

宝胜科技创新股份有限公司

2012 年 6 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>

宝胜科技创新股份有限公司

2012年6亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

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：57个月

债券剩余规模：6亿元

增信方式：保证担保

担保方：宝胜集团有限公司

评级日期：2013年06月28日

首次信用评级结果：

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

债券期限：60个月

债券规模：6亿元

增信方式：保证担保

担保方：宝胜集团有限公司

评级日期：2012年11月03日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对宝胜科技创新股份有限公司（以下简称“宝胜股份”或“公司”）及其2013年3月6日发行的6亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年跟踪信用评级结果为：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3月	2012年	2011年
总资产（万元）	634,097.98	592,571.05	460,117.43
归属于母公司所有者权益（万元）	192,306.26	192,335.77	174,431.52
资产负债率	68.49%	66.28%	62.09%
流动比率	1.38	1.23	1.32
速动比率	1.17	1.03	1.16
营业收入（万元）	208,175.73	856,947.47	693,512.09
营业利润（万元）	1,678.54	10,537.27	730.00
利润总额（万元）	2,060.97	12,344.91	2,309.37
综合毛利率	7.29%	8.51%	6.72%
总资产回报率	-	5.75%	2.94%
EBITDA（万元）	-	37,914.50	18,642.38
EBITDA 利息保障倍数	-	2.12	2.01
经营活动现金流净额（万元）	-29,278.91	31,732.64	-39,596.47

资料来源：公司提供

正面：

- 公司营业收入大幅增长，产销情况较为良好，盈利能力有所提升；
- 公司经营活动现金流表现同比明显好转，为生产经营活动提供了较为充裕的资金；
- 担保方经营状况良好，收入持续增长，对本期债券的偿还提供了一定的保障。

关注：

- 受风电、光伏、造船等行业持续低迷影响，公司目前主要的投资项目进度落后且未来收益情况面临较大的不确定性；
- 公司应收类账款占比过大不但占用了公司资金，也加大了销货款的回收风险；
- 与其他同类上市公司相比，公司的盈利能力偏弱；
- 公司债务余额规模增幅较大，目前资产负债率相对较高；
- 公司的短期有息债务规模较大，未来面临较大的短期债务偿付压力。

分析师

姓名：王婧 李飞宾

电话：010- 66216006

邮箱：wangjing@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2013年3月6日，经中国证券监督管理委员会证监许可【2012】649号文核准，公司公开发行6亿元公司债券，扣除发行费用后，募集资金净额59,260万元。

本期债券的起息日为2013年3月6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。2014年至2018年每年的3月6日为上一个计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2014年至2016年的3月6日。（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日，下同）本期公司债券的本金兑付日为2018年3月6日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2016年3月6日。

本期债券募集资金总额为6亿元，募集的资金在扣除发行费用后，剩余部分拟全部用于偿还银行贷款。截至2013年3月31日，公司募集资金已全部使用完毕；公司2013年无需支付利息和本金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本和实际控制人均无重大变化。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务发展较快，营业收入增长迅速，盈利能力有所提升

公司主要经营电线电缆产品的设计、研发、制造与销售，以华东地区为基地，销售区域覆盖全国范围。近年形成了以电力电缆、电气装备用电缆等为主的电线电缆产品体系。2012年，随着营业规模的扩张，公司主营业务收入呈现快速增长态势，当年度实现营业收入85.69亿元，同比增长23.57%；实现利润总额1.23亿元，同比增长434.56%；实现净利润0.96亿元，同比增长433.40%。

从销售收入的产品种类划分来看，跟踪期内，电力电缆仍为公司最主要的收入来源，该项收入当年度同比增速达到36.86%；通信电缆及光缆同比增速为16.54%；裸导体及其制品同比增速达到7.11%。电气装备用电缆的销售收入有所下滑，同比下降了-8.73%。2012年公

司营业收入大幅增长主要系当年度电力系统市场的开发取得突破性进展，全年共成功开发了全国31个省级电力公司中的14家，新签订单近15亿元，其中省级电力公司新签订单超过8亿元。

