

# 浙江明牌珠宝股份有限公司

## 2012年10亿元公司债券

### 2013年跟踪信用评级报告

**本次跟踪评级结果：**

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：**47个月**

债券剩余规模：**10亿元**

评级日期：**2013年04月22日**

**评级结论：**

**上次跟踪评级结果：**

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**

债券剩余期限：**56个月**

债券规模：**10亿元**

评级日期：**2012年06月29日**

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江明牌珠宝股份有限公司（以下简称“明牌珠宝”或“公司”）及其2012年3月发行的10亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2013年跟踪评级结果为：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	2012年	2011年	2010年
总资产(万元)	431,643.45	376,300.42	210,609.19
归属于母公司所有者权益(万元)	280,998.58	279,624.14	68,653.52
资产负债率	34.90%	25.69%	67.40%
流动比率	8.04	3.87	1.44
速动比率	3.66	1.27	0.38
营业收入(万元)	665,600.23	588,827.91	402,896.26
营业利润(万元)	10,289.55	33,609.33	24,198.15
利润总额(万元)	10,384.30	33,820.51	29,199.06
综合毛利率	6.19%	10.17%	12.46%
总资产回报率	4.56%	13.40%	18.83%
EBITDA(万元)	19,036.26	39,897.24	35,660.62
EBITDA 利息保障倍数	2.37	7.24	6.07
经营活动现金流净额(万元)	9,144.79	-82,622.65	-8,796.16

资料来源：2010-2012年公司审计报告

## 正面:

- 公司继续拓展销售网络，提高品牌知名度，主要产品销售收入得到进一步扩大；
- 公司资产以存货、货币资金和应收账款为主，整体流动性较好；
- 在建项目有助于提高公司的生产规模，增强公司的规模优势；
- 股东提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的偿付起到一定的保障。

## 关注:

- 公司产品的主要原材料黄金和铂金近年价格波动较大，公司经营业绩易产生波动；
- 跟踪期内，受黄金价格波动影响，公司盈利能力下降；
- 新产品生产线生产规模较大，未来可能会存在产能利用率不足；
- 公司的黄金租赁业务和黄金T+D延期交易业务中，若价格与业务操作方向呈反向变动，易给公司经营业绩带来一定的风险；
- 专营店的增加导致公司存货规模扩大，公司面临的存货价值波动风险相应增大；
- 公司经营活动现金流受生产经营周期影响较大；
- 跟踪期内，受经营环境影响，公司现金生成能力减弱；
- 跟踪期内公司负债规模显著增长，公司有一定偿债压力。

## 分析师

姓名：王洪超 姚煜

电话：021-51035670

邮箱：wanghch@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证监许可[2012]308号文核准，公司于2012年3月22日公开发行10亿元公司债券，票面利率7.20%，在债券存续期限前3年固定不变。本期债券募集资金总额10亿元；扣除发行费用后，募集资金净额98,752万元。

本期债券的起息日为2012年3月22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3月22日为上一计息年度的付息日。如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的3月22日。本次债券的兑付日为2017年3月22日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的本金支付日为2015年3月22日，本期债券第一次付息日为2013年3月22日。

表1 截至2012年4月17日本期债券本息累计兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回售金 额(亿元)	利息支付(万元)	期末本金余额 (亿元)
2013年3月22日	10	-	7,200	10

资料来源：公司公告

本期募集资金已全部用于补充公司流动资金，调整债务结构。

## 二、发行主体概况

截至2012年12月31日，公司主要股东为浙江日月首饰集团有限公司（以下简称“日月集团”）和永盛国际投资集团有限公司，持股比例分别为29.96%和29.18%，跟踪期内，日月集团持股比例由29.74%增至29.96%。公司实际控制人未发生变化。

表2 跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	截至2012年12月31日	截至2011年12月31日
公司名称	浙江明牌珠宝股份有限公司	浙江明牌珠宝股份有限公司
注册资本(万元)	24,000.00	24,000.00
实收资本(万元)	24,000.00	24,000.00
第一大股东	浙江日月首饰集团有限公司	浙江日月首饰集团有限公司
第一大股东持股比例	29.96%	29.74%
实际控制人	虞阿五、虞兔良	虞阿五、虞兔良

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司合并报表范围内共增加 6 家子公司，分别为明牌珠宝(香港)有限公司、上海明牌钻石有限公司、杭州明牌珠宝销售有限公司、苏州明牌珠宝销售有限公司、浙江明牌卡利罗饰品有限公司、深圳明牌珠宝有限公司（详见附录四）。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产 431,643.45 万元，归属于母公司的所有者权益 280,998.58 万元，资产负债率 34.90%。2012 年度，公司实现营业收入 665,600.23 万元，实现利润总额 10,384.30 万元，经营活动产生的现金净流净额 9,144.79 万元。

