

广东万家乐股份有限公司

2011 年公司债券 2016 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【2016】跟踪第  
【45】号 01

增信方式: 股权质押担  
保

债券剩余规模: 29,674  
万元

债券到期日期: 2017 年  
5 月 15 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 到期一次还本,  
附第 3 年末公司上调票  
面利率选择权和投资者  
回售选择权

分析师

姓名:  
胡亮亮 董斌

电话:  
0755-82873175

邮箱:  
hull@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法, 该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

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

## 广东万家乐股份有限公司 2011 年公司债券 2016 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	2016 年 4 月 27 日	2015 年 4 月 30 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对广东万家乐股份有限公司(以下简称“万家乐”或“公司”)及其 2012 年 5 月 15 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 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内公司收入规模稳步增长, 用于质押的股权价值较有保障, 能为本期债券的偿还提供良好支持; 但我们也关注到公司收付款账期不能有效匹配且存货占款较多, 净营业周期仍较长, 未来产能消化可能存在一定的不确定性等风险因素。

### 正面:

- 公司收入规模稳步增长。2015 年, 受国家基础设施建设投资拉动等因素影响, 公司输配电设备业务收入有所上升, 带动公司营业收入稳步增长。2015 年公司实现营业收入 41.30 亿元, 同比增长 6.00%, 其中输配电设备业务收入 15.49 亿元, 同比增长 22.18%。
- 公司用于质押的股权价值较有保障, 能为本期债券的偿还提供良好支持。截至 2015 年年底, 公司用于质押的两家子公司的总资产和净资产均有所增长, 盈利能力仍然较强, 能为本期债券的偿还提供良好支持。

### 关注:

- 公司收付款账期不能有效匹配且存货占款较多, 净营业周期仍较长。2015 年公司应收账款周转天数明显高于应付账款周转天数, 且存货占用资金较多, 导致公司

净营业周期达到 94.74 天。

- **公司面临盈利能力进一步提升的压力。**受市场竞争激烈等因素影响，公司核心产品销量有所下降，加之促销产生的销售费用增加，导致公司核心子公司广东万家乐燃气具有限公司（以下简称“燃气具公司”）2015 年利润总额有所下降，公司盈利能力进一步提升面临一定的压力。
- **公司新厂区建成后的产能增幅较大，未来产能消化可能存在一定的不确定性。**公司拟在顺德科技工业园投资建设新厂区，新厂区建成后，其主要输配电设备产品干式变压器的产能将有所增加，考虑到输配电设备行业的周期性，未来产能消化可能存在一定的不确定性。
- **公司面临一定的资产减值风险。**2014-2015 年公司分别发生资产减值损失 7,575.84 万元、5,124.71 万元，主要来源于坏账损失和存货跌价损失。根据目前整体经济对公司主营业务影响的不确定性，公司部分原材料、库存商品价格会有所波动，如果周转速度减慢，公司会面临一定的资产减值风险。

#### 主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	416,528.89	390,641.08	383,215.56
所有者权益合计（万元）	211,771.43	201,701.79	192,593.67
有息债务（万元）	64,746.33	54,300.48	64,039.15
资产负债率	49.16%	48.37%	49.74%
流动比率	1.90	2.11	2.02
营业收入（万元）	413,036.42	389,645.86	231,085.12
利润总额（万元）	23,939.84	23,819.15	22,594.53
综合毛利率	31.76%	32.67%	27.81%
总资产回报率	6.72%	6.97%	8.33%
EBITDA（万元）	32,600.86	32,508.99	28,341.97
EBITDA 利息保障倍数	9.53	9.48	7.65
经营活动现金流量净额（万元）	50,286.58	-1,837.72	4,434.32

注：利息支出合计=资本化利息支出+计入财务费用的利息支出+债券利息。

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，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（以下简称“中国证监会”）证监许可[2011]1927号文件核准，公司获准发行不超过4亿元（含4亿元）公司债券。公司于2012年5月15日公开发行4亿元公司债券，票面利率为7.40%。

本期债券为5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利。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。

2015年4月16日，公司发布了《广东万家乐股份有限公司关于“11万家债”票面利率调整及投资者回售实施办法的第一次提示性公告》，在本期债券存续期的第3年末，公司选择不上调票面利率，即本期债券存续期后2年的票面年利率仍为7.40%，并在债券存续期内后2年固定不变。2015年4月25日，公司发布了《广东万家乐股份有限公司2011年公司债券关于“11万家债”回售申报结果的公告》，“11万家债”的回售数量为1,032,600张，回售金额为10,326万元（不含利息），剩余托管量为2,967,400张。

截至2016年3月底，本期债券本息兑付情况见表1。

**表1 截至2016年3月底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5月15日	40,000	0	2,960	40,000
2014年5月15日	40,000	0	2,960	40,000
2015年5月15日	40,000	10,326	2,960	29,674

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2016年3月底，本期债券募集资金已按照指定用途使用完毕。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、主营业务均未发生变化。截至2015年底，公司注册资本和实收资本仍为6.91亿元，公司控股股东仍然是西藏汇顺投资有限公司（以下简称“西藏汇顺”），持有公司24.97%的股份。自然人张明园通过广州三新实业有限公司间接持有西藏汇顺92.40%的股份，是公司的实际控制人。截至2015年底，公司前五大股东情况如表2所示。2016年3月29日，西藏汇顺与广州蕙富博衍投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“蕙富博衍”）签订了《西藏汇顺投资有限公司与广州蕙富博衍投资合伙企业（有限合伙）关于广东万家乐股份有限公司股份转让协议》（以下简称《股份转让协议》），



