



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪366号

浙江大丰实业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“浙江大丰实业股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定，维持贵公司上述债券信用等级AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一九年六月三日

浙江大丰实业股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	浙江大丰实业股份有限公司		
债券名称	浙江大丰实业股份有限公司公开发行可转换公司债券		
债券简称	大丰转债		
债券代码	113530.SH		
债券余额	人民币 6.30 亿元		
存续期限	6 年期：2019/03/27—2025/03/26		
上次评级时间	2018/06/05		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2018 年，浙江大丰实业股份有限公司（以下简称“大丰实业”或“公司”）继续保持领先的行业地位和技术水平，当年业务规模保持增长且较为充足的在手订单为业务的持续发展提供一定支撑。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到业务垫资压力大及 PPP 项目投资融压力大等因素可能对公司业务发展及信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持大丰实业主体信用等级为 AA，评级展望稳定；维持“浙江大丰实业股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别 AA。

概况数据

大丰实业	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	8.77	15.35	17.19	17.78
总资产（亿元）	19.07	27.33	32.89	31.89
总债务（亿元）	2.60	2.17	3.80	3.09
营业总收入（亿元）	16.17	17.07	17.95	3.80
营业毛利率（%）	30.67	29.90	31.67	33.54
EBITDA（亿元）	2.74	3.01	3.06	-
所有者权益收益率（%）	22.89	14.92	13.37	12.88*
资产负债率（%）	54.00	43.82	47.74	44.24
总债务/EBITDA（X）	0.95	0.72	1.24	-
EBITDA 利息倍数（X）	22.36	53.99	26.26	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019 年一季度加“*”指标经年化处理。

正面

- 保持领先行业地位。公司参与制定多项国家标准和行业标准，承接一系列高端项目，2018 年获得由中央文化体制改革和发展工作领导小组办公室组织推荐、认定的第十届“全国文化企业 30 强”称号，被工业和信息化部和中国工业经济联合会认定为制造业单项冠军示范企业，系文化体育装备行业唯一获得上述两项称号的企业，行业地位领先。
- 技术研发实力较强。公司持续加大研发投入，2018 年产生研发费用 0.70 亿元，同比增长 54.88%，其自主研发的 DAFENG STACON 控制系统先后竞标成功并应用于多个项目。截至 2019 年 3 月末，公司拥有境内专利 342 项，美国发明专利 5 项，技术研发实力较强。
- 业务规模保持增长。2018 年以来，受益文化体育市场需求增加，公司业务规模保持增长，2018 年及 2019 年一季度，营业收入同比增长 5.17% 和 26.49%。同时，2019 年 3 月末公司在手订单金额为 46.40 亿元，其中未确认收入金额约为 28 亿元，较为充足的订单储备可为业务的稳定发展提供一定支撑。

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

代琳琳 lldai@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 3 日

关 注

- 经营回款周期延长，业务垫资压力大。2018 年末公司应收账款同比增长 14.12%至 11.06 亿元，其中按账龄计算的应收账款中一年以上余额比重达 43.30%，存货同比增长 24.10%至和 5.47 亿元，应收账款和存货占总资产的比重分别为 33.62%和 16.63%，当年应收账款周转率和存货周转率分别降为 1.73 次/年和 2.48 次/年，应收账款及存货规模高企且周转效率进一步降低。此外，公司 PPP 项目结算回款周期较长，当年末 PPP 项目长期应收款达 1.87 亿元，整体业务垫资压力大。
- 资本支出压力较大。公司 PPP 承揽项目不断增加，截至 2019 年 3 月末，在手 PPP 项目投资总额达 26.94 亿元，累计投入 1.97 亿元，未来面临较大投融资缺口，中诚信证评对公司 PPP 项目投资及建设进度和债务规模保持长期关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕205号核准并经上海证券交易所同意，公司于2019年3月成功发行可转换公司债券63,000万元，募集资金扣除发行费用后将用于宁海县文化综合体PPP项目。本次可转债存续期为2019年3月27日至2025年3月26日，转股期为2019年10月08日至2025年3月26日，利率为累进利率，第1~6年分别为0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.50%和3.00%，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。本次可转债于2019年4月18日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“大丰转债”，债券代码“113530”。本次可转债共计募集资金63,000万元，募集资金净额为61,760.19万元。

行业分析

2018年我国居民消费能力和消费水平持续提升，同时在政策的强力支持下，文化、体育和娱乐业固定资产投资高速增长，加之旅游、文化及体育PPP落地项目增加，文体设施相关行业形势尚可

2018年我国GDP达90.03万亿元，同比增长6.6%，增速较上年下降0.2个百分点，但增速仍处于世界前五大经济体首位，是全球经济增长的主要动力。当年我国居民人均可支配收入中位数为24,336元，同比增长8.6%，增速较上年提高1.3个百分点；全国居民人均消费支出19,853元，扣除价格因素，实际增长6.2%，增速较上年提高0.8个百分点，我国居民消费能力和消费水平提升。从消费支出构成看，2018年全国居民人均教育文化娱乐支出2,226元，占支出总额的比重为11.2%，系长期保持在食品烟酒、居住、交通通信以外的第四大支出。但从各类消费支出增长情况看，2018年我国居民人均医疗保健和人均居住支出同比分别增长16.13%和13.16%，增速最快，而人均教育文化娱乐支出同比增长6.71%，增速偏低。我国居民人均居住支出规模大且保持较快增速，一定程度上制约了其他消费支出的增长。

