

广州毅昌科技股份有限公司
2012 年公司债券(第一期)
2014 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。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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。



广州毅昌科技股份有限公司

2012 年公司债券（第一期）2014 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：负面

债券剩余规模：3 亿元

债券到期日期：2018 年 3 月 12 日

评级日期：2014 年 06 月 13 日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：负面

债券剩余规模：3 亿元

评级日期：2013 年 06 月 27 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对广州毅昌科技股份有限公司（以下简称“毅昌股份”或“公司”）及其发行的 2012 年公司债券（第一期）的 2014 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调为 AA-，发行主体长期信用等级下调为 AA-，评级展望维持为负面。

主要财务指标：

项目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	325,488.85	333,830.23	315,079.18	301,733.18
归属于母公司所有者权益（万元）	153,905.45	155,476.17	160,759.89	158,283.82
有息债务（万元）	89,658.68	87,506.65	90,636.84	87,685.17
资产负债率	51.97%	52.65%	47.96%	46.31%
流动比率	1.66	1.64	1.53	1.64
速动比率	1.26	1.25	1.14	1.27
营业收入（万元）	61,742.46	273,504.95	223,421.91	216,955.10
营业利润（万元）	-2,243.22	-10,300.30	1,103.89	2,523.44
利润总额（万元）	-1,967.86	-7,229.74	3,767.34	4,279.04
综合毛利率	9.55%	9.22%	13.38%	12.77%
总资产回报率	-	-1.35%	2.33%	2.36%
EBITDA 利息保障倍数	-	2.09	4.59	5.73
经营活动现金流净额（万元）	4,874.80	11,387.36	15,712.46	-10,037.87

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 1-3 月份财务报表

正面：

- 跟踪期，受益于一体机市场需求的增长，公司收入保持增长态势；
- 跟踪期，公司加大了研发投入力度，较强的研发能力为公司持续发展提供了良好的技术支持；
- 汽车结构件是公司近年重点发展产品，2013年市场开拓效果开始显现，未来有望成为公司新的利润增长点。

关注：

- 受国内经济增速放缓、家电补贴政策退出以及前期需求有所透支等因素影响，公司所处行业经营压力加大；
- 受不利市场环境影响，公司主要产品毛利率下降，出现较大幅度亏损，后续能否改善有待观察；
- 2013年公司汽车结构件业务规模不大，未来能否有效改善公司业绩仍存在不确定性，仍存在新业务拓展风险；
- 跟踪期，原材料价格上涨、折旧及期间费用的增加给公司成本、费用控制带来一定压力；
- 公司应收账款余额增长幅度较大，应收账款回收风险可能有所加大；
- 公司有息债务规模相对较大，存在一定的债务压力。

分析师

姓名： 贺亮明 王一峰

电话： 0755-82872242

邮箱： helm@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2012年12月19日，本期债券经中国证监会“证监许可[2012]1712号”文核准公开发行，核准规模为不超过6亿元。本期债券分期发行，2013年3月12日，公司公开发行第一期3亿元公司债券，发行利率为5.95%，扣除发行费用后，募集资金净额29,550万元。

上一跟踪期，本期债券募集资金已经使用完毕，其中29,500万元用于偿还银行借款，50万元用于补充公司日常营运资金。

2014年3月12日公司已经按期支付本期债券第一期利息，利息支付额为1,785万元。

二、发行主体概况

跟踪期，公司股本、控股股东及实际控制人未发生变化，广州市高金技术产业集团有限公司仍为公司控股股东，自然人冼燃、凤翔、戴耀花、李学银4人为公司实际控制人。跟踪期，因任期届满，公司董事会成员有所变化，原董事长冼燃、董事王雅涛及3名独立董事任期届满离任。2013年末公司合并报表范围变化情况如表1所示。

表1 2013年末公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2013年末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
广州恒佳精工科技有限公司	100%	1,000	电器机械、五金、电子产品、模具、橡胶制品、塑料制品、高分子材料的技术开发、研究、技术咨询、加工、制造、销售及售后维护	新设
蒙城毅昌科技有限公司	100%	2,000	汽车零部件制造、销售等	新设
广州毅昌模板工程有限公司	100%	1,000	房屋建筑业	新设
沈阳毅昌科技发展有限公司	100%	1,800	改性塑料材料、钣金材料及其制品的研发、销售等	新设
2、2013年末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
上海印姿美装饰材料有限公司	87.2%	1,171.88	彩晶玻璃等产品制造、销售等	股权转让
合肥印姿美装饰材料有限公司	87.2%	100	彩晶玻璃等产品制造、销售等	股权转让
厦门一创科技有限公司	100%	100	电视机结构件、汽车零件等产品研发和制造	注销

