加大了黄金租赁套期工具的使用。2014年末，被套期项目及套期工具余额占存货余额的比例为42.90%。主要是因为上期黄金租赁套期工具规模较小，且未采用套期保值会计（将黄金租赁成本计入交易性金融资产科目）。总体来看，采用套期工具虽增加了财务成本，但一定程度上规避黄金价格下跌对公司毛利率的影响。从整体看，由于目前黄金价格在低位微幅调整，公司存货的跌价风险不大。其

他流动资产主要是公司本期购买的银行理财产品。

公司长期资产主要是固定资产和在建工程。固定资产主要是房屋和加工设备，在建工程本期新增部分主要是柯桥办公楼。整体来看，公司资产主要以流动资产为主，流动性较好。

### 资产运营效率

#### 2014年度公司各项资产的周转天数均有所增加，经营效率有一定下降

在2014年公司收入规模减小的情况下，公司对经销商账期有所延长，应收账款周转天数相应有所增加，从2013年的23.55天延长到2014年的27.92天。由于收入规模下降，公司存货的周转也有所降低，2014年存货周转天数达到113.87天，较上年延长15.88天。而公司在采购的时候，主要是现款结算，周转周期极短。总体来看，2014年公司的净营业周期为138.89天，较上年增加19.41天，经营压力有所加大。

从流动资产周转来看，由于2014年公司购买了较大额度的理财产品，在收入规模下降的同时，流动资产微幅增长，流动资产周转速度有所下降。若去掉与经营业务关联性不大的其他流动资产中的银行理财余额，2014年度流动资产周转天数为220.07天，较上年延长40.58天。整体来看，由于2014年度整个黄金珠宝行业消费乏力，公司各项资产的周转天数均有所延长，经营效率有一定下降。

**表11 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	27.92	23.55
存货周转天数	113.87	97.99
应付账款周转天数	2.90	2.06
净营业周期	138.89	119.48
流动资产周转天数	248.98	185.78
固定资产周转天数	4.87	2.60
总资产周转天数	259.55	193.09

资料来源：公司审计报告

### 盈利能力

#### 2014年公司毛利率有所提升、费用控制较好，盈利有较大提升

2014年公司营业收入下降至684,211.16万元，综合毛利率提升至8.66%，同时在期间费用有所下降的情况下，公司营业利润达到25,731.23万元，同比增长129.84%。2013年公司确认投资收益11,581.91万元，主要是由于当期黄金价格持续下跌，公司租借黄金实物，归还

时黄金价格较借入时下降幅度较大。2014年投资净收益为1,338.08万元，下降幅度较大。

由于销售收入占比最大的黄金饰品产品中，原料成本占比达90%以上，原料成本价格波动对公司毛利率的影响较大。2014年4月公司采取了套期工具，加大了黄金租赁在采购中的比重，在一定程度上可适度规避原材料价格波动对公司毛利率的影响。

2014年，公司关停了部分盈利不佳的专营店，销售费用有所下降；同时管理费用和财务费用也得到控制，公司期间费用率基本和上年持平。在毛利率提高的作用下，公司总资产回报率和净资产收益率均较2013年同比改善。从2015年前5个月来看，黄金价格较稳定，有利于公司毛利率的稳定。

**表12 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
营业收入	684,211.16	855,780.38
营业利润	25,731.23	11,195.51
利润总额	26,368.31	11,902.33
净利润	19,941.20	8,344.34
综合毛利率	8.66%	5.55%
期间费用率	4.13%	4.03%
营业利润率	3.76%	1.31%
总资产回报率	7.60%	4.61%
净资产收益率	6.74%	2.94%

资料来源：公司审计报告

## 现金流

**2014年经营性现金流回流减缓，由于套期工具使用，需要持续维持一定的投资现金活动净流出，存在一定的融资压力**

随着销售规模的下降，2014年公司营业活动收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）下降到1.13，较上年下降0.06。虽2014年公司盈利能力有所改善，但经营性应收项目增加44,833.49万元，经营活动产生的现金流净额为37,129.61万元，较上年下降48,175.65万元。各项应收款项的回收仍是影响公司经营性净现金流的最重要因素。