表 1：2018 年我国居民人均消费支出增长情况

				单位：元
营业收入	2017	2018	同比增速	绝对增长额
医疗保健	1,451	1,685	16.13%	234
居住	4,107	4,647	13.15%	540
生活用品及服务	1,121	1,223	9.10%	102
交通通信	2,499	2,675	7.04%	176
教育文化娱乐	2,086	2,226	6.71%	140
其他	447	477	6.71%	30
食品烟酒	5,374	5,631	4.78%	257
衣着	1,238	1,289	4.12%	51
合计	18,323	19,853	8.35%	1,530

资料来源：国民经济统计公报，中诚信证评整理

2018年以来，国家及地方政府关于促进文化体育发展的政策陆续颁布，2018年3月文化部与国家旅游局合并，组建文化和旅游部，机构改革和职能转变使得文化产业各领域间的关系更加密切。同月，国务院办公厅印发《关于促进全域旅游发展的指导意见》提出“推动文化与旅游融合发展，科学利用传统村落、文物遗迹及博物馆、纪念馆、美术馆、艺术馆、世界文化遗产、非物质文化遗产展示馆等文化场所开展文化、文物旅游，推动剧场、演艺、游乐、动漫等产业与旅游业融合开展文化体验旅游”，就推动全域旅游发展做出部署。12月财政部印发《进一步支持文化企业发展的规定》指出通过政府购买、消费补贴等途径，引导和支持文化企业提供更多文化产品和服务，鼓励出版适应群众购买能力的图书报刊，鼓励在商业演出和电影放映中安排低价场次或门票，鼓励网络文化运营商开发更多低收费业务；加大对文化消费基础设施建设、改造投资力度，完善政府投入方式，建立健全社会力量、社会资本参与机制，促进多层次多业态文化消费设施发展；同时指出要在投融资、资产及土地处置和工商管理等多方面予以文化企业便利。此外，2018年北京、上海、广州及深圳等各大城市政府工作报告均涉及到文体产业，提出重点布局文创产业、全民建设及全民阅读领域，在影视、动漫、演艺、知识付费及健身等领域和特色小镇、文旅小镇、文化消费及文化科技等领域提出刺激政策，为文体设施行业的发展提供政策支持。

2018年尽管我国居民教育文化娱乐支出增速

较低，但受益于政策红利，当年全社会文化、体育和娱乐业固定资产投资（不含农户）同比增速达21.2%，相较于全社会固定资产投资同比增长5.9%而言，增速超过15.3个百分点，亦远远领先于其他细分行业。从PPP项目看，截至2018年末，财政部政府和社会资本合作中心在库旅游、文化和体育项目分别为331个、193个和113个，较上年分别增长6.77%、-0.52%和5.61%；项目投资额分别为4,820亿元、1,745亿元和962亿元，较上年分别增长13.12%、10.44%和-2.53%，旅游和文化在库PPP项目投资额保持较高水平增长。从项目落地情况看，截至2018年末，旅游、文化和体育累计落地项目数量分别为139个、90个和55个，同比分别增长90.41%、42.86%和71.88%，累计落地项目额分别为1,875亿元、856亿元和437亿元，同比分别增长79.25%、26.44%和76.21%，落地项目快速增加。

表 2：近年我国旅游、文化和体育 PPP 项目情况

		2017	2018
在库项目数量（个）	旅游	310	331
	文化	194	193
	体育	107	113
在库项目投资额（亿元）	旅游	4,261	4,820
	文化	1,580	1,745
	体育	987	962
累计落地项目数（个）	旅游	73	139
	文化	63	90
	体育	32	55
累计落地项目额（亿元）	旅游	1,046	1,875
	文化	677	856
	体育	248	437

资料来源：全国PPP综合信息平台项目管理库，中诚信证评整理

整体而言，2018年我国居民消费能力和消费水平持续提升，为文化、体育等相关市场需求提供一定保障。同时受益于政策红利，文化和娱乐业固定资产投资高速增长，旅游、文化和体育PPP落地项目快速增加，文体设施等相关行业发展形势尚可。

高科技装备在文旅项目中的应用日益广泛，科技进步使相关企业面临一定技术升级压力

2018年以来，高科技装备在文旅项目中的应用日益广泛，蕴含高科技的实景演出及光影盛宴成为

旅游产业新的增长点。高科技设备包括无人机、全息投影设备、RGB激光投影设备及四维数字耳机等，相关技术及设备的不断涌现并逐步应用到文化主题剧场、大型实景剧场、各种秀场及杂技场等文旅项目剧场中，舞台机械与科技的融合与互动加深，对相关企业的技术实力提出更高要求。目前，国内骨干企业可提供满足要求的舞台机械设备及控制系统，但安全性较国外知名企业仍有一定差距，国内高端舞台包括澳门水舞间剧场及西双版纳“傣秀”剧场的机械设备及控制系统仍由外企提供。在居民鉴赏水平和消费层次逐步提升，舞台机械科技含量日益提升的背景下，国内相关企业面临较大的技术升级压力。

