

广东万家乐股份有限公司

**2011 年 4 亿元公司债券
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。



广东万家乐股份有限公司

2011年4亿元公司债券2014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：37个月

债券剩余规模：4亿元

评级日期：2014年04月22日

上次跟踪信用评级结果：

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

债券剩余期限：49个月

债券剩余规模：4亿元

评级日期：2013年04月15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4亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2014年跟踪评级结果维持为AA，公司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：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	383,215.56	241,706.22	221,092.51
归属于母公司所有者权益（万元）	123,268.85	105,012.20	101,068.41
资产负债率	49.74%	54.62%	53.77%
流动比率	2.02	1.53	1.17
速动比率	1.65	1.13	0.87
营业收入（万元）	231,085.12	197,395.78	202,252.23
投资收益（万元）	17,722.32	6,199.80	844.14
利润总额（万元）	22,594.53	9,412.42	5,582.29
综合毛利率	27.81%	25.81%	24.17%
总资产回报率	7.38%	4.44%	3.28%
EBITDA（万元）	25,114.07	12,684.08	9,810.70
EBITDA 利息保障倍数	52.54	14.74	4.94
经营活动产生的现金流量净额（万元）	4,434.32	2,165.06	-5,681.18

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，受益于销售渠道的拓展与产品结构的提升，公司热水器、灶具系列等主营产品产销量和收入规模稳步增长；
- 跟踪期内，顺特电气设备有限公司因毛利率及投资收益上升带来盈利能力的改善，使得公司投资收益较快增长；
- 跟踪期内，股权质押公司盈利水平及净资产均有所上升，能为本期债券的偿还提供良好支持。

关注：

- 公司主营业务盈利能力不强，利润对投资收益的依赖性较高；
- 公司橱柜生产基地的投资进度及未来销量能否达到预期存在一定的不确定性；
- 跟踪期内，顺特电气设备有限公司营业收入有所下滑；
- 公司拟投资的保险公司能否获得保监会批准以及能否达到预期的回报尚待观察；
- 跟踪期内，公司期间费用率继续上升，费用控制压力加大；
- 公司应收账款规模较大，对营运资金形成一定的占用；
- 跟踪期内，公司对外委托贷款金额相对较大，存在一定的风险。

分析师

姓名：陈远新 林心平

电话：0755-82872863

邮箱：chenyx@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。

本期债券为5年期固定利率债券，附第3年末公司上调票面利率和投资者回售选择权。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，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，则回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的5月15日，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。

表1 截至2014年4月本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金金额	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	0.00/0.00	2,960	40,000

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股本及实际控制人未发生变更。

跟踪期内，公司以17,196.24万元的现金收购施耐德电气（东南亚）总部有限公司持有的顺特电气设备有限公司（以下简称“顺特设备”）10%的股权，对顺特设备持股比例增至60%。此外，公司下属企业万家乐热能科技有限公司出资设立广东万家乐空气能科技有限公司（以下简称“空气能公司”）。2013年，公司将顺特设备与空气能公司纳入合并报表范围，合并报表范围的公司情况如表2所示。

表2 2013年纳入公司合并报表范围的公司情况（单位：万元）

公司名称	经营范围	注册资本	持股比例	表决权比例
广东万家乐燃气具有限公司	热水器、灶具生产及销售	51,527.00	100%	100%
佛山市顺德区万家乐物业管理有限公司	物业管理等	500.00	100%	100%
佛山市顺德区万家乐酒店管理有限公司	酒店管理	50.00	100%	100%
万家乐热能科技有限公司	厨卫电器研发、制造、销售	10,200.00	56%	56%

广东万家乐技术服务有限公司	厨卫电器销售	1,000.00	100%	100%
广东万家乐电器有限公司	电器销售	1,000.00	100%	100%
广东万家乐厨房科技有限公司	厨房设备研发、制造、销售	1,000.00	100%	100%
广东万家乐空气能科技有限公司	厨卫电器研发、制造、销售	1,000.00	44.80%	80%
顺特电气有限公司	变压器生产及销售	15,922.00	100%	100%
顺特电气设备有限公司	变压器生产及销售	149,000.00	60%	60%

