

2019 年浙江三星新材股份有限公司

# 可转换公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。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证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【973】号 01

债券简称：三星转债

增信方式：保证担保

担保主体：德清联创科  
技新城建设有限公司

债券剩余规模：1.92 亿元

债券到期日期：2025 年  
5 月 31 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，到期归还本金  
和最后一年利息，附债  
券回售及赎回条款

分析师

姓名：  
王先宗 刘伟强

电话：  
0755-82873175

邮箱：  
wangxz@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于公司  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2019 年浙江三星新材股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 07 月 26 日	2018 年 11 月 07 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江三星新材股份有限公司（以下简称“三星新材”或“公司”，股票代码为：603578.SH）及其 2019 年 5 月 31 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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 A+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：跟踪期内，公司收入规模持续增长，盈利能力较为稳定，下游客户资质较好，且德清联创科技新城建设有限公司（以下简称“德清联创”）为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司客户集中度高，主要原材料存在价格波动风险，新增产能的消化及预期效益的实现存在不确定性等风险因素。

### 正面：

- 公司收入规模持续增长，盈利能力维持稳定，下游客户资质较好。2018 年及 2019 年 1-3 月，公司营业收入同比分别增长 9.29%和 12.84%。公司盈利能力较为稳定，2018 年综合毛利率为 29.42%。公司主要销售客户包括青岛海容商用冷链股份有限公司、海信容声冷柜有限公司及海信冰箱销售有限公司等国内知名家电企业，客户资质较好。
- 德清联创提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，德清联创主体长期信用等级为 AA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升本期债券的信用水平。



## 关注：

- **公司客户集中度高，若主要客户出现经营情况不利情况，对公司产品需求将会大幅下降，可能给公司经营业绩带来不利影响。**公司客户集中度高，2018年前五大客户销售额占营业收入的比重为90.87%，若主要客户出现经营情况不利的情况，对公司产品的需求大幅度减少，公司的经营业绩将面临下滑的风险。
- **公司主要原材料价格出现小幅上涨，需关注公司未来成本控制及盈利能力。**2018年公司原片玻璃、Low-E玻璃、门体五金件及各项配件等主要采购原材料价格均出现小幅上涨，上述主要原材料采购成本占营业成本的比例在50%以上，若未来原材料价格继续上升，将给公司带来一定成本控制压力并对盈利能力形成不利影响。
- **公司新增产能的消化及预期效益的实现存在不确定性。**公司目前主要在建生产类项目完工后能有效提升现有产能，实现经营规模扩张，但中证鹏元也关注到下游家电行业周期性较强，受宏观环境影响较大，家电产品的升级也要求公司产品进行及时更新换代以适应下游客户的需求，未来新增产能的消化和预期效益的实现存在不确定性。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	64,753.28	63,526.66	60,204.20	29,902.67
归属于母公司所有者权益合计	55,838.39	53,970.72	49,624.87	22,097.61
有息债务	1,198.57	2,346.57	3,010.77	3,209.00
资产负债率	13.77%	15.04%	17.57%	26.10%
流动比率	5.43	5.09	4.31	2.58
速动比率	5.02	4.59	3.92	2.15
营业收入	9,682.30	32,671.35	29,894.93	27,352.97
营业利润	1,775.31	6,695.24	6,152.11	4,243.77
净利润	1,580.90	6,005.24	5,535.75	4,770.53
综合毛利率	31.86%	29.42%	28.79%	28.48%
总资产回报率	-	10.86%	13.76%	18.66%
EBITDA	-	7,977.24	7,382.63	6,579.94
EBITDA利息保障倍数	-	278.77	80.69	32.95
经营活动现金流净额	6,150.52	-978.30	3,640.78	4,176.87

注：2017年数据采用2018年期初数。

资料来源：公司2014-2016年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 德清联创主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,842,309.30	1,492,769.09	1,252,627.90
所有者权益	695,841.51	668,079.70	403,758.79
营业收入	84,258.00	43,896.86	17,320.20
资产负债率	62.23%	55.25%	67.77%
净利润	17,044.70	29,313.00	17,005.98
经营活动现金流净额	-226,013.00	-160,849.54	-149,115.29

资料来源：德清联创2015-2017年三年连审审计报告及2018年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年5月31日发行6年期1.92亿元公司债券，募集资金计划用于新增年产315万平方米深加工玻璃项目。截至2019年6月30日，本期债券募集资金专项账户余额为16,505.94万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、经营范围及实际控制人未发生变化，公司前十大股东中，杨阿永先生和杨敏先生系父子关系，构成一致行动人，为公司控股股东、实际控制人，截至2019年3月末合计持股公司股权比例为62.64%。2019年5月14日，杨阿永先生依据《浙江三星新材股份有限公开发行A股可转换公司债券之股份质押反担保合同》，将其持有的1,000万股公司有限售条件股份质押给德清联创。2019年5月28日，出于个人融资需要，杨阿永先生将其持有的800万股有限售条件股份质押给招商证券资产管理有限公司，购回交易日为2021年5月28日。截至2019年5月29日，杨阿永先生持有公司2,529.12万股有限售条件股份，占公司总股本的28.24%。杨阿永先生累计质押股份为1,800万股，占其持股总数的71.17%，占公司总股本的20.10%。

**表1 截至2019年3月末公司前十大股东明细**

排名	股东名称	持股数量（股）	占股本比例（%）	质押数量（股）
1	杨敏	30,808,800	34.40	18,560,000
2	杨阿永	25,291,200	28.24	0.00
3	德华创业投资有限公司	9,900,000	11.06	0.00
4	陈根财	772,012	0.86	-
5	陈连庆	685,900	0.77	-
6	吴少杰	274,700	0.31	-
7	陈肖华	231,000	0.26	-
8	闵祥超	227,861	0.25	-
9	杨玉英	214,500	0.24	-
10	法国兴业银行	208,600	0.23	-
合计		<b>68,614,573</b>	<b>76.62</b>	-

注：公司未提供第4-10名股东质押股票数量情况。

资料来源：公司2019年第一季度报告

2018年12月25日，公司召开第三届董事会第八次会议，会议通过了《关于增加注册资本暨修订〈公司章程〉并办理工商变更登记的议案》，公司总股份由8,800万股变更为8,955

