

露笑科技股份有限公司

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：

露笑科技股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【236】号 01

增信方式:

保证担保

担保主体:

瀚华担保股份有限公司
债券剩余规模: 3.5 亿元
债券到期日期: 2017 年
11 月 14 日

债券偿还方式: 本期债
券每年付息一次、一次
还本, 附第 3 年末公司
上调票面利率选择权和
债券持有人回售选择权

分析师

姓名:
程炎弟 臧晓娜

电话:
021-51035670

邮箱:
chengyd@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

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

负面

稳定

评级日期

2015 年 06 月 11 日

2014 年 11 月 05 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”)及其 2012 年 11 月 14 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-, 评级展望下调至负面。该评级结果是考虑到公司以销定产, 产销率维持在较高的水平; 公司拟购买三木通信, 增加对蓝宝石等通讯领域投入, 或将为公司带来新的盈利增长点; 保证担保有效提升了本期债券安全性。同时我们也关注到了公司新增产能规模较大, 存在较大的产能过剩风险; 受经济增速放缓、需求疲软、竞争激烈等影响, 公司营业收入有所下降, 利润空间压缩, 2014 年公司亏损幅度较大, 经营状况变差; 本期债券即将进入回售期, 短期偿债压力增大等因素。

正面:

- 公司产销率维持在较高的水平。跟踪期内, 公司继续采取“以销定产、购销对应”的采购模式, 在一定程度上能规避原材料价格波动风险; 继续采用“原材料+加工费”的定价模式, 产销率维持在较高的水平。
- 公司拟购买三木通信, 增加对蓝宝石等通讯领域投入或将为公司带来新的盈利增长点。公司拟通过发行股份及支付现金方式购买三木通信 100% 股权进入移动通信行业, 截至 2015 年 3 月末, 三木通信总资产为 5.6 亿元, 净资产为 1.85 亿元, 其 2013 年度和 2014 年度分别实现营业收入 8.93 亿元、15.36 亿元, 净利润分别为 4,420.55 万元和 7,331.77 万元, 发展速度较快, 或将为公司带来新的盈利增长点。同时公司

拟加大对伯恩露笑蓝宝石有限公司的投资，或将增加公司利润来源。

- **2015 年一季度公司净利润同比增加。**2015 年一季度公司实现归属于公司股东的净利润为 946.06 万元，较上年同期的-554.85 万元，增加较多。
- **保证担保有效提升了本期债券安全性。**瀚华担保股份有限公司为本期债券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：

- **公司电磁线产品收入、产量下降。**在经济增速放缓、行业竞争激烈、整体需求不旺的情况下，2014 年公司电磁线产品收入、产量下降，其中耐高温复合铜线产量较上年下降 8.30%、微细电子线材产量较上年下降 14.60%、耐高温复合铝线产量较上年下降 7.18%。
- **产能利用率下降，产能过剩风险。**2014 年公司耐高温复合铝线产能由 8,400 吨增至 20,785.80 吨，公司电磁线产品产能扩张明显，在经济增速放缓、行业竞争激烈、需求不旺的环境下，公司各产品产量均有所下降，产能利用率较上年均降低，存在较大的产能过剩风险。
- **2014 年公司亏损幅度较大，经营状况变差。**受期间费用上升、投资收益为负等因素影响，2014 年公司亏损 4,198.86 万元，经营情况较差。2014 年及 2015 年 1-3 月公司投资收益分别为-1,497.58 万元、-1,008.40 万元，较上年同期均大幅下降，公司投资性收益受被投资单位经营情况、关联方交易规模影响较大，未来存在一定的不确定性，对公司利润影响较大。
- **本期债券即将进入回售期，需关注其回售压力。**根据本期债券发行的约定，在债券存续期的第 3 个计息年度付息日（2015 年 11 月 14 日），公司可行使调整票面利率选择权，上调票面利率，同时，投资者可以选择将持有的部分或全部债券回售给公司，公司或将面临一定的短期债务压力。
- **重大资产重组能否获得核准风险、交易溢价较高。**公司拟通过发行股份及支付现金方式购买三木通信事项能否获的证监会等相关部门核准，存在一定的不确定性；另外，该次交易预估值增值率为 521.62%，溢价较高。
- **公司流动负债占比相对较高，存在一定的短期债务压力。**2014 年末，公司资产负债率为 58.48%，负债水平偏高。公司负债总额为 13.52 亿元，其中流动负债占负债总额的比例为 73.54%，流动负债占比相对较高，存在一定短期债务压力。

主要财务指标：

项目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年	2012 年
----	--------------	--------	--------	--------

总资产（万元）	210,540.64	221,693.29	218,978.93	186,068.43
所有者权益合计（万元）	87,416.05	86,495.53	91,594.39	89,878.03
资产负债率	58.48%	60.98%	58.17%	51.70%
有息债务（万元）	97,369.55	99,085.40	90,344.93	72,411.62
流动比率	1.42	1.33	1.49	2.23
速动比率	1.24	1.10	1.12	1.81
营业收入（万元）	54,804.90	264,828.66	272,970.55	259,796.11
利润总额（万元）	2,338.64	-3,190.74	4,204.79	4,968.80
综合毛利率	10.93%	6.75%	6.98%	6.48%
总资产回报率	-	2.97%	5.86%	6.19%
EBITDA（万元）	-	12,464.45	16,351.11	13,564.97
EBITDA 利息保障倍数	-	1.28	2.13	2.34
经营活动现金流净额（万元）	-1,810.35	23,140.51	8,595.55	-11,149.00

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报、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]1400号文核准，公司于2012年11月14日公开发行3.50亿元公司债券，票面利率为6.80%。

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。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。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2015年4月30日，本期债券本息兑付情况如下表所示。

表1 截至2013年05月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年11月14日	35,000.00	-	2,380.00	35,000.00
2014年11月14日	35,000.00	-	2,380.00	35,000.00

资料来源：公司提供

截至2015年4月30日，本期债券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，公司注册资本和实收资本为18,000.00万元，未发生变化；公司控股股东为露笑集团有限公司，持股比例为43.33%，未发生变化；公司实际控制人为鲁小均及其家庭成员李伯英、鲁永，未发生变化。2014年公司合并范围内的子公司未发生变化。

2015年3月24日，公司因擅自改变上市（IPO）募集资金用途、未及时披露资金被露笑集团及其关联方占用情况收到中国证监会行政处罚决定书，证监会对公司及公司原董事长鲁小均、原董事李伯英和李国千进行了警告和罚款的行政处罚。

2014年4月1日公司与伯恩光学（惠州）有限公司（以下简称“伯恩光学”）签订《出

资设立伯恩露笑蓝宝石有限公司协议书》，共同出资设立伯恩露笑蓝宝石有限公司（以下简称“伯恩露笑”）。伯恩露笑注册资本为 50,000 万元人民币，其中公司出资 20,000 万元，占注册资本的 40%，计入公司长期股权投资。伯恩光学持股 60%。