数据来源：公司审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 383,215.56 万元，归属于母公司所有者权益为 123,268.85 万元，资产负债率为 49.74%。2013 年，公司实现营业收入 231,085.12 万元，利润总额 22,594.53 万元，经营活动现金流净额 4,434.32 万元。

三、经营与竞争

公司主营热水器、灶具等厨卫电器和变压器等产品的制造及销售。2013 年，随着公司经营模式的调整与销售渠道的开拓，公司主营业务收入规模快速上升至 228,235.27 万元，同比增长 17.82%。从主营业务收入构成来看，热水器、灶具系列等产品销售收入仍为公司收入的主要来源，2013 年占主营业务收入的比重为 97.22%。其他业务收入主要为公司材料转售等收入。

表 3 2012-2013 年公司收入构成情况（单位：万元）

产品类别	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	228,235.27	27.92%	193,709.33	26.07%
其中：热水器、灶具系列等	221,888.25	28.64%	184,231.96	27.22%
变压器系列	5,343.75	0.34%	8,659.54	0.56%
旅游餐饮服务	1,003.27	13.43%	817.83	36.98%
其他业务收入	2,849.84	19.30%	3,686.45	12.12%
合计	231,085.12	27.81%	197,395.78	25.81%

数据来源：公司审计报告

跟踪期内，公司热水器、灶具系列等产品产销量及收入均有所增长；随着湖南基地的投产，壁挂炉产品有望成为公司新的利润增长点

跟踪期内，公司继续优化热水与厨房两大产业群的业务布局，并深化产品销售结构调整。2013 年，通过对“智能浴”高端子品牌的宣传和推广，公司以 Q6、UF6、HV12F 等为代表的智能浴产品销量较快上升，带动了公司燃气热水器在销售量同比增长 8% 的基础上，实现

了销售额同比增长 24%。而且，电热水器销售量同比增长了 16%，销售额同比增长 14%。在厨电产品方面，公司逐步推出御厨、智能饪等高端产品，使得烟机和消毒柜产品扭转了 2012 年销售下滑的不利局面，2013 年烟机和灶具销售额均实现 20% 的同比增速，消毒柜销售额实现 9% 的同比增速。

受益于业务布局的优化与产品结构的调整，公司热水器、灶具系列等产品收入持续增长，2013 年实现收入 221,888.25 万元，同比增长 20.44%。2013 年公司厨卫产品的毛利率为 28.64%，较上年有所提升，盈利能力有所改善。

从主营业收入的区域分布来看，华南、华中、华东、华北区域仍为公司收入的主要来源。2013 年，公司在华南地区销售收入有所增长，主要因为公司在产品结构调整中加强对主要区域市场的产品销售，公司在其他区域的收入占比相对稳定。

表 4 公司 2012-2013 年主营收入的区域分布（单位：万元）

区域	2013 年		2012 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
华北地区	25,981.86	11.38%	23,378.33	12.07%
华东地区	26,101.22	11.44%	23,035.71	11.89%
华南地区	77,820.51	34.10%	61,921.43	31.97%
华中地区	35,386.29	15.50%	31,917.56	16.48%
西南地区	10,553.05	4.62%	7,791.39	4.02%
西北地区	14,061.81	6.16%	12,888.85	6.65%
东北地区	6,924.07	3.03%	7,438.30	3.84%
出口	6,493.27	2.84%	6,655.25	3.44%
其他地区	24,913.18	10.92%	18,682.51	9.64%
合计	228,235.27	100.00%	193,709.33	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司占地 150 亩的湖南基地已完成基建，目前正在进行设备的安装和调试，预计在 2014 年 6 月将完成生产线的搬迁并正式投产。投产后，公司壁挂炉的产能将得到大幅提升。2013 年壁挂炉销售量同比增长 55%，销售额同比增长 40%，为公司销售增长最快的产品。随着湖南基地产能的投放，壁挂炉产品有望成为公司新的利润增长点。

此外，公司拟投资 13,460 万元建设万家乐厨房科技工业园，建设面积 70 亩，打造万家乐整体橱柜生产基地。预计建设产能约 10 万套/年，建设周期为 2013 年 11 月至 2015 年 3 月。整体橱柜是对各种厨房电器产品的集成平台，达产后可能带动各种厨房产品的销售，但销量能否达到预期尚待观察。