万股，注册资本和实收资本均由8,800万元变更为8,955万元。公司已完成工商变更登记手续。截至2019年3月末，公司纳入合并范围子公司仍为2家，未发生变化。

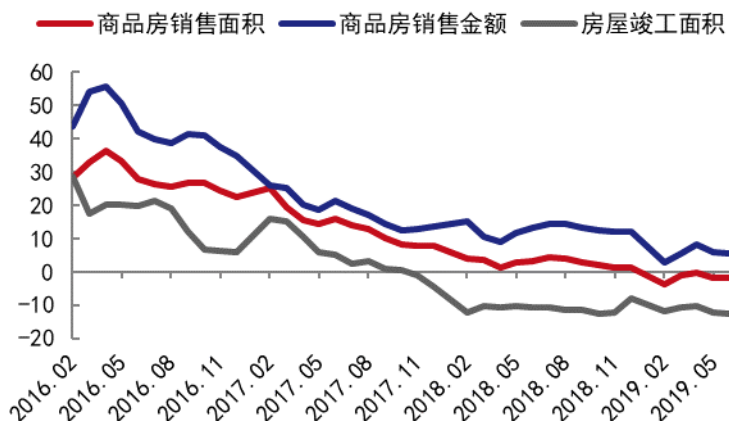
### 三、运营环境

**玻璃行业整体需求将呈现一定的下滑趋势，但受环保政策限制及行业生产成本增加影响，预计2019年玻璃价格仍将在高位维持稳定**

玻璃制造行业的景气程度与房地产投资呈较高的正相关性。从下游需求来看，约 80% 的玻璃需求来自房地产行业（包括新增地产、地产翻新和地产间接需求等），另有约 10% 的需求来自于汽车制造行业，其他需求包括电子、光伏等行业以及对外出口等。

根据国家统计局公布数据，2018 年全国房屋新开工面积 20.93 万平方米，比上年增长 17.2%，增速提高 10.2 个百分点。房屋竣工面积 9.36 万平方米，增速下降 7.8%，降幅较上年扩大 3.4 个百分点。从房屋销售情况来看，2018 年 12 月份以来，全国商品房销售面积及销售金额增速整体下行，其中商品房销售面积增速维持为负。短期来看，与玻璃需求量相关的竣工面积降幅较大，2019 年 4 月 19 日中共中央政治局强调坚持房住不炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。因此，预计对房地产企业监管仍存在，2019 年房地产企业尤其是中小房地产企业，仍将面临较大的资金压力，2019 年住宅竣工面积增速可能仍然较小，玻璃行业整体需求将面临下滑趋势。

**图1 近年来我国商品房销售及房屋竣工面积的增速下行趋势明显（单位：%）**



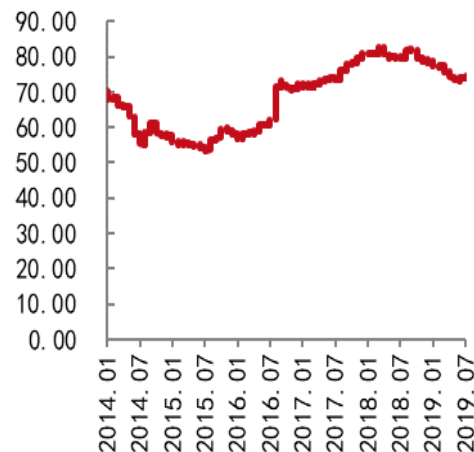
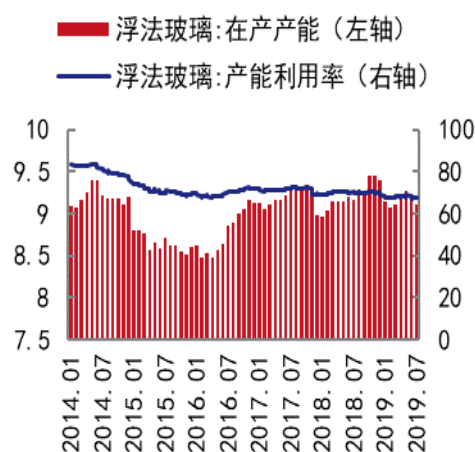
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从玻璃行业的成本端来看，上游纯碱行业集中度高且相对稳定，重油和天然气等燃料供应都属垄断性供应，决定平板玻璃企业对上游议价能力均较弱。随着环保政策的不断加强，浮法玻璃行业燃料结构发生变化，国内浮法玻璃行业已逐步由以煤炭、煤焦油、石油

焦、重油为主的能源结构转为以天然气为主的模式，浮法玻璃生产线生产成本相应提升。2018 年玻璃行业主要原材料价格纯碱出现较大波动，受年初高库存压力及需求端弱势影响，供需矛盾较为凸出，2017 年 11 月-2018 年 2 月底，期间纯碱价格累计下跌 600 元/吨，跌幅达 26.47%。2018 年 9 月后，受传统需求旺季带动及环保政策限产影响，纯碱价格开始走高，12 月末市场均价上升至 2,133.33 元/吨左右，价格上涨 14.07%。目前，国内纯碱企业整体开工负荷较高，部分地区货源供应紧张，市场库存较低，预计 2019 年供需仍将维持紧平衡状态，短期内不会出现价格大幅下跌。

根据中国玻璃期货网统计数据，2018 年 1-11 月中旬，我国点火复产的玻璃生产线共 18 条，进入冷修的玻璃生产线 14 条，新建玻璃生产线 5 条，浮法玻璃净增加生产线 9 条，净增加产能约 4,266 万重量箱。2018 年 12 月末，浮法玻璃产能利用率为 70.05%，同比上涨 0.06%，在产产能约为 92,850 万重量箱，同比增加 2,226 万重量箱。受生产线投产增加影响，行业库存略有上升，截至 2018 年末，浮法玻璃库存为 5,196.00 万箱，同比增长 28.42%。但相对于行业市场整体需求而言，短期的库存增加对销售价格影响有限，且受去产能及环保力度增加影响，玻璃产品产量增速将呈下降趋势。2019 年 6 月末，浮法玻璃产能利用率下降 67.67%，新增投产生产线开工率仍不足。总体来看，随着环保政策限制及生产成本增加影响，预计 2019 年玻璃产品价格仍将在高位维持稳定。

图 2 浮法玻璃产能利用率继续呈现下降趋势（单位：亿重量箱、%） 图 3 浮法玻璃全国平均价格仍维持较高水平（单位：元/重量箱）



数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

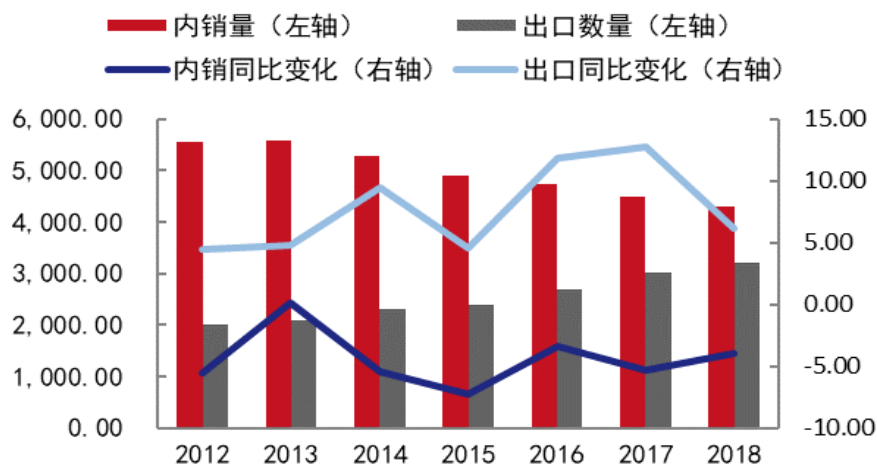
数据来源：Wind，中证鹏元整理

冰箱、冷柜等家电产品逐步由增量市场过渡到存量市场，家庭消费对销量带动情况将会减弱，目前海外出口及国内冷链物流市场仍存在较大发展潜力，有望为玻璃门体产品提供广阔空间