2015年4月29日，公司公布了《露笑科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买深圳市三木通信技术有限公司（以下简称“三木通信”）的100%股权。根据《发行股份及支付现金购买资产框架协议》，三木通信的100%股权交易作价为11.5亿元，其中17,250万元的对价以现金方式支付，其余对价以发行股份的方式支付，发行股份购买资产的股份数量为42,242,863股。此次交易不会对公司控股股东、实际控制人产生影响。

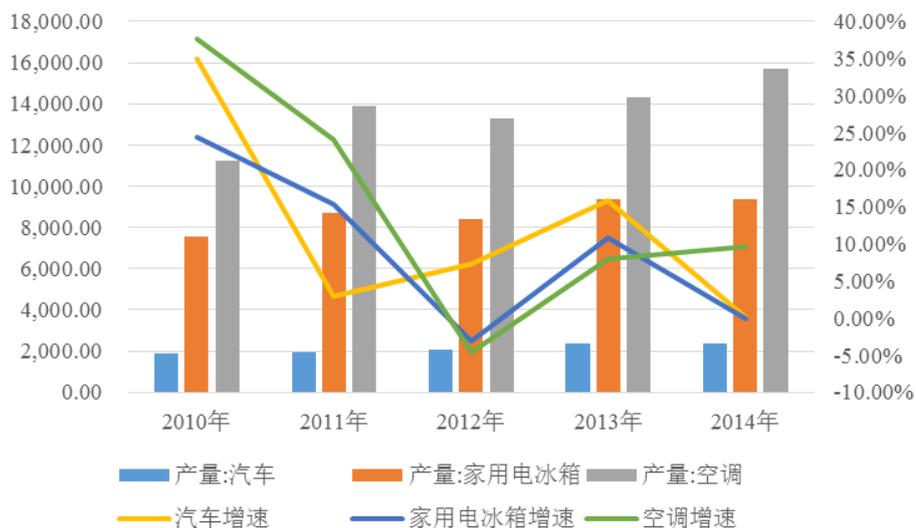
截至2014年12月31日，公司总资产为221,692.39万元，所有者权益合计为86,495.53万元，资产负债率为60.98%；2014年度，公司实现营业收入264828.66万元，利润总额-3,190.74万元，经营活动产生现金流净额为23,140.51万元。截至2015年3月31日，公司总资产为210,540.64万元，所有者权益合计为87,416.05万元，资产负债率为58.48%；2015年1-3月，公司实现营业收入54,804.90万元，利润总额2,338.64万元，经营活动产生现金流净额为-1,810.35万元。

三、运营环境

跟踪期间，我国电磁线产品下游需求放缓，电磁线产能过剩和同质化现象严重导致行业内竞争激烈，电磁线生产企业盈利能力弱化

电磁线是家用电器、汽车、电子仪表电磁绕组的基础和关键材料。近年来，宏观经济进入结构调整时期，下行压力较大，受宏观经济的影响，下游家用电器、汽车行业增速放缓。根据中国汽车工业协会公布的汽车产销数据，2014年我国汽车产销量分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.26% 和 6.86%，增速已经开始放缓。根据国家统计局数据，2014年大家电中冰箱（含冷柜）与洗衣机产量零增长或小幅下降，空调器产量增长 11%，整体家电行业整体增长较为乏力。在下游需求放缓的情况下，电磁线行业整体发展缓慢。

图1 2009-2014年我国汽车、空调、冰箱产量情况（单位：万辆、万台）



资料来源：WIND 资讯

我国电磁线行业是一个完全竞争性行业，全国从事电磁线生产的企业多达上千家，其中具有一定规模的厂家约200家，年生产能力在5万吨以上的企业不超过10家。此外，电磁线生产企业参差不齐、技术水平相差悬殊，行业内多数企业只能生产没有特色的普通产品，技术含量低。在低水平竞争的形势下，竞争越来越激烈，价格战已十分普遍，并由此引发了产品质量的下降。总体来看，电磁线行业产能过剩严重，同质化现象严重且竞争激烈。激烈的市场竞争导致我国电磁线行业利润空间有限，企业盈利能力弱化，转型升级比较困难。

铜、铝杆作为主要原材料，其价格波动较大增加了企业运营风险，同时劳动力成本的上升也压缩了企业盈利空间

电磁线主要原材料铜杆、铝杆的大幅波动、劳动力成本和融资成本居高不下，以及国家对节能、环保减排等标准的提高，均对电磁线生产企业盈利状况形成较大压力。近年由于铜铝的价差扩大，电磁线行业出现了大规模的“以铝代铜”现象，铝质电磁线需求有所增长。铜作为大宗期货商品，兼具商品属性和金融属性。铜价不仅受到市场供求关系的制约，同时还受美元走势、宏观经济预期、资本流动性等外在因素的影响。受宏观经济走势和市场供求关系等因素的影响，近年来铜价波动较大。废铜和电解铜作为铜加工行业最主要的原材料，铜价的剧烈波动不利于铜加工企业锁定利润空间，会加大铜加工企业的经营风险。

图 2 长江有色市场铜、铝现货价格变动情况（元/吨）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

现阶段我国电磁线行业产品结构问题较为突出，电磁线生产企业技术实力和内部控制能力亟待提高。未来能通过新品研发投入及时调整产品结构、促进产品技术创新和工艺改进的电磁线生产企业能在行业竞争中处于优势地位。

四、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。2014 年，受经济增速放缓，市场需求不旺，行业产能过剩、竞争激烈等影响，公司营业收入较上年有所下降。其中耐高温复合铜线收入较上年下降 8.51%；微细电子线材收入较上年下降 20.53%；随着公司电动机、涡轮增压器等项目达产，该部分收入有所增加，但总体规模不大；另外随着联营企业伯恩露笑的设立，光电设备的采购增加，公司光电设备收入较上年大幅增长。毛利率方面，电磁线产品受销售价格下降较快影响，毛利率有所下降，其中耐高温复合铜线毛利率较上年下降 2.2 个百分点、耐高温复合铝线毛利率较上年下降 2.55 个百分点。

表2 公司主营业务收入结构及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
耐高温复合铜线	132,089.32	3.17%	144,381.73	5.37%

微细电子线材	61,857.66	2.07%	77,835.58	2.63%
耐高温复合铝线	34,956.52	12.65%	37,338.49	16.17%
电动机	9,023.61	13.26%	7,772.66	10.71%
增压器	3,080.01	40.45%	3,290.62	48.93%
光电设备	21,485.47	25.99%	2,021.37	38.42%
合 计	262,492.60	6.83%	272,640.46	6.99%

资料来源：公司提供

跟踪期间，公司电磁线产品产能扩张明显，在经济增速放缓、行业竞争激烈、需求不旺的环境下，公司各产品产量均有所下降，产能利用率较上年降低，存在较大的产能过剩风险

随着公司上市募投项目投资额为 2.89 亿元的年产 15,000 吨铝芯电磁线项目的建成投入运营，2014 年公司耐高温复合铝线产能由 8,400 吨增至 20,785.80 吨；2014 年公司对铜芯电磁线生产线进行技改，因此公司耐高温复合铜线产能由 30,700 万吨上升至 32,000 万吨、微细电子线材产能由 15,200 吨下降 13,000 吨，总体来看公司 2014 年产能扩张明显。