公司加强渠道的调整与开拓，完善营销网络的覆盖，有利于未来业务规模的扩张

随着近年营销网络的建设，公司在一级市场的渠道日趋成熟。为了完善公司的营销网络覆盖，促进公司厨卫产品的销售增长，公司加快二三级市场的专卖店渠道建设。2013年，公司二级市场的专卖店数量增加189家，三级市场的专卖店数量增加167家，带动了专卖店渠道的较快扩张。此外，公司初步建立“卫浴厨房系统化销售模式”，整合部分专业公司各品类产品，在条件成熟的区域建立大型联合经营型专卖店，同时通过推行门店异业联盟销售模式，推动门店的销售增长。

为避免渠道的重复建设及提高营销效率，公司进行渠道调整，增加了一二级市场的KA卖场数量，相应地减少了三四级市场的KA卖场数量。2013年，公司KA卖场的渠道数量较去年下降了111家。

在加强实体销售网络建设的同时，2013年，公司进军电子商务销售平台，在天猫、京东等大型电商平台上设立直营店，实现线上销售1.3亿元，提高了厨卫电器产品的销售额。

由于加快销售渠道的下沉及完善营销网络的建设，并相应地提高售后服务质量与促销力度，公司2013年网络建设费、售后服务费、促销经费均有一定幅度的提升，使得公司费用控制压力加大。

表5 公司2012-2013年专卖店与KA卖场发展情况（单位：家）

项目	市场分类	2013年	2012年
专卖店	一级市场	240	213
	二级市场	704	515
	三级市场	632	465
	四级市场	117	94
	合计	1,693	1,287
KA卖场	一级市场	1,350	1,319
	二级市场	803	791
	三级市场	295	395
	四级市场	78	132
	合计	2,526	2,637

注：各级市场的划分主要参照行政级别，一级市场指北上广深及省会城市，二级市场指地级市，三级市场指县及县级市，四级市场指乡镇地区

资料来源：公司提供

跟踪期内，顺特设备的盈利能力有所改善，但营业收入有所下滑

跟踪期内，随着主要原材料硅钢、铜材、铝材等价格的下降及投资收益的增加，顺特设备的盈利能力有所改善。2013年，顺特设备综合毛利率提升6.5个百分点至28.58%，实现营业利润15,976.18万元，同比增长214.56%。但由于顺特设备的干式变压器、组合变电站、开

关柜等产品主要应用于配电网、机械制造、轨道交通等周期性较强的行业，受配电网投资结构化调整及轨道交通投资下降的影响，顺特设备2013年营业收入下滑9.57%，为115,558.23万元。

表 6 顺特设备 2013 年主要运营指标（单位：万元）

项 目	数 额	同比变化
营业收入	115,558.23	下滑 9.57%
综合毛利率	28.58%	上升 6.5 个百分点
期间费用率	16.14%	上升 1.27 个百分点
营业利润	15,976.18	增长 214.56%
净利润	11,856.89	增长 172.72%

资料来源：公司提供

由于现有厂区生产场地分散、整体布局和生产流程不合理，顺特设备拟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 119,750.97 平方米，总建筑面积 71,380 平方米，计划 2016 年上半年完成厂区搬迁和投产。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%）。考虑到顺特设备所处的行业周期性较强，未来产能的消化存在不确定性。

2013 年，公司收购施耐德电气（东南亚）总部有限公司持有的顺特设备 10% 的股权，对顺特设备持股达到 60%，并于 2013 年末将其纳入合并报表范围。顺特设备收入规模相对较大，未来将增加公司的主业收入。

跟踪期内，公司获得较好的投资收益，成为公司利润的重要组成部分，但拟对保险公司的投资尚待观察

跟踪期内，主要由于顺特设备的盈利情况得以改善，并且，持股 15% 的中外合资企业广东北电通信设备有限公司（以下简称“北电通信”）清算结束进行收益分配等原因，公司获得的投资收益较快增长，达到 17,722.32 万元，占利润总额的比重达到 78.44%，成为其重要组成部分。但是，北电通信清算后将不再为公司贡献投资收益，且因处置长期股权投资及合并产生的收益也不具有持续性。