业务运营

公司系文体设施整体集成方案解决商，2018年明确了“文化体育装备、数字艺术科技、轨道交通装备”三大业务板块，其中文化体育装备业务以智能舞台为核心，集成灯光、音视频、声学工程以及智能座椅看台等装备综合解决方案，广泛应用于文化中心、剧院（场）、体育场馆、文化群艺馆、图书馆和电视台等场所；数字艺术科技业务通过融合数字、文化、艺术及高科技手段，提供定制化创意演艺业务，面向城市形象数字艺术演艺及文旅演艺等市场；轨道交通装备业务以城轨、城际及高铁等车辆内装为基础，提供轨交座椅等。2018年公司文化体育装备、数字艺术科技和轨道交通装备分别实现营业收入16.26亿元、0.78亿元和0.86亿元，同比分别增长3.77%、21.14%和15.46%，当年实现主营业务收入17.93亿元，同比增长5.08%。

表 3：公司主营业务收入及毛利率情况

营业收入	单位：亿元、%			
	2017		2018	
	收入	比重	收入	比重
文化体育装备	15.67	91.85	16.26	90.68
数字艺术科技	0.64	3.75	0.78	4.35
轨道交通装备	0.75	4.40	0.86	4.80
其他	-	-	0.03	0.17
合计	17.06	100.00	17.93	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年依托于领先的技术水平和品牌知名度，公司文化体育装备业务稳步发展，较多的文化体育装备在手订单可为后续业务规模增长提供一定保障

公司系浙江省重点企业研究院、国家级博士后科研工作站，拥有“演艺装备与服务领域”首个国家级企业技术中心，制定及修订了 13 项国家和行业标准。公司自主研发的 DAFENG STACON 控制系统获得 SIL3 安全证书，系国内首个获得此证书的控制系統，虚拟现实舞台控制系统等多个项目列入国家科技计划。公司重视新产品、新技术及新应用等领域研发，2018 年发生研发费用 0.70 亿元，同比增长 54.88%，年末公司研发人员数量达 231 名，占总人数的比重达 11.59%。2019 年 3 月末，公司拥有境内专利 342 项、欧洲工业品外观设计保护 50 项、美国发明专利 5 项以及软件著作权 27 项。此外，2018 年，公司自主研发的智能舞屏应用到雅加达亚运会闭幕式的“杭州时间”，该产品运用 4 节机械臂的多轴联动机器人技术，通过 3D 动画模拟驱动 54 个轴运行的空间控制曲线，同时运用 DAFENG STACON 控制系统，结合时间轴控制，将机械动作、视频、音频汇聚同一个节点，做到毫秒级的时间同步。此外，2018 年 DAFENG STACON 控制系统先后竞标成功郑州大剧院、深圳宝安和扬州大剧院项目，并已在“广西文化”、“深圳坪山”、“余杭文化”、“苏州文博”和“乌鲁木齐”项目中推广应用。2018 年，公司获得由中央文化体制改革和发展工作领导小组办公室组织推荐、认定的第十届“全国文化企业 30 强”称号，被工业和信息化部和中国工业经济联合会认定为制造业单项冠军示范企业，系文化体育装备行业唯一获得上述两项称号的企业，技术实力及品牌优势获得肯定。

当前我国文化体育事业不断发展，先进的技术实力和品牌优势将为公司文化体育装备业务的长足发展提供一定保障。在核心主业稳步发展的同时，2018 年公司在数字艺术科技业务和轨道交通装备业务方面亦取得一定进展，承接了南京中华门光影秀、泰州意向凤城、柞水时光隧道及厦门星际酒吧等标志性项目；轨道交通业务当年交付印度高铁

订单，系该业务板块首次出口。

2018 年公司非 PPP 项目签约个数达 619 个，同比增长 6.36%；当年签约额达 23.66 亿元，同比下滑 3.94%，平均项目签约额有所下降。2018 年公司完成项目个数 596 个，确认收入金额 17.93 亿元。从各细分业务板块看，得益于我国文化事业的持续发展，2018 年公司智能舞台业务实现营业收入 12.44 亿元，同比增长 15.68%，公共装饰实现营业收入 1.57 亿元，同比增长 5.74%，但建筑声学工程因签约额下降导致收入规模略有下滑，座椅看台收入则因市场需求波动呈现较大幅度下滑，各板块发展趋势不一。

表 4：公司按产品分收入构成

单位：亿元、%			
指标	2017	2018	2018 年同比增长
智能舞台	10.75	12.44	15.68
座椅看台	2.73	2.01	-26.31
建筑声学	2.09	1.91	-8.82
公共装饰	1.49	1.57	5.74
合计	17.06	17.93	5.08

资料来源：公司提供

2019 年一季度，公司非 PPP 项目新签项目 116 个，签约额为 2.06 亿元，截至 3 月末非 PPP 项目在手订单金额为 46.40 亿元，其中未确认收入金额约为 28 亿元，较为充足的业务订单储备可为公司业务规模的稳定发展提供一定支撑。

整体而言，在我国文化事业快速发展的背景下，公司依托于领先的技术水平和品牌知名度，虽各产品板块发展趋势不一，但整体业务规模保持增长，且较为充足的订单储备可为未来收入规模提供一定保障。