从毛利率情况看，2012年公司主要产品的毛利率有所上升，主要是因为当年度主要原材料铜材的价格总体运行水平较上年有所降低，导致生产成本同比下降所致。

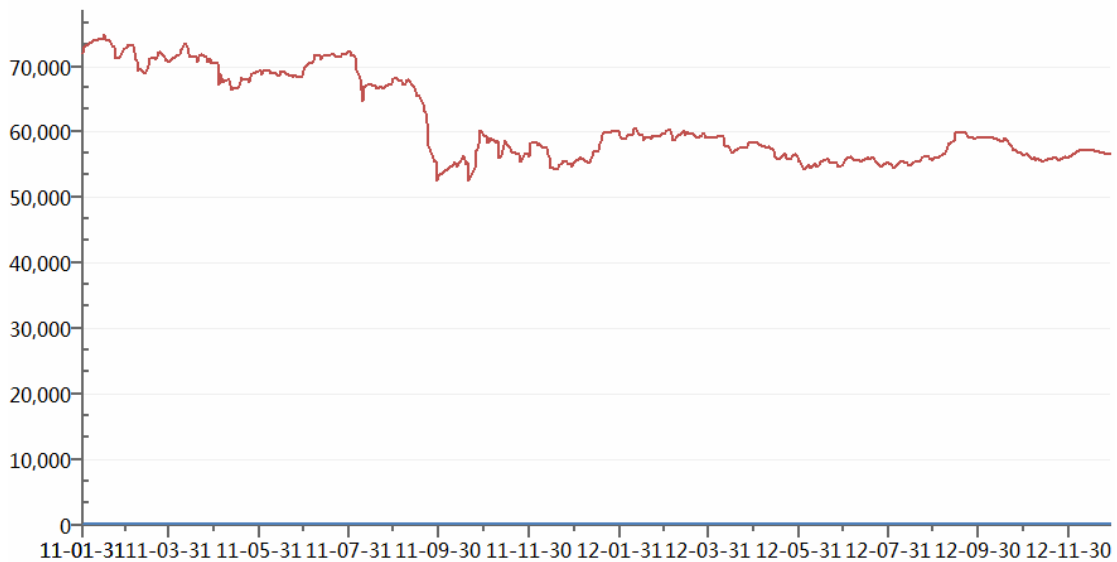
表 1 2011-2012 年公司主营业务收入按产品种类划分构成情况（单位：万元）

产品种类	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力电缆	581,894.76	9.93%	425,185.11	7.21%
电气装备用电缆	79,909.24	13.70%	87,549.37	15.90%
通信电缆及光缆	6,486.81	31.14%	5,566.26	24.65%
裸导体及其制品	159,786.98	0.90%	149,179.03	1.07%
合计	828,077.79	8.72%	667,479.76	7.12%

资料来源：公司提供

电线电缆是料重工轻的行业，其中，铜材是电线电缆企业最主要的原材料，一般要占成本的 75%左右。2012 年，铜材价格的整体运行区位大约在 55,000 元/吨—60,000 元/吨之间，明显低于 2011 年的价格运行区位。

图 1 2011-2012 年上海 1#电解铜现货月平均价格走势（单位：元/吨）



资料来源：WIND资讯

跟踪期内，公司的销售集中度有所提升，电力系统中标金额的大幅上升带动了公司营业收入的大幅上涨

公司目前的销售主要集中在华东地区，2012年度，华东地区收入增幅较大，达到29.00%，

收入占比也进一步提升，同比提升2.34个百分点。2012年公司的销售集中度有所提升，来自于华东地区的收入占公司主营业务收入比重的一半左右。

表 2 2011-2012 年公司主营业务收入按区域划分构成情况（单位：万元）

产品种类	2012 年		2011 年	
	收入	占比	收入	占比
华东地区	506,126.93	61.12%	392,349.14	58.78%
南方地区	99,239.13	15.55%	118,295.74	18.13%
西部地区	56,309.68	11.98%	11,686.66	17.72%
北方地区	128,802.39	6.80%	121,030.24	1.75%
出口	37,599.66	4.54%	24,117.98	3.61%
合计	828,077.79	100.00%	667,479.76	100.00%

资料来源：公司提供

2012年，公司主要产品的产销量实现了大幅增长，其中，电力电缆的产销量同比分别增长41.73%和41.59%，主要系公司当年度电力系统中标金额大幅上升；裸导体的产销量同比均增长41.84%，主要系公司当年度增加了销售力度，下游客户（主要是大型建筑施工单位）对于这两种电缆的订单量大幅增长所致。

由于公司客户主要为电力部门和大型建筑的施工部门。公司在与客户签订销售合同时，一般以铜（铝）杆的采购价格加上一定比例确定销售价格。由于客户所需电线电缆的规格、型号、长度不同，产品具有定制的特点，一般实行“以销定产”，因此公司近两年产销率均接近100%。

表 3 2011-2012 年公司主要产品的产量及销量情况

产品类别	产量		销量		比上年增减	
	2012 年	2011 年	2012 年	2011 年	产量	销量
电力电缆（公里）	309,865.04	218,628.53	308,283.53	217,727.82	41.73%	41.59%
电气装备用电缆（公里）	152,803.17	46,483.57	152,666.37	46,851.14	228.73%	225.85%
通信电缆（公里）	7,692.25	8,261.40	7,701.74	8,568.87	-6.89%	-10.12%
裸导体（吨）	36,309.00	25,598.09	36,309.00	25,598.09	41.84%	41.84%