2013 年，公司实现委托贷款利息收入 2,030.24 万元，该笔贷款主要为公司对大汉控股集团有限公司（以下简称“大汉集团”）的委托贷款，贷款金额 2 亿元，贷款利率 11%，期限 1 年（在实际借款期限不少于 6 个月的前提下，公司有权提前收回部分或全部借款本息）。该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，同时由实际控制

人付胜龙提供不可撤销的连带责任保证担保。2012年末大汉城镇建设有限公司40%股权对应的资产净值为67,280万元，为委托贷款的3.36倍。虽然大汉集团本身具备一定的实力并采取了偿债保障措施，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，需持续关注。

表 7 公司 2013 年实现的投资收益明细（单位：万元）

项 目	金 额	备 注
权益法核算的长期股权投资收益	6,098.66	主要由于持有对顺特设备的长期股权投资产生收益
成本法核算的长期股权投资收益	4,710.58	因持股的广东北电通信设备有限公司清算分配产生收益
委托贷款利息收入	2,030.24	对大汉控股集团有限公司 2 亿元的委托贷款利息
处置长期股权投资收益	1,718.82	处置对广东北电通信设备有限公司的股权
其他（合并产生的投资收益）	2,944.51	在购买顺特设备 10% 的股权交易中，对于购买日前持有其 50% 的股权，按照该股权在购买日的投资成本与公允价值的差异并经调整抵消及综合递延所得税影响后确认得到
理财产品收益	219.52	
合计	17,722.32	

资料来源：公司审计报告

2013年12月，由于广州市用佳电子有限公司（以下简称“用佳公司”）的房地产项目投资进度未达预期，为控制投资风险，公司以12,706.66万元的价格将其持有的37.9%股权全部转让，退出房地产项目，实现投资收益2,706.66万元，年投资收益率为23.2%。截至2014年3月，公司已收到8,393.75万元的股权转让款，公司将在剩余转让款收到后确认投资收益。

此外，公司拟出资1亿元与泛华保险销售服务集团有限公司等单位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”），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。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达到预期的回报尚有待观察。

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 2011-2013 年审计报告，财务报表采用新会计准则进行编制。2013 年，纳入公司合并范围的公司新增 2 家，具体情况见表 2。

其中，公司的 2013 年合并资产负债表的编制是在对顺特设备当年末按历史成本计价的

资产负债表基础上，按公允价值进行调整并抵销内部交易余额后合并得来。而对顺特设备 2013 年的利润表和现金流量表，自 2014 年 1 月 1 日纳入合并范围。

财务分析

跟踪期内，由于顺特设备纳入合并报表范围，公司资产规模大幅增长，但应收账款规模较大，对公司营运资金形成一定的占用；公司主业盈利能力不强，利润对投资收益的依赖性较强；公司经营活动现金流有所改善，未来外部融资需求不大

由于顺特设备纳入公司合并报表范围，2013 年公司资产规模较快上升至 383,215.56 万元，同比增长 58.55%。从资产结构来看，流动资产占比有所上升，主要由于顺特设备的流动资产占其总资产的比重较大所致。

2013 年末，顺特设备货币资金余额、应收账款净额、存货净额分别为 35,600 万元、79,858 万元、15,531 万元，使得公司 2013 年末对应科目分别增长 75.19%、267.60%、42.34%。截至 2013 年末，使用权受限的货币资金为 7,354.46 万元，公司应收账款为 95,507.67 万元，欠款对象主要为国有的发电企业及其下属子公司等，前五名企业的欠款合计占比 17.49%，账龄在一年以内的欠款占比 85.82%。但考虑到应收账款规模较大，对公司营运资金形成一定的占用。2013 年末应收票据余额较快增加，主要系公司为加大对卖场及经销商的支持，收取的银行承兑汇票增加所致。2013 年末其他应收款的较快增长主要系北电通信清算结束形成对公司 12,429.39 万元的清算分配款所致，公司已于 2014 年 1 月 7 日收到该款项。2013 年的其他流动资产主要为公司当年向大汉集团提供的 2 亿元委托贷款，公司 2012 年向其的 2 亿元委托贷款已偿还。