玻璃门体在冰箱及冷柜等家电产品中具有广泛的应用度，随着我国居民人均生活水平的不断提高，家电普及程度已经达到较高水平，冰箱及冷柜等大类家电已经逐步由增量市场向存量市场过渡，家庭消费对普通家电销量的带动也已经进入到缓增长阶段。自 2014 年以来，我国电冰箱内销规模逐年下降，2018 年，电冰箱全年内销量为 4,309.6 万台，同比减少 3.90%。在保有量较高的情况下，冰箱市场的需求主力是更新换代，消费增长也受到一定制约。另一方面，随着新效能的实施、变频压缩机公积的增加及国内企业主动调整产品结构，冰箱外销规模稳步增加，2017 年外销规模达 3,027.10 台，同比增长 12.70%。鉴于我国冰箱制造企业不断通过海外建厂和跨国并购扩展海外布局，冰箱对外出口仍具有较大优势及较为广阔的市场空间。但同时需注意到，2018 年受中美贸易占摩擦加剧及汇率波动因素影响，冰箱对外出口增速同比有所下滑，未来出口增长情况或将呈现较大波动性。

图4 近年来我国冰箱内销规模逐年下降，出口数量持续增加（单位：万台、%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受益于消费水平的增长及网购方式的普及，居民用于农产品、蔬菜及医药等消费品的支出规模不断增加，国内冷链物流市场快速发展。2018 年我国冷链物流需求总量将达到 1.8 亿吨，比上年增长 3,300 万吨，同比增长 22.1%，冷链物流市场规模达到 3,035 亿元，比上年增长 485 亿元，同比增幅 19%。近年来政策力度持续加码，《新食品安全法》对上下游环节的食品安全要求更加严格，冷链物流得到进一步重视和发展；国务院办公厅印发的《国家标准化体系建设发展规划（2016-2020）》重点强调冷链农产品安全标准化工程和现代物流标准化工程，对冷链行业发展起到一定规范作用，利好行业长远发展。虽然我国冷链物流市场正处于快速发展阶段，但与发达国家相比还存在较大差距，随着冷链物流相

关政策的加码实施及配套基础设施的完善，冷链物流市场及其配套的冷库、冷柜、冰箱、冰吧等产品仍有较大的发展空间，为玻璃门体企业带来销量增长。

## 四、经营与竞争

公司主要从事各类低温储藏设备门体玻璃及深加工玻璃产品的设计、研发、生产与销售，主要产品包括中空玻璃门体、单层玻璃门体等低温储藏设备门体和钢化玻璃、镀膜玻璃等深加工玻璃产品。2018年公司实现营业收入32,671.35万元，同比增长9.29%，其中玻璃门体销售收入占比为90.54%，深加工玻璃销售收入占比为6.94%。公司通过加强生产管理、提高成品率及研发新产品等措施控制成本，同时受冷柜及酒柜等产品价格提升影响，2018年综合毛利率为29.42%，较上年略有提高。2019年1-3月，公司实现营业收入9,682.30万元，同比增长12.84%。

**表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
玻璃门体	9,189.31	32.14%	29,580.97	30.15%	26,806.25	29.66%
深加工玻璃	353.06	20.68%	2,266.33	13.93%	2,554.72	18.03%
其他	59.17	36.50%	346.46	43.79%	406.52	30.68%
<b>主营业务收入小计</b>	<b>9,601.54</b>	<b>31.75%</b>	<b>32,193.76</b>	<b>29.15%</b>	<b>29,767.49</b>	<b>28.68%</b>
其他业务收入	80.76	45.70%	477.59	47.39%	127.44	55.73%
<b>营业收入</b>	<b>9,682.30</b>	<b>31.86%</b>	<b>32,671.35</b>	<b>29.42%</b>	<b>29,894.93</b>	<b>28.79%</b>

资料来源：公司提供

**2018年公司销售规模较上年增长，下游客户资质较好，与公司合作关系稳定，但客户集中度高，若主要客户出现经营情况不利情况，对公司产品需求大幅下降，可能给公司业绩带来不利影响**

公司是国内专业生产低温储藏设备玻璃门体的企业之一，先后被认定为“浙江省科技型中小企业”、“省级高新技术企业研究开发中心”、“浙江省专利示范企业”。此外，作为玻璃协会重要单位，公司对行业标准和先进技术及工艺具有较好的掌握，有利于产品及时地更新换代。公司具有一定的研发能力，在产品的功能、性能、质量和安全等方面开展自主研发。公司与下游家电商建立了长期合作关系，客户根据实际需求提出产品设计概念，公司负责进行相应产品功能研发。2018年公司研发费用支出1,297.64万元，同比增长17.81%，占营业收入的3.97%。跟踪期内，公司终止实用新型专利5项，新申请使用新型专利2项。截至2019年6月末，公司累计取得35项专利，其中发明专利18项，实用新型专利17

项。

随着公司承接订单规模的增加及在手订单的陆续消化，业务具有较好的持续性。公司通过新产品研发粘合客户需求，同时保持较为稳定的盈利能力，2018年公司综合毛利率为29.42%，相对上年较为稳定。

公司下游客户主要为家电行业知名生产企业，主要合作对象包括青岛海达瑞采购服务有限公司及青岛海尔生物医疗股份有限公司、青岛海容商用冷链股份有限公司、浙江星星冷链集成股份有限公司及江苏星星家电科技有限公司等。2018年公司向前五大客户销售金额合计29,688.18万元，占全部营业收入的90.87%，前五大客户销售集中度较2017年上升了2.43个百分点。虽然公司与主要客户建立了稳定的合作关系，但考虑到客户集中度高，若主要客户出现经营情况不利的情况，对公司产品的需求大幅度减少，公司的经营业绩将面临下滑的风险。