通过协议转让的方式转让其所持有的公司12,000万股股份，约占公司股份总数的17.37%，转让价格为15.50亿元。如上述事宜顺利实施，则公司控股股东将变更为蕙富博衍。截至目前，上述股权转让尚未完成，我们将持续关注该事宜对公司的影响。

**表 2 截至 2015 年底公司前五大股东情况**

股东名称	股东性质	持股比例
西藏汇顺投资有限公司	境内非国有法人	24.97%
佛山市顺德区陈村镇信达实业发展有限公司	境内非国有法人	13.86%
温洪标	境内自然人	0.97%
中国银行股份有限公司广东省分行	境内非国有法人	0.86%
东莞市雁田晟盈实业投资有限公司	境内非国有法人	0.78%
合计	-	41.44%

资料来源：公司 2015 年年度报告

2015 年公司纳入财务报表合并范围的一级子公司未发生变化。

截至2015年底，公司资产总额41.65亿元，所有者权益合计21.18亿元，资产负债率为49.16%。2015年度公司实现营业收入41.30亿元，利润总额2.39亿元，经营活动现金净流入5.03亿元。

### 三、运营环境

**近年房地产市场持续低迷且家电优惠政策退出，导致我国厨卫电器行业的经营业绩增速趋缓**

截至 2015 年末，全国商品房待售面积为 7.19 亿平方米，房屋施工面积为 73.57 亿平方米，合计广义房屋库存为 80.76 亿平方米。按人均购房面积 50 平方米估计，需要约 1.62 亿人购买住房才能消化；按照 2015 年房屋销量 12.85 亿平方米估算，约需要销售 6 年。按已建成可售的房屋库存<sup>1</sup>来看，不同区域的库存压力差别较大，一线城市的库存压力最小，二线城市次之，三线城市的库存压力较大。受房地产政策的刺激，2015 年房屋销量有所反弹，库存去化周期随之下降，2015 年 11 月，一、二、三线代表城市可售房屋库存的去化周期分别为 8.15 个月、10.23 个月和 15.24 个月，同比分别缩短 2.27 个月、3.44 个月和 2.14 个月。自 1998 年住房改革以来，房屋新开工面积持续大于房屋销售面积，2010 年以后差距进一步加大，房屋库存快速增加。2014 年房屋新开工面积与房屋销售面积差额为 5.89 亿平方米，2015 年，该差额下降到 2.60 亿平方米，仍然处于较高水平。在销量

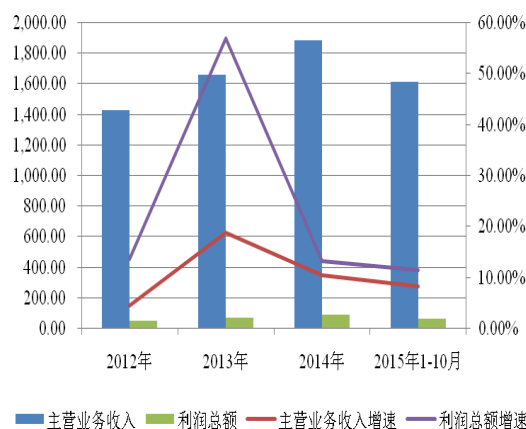
<sup>1</sup>因为包括可预售的部分，因此口径大于全国商品房待售面积。

下降、库存压力加大的环境下，房地产企业的新增投资意愿显著下降，未来房屋库存增速有望放缓，但现有库存将在长时期内对市场构成压力。虽然在政策的刺激下，2015年房地产销售有回暖迹象，但人口因素、收入因素和库存因素在短期内难以好转，货币资金因素带来的投资性需求局限于一线城市和发达二线城市，经济较弱的二、三、四线城市的房地产市场预计短期内难以改变疲软的状态。

2013年6月，随着家电节能惠民政策的到期，对家电产业有深远影响的“家电下乡”、“家电以旧换新”、“节能惠民”等三大补贴政策全面退出，截至目前，家电行业尚无重大刺激性政策出台。

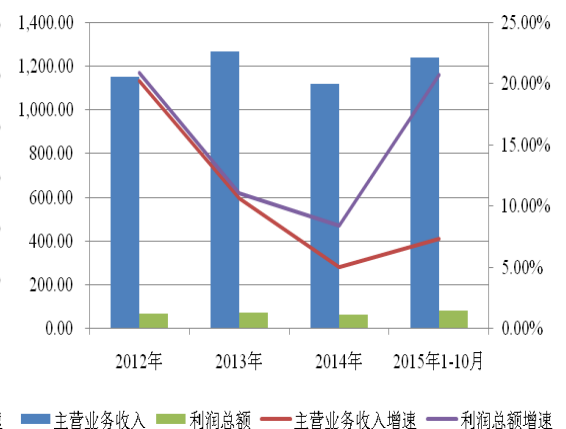
近年房地产市场持续低迷且家电优惠政策退出，导致我国厨卫电器行业的经营业绩增速趋缓。2015年1-10月，全国家用厨房电器具制造业实现主营业务收入1,611.89亿元、利润总额69.22亿元，分别同比增长8.21%、11.45%；分别同比回落4.56个百分点、8.77个百分点。2015年1-10月，全国家用清洁卫生电器具制造业实现主营业务收入1,236.09亿元、利润总额80.89亿元，分别同比增长7.33%、20.68%；分别同比回升2.28个百分点、12.28个百分点。短期内房地产市场去库存压力依然较大，市场低迷难有明显改善，加之家电优惠政策的推出存在不确定性，我们认为厨卫电器行业经营业绩将延续目前发展态势。

图1 厨房电器具制造业经营业绩情况  
(单位：亿元)



资料来源：wind资讯，鹏元整理

图2 清洁卫生电器具制造业经营业绩情况  
(单位：亿元)