2013 年，公司对顺特设备的长期股权投资因其纳入合并范围而抵消，并且，北电通信清算结束，使得公司长期股权投资大幅减少。目前，公司拟转让对用佳公司的长期股权投资，待收到全部股权转让款并办理转让变更登记手续后，公司对应的长期股权投资将减少。由于顺特设备纳入合并范围，2013 年公司无形资产大幅增加至 44,476.11 万元，主要为顺特设备持有的商标权及土地使用权。

表 8 2012-2013 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	45,875.94	11.97%	26,186.54	10.83%
应收票据	29,724.63	7.76%	15,391.67	6.37%

应收账款	95,507.67	24.92%	25,981.30	10.75%
其他应收款	31,888.87	8.32%	9,676.08	4.00%
存货	51,681.27	13.49%	36,309.14	15.02%
其他流动资产	24,085.81	6.29%	20,100.00	8.32%
流动资产合计	286,151.84	74.67%	139,989.04	57.92%
长期股权投资	9,922.62	2.59%	75,458.54	31.22%
固定资产	16,171.38	4.22%	6,836.37	2.83%
在建工程	11,187.59	2.92%	5,038.53	2.08%
无形资产	44,476.11	11.61%	3,775.71	1.56%
非流动资产合计	97,063.72	25.33%	101,717.18	42.08%
资产总计	383,215.56	100.00%	241,706.22	100.00%

资料来源：公司审计报告

盈利能力方面，受益于厨卫电器销售渠道的拓展和产品结构的提升，2013 年公司营业收入同比增长 17.07%，综合毛利率提升 2 个百分点至 27.81%。由于加大销售力度和对卖场、经销商的支持，公司售后服务费与促销经费等销售费用有所增加，使得期间费用率继续上升近 2 个百分点，削弱了公司主业的盈利能力。

由于投资收益的大幅增长，2013 年公司利润总额、总资产回报率显著提升。公司投资收益主要系公司因北电通信清算、顺特设备合并形成的收益及委托贷款的利息收入，2013 年金额为 17,722.32 万元，占利润总额的比重达到 78.44%，成为公司利润的主要贡献力量，但投资收益的持续性较弱。

表 9 2012-2013 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
营业收入	231,085.12	197,395.78
投资收益	17,722.32	6,199.80
营业利润	18,969.83	8,785.16
营业外收入	3,677.79	775.83
利润总额	22,594.53	9,412.42
综合毛利率	27.81%	25.81%
期间费用率	25.48%	23.55%
总资产回报率	7.38%	4.44%

资料来源：公司审计报告

2013 年，随着营业收入的持续增长，公司经营活动的现金生成能力有所改善，FFO 为 7,703.18 万元，使得经营活动产生的现金净流入为 4,434.32 万元，较 2012 年有所上升。

2013 年公司投资活动产生的现金净流入为 12,878.01 万元，主要由于公司取得子公司及

其他营业单位支付的现金净额（系顺特设备纳入合并范围增加的货币资金，扣减公司支付的股权购买款后形成的净额）12,327 万元所致。截至 2014 年 3 月，公司已收到 12,429.39 万元的北电通信清算分配款及 8,393.75 万元的用佳电子股权转让款（转让总价款为 12,706.66 万元），2014 年公司投资活动的现金流入将有所增加。

2013 年公司筹资活动产生的现金净流入为 5,735.65 万元，主要由于公司当年取得的银行借款大于偿还的银行借款所致。随着经营活动现金流的改善及部分对外投资的收回，公司未来外部融资需求不大。

表 10 2012-2013 年公司主要现金流量指标（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
净利润	18,350.86	7,561.75
非付现费用	4,860.02	3,263.37
非经营损益	-15,507.70	-3,868.19
FFO	7,703.18	6,956.93
营运资本变化	-3,268.86	-4,791.87
其中：存货的减少	339.54	-724.21
经营性应收项目的减少	-22,281.61	10,621.13
经营性应付项目的增加	18,673.21	-14,688.79
经营活动产生的现金流量净额	4,434.32	2,165.06
投资活动产生的现金流量净额	12,878.01	-23,434.23
筹资活动产生的现金流量净额	5,735.65	26,939.91
现金及现金等价物净增加额	23,049.13	5,669.73

资料来源：公司审计报告

2013 年，主要由于顺特设备纳入合并报表范围，公司负债规模增长较快，达到 190,621.89 万元，同比增长 44.38%。由于顺特设备的负债均为流动性负债，公司流动负债占比有所上升。