注：电气装备用电缆具有多个型号，2012年半径较小、单位长度售价较低的型号销量大增，所以当年度的产销量以公里数衡量增长了超过200%

资料来源：公司提供

由于电力系统的市场需求量大且较为稳定，因此公司近年来尤其注重该市场的开发，目前成功开发了江苏、安徽、辽宁，陕西、河北、江西、上海市以及天津市电力公司等客户，公司力争使电力系统市场成为电力电缆销售的主渠道。2011年公司电力系统中标金额共计3.90亿元，2012年电力系统中标金额达到8.16亿元，同比增长了109.23%，增幅较大，2012

年的中标项目情况如表4所示。

电力系统中标金额的大幅增长带动了公司电力电缆业务的快速发展,2012年电力电缆产品的产销量实现了大幅上涨,成为公司最重要的收入和利润来源业务。2013年1-5月,公司电力系统中标金额已达到3.34亿元,预计未来一段时间内,电力系统客户将仍成为公司重要的收入和利润来源。

表 4 2012 年公司电力系统中标情况 (单位: 万元)

各省市电力公司	项目	中标包	标的总额
江西省电力公司	国网第一批	10kv 电力电缆包 4	398.76
辽宁省电力公司	国网第一批	控制电缆包 2、包 4	1,009.52
	辽宁省电力公司 2012 年第六批设备材料招标	控制电缆包 2	
河北省电力公司	国网第一批	10kv 电力电缆包 9	8,235.01
	河北省电力公司输变电项目 2012 年第三批设备材料招标	10kv 电力电缆、低压电缆	
	河北省电力公司居民小区配套 2012 年第一批设备材料协议库存招标项目	低压电缆、10kv 电缆	
江苏省电力公司	省招第一批	低压: 包 3、包 6; 架空: 包 7、包 22	21,934.96
	国网第二批	低压包 1、包 5	
	国网第四批	低压包 2	
	2012 年江苏省电力公司第一批协议物资库存	低压电力电缆、架空绝缘线	
	2012 年江苏省电力公司第五、六批设备材料招标项目	10-35kv 电力电缆	
	江苏省电力公司 2012 年新建居住区供配电项目所需物资协议库存	20kv 电力电缆	
	2012 年江苏省电力公司第七批物资采购项目	20-35kv 电力电缆	
	2012 年江苏省电力公司第三批协议库存招标	20-35kv 电力电缆; 控制电缆	
	2012 年用户出资供电项目第三批协议库存	10KV 电力电缆包 14	
安徽省电力公司	国网第二批	10kv 的包 1、包 2	3,629.00
	农网第一批	10kv 的包 3 (50%的量)	
	农维费项目	电力电缆包 1	
陕西省电力公司	国网第二批	控制包 1	1,043.10
西安供电公司	新建住宅供配电设施建设工程设备材料协议物资库存采购项目	10kv 电力电缆	

天津市电力公司	天津市城区电力公司第三批集中采购业扩工程	10kv 电力电缆	5,743.00
	2012 年天津市电力公司第一批协议物资库存招标项目	低压电力电缆	
	天津市城区电力公司第三批集中采购业扩工程	10kv 电力电缆	
上海市电力公司	上海市电力公司 2012 年用户出资类营销项目招标	35kv 电力电缆、10kv 电力电缆、低压光纤复合电缆	21,517.82
	上海市电力公司 2013 年浦东高科西路充电站项目 低压电力线缆等设备竞争性谈判项目	低压电力电缆	
浙江省电力公司	浙江省电力公司 2012 年主要设备材料第三批招标项目	低压电力电缆	1,177.85
湖北省电力公司	2012 年新建住宅配套及城市配网协议库存暨城市配网建设与改造项目 2012 年第一批设备材料协议库存招标采购项目	10kv 电力电缆	10,410.87
	湖北省电力公司 2013 年住宅配套工程第一批设备材料协议库存招标采购项目	10kv 电力电缆	
重庆市电力公司	2012 年重庆市农网升级改造第三批协议物资库存	10kv 电力电缆	5,677.73
山东省电力公司	山东省电力公司 2012 年第二批农网改造升级设备材料协议库存招标	低压电力电缆	775.37
总计			81,552.98

资料来源：公司提供

受风电、光伏、造船等行业持续低迷影响，公司目前主要的投资项目进度落后且未来收益情况面临较大的不确定性

目前公司主要的投资项目包括：风电、核电与太阳能新能源用特种电缆项目、海洋工程、舰船及变频器用特种电缆项目、铁路及轨道交通机车车辆用特种电缆项目和电线电缆研发检测中心项目，均为公司于 2011 年非公开发行的募投项目。以上四个项目的投资资金基本来自于募投资金，公司目前基本无自筹资金压力。除电线电缆研发检测中心项目不直接产生效益以外，风电、核电与太阳能新能源特种电缆项目，海洋工程、舰船及变频器用特种电缆项目，铁路及轨道交通机车车辆用特种电缆项目建成一年后达产。