在经济增速放缓、行业竞争激烈、整体需求不旺的情况下，2014 年公司电磁线产品产量下降，其中耐高温复合铜线产量较上年下降 8.30%、微细电子线材产量较上年下降 14.60%、耐高温复合铝线产量较上年下降 7.18%，各产品产能利用率出现不同幅度的下降。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，铜芯和铝芯电磁线产品之间存在一定的替代性，近年铜/铝价比维持在相对高位，市场对铝线产品需求增加，2013 年公司耐高温复合铝线产能利用率为 173.67%，产能有所不足，但 2014 年受铜、铝价差缩减，市场竞争激烈等影响，公司耐高温复合铝线市场需求并未随着公司产能的扩张相应增长，公司新增产能部分尚未得到消化。另外，公司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，公司该部分新增产能规模较大，在整体经济增速下滑、市场竞争激烈的情况下，新增产能能否得到市场消化存在较大的不确定性。

近年来，电磁线企业经营效益日趋下降，2015 年公司通过调整产业结构，淘汰高能耗设备，压缩产能、对客户进行筛选保留优质客户，优化客户构成及加强销售管理等措施来改善公司经营情况，同时 2015 年电磁线行业环境仍处于较低迷状态，因此公司 2015 年 1 季度电磁线产品产量、产能利用率均较上年同期大幅下降，营业收入（未扣除光电设备等收入）也较上年同期下降 18.80%。公司该战略的实施预期将会降低公司 2015 年电磁线产品收入及产能利用率，但公司整体竞争力或将有所提高。

表3 公司主要产品产能及利用率情况（单位：吨）

产品	指标	2015年1-3月	2014年	2013年
耐高温复合铜线	产能	(当季) 7,361.00	32,000.00	30,700.00
	产量	4,065.56	26,293.97	28,673.69
	产能利用率	55.23%	82.17%	93.40%
微细电子线材	产能	(当季) 4,165.00	13,000.00	15,200.00
	产量	1,633.65	12,298.29	14,400.56
	产能利用率	39.22%	94.60%	94.74%
耐高温复合铝线	产能	(当季) 5,196.45	20,785.80	8,400.00
	产量	2,965.83	13,540.61	14,588.65
	产能利用率	57.07%	65.14%	173.67%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要原材料先涨后跌，波动较大，公司继续采取“以销定产、购销对应”的采购模式，在一定程度上能规避原材料价格波动风险

公司生产电磁线产品所需的主要原材料包括铜杆、铝杆和绝缘漆，其中铜杆、铝杆采购成本占比约 90%。公司铜杆、铝杆主要从江苏常州、江苏南京和安徽铜陵；绝缘漆根据生产工艺要求，大部分在安徽铜陵采购。跟踪期间公司继续实行“以销定产、购销对应”的采购模式。公司于每年年初根据与客户签订的年度供货协议预算出年度铜/铝杆的最低耗用量，并与合格供应商签订年度铜/铝杆的供货框架协议，协议仅约定合同产品总数量，并不确定采购时间和采购单价。在年度框架协议下，铜杆、铝杆由公司在收到客户销售订单后采购。铜杆、铝杆的采购价格为原材料（电解铜、电解铝）价格加铜杆、铝杆加工费。其中，电解铜、电解铝的定价方式有两种，分别为点铜价格和上海期货交易所区间平均价格。点铜价格指按采购订单时间点的电解铜、电解铝的现货价格。上海期货交易所区间平均价格指以上海期货交易所价格为基准，按约定时间的区间平均价格确定电解铜、电解铝价格，具体又分为按月度挂牌均价定价、按客户指定的区间平均价格定价、按客户指定的未来区间价格定价三种方式。

2014 年公司主要原材料铜杆和铝杆价格先涨后跌，总体呈下跌趋势。公司铜平均采购单价为 43,515.37 元/吨，较上年下降 8.07%；铝平均采购单价为 11,533.53 元/吨，较上年下降 10.44%。铜、铝作为大宗商品，受国际经济环境影响较大，价格波动较大，对公司运营资金需求量的管理形成一定的难度，但公司采取的“以销定产、购销对应”的采购模式，同时在期货市场上对部分原材料进行套期保值，在一定程度上能规避原材料价格波动风险。

表4 公司主要原材料价格变动情况（单位：元/吨）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
----	-----------	-------	-------

铜平均采购单价	38,333.74	43,515.37	47,335.45
铝平均采购单价	11,010.47	11,533.53	12,878.16

资料来源：公司提供

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，与其建立了良好的合作关系，原料供应较有保障。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。2014 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 84.06%，集中度较高。

表5 公司供应商采购金额及客户销售金额占比情况

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
前五名供应商的采购金额占当年/期采购总额的比例	65.31%	84.06%	84.70%

资料来源：公司提供

公司继续采用“原材料+加工费”的定价模式，产销率维持在较高的水平，但主要产品加工费有所下降，成本上升，公司利润空间较上年缩减

经过多年发展，公司“露笑”品牌已成为行业内具有较高知名度的品牌，公司客户包括家电、机电、信息产品业内的知名企业，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。2014年公司对前30名客户的销售额占公司总销售收入的比例为74.09%，较上年有所增加。2015年公司对客户进行筛选，优化客户构成，因此客户集中度进一步提升。总体来看，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。

表6 公司供应商采购金额及客户销售金额占比情况

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
前五名客户的销售金额占当年/期销售总额的比例	51.38%	26.40%	25.27%
前十名客户的销售金额占当年/期销售总额的比例	67.16%	44.98%	40.53%
前三十名客户的销售金额占当年/期销售总额的比例	95.19%	74.09%	65.41%

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。公司的产品定价模式为“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，公司铜质电磁线产品价格与原材料价格变动趋势基本保持一致，随着原材料价格的下降，产品价格也下降。在行业产能过剩、产品需求疲软的环境下，主要产品耐高温复合铜线等主要产品加工费有所下降，同时劳动力成本的提升，使得公司产品毛利率有所下滑，其中耐高温复合铜线毛利率降至 3.17%，较上年下降 2.20 个百分点。另外下游客户票据结算较多，公司收取的银行承兑汇票以 6 个月为主，公司收到票据后用于贴现和背书，也增加了公司的财务费用，公司产品利润空间较上年压缩。

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。2015 年 1 季度，公司淘汰落后产能，消化库存，产销率水平较同期提高较多。

表7 公司主要产品销售情况（单位：吨、元/吨）

产品	指标	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年
耐高温复合铜线	销量	5,989.78	27,052.19	27,339.65
	产销率	147.33%	102.88%	95.35%
	销售单价	43,799.60	48,827.59	52,810.36
微细电子线材	销量	2,467.89	12,441.44	14,359.36
	产销率	151.07%	101.16%	99.71%
	销售单价	44,395.21	49,719.06	53,563.10
耐高温复合铝线	销量	3,149.76	13,630.03	14,428.57
	产销率	106.20%	100.66%	98.90%
	销售单价	25,482.31	28,096.84	28,649.90