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总额为 325,488.85 万元，归属于母公司的所有者权益为 153,905.45 万元，资产负债率为 51.97%；2013 年度，公司实现营业收入 273,504.95 万元，利润总额-7,229.74 万元，经营活动现金流净额 11,387.36 万元。

三、运营环境

受国内经济增速放缓、家电补贴政策退出以及前期需求有所透支等因素影响，我国电视机需求增速放缓，2013 年首次出现电视机产量同比下降，电视机外观结构件行业经营压力加大

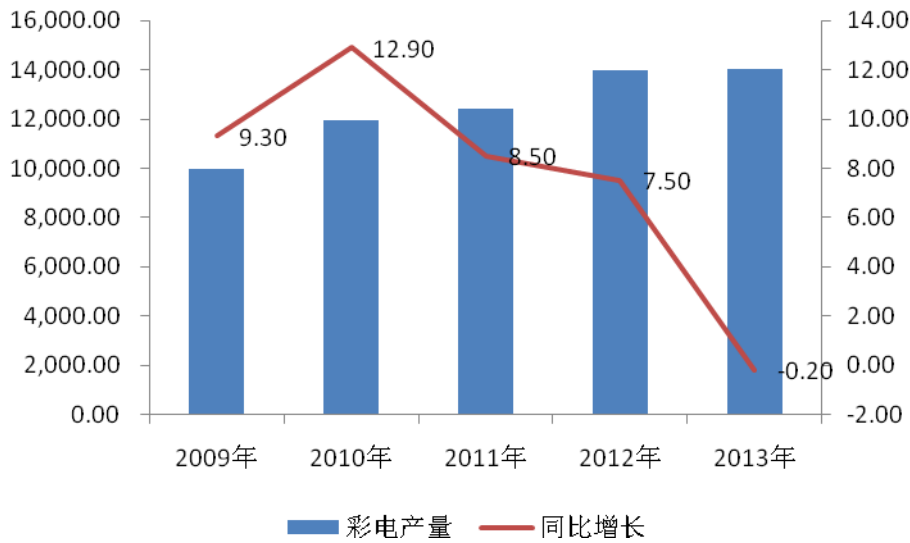
电视机外观结构件行业发展与电视机行业密切相关，我国电视机行业自 20 世纪 80 年代引入第一条彩电生产线后开始形成规模，涌现出长虹、TCL 等大批国产品牌电视整机厂，90 年代中期开始，我国的电视机产量开始稳居世界首位并保持至今。

前些年，受益于经济的高速发展，我国居民消费能力持续提升，同时恰逢国内房地产行业快速发展、电视机产品的更新换代加快，以及国家对家电行业补贴力度较大，我国电视机需求量持续保持快速增长，而我国制造业低成本优势也带动了电视机出口需求的增加，因此我国彩电生产规模持续保持快速增长。

但电视产品本身并非消耗性产品，一台电视少则 3 年多则 10 年的寿命，电视机需求在经历了一轮快速增长后，市场存在一定的透支现象，市场容量已经趋于饱和；同时随着近些年我国经济增速放缓、房地产市场调控以及家电下乡、节能补贴等政策的逐步退出等因素影响，近些年我国电视机需求开始有所放缓，反映到电视机生产量上，2011 年开始我国彩电产量增速放缓，而 2013 年产量出现下降。

电视机结构件行业作为电视整机的配套行业，传导效应导致 2013 年电视机结构件行业整体经营压力较大。在我国经济增速放缓背景下，在出现新一轮电视机产品升级换代前，预计未来一段时间我国电视机需求量仍将保持低速增长甚至下滑的态势，从而对电视机外观结构件行业产生不利影响。

图1 2009-2013年我国彩电产量及同比增长情况（万台，%）



资料来源：wind 资讯

四、经营与竞争

公司主要产品为电视机结构件、白色家电结构件以及汽车结构件，其中电视机结构件为公司收入主要来源产品，2013 年公司实现主营业务收入 250,238.76 万元，同比增长 18.20%。2013 年公司电视机结构件收入增长幅度较大，主要原因是 2013 年公司一体机销售收入大幅增长，全年一体机销售额约 4.7 亿元，而 2012 年一体机仅小批量生产。2013 年电视机结构件毛利率为 10.15%，相比 2012 年下降 4.24 个百分点，下降原因主要包括：电视机整机行业表现低迷，导致公司接单毛利下降；一体机由于显示屏等重要部件需要外购，且显示屏基本被国外大型供应商控制，导致一体机毛利率水平较低；材料价格的上涨。2013 年公司白电结构件收入基本稳定，但该产品以加工为主，毛利率水平相对更易受不利经济环境影响，2013 年该产品毛利率仅 5.44%。汽车结构件是公司近年重点发展产品，随着市场开拓效果的显现，该产品 2013 年销售收入增长幅度较大，2013 年公司汽车结构件销售收入 16,506.90 万元，同比增长 108.90%。