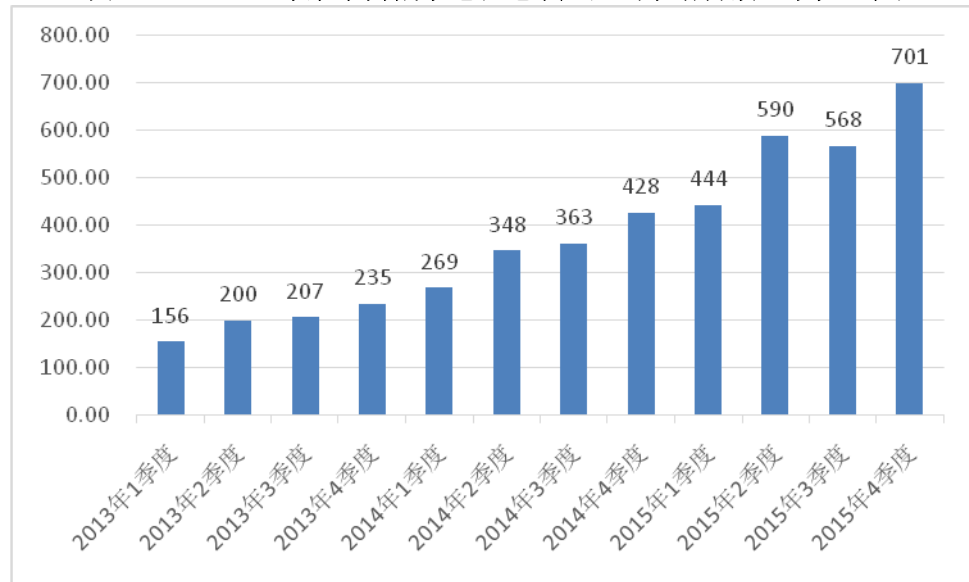
资料来源：wind资讯，鹏元整理

**国内家电线下销售较为低迷，线上销售成为重要增长点，“互联网+”成为家电行业发展趋势**

2015年，国内50家大型零售企业家电零售额同比下降3.90%，增速连续第三年下滑。与大型零售企业家电销售额的持续下滑相比，家电网购市场增长迅速，以京东商城为例，

近年线上家电和电子类成交量增速较快，2015年4季度销售额达701亿元，同比增长71.81%。据中国信息产业网数据，2015年四大家电B2C网购渠道的销售量和销售额均取得两位数增长，分产品看，空调销售量和销售额同比分别增长40.80%和30.40%，冰箱销售量和销售额同比分别增长60.00%和57.90%，洗衣机销售量和销售额同比分别增长57.70%和61.50%。

图3 2013-2015年京东商城家电和电子产品当季销售额（单位：亿元）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

随着互联网对社会生活的渗透加深，“互联网+”亦成为未来家电行业发展的趋势，互联网企业和家电企业之间的合作更为紧密，互联网企业的渠道优势和家电企业的技术优势或通过兼并重组等方式予以整合，如苏宁与阿里巴巴、格力与京东之间的合作。未来家电卖场或更多的承担体验式营销的作用，而销售更多地发生在线上。

跟踪期内，我国电力工程建设投资的增加带动了输配电及控制设备制造行业经营业绩的提升；且随着电源结构调整、特高压输电线路获批建设的推进，未来我国输配电及控制设备市场潜力依然较大

2015年，我国电力工程建设投资有所回升，全国主要电力企业电力工程建设完成投资8,693.99亿元，同比增长11.38%，比2014年回升8.83个百分点。其中，电源工程建设完成投资4,091.00亿元，同比增长10.98%，水电、火电、核电、风电分别完成投资782.46亿元、1,396.29亿元、560.16亿元和1,158.78亿元；电网工程建设完成投资4,602.99亿元，同比增长11.74%。2015年，全国基建新增发电设备容量12,973.88万千瓦，其中，水电新增1,607.63万千瓦，火电新增6,399.65万千瓦，核电新增724.06万千瓦，风电新增2,960.87万千瓦，太阳能发电新增1,281.67万千瓦。2015年，全国基建新增220千伏及以上输电线路长度和变电



设备容量分别为3.32万千米和2.18亿千伏安，分别同比减少7.83%、2.56%。

我国电力工程建设投资的增加带动了输配电及控制设备制造业经营业绩的提升。2015年1-11月，全国输配电及控制设备制造业实现主营业务收入1.65万亿元、利润总额1,009.72亿元，分别同比增长7.44%、21.51%；其中变压器、整流器和电感器制造业实现主营业务收入3,679.04亿元、利润总额225.51亿元，分别同比增长5.03%、70.20%；配电开关控制设备制造业实现主营业务收入5,106.15万亿元、利润总额403.34亿元，分别同比增长5.14%、8.22%。

近年我国稳步推进电源结构调整以及特高压输电线路建设等工作。电源建设方面，我国电源结构正在逐步向非化石能源调整，2015年非化石能源发电量占总发电量比重达到25.06%，较2013年提高5.43个百分点；全国水电发电量9,960.00亿千瓦时，同比增长4.20%；全国核电发电量1,695.18亿千瓦时，同比增长27.25%；全国风电发电量1,850.88亿千瓦时，同比增长15.75%；全国火电发电量42,102.00亿千瓦时、同比下降2.80%。电网建设工程方面，一方面是跨区输电，通过电网建设实现“西电东输”、“北电南送”进而缓解各地区电力供需矛盾，2015年1-11月全国完成跨区送电量2,866.00亿千瓦时，同比增长2.50%；另一方面随着特高压交流工程的获建，我国火电产地将有望向煤炭资源丰富的西部转移，由传统的“输煤”向“输电”转移；此外，以农村为主的电网改造升级工程正在有序进行。2014年5月，1000千伏淮南-南京-上海特高压交流工程获得国家发改委核准，我国正式启动特高压交流工程建设。2015年3月，国家电网董事长刘振亚表示，到2020年国家电网规划投资9,000亿元到1万亿元，建成国家电网的特高压交流骨干网架和跨区特高压直流工程，加上其他电网投资，总投资额将达到2.7万亿元，未来特高压市场潜力巨大。