资料来源：公司提供

公司电机产品和涡轮增压器等业务，提高了公司业务多元化程度，但业务产能利用率较低，面临一定的产能消化风险

为降低行业集中度风险，2013 年 3 月公司以经评估的净资产为计价基准，按 7,890.00 万元的价格收购浙江露通机电有限公司（以下简称“露通机电”）100% 股权，向电机产品和涡轮增压器等新业务延伸。其中，电机产品主要原料之一耐高温复合铜线均由公司直接提供，公司电机产品业务与原业务有一定的协同效应。目前公司已具备年产 1,000 万台电机、年产 1,200 台涡轮增压器的生产能力。公司电机产品主要客户是苏泊尔、西贝乐等家电企业，公司涡轮增压器主要用于轮船制造等、光电设备主要用于人造蓝宝石的生产，涡轮增压器、光电设备为高新技术产品，技术含量较高，毛利率较高。公司电机产品、增压器和光电设备业务有利于提高公司业务多元化程度，但该部分业务市场的开拓需要投入较多的资金和时间。随着市场的开拓，2014 年公司电机产品和涡轮增压器业务销量、产能利用率较上年均出现明显增长，但产能利用率仍处于较低的水平。未来公司该业务产能能

否顺利消化存在一定不确定性。

公司光电设备所使用的生产线为涡轮增压器的生产线，目前，公司光电设备销售对象主要为联营企业伯恩露笑，2014年公司光电设备收入为21,485.47万元，较上年大幅增长，主要是向伯恩露笑以市场价格供应了200台80公斤级蓝宝石长晶炉设备，合同金额为23,400万元（含税）。伯恩露笑成立于2014年4月，由公司与伯恩光学共同投资设立，其中公司持股比例40%，伯恩露笑主营人造蓝宝石晶体材料加工销售及研发，主要产品为蓝宝石晶体和圆、方晶制品，主要用于手机、手表等电子产品，蓝宝石长晶炉为其主要的生产用设备，均由公司供应。根据未审计的2014年财务报表，伯恩露笑截至2014年末总资产为52,923.20万元，2014年净利润为-609.01万元。伯恩露笑生产基地于2014年6月份开始建设，目前已完成生产车间、办公楼、宿舍楼等工程，预计2015年年产优质蓝宝石晶体可达7,000个左右。生产基地总占地300亩，计划总投资20亿元，项目建成达产后，将成为全球最大的蓝宝石晶体生产基地之一。伯恩露笑所生产的蓝宝石晶体将出售给伯恩光学，伯恩光学通过加工后提供给苹果等手机商，伯恩光学是全球最大的手机玻璃盖板供应商，目前占全球主流手机盖板（包括面板、后盖板、镜头盖板等各类盖板）市场超过50%以上的份额，为苹果手机提供60%以上、三星手机提供70%以上的盖板，2014年产量8.7亿片，实现营业额35亿美元，实力雄厚。2015年1月份，伯恩露笑开始试生产，2015年3月，露通机电向伯恩露笑供应342台80公斤及以上蓝宝石长晶炉设备，合同金额为38,304万元，未来随着伯恩露笑生产基地建设的推进，对公司光电设备仍有一定的需求目前公司光电设备收入主要来自于关联方伯恩露笑，其从事的蓝宝石生产属高新技术的新材料产业，国内外对蓝宝石生产技术仍处于研发提高阶段，国内市场运用尚不广泛，因此公司该部分收入的未来增长持续性存在一定的不确定性。同时，公司对伯恩露笑的投资是否能达到预期的效果受其后期经营情况、蓝宝石市场发展情况影响较大。

表8 公司主要产品产销情况（单位：台/年、台/季度、台）

产品	指标	2015年1-3月	2014年	2013年
电机产品	产能	2,000,000.00	10,000,000.00	10,000,000
	产量	681,761.00	3,343,743.00	2,936,649
	销量	706,548.00	3,861,935.00	2,657,118
	产能利用率	34.09%	33.44%	29.37%
	产销率	103.64%	115.50%	90.48%
增压器	产能	1,500.00	8,000.00	1,200
	产量	976.00	4,784.00	269
	销量	1,091.00	6,116.00	266
	产能利用率	65.07%	59.80%	22.42%

产销率	111.78%	127.84%	98.99%
-----	---------	---------	--------

资料来源：公司提供

公司拟通过发行股份及支付现金方式购买三木通信进入移动通信行业，三木通信发展较迅速，有望为公司带来新的盈利增长点，但本次交易尚未获得相关部门核准，同时该次交易溢价较高

2015年4月29日，公司公布了《露笑科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，公司拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买三木通信的100%股权。根据《发行股份及支付现金购买资产框架协议》，三木通信的100%股权交易作价为11.5亿元，其中17,250万元的对价以现金方式支付，其余对价以发行股份的方式支付，发行股份购买资产的股份数量为42,242,863股。本次交易拟向露笑集团、凯信投资管理有限公司、深圳市六贝股权投资管理企业（有限合伙）、宁波福星正洋投资管理合伙企业（有限合伙）非公开发行股份募集配套资金不超过32,000万元，配套资金总额不超过本次交易拟购买资产交易价格的100%，配套资金中的17,250万元用于支付现金对价，剩余不超过14,750万元用于补充上市公司的流动资金。

三木通信是一家提供平板电脑、智能手机方案设计和整机生产服务，以及基于移动通信技术的物联网通信产品研发生产的高新技术企业。其致力于移动通信产品的研发、设计和制造服务，拥有完整的研发、生产和质量管理体系，公司主要产品包括带通话功能平板电脑、智能手机、车联网应用通信模块及其他物联网通信产品，主要出口海外市场。截至2015年3月末，三木通信总资产为5.6亿元，净资产为1.85亿元，其2013年度和2014年度分别实现营业收入8.93亿元、15.36亿元，净利润分别为4,420.55万元和7,331.77万元，发展速度较快。若本次交易成功，三木通信以平板电脑与智能手机为代表的智能终端设备有望成为公司未来盈利的重要增长点。同时，根据签订的《盈利预测补偿框架协议》三木通信全体股东承诺，三木通信2015年度、2016年度和2017年度扣除非经常性损益后净利润数分别不低于10,000万元、11,500万元和13,200万元，若上述利润补偿期间实际实现的扣除非经常性损益后的净利润小于预测利润数，则由三木通信全体股东向公司进行补偿。但需要关注的是目前智能移动通信终端市场竞争较为激烈，ODM、OEM厂商较多，品牌厂商主导行业中高端市场并引领行业发展方向，三木通信作为ODM厂商，规模相对较小，如果在技术和产品研发、品质管控、成本控制、产能匹配等方面不能适应市场竞争的变化，其业绩是否能维持高增长存在一定的不确定性。

本次交易的评估基准日为2015年3月31日，而截至2015年3月31日，三木通信未经审计财务报表的股东权益账面价值约为1.85亿元，预估值约为11.5亿元，预估值较账面价值增