### 三、经营与竞争

**跟踪期内，公司收入规模持续增长，但增速放缓，黄金价格波动导致公司毛利率下滑，对利润影响较大**

公司主要从事珠宝首饰的设计、生产和销售，主要产品包括黄金饰品、铂金饰品及镶嵌饰品。跟踪期内公司主营业务无变化。

2012 年度，受宏观经济增速放缓及金价大幅波动影响，2012 年公司实现主营业务收入 665,267.61 万元，同比增长 13%，公司主营业务销售增速明显放缓（2011 年主营业务收入同比增长 46.15%）。分业务来看，黄金饰品销售收入同比增长 20%，铂金饰品销售收入同比下降 24.60%，镶嵌类饰品销售收入同比下降 8.72%，其他业务销售收入同比下降 2.36%。黄金饰品销售收入比重进一步上升，2012 年占比到达 86.84%，是公司收入的主要来源，铂金饰品销售收入占 7.77%。

利润方面，公司毛利率受黄金铂金价格波动影响加大。2012 年黄金价格波动较大，上海黄金 Au9999 价格从年初 350 元/克逐步下跌至 330 元/克，9 月快速上升至 360 元/克后延续下跌趋势，截至 2013 年 4 月，金价跌至 300 元/克，呈现大幅下跌的态势。整体来看 2012 年全年黄金价格处于下行状态时间较长，考虑到公司产品生产周期（一般为 10 天左右），导致公司长期处于黄金采购价格高于市场价格的状态；而黄金价格快速上涨时，虽然采购成本较低的优势有所体现，但短期销售量难以较快增加。综合影响下公司主营业务毛利率下降，利润空间缩小。

表3 2011-2012年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年	
	收入	毛利	收入	毛利
黄金饰品	577,699.26	3.93%	481,429.68	7.79%
铂金饰品	51,692.66	6.76%	68,558.56	9.26%
镶嵌类饰品	27,861.07	35.05%	30,523.87	35.09%
其他	8,014.61	64.58%	8,208.29	63.48%
合计	665,267.61	6.19%	588,720.41	10.15%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司继续拓展销售网络，提高品牌知名度，主要产品的销售收入规模进一步扩大；但专营店备货周期较长，对公司存货周转效率有一定的影响，同时公司面临的存货价值波动风险相应加大

公司经营模式主要分为经销模式和专营模式。经销模式下，公司通过经销商签订框架协议或加盟店方式进行营销，产品销售给经销商或加盟店；专营模式下，公司通过设立专柜或开设旗舰店的方式，建立自己的营销渠道销售产品。

跟踪期内，公司继续扩展销售网络，主要以自营专柜和加盟商相结合方式积极推进。截至2012年底，公司在全国拥有专营店、加盟店和经销商逾千家，其中专营店375家，为了加强公司营销网络建设，2012年公司增设上海明牌钻石有限公司、杭州明牌珠宝销售有限公司等，加强渠道管理。目前公司营销网络遍布全国主要市场，其中专营店在公司营销网络拓展和品牌推广中起着重要作用，公司通过在一、二线市场开设专营店的方式，可以有效提升公司品牌的影响力，吸引加盟商加盟。加盟商则可以较低的成本扩大市场覆盖率，提高销售量。

表4 2011-2012年公司主要客户情况（单位：万元）

年度	序号	前五大客户	营业收入	占全部营业收入比重
2012年	1	北京菜市口百货股份有限公司	25,333.26	3.81%
	2	中金嘉禾（济南）珠宝有限公司	21,814.56	3.28%
	3	长沙嘉祥珠宝有限公司	10,766.07	1.62%
	4	沈阳铁西百货大楼有限公司	10,680.01	1.60%
	5	浙江日月集团湖州金店有限公司	10,086.41	1.52%
			合计	78,680.31
2011年	1	北京菜市口百货股份有限公司	25,727.08	4.37%
	2	浙江日月集团湖州金店有限公司	11,928.81	2.03%

3	沈阳铁西百货大楼有限公司	10,184.35	1.73%
4	沈阳荟华楼金店	9,483.67	1.61%
5	长沙嘉祥珠宝有限公司	7,280.76	1.24%
合计		64,604.67	10.98%

资料来源：公司审计报告

从各渠道的盈利水平来看，由于黄金铂金等原料市场价格透明，在经销模式下的盈利水平相对较低，但商品周转效率较高；而直接面对终端客户的专营模式下，公司议价能力较高，利润空间相对较大，但公司铺货较多，周转效率相对较低。经销模式投入较小，风险较低，适合新开拓的市场，具有网络扩张快速的特点；而专营模式对于培育成熟市场，树立公司品牌形象有不可替代的作用。跟踪期内，公司专营模式拓展相应放缓，从专营店家数来看，2012年较2011年增长12家，较2011年的67家的增长显著下降。从销售额来看经销渠道实现销售收入464,591.14万元，占总收入的70%左右，但毛利率较低。

专营模式下公司产品的毛利率相对较高，有利于增强公司的盈利能力，但专营网店的备货周期较长，一般为6个月，周转效率较低，专营店增加直接导致公司备货比例提高，影响公司存货的周转效率。