公司承接较多 PPP 项目，总投资规模较大且回款周期长，面临一定投融资压力，PPP 项目投资和建设进度需保持关注

2018 年以来，公司新增中标多个文化体育 PPP 项目，其中 8 月中标泌阳县文化艺术中心二期建设 PPP 项目，该项目投资总额 2.74 亿元；10 月与宁波市建设集团股份有限公司及深圳市聚橙网络技术有限公司组成的联合体中标安徽省滁州市天长市文化艺术中心 PPP 项目，该项目投资总额 5.96 亿元。

投资进度方面，截至 2019 年 3 月末，公司在手 PPP 项目投资总额达 26.84 亿元，累计投资总额仅为 1.97 亿元。2019~2020 年将进入 PPP 项目集中建设期，公司预期 2019 年、2020 年投资支出分别为 12.17 亿元和 11.87 亿元，投资支出规模大。作为 PPP 项目控股股东，公司对在手 PPP 项目负有较大投资义务，并将面临较大融资压力，中诚信证评将持续关注公司 PPP 项目投资建设进度，以及由此给公司可能带来的投融资压力。

从 PPP 项目建设及结算情况来看，2017 年公司基本完成四明湖国际会议中心二期扩建 PPP 项目，2017 年末长期应收款中该项目金额为 5,324.82 万元，2018 年末相关长期应收款金额仍达 4,359.75 万

元。2018 年末公司长期应收款中其他 PPP 项目包括宁海县文化综合体 PPP 项目、湖北丹江口市文体中心 PPP 项目和松阳县全民健身中心工程 PPP 项目的长期应收金额分别为 2,586.56 万元、1,853.56 万元和 9,907.68 万元，账款规模较大，后续回款情况以及账款安全值得关注。PPP 项目付费方为相关政府部门，结算回款周期较长，公司垫资规模较大，2018 年末及 2019 年 3 月末，长期应收款分别为 1.87 亿元和 2.36 亿元，资金周转压力将进一步上升。此外，公司在文化体育等领域项目运营经验较少，随着 PPP 项目的建成投运，公司相关业务运营管理压力或将上升。

表 5：截至 2019 年 3 月末公司 PPP 项目投资情况

单位：%、亿元

指标	项目简介	公司对项目公司持股比例	建设期+运营期(年)	项目总投资额	截至 2019 年 3 月末累计投资	预期 2019 年投资	预期 2020 年投资	预计完成时间
宁海县文化综合体 PPP 项目	浙江潘天寿艺术中心配套商业区等综合性文化设施：美术馆、艺术馆、博物馆、展览馆、青少年创意营	90.00	3+10	3.90	0.29	2.00	1.60	2020.12
	浙江宁海大剧院：剧院和音乐厅		3+12	3.80	0.00	1.00	1.00	2021.12
湖北丹江口市文体中心 PPP 项目	体育馆、剧场、图书馆、文化馆（含文化馆、市民活动中心）、规划馆内馆、展廊，商业及其他配套工程	85.00	2+12	4.64	0.25	2.22	2.22	2020.4
松阳县全民健身中心工程 PPP 项目	体育场（含体育用房、体育产业用房、运动员休息室）体育馆、游泳馆	100.00	2.5+16	5.90	1.04	2.60	2.70	2020.5
泌阳县文化艺术中心	包括东馆、西馆装修装饰及设备（舞台机械设备及水电气暖等建筑基础安装工程除外）、盘古文化广场三部分	95.00	2+13	2.74	0.34	1.37	1.37	2020.12
天长市文化艺术中心	博物馆和美术馆等作为第一组团整体设计；大剧院、文化馆等作为第二组团整体设计；科技馆和少儿图书馆等作为第三组团整体设计	88.00	2+10	5.96	0.05	2.98	2.98	2020.12
合计	-	-	-	26.94	1.97	12.17	11.87	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体而言，公司 PPP 项目承接数量较多，总投资规模较大，投融资压力上升，且 PPP 项目回款周期较长，项目建设持续推进将进一步加剧资金周转压力，中诚信证评将长期持续关注公司 PPP 项目的投资建设进度以及债务规模的变动。此外，公司文化场馆运营经验较少，后续 PPP 项目或面临一定运

营管理压力。

财务分析

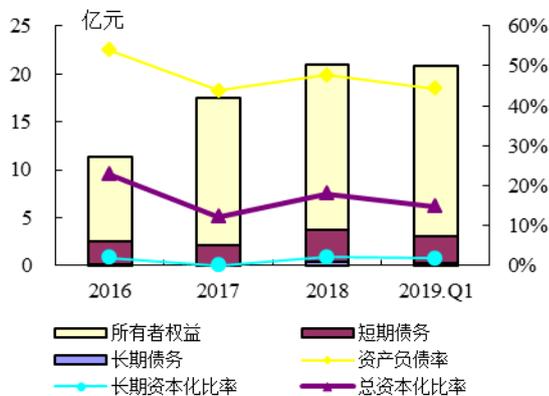
以下财务分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保

留意见的 2016~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年一季报财务报告。

资本结构

尽管受益于经营利润积累，公司 2018 年所有者权益同比增长 11.95% 至 17.19 亿元，但随着业务发展对运营资金需求增加，且 PPP 项目垫资压力较大，整体规模债务上升较快，公司负债规模持续增长，截至当年末达到 15.70 亿元，同比增长 31.11%。受此推动，2018 年末公司资产规模因此增长 20.35% 至 32.89 亿元，而财务杠杆比率呈现上升趋势，当年末资产负债率和总资本化比率分别为 47.74% 和 18.10%，较上年分别上升 3.92 个百分点和 5.70 个百分点。2019 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 31.89 亿元和 14.11 亿元，受银行短期贷款到期偿付影响，债务规模有所下降，期末资产负债率和总资本化比率分别降至 44.14% 和 14.82%。2019 年 4 月，公司可转债发行成功，财务杠杆比率或将上升。