值约9.65亿元，预估值增值率为521.62%，交易溢价程度较高，若后期三木通信经营情况不及预期，公司通过收购所形成的商誉将存在较高的减值风险，一旦计提商誉减值，将影响公司的损益及净资产。同时，本次交易方案尚未获得董事会、股东大会和中国证监会等核准通过，存在一定的不确定性，另外，本次发行股份购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，若本次募集配套资金未能顺利实施或募集金额不足，则公司需将以自有资金或债务性融资资金支付本次交易的现金对价，这也将增加公司资金压力。

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2013年-2014年审计报告及未经审计的2015年1-3月财务报表，均采用新会计准则编制。

从2015年1月1日起，公司对应收款项（应收账款和其他应收款）采用账龄分析法计提坏账准备的计提标准进行了变更。该变更无需对已披露的财务报告进行追溯调整，按照2014年末公司应收款项规模测算，此项会计估计变更预计将增加公司2015年度一定的净利润数。公司应收款项账龄分段及其计提比率变更前后的相关情况如下：

账龄	原计提标准		变更后计提标准	
	应收账款计提比例	其他应收款计提比例	应收账款计提比例	其他应收款计提比例
6个月以内	5%	5%	2%	2%
1年以内（含1年）	5%	5%	7%	7%
1-2年（含2年）	20%	20%	20%	20%

资料来源：公司审计报告

资产结构与质量

公司资产规模较稳定，流动资产占比较高，整体资产流动性尚可

公司资产规模较稳定，2014年末公司总资产规模为22.17亿元，较上年末增长1.24%，规模较为稳定。

公司流动资产以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主。2014年末，公司货币

资金余额为 2.84 亿元，其中 1.93 亿元为银行承兑汇票保证金等受限资金。2014 年，公司给予下游客户一定的账期，下游客户票据结算较多，因此公司应收票据和应收账款维持在较高的水平。2014 年末，公司应收账款余额为 6.27 亿元，共计提跌价准备 3,999.41 万元，应收账款账期一年以内的占比为 94.32%，公司客户质量较好，应收账款坏账风险相对较小。公司存货主要为库存商品、在产品和原材料，2014 年末公司存货较上年下降，主要是收入规模下降所致，存货中库存商品占比 59.74%，2014 年库存商品计提跌价准备 8.47 万元，在需求不旺的情况下，存货存在一定的跌价风险。2015 年一季度，公司淘汰落后产能，控制产量，消化库存，存货下降。公司长期股权投资为对伯恩露笑的 40% 的股权投资。公司固定资产主要为机器设备、房屋建筑物及运输设备，其中暂时闲置的房屋及建筑物 2,669.15 万元、机器设备 2,228.71 万元。公司无形资产主要为土地使用权，部分已用于抵押借款。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年 3 月		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28,371.32	13.48%	32,263.72	14.55%	23,747.59	10.84%
应收票据	14,470.01	6.87%	20,724.46	9.35%	25,777.38	11.77%
应收账款	62,693.20	29.78%	52,712.14	23.78%	51,630.97	23.58%
存货	15,988.12	7.59%	22,799.81	10.28%	34,764.72	15.88%
流动资产合计	123,955.35	58.87%	132,218.01	59.64%	137,925.69	62.99%
长期股权投资	16,353.49	7.77%	17,720.77	7.99%	8,960.00	4.09%
固定资产	47,086.45	22.36%	48,454.67	21.86%	50,872.16	23.23%
无形资产	11,566.63	5.49%	11,634.41	5.25%	12,892.84	5.89%
非流动资产合计	86,585.29	41.13%	89,475.28	40.36%	81,053.23	37.01%
资产总计	210,540.64	100.00%	221,693.29	100.00%	218,978.93	100.00%

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

资产运营效率

公司应收款项周转速度维持在较慢的水平，存货周转效率较上年小幅提升，整体运营效率一般

2014 年，公司应收账款及票据周转天数为 102.53 天，维持在上年的水平，周转速度较慢。2014 年末存货余额较上年有所下降，存货周转效率周转天数较上年小幅提升。公司采购原材料票据结算方式增加，因此公司应付账款及票据周转天数较上年增加 15.89 天，一定程度提高了公司资金使用效率。2014 年公司净营业周期为 78.27 天，公司资金运营效率较上年小幅提升，整体来看，公司整体营运资金的周转一般。

表10 近年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2014年	2013年
应收账款及票据周转天数	102.53	101.65
存货周转天数	41.96	42.59
应付账款及票据周转天数	66.22	50.33
净营业周期	78.27	93.91
流动资产周转天数	183.61	181.41
固定资产周转天数	67.51	49.02
总资产周转天数	299.52	267.09

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

盈利能力

公司盈利能力较弱，2014年受期间费用上升、投资收益为负等因素影响，亏损幅度较大，公司投资性收益受被投资单位经营情况影响较大，未来存在一定的不确定性，对公司利润影响较大

2014年公司营业收入较上年小幅下降，主要是电磁线产品收入较上年均下滑。公司采用“原材料+加工费”的销售模式，公司上下游较为强势，加之行业竞争激烈，因此公司耐高温复合铜线等毛利率较上年均有所下降，但受毛利率较高的光电设备销售收入增长较多影响，2014年公司整体毛利率为6.75%，较上年仅下降0.24个百分点。公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2014年公司管理费用较上年增加14.57%，主要系公司办公费及折旧费等增加所致，财务费用较上年增加24.78%，主要是公司有息债务增加导致财务费用利息支付增加。期间费用增长较快，对公司盈利能力形成一定的影响。

公司投资收益来自于公司所持的诸暨市海博小额贷款有限公司（以下简称“海博小贷”）10%的股权及对联营企业伯恩露笑的投资（持股40%），2014年及2015年1-3月公司投资收益分别为-1,497.58万元、-1,008.40万元，较上年同期均大幅下降，主要是海博小贷投资收益的减少及子公司向伯恩露笑销售蓝宝石长晶炉设备形成的权益收益调减等所致。2014年公司确认海博小贷投资收益1,020万元，较上年下降51.43%；确认关于关联方销售（合同金额23,400万元）的权益收益调减为-2,279.23万元。由于伯恩露笑成立时间较短，2015年开始试运营，暂未实现收益，未来公司投资收益受海博小贷及伯恩露笑经营情况影响较大，存在一定的不确定性。公司资产减值损失主要为坏账损失，2014年坏账计提较上年有所增加。在期间费用上升较快、投资收益为负的影响下，公司2014年营业利润为-3,478.97万元，全年亏损4,198.86万元，亏损幅度较大。

2015年公司对应收款项（应收账款和其他应收款）采用账龄分析法计提坏账准备的计提标准进行了变更，将账期在6个月内的坏账准备计提比例从5%降至2%，公司账期在

6个月内的应收款项占比较大，因此公司2015年1-3月转回相关资产减值准备，公司确认资产减值损失为-1,500.41万元。同时，2015年3月11日，公司向伯恩露笑销售3.83亿元的蓝宝石长晶炉设备，光电设备毛利率较高，因此公司综合毛利率提高至10.93%，受毛利率提升、会计政策变更影响，2015年1-3月份，公司营业利润有所提高，扭亏为赢。