从同比变化来看，经销渠道和专营渠道产品销售的毛利率有不同程度的下降，主要是黄金价格波动，导致公司产品毛利率降低。

表5 2011-2012年公司主要营销模式销售情况（单位：万元）

时间	品类	经销渠道		专营渠道	
		收入	毛利率	收入	毛利率
2012年	黄金饰品	407,636.23	1.41%	160,902.34	5.47%
	铂金饰品	40,255.35	7.36%	16,610.47	16.32%
	镶嵌饰品	9,286.15	17.67%	16,752.33	39.78%
2011年	黄金饰品	361,446.90	6.77%	119,982.78	10.84%
	铂金饰品	47,447.66	5.30%	21,110.90	18.17%
	镶嵌饰品	10,511.08	21.85%	20,012.79	42.05%

资料来源：公司提供

另外，鉴于黄金铂金等贵金属价格波动较大，随着专营店备货增加，公司所面临的存货价值波动风险相应增大。对此，公司一方面将加强对原材料采购管理，充分利用黄金租赁和黄金T+D交易工具，进行有效的风险对冲；另一方面将加强对公司存货的管理，加快存货周转，降低存货数量，以尽可能降低公司面临的原材料价格波动风险。

目前公司进一步推进“专营+加盟”的渠道拓展模式，在提升网点数量的同时，提高

其质量。重点是拓展优质加盟商数量，鼓励优质加盟商向三、四线市场延伸网点。在扩大销售网络的同时，公司注重品牌形象的树立，2012年，“明”牌珠宝被中国珠宝玉石首饰行业协会评为“2012年度中国珠宝零售业十大品牌”。

**黄金租赁业务和黄金 T+D 延期交易业务在一定程度上可以减少黄金价格波动给公司带来的影响；同时也给公司经营业绩造成一定影响**

对于黄金铂金等主要原料价格波动特点，为保持稳健经营，公司根据产品销售和库存情况，公司通过黄金 T+D 延期交易业务和黄金租赁业务，锁定黄金采购价格并调解库存需求。其中黄金 T+D 延期交易主要针对公司短期黄金购销情况，进行适时对冲，以减少黄金价格波动对公司的影响。2012年上海黄金交易参与黄金 T+D 延期交易带来的公允价值变动损益为 40.17 万元。黄金租赁业务则是公司向银行借入黄金原材料组织生产，当租借到期后，以等质等量的黄金实物归还银行，同时按照一定的租借利率支付租息。通过黄金租赁的方式减少金价波动给公司带来的风险。目前公司主要向中国银行股份有限公司浙江省分行、招商银行股份有限公司绍兴分行、中国农业银行股份有限公司绍兴城西支行租借黄金实物。2012年公司黄金现货采购量占全年采购量的 56.77%，黄金 T+D 延期交易采购量占 27.47%，黄金租赁采购量占 15.76%。截至 2012年 12月 31日公司租入黄金 1,093 千克，市值 31,234.97 万元；2012年该业务给公司带来公允价值变动损益为-2,625.86 万元。2012年，金价长时间处于下跌状态，公司衍生金融负债（主要为黄金租赁业务）产生的投资收益 1,156.57 万元。

黄金租赁业务和黄金 T+D 延期交易业务在一定程度上可以使公司减少黄金价格波动带来的影响，但上述交易仍存在一定风险，如：价格判断失误风险（黄金价格短期波动具有不确定性，若短期价格与业务操作方向呈反向变动，公司将承担提高黄金原材料采购成本或冲减黄金价格上涨所带来的利润的风险）、持仓规模风险（由于黄金 T+D 业务实行 10% 的保证金制度，放大了交易资金的杠杆倍数，如果公司利用资金扛杆，持仓规模过大，则微小的价格变动可能造成权益的重大变化，不利于公司稳健经营）和操作风险。虽然近年公司的黄金租赁业务和黄金 T+D 延期交易业务提升了经营的稳健性，也未对公司经营造成重大不利影响，但是由于风险的不确定性，公司进行上述交易业务也可能给公司经营业绩造成一定影响。

表6 2012年公司不同黄金采购方式采购量比例情况

采购方式	描述	采购量占比
普通采购	公司根据销售需要及库存情况，通过金交所采购黄金。	56.77%
黄金 T+D 延期交易业务	公司在金交所进行黄金 T+D 延期交易业务。从分类上说，黄金 T+D 延期交易属于一种现货交易模式，客户进入合约后可以选择合约交易日当天交割，也可以选择延期交割。黄金 T+D 延期交易业务是一种可以使用保证金交易的双向交易品种，交割时点上的灵活性和交易价格的可锁定性为企业丰富了黄金原材料采购的手段。	27.47%
黄金租赁业务	公司与银行签订黄金租赁合同后向银行借入黄金原材料组织生产，实物黄金的交割通过金交所的会员服务系统进行划转。当租借到期后，公司通过向金交所购入等质等量的黄金实物归还银行，同时按照一定的租借利率支付租息。	15.76%
合计		100.00%

资料来源：公司提供

表7 2012年公司衍生品投资持仓情况（单位：万元）

合约种类	2012 年初合约金额	2012 年末合约金额
黄金 T+D 业务	2,057.12	1,401.96
黄金租赁	28,426.32	31,234.97
合计	30,483.44	32,636.93