图 1：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，2018 年末公司流动资产分别为 26.01 亿元，占总资产的比重为 79.06%，主要由货币资金（7.77 亿元）、应收账款（11.06 亿元）和存货（5.47 亿元）构成。2018 年公司计入其他流动资产中的理财产品到期赎回，年末其他流动资产由上年末 3.06 亿元降至 0.13 亿元，而货币资金增至 7.77 亿元，同比增长 98.15%，其中使用受限部分仅为 0.60 亿元，主要为银行承兑汇票和保函的保证金。公司文体设施集成项目回款周期较长，随着业务规模及订单的增长，应收账款和存货规模持续上

升，2018 年末规模分别为 11.06 亿元和 5.47 亿元，同比分别增长 14.12% 和 24.10%，占总资产的比重分别为 33.62% 和 16.63%。具体看，2018 年末公司按账龄计算的应收账款余额为 12.78 亿元（占应收账款余额的比重为 99.43%），其中 1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年及 3 年以上账龄的应收账款余额比重分别为 56.70%、23.84%、7.68% 和 11.79%，整体账龄偏长。公司对 1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3~5 年及 5 年以上的应收账款分别按 5%、10%、20%、50% 和 100% 计提坏账准备，2018 年末，按账龄计提的坏账准备余额为 1.72 亿元，同比增长 29.15%。公司应收账款对象集中于地方政府下属旅游或其他平台类公司，2018 年前五大应收账款对象合计应收账款为 2.82 亿元，占应收账款的比重为 25.51%，较为分散。2018 年公司应收账款周转率仅为 1.73 次/年，较上年 2.16 次/年进一步降低。公司应收账款规模大且回收周期长，对流动资金形成较大占用，项目回款及时性需长期关注。公司存货主要为建造合同形成的已完工未结算资产，2018 年末为 4.15 亿元，占存货总额的比重为 75.96%。公司未对存货计提坏账准备，2018 年存货周转率为 2.48 次/年，较上年 2.63 次/年略有下滑。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产为 24.45 亿元，规模较年初有所减少，占总资产的比重降至 76.66%，主要系公司销售货款回收导致 3 月末应收账款降至 8.97 亿元所致，但余额占总资产的比重为 28.31%，仍处于较高水平，同期末存货增至 6.94 亿元，占总资产的比重为 21.75%，整体业务垫资规模大。总体看，公司经营过程垫资规模大，业务发展对流动资金需求量大且占用周期长，或在一定程度上制约其业务未来扩张。

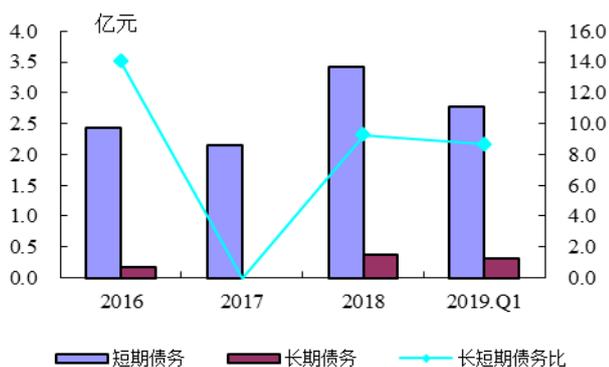
2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动资产分别为 6.89 亿元和 7.44 亿元，占总资产的比重分别为 20.94% 和 23.34%，主要为长期应收款、固定资产和无形资产。公司将 PPP 项目成本归集至长期应收款，2018 年末长期应收款为 1.87 亿元，受 PPP 项目建设进度加快，2019 年 3 月末长期应收款增至 2.36 亿元。因 PPP 项目数量较多，总投资规模较大，中诚信证评将持续关注公司 PPP 项目投资、建设进

度及回款情况。公司固定资产主要为厂房设备，无形资产主要为土地使用权，2018 年公司在上海购置商品房作为上海办事处，年末固定资产增至 3.05 亿元；同年公司为取得建筑工程施工总承包一级资质收购宁波启鸿建设有限公司（以下简称“宁波启鸿”）100.00% 股权，宁波启鸿本身无业务，不产生收入和利润，公司将其可辨认的经营权按公允价值（0.16 亿元）确认为无形资产，年末无形资产 1.18 亿元。

负债构成方面，公司负债主要为流动负债，2018 年末及 2019 年 3 月末，流动负债分别为 15.17 亿元和 13.63 亿元，占负债总额的比重均为 96.62%，主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收款项构成。公司业务垫资压力大，展业所需资金对外部融资依赖较大，短期借款规模上升，同时通过延长付款周期向上游转嫁资金压力，2018 年末及 2019 年 3 月末，短期借款分别为 2.47 亿元和 1.60 亿元，同比分别增长 152.04% 和 135.29%；应付账款分别为 6.28 亿元和 5.54 亿元，同比分别增长 28.54% 和 35.01%。此外，应付票据分别为 0.86 亿元和 1.07 亿元，较往年水平相当；公司预收款项分别为 3.16 亿元和 3.58 亿元，规模持续上升。