公司其他产品主要包括模具等产品，2013 年其他产品收入下降，主要是公司跟踪期处置了子公司上海印姿美装饰材料有限公司，不再合并该公司实现的彩晶玻璃销售收入。同样受行业景气度不佳影响，其他产品毛利率有所下降。

表 2 近年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率

黑电	169,837.53	10.15%	139,221.04	14.39%
白电	54,319.93	5.44%	51,867.86	10.92%
汽车	16,506.90	15.80%	7,901.67	16.63%
其他	9,574.40	5.29%	12,718.36	13.31%
合计	250,238.76	9.32%	211,708.92	13.56%

注：黑电为电视机结构件（含一体机），白电包括空调结构件、冰箱结构件、洗衣机结构件，汽车为汽车结构件，其他产品则以模具为主。

资料来源：公司审计报告

电视机结构件是公司核心产品，受益于一体机产品销售的增长，2013 年电视机结构件收入有所增长；但受不利市场环境的影响，订单毛利下降，公司经营整体表现欠佳

由于公司白电结构件以加工为主，盈利空间小；而汽车结构件业务尚处于起步阶段，前期投入规模较大，效益尚未体现；目前电视机结构件依然是公司现阶段核心产品。2013 年受电视机整机行业表现较为低迷影响，公司传统电视机结构件产品受到一定的不利影响。面对 2013 年一体机产品需求增长的市场机遇，为适应市场需求，公司积极调整产品结构，加大了内部一体机资源的整合及投入，2013 年公司电视机结构件产、销量分别增长 26.25%、26.12%，增长部分主要来源于一体机产品。

2013 年公司一体机销售收入大幅增长，全年实现一体机销售额约 4.7 亿元，在一一体机销售的带动下，2013 年公司电视机结构件销售收入依然保持了稳定增长态势。经过 2013 年的资源整合和调整，公司主要生产基地已具备相应的一一体机生产能力，能为公司后续一体机市场的增长提供相应的支持。

表 3 近年公司电视机结构件产能及产销量情况

产品	项目	2013年	2012年	同比增长
电视机结构件	设计产能（万套/年）	1,500	1,100	18.18%
	产量（万套）	1,163	922	26.25%
	销量（万套）	1,156	916	26.12%

资料来源：公司提供

由于电视机整机行业利润空间降低，传导效应导致公司电视机结构件接单毛利下降；同时新品一体机由于显示屏等价值较高的配件需要外购，经过公司核算，2013 年一体机毛利率约 5.77%。受上述因素影响，2013 年电视机结构件毛利率水平较低，仅为 10.15%。受盈利主要来源的电视机结构件产品盈利能力下滑影响，2013 年公司经营表现不佳，出现较大幅度亏损。此外，我们关注到，随着公司上市募投项目的投产，2013 年公司电视机结构件产能规模达到 1,500 万套/年，相比 2012 年增加 400 万套/年，但部分新增产能项目经济效益欠佳。

在整机行业经营压力依然较大情况下，公司新增产能能否得到市场的进一步消化以及业绩能否得到有效改善有待进一步观察。此外，在整机行业经营压力加大背景下，导致公司部分应收账款回收时间也存在延长情况，近期公司应收账款余额规模持续保持较大规模，其相应的回收风险存在加大的可能。

表 4 截至 2013 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资额	已投资额	2013 年实现效益
安徽毅昌年产 200 万套高端电视机结构件二期建设项目	14,307.00	10,846.98	-894.04
江苏毅昌年产 300 万套高端电视机外观结构件建设项目	17,106.00	16,754.85	1,137.68
高速精密模具厂建设项目	13,943.00	13,973.93	不适用
芜湖毅昌汽车内外饰件、家电结构件建设项目	13,000.00	12,066.45	-135.55
合计	58,356.00	53,642.21	-

注：上述项目已经投产，剩余未投入资金公司将不再投入，已用于补充流动资金。

资料来源：公司年报

跟踪期，公司白电结构件产销规模保持增长，但由于该产品以加工为主，盈利能力受不利行业环境影响较大

2013 年公司白电结构件产量、销量分别为 595.33 万套、593.66 万套，分别同比增长 3.58%、1.87%，产销规模保持增长态势。但由于公司白电结构件以加工为主，该产品研发能力偏弱，因此更易受不利行业环境影响，2013 年该产品接单毛利进一步下滑，全年公司白电结构件毛利率仅 5.44%，相比 2012 年下降 5.48 个百分点。