总体而言，我国电力工程建设投资的增加带动了输配电及控制设备制造业经营业绩的提升；且电源结构的调整将产生替代性的电气设备需求，特高压输电线路获批将加速特高压电网工程建设，未来我国输配电及控制设备市场潜力依然较大。

#### 四、经营与竞争

2015年公司收入主要来源于热水器、灶具等厨卫电器以及变压器等输配电设备的生产、制造业务。跟踪期内，受市场及政策环境影响，公司厨卫电器业务收入略有下滑，但输配电设备业务收入有所上升，带动公司营业收入稳步增长。受市场竞争激烈等因素影响，上述两类主营产品的毛利率均略有下滑，导致公司综合毛利率略有下降。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
厨卫电器系列产品	256,755.69	30.03%	261,797.64	31.45%
输配电设备系列产品	154,906.32	34.66%	126,782.62	35.24%
其他	1,374.41	27.34%	1,065.60	27.69%
<b>合计</b>	<b>413,036.42</b>	<b>31.76%</b>	<b>389,645.86</b>	<b>32.67%</b>

注：公司其他收入主要来源于旅游饮食服务等业务。

资料来源：公司 2014-2015 年年度报告，鹏元整理

**跟踪期内，公司厨卫电器产品的销售收入相对稳定，且购销渠道较畅通，公司厨卫电器业务发展仍较为稳健**

公司全资子公司燃气具公司负责厨卫电器业务的具体运营。公司主要通过经销商渠道销售厨卫电器产品，经销商主要负责店面选址、租赁、店员招聘等具体运营工作，公司负责店面装饰、样品布设等前期建设工作以及供货、售后服务等。公司与经销商签订经销协议，销售价格参考市场价格确定，一般按照“先款后货”的方式结算货款，另外根据实际销售额给予经销商1%-2%的返点。少数情况，公司会给予合作时间较长、信誉较好的经销商一定的赊销，货款回收期在3个月以内。公司的经销商销售渠道主要有专卖店、KA卖场、三四线城市的家电卖场、夫妻店以及电商等形式，其中专卖店、KA卖场销售额占比80%以上。截至2015年底，公司拥有专卖店及KA卖场3,000余家，分布于全国大部分省市，公司销售渠道较分散。另外，公司厨卫电器产品的电子商务销售渠道得到大力发展，目前已覆盖淘宝、天猫、京东、苏宁易购、国美在线等国内主流电商网络平台。2015年公司电商渠道实现销售收入2.76亿元，同比增长约30%。

公司厨卫电器系列产品主要有燃气热水器、电热水器、厨房电器等，其中电热水器、厨房电器以OEM为主，公司主要负责产品设计、成品验收、销售等，公司对OEM厂商一般采用“月结”方式支付货款。燃气热水器以公司自产为主，主要原材料有铜板、冷轧板、电控系统等零配件，公司原材料采购一般采用“月结”方式支付货款。

2015年，受国家整体经济增速下降的影响，国内家电行业总体不景气；加之房地产市场低迷，以及国家各项家电惠民政策的退出，导致公司厨卫电器产品的产销量略有下滑。2015年公司厨卫电器产品生产量为409.23万台，销售量为416.63万台，分别同比减少0.90%、2.80%。2015年公司厨卫电器产品的销售价格略有提高，故公司厨卫电器业务收入降幅仅为1.93%，略低于销售量降幅，整体表现相对稳定。2015年公司厨卫电器业务的原材料、人工工资、能源等成本有所下降，但折旧及摊销、OEM成品采购成本等有所上升，上述因素综合作用，使得公司营业成本保持相对稳定，而公司销售收入下降，导致厨卫电器产

品毛利率略有下降。同时我们注意到，受市场竞争激烈等因素影响，公司核心产品销量有所下降，公司核心子公司燃气具公司2015年利润总额有所下降，公司盈利能力进一步提升面临一定的压力。

近年来，公司积极发展橱柜业务，具体运营模式以OEM为主，公司主要负责产品设计、成品验收、销售等，而生产则委托宁波柯乐芙家具股份有限公司等企业完成。经过两年多的业务实践，公司橱柜业务未能达到战略规划目标，公司拟向品牌授权及设计方向转型。

另外，公司在长沙望城区兴建万家乐（长沙）热能科技工业园，总占地面积10万平方米，总建筑面积54,256平方米，是公司年产30万台壁挂炉及散热器的新能源产业基地，其中年产10万台壁挂炉及散热器的一期工程已于2014年建成投产，二期工程尚在建设中。

综上，公司厨卫电器产品的销售收入相对稳定，且考虑到公司购销渠道较畅通，我们认为，公司厨卫电器业务发展仍较为稳健。

#### **跟踪期内，受国家基础设施建设投资拉动等因素影响，公司输配电设备产品的产销量及销售收入均有所上升**

公司控股孙公司顺特电气设备有限公司（以下简称“顺特设备公司”）负责输配电设备业务的具体运营。公司主要生产干式变压器、预装式变电站、组合式变压器、中低压开关柜、干式电抗器等输配电设备，主要用途有四类，即房地产楼盘、工厂等城市建筑物、新能源发电站、轨道交通、核电站，主要客户有华润、比亚迪等房地产及工业企业、国电、国华、华能等发电企业、广州地铁、武汉地铁、上海地铁等地铁企业、以及中广核等核电企业，上述前三类客户销售占比95%以上。公司通过自有的信息渠道收集各类输配电设备的招标信息，参与竞标，待中标后供货。公司与客户一般采用“1+8+1”的结算方式，即发货前预收10%的定金，待交货后收取80%的货款，并预留10%的质保金。由于上述工程工期较长且审批流程较繁琐，故公司输配电业务收款期为6-9个月，该业务占用公司资金较多。