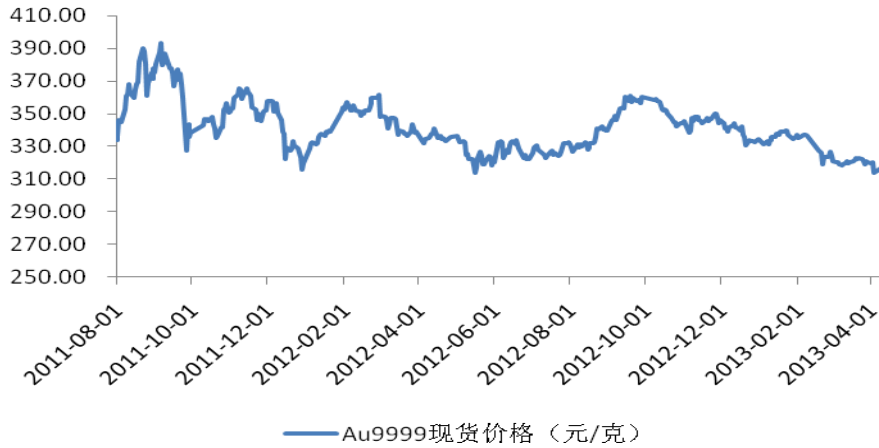
资料来源：公司年报

**公司产品的主要原材料黄金和铂金近年价格波动较大，公司经营业绩易产生波动**

公司产品的主要原材料为黄金和铂金，原材料成本占总成本的 95% 以上，具有“重料轻工”的特点。公司经营对原料价格变化较为敏感。目前黄金铂金等贵金属价格受国内外经济形势、通货膨胀、供求变化以及地缘政治等复杂因素影响，价格变化充满不确定性。原材料价格的大幅波动会对公司的产品销售价格、存货价值、黄金租赁业务损益等产生重大影响，从而影响公司业绩。



图 1 2011 年 8 月以来上海黄金交易所 AU9999 现货价格走势



资料来源：wind 数据

在建项目有助于提高公司的生产规模，增强公司的规模优势；但新产品生产线生产规模较大，未来可能存在一定的产能消化吸收风险

目前公司黄金饰品年产能为 10 吨、铂金饰品年产能为 3 吨、镶嵌饰品年产能为 12 万件。考虑到近年来黄金饰品需求的增长，以及镶嵌饰品需求增加，公司拟扩大相应产品生产产能，同时新增白银制品生产线，生产中高端白银制品。

2012 年公司设立全资子公司浙江明牌卡利罗饰品有限公司和深圳明牌珠宝有限公司作为实施主体负责新生产线建设，项目建成后可新增年生产能力：黄金饰品 10 吨（其中深圳部分 5 吨）、镶嵌饰品 8 万件和 80 吨白银制品（其中部分产能相互间可以替换）。项目投资总额 37,990.84 万元，2012 年投资 9,706.02 万元，项目完成 25.55%。上述产能的投产后，有助于提高公司的生产规模，进而增强公司的规模优势。

目前在建项目中，80 吨白银制品为公司新增产品，主要面对中高端客户。公司将在白银制品项目上推广新品牌“calillo（卡利罗）”，以配合公司推出的全新银器产品。计划到 2013 年上半年进行小规模投产，下半年进行适度的推广，未来可成为公司业务的新增长点。但新产品生产线生产规模较大，未来可能会导致产能利用率不高。

表8 截至2012年底公司产品理论产能情况

黄金饰品（千克）	铂金饰品（千克）	镶嵌饰品（件）
10,000.00	3,000.00	120,000.00

资料来源：公司提供

## 四、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2010-2012 年的审计报告，均按照新会计准则编制。公司对 2012 年期初数进行追溯调整，以下财务分析基于调整后的公司审计报告。

截至 2012 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围的子公司共计 13 家，其中 2012 年度公司合并报表范围内共增加 6 家子公司，分别为明牌珠宝(香港)有限公司、上海明牌钻石有限公司、杭州明牌珠宝销售有限公司、苏州明牌珠宝销售有限公司、浙江明牌卡利罗饰品有限公司、深圳明牌珠宝有限公司（详见附录四）。

### 财务分析

#### 资产结构与质量

**公司资产逐渐增长，整体流动性较好；但存货规模较大，存在一定的跌价风险**

截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产规模 431,643.45 万元，较 2011 年末增长 14.71%，主要是随着公司业务规模扩大，资产增加所致。公司所从事的珠宝首饰业务，具有“重料轻工”特点，且黄金铂金等原料价值较高，流动资产占公司资产的绝大多数。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至 2012 年 12 月 31 日，公司货币资金余额为 116,464.44 万元，其中 5,836.37 万元用于黄金租赁保证金、黄金 T+D 延期交易保证金等，具有完全流动性的货币资金余额为 110,628.07 万元。应收账款主要为应收合肥庐阳区中投饰品经销部、中金嘉禾（济南）珠宝有限公司、杭州银泰世纪百货有限公司等经销商的货款，公司一般给予经销商 30 天以内的账期，截至 2012 年底公司应收账款账龄在 6 个月以内的占 96.92%。公司存货主要由库存产品构成，截至 2012 年 12 月 31 日公司存货为 226,246.22 万元，其中库存商品 193,410.30 万元，在产品 13,535.66 万元，原材料 16,147.86 万元。公司存货采用成本与可变现净值孰低法计提存货跌价准备。截至 2012 年 12 月 31 日，公司存货不具备计提存货跌价准备的条件，无跌价准备。整体来看，公司资产流动性较好。