表 5 近年公司白电结构件产销量情况

产品	项目	2013年	2012年
白电结构件	产量（万套）	595.33	574.75
	销量（万套）	593.66	582.78

资料来源：公司提供

汽车结构件是公司近年重点发展产品，2013 年市场开拓效果开始显现，销售收入有较大幅度提升；但由于业务规模相对不大，而前期投入规模较大，2013 年对公司整体业绩产生了一定的不利影响，后续随着规模的增长，汽车业务有望成为公司新的利润增长点

近年公司积极寻求拓展新产品，以降低产品单一的风险，汽车结构件则是公司近年重点发展产品，目前公司已在安徽芜湖、合肥、重庆、北美建立了子公司从事汽车结构件生产和销售业务。随着芜湖毅昌汽车内外饰件项目的投产以及重庆基地生产车间的搭建完成，

2013 年公司汽车业务开始进入正式量产，开始与奇瑞、力帆等汽车制造商建立合作关系，公司汽车结构件产销量因此有较大幅度提升，2013 年汽车结构件产、销量分别同比增长 105.23%、104.77%。2013 年汽车结构件销售收入 16,506.90 万元，同比增长 108.90%。

表 6 2012-2013 年公司汽车结构件产销量情况

项目	2013年	2012年	同比增长
产量（套）	295,485.00	143,979.00	105.23%
销量（套）	283,868.00	138,626.00	104.77%

资料来源：公司提供

由于公司汽车结构件业务尚处于起步阶段，销售规模不大，而前期研发、市场开拓、固定资产折旧等成本费用投入规模较大，导致 2013 年该业务仍存在一定幅度的亏损，对公司整体业绩产生了一定的不利影响。

经过几年的探索，公司已在汽车业务上具备了一定的研发和管理经验，随着公司与主要客户合作的推进，未来公司汽车业务规模有望得到进一步提升，从而有望成为公司新的利润增长点。

但也需要关注到，公司进入汽车结构件领域时间尚短，在该业务领域形成市场竞争力仍需时间，未来汽车结构件产品能否有效改善公司业绩仍存在不确定性，公司仍存在新业务拓展风险。

跟踪期，公司加大了研发费用的投入力度，较强的研发能力为公司持续发展提供了良好的技术支撑

较强的研发能力是公司持续保持竞争力的重要原因之一，2013 年公司继续加大了研发费用的投入，全年研发费用投入金额 15,731.15 万元，同比增长 34.04%。黑电是公司 2013 年技术开发的重点，针对一体机市场需求的增长，公司加大了一体机产品的研发力度，2013 年一体机产品占到新品开发数量的 62.23%，同比增加了 214.5%。除一体机外，汽车结构件也是公司研发费用投入较大的产品。

表 7 2012-2013 年公司研发费用投入情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年
研发投入金额	15,731.15	11,736.04
占营业收入比重	5.75%	5.25%

资料来源：公司年报

跟踪期，公司获得各类市级以上科技项目立项共计 10 项，其中国家级项目 2 项，省级项目 3 项，市级项目 5 项；公司被认定为全国首批国家级工业设计中心；产品获得广东省

高新技术产品 2 项，广州市优秀专利奖 1 项，另外公司共有 2 项国家标准、2 项广东省地方标准获准发布实施。

在新技术和新工艺在新产品上的应用方面，公司掌握了一系列高新技术，研制了一批造型时尚、科技含量高的市场紧缺产品。例如双色浮雕的空调面板；使用 VCM 彩钢板材应用于黑电前后壳，带来极佳的金属质感从而提升客户产品线的终端定位；采用软胶覆膜工艺应用于电视机前框，提升材料质感；新研发成功的超窄边一体机结构工艺方案等。

整体而言，公司持续注重研发，较强的研发能力为公司持续发展提供了良好的技术支撑。

跟踪期，原材料价格上涨、折旧及期间费用的增加给公司成本、费用控制带来一定压力

公司主要原材料为聚苯乙烯、改性塑料、色母料、油漆和稀料、钣金结构件，2013 年公司上述原材料采购均价有一定幅度的上升；随着产能扩张项目逐步转固投产，2013 年固定资产折旧费用有所增加，全年固定资产折旧 9,597.74 万元，相比 2012 年增加 1,750.38 万元；而近几年公司快速扩张，导致 2013 年公司期间费用相比 2012 年增加 6,699.29 万元。原材料价格上涨、折旧及期间费用的增加，给公司成本、费用控制带来一定的压力。

表 8 近年公司主要原材料平均采购价格（元/吨）

原材料名称	2013年	2012年	同比增长
聚苯乙烯	11,604.08	11,343.19	2.30%
改性塑料	17,805.19	17,542.06	1.50%
色母料	19,756.55	19,340.72	2.15%
油漆和稀料	21,485.52	20,961.48	2.50%
钣金结构件	9,073.22	8,918.05	1.74%