表11 公司主要盈利指标

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
营业收入（万元）	54,804.90	264,828.66	272,970.55
期间费用（万元）	3,882.63	19,025.38	16,179.04
资产减值损失（万元）	-1,500.41	670.07	193.01
投资收益（万元）	-1,008.40	-1,497.58	2,008.84
营业利润（万元）	2,399.23	-3,478.97	4,397.12
利润总额（万元）	2,338.64	-3,190.74	4,204.79
净利润（万元）	920.52	-4,198.86	3,866.22
综合毛利率	10.93%	6.75%	6.98%
期间费用率	7.08%	7.18%	5.93%
总资产回报率	-	2.97%	5.86%

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

现金流

公司现金生成能力有所下降，投资和筹资活动均为现金净流出，资金压力有所加大

2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金为28.21亿元，收现比为1.07，较上年提高，受公司亏损的影响，公司FFO为9,629.88万元，现金生成能力较上年有所下降。2014年公司营业收入较上年小幅下降，受此影响公司存货规模也相应的减少，营运资本资金占用略有下降。随着公司15,000吨铝材电磁线等项目的完工，2014年公司构建固定资产、无形资产支出较上年减少较多，2014年投资活动现金流出主要是对伯恩露笑20,000万元的股权投资流出。目前公司在建项目投资规模较小，预期后期投资活动现金支出将呈下降趋势。2014年公司筹资活动现金流呈净流出状态，主要是当年公司取得借款金额有所下降，偿还借款金额增加。后期公司投资主要集中于联营企业伯恩露笑，2015年3月公司拟对其增加资本金投入2亿元。

表12 公司现金流情况表

项目	2014年	2013年
收现比	1.07	0.65
净利润（万元）	-4,198.86	3,866.22
非付现费用（万元）	6,586.23	4,685.70

非经营损益（万元）	7,242.51	3,601.92
FFO（万元）	9,629.88	12,153.84
营运资本变化（万元）	13,587.52	-3,558.28
其中：存货减少（减：增加）（万元）	11,956.44	-7,327.55
经营性应收项目的减少（减：增加）（万元）	1,909.06	-3,895.92
经营性应付项目的增加（减：减少）（万元）	-277.98	7,665.19
经营活动产生的现金流量净额（万元）	23,140.51	8,595.55
投资活动产生的现金流量净额（万元）	-15,462.99	-20,012.19
筹资活动产生的现金流量净额（万元）	-15,702.77	13,596.91
现金及现金等价物净增加额（万元）	-8,025.25	2,180.27

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司流动负债占比相对较高，存在一定的短期债务压力

公司负债规模继续增长，2014年末，公司负债总额为13.52亿元，其中流动负债占负债总额的比例为73.54%，公司流动负债占比相对较高，存在一定短期债务压力。公司流动负债以短期借款、应付票据和应付账款为主，2014年末公司短期借款占负债总额为31.78%，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，账期以一年内为主。公司应付票据均为银行承兑汇票，随着原材料票据结算的增加，公司期末应付票据余额较上年大幅增长。公司应付债券为2012年公司发行3.5亿元公司债券，本期债券附在存续期第三年末投资者回售选择权，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，如投资者选择部分或全部回售本期债券本金，则进一步加重公司短期偿债压力。从有息债务规模和结构来看，2014年末，公司有息债务³规模达9.91亿元，占负债总额的73.29%，其中短期有息债务规模为6.42亿元，占有息债务比重较大，公司面临即时债务偿还压力。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项 目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	48,672.50	39.53%	42,972.50	31.78%	54,100.00	42.47%
应付票据	13,797.86	11.21%	21,254.03	15.72%	1,547.27	1.21%
应付账款	19,121.54	15.53%	32,221.83	23.83%	35,822.37	28.12%
流动负债合计	87,336.66	70.93%	99,423.02	73.54%	92,492.14	72.61%
应付债券	34,899.19	28.34%	34,858.87	25.78%	34,697.66	27.24%

³ 有息债务=短期借款+应付票据+应付债券

非流动负债合计	35,787.94	29.07%	35,774.74	26.46%	34,892.40	27.39%
负债合计	123,124.60	100.00%	135,197.76	100.00%	127,384.54	100.00%
有息债务	97,369.55	79.08%	99,085.40	73.29%	90,344.93	70.92%
其中：短期有息债务	62,470.36	50.74%	64,226.53	47.51%	55,647.27	43.68%

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

2014 年末，公司资产负债率为 58.48%，负债水平偏高。受负债规模增加影响，公司流动比率和速动比率表现弱化。受公司亏损影响，公司 EBITDA 较上年下降，利息支出的增加使公司对利息支付的保障能力大幅下降。

表14 公司偿债能力指标

项 目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年
资产负债率	58.48%	60.98%	58.17%
流动比率	1.42	1.33	1.49
速动比率	1.24	1.10	1.12
EBITDA（万元）	-	12,464.45	16,351.11
EBITDA 利息保障倍数	-	1.28	2.14

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

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，综合实力进一步增强，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。2013 年 2 月，经监管部门重庆市金融工作办公室批准，瀚华担保股权结构发生变更，变更后：瀚华金控股份有限公司持股 99.90%、重庆惠微投资有限公司持股 0.10%。2013

年3月，经重庆市金融工作办公室批准，瀚华担保股东按同比例增资，注册资本及实收资本从20.96亿元增加到30.00亿元。截至2013年12月31日，瀚华担保股权结构如下表所示：

表15 截至2013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
瀚华金控股份有限公司	299,700	99.90%
重庆惠微投资有限公司	300	0.10%
合计	300,000	100.00%

资料来源：瀚华担保提供

2013年，瀚华担保营业收入仍然主要源自担保业务收入、利息收入以及咨询费收入、投资收益等方面，其中担保收入在瀚华担保收入中所占比重最大。随着担保实力的不断增强和对业务的不断开拓，瀚华担保近年新增担保项目及在保余额稳步上升，带动担保业务收入的增长。但是2013年瀚华担保以成本法核算的长期股权投资单位重庆瀚华资产管理有限公司、四川中微资产管理有限公司未宣告分派利润规模，使得瀚华担保投资收益大幅下滑，2013年瀚华担保营业收入同比下滑了17.89%。

瀚华担保经过多次增资和未分配利润转增股本后，注册资本金已达到30亿元，规模相对较大，为了实现业务持续扩张，瀚华担保继续进行全国的业务网点布局。截至2013年末，瀚华担保完成在中国19个省及直辖市22家省级担保分支机构的建设，基本建成以主要中心城市为依托的区域中心，华东、东北、东南、西南四个区域中心基本建成；黑龙江、河北、云南、上海分公司已经建立，广东、湖南两省正在筹建中。