公司产品销售受季节和节假日影响。2012年农历春节较晚，受此影响，公司在备货、采购和货款回收方面较上年有所滞后，审计报告期末公司尚未进入备货高峰期，资金余额相对较多，存货相对较少。应收账款因节日影响尚未到回款高峰，同比余额较多。其中存货同比下降 8.94%、货币资金增长 63.14%。

公司存货规模较大，但其价值易受黄金等贵金属价值波动影响，目前黄金市场价格波动下行，公司存货存在较大的跌价风险。

表9 2011-2012年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年		同比变化
	金额	比重	金额	比重	
流动资产合计	415,480.53	96.26%	370,539.03	98.47%	12.13%
货币资金	116,464.44	26.98%	71,388.09	18.97%	63.14%
应收账款	62,773.21	14.54%	33,754.43	8.97%	85.97%
存货	226,246.22	52.42%	248,457.04	66.03%	-8.94%
资产总计	431,643.45	100.00%	376,300.42	100.00%	14.71%

资料来源：审计报告

## 盈利能力

### 跟踪期内，受黄金价格波动影响，公司盈利水平明显下降

收入方面，随公司业务规模扩大，2012年公司实现营业收入 665,600.23 万元，同比增长 13.04%。其中黄金饰品销售为 577,699.26 万元，同比增长 20%，是公司收入增长的主要来源。2012年公司综合毛利率为 6.19%，受到黄金价格波动影响，同比下降较为明显。

为了减少黄金价格波动对公司造成的影响，公司黄金采购部分通过黄金 T+D 延期交易业务和黄金租赁业务进行。2012年黄金 T+D 延期交易业务持仓给公司公允价值变动为 40.17 万元，以黄金 T+D 延期交易为主投资收益-452.13 万元。黄金租赁业务的公允价值变动损益为-2,625.86 万元。以黄金租赁业务为主的衍生金融负债产生的投资收益 1,156.57 万元。黄金 T+D 延期交易业务和黄金租赁业务在减少金价波动影响的同时也对利润产生了一定的影响。受黄金价格波动影响，公司盈利水平下降，2012年公司实现利润总额 10,384.30 万元，同比下降 69.30%。受此影响，公司总资产回报率下降为。

总体来看，黄金价格对公司盈利能力影响较为显著，跟踪期内，公司盈利水平明显下降。

表10 2011-2012年公司主要盈利指标及变化情况（单位：万元）

项目	2012年	2011年	同比变化
营业收入	665,600.23	588,827.91	13.04%
公允价值变动损益	-2,585.69	4,589.90	-
投资收益	780.61	-4,856.16	-
营业利润	10,289.55	33,609.33	-69.38%
利润总额	10,384.30	33,820.51	-69.30%
综合毛利率	6.19%	10.17%	-39.07%
期间费用率	3.92%	3.74%	4.68%
总资产回报率	4.06%	13.10%	-69.03%

资料来源：审计报告

## 现金流

### 公司经营现金流略有改善，但未来投资规模较大，公司仍面临一定的资金压力

跟踪期内，公司盈利能力减弱，2012年实现净利润7,381.06万元，同比下降70.57%。受此影响，公司经营所得现金（FFO）有所减少。2012年底，公司备货期较上年推迟，存货同比有所下降，导致2012年内公司运营资本投入仅增加8,806.85万元。2012年经营活动现金流9,144.79万元。经营活动现金流净额受公司生产经营周期影响较大。考虑到公司未来专营网络逐步扩张，对运营资本资金的需求仍然较大。

公司投资活动主要是用于构建固定资产投资资金流出。目前公司在建项目主要为浙江明牌卡利罗饰品有限公司生产线建设项目，项目投资总额37,990.84万元，截至2012年底项目已完成进度25.55%。筹资活动方面，2012年公司公开发行10亿元公司债券，收到现金98,552万元。同期取得银行借款等52,200万元。用于偿还银行借款本息资金流出为102,395万元。截至2012年12月31日，公司无银行借款。

总体来看，受经营环境影响，公司现金生成能力减弱。经营活动现金流净额受公司生产经营周期影响较大。2012年公开发行的公司债缓解了公司资金压力，并在一定程度上改善了公司负债结构。

表11 2011-2012年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2012年	2011年
净利润	7,381.06	25,077.62
非付现费用	1,223.87	2,453.67
非经营损益	9,346.71	6,610.97
FFO	17,951.63	34,142.26

