

广东万家乐股份有限公司

2011 年 4 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。

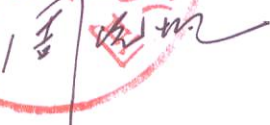
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

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
PENG YUAN 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>

广东万家乐股份有限公司

2011 年 4 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

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：49 个月

债券剩余规模：4 亿元

跟踪日期：2013 年 04 月 15 日

上次跟踪信用评级结果：

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：59 个月

债券剩余规模：4 亿元

跟踪日期：2012 年 06 月 21 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”）2011年发行的4亿元公司债券的2013年跟踪评级结果维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	241,706.22	221,092.51	241,003.68
归属于母公司所有者权益（万元）	105,012.20	101,068.41	95,440.75
资产负债率	54.62%	53.77%	59.70%
流动比率	1.53	1.17	1.06
速动比率	1.13	0.87	0.83
营业收入（万元）	197,395.78	202,252.23	283,191.39
利润总额（万元）	9,412.42	5,582.29	18,825.50
综合毛利率	25.81%	24.17%	26.48%
总资产回报率	4.44%	3.28%	9.21%
EBITDA（万元）	12,684.09	9,810.70	28,610.68
EBITDA 利息保障倍数	5.36	4.94	6.95
经营活动现金流净额（万元）	2,165.06	-5,681.18	-821.76

资料来源：公司提供

正面：

- 公司热水器、灶具系列等主营产品收入保持增长，主营业务盈利能力有所提高；
- 公司持续加强渠道建设，销售渠道得到进一步扩张，促进了公司厨卫电器业务稳步增长；
- “万家乐”热水器品牌保持较高知名度，主营产品市场占有率较高；
- 2012 年公司投资收益大幅增长，同时公司加大了对外投资力度，相关投资有望持续给公司带来良好收益；
- 公司已办妥股权质押登记，质押股权价值较有保障，能为本期债券的偿还提供良好的支撑。

关注：

- 受宏观经济增长放缓及房地产调控政策等因素影响，厨卫电器行业竞争加剧；
- 2012 年公司主营产品燃气热水器市场占有率排名稍有下滑；
- 公司在高端厨卫电器市场的竞争实力依然相对较弱；
- 顺特电气设备有限公司面对的市场环境依然较为严峻，短期内可能会影响其业绩表现；
- 公司新增投资房地产项目，未来能否达到预期回报尚有待进一步观察；
- 公司拟投资保险公司，但能否获得保监会批准尚需观察；
- 公司湖南基地投产后，壁挂炉产能将得到大幅提升，但届时能否充分消化新增产能尚有待观察；
- 2012 年公司销售网络的扩张及对经销商支持力度的加大，期间费用率有所上升，费用控制压力有所增加；
- 2012 年末公司应收票据余额有所增加，资金占用压力加大；
- 2012 年公司新增 2 亿元对外委托贷款，金额相对较大，相关风险需要进一步关注。

分析师

姓名：贺亮明 林心平

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

经中国证券监督管理委员会《关于核准广东万家乐股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2011]1927号），2012年5月15日，公司公开发行4亿元公司债券，募集资金总额4亿元；扣除发行费用后，募集资金净额39,260万元。

本期债券的起息日为2012年5月15日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2017年每年的5月15日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的5月15日。本期债券的兑付日为2017年5月15日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2015年5月15日。本期债券第一次付息日为2013年5月15日。

本期债券募集资金用于偿还银行借款和补充营运资金，已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股本没有变化。公司以现金1亿元认购广州市用佳电子有限公司（以下简称“用佳公司”）的610万元增资额，持股比例为37.9%。

三、经营与竞争

跟踪期，公司热水器、灶具系列等产品收入保持增长，主营业务盈利能力有所提高

跟踪期，公司主营业务收入有所增长，其中变压器系列产品收入下降。变压器系列产品收入来源于全资子公司顺特电气有限公司（以下简称“顺特电气”），顺特电气2009年12月设立顺特电气设备有限公司（以下简称“合资公司”），并将相应业务注入合资公司，顺特电气不再有生产和销售，仅作为持股公司，2011年、2012年形成的变压器系列产品收入是履行完部分原有合同，此类合同由顺特电气委托合资公司代为履行合同约定的义务，合同的收益、成本、费用、履约责任和履约风险全部归属合资公司，因此合并范围变压器毛利率极低。2012年，热水器、灶具系列等产品收入同比增长13.42%，由于毛利率较高的核心产品燃气热水器2012年收入占比提高等原因，2012年热水器、灶具系列等产品毛利率同比增加4.89个百分点。2012年公司主营业务毛利相比2011年增加13,702.47万元，主营业务盈利水平有明显提升。