但目前公司的募投项目目前建设进度已明显落后，并且产生的收益也未达到实际效果。截至 2012 年末，风电、核电与太阳能新能源用特种电缆项目已完工，当年度产生收益 215 万元，受风电、光伏以及核电市场的持续低迷影响，项目目前产生的收益未能达到预期效果。海洋工程、舰船及变频器用特种电缆项目已投资 4,161.52 万元，实施进度达到 12.39%，目前造船行业整体处于下行态势，行业盈利能力整体下滑较为严重，对于电缆的需求量也明显下降，因此公司放慢了对于该项目的投资进度。铁路及轨道交通机车车辆用特种电缆项目和

电线电缆研发检测中心项目建设目前尚未投资建设，这两个项目均落后于计划进度。

整体来看，目前公司主要的投资项目受到风电、光伏、核电、造船等行业持续下行的不利影响较大，已投产的项目收益未能达到预期效果，未建成项目的投资进度明显落后于计划进度，未来的收益状况面临较大的不确定性。

由于风电、核电与太阳能新能源用特种电缆项目节余募集资金 8,147.88 万元，公司拟安排子公司扬州宝胜铜业有限公司（以下简称“宝胜铜业”）从美国南线或德国西马克公司进口连铸连轧铜杆生产线，该设备目前的市场价格约为 1.17 亿元，其中由公司使用节余募集资金向宝胜铜业增资投入 8,147.88 万元，其余所需资金由宝胜铜业自筹。购买进口连铸连轧铜杆生产线，有利于满足公司以上募投项目对特种电线电缆导体的产品质量和交货期的要求；此外，购买进口连铸连轧铜杆生产线，可以向上延长电缆的产业链，提高对废铜的利用率，提高铜材使用效率，与对外采购铜杆相比可以降低公司的产品生产成本。

表 5 截至 2012 年末公司主要在建及拟建项目的情况（单位：万元）

项目名称	预计投资总额	已投资金额	项目进度
风电、核电与太阳能新能源用特种电缆项目	27,153.58	19,005.70	100.00%
海洋工程、舰船及变频器用特种电缆项目	33,583.70	4,161.52	12.39%
铁路及轨道交通机车车辆用特种电缆项目	18,151.90	0.00	0.00%
电线电缆研发检测中心项目	6,224.56	0.00	0.00%
合计	85,113.74	23,167.22	-

资料来源：公司提供

四、财务分析

（一）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 2012 年审计报告以及未经审计的 2013 年一季度财务报表。2011 年的财务数据使用的是 2012 年审计报告的年初数据，2012 年的财务数据使用的是 2012 年审计报告的年末数据。财务报告均按照新会计准则编制。

2012年，公司新增合并单位3家，原因为：当年度发生非同一控制合并单位1家、新设立

子公司2家，具体情况如下表所示。

表 6 本期新纳入合并范围的主体（单位：万元）

名称	期末净资产	本期净利润
宝胜（山东）电缆有限公司	20,471.11	-569.65
宝胜（香港）进出口有限公司	126.90	63.70
宝胜（上海）电线电缆销售有限公司	1,000.19	0.19

资料来源：公司提供

（二）财务状况

跟踪期内，公司资产规模快速增长，但应收类账款占比过大不但占用了公司资金，也加大了销货款的回收风险；业务规模的快速扩张使得营业收入大幅上升，盈利能力明显提升；公司经营活动现金流表现较上年明显好转；公司负债水平持续增长，债务规模较大，未来面临较大的偿付压力

随着公司业务规模的扩大，近两年又一期公司的总资产规模快速增长，截至2013年3月末，公司总资产规模已达到63.41亿元，较2011年末增长37.81%。

2012年末，公司货币资金余额增长较多，主要系当期末银行借款大幅增长所致，其中，包括2.60亿元的银行承兑汇票保证金、信用证保证金等使用受限的资金；2013年3月6日，公司成功发行6亿元公司债券，公司将收到的募集资金全部用来偿还了银行借款。2012年末，应收票据同比增长19.89%，主要系当年度以银行承兑汇票结算销货款增加；应收账款同比增长34.28%，主要系当期电缆销量增加导致应收账款相应增加；存货同比增长20.21%，主要系在产品 and 库存商品增长较多所致，由于当年度公司生产规模大幅增长导致。