**表13公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
净利润	19,941.20	8,344.34
非付现费用	1,213.41	1,008.62
非经营损益	1,347.16	-2,240.28
FFO	21,154.61	9,352.96

营运资本变化	24,407.75	4,082.78
其中：存货减少（减：增加）	32,170.87	2,101.52
经营性应收项目的减少（减：增加）	-44,833.49	29,762.26
经营性应付项目的增加（减：减少）	17,728.48	2,813.31
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>37,129.61</b>	<b>85,305.26</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-85,272.43</b>	<b>-68,336.66</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>31,309.00</b>	<b>-56,753.32</b>
现金及现金等价物净增加额	-17,437.44	-39,758.24

资料来源：公司审计报告

从公司的投资活动来看，本期公司增加了各项黄金租赁套期工具的使用，且增加了较大额度以投资为目的的定期存款，本期公司投资活动现金净流出 85,272.43 万元，由于主要在建项目已接近完工，募投项目投资压力不大。筹资活动现金流入主要是借款、信用证保证金等。总体来看，公司现金活动压力主要表现在回款速度减慢，经营性现金流回流减缓，由于套期工具的使用，需要持续维持一定的投资现金活动净流出，存在一定的融资压力。

## 资本结构与财务安全性

### 负债规模有所下降，盈利转好对负债的保障能力增强

随着2014年末未分配利润的积累，公司所有者权益同比增加6.28%，达到304,921.18万元，而负债规模略有下滑，公司所有者权益对负债的覆盖有所增强。

**表14公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014年	2013年
负债总额	195,314.72	199,439.88
所有者权益	304,921.18	286,910.63
负债与所有者权益比率	0.64	0.70

资料来源：公司审计报告

本期公司增加了9,680.05万元的长期借款，非流动负债的占比有所提升，流动负债占比下降到44.20%，较上年下降5.89个百分点。2014年末公司流动负债以应付账款、应付利息和其他流动负债为主。2014年公司进行会计科目调整，将期末尚未归还的租赁黄金初始成本计入其他流动负债，因此2014年末公司交易性金融负债余额为零。公司应付账款主要是应付货款，由于主要采购原材料黄金采用现款结算，此科目余额较小。应付利息主要是应付本期债券利息和应付黄金租赁利息。本期，公司增加长期借款，主要是质押借款。应付债券为应付本期债券余额。

**表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
交易性金融负债	-	-	41,169.35	20.64%
应付票据	-	-	34,015.36	17.06%
应付账款	5,631.03	2.88%	4,425.64	2.22%
预收款项	1,643.28	0.84%	8,451.76	4.24%
应付职工薪酬	2,095.20	1.07%	1,931.95	0.97%
应交税费	2,227.85	1.14%	3,446.28	1.73%
应付利息	5,898.82	3.02%	5,681.73	2.85%
其他流动负债	67,969.04	34.80%		0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>86,337.04</b>	<b>44.20%</b>	<b>99,913.52</b>	<b>50.10%</b>
长期借款	9,680.05	4.96%		0.00%
应付债券	99,297.63	50.84%	99,022.46	49.65%
<b>非流动负债合计</b>	<b>108,977.68</b>	<b>55.80%</b>	<b>99,526.36</b>	<b>49.90%</b>
<b>负债合计</b>	<b>195,314.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>199,439.88</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	108,977.7	55.80%	133,037.8	66.71%

资料来源：公司审计报告

从公司实际的偿债压力来看，偿债压力主要来自黄金租赁到期偿还和应付债券本息支付。在黄金租赁期满，公司需支付较大额度黄金量，若销售回款缓慢，公司面临着一定的偿还压力。从公司的有息负债来看，占比虽略有下滑，但规模仍较大。

从各项偿债指标来看，公司资产负债率较上年度有所降低，由于2014年公司出口加工业务所发生的银行业务已经全部结束，不再从事出口加工贸易，流动负债规模有所下降，因此公司流动比率和速动比率均有所上升。由于本期公司盈利能力趋好，利息保障倍数和EBITDA对有息债务的保障能力增强。