债务方面，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司债务规模分别 3.80 亿元和 3.09 亿元，其中短期债务分别为 3.43 亿元和 2.77 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 9.27 倍和 8.67 倍，债务规模较小，但集中于短期债务。近期公司发行可转债后，债务规模上升，但债务期限结构将得到一定改善。

图 2：2016~2019.Q1 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，公司业务垫资压力大，债务规模持续扩大，财务杠杆比率呈上升趋势，但近期可转债发行一定程度上改善其债务期限结构，财务结构尚属稳健。

盈利能力

在我国文化体育事业持续发展的环境下，公司作为文体设施行业领先的集成方案供应商，其核心业务保持稳步发展态势，加之较多的订单储备可为未来业务增长提供一定保障。2018 年营业收入规模同比增长 5.08% 至 17.93 亿元；2019 年 1~3 月营业收入同比增长 26.49% 至 3.80 亿元。毛利率方面，随着产品技术含量的提高，2018 年公司文化体育装备和数字艺术科技业务的毛利率分别为 31.72% 和 37.80%，较上年分别提升 1.86 个百分点和 3.32 个百分点；轨道交通业务毛利率则因市场竞争原因下滑 1.70 个百分点至 25.16%。当年公司营业毛利率为 31.68%，较上年上升 1.79 个百分点。2019 年 1~3 月，公司营业毛利率为 33.54%，整体保持良好的初始获利能力。

表 6：公司产品主要毛利率

项目名称	单位：%	
	2017	2018
文化体育装备	29.86	31.72
数字艺术科技	34.58	37.80
轨道交通装备	26.86	25.16
其他	12.27	44.22
营业毛利率	29.90	31.68

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用为 2.75 亿元，同比增加 0.46 亿元，其中销售费用因职工薪酬和运输费用上升而增加 0.08 亿元；管理费用因职工薪酬、差旅费和业务招待费上升而增加 0.12 亿元；公司重视新产品及新技术研发，当年研发费用增加 0.25 亿元至 0.70 亿元，当年期间费用占比上升 1.89 个百分点至 15.33%。2019 年一季度，公司销售费用略有下降，但研发费用持续上升，一季度期间费用率上升至 18.53%。可转债发行后，公司利息支出将增加，期间费用对经营利润的侵蚀或将加重，期间费用控制能力仍有待提升。

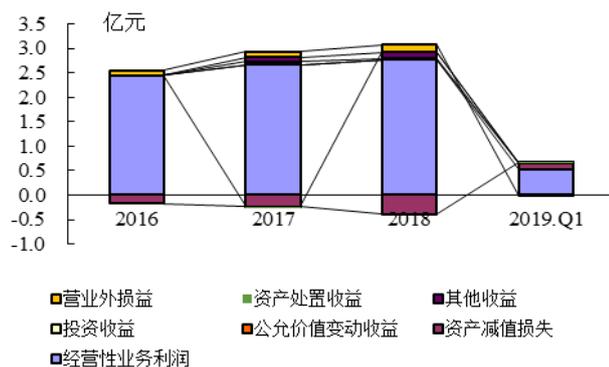
表 7: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元				
项目名称	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.76	0.88	0.96	0.25
管理费用	1.39	0.98	1.10	0.19
研发费用	-	0.45	0.70	0.26
财务费用	0.06	-0.02	-0.003	0.003
期间费用合计	2.21	2.29	2.75	0.70
营业总收入	16.17	17.07	17.95	3.80
期间费用占比	13.68%	13.44%	15.33%	18.53%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年公司业务规模和毛利率同比小幅增长, 经营性业务利润为 2.77 亿元, 同比增长 3.71%; 但当年公司应收账款计提减值准备形成资产减值损失 0.39 亿元, 侵蚀一定利润总额。2018 年公司利润总额和净利润分别为 2.68 亿元和 2.30 亿元, 同比增速分别为-0.77%和 0.32%; 当年所有者权益收益率为 13.37%, 同比下降 1.55 个百分点。2019 年一季度, 受益于应收账款坏账转回, 公司实现利润总额和净利润分别为 0.66 亿元和 0.57 亿元, 同比分别增长 42.56%和 46.27%, 中诚信证评对公司资产减值损失等非经营性损益变动对其盈利水平的影响予以关注。

图 3: 2016~2019.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

整体来看, 2018 年公司业务规模保持增长, 初始获利能力有所提升, 经营性业务利润小幅增长, 但期间费用逐年增长, 以及资产减值损失等非经营性损益变动导致最终盈利存在一定波动。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 2018 年规模为 3.06 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障

程度来看, 2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 1.24 倍和 26.26 倍。2018 年公司加大贷款催收力度, 收到的销售商品及提供劳动的现金同比增加 1.89 亿元, 同时不断向上游转移资金压力, 购买商品、接受劳务支付的现金仅增加 0.19 亿元, 全年经营活动净现金流实现 2.06 亿元, 同比增加 1.08 亿元, 经营性净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为 1.24 倍和 17.61 倍。整体看, 公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障程度较高, 但近期可转债发行后, 债务规模扩张, EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息的保障程度或将有所削弱。