2012年公司其他业务收入及其毛利率较2011年大幅下降，主要原因是2011年其他业

务收入主要来源于投资性房地产的转让，2011 年公司将位于佛山市顺德区大良街道金榜居委会凤山西路一处物业转让（占地面积 13,631.50 平方米、建筑面积 13,106.50 平方米），转让价格为 13,510 万元。

表 1 2011-2012 年公司收入构成情况（单位：万元）

产品名称	2012 年		2011 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
热水器、灶具系列等	184,231.96	27.22%	162,439.97	22.33%
变压器系列	8,659.54	0.56%	20,088.65	1.30%
旅游饮食服务	817.83	36.98%	817.43	30.97%
主营业务合计	193,709.33	26.07%	183,346.04	20.07%
其他业务	3,686.45	12.12%	18,906.19	63.99%

资料来源：公司提供

从公司主营业务收入分区域构成看，华南、华中、华北、华东区域为公司收入主要来源区域。2012 年，公司在华南、华中、华北地区销售收入有所增长，而华东、西南地区销售收入有所下降，其原因是华东地区以国外高端品牌为主流，西南地区市场则以区域化品牌为主。

表 2 2011-2012 年公司主营业务收入分区域构成（单位：万元）

区域	2012 年		2011 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
华北地区	23,378.33	12.07%	17,093.68	9.32%
华东地区	23,035.71	11.89%	28,222.21	15.39%
华南地区	61,921.43	31.97%	51,915.34	28.32%
华中地区	31,917.56	16.48%	28,011.92	15.28%
西南地区	7,791.39	4.02%	10,223.77	5.58%
西北地区	12,888.85	6.65%	12,142.92	6.62%
出口	6,655.25	3.44%	2,881.78	1.57%
东北地区	7,438.30	3.84%	6,525.79	3.56%
其他地区	18,682.51	9.64%	26,328.62	14.36%
合计	193,709.33	100.00%	183,346.04	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，厨卫电器市场竞争加剧，公司通过加强渠道建设及产品结构优化等措施，厨卫电器业务稳步增长

由于宏观经济增长放缓及房地产调控政策，以及“以旧换新”、“家电下乡”等政策相继谢幕，家电行业市场出现明显下滑，加之众多品牌竞相进入厨卫电器市场，导致 2012 年厨

卫电器市场竞争加剧。

面对厨卫电器市场竞争加剧的局面，公司采取了加强渠道建设、优化产品结构等有效措施，因此 2012 年公司厨卫电器业务仍有一定幅度的增长。

2012 年公司进一步拓宽了销售渠道。2012 年末，公司拥有专卖店 1,288 家，相比 2011 年末增加 179 家；进入 KA 卖场 2,637 家，相比 2011 年末增加 1,011 家。另外，公司也加大了对经销商的支持力度，如增加广告投入及给予一定的商业折扣等。

销售网络的扩张及对经销商支持力度的加大，使得公司 2012 年网络建设费、广告费、促销费均有一定幅度的提升，导致公司成本费用控制压力有所加大。

表 3 公司专卖店和 KA 卖场发展情况（单位：家）

类型	市场分类	2012 年末	2011 年末
专卖店	一级市场	213	130
	二级市场	515	421
	三级市场	465	443
	四级市场	94	115
	合计	1,288	1,109
KA 卖场	一级市场	1,319	863
	二级市场	791	374
	三级市场	395	331
	四级市场	132	58
	合计	2,637	1,626

资料来源：公司提供

2012 年，公司加大了产品结构优化力度，与国际工业设计大师喜多俊之合作，先后推出 Q6 系列燃气热水器、御厨系列厨电产品。燃气热水器产品连续两年销售额增幅超过销量增幅，燃气热水器平均售价上涨约 2%，说明产品销售结构在不断优化。通过加快电热水器新产品开发速度，使新产品成为销售主力，提高了电热水器整体毛利水平。