**表16 公司偿债能力指标**

指标名称	2014年	2013年
资产负债率	39.04%	41.01%
流动比率	5.54	4.68
速动比率	3.44	2.54
EBITDA（万元）	38,708.62	22,160.79
EBITDA 利息保障倍数	3.48	2.4
有息债务/EBITDA	2.82	6.00

资料来源：公司审计报告

## 六、债券偿还保障分析

**2014年担保方房产销售收入大幅增长，盈利能力增强**

跟踪期内，日月集团注册资本、股东及股权结构未发生变化，公司实际控制人未发生变化，公司高级管理人员未发生重大人事变更。

截至2014年12月31日，日月集团资产总额为1,057,220.14万元，归属于母公司的所有者权益为208,205.20万元，资产负债率为57.37%；2014年度，日月集团实现营业收入773,582.98万元，利润总额23,028.17万元，经营活动现金流净额27,798.69万元；尤其是房地产销售收入达到80,210.47万元，同比增长63.72%，占主营业务收入的比例由上年的5.37%提高到2014年的10.40%。

**表17 担保方营业收入及毛利率构成（单位：万元）**

项目	2014年		2013年		
	收入	占比	收入	占比	
珠宝首饰	黄金饰品	614,382.86	79.63%	773,393.96	84.78%
	铂金饰品	33,937.78	4.40%	44,889.81	4.92%
	镶嵌类饰	24,235.64	3.14%	26,331.05	2.89%
	小计	<b>672,556.28</b>	<b>87.16%</b>	<b>844,614.82</b>	<b>92.59%</b>
房地产	80,210.47	10.40%	48,991.97	5.37%	
其他	18,823.39	2.44%	18,622.49	2.04%	
<b>主营业务收入合计</b>	<b>771,590.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>912,229.28</b>	<b>100.00%</b>	

资料来源：日月集团审计报告

**表18 担保方主要财务指标**

项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	1,057,220.14	1,029,010.30	914,501.09
所有者权益合计（万元）	450,658.84	439,549.53	439,017.52
有息债务（万元）	262,801.34	261,471.28	215,377.08
资产负债率	57.37%	57.28%	51.99%
流动比率	1.91	1.88	2.15
速动比率	0.93	0.86	0.87
营业收入（万元）	773,582.98	913,289.87	743,780.89
营业利润（万元）	23,275.39	12,214.98	27,741.89
利润总额（万元）	23,028.17	5,224.93	28,042.33
综合毛利率	10.50%	6.76%	8.93%
总资产回报率	4.38%	2.15%	4.85%
EBITDA（万元）	48,207.19	23,324.41	43,253.53
EBITDA利息保障倍数（万元）	2.13	1.49	3.18
经营活动净现金流净额（万元）	27,798.69	103,488.77	2,707.85

资料来源：日月集团审计报告，鹏元整理

基于上述情况，鹏元维持日月集团主体长期信用等级为AA级，评级展望维持为稳定。

## 七、评级结论

跟踪期，由于珠宝首饰行业整体消费乏力，公司销售收入有所下滑，但公司经营整体稳定，销售模式未发生重大变化，门店数量继续扩张。

跟踪期公司毛利率有所提升、费用控制较好，盈利有所改善。2014年公司综合毛利率提升至8.66%，同时在期间费用有所下降的情况下，公司营业利润达到25,731.23万元，同比增长129.84%。担保方经营稳定，对本期债券偿付起到一定保障。但我们也注意到，公司经营效率有所下降，款项回收周期延长。