近两年又一期，公司应收类账款（应收账款+应收票据+其他应收款）分别为221,868.06万元、264,065.32万元及303,911.91万元，应收类账款总额呈逐年增加的趋势，应收类账款占资产总额的比例分别为48.22%、44.56%及47.93%，占比较大。公司近年来应收类账款迅速增长的主要原因包括：一是电线电缆行业是典型的料重工轻的资金密集型行业，且随着近年来行业竞争的不断加剧，公司为了扩大市场占有率，较多地运用商业信用促销，因此随着公司销售规模扩大，应收账款规模也不断增长；二是公司的市场定位是国家重点工程和电力行业重点用户，受2009年以来国家宏观调控的影响，此类客户的结算周期相对延长，同时大量的履约保证金、质量保证金沉淀，导致应收类账款期末余额大幅度增加。若市场环境恶化或主要客户的资金周转困难不能及时支付货款，公司应收类账款有可能继续增加，影响公司的

资金流动性；若应收款的企业出现清算、撤销等重大事项，公司应收类账款还存在不能正常回收的风险，从而有可能影响到公司的财务稳定性。

2012年末，公司固定资产余额为65,362.90万元，主要为生产经营所需的机器设备与房屋建筑物等，当年度同比增长23.68%，系当期由在建工程转入所致，尚有2,381.84万元的固定资产尚未办妥产权证书。在建工程主要有特种电缆项目等，随着逐步投资，该科目呈稳定增长态势。无形资产主要为土地使用权等，2012年末公司无形资产同比增长39.23%，主要是当年度购买了生产经营用地地块的土地使用权所致。

表 7 近两年又一期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	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	120,806.15	19.05%	134,045.64	22.62%	93,470.00	20.31%
应收票据	38,215.41	6.03%	27,278.28	4.60%	22,752.79	4.94%
应收账款	253,754.97	40.02%	227,179.75	38.34%	188,978.52	41.07%
存货	79,263.01	12.50%	76,218.22	12.86%	44,694.84	9.71%
流动资产合计	514,236.40	81.10%	479,182.70	80.87%	376,280.81	81.78%
固定资产	64,976.95	10.25%	65,362.90	11.03%	52,848.03	11.49%
在建工程	24,637.62	3.89%	17,859.80	3.01%	7,572.08	1.65%
无形资产	26,358.25	4.16%	26,493.78	4.47%	19,028.57	4.14%
非流动资产合计	119,861.58	18.90%	113,388.35	19.13%	83,836.62	18.22%
资产总计	634,097.98	100.00%	592,571.05	100.00%	460,117.43	100.00%

资料来源：公司提供

收入方面，2012年，随着营业规模的扩张，公司主营业务收入呈现快速增长态势，当年度实现营业收入85.69亿元，同比增长23.57%；实现利润总额1.23亿元，同比增长434.56%；实现净利润0.96亿元，同比增长433.40%。2012年公司营业收入大幅增长主要系当年度电力系统市场的开发取得突破性进展，全年共成功开发了全国31个省级电力公司中的14家，新签订单近15亿元，其中省级电力公司新签订单超过8亿元。电力系统中标金额的大幅增长带动了公司电力电缆业务的快速发展，2012年电力电缆产品的产销量实现了大幅上涨，成为公司最重要的收入和利润来源业务。2013年1-5月，公司电力系统中标金额已达到3.34亿元，预计未来一段时间内，电力系统客户将仍成为公司主要收入和利润的来源。

从毛利率情况看，2012年公司主要产品的毛利率有所上升，主要是因为当年度主要原材料铜材的价格总体运行水平较上年有所降低，导致生产成本同比下降所致。铜材是电线电缆企业最主要的原材料，一般要占成本的75%左右。2012年，铜材价格的整体运行区位大

约在 55,000 元/吨—60,000 元/吨之间，明显低于 2011 年的价格运行区位。

整体看来，公司的盈利能力相对偏弱，2012 年与公司产品类似或经营模式可比电线电缆类上市公司主要盈利指标比较情况如下表所示。

表 8 近两年又一期公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
营业收入	208,175.73	856,947.47	693,512.09
营业利润	1,678.54	10,537.27	730.00
营业外收入	404.92	2,234.55	1,634.71
利润总额	2,060.97	12,344.91	2,309.37
净利润	1,675.20	9,593.50	1,798.56
综合毛利率	7.29%	8.51%	6.72%
期间费用率	6.42%	6.78%	6.15%
总资产回报率	-	5.75%	2.94%

资料来源：公司提供

表 9 近三年同类上市公司主要盈利指标比较

序号	对比公司	销售毛利率		
		2012 年	2011 年	2010 年
1	南洋股份	14.18%	14.14%	15.37%
2	万马电缆	15.74%	14.29%	14.51%
3	太阳电缆	11.77%	11.12%	12.80%
4	中超电缆	15.98%	16.37%	15.86%
5	汉缆股份	14.98%	16.66%	21.42%
6	金杯电工	11.51%	10.87%	12.59%
	宝胜股份	8.51%	6.72%	8.75%