**表 3 2017-2018 年公司前五大客户情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售金额	占营业收入的比重
2018 年	青岛海达瑞采购服务有限公司及青岛海尔生物医疗股份有限公司	12,587.42	38.53%
	青岛海容商用冷链股份有限公司	6,888.47	21.08%
	海信容声（广东）冷柜有限公司及海信（山东）冰箱有限公司	4,556.78	13.95%
	浙江星星冷链集成股份有限公司及江苏星星家电科技有限公司	3,828.46	11.72%
	合肥华凌股份有限公司、湖北美的电冰箱有限公司及合肥美的智能科技有限公司	1,827.05	5.59%
	<b>合计</b>	<b>29,688.18</b>	<b>90.87%</b>
2017 年	青岛海达瑞采购服务有限公司及青岛海尔生物医疗股份有限公司	12,056.50	40.33%
	青岛海容商用冷链股份有限公司	5,705.70	19.09%
	浙江星星冷链集成股份有限公司及江苏星星家电科技有限公司	3,919.45	13.11%
	海信容声（广东）冷柜有限公司、海信容声（扬州）冰箱有限公司及海信（山东）冰箱有限公司	3,048.12	10.20%
	合肥华凌股份有限公司及湖北美的电冰箱有限公司	1,678.43	5.61%
	<b>合计</b>	<b>26,408.21</b>	<b>88.34%</b>

资料来源：公司提供

### 2018年主要原材料采购价格出现小幅上涨，主要供应商采购集中度较上年有所上升，需关注未来原材料采购价格上涨对盈利能力形成的不利影响

公司所需原材料通过采购部集中进行询价采购，对于常规性的大宗原材料，公司参照市场价格进行询价采购并适度备货；对于订单所需的特定原材料，根据生产需求情况进行采购。公司采购支付的账期存在一定差异，一般对于玻璃类产品的采购，货款结算周期为45天或采用月底开票次月10日结款的形式；化工原料及玻璃门体配件则采用周付或月付的形式，货款支付方式以承兑汇票为主。为保证原材料的质量和交货的及时性，公司进行合格供应商管理，逐月对原材料供应商进行评审和筛选。公司与主要原材料供应商签订的采购合同期限多为一年，价格基于合同签订日最新的市场价格而定并随市场行情变化调整，具有一定波动性。

公司主要采购原材料为原片玻璃、Low-E玻璃、铝合边框、门体五金件、PVC/尼龙/ABS配件类、塑料等，2018年上述原材料采购成本占营业成本的比重为53.85%，较上年提升0.41个百分点。公司主要原材料采购成本占营业成本比重较大，盈利能力易受原材料价格波动影响。公司作为玻璃门体制造企业，对玻璃制品采购比例较大，受玻璃行业去产能影响，以及国家加强环保督查，玻璃行业脱硫脱硝等环保运营成本提升等因素影响，2018年公司原片玻璃、Low-E采购价格均出现小幅上涨。公司采购的门体五金件、PVC/尼龙/ABS配件类、塑料等原材料细分种类较多，受采购品种结构变化影响，平均采购价格具有一定的波动性。

从主要产品毛利率变动情况来看，2018年玻璃门体毛利率为30.15%，较上年略有提升，主要是公司通过研发新产品提升附加值所致；深加工玻璃毛利率为13.93%，较上年下降4.10个百分点，主要系原材料价格上涨所致，另一方面，因公司深加工玻璃总产量减少，单位分摊成本上升，从而导致深加工玻璃毛利率有所下降。公司通过加强生产流程管理、提高成品率及研发新产品等措施保证玻璃门体在行业竞争中的优势和毛利率水平，增强公司对原材料价格波动的消化能力，但原材料价格波动仍会对公司的产品毛利率和盈利水平产生一定影响。

**表4 2017-2018年公司主要原材料采购情况**

材料	指标	2018年	2017年
原片玻璃	采购数量（万 m <sup>2</sup> ）	168.46	192.71
	采购单价（元/m <sup>2</sup> ）	17.52	16.86
	采购额（万元）	2,950.72	3,248.66
	占营业成本比重（%）	12.80	15.26



Low-E 玻璃	采购数量 (万 m <sup>2</sup> )	133.93	118.85
	采购单价 (元/m <sup>2</sup> )	27.43	26.20
	采购额 (万元)	3,672.96	3,113.51
	占营业成本比重 (%)	15.93	14.63
铝合边框	采购数量 (吨)	888.87	639.36
	采购单价 (元/KG)	19.74	23.34
	采购额 (万元)	1,754.20	1,492.40
	占营业成本比重 (%)	7.61	7.01
门体五金件	采购数量 (万件)	538.63	458.58
	采购单价 (元/件)	2.39	2.34
	采购额 (万元)	1,287.31	1,073.48
	占营业成本比重 (%)	5.58	5.04
PVC/尼龙/ABS 配件类	采购数量 (万件)	240.23	226.39
	采购单价 (元/件)	4.64	3.94
	采购额 (万元)	1,115.07	892.60
	占营业成本比重 (%)	4.84	4.19
塑料	采购数量 (吨)	1,934.56	1,927.99
	采购单价 (元/吨)	8,446.40	8,054.45
	采购额 (万元)	1,634.01	1,552.89
	占营业成本比重 (%)	7.09	7.29

资料来源：公司提供

在采购模式方面，公司所需原材料通过公司采购部集中进行询价采购，采购部按规定在合格供应商范围内进行集中询价采购，并对采购价格进行跟踪监督。针对常规性的大宗原材料，公司参照市场价格进行询价采购并适度备货；针对订单所需的特定原材料，根据生产需求情况进行采购。公司与主要供应商建立了较为稳定的合作关系，原材料供应渠道稳定。2018年公司前五大供应商合计采购金额占营业成本的比重为31.05%，采购集中度较上年提升4.50个百分点。公司通过比较供货价格及原材料质量遴选合适供应商，主要采购对象及采购金额占比均发生一定的变动。

**表 5 2017-2018 年公司前五大供应商情况 (单位: 万元)**

年度	供应商名称	采购额	采购产品	占比
2018 年	江苏皮尔金顿耀皮玻璃有限公司及天津耀皮玻璃有限公司	2,952.97	Low-E 玻璃	12.81%
	德清县翔鹰金属制品有限公司	1,326.07	门体配件及周转铁箱	5.75%