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）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
流动资产：				
货币资金	80,346.40	143,775.54	158,914.44	116,464.44
应收账款	90,001.62	56,945.58	49,187.35	62,773.21
预付款项	1,639.96	12,183.66	7,817.57	4,621.57
应收利息	666.82	652.55	215.72	94.94
其他应收款	493.85	337.50	1,755.40	429.57
存货	182,967.54	181,582.33	213,776.63	226,246.22
其他流动资产	122,232.40	83,149.98	36,128.75	4,850.57
流动资产合计	478,348.59	478,627.14	467,795.87	415,480.53
非流动资产：				
长期股权投资	145.15	146.76	141.92	131.21
固定资产	8,912.19	9,277.29	9,224.43	3,125.10
在建工程	6,028.00	5,730.16	3,255.39	6,922.14
无形资产	5,494.09	5,533.52	5,692.10	5,746.93
商誉	511.70	511.70		
递延所得税资产	414.98	409.34	240.81	237.55
非流动资产合计	21,506.10	21,608.75	18,554.65	16,162.92
资产总计	499,854.69	500,235.90	486,350.51	431,643.45
流动负债：				
短期借款				
交易性金融负债			41,169.35	31,234.97
应付票据			34,015.36	
应付账款	4,619.29	5,631.03	4,425.64	4,806.13
预收款项	250.08	1,643.28	8,451.76	4,699.92
应付职工薪酬	579.81	2,095.20	1,931.95	1,683.10
应交税费	1,379.59	2,227.85	3,446.28	2,360.65
应付利息	418.06	5,898.82	5,681.73	5,955.80
其他应付款	902.82	871.82	791.46	940.40
其他流动负债	72,900.54	67,969.04		
流动负债合计	81,050.19	86,337.04	99,913.52	51,680.96
非流动负债：				
长期借款	9,716.75	9,680.05		
应付债券	99,372.95	99,297.63	99,022.46	98,747.29
递延所得税负债			503.90	216.62
非流动负债合计	109,089.70	108,977.68	99,526.36	98,963.91

负债合计	190,139.89	195,314.72	199,439.88	150,644.87
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	52,800.00	52,800.00	24,000.00	24,000.00
资本公积金	165,074.23	165,074.23	193,874.23	193,874.23
其它综合收益	-28.99	-35.90		
盈余公积金	9,643.56	9,643.56	7,884.38	6,968.79
未分配利润	81,876.33	76,996.13	61,190.92	56,162.18
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	309,365.12	304,478.01	286,910.63	280,998.58
少数股东权益	349.67	443.17		
所有者权益合计	309,714.80	304,921.18	286,910.63	280,998.58
负债和所有者权益总计	499,854.69	500,235.90	486,350.51	431,643.45

资料来源：2012- 2014 年审计报告、2015 年一季度报告

## 附录二 利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
营业总收入	201,998.91	684,211.16	855,780.38	665,600.23
营业收入	201,998.91	684,211.16	855,780.38	665,600.23
营业总成本	195,531.25	657,846.31	857,225.03	653,505.59
营业成本	186,538.74	624,983.35	808,307.48	624,369.50
营业税金及附加	797.95	3,862.65	4,058.11	2,460.70
销售费用	4,686.52	18,903.49	21,427.13	15,292.83
管理费用	1,410.60	5,260.26	6,120.47	4,941.94
财务费用	2,093.82	4,119.13	6,914.16	5,839.58
资产减值损失	3.61	717.43	10,397.69	601.04
其他经营收益	120.48	-633.62	12,640.16	-1,805.09
公允价值变动净收益	2.88	-1,971.70	1,058.25	-2,585.69
投资净收益	117.60	1,338.08	11,581.91	780.61
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-1.61	4.84	10.71	2.67
营业利润	6,588.13	25,731.23	11,195.51	10,289.55
加：营业外收入	220.61	1,388.75	1,621.80	867.91
减：营业外支出	151.23	751.67	914.99	773.17
其中：非流动资产处置净损失		1.65	2.25	
利润总额	6,657.50	26,368.31	11,902.33	10,384.30
减：所得税	1,870.80	6,427.10	3,557.99	3,003.24
<b>净利润</b>	<b>4,786.71</b>	<b>19,941.20</b>	<b>8,344.34</b>	<b>7,381.06</b>
减：少数股东损益	-93.49	-23.18		
归属于母公司所有者的净利润	4,880.20	19,964.38	8,344.34	7,381.06
加：其他综合收益	6.91	3.00	-32.28	-6.62
综合收益总额	4,793.62	19,944.21	8,312.05	7,374.44