由于顺特设备纳入合并报表范围，2013 年公司应付账款及其他应付款规模较快增长。其中，增加的应付账款主要为顺特设备应付供应商的原材料采购款，增加的其他应付款主要为顺特设备的预提费用（包括预提的售后服务费等）及其与广东宏的投资有限公司等非关联方的往来款。公司应交税费主要为顺特设备应缴未缴的企业所得税。2013 年公司长期借款增加，主要系下属企业万家乐热能科技有限公司与工商银行长沙中山路支行签订借款合同，合同借款总额为 15,000 万元，实际借款金额 5,700 万元，期限 5 年，使得公司有息负债有所增加。

表 11 2012-2013 年公司主要负债构成（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,500.00	6.56%	10,500.00	7.95%
应付票据	6,275.62	3.29%	7,025.32	5.32%
应付账款	49,754.23	26.10%	38,419.93	29.10%
预收款项	19,154.10	10.05%	12,480.00	9.45%
应交税费	7,744.20	4.06%	2,870.19	2.17%
其他应付款	35,864.67	18.81%	17,070.05	12.93%
流动负债合计	141,729.58	74.35%	91,447.92	69.26%
长期借款	5,700.00	2.99%	0.00	0.00%
应付债券	39,563.53	20.75%	39,295.63	29.76%
非流动负债合计	48,892.31	25.65%	40,581.22	30.74%
负债总计	190,621.89	100.00%	132,029.14	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013 年，由于顺特设备的资产负债率较低且流动资产占总资产的比例较高，将其纳入合并报表范围后，公司的资产负债率有所下降，且流动比率、速动比率均有所上升。虽然公司有息负债规模有所增加，但由于公司投资收益的大幅增长带来利润总额的明显提高，公司 EBITDA 及其利息保障倍数均明显改善。

表 12 2012-2013 年公司主要偿债能力指标

项 目	2013 年	2012 年
资产负债率	49.74%	54.62%
有息负债（万元）	64,039.15	56,820.95
流动比率	2.02	1.53
速动比率	1.65	1.13
EBITDA（万元）	25,114.07	12,684.08
EBITDA利息保障倍数	52.54	14.74

注：有息债务=短期借款+应付票据+长期借款+应付债券

资料来源：公司审计报告

五、担保方式

跟踪期内，股权质押公司盈利水平及净资产均有所上升，其股权价值较有保障，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2013年末，万家乐燃气具总资产130,150.27万元，归属于母公司所有者权益合计为49,342.11万元，同比增长22.13%。受益于积极的市场拓展与产品销售结构调整，跟踪期内，万家乐燃气具的营业收入、利润总额均较快增长，2013年分别实现营业收入224,259.83万元、利润总额12,845.18万元，同比分别增长20.40%、47.60%。由于将顺特设备纳入资产负债表的合并范围，顺特电气2013年末总资产为239,685.31万元，同比增长98.76%。归属于母公司所有者权益合计为53,512.85万元，同比增长18.34%。由于输配电设备业务已注入顺特设备，顺特电气2013年营业收入继续下滑至5,617.39万元，但受益于顺特设备盈利能力的改善，顺特电气2013年投资收益大幅增加，使得当年利润总额达到8,721.11万元，同比增长282.33%。

跟踪期内，公司用于质押的万家乐燃气具和顺特电气的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持。

表13 2013年万家乐燃气具和顺特电气公司主要财务指标（单位：万元）

主要财务指标	项目	万家乐燃气具	顺特电气
总资产	金额	130,150.27	239,685.31
	同比增速	21.39%	98.76%
归属于母公司所有者权益合计	金额	49,342.11	53,512.85
	同比增速	22.13%	18.34%
营业收入	金额	224,259.83	5,617.39
	同比增速	20.40%	-45.34%
利润总额	金额	12,845.18	8,721.11
	同比增速	47.60%	282.34%

资料来源：公司提供

六、评级结论

跟踪期内，公司通过加强渠道建设和产品结构优化等措施，使得热水器、灶具系列等主营产品产销量和收入规模稳步增长，并且，由于顺特设备毛利率的上升及投资收益的增长带来的盈利能力改善及北电通信清算收益的分配，使得公司投资收益实现大幅增长。此外，跟踪期内股权质押公司经营情况较好，股权价值较有保障，能为本期债券的偿还提供良好的支持。