	物华天宝镀膜玻璃(大连)有限公司	1,042.05	Low-E 玻璃	4.52%
	台玻长江玻璃有限公司及台玻昆山玻璃有限公司	937.01	原片玻璃	4.06%
	湖州银都铝业有限公司	903.16	铝材	3.92%
	<b>合计</b>	<b>7,161.26</b>	<b>-</b>	<b>31.05%</b>
2017 年	山东华亮玻璃技术有限公司	1,305.45	Low-E 玻璃	6.13%
	江苏皮尔金顿耀皮玻璃有限公司及天津耀皮玻璃有限公司	1,206.97	Low-E 玻璃	5.67%
	吴江南玻玻璃有限公司	1,149.52	原片玻璃	5.40%
	德清县翔鹰金属制品有限公司	1,007.86	门体配件及周转铁箱	4.73%
	台玻长江玻璃有限公司及台玻昆山玻璃有限公司	982.99	原片玻璃	4.62%
	<b>合计</b>	<b>5,652.79</b>	<b>-</b>	<b>26.55%</b>

资料来源：公司提供

公司产销率及产能利用率均维持较高水平，随着在建项目陆续投产，现有产能将得到有效提升，但未来仍需关注经济环境、行业政策及客户需求变化对产能消化形成的影响

公司下游客户根据自身生产计划，通常每年通过招投标或议价方式与公司签订年度合同，合同确定常规配套件的规格型号、质量标准、付款方式、交货周期、索赔条款、异常情况处理等，同时以供应链系统确认或价格确认单或邮件等形式确认常规配套件的交易价格，在合同执行期内，客户在产生实际采购需求时，会以供应链系统、邮件等方式直接下达订单，包括采购的具体型号和数量等，公司根据客户的日常订单供应常规配套件。针对客户需求开发的新品，公司制作报价单，客户供应链系统确认或双方议价确认后，公司根据订单供货。从主要产品销售价格来看，2018年玻璃采购成本上涨，公司对冷柜及酒柜产品进行了提价，2018年公司冰箱玻璃门体销售价格有所下降，主要系不同型号产品销售结构变化所致。

**表 6 2017-2018 年及 2019 年 1-3 月公司主要产品销售价格情况（元/m<sup>2</sup>）**

产品分类		2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
玻璃门体	冷柜	176.26	170.52	147.35
	酒柜	556.20	488.79	431.86
	冰箱	866.66	857.81	877.57
深加工玻璃	钢化玻璃	42.88	47.32	48.16
	镀膜玻璃	54.30	54.66	54.32

资料来源：公司提供

2018年公司主要产品产销率和产能利用率均处于较高水平，其中玻璃门体产销率和产能利用率分别为99.11%和91.61%；深加工玻璃产销率和产能利用率分别为101.20%和

81.69%。公司玻璃门体和深加工玻璃产能可以互相转化，玻璃门体的需求旺盛且附加值更高，为优先满足玻璃门体的生产需求，公司将产能集中于自用深加工玻璃用以继续生产玻璃门体产品。2018年深加工玻璃产量及产能利用率均有所下降。

**表 7 2017-2018 年及 2019 年 1-3 月公司主要产品销量情况**

产品类别	项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
玻璃门体	实际产量 (万 m <sup>2</sup> )	44.74	151.15	159.41
	销量 (万 m <sup>2</sup> )	48.39	149.8	153.04
	产销率 (%)	108.15	99.11	96.00
深加工玻璃	实际产量 (万 m <sup>2</sup> )	7.43	44.93	50.38
	销量 (万 m <sup>2</sup> )	7.71	45.47	50.83
	产销率 (%)	103.73	101.20	100.89

资料来源：公司提供

**表 8 公司 2017-2018 年及 2019 年 1-3 月公司主要产品产能情况**

产品类别	项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
玻璃门体	产能 (万 m <sup>2</sup> )	41.25	165.00	165.00
	实际产量 (万 m <sup>2</sup> )	44.74	151.15	159.41
	产能利用率 (%)	108.46	91.61	96.61
深加工玻璃	产能 (万 m <sup>2</sup> )	13.75	55.00	55.00
	实际产量 (万 m <sup>2</sup> )	7.43	44.93	50.38
	产能利用率 (%)	54.06	81.69	91.60

注1：2019年1-3月玻璃门体和深加工门体产能均为季度产能。

注2：表中深加工玻璃产能及产量数据均系针对销售用途统计。

资料来源：公司提供

截至2019年3月末，公司主要在建项目中，年产12万套大容积冰箱玻璃门体生产项目、年产30万套中高端低温储藏设备玻璃门体生产项目、研发中心项目为公司IPO募投项目，建成后预计每年新增大容积冰箱玻璃门体面积6-8.4万平方米、冷柜玻璃门体面积10.5-12万平方米及酒柜玻璃门体面积7.5-9万平方米<sup>1</sup>。截至2019年6月末，IPO募投生产项目仍处于厂房建设阶段，预计2020年3月达到预定可使用状态；年产315万平方米深加工玻璃项目为本期债券募投项目，目前项目投资支出规模较小。本期债券募投项目实施后，公司每年将新增钢化玻璃200万平方米、中空玻璃85万平方米、丝印玻璃30万平方米的生产能力，有助于扩大公司产能规模，调整现有产品结构，公司拟对加工玻璃中的140万平方米钢化玻璃和15万平方米丝印玻璃直接对外出售，根据公司测算，预计每年实现销售收入8,450.00

<sup>1</sup> 根据公司 IPO 招股说明书，公司所生产的 1 套大容积冰箱玻璃门体面积约为 0.5-0.7 平方米；年产 30 万套中高端低温储藏设备玻璃门体生产项目分为 15 万套立式冷柜玻璃门体和 15 万套酒柜玻璃门体，其中，1 套立式冷柜玻璃门体面积约为 0.7-0.8 平方米，1 套酒柜玻璃门体面积约为 0.5-0.6 平方米。

万元。

上述项目建成后投产后公司玻璃门体及深加工玻璃产能将大幅提升，同时将带动公司销售规模的进一步扩大。但中证鹏元也关注到，公司下游家电行业属于强周期性行业，受贸易摩擦及国内经济下行压力影响，家电企业经营情况存在较大不确定性，若外部需求降幅较大将造成公司产能闲置，不利于规模经济效益的实现；近年来，环保政策趋严，玻璃生产成本呈上升趋势，若未来环保政策继续加码，公司将面临一定的成本控制压力，影响经营规模的持续扩张；此外，家电产品的升级也要求公司产品进行及时更新换代以适应下游客户的需求，未来新增产能的消化和预期效益的实现存在不确定性。

**表9 截至2019年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	预计完工投产时间
年产 12 万套大容量冰箱玻璃门体生产项目	9,291.82	4,894.35	2020 年 3 月
年产 30 万套中高端低温储藏设备玻璃门体生产项目	6,875.89	4,932.01	2020 年 3 月
研发中心建设项目	2,530.00	592.17	2021 年 3 月
年产 315 万平方米深加工玻璃项目	21,542.90	350.44	2021 年 6 月
合计	<b>40,240.61</b>	<b>10,768.97</b>	-

资料来源：公司提供

## 五、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2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，其中2017年数据采用2018年期初数，报告采用新会计准则编制。截至2019年3月末，公司纳入合并范围内的子公司仍为2家（详见附录二）。