整体而言，虽然 2012 年厨卫市场竞争加剧，但公司通过加强渠道建设及产品结构优化等措施，厨卫电器业务仍实现稳步增长，主营产品盈利水平有所提高。

跟踪期内，“万家乐”热水器品牌依然保持较高知名度，主营产品市场占有率继续保持行业前列，但与国际高端品牌仍存在一定的差距

跟踪期，“万家乐”热水器品牌依然保持较高知名度，在中国品牌研究院公布的 2012 年“中国最有价值品牌 500 强”中，万家乐以 36 亿元的品牌价值排名跃居第 195 位，相比 2011 年的 320 位大幅上升，荣登厨卫行业最具价值品牌前列。

跟踪期，公司主营产品热水器在全国市场占有率排名处于前列，根据北京中怡康时代市场研究有限公司（以下简称“中怡康”）的数据显示，2012 年公司热水器按销售量市场占有率为 8.81%，在海尔、史密斯、美的、万和之后排名第五；热水器按销售额市场占有率为 7.46%，在海尔、史密斯、美的、万和之后排名第五。

根据中怡康的数据显示，2012 年公司在燃气热水器细分市场按销售量市场占有率为 16.7%、按销售额市场占有率为 14.2%，均排名第二，相比 2011 年全国市场占有率均排名第一位均下降一位。2011 年，公司在燃气热水器细分市场按销售量市场占有率为 15.3%，按销售额市场占有率为 17.1%。2012 年公司燃气热水器按销售量市场占有率提高，但按销售额市场占有率下降，主要原因系公司产品价格低于行业平均价格。根据中怡康的数据显示，2012 年万家乐热水器平均售价 1,457 元/台，而市场平均价格为 1,721 元/台。公司产品销售价格低于市场平均价格，这与公司缺乏高端产品存在较大关系，公司与史密斯、阿里斯顿等国际高端品牌仍存在一定的差距。在行业需求增长放缓、行业竞争加剧背景下，传统的价格竞争将给企业带来严重的生存危机，只有产品往高端化发展、进一步提高产品附加值，企业才能在激烈的市场竞争中具备良好的竞争力。

跟踪期内，湖南基地建设进展顺利，壁挂炉生产能力将得到明显提升，壁挂炉产品有望成为公司新的利润增长点

面对国内壁挂炉市场进入快速增长期的机遇，近年公司计划加大对壁挂炉产品的投入。考虑到公司在顺德自有产能存在较大瓶颈，2011 年，公司全资子公司广东万家乐燃气具有限公司（以下简称“万家乐燃气具”）与大汉控股集团有限公司（以下简称“大汉集团”）共同投资成立万家乐热能科技有限公司（原名：万家乐厨卫科技有限公司，以下简称“万家乐热能科技”），打造湖南基地，万家乐燃气具持有万家乐热能科技 56%的股权。湖南基地占地面积 150 亩，计划于 2013 年末投产，预计将实现壁挂炉 30 万台、散热器 15 万套的生产规模，目前湖南基地建设进展顺利，预计 2013 年末可以投产。2012 年公司壁挂炉销量同比增长 70%，销售收入同比增长 48%，发展势头良好，一旦湖南基地投产，公司壁挂炉产能将得到大幅提升，壁挂炉产品有望成为公司新的利润增长点。

相比湖南基地未来产能规模，公司壁挂炉目前销售规模相对较小，届时能否消化大规模增长的产能尚有待观察。

跟踪期，合资公司经营状况有明显改善，但仍面临严峻的市场环境

跟踪期，公司一方面支持合资公司稳定市场规模，强化内部管理，提高运营效率；另一方面加强与外方股东的沟通，推动外方股东对合资公司业务的支持，效果较为明显，2012

年合资公司经营业绩有所改善，全年实现营业收入 127,783 万元，同比增长 2.91%；实现营业利润 5,135 万元，同比增长 395.66 %；实现净利润 4,348 万元，同比大幅增长。

但合资公司面临的市场环境依然严峻。国内外经济增长的放缓，国家电网、南方电网对电网投资下降，且近年采用集中招标方式后价格下滑明显，给公司这种缺乏国资背景的企业形成较大压力。而这些不利的市场因素预计短期内仍将影响合资公司。