但是，我们也关注到，2013年公司主业盈利能力不强，利润对投资收益的依赖性较高。并且，公司拟投资的橱柜项目未来销量能否达到预期，拟投资的保险公司能否获批以及能否达到预期收益，均存在一定的不确定性。此外，顺特设备的营收有所下滑，公司的委托贷款也可能面临代偿的风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-和本期债券信用等级为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	2013年	2012年	2011年
货币资金	45,875.94	26,186.54	21,770.04
交易性金融资产	30.00	30.00	30.00
应收票据	29,724.63	15,391.67	6,362.45
应收账款	95,507.67	25,981.30	41,799.78
预付款项	7,004.59	1,416.76	5,628.43
应收利息	353.06	84.17	0.00
其他应收款	31,888.87	9,676.08	9,345.58
应收股利	0.00	4,813.37	5,051.25
存货	51,681.27	36,309.14	35,378.03
其他流动资产	24,085.81	20,100.00	12,608.00
流动资产合计	286,151.84	139,989.04	137,973.54
长期股权投资	9,922.62	75,458.54	64,307.39
投资性房地产	2,715.02	2,864.81	2,584.60
固定资产	16,171.38	6,836.37	7,878.57
在建工程	11,187.59	5,038.53	172.30
无形资产	44,476.11	3,775.71	554.31
商誉	1,067.76	0.00	0.00
长期待摊费用	962.03	750.32	625.95
递延所得税资产	10,561.23	6,992.89	6,995.84
非流动资产合计	97,063.72	101,717.18	83,118.97
资产总计	383,215.56	241,706.22	221,092.51
短期借款	12,500.00	10,500.00	21,900.00
应付票据	6,275.62	7,025.32	6,566.08
应付账款	49,754.23	38,419.93	43,275.49
预收款项	19,154.10	12,480.00	18,017.23
应付职工薪酬	5,138.37	1,089.48	227.47
应交税费	7,744.20	2,870.19	2,542.56
应付利息	1,874.16	1,868.99	67.51
应付股利	3,424.24	123.96	123.96
其他应付款	35,864.67	17,070.05	25,649.28
流动负债合计	141,729.58	91,447.92	118,369.57
长期借款	5,700.00	0.00	0.00
应付债券	39,563.53	39,295.63	0.00
预计负债	497.25	292.05	0.00

递延所得税负债	1,718.60	0.00	0.00
其他非流动负债	1,412.94	993.54	519.54
非流动负债合计	48,892.31	40,581.22	519.54
负债合计	190,621.89	132,029.14	118,889.10
实收资本(或股本)	69,081.60	69,081.60	69,081.60
资本公积金	5,828.10	5,828.10	5,828.10
盈余公积金	7,908.31	7,908.31	6,176.25
未分配利润	40,450.84	22,194.19	19,982.46
归属于母公司所有者权益合计	123,268.85	105,012.20	101,068.41
少数股东权益	69,324.82	4,664.88	1,134.99
所有者权益合计	192,593.67	109,677.08	102,203.41
负债和所有者权益总计	383,215.56	241,706.22	221,092.51

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	231,085.12	197,395.78	202,252.23
营业收入	231,085.12	197,395.78	202,252.23
二、营业总成本	229,837.62	194,810.43	199,740.01
营业成本	166,823.01	146,444.60	153,364.13
营业税金及附加	1,320.54	1,024.84	1,978.88
销售费用	40,332.03	32,408.34	28,117.33
管理费用	15,211.80	11,447.53	11,000.03
财务费用	3,331.71	2,632.81	2,328.89
资产减值损失	2,818.52	852.31	2,950.75
其他经营收益	17,722.32	6,199.80	844.14
投资净收益	17,722.32	6,199.80	844.14
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	6,098.66	2,255.06	50.23
三、营业利润	18,969.83	8,785.16	3,356.36
加：营业外收入	3,677.79	775.83	2,356.73
减：营业外支出	53.09	148.57	130.80
其中：非流动资产处置净损失	28.34	76.65	25.78
四、利润总额	22,594.53	9,412.42	5,582.29
减：所得税	4,243.67	1,850.66	-1,455.80
五、净利润	18,350.86	7,561.75	7,038.09
减：少数股东损益	94.21	163.89	12.99
归属于母公司所有者的净利润	18,256.65	7,397.87	7,025.10
六、综合收益总额	18,350.86	7,561.75	7,038.09
减：归属于少数股东的综合收益总额	94.21	163.89	12.99
归属于母公司普通股股东综合收益总额	18,256.65	7,397.87	7,025.10