公司输配电设备产品以自产为主，主要原材料为硅钢片、铜线、环氧树脂等，其中硅钢片是卖方市场，故近年价格有所上涨，而铜线、环氧树脂等材料是买方市场，故近年价格有所下跌。公司与供应商结算一般采用“先货后款”方式，付款期为1-2个月。

2015年，受国家基础设施建设投资拉动等因素影响，公司输配电设备产品的产销量有所增长。2015年公司输配电设备产品生产量为9,918台，销售量为9,017台，分别同比增长33.50%、22.60%。2015年公司输配电设备产品的销售价格略有下降，故公司输配电设备业

务收入增幅仅为22.18%，略低于销售量降幅。2015年公司输配电设备业务的原材料、人工工资、能源等成本有所上升，但折旧及摊销等成本有所下降，上述因素综合作用，使得公司营业成本增幅略高于营业收入增幅，导致输配电设备产品毛利率略有下降。

在生产布局方面，由于现有厂区生产场地分散、整体布局和生产流程不合理，顺特设备公司在佛山市顺德科技工业园投资建设新厂区，预计总投资33,990万元（其中16,352万元来源于现有厂区转让收入），土地面积11.98万平方米，总建筑面积7.14万平方米。新厂区建成后，将实现年产干式变压器1,200万KVA（较现有产能增加33%）、开关柜5,000面（较现有产能增加52%）、箱变产品2,800台套（较现有产能增加40%）。截至2015年底，新厂区的厂房已封顶，未来还需要投入资金超过2亿元，预计2016年建成投产。考虑到输配电行业周期性较强，未来产能的消化可能存在一定的不确定性。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析是基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告，财务报表采用新会计准则编制。2015年，公司纳入财务报表合并范围的一级子公司无变化。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模稳步增长，资产质量较好

2015年，随着业务的开展，公司资产规模稳步增长。截至2015年底，公司总资产规模达到41.65亿元，同比增长6.63%；从资产结构来看，随着购买银行短期理财产品的增加，公司流动资产占总资产的比例有所上升，2015年末流动资产占比为78.65%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2015年末公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，其中银行承兑汇票保证金、履约保函保证金等受限资金合计1,866.68万元；货币资金余额较上年末大幅减少，主要系购买理财产品并重分类至其他流动资产所致。2015年末应收账款主要系输配电设备业务客户所欠货款（占比91%），其中账龄在1年以内的占比91%、1-2年的占比7%、2年以上的占比2%；前五大债务人账面余额占比合计14.47%，公司应收账款对象较分散；公司采用余额百分比法计提坏账准备2.61亿元，其中2015年计提坏账准备4,199.68万元；



应收账款余额较上年末有所增长，主要系公司输配电设备业务规模扩大所致。2015 年年末公司应收票据余额为 2.78 亿元，主要系公司部分货款采用承兑汇票结算所致。2015 年年末其他应收款主要系往来款、资产转让款以及各类保证金、押金等，前五大债务人账面余额占比合计 41.20%，其中公司应收广东宏的投资有限公司的顺特设备公司现生产基地土地转让款（6,576 万元）占比 34.78%，该款项已于 2016 年 1 月收回；剔除上述因素影响，公司其他应收款对象较分散；公司采用余额百分比法计提坏账准备 5,274.15 万元，其中 2015 年计提坏账准备 93.57 万元；其他应收款余额较上年末有所增长，主要系公司资产转让款、投标保证金增加所致。

2015 年年末公司存货以库存商品、原材料和在产品为主，考虑到公司目前销售渠道较畅通，存货变现较有保障；同时公司对部分原材料、滞销尾货计提存货跌价准备 9,545.78 万元；存货余额较上年末有所增长，主要系公司输配电设备业务扩张以及为减轻厂区搬迁影响而增加备货所致。2015 年年末公司其他流动资产主要系银行短期理财产品，其投资期限均在半年以下，2015 年实现投资收益 1,183.16 万元；其他流动资产余额较上年末大幅增加，主要系购买理财产品增加所致。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。2015 年年末公司固定资产、无形资产主要系公司生产经营用厂房、设备以及厂房所在地块、商标等；两者余额较上年均有所减少，主要系转让顺特设备公司现生产基地的全部土地使用权、建筑物、附属及配套设施所致。2015 年年末公司在建工程主要是在建的万家乐热能科技厂房及配套设施、顺特设备公司新厂区工程，上述工程计划总投资 6.39 亿元，2015 年年末已投资 1.64 亿元。

**表 4 公司资产主要构成情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	327,590.90	78.65%	286,082.80	73.23%
货币资金	26,342.54	6.32%	42,425.76	10.86%
应收票据	27,766.59	6.67%	37,514.78	9.60%
应收账款	127,527.04	30.62%	104,232.81	26.68%
其他应收款	13,556.37	3.25%	5,770.62	1.48%
存货	54,316.24	13.04%	51,570.83	13.20%
其他流动资产	68,927.07	16.55%	23,941.08	6.13%
非流动资产合计	88,937.99	21.35%	104,558.28	26.77%
固定资产	15,684.23	3.77%	19,136.42	4.90%
在建工程	16,752.97	4.02%	8,324.08	2.13%
无形资产	33,573.55	8.06%	43,918.39	11.24%

资产总计	416,528.89	100.00%	390,641.08	100.00%
------	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 资产运营效率