跟踪期，公司加大了对对外投资力度，投资的房地产项目未来有望给公司带来较好的投资回报，但考虑到未来房地产市场的不确定性，该项目未来的实际收益仍存在一定的不确定性；拟对保险公司的投资尚有待观察

跟踪期，公司以现金 1 亿元认购用佳公司的 610 万元增资额，持股比例为 37.9%。与广州三新控股集团有限公司、广东怡富投资有限公司、广州市然力贸易有限公司共同开发用佳公司位于广州市番禺区南村镇市头村地块的房产项目，该项目北邻珠江，毗邻广州大学城，南靠“雅居乐剑桥郡”楼盘，拥有稀缺的一线临江江景资源，区域位置优越，开发前景良好。项目总占地面积 59,007 平方米，按规划核准的容积率计算建筑面积约 78,770 平方米。目前该项目已完成总体建设方案并已递交市规划局审批。

根据深圳市世联土地房地产评估有限公司出具的《广州市番禺区南村镇市头村地块项目立项可行性研究报告》（世联咨字[2012]K0801 号），经测算，该项目土地成本为 28,234.3 万元，总投资为 94,374.2 万元，开发期为 2.5 年，动态投资回收期为 1.94 年（税前），税前利润为 73,215.7 万元，税后利润为 54,911.6 万元，税后成本利润率为 58%。

广州三新控股集团有限公司、广东怡富投资有限公司、广州市然力贸易有限公司向公司承诺，截止 2015 年 1 季度末（即预计 2.5 年的项目开发期结束），如本项目最终的实际盈利达不到上述盈利预测，其差额部分由其按所持用佳公司股权的比例以现金方式向公司足额补偿。

综上，考虑到该项目投资回报率较高且有其他股东的盈利承诺，该投资有望给公司带来良好的投资回报。但考虑到用佳公司从未涉足房地产项目，且近年国家不断出台房地产市场调控政策，该项目是否能达到预定回报率存在一定的不确定性；虽然其他股东承诺了项目最低回报，但也不排除未来其他股东不具备履行承诺的实力或无意愿履行承诺。

另外，公司拟出资 10,000 万元与关联企业广州三新实业有限公司等其他 8 家企业共同发起设立天诚人寿保险股份有限公司（以下简称“天诚人寿”，暂定名，最后名称以中国保险监督管理委员会及工商核准登记为准），公司将持有天诚人寿 20%的股份。目前，天诚人寿尚处于报批前的筹备阶段，待其得到中国保监会的正式批准筹建之后，公司才履行出资义

务。考虑到公司及股东从未涉足过保险业务，未来该投资能否获得中国保监会批准以及能否给公司带来预期的回报尚有待观察。

四、财务分析

财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于公司提供的经大华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2010-2012年审计报告。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。2012年公司财务报表合并范围新增一家孙公司，即子公司万家乐燃气具出资设立的子公司广东万家乐厨房科技有限公司。

表 4 2012 年公司财务报表合并范围（单位：万元）

子公司名称	子公司类型	注册资本	年末实际投资额	合计持股比例
顺特电气有限公司	控股子公司	15,922	15,922	100%
广东万家乐燃气具有限公司	控股子公司	51,527	51,527	100%
佛山市顺德区万家乐物业管理有限公司	控股子公司	500	500	100%
佛山市顺德区万家乐酒店管理有限公司	控股孙公司	50	50	100%
万家乐热能科技有限公司 （原名：万家乐厨卫科技有限公司）	控股孙公司	10,200	5,712	56%
广东万家乐厨卫电器销售有限公司	控股孙公司	1,000	1,000	100%
广东万家乐电器有限公司 （原名：佛山万家乐电器有限公司）	控股孙公司	1,000	1,000	100%
广东万家乐厨房科技有限公司	控股孙公司	1,000	1,000	100%

资料来源：公司审计报告

财务分析

跟踪期内，由于本期债券的成功发行，公司资产规模有所增长，应收账款余额持续减少；营业收入稍有下滑，但主营业务收入有所增长，投资收益有较大幅度提升；经营活动现金流有所改善，投资活动现金流出较多，资产负债率相对稳定，债务结构有所改善

跟踪期，由于本期债券的成功发行，公司总资产规模有所增长，2012 年末公司总资产规模 241,706.22 万元，较 2011 年末增加 9.32%。从资产构成看，2012 年末公司非流动资产占比有所提高，非流动资产增长主要来源于长期股权投资和在建工程的增加。