营运资本变化	-8,806.85	-116,764.92
其中：存货减少（减：增加）	23,532.11	-99,273.36
经营性应收项目的减少（减：增加）	-29,425.04	-16,838.37
经营性应付项目增加（减：减少）	-2,913.92	-653.19
经营活动现金流量净额	9,144.79	-82,622.65
投资活动的现金流量净额	-8,687.66	-1,417.97
筹资活动产生的现金流量净额	40,400.18	133,216.78

资料来源：审计报告

## 资本结构与财务安全性

### 公司负债结构有所改善，但仍面临一定偿债压力

跟踪期内，公司负债规模增长，截至 2012 年 12 月 31 日，公司负债合计 150,644.87 万元，同比增长 55.82%。2012 年公司公开发行债券（本期债券），导致非流动负债显著增长，占比增至 65.69%，公司负债结构优化。

流动负债主要由交易性金融负债、应付账款、预收款项和应付利息构成。公司将发行的本期债券募集资金用于偿还银行借款，截至 2012 年底，公司无短期借款。交易性金融负债为黄金租赁产生。根据公司与银行协议，所租赁的黄金需按天计算租赁费，到期时协议规定一次性归还黄金实物并支付租赁费。应付账款主要为应付原料采购等的货款。预收款项主要为预收北京菜市口百货股份有限公司的代加工产品货款。应付利息主要为应付本期债券利息。

非流动负债主要有应付债券构成，公司于 2012 年 3 月 22 日公开发行 10 亿元公司债券，票面利率 7.20%，在债券存续期限前 3 年固定不变，按年计息，每年付息一次，到期一次还本。

截至 2012 年 12 月 31 日公司交易性金融负债和应付债券规模合计 129,982.26 万元，占负债总额的 86.28%，规模较大，有一定的偿债压力。总体来看，公司负债规模显著增长，负债结构有所改善，由交易性金融负债和应付债券形成的负债有一定偿债压力。

表12 2011-2012年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		同比变化
	金额	比重	金额	比重	
流动负债合计	51,680.96	34.31%	95,794.29	99.09%	-46.05%
短期借款	-	-	50,195.00	51.92%	-100.00%

交易性金融负债	31,234.97	20.73%	28,426.32	29.40%	9.88%
应付账款	4,806.13	3.19%	4,876.53	5.04%	-1.44%
预收款项	4,699.92	3.12%	7,818.94	8.09%	-39.89%
应付利息	5,955.80	3.95%	278.83	0.29%	2035.98%
<b>非流动负债合计</b>	<b>98,963.91</b>	<b>65.69%</b>	<b>881.99</b>	<b>0.91%</b>	<b>11120.47%</b>
应付债券	98,747.29	65.55%	-	-	-
<b>负债合计</b>	<b>150,644.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>96,676.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>55.82%</b>

资料来源：审计报告

跟踪期内，公司主要财务指标变化较大。随着负债规模增长及负债结构调整，负债率有所提高，为 34.90%，负债水平不高；流动比率和速动比率均有显著改善；但公司盈利能力减弱，利息保障倍数下滑。

表13 2011-2012年主要偿债指标情况

项目	2012年	2011年
资产负债率	34.90%	25.69%
流动比率	8.04	3.87
速动比率	3.66	1.27
EBITDA（万元）	19,036.26	39,897.24
EBITDA 利息保障倍数	2.37	7.24

资料来源：审计报告

## 五、本期债券担保分析

第三方为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供一定的保障

本期债券由股东日月集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2012 年 12 月 31 日，日月集团纳入合并范围的子公司共计 16 家，总资产 945,484.11 万元，其中归属于母公司的所有者权益 209,265.60 万元，资产负债率为 53.66%，2012 年日月集团实现营业收入 734,055.38 万元，利润总额 14,776.98 万元。

表14 日月集团主要财务数据（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
总资产	945,484.11	803,857.88	596,948.07
归属于母公司所有者权益	209,265.60	204,529.43	146,324.20
资产负债率	53.66%	46.76%	62.02%
流动比率	2.17	1.90	1.40

速动比率	0.87	0.56	0.41
营业收入	734,055.38	642,649.88	452,428.62
营业利润	14,694.25	29,217.68	60,931.58
利润总额	14,776.98	28,776.99	65,794.53
综合毛利率	8.98%	11.15%	16.06%
总资产回报率	3.28%	5.39%	24.66%
EBITDA	31,581.84	39,417.34	75,215.70
EBITDA 利息保障倍数	2.26	4.39	9.61
经营活动现金流净额	16,597.94	-80,687.07	-36,329.27

资料来源：日月集团审计报告

目前日月集团主要从事珠宝首饰的生产、销售和房地产业务，珠宝首饰业务主要由明牌珠宝经营，房地产业务主要由浙江日月房地产开发有限公司、连云港日月房地产开发有限公司、绍兴日月城置业有限公司等公司经营。