数据来源：WIND 资讯

从经营活动现金流来看，跟踪期内，公司的经营活动现金流表现相对较好。2012 年，随着公司净利润的大幅增长，当年度 FFO 金额同比上升较多，表明其主营业务现金生成能力有所提升。另外，2012 年公司的存货和经营性应收项目金额的增速低于经营性应付项目的增速，导致当年度经营活动产生的现金流净额为 31,732.64 万元，较 2011 年明显好转。

从投资活动现金流来看，2012 年公司投资活动现金流出净额同比增加 22,647.58 万元，主要系当年度对于在建项目的投资所致。目前公司在建、拟建项目投资规模相对较大，未来随着募投项目的建设，公司仍将有较大规模的投资活动现金流出，主要使用所募集的资金，自筹资金压力较小。

由于公司目前处于业务扩张期，资金需求量较大，因此近两年公司筹资活动持续呈现净

流入状态。公司筹资活动现金流入主要为非公开定向募集资金和公司为满足日常经营需要向银行借款收到的现金。

表 10 2011-2012 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	9,593.50	1,798.56
非付现费用	11,497.71	9,816.75
非经营损益	16,550.76	7,133.33
FFO	37,641.97	18,748.65
营运资本变化	-5,051.46	-59,750.85
其中：存货减少（减：增加）	-29,659.35	-19,611.87
经营性应收项目的减少（减：增加）	-154,890.08	-75,652.60
经营性应付项目增加（减：减少）	179,497.97	35,513.62
其他	-857.87	1,405.74
经营活动现金流量净额	31,732.64	-39,596.47
投资活动的现金流量净额	-31,454.19	-8,806.61
筹资活动产生的现金流量净额	38,841.35	101,893.68
现金及现金等价物净增加额	39,717.77	52,397.99

资料来源：公司提供

随着经营规模的扩张，近两年又一期，公司负债规模持续扩张，2013年3月末，负债总额达到43.43亿元，比2011年末增长了52.02%。从负债结构上看，随着2013年6亿元公司债券的成功发行，公司的非流动负债占比明显提升。

2012年末，短期借款同比增长46.43%，全部为保证借款；应付票据为采购原材料应付项目，近年来公司更多的利用银行给予公司的授信额度以及融资利率优惠，以应付票据方式结算货款，减少经营现金流量支出；应付账款主要为应付原材料款等，同比增长66.27%，主要系营业规模扩张所致，1年以内账龄的部分占比93.24%；预收款项主要由和客户签订销售合同后收到的预收合同款形成，此部分无实际偿还压力；其他应付款主要包括公司向宝胜集团有限公司（以下简称“宝胜集团”）应付的购买土地款等，超过50%以上账龄为一年期以上；应付债券为公司2013年度发行的公司债券。

跟踪期内，公司加大了筹资力度，主要是为未来持续扩大生产规模做准备，截至2013年3月末，公司债务余额规模较大，其中，有息债务规模达到了19.80亿元，大部分是短期有息负债，公司未来面临较大的短期债务偿付压力。

表 11 近两年又一期公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	137,889.98	31.75%	170,357.91	43.38%	116,340.40	40.72%
应付票据	126,648.00	29.16%	118,778.00	30.24%	82,334.01	28.82%
应付账款	47,902.15	11.03%	45,123.58	11.49%	27,138.68	9.50%
预收款项	32,937.17	7.58%	32,652.77	8.31%	31,211.72	10.93%
其他应付款	27,597.05	6.35%	24,853.07	6.33%	27,681.48	9.69%
流动负债合计	372,784.49	85.84%	390,982.34	99.55%	285,685.91	100.00%
应付债券	59,546.33	13.71%	-	-	-	-
非流动负债合计	61,512.16	14.16%	1,756.95	0.45%	-	-
负债总额	434,296.65	100.00%	392,739.29	100.00%	285,685.91	100.00%

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，跟踪期内，公司对外融资力度加大，负债总额持续上升，2013年3月末资产负债率已上升为68.49%，整体看来公司负债水平较高，面临较大的短期债务压力。流动负债规模的快速上升使得当年度的流动比率和速动比率有所下降。2012年公司盈利水平明显提升，使得当年度的EBITDA和EBITDA利息保障倍数均有所提升，但依旧处于较低水平。总体看来公司的偿付压力较大。

表 12 近两年又一期公司偿债能力指标

项目	2013年3月	2012年	2011年
资产负债率	68.49%	66.28%	62.09%
流动比率	1.38	1.23	1.32
速动比率	1.17	1.03	1.16
EBITDA（万元）	-	37,914.50	18,642.38
EBITDA 利息保障倍数	-	2.12	2.01

资料来源：公司提供

五、跟踪期担保方业务情况

跟踪期内，担保方经营状况总体较为良好，对本期债券的偿还提供了一定的保障

本期债券由宝胜集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

宝胜集团持有宝胜股份的股权比例为 35.66%，下属主要子公司包括宝胜股份、江苏宝胜电气股份有限公司、江苏宝胜置业有限公司、江苏宝胜建筑装璜安装工程有限公司、江苏宝胜物流有限公司和扬州宝胜酒店管理有限公司。目前宝胜集团主要的营业收入来源于宝胜