表 8: 2016~2019.Q1 公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
EBITDA (亿元)	2.74	3.01	3.06	-
经营活动净现金流 (亿元)	2.26	0.97	2.06	0.07
总债务/EBITDA (X)	0.95	0.72	1.24	-
EBITDA 利息倍数 (X)	22.36	53.99	26.26	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.87	0.45	0.54	0.09*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	18.43	17.42	17.61	-
资产负债率 (%)	54.00	43.82	47.74	44.24
总资本化比率 (%)	22.85	12.40	18.10	14.82
长期资本化比率 (%)	1.93	0.15	2.11	1.77

注: 2019 年一季度带“*”指标经年化处理。

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有事项方面, 2019 年 3 月末, 公司仅对合并范围内子公司进行担保, 担保余额为 2.89 亿元, 占当期末总资产和净资产的比率分别为 9.06%和 16.25%。同期末, 公司不存在未决诉讼仲裁形成的或有负债。此外 2019 年 3 月末, 实际控制人丰华质押公司股票 0.21 亿股, 占其所持股票总数的比重为 21.82%, 占公司股票总数的 5.21%。

财务弹性方面, 2019 年 3 月末, 公司合并范围内获得银行授信额度总计 22.09 亿元, 其中未使用授信额度 17.05 亿元, 具有一定备用流动性。

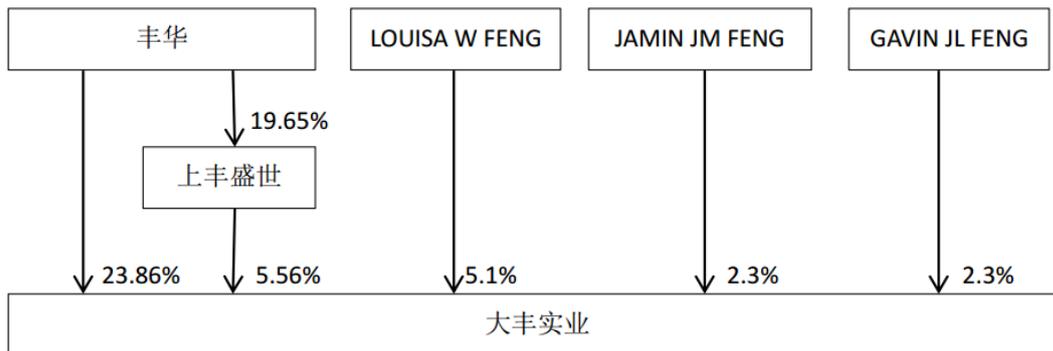
综上, 2018 年公司整体业务规模和盈利水平保持增长, 且较为充足的在手订单可为未来业务增长提供一定保障。同时, 公司财务结构尚属稳健, EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障程度较高, 短期内整体偿债能力很强。但公司 PPP 项

目总投资规模较大，投融资压力较大，同时业务结算回款周期较长，资金周转压力加剧，中诚信证评将对此保持关注。

结 论

综上，中诚信证评维持浙江大丰实业股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“浙江大丰实业股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别 **AA**。

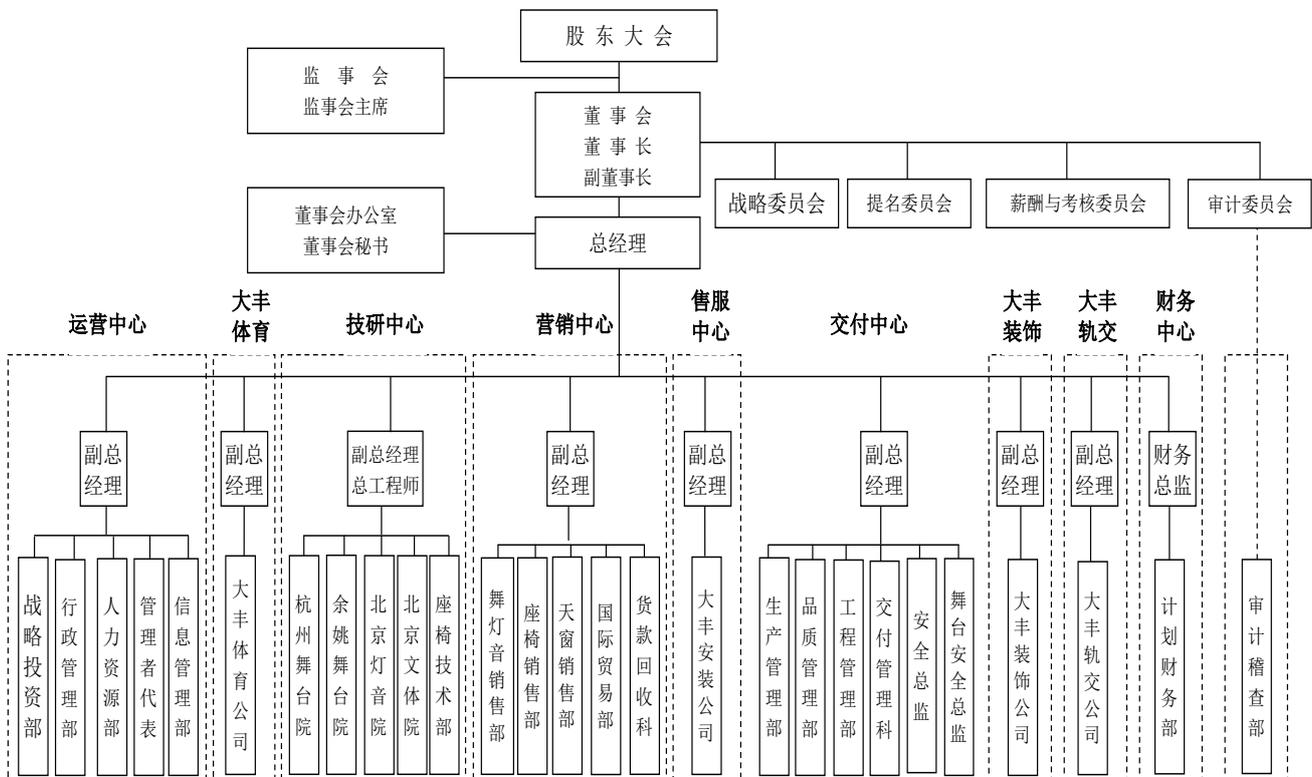
附一：浙江大丰实业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