2012 年末应收票据余额有较大幅度增加，主要原因系厨卫行业竞争较为激烈，公司加大

了对经销商的支持力度，收取的银行承兑汇票增加；2012 年末应收账款余额同比减少 15,818.48 万元，主要原因是子公司顺特电气收入减少，应收账款大幅减少。公司存货余额基本比较稳定。2012 年末其他流动资产中，2 亿元为公司对大汉集团的委托贷款，贷款年利率 11%，2013 年 6 月 20 日到期。大汉集团规模较大，涉足业务广，目前主要在湖南从事城镇开发业务，该委托贷款由大汉集团以其持有的大汉城镇建设有限公司的 40% 股权提供质押担保，同时由大汉集团的实际控制人付胜龙提供不可撤销的连带责任保证担保。根据公司公告信息，按照大汉城镇建设有限公司 2012 年 9 月底的净资产计算，大汉集团持有的大汉城建 40% 股权所对应的资产净值为 56,046 万元，达到委托贷款额的 2.48 倍。虽然大汉集团本身具备一定的实力，同时采取了偿债保障措施，并且贷款时间较短，但该笔贷款金额较大，一旦违约将对公司经营带来一定的影响，需要持续关注。

2012 年末公司长期股权投资有所增加，主要系对用佳公司新增投资 10,000 万元，公司持有用佳公司 37.90% 的股权，用佳公司主要在广州番禺从事自有地块的房产开发业务，用佳公司其他股东承诺了该项目的投资回报，因此该投资未来有望给公司带来较好的投资回报；其余长期股权投资主要系对合资公司的投资。

公司固定资产规模较小，主要是公司固定资产时间较长，折旧额较大，因此公司固定资产净值相对较小。在建工程新增部分主要系公司在湖南基地新建厂房的投入。

表 5 公司资产结构情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产	139,989.04	57.92%	137,973.54	62.41%	151,448.93	62.84%
货币资金	26,186.54	10.83%	21,770.04	9.85%	38,169.89	15.84%
应收票据	15,391.67	6.37%	6,362.45	2.88%	7,685.65	3.19%
应收账款	25,981.30	10.75%	41,799.78	18.91%	50,489.56	20.95%
预付款项	1,416.76	0.59%	5,628.43	2.55%	2,258.59	0.94%
其他应收款	9,676.08	4.00%	9,345.58	4.23%	11,810.37	4.90%
存货	36,309.14	15.02%	35,378.03	16.00%	33,694.62	13.98%
其他流动资产	20,100.00	8.32%	12,608.00	5.70%	4,000.00	1.66%
非流动资产	101,717.18	42.08%	83,118.97	37.59%	89,554.75	37.16%
长期股权投资	75,458.54	31.22%	64,307.39	29.09%	65,978.46	27.38%
投资性房地产	2,864.81	1.19%	2,584.60	1.17%	9,369.03	3.89%
固定资产	6,836.37	2.83%	7,878.57	3.56%	8,518.12	3.53%
在建工程	5,038.53	2.08%	172.30	0.08%	463.09	0.19%
资产总计	241,706.22	100.00%	221,092.51	100.00%	241,003.68	100.00%

资料来源：公司提供

2012 年公司营业收入稍有下降，主要是 2011 年公司转让投资性房地产实现收入 13,510 万元。2012 年公司主营业务收入同比增长 5.65%，其中厨卫电器业务实现收入 184,231.96 万元，同比增长 13.42%。

2012 年公司综合毛利率相比 2011 年上升 1.64 个百分点，主要原因是由于产品创新及加强成本控制，公司主要产品燃气热水器毛利率上升，该产品占公司销售收入比重较高。

2012 年公司期间费用率有所上升，主要原因是公司加大渠道建设和对经销商的支持力度，网络建设和促销费用有所增加。

2012 年公司营业利润水平相比 2011 年有较大幅度提高，主要原因是投资收益大幅增长。2012 年投资收益主要包括广东北电通信设备有限公司（以下简称“广东北电”）分红 2,040 万元、权益法核算的合资公司新增 2,491.91 万元以及委托贷款利息收入 1,199.45 万元。广东北电控股股东的北电网络有限公司已申请破产，广东北电也已经停止生产，目前广东北电正在清算中。