股份和江苏宝胜电气股份有限公司等。

跟踪期内，宝胜集团的经营状况较为良好，2012年，主营业务收入呈现快速增长态势，当年度实现营业收入 88.12 亿元，同比增长 23.10%；实现利润总额 1.43 亿元，同比增长 432.46%；实现净利润 1.10 亿元，同比增长 608.70%。同时，宝胜集团的经营活动现金流表现较 2011 年明显好转，当年度实现经营活动产生的现金流净额为 29,425.38 万元，为生产经营活动提供了较为充裕的资金。

但同时，我们也关注到，受风电、光伏、造船等行业持续低迷影响，宝胜集团目前主要的投资项目进度落后且未来收益情况面临较大的不确定性；应收类账款占比过大不但占用了公司资金，也加大了销货款的回收风险；与其他同类上市公司相比，宝胜集团的盈利能力偏弱；宝胜集团债务余额规模增幅较大，目前资产负债率相对较高；短期有息债务规模较大，未来面临较大的短期债务偿付压力。

截至 2012 年末，宝胜集团总资产为 707,860.17 万元，归属于母公司所有者权益为 158,826.13 万元；2012 年度，宝胜集团实现营业收入 881,184.45 万元，利润总额为 14,290.98 万元，经营活动产生的现金流量净额为 29,425.38 万元。

表 13 2010-2012 年宝胜集团主要财务指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	707,860.17	538,665.51	423,609.17
归属于母公司所有者权益（万元）	158,826.13	109,695.63	114,177.06
资产负债率	56.50%	55.50%	59.03%
流动比率	1.34	1.47	1.32
速动比率	1.14	1.30	1.21
营业收入（万元）	881,184.45	715,808.86	598,275.84
政府补助（万元）	703.04	1,450.82	1,594.40
营业利润（万元）	11,166.08	824.59	15,140.62
利润总额（万元）	14,290.98	2,683.94	17,527.75
综合毛利率	8.03%	6.49%	9.08%
总资产回报率	3.84%	1.89%	5.14%
EBITD（万元）	33,489.52	18,215.30	29,862.21
EBITDA 利息保障倍数	3.48	2.85	7.02
经营活动现金流净额（万元）	29,425.38	-37,275.78	4,095.64

资料来源：宝胜集团审计报告

总体看来，跟踪期内，宝胜集团经营状况良好，能对本期债券的偿还提供一定的保障。

六、评级结论

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，产销情况较为良好，盈利能力有所提升；公司经营活动现金流表现同比明显好转，为生产经营活动提供了较为充裕的资金；担保方宝胜集团经营状况良好，收入持续增长，对本期债券的偿还提供了一定的保障。

但我们同时也关注到，受风电、光伏、造船等行业持续低迷影响，公司目前主要的投资项目进度落后且未来收益情况面临较大的不确定性；公司应收类账款占比过大不但占用了公司资金，也加大了销货款的回收风险；与其他同类上市公司相比，公司的盈利能力偏弱；公司债务余额规模增幅较大，目前资产负债率相对较高；公司的短期有息债务规模较大，未来面临较大的短期债务偿付压力。

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

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
货币资金	120,806.15	134,045.64	93,470.00
应收票据	38,215.41	27,278.28	22,752.79
应收账款	253,754.97	227,179.75	188,978.52
预付款项	5,082.67	1,159.76	7,234.35
其他应收款	11,941.53	9,607.29	10,136.75
存货	79,263.01	76,218.22	44,694.84
其他流动资产	5,172.66	3,693.75	9,013.56
流动资产合计	514,236.40	479,182.70	376,280.81
固定资产	64,976.95	65,362.90	52,848.03
在建工程	24,637.62	17,859.80	7,572.08
无形资产	26,358.25	26,493.78	19,028.57
长期待摊费用	16.88	9.86	0.00
递延所得税资产	3,826.28	3,616.40	4,387.93
其他非流动资产	45.60	45.60	0.00
非流动资产合计	119,861.58	113,388.35	83,836.62
资产总计	634,097.98	592,571.05	460,117.43
短期借款	137,889.98	170,357.91	116,340.40
应付票据	126,648.00	118,778.00	82,334.01
应付账款	47,902.15	45,123.58	27,138.68
预收款项	32,937.17	32,652.77	31,211.72
应付职工薪酬	732.21	395.35	356.59
应交税费	-922.08	-1,178.34	-276.97
其他应付款	27,597.05	24,853.07	27,681.48
流动负债合计	372,784.49	390,982.34	285,685.91
长期借款	600.00	600.00	0.00
应付债券	59,546.33	0.00	0.00
专项应付款	300.00	0.00	0.00
递延所得税负债	255.83	346.95	0.00
其他非流动负债	810.00	810.00	0.00
非流动负债合计	61,512.16	1,756.95	0.00
负债合计	434,296.65	392,739.29	285,685.91
实收资本(或股本)	30,473.15	30,473.15	20,315.43
资本公积金	95,445.67	97,151.30	99,463.49
盈余公积金	9,189.82	9,189.82	8,385.26
未分配利润	57,198.25	55,522.13	46,267.33