资料来源：公司提供

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2013年审计报告及未经审计的2014年1-3月份财务报表。公司执行中华人民共和国财政部颁布的企业会计准则（2006）和《企业会计制度》及相关规定。公司报表合并范围变化情况见1。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期，总资产规模相对稳定，其中应收账款余额增长幅度相对较大，以流动资产为主，资产质量尚有保障

2014年3月末公司总资产为325,488.85万元，近年总资产规模相对稳定，其中应收账款余额增长幅度相对较大。

流动资产方面，由于营运资金投入及在建工程投入增加，2013年末公司货币资金余额有所减少，2013年末公司货币资金中4,809.90万元为银行承兑汇票保证金，除此外，公司货币资金不存在受限情况。2013年末公司应收账款余额达到99,535.77万元，同比增长55.07%，主要原因是公司销售规模有所增长，尤其2013年4季度随着一体机供货规模的扩张，第4季度销售规模增长幅度较大，该季度销售收入达到8.63亿元，第4季度收入中主要客户的货款尚处于信用期内，导致年末应收账款相较年初大幅增长，从账龄看，2013年末应收账款账龄6个月以内占比94.3%，2013年末主要应收对象为青岛海尔零部件采购有限公司、宏业精密组件（昆山）有限公司、同方光电（沈阳）有限公司等，前五大客户应收账款占比47.59%。考虑到应收账款账龄较短，且主要应收对象合作时间较长、实力较强，公司应收账款出现大规模坏账的可能性较小，但在家电行业整体表现欠佳背景下，公司部分应收账款账龄有所延长，不排除部分应收账款回收风险加大的可能。2013年末公司存货规模稍有下降。

非流动资产方面，2013年末公司长期股权投资为3,881.77万元，系公司持有的合肥江淮毅昌汽车饰件有限公司股权，该公司注册资本为1亿元，公司出资4,000万元，持股40%，采用权益法核算，主营业务为汽车结构件制造、销售，由于2013年处于成立初期，存在一定的亏损。公司固定资产以机器设备和房屋建筑物为主，作为电视机外观结构件生产的领先企业，公司机器设备较为先进，2013年末成新率69.20%。2013年末在建工程余额有所增加，主要在建项目为安徽毅昌技术研究中心及办公楼等项目，目前公司在建项目规模均相对不大。公司无形资产主要为各地生产基地的土地使用权，2013年变化不大。

表9 近年公司资产构成（单位：万元）

项目	2014年3月		2013年		2012年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	210,344.34	64.62%	218,230.67	65.37%	211,267.52	67.05%
货币资金	27,330.62	8.40%	28,121.36	8.42%	44,309.91	14.06%

应收票据	30,331.77	9.32%	30,037.25	9.00%	45,405.08	14.41%
应收账款	92,509.40	28.42%	99,535.77	29.82%	64,186.51	20.37%
预付款项	7,700.41	2.37%	6,602.02	1.98%	2,305.35	0.73%
存货	51,257.41	15.75%	51,343.98	15.38%	53,771.12	17.07%
非流动资产合计	115,144.52	35.38%	115,599.57	34.63%	103,811.66	32.95%
长期股权投资	3,767.43	1.16%	3,881.77	1.16%	0.00	0.00%
固定资产	80,732.86	24.80%	82,130.45	24.60%	83,704.42	26.57%
在建工程	8,620.80	2.65%	7,932.29	2.38%	3,749.15	1.19%
无形资产	13,924.84	4.28%	13,958.45	4.18%	14,182.63	4.50%
资产总计	325,488.85	100.00%	333,830.23	100.00%	315,079.18	100.00%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 3 月份财务报表

资产运营效率

2013年公司资产运营效率有所提升，但净营业周期依然较长，存在一定的资金运营压力

2013年末公司资产规模增幅不大，受益于销售收入的增长，公司流动资产、固定资产、总资产运营效率均有所提升。

由于2013年末应收账款余额增长幅度较大，导致2013年应收账款周转天数稍有延长。但存货及应收票据周转效率的提升，使得公司2013年净营业周期有所下降，但2013年公司净营业周期依然达到91.83天，显示公司资金运营仍存在一定的压力。

表 10 2012-2013 年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	107.75	102.24
应收票据周转天数	49.65	70.02
存货周转天数	76.20	94.70
应付账款周转天数	78.83	72.99
应付票据周转天数	62.94	76.85
净营业周期	91.83	117.12
流动资产周转天数	282.66	338.66
固定资产周转天数	109.14	121.13
总资产周转天数	427.06	496.94

注：上表营业周期=应收账款周转天数+应收票据周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数-应付票据周转天数。