公司收入主要来源于珠宝首饰板块，房地产销售收入占公司主营业务收入额 7.33%。跟踪期内，受宏观经济增速放缓及金价大幅波动影响，2012 年日月集团实现主营业务收入 726,562.78 万元，同比增长 13.36%，日月集团主营业务销售增速明显放缓（2011 年主营业务收入同比增长 42.04%）。分业务来看，珠宝首饰板块（包括黄金饰品、铂金饰品和镶嵌类饰品）销售收入同比增长 13.22%；房地产业务板块增长 23.07%；其他业务销售收入同比下降 6.46%。黄金饰品收入比重进一步上升，2012 年占比到达 79.51%，是日月集团收入的主要来源，房地产业务收入占 7.33%。房地产业务相对稳定，2012 年房地产开发收入 53,265.12 万元，目前在建项目建筑面积约 61 万平方米，房地产业务的基础尚可。

表15 2011-2012年日月集团主营业务收入构成情况（单位：万元）

项目		2012 年		2011 年	
		收入	占比	收入	占比
珠宝首饰	黄金饰品	577,699.26	79.51%	481,429.68	75.11%
	铂金饰品	51,692.66	7.11%	68,558.56	10.70%
	镶嵌类饰	27,861.07	3.83%	30,523.87	4.76%
	小计	<b>657,252.99</b>	<b>90.46%</b>	<b>580,512.11</b>	<b>90.57%</b>
房地产业		53,265.12	7.33%	43,281.98	6.75%
其他		16,044.66	2.21%	17,153.20	2.68%
<b>主营业务收入合计</b>		<b>726,562.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>640,947.30</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：日月集团审计报告

我们认为，日月集团为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了一定的保障。

## 六、评级结论

2012年我国宏观经济增速显著放缓，国内消费市场需求不振，黄金价格自2011年创出新高以来震荡加剧，黄金珠宝市场需求虽然保持一定的增长，但增速明显放缓。给公司经营带来了不利影响。

跟踪期内，受金价大幅波动等不利因素影响，公司2012年销售增速下滑，同时公司盈利能力减弱，利润出现大幅度下滑。面对不利的市场环境，公司稳健经营，专营门店增速放缓，重点拓展加盟商数量。同时着力品牌建设，保持公司销售收入的增长。另外，跟踪期内公司财务结构有所改善，资金较为充裕。同时，股东日月集团提供的保证担保对本期债券的偿付起到一定的保障。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA 级，维持本期债券信用等级 AA 级，评级展望维持为稳定。



## 附录一 资产负债表（单位：万元）

资产	2012年	2011年	2010年
货币资金	116,464.44	71,388.09	22,418.83
应收账款	62,773.21	33,754.43	29,280.04
预付款项	4,621.57	8,018.00	2,204.14
应收利息	94.94	193.60	-
其他应收款	429.57	472.79	109.27
存货	226,246.22	248,457.04	150,504.98
其他流动资产	4,850.57	8,255.09	-
流动资产合计	415,480.53	370,539.03	204,517.25
长期股权投资	131.21	128.54	215.00
固定资产	3,125.10	3,097.55	3,322.19
在建工程	6,922.14	-	-
无形资产	5,746.93	2,112.87	2,161.27
递延所得税资产	237.55	422.43	393.47
非流动资产合计	16,162.92	5,761.39	6,091.93
资产总计	431,643.45	376,300.42	210,609.19
短期借款	-	50,195.00	97,300.00
交易性金融负债	31,234.97	28,426.32	22,240.22
应付票据	-	-	2,868.58
应付账款	4,806.13	4,876.53	11,310.85
预收款项	4,699.92	7,818.94	5,903.74
应付职工薪酬	1,683.10	1,923.40	1,429.44
应交税费	2,360.65	1,103.37	383.38
应付利息	5,955.80	278.83	341.21
其他应付款	940.40	1,171.91	159.99
流动负债合计	51,680.96	95,794.29	141,937.41
应付债券	98,747.29	-	-
递延所得税负债	216.62	881.99	18.26
非流动负债合计	98,963.91	881.99	18.26
负债合计	150,644.87	96,676.28	141,955.67
股本	24,000.00	24,000.00	18,000.00
资本公积	193,874.23	193,874.23	13,981.23
盈余公积	6,968.79	6,199.21	3,697.53
未分配利润	56,162.18	55,550.70	32,974.75

外币报表折算差额	-6.62	-	-
归属于母公司所有者权益合计	280,998.58	279,624.14	68,653.52
所有者权益合计	280,998.58	279,624.14	68,653.52
负债和所有者权益总计	431,643.45	376,300.42	210,609.19

## 附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	665,600.23	588,827.91	402,896.26
其中：营业收入	665,600.23	588,827.91	402,896.26
二、营业总成本	653,505.59	554,952.31	375,012.85
其中：营业成本	624,369.50	528,959.69	352,706.08
营业税金及附加	2,460.70	2,071.12	1,254.41
销售费用	15,292.83	13,310.59	11,124.96
管理费用	4,941.94	4,637.36	3,965.24
财务费用	5,839.58	4,087.79	5,818.34
资产减值损失	601.04	1,885.75	143.81
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-2,585.69	4,589.90	1,029.80
投资收益（损失以“-”号填列）	780.61	-4,856.16	-4,715.06
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2.67	-1.46	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	10,289.55	33,609.33	24,198.15
加：营业外收入	867.91	812.55	5,407.25
减：营业外支出	773.17	601.36	406.34
其中：非流动资产处置损失	-	1.09	-
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	10,384.30	33,820.51	29,199.06
减：所得税费用	3,003.24	8,742.89	7,521.60
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	7,381.06	25,077.62	21,677.46