### 资产结构与质量

**跟踪期内，公司资产规模小幅增长，整体流动性尚可**

2018年公司经营规模继续扩张，总资产小幅增长，截至2019年3月末，公司总资产达64,753.28万元，较2017年末增长7.56%。公司资产结构较为稳定，仍以流动资产为主，2018年末，流动资产占总资产的比重为74.41%。



**表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8,235.11	12.72%	3,561.19	5.61%	4,061.43	6.75%
应收票据	8,999.99	13.90%	17,038.25	26.82%	7,105.28	11.80%
应收账款	14,831.14	22.90%	9,762.79	15.37%	11,524.19	19.14%
其他应收款	106.90	0.17%	67.42	0.11%	5,353.73	8.89%
存货	3,586.79	5.54%	4,653.92	7.33%	4,131.19	6.86%
其他流动资产	11,000.32	16.99%	12,010.56	18.91%	13,000.33	21.59%
<b>流动资产合计</b>	<b>46,960.96</b>	<b>72.52%</b>	<b>47,268.84</b>	<b>74.41%</b>	<b>45,322.71</b>	<b>75.28%</b>
长期股权投资	2,566.33	3.96%	2,611.02	4.11%	3,279.07	5.45%
固定资产	7,679.97	11.86%	7,835.32	12.33%	8,499.16	14.12%
无形资产	2,431.68	3.76%	2,446.39	3.85%	2,505.25	4.16%
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,792.31</b>	<b>27.48%</b>	<b>16,257.82</b>	<b>25.59%</b>	<b>14,881.49</b>	<b>24.72%</b>
<b>资产总计</b>	<b>64,753.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>63,526.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>60,204.20</b>	<b>100.00%</b>

注：2017年数据采用2018年期初数。

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。截至2018年末，公司货币资金为3,561.19万元，其中有255.80万元使用受限，系缴纳的银行承兑汇票保证金。2019年3月末，货币资金增至8,235.11万元，主要系赎回理财产品所致。公司大部分客户采用银行承兑汇票结算货款，随着经营规模扩大，应收票据规模大幅增长，2018年末应收票据规模为17,038.25万元，同比增长139.80%，期末用于质押的应收票据规模为1,278.61万元。2019年3月末，应收票据较年初减少47.18%，主要系承兑汇票到期托收所致。公司应收账款主要为应收货款，2018年末应收账款账面价值为9,762.79万元，较上年末有所减少，主要系当期票据结算规模增加所致。公司应收账款账龄集中于1年以内，前五名应收对象应收账款占应收账款余额的73.18%，期末对应收账款累计计提913.06万元的坏账准备。公司其他应收款主要为押金保证金，2018年末其他应收款账面价值为67.42万元，较年初下降幅度较大，主要系收回委托贷款所致。

截至2018年末，公司存货账面价值为4,653.92万元，同比增长12.65%。公司存货采用成本与可变现净值孰低计量，期末累计计提跌价准备168.92万元，公司产品按照订单进行生产，存货整体周转效率尚可，风险损失较低。截至2018年末，公司其他流动资产账面价值为12,010.56万元，其中银行理财产品11,800.00万元，占比98.25%。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成。公司长期股权投资主要系对联营企业投资，2018年末公司对联营企业青岛伟胜电子塑胶有限公司股权投资价

值期末余额为2,611.02万元，较年初减少668.05万元，系本期公允价值变动及计提减值准备所致，未来需进一步关注其经营业绩变化及对公司形成的资产减值影响。公司固定资产主要为生产所用机器设备、厂房及其他设备，2018年末固定资产账面价值为7,835.32万元，无抵押情况。公司无形资产为土地使用权，2018年末无形资产账面价值为2,446.39万元，较年初略有下降，主要系摊销所致，期末无抵押受限情况。

整体来看，受业务规模增长影响，跟踪期内公司资产规模有所增长，资产流动性尚可。

## 资产运营效率

### 公司应收账款周转天数延长，资产运营效率下降

公司下游客户为国内知名家电生产商，主要采用6个月银行承兑汇票方式结算货款，产品销售从下达订单、交付产品到货款结算均存在一定的周期。2018年公司营业规模进一步扩大，应收票据结算金额较上年有所增加；另一方面，考虑到2018年公司现金持有量能基本满足自身经营需求，票据贴现减少，因此应收票据增幅较大。2018年应收账款及应收票据周转效率有所下降，周转天数较上年延长49.46天。公司原材料通过采购部集中询价进行采购，采购账期在1-3个月左右，因此应付账款及应付票据周转天数较短。2018年随着公司经营规模的扩大，原材料采购增加，存货周转天数较上年略有延长。从公司整体资产运营效率来看，随着应收票据及存货规模增长导致对资金占用情况增加，2018年公司流动资产周转天数和总资产周转天数分别为510.13天和681.68天，较上年分别延长117.97天和139.14天，资产运营效率有所下降。

**表 11 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年
应收账款及应收票据周转天数	250.30	200.84
存货周转天数	68.57	63.10
应付账款及应付票据周转天数	95.87	87.97
净营业周期	223.00	175.97
流动资产周转天数	510.13	392.16
固定资产周转天数	89.99	94.89
总资产周转天数	681.68	542.54

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入及利润水平有所提升，但未来仍需关注原材料价格上涨带来

### 的成本控制压力

2018年公司实现营业收入32,671.35万元，同比增长9.29%，其中玻璃门体销售收入占比为90.54%。公司与下游主要家电企业客户合作关系较为稳定，业务量整体呈增长态势，2019年一季度，公司实现营业收入9,682.30万元，同比增长12.84%。公司主要在建年产12万套大容积冰箱玻璃门体生产项目、年产30万套中高端低温储藏设备玻璃门体生产项目和新增年产315万平方米深加工玻璃项目完工投产后产能将大幅提升，订单承接规模有望增加，从而带动营业规模的扩大。但同时需关注到，外部经济环境、行业政策变化及客户需求变化影响，未来新增产能预期效益的实现具有不确定性。

公司系经浙江省民政厅认定的社会福利企业，每年享有一定的福利企业增值税返还、科技创新奖资金和研发补助，2018年公司获得福利企业增值税退税、福利企业财政补贴与奖励、科技创新、工业及信息化专项资金等政府补助1,380.18万元，计入其他收益，在一定程度上增强了公司的盈利水平。2018年公司实现净利润6,005.24万元，同比增长8.48%。