附录三-1 合并现金流量表主表（单位：万元）

项目	2013年	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	253,315.02	221,797.97	224,669.79
收到的税费返还	0.00	0.00	60.91
收到其他与经营活动有关的现金	2,578.64	15,381.96	22,970.72
经营活动现金流入小计	255,893.65	237,179.93	247,701.41
购买商品、接受劳务支付的现金	189,635.78	171,914.27	201,485.79
支付给职工以及为职工支付的现金	17,980.24	14,145.56	12,893.80
支付的各项税费	15,169.00	11,054.57	9,195.45
支付其他与经营活动有关的现金	28,674.32	37,900.47	29,807.56
经营活动现金流出小计	251,459.33	235,014.87	253,382.59
经营活动产生的现金流量净额	4,434.32	2,165.06	-5,681.18
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	19,700.00	0.00	6,416.58
取得投资收益收到的现金	2,249.76	3,667.94	806.30
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6,439.64	352.40	13,765.94
收到其他与投资活动有关的现金	12,327.00	0.00	787.17
投资活动现金流入小计	40,716.40	4,020.34	21,775.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,238.39	11,462.57	1,053.91
投资支付的现金	19,600.00	15,992.00	500.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	17,668.66
投资活动现金流出小计	27,838.39	27,454.57	19,222.57
投资活动产生的现金流量净额	12,878.01	-23,434.23	2,553.42
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	200.00	3,366.00	1,122.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	200.00	3,366.00	1,122.00
取得借款收到的现金	18,200.00	17,500.00	30,900.00
收到其他与筹资活动有关的现金	2,724.77	159.27	6,977.40
发行债券收到的现金	0.00	39,260.00	0.00
筹资活动现金流入小计	21,124.77	60,285.27	38,999.40
偿还债务支付的现金	10,500.00	28,900.00	45,900.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,318.59	4,320.18	1,975.74
支付其他与筹资活动有关的现金	570.54	125.19	679.31
筹资活动现金流出小计	15,389.13	33,345.37	48,555.04
筹资活动产生的现金流量净额	5,735.65	26,939.91	-9,555.65
四、汇率变动对现金的影响	1.15	-1.01	-0.18

五、现金及现金等价物净增加额	23,049.13	5,669.73	-12,683.58
期初现金及现金等价物余额	15,472.34	9,802.61	22,486.19
期末现金及现金等价物余额	38,521.47	15,472.34	9,802.61

附录三-2 合并现金流量表附表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	18,350.86	7,561.75	7,038.09
加：资产减值准备	2,818.52	852.31	2,950.75
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,365.16	1,763.06	1,710.63
无形资产摊销	41.23	154.66	125.75
长期待摊费用摊销	635.12	493.34	406.15
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,333.05	-655.98	-346.31
财务费用	3,705.93	2,588.56	1,985.88
投资损失	-17,722.32	-5,803.72	-844.14
递延所得税资产减少	841.75	2.95	-2,926.60
存货的减少	339.54	-724.21	-2,397.85
经营性应收项目的减少	-22,281.61	10,621.13	9,555.48
经营性应付项目的增加	18,673.21	-14,688.79	-23,653.46
经营活动现金流量净额(合计平衡项目)	0.00	0.00	714.44
经营活动产生的现金流量净额	4,434.32	2,165.06	-5,681.18
现金的期末余额	38,521.47	15,472.34	9,802.61
减：现金的期初余额	15,472.34	9,802.61	22,486.19
现金及现金等价物净增加额	23,049.13	5,669.73	-12,683.58

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	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	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	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	EBIT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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$	

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发行主体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，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。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，本评级机构将依据发行主体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，并决定是否调整发行主体信用等级。

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发行主体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（www.pyrating.cn）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。