2012 年公司净利润与 2011 年基本持平，主要原因系 2011 年公司确认的政府补助较多，同时 2011 年由于递延所得税调整影响，当年所得税费用为-1,455.80 万元。

表 6 公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	197,395.78	202,252.23	283,191.39
投资收益	6,199.80	844.14	1,010.88
营业利润	8,785.16	3,356.36	-804.10
营业外收入	775.83	2,356.73	22,999.22
利润总额	9,412.42	5,582.29	18,825.50
净利润	7,561.75	7,038.09	14,335.30
综合毛利率	25.81%	24.17%	26.48%
期间费用率	23.55%	20.49%	25.34%
总资产回报率	4.44%	3.28%	9.21%

资料来源：公司提供

从公司经营活动现金流指标来看，2012 年公司现金生成能力（FFO）有所下滑，主要是受 2012 年资产减值准备等非付现费用以及投资收益等非经常性收益影响。但由于 2012 年营运资金占用大幅减少，2012 年公司经营活动现金流表现有明显改善。

从公司投资活动现金流来看，2012 年公司投资活动现金流出较多，主要系对用佳电子投资 1 亿元和对湖南、英德基地土地、厂房的投入以及对外委托贷款。

2012 年公司筹资活动现金流入较多，主要系本期债券的成功发行收到现金 39,260.00 万

元，为调整债务结构，当年公司偿还了约 1 亿元的短期借款。

表 7 公司现金流指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	7,561.75	7,038.09	14,335.30
非付现费用	3,263.37	5,193.28	7,484.45
非经营损益	-3,868.19	-2,131.17	-16,213.33
FFO	6,956.93	10,100.20	5,606.42
营运资本变化	-4,791.87	-15,781.39	-6,384.26
其中：存货减少（减：增加）	-724.21	-2,397.85	411.19
经营性应收项目的减少（减：增加）	10,621.13	9,555.48	-25,277.74
经营性应付项目增加（减：减少）	-14,688.79	-22,939.02	18,482.29
其他	0.00	0.00	-43.92
经营活动产生的现金流量净额	2,165.06	-5,681.18	-821.76
投资活动产生的现金流量净额	-23,434.23	2,553.42	-24,914.93
筹资活动产生的现金流量净额	26,939.91	-9,555.65	15,303.19
现金及现金等价物净增加额	5,669.73	-12,683.58	-10,138.33

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司资产负债率为 54.62%，与 2011 年末相比稍有上升，主要系由于本期债券的成功发行，公司债务余额有所增长。

公司债务结构有所改善，2012 年末公司非流动负债占比大幅提高。由于使用本期债券募集资金偿还了部分短期借款，2012 年末公司短期借款余额大幅减少。

表 8 公司负债结构情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	91,447.92	69.26%	118,369.57	99.56%	142,502.40	99.05%
其中：短期借款	10,500.00	7.95%	21,900.00	18.42%	36,900.00	25.65%
应付票据	7,025.32	5.32%	6,566.08	5.52%	12,461.30	8.66%
应付账款	38,419.93	29.10%	43,275.49	36.40%	61,580.95	42.80%
预收款项	12,480.00	9.45%	18,017.23	15.15%	17,883.91	12.43%
其他应付款	17,070.05	12.93%	25,649.28	21.57%	6,082.04	4.23%
非流动负债合计	40,581.22	30.74%	519.54	0.44%	1,367.97	0.95%
其中：应付债券	39,295.63	29.76%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他非流动负债	993.54	0.75%	519.54	0.44%	1,367.97	0.95%
负债总额	132,029.14	100.00%	118,889.10	100.00%	143,870.37	100.00%

资料来源：公司提供

由于债务结构的调整，2012 年末公司流动比率、速动比率均有所改善。EBITDA 利息

保障倍数稍有改善，债务保障程度有所提高。

表 9 公司偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	54.62%	53.77%	59.70%
流动比率	1.53	1.17	1.06
速动比率	1.13	0.87	0.83
EBITDA（万元）	12,684.09	9,810.70	28,610.68
EBITDA 利息保障倍数	5.36	4.94	6.95