综合毛利率方面，2018年公司原材采购成本略有上升，公司通过加强生产流程管理、提高成品率等措施保证玻璃门体在行业竞争中的优势和毛利率水平，增强公司对原材料价格波动的消化能力，随着部分产品销售价格提升，2018年公司综合毛利率为29.42%，较上年略有提高。虽然公司每年通过研发一定比例的新产品提高毛利率，但对下游客户议价能力较弱，面临行业市场竞争及客户要求降价的压力，若未来原材料价格出现大幅上涨，将会带来较大成本控制压力，可能影响公司盈利水平。

**表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	9,682.30	32,671.35	29,894.93
其他收益	212.77	1,380.18	1,310.45
营业利润	1,775.31	6,695.24	6,152.11
利润总额	1,775.31	6,687.92	6,106.53
净利润	1,580.90	6,005.24	5,535.75
综合毛利率	31.86%	29.42%	28.79%
期间费用率	13.09%	12.03%	11.52%
营业利润率	18.34%	20.49%	20.58%
总资产回报率	-	10.86%	13.76%
净资产收益率	-	11.59%	15.44%
营业收入增长率	12.84%	9.29%	9.29%
净利润增长率	-8.46%	8.48%	16.04%

注：2019年一季度营业收入和净利润增长率为较上年同期增长数据。

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

**2018年公司经营活动表现不佳，主要在建项目尚需投资规模较大，面临一定资金压力**

公司主要客户为大型知名家电企业，主要以承兑汇票方式结算货款，一方面，公司将所持有的部分应收票据到期兑付；另一方面，公司基于资金需求情况，会将部分未到期的应收票据用于贴现，上述两部分产生的现金流计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。票据结算方式给予下游客户一定信用账期，主营业务回款能力偏弱，2018年公司经营活动收现比为0.79。公司在2018年票据贴现规模下降，同时公司基于营业规模及订单需求情况增加原材料采购，购买商品、接受劳务支付的现金规模大幅增加，2018年公司经营活动现金流量净额为-978.30万元。

2018年公司投资活动现金流量净额为3,915.58万元，主要系理财产品到期赎回，现金流入规模增加所致。2018年公司筹资活动现金流量净额为-363.21万元，较上年下降幅度较大，主要系2017年完成首次公开发行股票，募集资金流入较多。截至2019年3月末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，仍面临一定资金压力，但考虑到公司于2019年5月31日成功发行1.92亿元“三星转债”，募集资金到位后，在一定程度上缓冲募投项目资金支出压力。

**表 13 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.79	0.69
净利润	6,005.24	5,535.75
营运资本变化	-8,545.82	-3,233.14
其中：存货减少（减：增加）	-564.84	-902.41
经营性应收项目的减少（减：增加）	-8,332.44	-4,753.98
经营性应付项目的增加（减：减少）	351.47	2,423.25
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-978.30</b>	<b>3,640.78</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>3,915.58</b>	<b>-23,439.35</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-363.21</b>	<b>19,278.07</b>
现金及现金等价物净增加额	2,576.85	-523.84

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

**公司整体债务水平较低，目前财务安全性尚可**

截至2019年3月末，公司债务总额为8,914.88万元，较2017年末下降15.73%。公司负债以流动负债为主，其中由经营活动形成的应付票据及应付账款占比较高。得益于未分配利



润的持续积累，2019年3月末，公司所有者权益升至55,838.39万元，产权比率为15.97%，所有者权益对债务覆盖程度较好。

**表14 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	8,914.88	9,555.93	10,579.34
所有者权益	55,838.39	53,970.72	49,624.87
产权比率	15.97%	17.71%	21.32%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动负债主要由应付票据、应付账款和其他应付款构成。公司应付票据主要系向供应商支付货款而形成的银行承兑汇票。截至2018年末，公司应付票据为2,346.57万元，无已到期未支付情况。应付账款主要系应付供应商货款，截至2018年末，应付账款为3,758.52万元，账龄集中于1年以内。截至2018年末，公司其他应付款为2,302.76万元，其中公司于2018年12月5日授予激励对象限制性股票155万股，授予价格为9.365元/股，年末公司将未解锁的部分1,451.58万元计入其他应付款。公司非流动负债主要为递延收益及递延所得税负债，规模较小。

**表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	1,198.57	13.44%	2,346.57	24.56%	3,010.77	28.46%
应付账款	3,995.88	44.82%	3,758.52	39.33%	3,166.30	29.93%
其他应付款	2,467.12	27.67%	2,302.76	24.10%	3,526.28	33.33%
<b>流动负债合计</b>	<b>8,646.98</b>	<b>96.99%</b>	<b>9,281.59</b>	<b>97.13%</b>	<b>10,513.94</b>	<b>99.38%</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,914.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>9,555.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>10,579.34</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	1,198.57	13.44%	2,346.57	24.56%	3,010.77	28.46%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为2,346.57万元，占债务总额的24.56%，全部为应付票据。从偿债能力指标来看，2018年随着公司债务规模的下降，期末资产负债率下降至15.04%。公司资产以流动资产为主，2018年随着经营规模的扩张，应收款项及存货规模有所增加，流动比率和速动比率分别上升至5.09和4.59，短期偿债能力较好。受益于公司经营积累的增加，EBITDA上升至7,977.24万元，对利息保障程度大幅上升，有息债务/EBITDA由上年度0.41降至0.29。2018年公司经营性现金流/流动负债为-0.11，主要系为满足经营扩张公司支付的材料及劳务成本大幅增加，导致经营活动现金净流出所致。整体来看，公司目前债务水平较低，EBITDA对利息覆盖程度较好，财务安全性尚可。2019年5月31日，公

司在上海证券交易所成功发行本期债券，计划用于新增年产315万平方米深加工玻璃项目，募集资金在一定程度上缓冲了募投项目建设的资金支出压力，但同时公司有息债务规模亦将上升，中证鹏元将持续关注公司偿债能力变化情况。

**表 16 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	13.77%	15.04%	17.57%
流动比率	5.43	5.09	4.31
速动比率	5.02	4.59	3.92
EBITDA（万元）	-	7,977.24	7,382.63
EBITDA 利息保障倍数	-	278.77	80.69
有息债务/EBITDA	-	0.29	0.41
债务总额/EBITDA	-	1.20	1.43
经营性净现金流/流动负债	0.71	-0.11	0.35
经营性净现金流/负债总额	0.69	-0.10	0.34