**公司净营业周期有所缩短，资产运营效率略有提升；但公司收付款账期不能有效匹配且存货占款较多，净营业周期仍较长**

2015年，伴随着输配电设备业务规模的扩大，公司应收款项余额有所增加，导致应收账款周转天数有所增加。公司输配电设备业务扩张以及为减轻厂区搬迁影响而增加了一定的备货，但以硅钢片为代表的原材料价格有所上升，使得营业成本增幅超过存货增幅，导致公司存货周转天数略有下降。公司充分利用供应商给予的信用期，应付款项余额明显增加，导致应付账款周转天数明显增加。上述因素综合作用，导致公司净营业周期有所缩短。

2015年，公司增加对银行短期理财产品的购买，流动资产余额有所增加，导致流动资产周转天数有所增加。伴随顺特设备公司现生产基地的处置，公司固定资产余额有所减少，导致固定资产周转天数有所下降。公司总资产增长相对平稳，使得营业收入增幅超过总资产增幅，导致公司整体资产运营效率略有提升。

同时我们注意到，公司收付款账期不能有效匹配且存货占款较多，净营业周期仍较长。

**表 5 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	113.85	106.32
存货周转天数	67.62	70.85
应付账款周转天数	86.73	63.16
净营业周期	94.74	114.00
流动资产周转天数	267.44	264.35
固定资产周转天数	15.17	16.31
总资产周转天数	351.76	357.49

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

**公司收入规模有所扩大，盈利有所提升**

2015 年，受市场及政策环境影响，公司厨卫电器业务收入规模略有下降；但国家加大对轨道交通等城市基础设施建设的投入，使得公司输配电设备业务收入规模增加 22.18%；公司整体收入规模也随之扩大。随着收入规模的扩大，以及公司处置佛山市威豹金融押运有限公司、广州市用佳电子有限公司等联营企业股权，实现长期股权投资收益

3,207.52 万元，公司盈利能力有所提升，实现营业利润 2.34 亿元，同比增长 3.11%。

受市场竞争激烈影响，公司厨卫电器业务收入有所下滑，而业务成本相对稳定，导致其毛利率有所下降；输配电设备价格有所下滑，导致输配电设备业务毛利率也略有下滑。上述因素综合作用，使得公司综合毛利率也略有下滑。公司业务渠道拓展使得销售费用等期间费用有所增加，期间费用率略有上升。

同时我们注意到，2014-2015 年公司分别发生资产减值损失 7,575.84 万元、5,124.71 万元，主要来源于坏账损失和存货跌价损失。根据目前整体经济对公司主营业务影响的不确定性，公司部分原材料、库存商品价格会有所波动，如果周转速度减慢，公司会面临一定的资产减值风险。

**表 6 公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
营业收入	413,036.42	389,645.86
资产减值损失	5,124.71	7,575.84
投资收益	4,415.92	2,195.11
营业利润	23,371.14	22,666.01
利润总额	23,939.84	23,819.15
净利润	17,191.88	16,016.28
综合毛利率	31.76%	32.67%
期间费用率	25.33%	24.81%
总资产回报率	6.72%	6.97%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金生成能力较强，资金流转较顺畅

2015 年公司净利润水平较高，加之固定资产折旧等非付现费用较多，公司实现 FFO2.69 亿元；尽管此期间公司存货和应收款项余额有所增长，但公司仍凭借其较高的盈利水平以及占用部分供应商资金，从而实现经营活动现金流量净额 5.03 亿元。

投资活动方面，随着购买理财产品、顺特设备公司新厂区工程等项目的不断投入，2015 年公司投资活动现金流表现为大额净流出。筹资活动方面，2015 年投资者回售了部分公司债券，公司筹资活动现金流表现为净流出。

**表 7 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
净利润	17,191.88	16,016.28
非付现费用	10,524.58	12,834.83

非经营损益	-838.31	-1,426.22
FFO	26,878.15	27,424.89
营运资本变化	23,408.42	-29,262.62
其中：存货的减少	-2,541.14	404.97
经营性应收项目的减少	-20,156.56	-22,642.23
经营性应付项目的增加	46,106.12	-7,025.36
经营活动产生的现金流量净额	50,286.58	-1,837.72
投资活动产生的现金流量净额	-49,391.47	19,477.91
筹资活动产生的现金流量净额	-10,237.46	-22,374.05
汇率变动对现金的影响	30.49	0.12
现金及现金等价物净增加额	-9,311.87	-4,733.74

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司有息债务规模不大，但整体负债水平适中，整体债务偿还压力不大

随着经营活动利润积累，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 21.18 亿元，同比增长 4.99%；而公司负债总额达 20.48 亿元，同比增长 8.37%，导致公司负债与所有者权益比率增至 96.69%。

**表 8 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	204,757.46	188,939.29
所有者权益	211,771.43	201,701.79
负债与所有者权益比率	96.69%	93.67%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从负债构成来看，公司负债以短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款和应付债券为主。2015 年末公司短期借款主要由信用借款和抵押借款构成，均为流动资金借款。2015 年末应付账款和应付票据主要是应付供应商货款，其余有所增加，主要系公司充分利用供应商信用期所致；公司应付账款中账龄在一年以内的占比约 80%，绝大部分应付账款在 1.5 年以内结清。2015 年末预收款项主要是预收客户的货款；应交税费主要是应缴纳的增值税和企业所得税；其他应付款主要是顺特设备公司的预提费用（包括预提的售后服务费等）、押金及保证金等，即时支付压力相对较小。2015 年末公司应付债券，即本期债券。截至 2015 年底，公司有息债务为 6.47 亿元，整体规模不大。