资料来源：公司审计报告

盈利能力

2013年公司营业收入有所增长，但受家电行业整体低迷影响，毛利率下降影响明显，公司出现较大幅度的亏损

2013年在一体机需求增长的带动下及汽车结构件市场开拓效果开始逐步显现，公司销售收入有所增长。2013年实现营业收入273,504.95万元，同比增长22.42%，其中主营业务收入250,238.76万元，同比增长18.20%；其他业务收入23,266.19万元，同比增长98.64%，其他业务主要系原材料购销。

2013年受家电行业整体表现低迷影响，公司订单毛利空间下降，2013年综合毛利率仅9.22%，相比2012年下降4.16个百分点，而研发费用以及人工薪酬的增加使得期间费用率稍有增加。2013年期间费用率超过毛利率水平，因此公司出现较大幅度亏损，全年营业利润为-10,300.30万元。

2013年公司营业外收入3,345.15万元，主要系政府对公司的各种补助。2013年末递延收益达到12,874.59万元，预计后续营业外收入具备一定的持续性。

整体来看，2013年公司经营压力较大，出现了较大幅度的亏损，在经济增速放缓、家电行业表现低迷背景下，公司未来一段时间能否扭亏有待进一步观察。

表11 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
营业收入	61,742.46	273,504.95	223,421.91
营业利润	-2,243.22	-10,300.30	1,103.89
加：营业外收入	315.76	3,345.15	2,727.37
利润总额	-1,967.86	-7,229.74	3,767.34
净利润	-1,702.92	-6,171.21	3,176.84
综合毛利率	9.55%	9.22%	13.38%
期间费用率	12.74%	12.33%	12.09%
总资产回报率	-	-1.35%	2.33%

资料来源：公司2012-2013年审计报告及未经审计的2014年3月份财务报表

现金流

受盈利能力下降影响，公司经营活动现金生成能力下降，经营活动净现金流规模下滑

由于2013年公司出现较大幅度亏损，当年公司现金生成能力（FFO）有所下降。2013年公司应收账款占用资金大幅增加，相应地公司占用供应商资金同步增加，因此当年公司经营活动净现金流表现虽下降但幅度不算太大。

公司近年都有较大的投资支出，2013年公司投资活动净现金流为-20,303.15万元，主要

是项目建设支出以及对外投资，2013年公司出资4,000万元持有合肥江淮毅昌汽车饰件有限公司40%的股权。目前公司暂无重大资本支出计划。

2013年公司筹资活动现金流入系银行借款及成功发行本期债券，2013年公司偿还了较多银行借款，因此筹资活动资金为净流出。

由于投资活动、筹资活动资金流出规模较大，公司账面上货币资金下降规模较大，导致公司资金面趋于紧张，后续存在一定的资金压力。

表 12 近年公司现金流量分析（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	-6,171.21	3,176.84
非付现费用	11,474.22	9,607.67
非经营损益	362.17	3,003.84
FFO	5,665.18	15,788.35
营运资本变化	7,289.64	1,735.10
其中：存货减少（减：增加）	958.15	-6,297.51
经营性应收项目的减少（减：增加）	-25,802.02	-1,696.67
经营性应付项目增加（减：减少）	32,133.51	9,729.28
其他	-1,567.45	-1,810.98
经营活动产生的现金流量净额	11,387.36	15,712.46
投资活动产生的现金流量净额	-20,303.15	-12,526.94
筹资活动产生的现金流量净额	-6,061.99	-4,924.58
现金及现金等价物净增加额	-14,985.30	-1,742.59

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

本期债券成功发行后，公司偿还了较多短期借款，债务结构有所改善，有息债务规模相对较大，存在一定债务压力

2013年末公司负债总额为175,773.51万元，同比增长16.32%，其中应付账款和应付债券增长幅度较大。由于收到本期债券募集资金后，公司用于偿还银行短期借款，公司债务结构有所改善。截至2013年末，公司流动负债占比为75.83%，相比2012年末有较大幅度下降。公司其他非流动负债为递延收益，即公司获取的各种政府补助，此债务无需偿付。

表13 近年公司主要债务构成（单位：万元）

项目	2014 年 3 月		2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	126,494.11	74.78%	133,283.91	75.83%	138,395.29	91.59%

短期借款	10,000.00	5.91%	14,000.00	7.96%	47,700.00	31.57%
应付票据	50,021.17	29.57%	43,891.64	24.97%	42,936.84	28.41%
应付账款	57,387.57	33.92%	65,592.74	37.32%	43,145.33	28.55%
预收款项	6,054.71	3.58%	3,513.38	2.00%	2,153.24	1.42%
非流动负债合计	42,669.13	25.22%	42,489.60	24.17%	12,713.25	8.41%
应付债券	29,637.51	17.52%	29,615.01	16.85%	0.00	0.00%
其他非流动负债	13,031.61	7.70%	12,874.59	7.32%	12,713.25	8.41%
负债总额	169,163.23	100.00%	175,773.51	100.00%	151,108.54	100.00%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 3 月份财务报表