在较强的资本实力、迅速扩张的业务网络的支撑下，近年瀚华担保业务开展情况良好。2013年各项担保业务指标均有所增长。2013年瀚华担保担保业务发生额和担保业务收入分别为227.86亿元和6.21亿元，同比分别增长40.20%和11.39%。截至2013年底，瀚华担保在保余额为210.48亿元，较上年同期增加了66.94亿元。截至2013年末瀚华担保在保企业户数也较上年同期增加718家。截至2013年末，瀚华担保资产总计为439,187.03万元，归属于母公司的所有者权益合计为337,446.11万元。2013年度瀚华担保实现营业收入84,794.23万元，利润总额16,051.60万元，净利润14,260.75万元，担保余额为210.48亿元。

表16 瀚华担保主要财务及经营指标

项 目	2013年	2012年
总资产（万元）	439,187.03	368,285.57
归属于母公司的所有者权益合计（万元）	337,446.11	268,690.36

营业收入（万元）	84,794.23	103,271.01
担保业务收入（万元）	62,140.61	55,788.36
营业利润（万元）	12,153.41	68,161.18
利润总额（万元）	16,051.60	70,530.60
当期担保发生额（亿元）	227.86	162.53
期末担保余额（亿元）	210.48	143.54
担保放大倍数（倍）	7.02	6.85
担保代偿率	1.60%	1.40%
资产负债率	23.17%	27.04%
综合毛利率	14.33%	66.00%
经营活动现金流净额（万元）	-36,343.36	-12,504.68

资料来源：瀚华担保提供

瀚华担保担保业务规模持续扩张，该业务收入规模增长较快。总体来看，瀚华担保近年来担保业务发展情况较为良好，担保规模扩张较快，同时，瀚华担保实收资本有所增加，资本实力有所增强，瀚华担保准备金覆盖率有所提升，且目前货币资金相对充裕。但同时也关注到，跟踪期内，宏观经济下滑导致中小企业经营压力大，违约风险有所提升，瀚华担保客户以中小企业为主，目前担保和贷款金额大，因此面临的潜在代偿风险和坏账风险均有所增长；瀚华担保担保品种结构以贷款担保为主，较为集中的担保品种使得瀚华担保面临一定的经营风险；瀚华担保担保业务的区域集中度相对较高，使得其面临一定的区域集中度偏高风险；瀚华担保委托贷款在房地产行业的集中度较大，存在一定的损失风险。

综上，2014年6月4日，经鹏元评定，瀚华担保2014年主体长期信用等级的跟踪评级结果维持为AA，评级展望维持为稳定。

2014年6月25日，瀚华担保控股股东瀚华金控在香港联交所正式挂牌交易（股票代码“3903”），控股股东的成功上市，提升瀚华担保的市场影响力，同时也为公司建立了长期的融资平台，使公司拥有更多的融资渠道，公司可以通过增发、配股、非公开发行、可转债等方式来进行融资。另外，由于瀚华金控上市后必须遵守资本市场的监督机制，接受来自监管机构、投资者和社会公众的监督，同时也要做到相关信息的透明和及时披露，这有利于瀚华金控及其子公司瀚华担保不断健全内部控制和完善管理结构，使瀚华担保运作更为规范，有利于公司的长远发展。同时，瀚华金控上市也增加了其和子公司瀚华担保资产的流动性，因而可以提高资产价值。

2014年8月，瀚华担保注册资本由30.00亿元增加至35.00亿元，瀚华担保融资能力和抗风险能力进一步提升。根据2010年3月银监会发布的《融资性担保公司管理暂行办法

法》，要求融资性担保公司担保余额不得超过其净资产的 10 倍，今后担保规模提升空间加大，担保能力有效提升。随着资本实力的增强和经营规模的扩大，将会争取到更多的银行合作，有利于获得更大规模的银行授信，充分发挥瀚华担保的杠杆作用。但是，公司担保业务以中小企业担保为主，由于中小企业尚处于发展早期，经济实力较弱，易受经济环境波动的影响，发展尚不稳定，公司面临的代偿风险高于其他以大中型企业担保为主的担保公司。2013 年公司的担保代偿率为 1.6%，同比增加了 0.2%。未来随着公司担保规模的增加，公司风险管控压力有可能进一步加重。

综上，2014 年 10 月 23 日，经鹏元评定，瀚华担保 2014 年主体长期信用等级的不定期跟踪评级结果上调至 AA+，评级展望维持为稳定。

随着瀚华担保股份有限公司经营业绩进一步提升，综合实力进一步增强，其为本期债券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。

七、评级结论

跟踪期间，我国电磁线产品下游需求放缓，电磁线产能过剩和同质化现象严重导致行业内竞争激烈，电磁线生产企业盈利能力弱化，2014 年公司电磁线产品收入、产量均下降，主要产品加工费有所下降，成本上升，公司利润空间较上年缩减，营业状况变差。公司电磁线产品产能扩张明显，产能利用率较上年降低，存在较大的产能过剩风险。受期间费用上升、投资收益为负等因素影响，亏损幅度较大，公司投资性收益受被投资单位经营情况影响较大，未来存在一定的不确定性，对公司利润影响较大。公司拟通过发行股份及支付现金方式购买三木通信进入移动通信行业，三木通信发展较迅速，有望为公司带来新的盈利增长点，但本次交易尚未获得相关部门核准，同时该次交易溢价较高。公司下游客户质量尚可，经营活动现金流表现尚好，但公司流动负债占比相对较高，存在一定的短期债务压力，同时本期债券即将进入回售期，需关注其回售压力。随着担保方瀚华担保股份有限公司经营业绩进一步提升，综合实力进一步增强，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升了本期债券的信用水平。

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为 AA+，评级展望下调至负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
货币资金	28,371.32	32,263.72	23,747.59	31,100.01
交易性金融资产		432.74	162.85	
应收票据	14,470.01	20,724.46	25,777.38	21,906.45
应收账款	62,693.20	52,712.14	51,630.97	54,833.43
预付款项	1,874.68	921.34	838.17	3,536.83
其他应收款	558.02	263.38	1,004.01	490.80
存货	15,988.12	22,799.81	34,764.72	25,314.54
其他流动资产		2,100.42		
流动资产合计	123,955.35	132,218.01	137,925.69	137,182.06
可供出售金融资产	8,960.00	8,960.00		
长期股权投资	16,353.49	17,720.77	8,960.00	
固定资产	47,086.45	48,454.67	50,872.16	23,470.46
在建工程	1,224.85	650.65	5,057.01	9,238.56
无形资产	11,566.63	11,634.41	12,892.84	10,768.38
长期待摊费用	343.88	306.25	690.28	1,006.25
递延所得税资产	803.64	1,564.51	1,126.59	737.28
其他非流动资产	246.34	184.02	1,454.36	3,665.43
非流动资产合计	86,585.29	89,475.28	81,053.23	48,886.37
资产总计	210,540.64	221,693.29	218,978.93	186,068.43
短期借款	48,672.50	42,972.50	54,100.00	25,500.00
应付票据	13,797.86	21,254.03	1,547.27	12,360.60
应付账款	19,121.54	32,221.83	35,822.37	21,261.24
预收款项	721.00	144.50	874.82	442.60
应付职工薪酬	880.60	1,421.71	1,818.51	1,320.59
应交税费	2,850.69	823.30	-2,214.40	367.87
应付利息	957.06	391.19	395.96	338.15
其他应付款	335.41	193.95	147.62	48.34
流动负债合计	87,336.66	99,423.02	92,492.14	61,639.38
应付债券	34,899.19	34,858.87	34,697.66	34,551.02
递延收益-非流动负债	888.75	915.87		
其他非流动负债			194.74	
非流动负债合计	35,787.94	35,774.74	34,892.40	34,551.02
负债合计	123,124.60	135,197.76	127,384.54	96,190.40
实收资本(或股本)	18,000.00	18,000.00	18,000.00	12,000.00
资本公积金	52,542.41	52,542.41	52,542.41	57,432.41