外币报表折算差额	-0.63	-0.63	0.00
归属于母公司所有者权益合计	192,306.26	192,335.77	174,431.52
少数股东权益	7,495.07	7,495.99	0.00
所有者权益合计	199,801.33	199,831.76	174,431.52
负债和所有者权益总计	634,097.98	592,571.05	460,117.43

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
一、营业总收入	208,175.73	856,947.47	693,512.09
营业收入	208,175.73	856,947.47	693,512.09
二、营业总成本	206,497.19	846,931.68	692,782.09
营业成本	193,006.37	784,033.32	646,877.22
营业税金及附加	125.43	986.93	530.29
销售费用	6,658.56	28,947.57	22,111.18
管理费用	3,641.39	12,684.17	9,853.31
财务费用	3,065.44	16,432.32	10,669.15
资产减值损失	0.00	3,847.37	2,740.94
投资净收益	0.00	521.48	0.00
三、营业利润	1,678.54	10,537.27	730.00
加：营业外收入	404.92	2,234.55	1,634.71
减：营业外支出	22.49	426.91	55.33
其中：非流动资产处置净损失	0.00	415.85	21.72
四、利润总额	2,060.97	12,344.91	2,309.37
减：所得税	385.77	2,751.41	510.81
五、净利润	1,675.20	9,593.50	1,798.56
减：少数股东损益	-0.92	-465.85	0.00
归属于母公司所有者的净利润	1,676.12	10,059.36	1,798.56

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	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	193,166.27	873,440.58	749,975.04
收到的税费返还	1,423.88	2,209.59	503.02
收到其他与经营活动有关的现金	3,288.57	28,186.90	29,996.60
经营活动现金流入小计	197,878.72	903,837.08	780,474.66
购买商品、接受劳务支付的现金	209,748.92	788,255.88	742,791.26
支付给职工以及为职工支付的现金	4,690.17	18,123.79	13,501.96
支付的各项税费	1,791.06	10,211.51	9,095.67
支付其他与经营活动有关的现金	10,927.49	55,513.26	54,682.24
经营活动现金流出小计	227,157.64	872,104.43	820,071.13
经营活动产生的现金流量净额	-29,278.91	31,732.64	-39,596.47
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	50.00	13.82	8.53
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	1,020.16	0.00
投资活动现金流入小计	50.00	1,033.98	8.53
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7,957.31	31,240.88	8,815.14
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	1,247.29	0.00
投资活动现金流出小计	7,957.31	32,488.17	8,815.14
投资活动产生的现金流量净额	-7,907.31	-31,454.19	-8,806.61
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	59,260.00	0.00	82,490.11
取得借款收到的现金	54,546.16	257,131.77	197,372.73
筹资活动现金流入小计	113,806.16	257,131.77	279,862.84
偿还债务支付的现金	87,014.08	202,512.80	166,642.89
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,892.91	15,777.61	11,326.27
筹资活动现金流出小计	89,907.00	218,290.41	177,969.16
筹资活动产生的现金流量净额	23,899.16	38,841.35	101,893.68
四、汇率变动对现金的影响	47.57	597.96	-1,092.61
五、现金及现金等价物净增加额	-13,239.49	39,717.77	52,397.99
期初现金及现金等价物余额	134,045.64	68,312.46	15,914.48
期末现金及现金等价物余额	120,806.15	108,030.23	68,312.46

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2012年	2011年
净利润	9,593.50	1,798.56
加：资产减值准备	3,847.37	2,740.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,036.76	6,610.47
无形资产摊销	538.17	465.34
长期待摊费用摊销	75.40	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	185.12	-366.08
固定资产报废损失	3.29	0.00
财务费用	15,765.35	8,168.85
投资损失	-521.48	0.00
递延所得税资产减少	771.53	-669.44
递延所得税负债增加	346.95	0.00
存货的减少	-29,659.35	-19,611.87
经营性应收项目的减少	-154,890.08	-75,652.60
经营性应付项目的增加	179,497.97	35,513.62
其他	-857.87	1,405.74
经营活动产生的现金流量净额	31,732.64	-39,596.47
现金的期末余额	108,030.23	68,312.46
减：现金的期初余额	68,312.46	15,914.48
现金及现金等价物净增加额	39,717.77	52,397.99

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
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	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人长期信用等级符号及定义

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

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

三：展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

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

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

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

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

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。