公司2014年3月末有息债务余额为89,658.68万元，规模相对较大。

表 14 近年公司有息债务情况（单位：万元）

项目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年
有息债务	89,658.68	87,506.65	90,636.84

注：上表有息债务计算包括了应付票据。

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 3 月份财务报表

2014年3月末公司资产负债率为51.97%，流动比率、速动比率分别为1.66、1.26，资产对债务的保障尚属适当。由于2013年出现亏损，2013年公司EBITDA利息保障倍数表现有所下滑。考虑到目前公司有息债务规模相对较大，目前账面上货币资金规模相对不大，公司存在一定债务压力。

表15 近年公司主要偿债指标

偿债能力	2014 年 3 月	2013 年	2012 年
资产负债率	51.97%	52.65%	47.96%
流动比率	1.66	1.64	1.53
速动比率	1.26	1.25	1.14
EBITDA 利息保障倍数	-	2.09	4.59

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 3 月份财务报表

六、评级结论

跟踪期，受益于一体机市场需求的增长，公司收入保持增长态势；公司加大了研发投入力度，较强的研发能力为公司持续发展提供了良好的技术支撑；汽车结构件是公司近年重点发展产品，2013年市场开拓效果开始显现，未来有望成为公司新的利润增长点。

但我们也关注到，受国内经济增速放缓、家电补贴政策退出以及前期需求有所透支等因素影响，公司所处行业经营压力加大；2013年公司主要产品毛利率下降，出现较大幅度亏损；汽车结构件业务规模不大，仍存在新业务拓展风险；原材料价格上涨、折旧及期间

费用的增加给公司成本、费用控制带来一定压力；应收账款余额增长幅度较大，应收账款回收风险可能有所加大；公司有息债务规模相对较大，存在一定的债务压力。

基于以上情况，鹏元下调主体长期信用等级为 AA-，下调本期债券信用等级为 AA-，评级展望维持为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
货币资金	27,330.62	28,121.36	44,309.91	47,599.91
应收票据	30,331.77	30,037.25	45,405.08	41,504.34
应收账款	92,509.40	99,535.77	64,186.51	62,716.85
预付款项	7,700.41	6,602.02	2,305.35	8,331.28
其他应收款	1,214.73	879.33	1,289.56	901.67
存货	51,257.41	51,343.98	53,771.12	48,039.52
其他流动资产	0.00	1,710.95	0.00	0.00
流动资产合计	210,344.34	218,230.67	211,267.52	209,093.57
长期股权投资	3,767.43	3,881.77	0.00	0.00
固定资产	80,732.86	82,130.45	83,704.42	66,649.60
在建工程	8,620.80	7,932.29	3,749.15	10,024.25
无形资产	13,924.84	13,958.45	14,182.63	14,450.43
商誉	0.00	0.00	0.00	173.10
长期待摊费用	1,001.55	985.34	296.40	313.05
递延所得税资产	4,031.22	3,685.06	1,440.40	1,029.19
其他非流动资产	3,065.81	3,026.20	438.66	0.00
非流动资产合计	115,144.52	115,599.57	103,811.66	92,639.61
资产总计	325,488.85	333,830.23	315,079.18	301,733.18
短期借款	10,000.00	14,000.00	47,700.00	48,000.00
应付票据	50,021.17	43,891.64	42,936.84	39,685.17
应付账款	57,387.57	65,592.74	43,145.33	35,327.47
预收款项	6,054.71	3,513.38	2,153.24	3,178.20
应付职工薪酬	3,461.78	3,792.55	1,577.44	1,659.08
应交税费	-1,201.75	462.33	-1,452.05	-1,546.01
应付利息	113.81	1,487.40	80.80	95.16
其他应付款	656.82	543.88	2,253.69	779.37
流动负债合计	126,494.11	133,283.91	138,395.29	127,178.43
应付债券	29,637.51	29,615.01	0.00	0.00
其他非流动负债	13,031.61	12,874.59	12,713.25	12,554.41
非流动负债合计	42,669.13	42,489.60	12,713.25	12,554.41
负债合计	169,163.23	175,773.51	151,108.54	139,732.84
实收资本	40,100.00	40,100.00	40,100.00	40,100.00
资本公积	80,762.70	80,762.70	79,740.82	79,740.82
盈余公积	2,965.98	2,965.98	2,965.98	2,709.51
未分配利润	30,098.40	31,640.94	37,958.16	35,735.01
外币报表折算差额	-21.62	6.56	-5.07	-1.53