盈余公积金	1,980.58	1,980.58	1,980.58	1,907.63
未分配利润	13,194.26	12,248.20	17,062.02	16,583.85
归属于母公司所有者权益合计	85,717.24	84,771.18	89,585.00	87,923.88
少数股东权益	1,698.80	1,724.35	2,009.38	1,954.15
所有者权益合计	87,416.05	86,495.53	91,594.39	89,878.03
负债和所有者权益总计	210,540.64	221,693.29	218,978.93	186,068.43

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
营业总收入	54,804.90	264,828.66	272,970.55	259,796.11
营业收入	54,804.90	264,828.66	272,970.55	259,796.11
营业总成本	51,397.26	266,810.05	270,582.28	254,877.29
营业成本	48,815.88	246,944.50	253,907.00	242,963.16
营业税金及附加	199.16	170.10	303.24	220.19
销售费用	483.92	2,662.00	2,576.24	2,142.59
管理费用	1,574.26	6,849.14	5,977.95	3,638.12
财务费用	1,824.45	9,514.24	7,624.85	5,382.88
资产减值损失	-1,500.41	670.07	193.01	530.35
公允价值变动净收益	-	-36.15	-33.20	-74.70
投资净收益	-1,008.40	-1,461.43	2,042.04	80.37
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-2,279.23	-	-
营业利润	2,399.23	-3,478.97	4,397.12	4,924.49
加：营业外收入	40.02	636.94	139.15	396.24
减：营业外支出	100.62	348.72	331.48	351.93
其中：非流动资产处置净损失	63.01	63.01	33.82	-
利润总额	2,338.64	-3,190.74	4,204.79	4,968.80
减：所得税	1,418.12	1,008.11	338.56	998.85
净利润	920.52	-4,198.86	3,866.22	3,969.95
减：少数股东损益	-25.54	-285.04	55.23	216.88
归属于母公司所有者的净利润	946.06	-3,913.82	3,810.99	3,753.08

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（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	57,130.73	282,095.43	176,146.60	175,719.22
收到的税费返还	463.89	944.36	784.75	22.56
收到其他与经营活动有关的现金	887.47	1,883.49	914.26	757.55
经营活动现金流入小计	58,482.10	284,923.28	177,845.61	176,499.33
购买商品、接受劳务支付的现金	55,395.28	241,283.39	151,548.34	172,614.91
支付给职工以及为职工支付的现金	2,297.66	8,499.49	8,087.49	4,927.94
支付的各项税费	1,253.08	4,935.31	4,252.59	4,204.11
支付其他与经营活动有关的现金	1,346.43	7,064.57	5,361.64	5,901.37
经营活动现金流出小计	60,292.45	261,782.77	169,250.06	187,648.33
经营活动产生的现金流量净额	-1,810.35	23,140.51	8,595.55	-11,149.00
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	1,732.74	162.85		191.03
取得投资收益收到的现金	510.00	1,321.67	2,128.71	80.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	502.66	4,875.57	52.26	
收到其他与投资活动有关的现金		3,000.00	3,709.80	
投资活动现金流入小计	2,745.41	9,360.08	5,890.77	271.40
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	825.25	2,851.98	10,948.12	18,828.30
投资支付的现金	151.12	21,971.09	9,214.01	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			5,172.50	
支付其他与投资活动有关的现金			568.33	
投资活动现金流出小计	976.37	24,823.07	25,902.96	18,828.30
投资活动产生的现金流量净额	1,769.03	-15,462.99	-20,012.19	-18,556.89
筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	29,400.00	57,472.50	72,600.00	67,780.00
收到其他与筹资活动有关的现金		798.00	194.74	100.00
发行债券收到的现金				34,650.00
筹资活动现金流入小计	29,400.00	58,270.50	72,794.74	102,530.00
偿还债务支付的现金	23,700.00	66,600.00	52,000.00	88,360.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,305.44	7,373.27	7,015.94	4,712.79
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润				750.00
支付其他与筹资活动有关的现金			181.90	1,113.09

筹资活动现金流出小计	25,005.44	73,973.27	59,197.84	94,185.88
筹资活动产生的现金流量净额	4,394.56	-15,702.77	13,596.91	8,344.12
现金及现金等价物净增加额	4,353.24	-8,025.25	2,180.27	-21,361.78
期初现金及现金等价物余额	12,938.07	20,963.32	18,783.05	40,101.19
期末现金及现金等价物余额	17,291.31	12,938.07	20,963.32	18,739.41

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	-4,198.86	3,866.22	3,969.95
加：资产减值准备	670.07	193.01	530.35
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,254.07	3,848.10	2,708.84
无形资产摊销	278.07	279.31	176.35
长期待摊费用摊销	384.02	365.28	43.75
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-118.69	20.04	
公允价值变动损失	36.15	33.20	74.70
财务费用	6,301.54	5,947.89	3,035.76
投资损失	1,461.43	-2,042.04	-80.37
递延所得税资产减少	-437.92	-357.17	-109.24
递延所得税负债增加			-11.21
存货的减少	11,956.44	-7,327.55	-2,726.76
经营性应收项目的减少	1,909.06	-3,895.92	-17,764.93
经营性应付项目的增加	-277.98	7,665.19	-996.19
其他	-76.87		
经营活动产生的现金流量净额	23,140.51	8,595.55	-11,149.00
现金的期末余额	12,938.07	20,963.32	18,739.41
减：现金的期初余额	20,963.32	18,783.05	40,101.19

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
应收账款及票据周转天数	102.53	101.65	
存货周转天数	41.96	42.59	
应付账款及票据周转天数	66.22	50.33	
净营业周期	78.27	93.91	
流动资产周转天数	183.61	181.41	
固定资产周转天数	67.51	49.02	
总资产周转天数	299.52	267.09	
资产负债率	60.98%	58.17%	51.70%
有息债务（万元）	99,085.40	90,344.93	72,411.62
流动比率	1.33	1.49	2.23
速动比率	1.1	1.12	1.81
综合毛利率	6.75%	6.98%	6.48%
总资产回报率	2.97%	5.86%	6.19%
EBITDA（万元）	12,464.45	16,351.11	13,564.97
EBITDA 利息保障倍数	1.28	2.13	2.34

资料来源：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、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。

二、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。