资料来源：公司提供

五、本期债券担保分析

公司已办妥股权质押登记，股权价值较有保障，股权质押担保为本期债券的偿还提供良好的支撑

本期债券由公司持有的万家乐燃气具 100%股权和顺特电气 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（顺监）股质登记变字【2012】第 A1160589884 号、（顺监）股质登记变字【2012】第 A1160589889 号《股权出质变更登记通知书》，公司已将万家乐燃气具 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 2012 年底，万家乐燃气具资产总额 9.74 亿元，归属于母公司所有者权益合计为 3.98 亿元，同比增长 18.33%。2012 年万家乐燃气具实现营业收入 18.02 亿元，同比增长 11.85%，实现利润总额 7,679.46 万元，同比增长 127.87%。2012 年末顺特电气资产总额 12.06 亿元，归属于母公司所有者权益合计为 4.52 亿元，同比增长 5.10%，由于顺特电气已将业务注入合资公司，2012 年顺特电气营业收入减少较多，2012 年顺特电气实现营业收入 1.03 亿元，利润总额 2,280.99 万元，相比 2011 年利润总额-967.78 万元有明显改善。

2012 年公司用于质押的万家乐燃气具和顺特电气盈利水平和净资产均有所提升，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撑。

六、评级结论

虽然跟踪期厨卫电器行业竞争加剧，但公司通过加强渠道建设和产品结构优化等措施，厨卫电器业务收入和盈利水平均有所增长；公司品牌依然在市场上保持较高知名度，主营产品市场占有率较高；投资收益也有较大幅度增长，公司加大了对外投资力度，未来相关投资

有望持续给公司带来良好收益；另外跟踪期公司已办妥股权质押登记手续，质押股权价值较有保障，能为本期债券的偿还提供良好的支撑作用。

我们也关注到公司产品在高端厨卫电气市场竞争力依然较弱；主营产品燃气热水器按销售额市场占有率下滑；产品在部分区域销售下滑、期间费用率上升等情况。

总体来看，跟踪期公司经营状况有所改善，整体实力有所提高，基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA-和本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	26,186.54	21,770.04	38,169.89
交易性金融资产	30.00	30.00	30.00
应收票据	15,391.67	6,362.45	7,685.65
应收账款	25,981.30	41,799.78	50,489.56
预付款项	1,416.76	5,628.43	2,258.59
应收股利	4,813.37	5,051.25	3,310.26
应收利息	84.17	0.00	0.00
其他应收款	9,676.08	9,345.58	11,810.37
存货	36,309.14	35,378.03	33,694.62
其他流动资产	20,100.00	12,608.00	4,000.00
流动资产合计	139,989.04	137,973.54	151,448.93
长期股权投资	75,458.54	64,307.39	65,978.46
投资性房地产	2,864.81	2,584.60	9,369.03
固定资产	6,836.37	7,878.57	8,518.12
在建工程	5,038.53	172.30	463.09
无形资产	3,775.71	554.31	337.67
长期待摊费用	750.32	625.95	819.14
递延所得税资产	6,992.89	6,995.84	4,069.25
非流动资产合计	101,717.18	83,118.97	89,554.75
资 产 总 计	241,706.22	221,092.51	241,003.68
短期借款	10,500.00	21,900.00	36,900.00
应付票据	7,025.32	6,566.08	12,461.30
应付账款	38,419.93	43,275.49	61,580.95
预收款项	12,480.00	18,017.23	17,883.91
应付职工薪酬	1,089.48	227.47	492.63
应交税费	2,870.19	2,542.56	6,920.25
应付利息	1,868.99	67.51	57.37
应付股利	123.96	123.96	123.96
其他应付款	17,070.05	25,649.28	6,082.04
流动负债合计	91,447.92	118,369.57	142,502.40
应付债券	39,295.63	0.00	0.00
预计负债	292.05	0.00	0.00
其他非流动负债	993.54	519.54	1,367.97
非流动负债合计	40,581.22	519.54	1,367.97
负 债 合 计	132,029.14	118,889.10	143,870.37
实收资本（股本）	69,081.60	69,081.60	69,081.60

资本公积	5,828.10	5,828.10	7,225.54
盈余公积	7,908.31	6,176.25	5,011.96
未分配利润	22,194.19	19,982.46	14,121.65
归属于母公司所有者权益合计	105,012.20	101,068.41	95,440.75
少数股东权益	4,664.88	1,134.99	1,692.56
所有者权益合计	109,677.08	102,203.41	97,133.31
负债和所有者权益总计	241,706.22	221,092.51	241,003.68