子公司	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)	
			直接	间接
浙江大丰建筑装饰工程有限公司	余姚市	声学工程等	100.00	-
浙江大丰体育设备有限公司	余姚市	体育装备及系统集成	100.00	-
浙江大丰舞台设计有限公司	杭州市	文化装备及系统集成	100.00	-
浙江大丰文体设施维保有限公司	余姚市	文体装备维护	100.00	-
浙江大丰轨道交通装备有限公司	余姚市	轨道交通装备	100.00	-
余姚市四明湖国际会议中心管理有限公司	余姚市	PPP 项目管理	90.00	-
宁海县大丰文化发展有限公司	宁海县	PPP 项目管理	90.00	-
杭州大丰文化传媒有限公司	杭州市	剧院运营和剧目经纪	100.00	-
香港大丰文化发展有限公司	中国香港	文体装备及系统集成	100.00	-
浙江大丰数艺科技有限公司	杭州市	数字艺术科技	100.00	-
松阳县大丰文体发展有限公司	丽水市	PPP 项目管理	100.00	-
宁波启鸿建设有限公司	余姚市	声学工程等	100.00	-
丹江口市大丰文化发展有限公司	丹江口市	PPP 项目管理	85.00	-
杭州丰马剧院管理有限公司	杭州市	剧院运营及教育培训	-	66.70
河北雄安大丰文化发展有限公司	保定市	文体装备及系统集成	100.00	-
天长市大丰文化发展有限公司	天长市	PPP 项目管理	88.00	-
泌阳县丰源文化发展有限公司	泌阳县	PPP 项目管理	95.00	-
浙江大丰云科场馆运营有限公司	杭州市	场馆运营	100.00	-
杭州西溪数艺文旅有限公司	杭州市	数艺文旅	58.00	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：浙江大丰实业股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：浙江大丰实业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	21,622.98	39,234.35	77,742.18	67,841.57
应收账款净额	61,353.31	96,906.82	110,585.56	89,702.16
存货净额	46,922.20	44,078.49	54,703.17	69,372.18
流动资产	142,664.13	226,523.43	260,060.10	244,463.66
长期投资	372.29	325.01	290.00	934.00
固定资产合计	25,839.25	23,856.64	31,320.55	31,583.99
总资产	190,658.23	273,312.86	328,923.53	318,897.14
短期债务	24,245.37	21,499.23	34,286.86	27,749.24
长期债务	1,730.06	234.22	3,700.00	3,200.00
总债务（短期债务+长期债务）	25,975.43	21,733.45	37,986.86	30,949.24
总负债	102,961.04	119,773.95	157,031.67	141,069.18
所有者权益（含少数股东权益）	87,697.20	153,538.91	171,891.86	177,827.96
营业总收入	161,682.35	170,696.03	179,522.92	37,974.41
三费前利润	46,603.77	49,617.02	55,196.03	12,358.95
投资收益	11.97	603.80	282.64	18.92
净利润	20,075.56	22,900.88	22,973.63	5,726.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	27,382.17	30,112.51	30,649.52	-
经营活动产生现金净流量	22,576.98	9,713.33	20,551.96	733.84
投资活动产生现金净流量	-3,191.07	-30,143.08	5,048.78	-1,320.02
筹资活动产生现金净流量	-18,310.47	38,367.06	15,717.38	-9,944.99
现金及现金等价物净增加额	1,092.66	17,931.01	41,314.63	-10,548.82
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	30.67	29.90	31.67	33.54
所有者权益收益率（%）	22.89	14.92	13.37	12.88*
EBITDA/营业总收入（%）	16.94	17.64	17.07	-
速动比率（X）	0.99	1.58	1.35	1.28
经营活动净现金/总债务（X）	0.87	0.45	0.54	0.09*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.93	0.45	0.60	0.11*
经营活动净现金/利息支出（X）	18.43	17.42	17.61	-
EBITDA 利息倍数（X）	22.36	53.99	26.26	-
总债务/EBITDA（X）	0.95	0.72	1.24	-
资产负债率（%）	54.00	43.82	47.74	44.24
总资本化比率（%）	22.85	12.40	18.10	14.82
长期资本化比率（%）	1.93	0.15	2.11	1.77

注：（1）2016 年末及 2017 年末长期应付款中应付融资租赁款调至长期债务；（2）2019 年第一季度加*指标均经过年化。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。