### 附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010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	739,623.64	684,114.95	460,892.26
收到的税费返还	714.65	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	3,082.92	3,137.29	1,094.92
经营活动现金流入小计	743,421.20	687,252.24	461,987.17
购买商品、接受劳务支付的现金	698,895.41	735,244.74	440,673.47
支付给职工以及为职工支付的现金	6,887.31	5,975.97	3,920.62
支付的各项税费	13,542.03	17,435.82	15,868.12
支付其他与经营活动有关的现金	14,951.66	11,218.37	10,321.13
经营活动现金流出小计	734,276.41	769,874.90	470,783.33
经营活动产生的现金流量净额	9,144.79	-82,622.65	-8,796.16
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
收回投资收到的现金	5,000.00	18,160.00	-
取得投资收益收到的现金	73.50	14.20	30.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	7.44	7,069.16
收到其他与投资活动有关的现金	-	26.27	77.58
投资活动现金流入小计	5,073.50	18,207.91	7,176.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,129.03	2,295.88	2,058.29
投资支付的现金	5,000.00	17,330.00	20.00
支付其他与投资活动有关的现金	632.13	-	-
投资活动现金流出小计	13,761.16	19,625.88	2,078.29
投资活动产生的现金流量净额	-8,687.66	-1,417.97	5,098.45
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	200.00	185,893.00	50.00
取得借款收到的现金	52,200.00	159,895.00	254,700.00
发行债券收到的现金	98,552.00	-	-
筹资活动现金流入小计	150,952.00	345,788.00	254,750.00
偿还债务支付的现金	102,395.00	207,000.00	235,800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,156.82	5,571.22	6,082.10
筹资活动现金流出小计	110,551.82	212,571.22	241,882.10
筹资活动产生的现金流量净额	40,400.18	133,216.78	12,867.90
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.05	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	40,857.36	49,176.15	9,170.19

---

加：期初现金及现金等价物余额	69,840.16	20,664.00	11,493.81
六、期末现金及现金等价物余额	110,697.51	69,840.16	20,664.00

## 附录三-2 现金流量补充资料（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	7,381.06	25,077.62	21,677.46
加：资产减值准备	601.04	1,885.75	143.81
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	537.56	503.46	528.28
无形资产摊销	85.27	64.47	60.59
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)	-	1.09	-4,850.89
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	2,585.69	-4,589.90	-1,029.80
财务费用(收益以“-”号填列)	8,022.11	5,508.84	5,721.44
投资损失(收益以“-”号填列)	-780.61	4,856.16	-111.52
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	184.88	-28.96	209.18
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-665.37	863.74	18.26
存货的减少(增加以“-”号填列)	23,532.11	-99,273.36	-29,649.04
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-29,425.04	-16,838.37	-10,716.21
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-2,913.92	-653.19	9,202.29
经营活动产生的现金流量净额	9,144.79	-82,622.65	-8,796.16
现金的期末余额	110,697.51	69,840.16	20,664.00
减：现金的期初余额	69,840.16	20,664.00	11,493.81
现金及现金等价物净增加额	40,857.36	49,176.15	9,170.19

附录四 截至2012年12月31日公司合并范围内子公司情况(单位:万元)

子公司全称	子公司类型	注册资本	经营范围	持股比例
武汉明牌首饰有限公司	全资子公司	150.00	金银珠宝首饰销售等	100%
上海明牌首饰有限公司	全资子公司	200.00	金银珠宝首饰销售等	100%
咸阳明牌首饰有限公司	全资子公司	50.00	金银珠宝首饰销售等	100%
长沙明牌珠宝销售有限公司	全资子公司	50.00	金银珠宝首饰销售等	100%
青岛明牌盛商贸有限公司	全资子公司	50.00	金银珠宝首饰销售等	100%
上海杨浦明牌商贸有限公司	全资子公司	50.00	金银珠宝首饰销售等	100%
绍兴明牌珠宝销售有限公司	全资子公司	200.00	金银珠宝首饰销售等	100%
上海明牌钻石有限公司	全资子公司	200.00	钻石销售等	100%
明牌珠宝(香港)有限公司	全资子公司	2,000.00	钻石、珠宝首饰销售等	100%
杭州明牌珠宝销售有限公司	全资子公司	500.00	金银珠宝首饰销售等	100%
苏州明牌珠宝销售有限公司	全资子公司	800.00	金银珠宝首饰销售等	100%
浙江明牌卡利罗饰品有限公司	全资子公司	40,047.14	黄铂金饰品加工等	100%
深圳明牌珠宝有限公司	全资子公司	6,461.59	金银珠宝首饰生产与销售	100%

## 附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	扣除预收账款后的资产负债率	$(\text{总负债} - \text{预收账款}) / (\text{总资产} - \text{预收账款}) \times 100\%$
	产权比率	$\text{总负债} / \text{所有者权益} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	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	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} - \text{非经营收益}$



## 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。