**表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
----	--------	--------



	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	172,621.90	84.31%	135,802.54	71.88%
短期借款	8,000.00	3.91%	0.00	0.00%
应付票据	27,072.33	13.22%	5,869.06	3.11%
应付账款	74,609.39	36.44%	57,681.08	30.53%
预收款项	18,122.45	8.85%	17,672.13	9.35%
应交税费	9,108.59	4.45%	9,722.54	5.15%
其他应付款	27,962.27	13.66%	37,210.50	19.69%
非流动负债合计	32,135.56	15.69%	53,136.75	28.12%
长期借款	0.00	0.00%	8,600.00	4.55%
应付债券	29,674.00	14.49%	39,831.42	21.08%
负债总计	204,757.46	100.00%	188,939.29	100.00%
有息债务	64,746.33	31.62%	54,300.48	28.74%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2015年底，公司资产负债率为49.16%，整体负债水平适中，流动比率和速动比率表现较好。另外，公司EBITDA规模较大，利息保障能力较好，加之公司目前经营状况良好，其整体债务偿还压力不大。

**表 10 公司主要偿债能力指标**

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	49.16%	48.37%
流动比率	1.90	2.11
速动比率	1.58	1.73
EBITDA（万元）	32,600.86	32,508.99
EBITDA 利息保障倍数	9.53	9.48

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 六、偿债保障分析

**公司用于质押的股权价值较有保障，能为本期债券的偿还提供良好的支持**

本期债券由公司持有的燃气具公司100%股权和顺特电气有限公司（以下简称“顺特电气”）92.46%股权提供质押担保。根据2012年6月11日佛山市顺德区市场安全监管局出具的《股权出质变更登记通知书》（（顺监）股质登记变字[2012]第A1160589884号、（顺监）股质登记变字[2012]第A1160589889号），公司已将燃气具公司100%股权、顺特电气92.46%股权出质给中国中投证券有限责任公司。

截至2015年底，燃气具公司总资产为18.34亿元，所有者权益合计为7.23亿元，分别同比增长32.96%和10.18%。受市场及政策环境影响，2015年燃气具公司实现营业收入25.68

亿元，同比减少1.93%。2015年燃气具公司实现利润总额1.03亿元，同比减少35.14%，主要系市场竞争激烈，公司产品销量下降以及促销产生的销售费用增加所致。

截至2015年底，顺特电气总资产为25.62亿元，所有者权益合计为13.45亿元，分别同比增长4.72%和5.77%。受市场需求增加等因素影响，顺特电气实现营业收入15.49亿元、利润总额1.37亿元，分别同比增加22.18%、7.68%。

**表11 2015年燃气具公司和顺特电气的主要财务指标**

公司名称	项目	金额（万元）	同比增速
燃气具公司	总资产	183,355.51	32.96%
	所有者权益合计	72,272.55	10.18%
	营业收入	256,755.69	-1.93%
	利润总额	10,297.78	-35.14%
顺特电气	总资产	256,202.81	4.72%
	所有者权益合计	134,502.27	5.77%
	营业收入	154,906.32	22.18%
	利润总额	13,741.52	7.68%

资料来源：公司提供，鹏元整理

跟踪期内，公司用于质押的燃气具公司和顺特电气的净资产均有所提升，盈利能力仍然较强，其股权价值较有保障，我们认为，股权质押担保为本期债券的偿还提供了良好的支持。

## 七、评级结论

跟踪期内，公司收入规模稳步增长；公司用于质押的股权价值较有保障，能为本期债券的偿还提供良好支持。

同时我们注意到，公司收付款账期不能有效匹配且存货占款较多，净营业周期仍较长；公司盈利能力进一步提升面临一定的压力；公司新厂区建成后的产能增幅较大，未来产能消化可能存在一定的不确定性；公司面临一定的资产减值风险。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA-，本期债券信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
货币资金	26,342.54	42,425.76	45,875.94
交易性金融资产	30.00	30.00	30.00
应收票据	27,766.59	37,514.78	29,724.63
应收账款	127,527.04	104,232.81	95,507.67
预付款项	8,897.45	20,517.30	7,004.59
应收利息	227.60	79.62	353.06
其他应收款	13,556.37	5,770.62	31,888.87
存货	54,316.24	51,570.83	51,681.27
其他流动资产	68,927.07	23,941.08	24,085.81
流动资产合计	327,590.90	286,082.80	286,151.84
可供出售金融资产	10.00	10.00	0.00
长期股权投资	0.00	9,885.39	9,922.62
投资性房地产	2,427.23	2,577.00	2,715.02
固定资产	15,684.23	19,136.42	16,171.38
在建工程	16,752.97	8,324.08	11,187.59
无形资产	33,573.55	43,918.39	44,476.11
商誉	1,067.76	1,067.76	1,067.76
长期待摊费用	1,131.53	1,027.29	962.03
递延所得税资产	13,429.28	13,252.30	10,561.23
其他非流动资产	4,861.45	5,359.66	0.00
非流动资产合计	88,937.99	104,558.28	97,063.72
资产总计	416,528.89	390,641.08	383,215.56
短期借款	8,000.00	0.00	12,500.00
应付票据	27,072.33	5,869.06	6,275.62
应付账款	74,609.39	57,681.08	49,754.23
预收款项	18,122.45	17,672.13	19,154.10
应付职工薪酬	6,239.31	5,673.28	5,138.37
应交税费	9,108.59	9,722.54	7,744.20
应付利息	1,383.60	1,850.00	1,874.16
应付股利	123.96	123.96	3,424.24
其他应付款	27,962.27	37,210.50	35,864.67
流动负债合计	172,621.90	135,802.54	141,729.58
长期借款	0.00	8,600.00	5,700.00
应付债券	29,674.00	39,831.42	39,563.53