归属于母公司所有者权益合计	153,905.45	155,476.17	160,759.89	158,283.82
少数股东权益	2,420.17	2,580.55	3,210.75	3,716.52
所有者权益合计	156,325.62	158,056.72	163,970.64	162,000.34
负债和所有者权益总计	325,488.85	333,830.23	315,079.18	301,733.18

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	61,742.46	273,504.95	223,421.91	216,955.10
其中：营业收入	61,742.46	273,504.95	223,421.91	216,955.10
二、营业总成本	63,871.35	283,862.72	222,318.01	214,431.66
其中：营业成本	55,847.58	248,299.27	193,517.53	189,254.11
营业税金及附加	160.38	701.44	656.18	376.72
销售费用	1,482.77	7,751.24	6,974.68	5,897.20
管理费用	5,829.64	23,340.33	17,074.98	16,214.85
财务费用	550.98	2,624.69	2,967.31	2,106.84
资产减值损失	0.00	1,145.76	1,127.33	581.94
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-114.34	57.47	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-2,243.22	-10,300.30	1,103.89	2,523.44
加：营业外收入	315.76	3,345.15	2,727.37	1,804.08
减：营业外支出	40.39	274.59	63.92	48.48
其中：非流动资产处置损失	0.00	105.49	13.56	16.81
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-1,967.86	-7,229.74	3,767.34	4,279.04
减：所得税费用	-264.93	-1,058.53	590.50	563.20
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-1,702.92	-6,171.21	3,176.84	3,715.84
其中：少数股东损益	-160.38	-655.99	-505.77	144.42
归属于母公司所有者的净利润	-1,542.54	-5,515.22	3,682.62	3,571.42

附录三--1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）

项目	2014年 1-3月	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	82,357.46	294,282.07	254,448.23	222,263.87
收到的税费返还	0.43	48.30	217.59	461.83
收到其他与经营活动有关的现金	837.13	3,519.04	2,492.89	3,272.55
经营活动现金流入小计	83,195.03	297,849.41	257,158.70	225,998.25
购买商品、接受劳务支付的现金	65,222.50	237,997.49	198,751.51	195,029.92
支付给职工以及为职工支付的现金	7,624.32	26,405.96	22,729.26	23,603.65
支付的各项税费	1,382.19	7,212.43	7,448.19	5,414.58
支付其他与经营活动有关的现金	4,091.22	14,846.17	12,517.28	11,987.97
经营活动现金流出小计	78,320.23	286,462.05	241,446.25	236,036.12
经营活动产生的现金流量净额	4,874.80	11,387.36	15,712.46	-10,037.87
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	82.70	534.80	58.05	194.01
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	-41.44	1,021.88	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	180.00	1,502.14	0.00	2,751.84
投资活动现金流入小计	262.70	1,995.50	1,079.92	2,945.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,383.97	18,298.65	13,566.86	34,442.47
投资支付的现金	0.00	4,000.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	40.00	360.00
投资活动现金流出小计	2,383.97	22,298.65	13,606.86	34,802.47
投资活动产生的现金流量净额	-2,121.27	-20,303.15	-12,526.94	-31,856.61
取得借款收到的现金	0.00	28,000.00	84,200.00	62,800.00
发行债券收到的现金	0.00	29,550.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	0.00	57,550.00	84,200.00	62,800.00
偿还债务支付的现金	4,000.00	61,700.00	84,500.00	34,800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,963.98	1,911.99	4,624.58	6,246.41
筹资活动现金流出小计	5,963.98	63,611.99	89,124.58	41,046.41
筹资活动产生的现金流量净额	-5,963.98	-6,061.99	-4,924.58	21,753.59
汇率变动对现金的影响	-24.35	-7.52	-3.54	-62.90
现金及现金等价物净增加额	-3,234.79	-14,985.30	-1,742.59	-20,203.80

附录三--2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	-6,171.21	3,176.84	3,715.84
加：资产减值准备	1,145.76	1,127.33	581.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,597.74	7,847.36	6,187.98
无形资产摊销	451.69	418.24	370.41
长期待摊费用摊销	279.03	214.74	36.83
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）	75.18	7.83	16.81
财务费用（收益以“-”号填列）	2,589.12	3,407.22	2,368.77
投资损失（收益以“-”号填列）	-57.47	0.00	0.00
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-2,244.66	-411.21	-200.24
存货的减少（增加以“-”号填列）	958.15	-6,297.51	-11,657.37
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-25,802.02	-1,696.67	-28,819.26
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	32,133.51	9,729.28	18,033.55
其他	-1,567.45	-1,810.98	-673.13
经营活动产生的现金流量净额	11,387.36	15,712.46	-10,037.87

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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