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业总收入	197,395.78	202,252.23	283,191.39
其中：营业收入	197,395.78	202,252.23	283,191.39
二、营业总成本	194,810.43	199,740.01	285,639.86
其中：营业成本	146,444.60	153,364.13	208,191.29
营业税金及附加	1,024.84	1,978.88	1,054.16
销售费用	32,408.34	28,117.33	46,713.56
管理费用	11,447.53	11,000.03	21,448.51
财务费用	2,632.81	2,328.89	3,602.54
资产减值损失	852.31	2,950.75	4,629.82
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	0.00	0.00	633.50
投资收益（损失以“－”号填列）	6,199.80	844.14	1,010.88
三、营业利润（亏损以“－”号填列）	8,785.16	3,356.36	-804.10
加：营业外收入	775.83	2,356.73	22,999.22
减：营业外支出	148.57	130.80	3,369.62
四、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	9,412.42	5,582.29	18,825.50
减：所得税费用	1,850.66	-1,455.80	4,490.20
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	7,561.75	7,038.09	14,335.30
少数股东损益	163.89	12.99	1,332.63
归属于母公司所有者的净利润	7,397.87	7,025.10	13,002.67

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
销售商品、提供劳务收到的现金	221,797.97	224,669.79	258,135.32
收到的税费返还	0.00	60.91	303.35
收到其他与经营活动有关的现金	15,381.96	22,970.72	22,633.00
经营活动现金流入小计	237,179.93	247,701.41	281,071.67
购买商品、接受劳务支付的现金	171,914.27	201,485.79	184,616.02
支付给职工以及为职工支付的现金	14,145.56	12,893.80	21,395.64
支付的各项税费	11,054.57	9,195.45	27,026.28
支付其他与经营活动有关的现金	37,900.47	29,807.56	48,855.50
经营活动现金流出小计	235,014.87	253,382.59	281,893.44
经营活动产生的现金流量净额	2,165.06	-5,681.18	-821.76
收回投资收到的现金	0.00	6,416.58	3,730.90
取得投资收益收到的现金	3,667.94	806.30	5,042.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	352.40	13,765.94	38.89
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	787.17	15,401.20
投资活动现金流入小计	4,020.34	21,775.99	24,213.58
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,462.57	1,053.91	9,166.05
投资支付的现金	15,992.00	500.00	3,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	17,668.66	36,962.46
投资活动现金流出小计	27,454.57	19,222.57	49,128.51
投资活动产生的现金流量净额	-23,434.23	2,553.42	-24,914.93
吸收投资收到的现金	3,366.00	1,122.00	76,500.00
取得借款收到的现金	17,500.00	30,900.00	57,900.00
发行债券收到的现金	39,260.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	159.27	6,977.40	3,897.48
筹资活动现金流入小计	60,285.27	38,999.40	138,297.48
偿还债务支付的现金	28,900.00	45,900.00	105,691.94
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,320.18	1,975.74	7,363.67
支付其他与筹资活动有关的现金	125.19	679.31	9,938.67
筹资活动现金流出小计	33,345.37	48,555.04	122,994.29
筹资活动产生的现金流量净额	26,939.91	-9,555.65	15,303.19
汇率变动对现金的影响	-1.01	-0.18	295.16
现金及现金等价物净增加额	5,669.73	-12,683.58	-10,138.33

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	7,561.75	7,038.09	14,335.30
加：资产减值准备	852.31	2,950.75	1,817.25
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,763.06	1,710.63	3,404.53
无形资产摊销	154.66	125.75	1,715.66
长期待摊费用摊销	493.34	406.15	547.01
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）	-655.98	-346.31	-16,997.38
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	0.00	0.00	7.26
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	0.00	0.00	-633.50
财务费用（收益以“－”号填列）	2,588.56	1,985.88	4,250.72
投资损失（收益以“－”号填列）	-5,803.72	-844.14	-1,010.88
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	2.95	-2,926.60	-1,829.55
存货的减少（增加以“－”号填列）	-724.21	-2,397.85	411.19
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	10,621.13	9,555.48	-25,277.74
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-14,688.79	-22,939.02	18,482.29
其他	0.00	0.00	-43.92
经营活动产生的现金流量净额	2,165.06	-5,681.18	-821.76

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	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	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。

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。