预计负债	553.17	741.62	497.25
递延所得税负债	36.77	1,662.46	1,718.60
递延收益	1,871.62	2,301.26	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	1,412.94
非流动负债合计	32,135.56	53,136.75	48,892.31
负债合计	204,757.46	188,939.29	190,621.89
股本	69,081.60	69,081.60	69,081.60
资本公积	5,828.10	5,828.10	5,828.10
盈余公积	7,908.31	7,908.31	7,908.31
未分配利润	54,401.76	46,258.00	40,450.84
归属于母公司所有者权益合计	137,219.77	129,076.01	123,268.85
少数股东权益	74,551.66	72,625.78	69,324.82
所有者权益合计	211,771.43	201,701.79	192,593.67
负债和所有者权益总计	416,528.89	390,641.08	383,215.56

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告



## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	413,036.42	389,645.86	231,085.12
其中：营业收入	413,036.42	389,645.86	231,085.12
二、营业总成本	394,081.21	369,174.96	229,837.62
其中：营业成本	281,868.04	262,337.28	166,823.01
营业税金及附加	2,451.43	2,583.80	1,320.54
销售费用	75,355.85	66,837.65	40,332.03
管理费用	27,171.52	27,074.50	15,211.80
财务费用	2,109.67	2,765.89	3,331.71
资产减值损失	5,124.71	7,575.84	2,818.52
加：投资收益	4,415.92	2,195.11	17,722.32
三、营业利润	23,371.14	22,666.01	18,969.83
加：营业外收入	1,507.45	1,322.59	3,677.79
减：营业外支出	938.75	169.45	53.09
四、利润总额	23,939.84	23,819.15	22,594.53
减：所得税费用	6,747.96	7,802.87	4,243.67
五、净利润	17,191.88	16,016.28	18,350.86
减：少数股东损益	4,812.37	3,300.96	94.21
归属于母公司所有者的净利润	12,379.51	12,715.32	18,256.65

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	431,672.09	405,926.88	253,315.02
收到的税费返还	4.02	517.27	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	2,835.31	1,679.04	2,578.64
经营活动现金流入小计	434,511.41	408,123.19	255,893.65
购买商品、接受劳务支付的现金	250,324.83	286,575.81	189,635.78
支付给职工以及为职工支付的现金	39,120.08	33,605.84	17,980.24
支付的各项税费	35,344.60	34,215.39	15,169.00
支付其他与经营活动有关的现金	59,435.33	55,563.86	28,674.32
经营活动现金流出小计	384,224.84	409,960.90	251,459.33
经营活动产生的现金流量净额	50,286.58	-1,837.72	4,434.32
收回投资收到的现金	244,343.63	190,619.93	19,700.00
取得投资收益收到的现金	2,479.70	12,602.74	2,249.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	7,616.81	346.94	6,439.64
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	12,327.00
投资活动现金流入小计	254,440.14	203,569.61	40,716.40
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,898.45	7,091.71	8,238.39
投资支付的现金	287,933.16	177,000.00	19,600.00
投资活动现金流出小计	303,831.61	184,091.71	27,838.39
投资活动产生的现金流量净额	-49,391.47	19,477.91	12,878.01
吸收投资收到的现金	980.00	0.00	200.00
取得借款收到的现金	8,000.00	2,900.00	18,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	2,724.77
筹资活动现金流入小计	8,980.00	2,900.00	21,124.77
偿还债务支付的现金	10,926.00	12,500.00	10,500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,291.46	10,339.01	4,318.59
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	2,435.04	570.54
筹资活动现金流出小计	19,217.46	25,274.05	15,389.13
筹资活动产生的现金流量净额	-10,237.46	-22,374.05	5,735.65
汇率变动对现金的影响	30.49	0.12	1.15
现金及现金等价物净增加额	-9,311.87	-4,733.74	23,049.13

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	17,191.88	16,016.28	18,350.86
加：资产减值准备	5,124.71	7,575.84	2,818.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,758.43	2,911.80	1,365.16
无形资产摊销	1,414.66	1,332.61	41.23
长期待摊费用摊销	1,226.78	1,014.58	635.12
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	493.44	85.26	-2,333.05
财务费用	3,261.15	3,430.85	3,705.93
投资损失	-4,415.92	-2,195.11	-17,722.32
递延所得税资产减少	-176.98	-2,747.22	841.75
存货的减少	-2,541.14	404.97	339.54
经营性应收项目的减少	-20,156.56	-22,642.23	-22,281.61
经营性应付项目的增加	46,106.12	-7,025.36	18,673.21
经营活动产生的现金流量净额	50,286.58	-1,837.72	4,434.32

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
综合毛利率	31.76%	32.67%	27.81%
期间费用率	25.33%	24.81%	25.48%
总资产回报率	6.72%	6.97%	8.33%
非付现费用（万元）	10,524.58	12,834.83	4,860.03
非经营损益（万元）	-838.31	-1,426.22	-15,507.69
FFO（万元）	26,878.15	27,424.89	7,703.20
负债与所有者权益比率	96.69%	93.67%	98.98%
资产负债率	49.16%	48.37%	49.74%
流动比率	1.90	2.11	2.02
速动比率	1.58	1.73	1.65
EBITDA（万元）	32,600.86	32,508.99	28,341.97
EBITDA 利息保障倍数	9.53	9.48	7.65

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	$360 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} - \text{期初预收款项余额} - \text{期末预收款项余额}) / 2 / \text{营业收入}$
	存货周转天数	$360 \times (\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2 / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数	$360 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2 / \text{营业成本}$
	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
	流动资产周转天数	$360 \times (\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数	$360 \times (\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
	总资产周转天数	$360 \times (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
资本结构及财务安全性	负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
	资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	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)
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
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。