资料来源：2012-2014年审计报告、2015年一季度报告

**附录三-1 现金流量表（单位：万元）**

项目	2015年 1-3月	2014年	2013年	2012年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	221,272.22	775,162.46	1,022,439.93	739,623.64
收到的税费返还	216.67	1,194.94	1,325.92	714.65
收到其他与经营活动有关的现金	8,302.83	121,969.06	49,457.34	3,082.92
经营活动现金流入小计	229,791.72	898,326.46	1,073,223.19	743,421.20
购买商品、接受劳务支付的现金	223,028.50	659,090.02	925,062.80	698,895.41
支付给职工以及为职工支付的现金	5,926.70	15,269.66	7,721.95	6,887.31
支付的各项税费	8,388.64	34,758.24	24,328.24	13,542.03
支付其他与经营活动有关的现金	15,223.24	152,078.94	30,804.94	14,951.66
经营活动现金流出小计	252,567.07	861,196.85	987,917.93	734,276.41
经营活动产生的现金流量净额	-22,775.35	37,129.61	85,305.26	9,144.79
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	40,000.00	162,900.00	45,000.00	5,000.00
取得投资收益收到的现金	463.68	3,226.18	372.42	73.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		129.16	3.21	
收到其他与投资活动有关的现金	46,000.00	126,786.34	866.41	
投资活动现金流入小计	86,463.68	293,041.68	46,242.04	5,073.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	717.38	2,833.56	3,378.70	8,129.03
投资支付的现金	70,000.00	213,000.00	74,900.00	5,000.00
支付其他与投资活动有关的现金		162,480.55	36,300.00	632.13
投资活动现金流出小计	70,717.38	378,314.11	114,578.70	13,761.16
投资活动产生的现金流量净额	15,746.30	-85,272.43	-68,336.66	-8,687.66
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金				200.00
取得借款收到的现金		54,234.59	40,000.00	52,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金		45,104.58		
发行债券收到的现金				98,552.00
筹资活动现金流入小计		99,339.17	40,000.00	150,952.00
偿还债务支付的现金		44,495.54	40,000.00	102,395.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,208.77	13,034.64	11,648.74	8,156.82
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	10,500.00	45,104.58	
筹资活动现金流出小计	8,208.77	68,030.18	96,753.32	110,551.82
筹资活动产生的现金流量净额	-8,208.77	31,309.00	-56,753.32	40,400.18
汇率变动对现金的影响	0.01	-603.61	26.49	0.05

现金及现金等价物净增加额	-15,237.81	-17,437.44	-39,758.24	40,857.36
期初现金及现金等价物余额	53,501.84	70,939.27	110,697.51	69,840.16
期末现金及现金等价物余额	38,264.03	53,501.84	70,939.27	110,697.51

资料来源：2012- 2014年审计报告、2015年一季度报告

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	19,941.20	8,344.34	7,381.06
加：资产减值准备	717.43	10,397.69	601.04
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,055.95	860.20	537.56
无形资产摊销	157.46	148.42	85.27
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-3.89	2.19	
公允价值变动损失	1,971.70	-1,058.25	2,585.69
财务费用	10,234.38	9,216.11	8,022.11
投资损失	-1,338.08	-11,581.91	-780.61
递延所得税资产减少	-168.53	-3.26	184.88
递延所得税负债增加	-503.90	287.28	-665.37
存货的减少	32,170.87	2,101.52	23,532.11
经营性应收项目的减少	-44,833.49	29,762.26	-29,425.04
经营性应付项目的增加	17,728.48	2,813.31	-2,913.92
经营活动产生的现金流量净额	37,129.61	51,289.90	9,144.79
现金的期末余额	53,501.84	70,939.27	110,697.51
减：现金的期初余额		110,697.51	69,840.16
减：现金等价物的期初余额	70,939.27		
现金及现金等价物净增加额	-17,437.44	-39,758.24	40,857.36

资料来源：2012- 2014年审计报告

#### 附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	108,977.68	133,037.82	98,747.29
资产负债率	39.04%	41.01%	34.90%
流动比率	5.54	4.68	8.04
速动比率	3.44	2.54	3.66
综合毛利率	8.66%	5.55%	6.19%
总资产回报率	7.60%	4.61%	4.56%
EBITDA（万元）	38,708.62	22,160.80	19,036.26
EBITDA 利息保障倍数	3.48	2.4	2.37
经营活动净现金流净额（万元）	37,129.61	85,305.26	9,144.79

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/[（本年所有者权益+上年所有者权益）/2]×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%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 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（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、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。