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

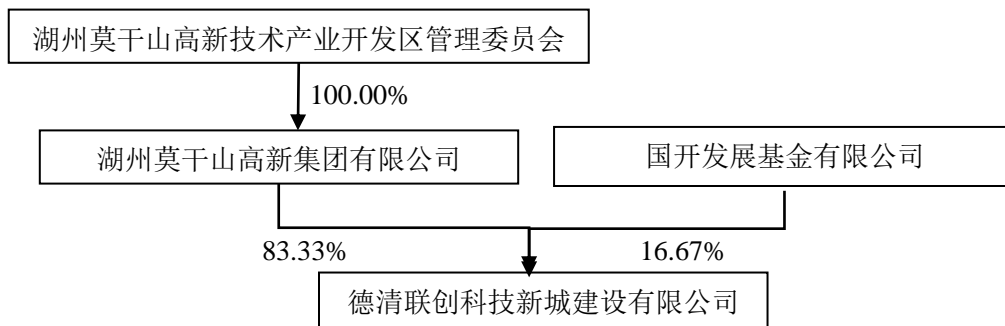
### 德清联创为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能提升本期债券的信用水平

为保障本期债券持有人的权益，德清联创为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为本期债券的本金及应付利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。保证期间为三星新材按照约定支付本期债券的利息及兑付本期债券的本金之日起两年。如果约定的本期债券利息及兑付本期债券的本金支付义务为分期履行，则对每期债务而言，保证期间均为自每期债务履行期限届满之日起至最后一期债务履行期限届满之日起两年。

德清联创成立于2010年8月25日，由浙江德清科技新城管理委员会（以下简称“科技新城管委会”）出资组建，初始注册资本为10,000万元。根据湖委发[2016]18号文件，湖州市委市政府撤销科技新城管委会，设立湖州莫干山高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“莫干山高新区管委会”），德清联创股东由科技新城管委会变更为莫干山高新区管委会。截至2019年5月末，德清联创注册资本、实收资本为120,000万元。2019年5月，根据莫高管发[2019]8号文件，莫干山高新区管委会以其持有的德清联创83.33%股权对湖州莫干山高新集团有限公司（以下简称“高新集团”）出资，德清联创控股股东由莫干山高

新区管委会变更为高新集团，实际控制人仍为莫干山高新区管委会，其产权及控制关系如图5所示。

图5 截至2019年5月末德清联创产权及控制关系



资料来源：德清联创提供

德清联创为莫干山高新区内重要的国有资产经营主体之一，主要负责莫干山高新区内地理信息小镇的基础设施建设、土地整理、安置房建设及物资销售等业务。2018年德清联创主营业务收入主要来源于物资销售收入和土地平整收入。受益于新增物资销售收入规模较大的影响，2018年德清联创实现营业收入8.43亿元，同比增长91.95%。毛利率方面，受土地平整收入毛利率大幅下降、新增物资销售业务毛利较低影响，2018年德清联创综合毛利率为4.25%，同比下降54.82个百分点。

表17 德清联创主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地平整收入	25,695.66	16.67%	34,951.79	84.54%
物资销售	52,695.12	0.11%	0.00	-
产业大楼售房收入	4,641.28	-23.56%	6,548.42	-46.24%
物业管理费用	0.00	-	281.37	-176.35%
委托代建工程	0.00	-	1,696.62	4.76%
小计	<b>83,032.06</b>	<b>3.91%</b>	<b>43,496.42</b>	<b>59.77%</b>
租赁收入	551.47	95.91%	158.13	38.88%
其他	674.47	-29.07%	242.31	-52.23%
小计	<b>1,225.94</b>	<b>27.15%</b>	<b>6,948.86</b>	<b>-44.52%</b>
合计	<b>84,258.00</b>	<b>4.25%</b>	<b>43,896.86</b>	<b>59.08%</b>

资料来源：德清联创 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，德清联创资产总额为184.23亿元，所有者权益为69.58亿元，资产负债率为62.23%。2018年德清联创实现营业收入8.43亿元，利润总额为1.67亿元。2018年德清联创获得德清县财政局2.00亿元的财政补贴收入，外部支持力度较大；截至2018年末，德

清联创主要在建项目预计总投资128.24亿元，业务持续性较好。

**表18 德清联创主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,842,309.30	1,492,769.09	1,252,627.90
所有者权益	695,841.51	668,079.70	403,758.79
有息债务	975,899.40	748,079.55	802,561.90
资产负债率	62.23%	55.25%	67.77%
流动比率	4.98	5.21	4.99
营业收入	84,258.00	43,896.86	17,320.20
其他收益	20,000.00	9,531.19	0.00
营业外收入	2.69	107.11	12,443.22
利润总额	16,731.56	29,313.82	17,027.84
综合毛利率	4.25%	59.08%	42.20%
EBITDA	20,476.38	32,921.20	17,873.91
EBITDA 利息保障倍数	0.61	0.82	0.46
经营活动现金流净额	-226,013.00	-160,849.54	-149,115.29

资料来源：德清联创2015-2017年三年连审审计报告及2018年审计报告，鹏元整理

综合来看，德清联创获得的外部支持力度较大，业务发展情况较好。经中证鹏元综合评定，德清联创2019年主体长期信用等级为AA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证仍能提升本期债券的信用水平。

## 七、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月21日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、评级结论

公司主要从事各类低温储藏设备门体玻璃及深加工玻璃产品的设计、研发、生产与销售。跟踪期内，公司收入规模持续增长，公司保持较为稳定的盈利能力，下游主要销售客户多为国内知名家电企业，资质较好；德清联创提供的全额无条件不可撤销连带责任担保能提升本期债券的信用水平。

但同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度高，若主要客户出现经营情况不利情况，

对公司产品需求大幅下降，可能给公司经营业绩带来不利影响；2018年主要采购原材料价格均出现小幅上涨，未来需进一步关注公司成本控制及盈利能力情况；2018年公司经营活动现金流净流出，虽然可以通过应收票据贴现满足一定资金的短期需求，但考虑到公司目前在建生产及研发项目后续仍需较大资金投入，存在一定资金压力；公司目前主要在建项目完工后能有效提升现有产能，但中证鹏元也关注到公司下游家电行业周期性较强，受宏观环境影响较大，家电产品的升级也要求公司产品进行更新换代以适应下游客户的需求，未来新增产能的消化和预期效益的实现存在不确定性。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为A+，评级展望维持为稳定。



## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	8,235.11	3,561.19	4,061.43	1,456.08
应收票据	8,999.99	17,038.25	7,105.28	5,611.04
应收账款	14,831.14	9,762.79	11,524.19	9,115.81
其他应收款	106.90	67.42	5,353.73	81.72
存货	3,586.79	4,653.92	4,131.19	3,331.20
其他流动资产	11,000.32	12,010.56	13,000.33	0.33
流动资产合计	46,960.96	47,268.84	45,322.71	19,808.64
长期股权投资	2,566.33	2,611.02	3,279.07	0.00
固定资产	7,679.97	7,835.32	8,499.16	7,260.71
无形资产	2,431.68	2,446.39	2,505.25	2,564.10
非流动资产合计	17,792.31	16,257.82	14,881.49	10,094.03
资产总计	64,753.28	63,526.66	60,204.20	29,902.67
应付票据	1,198.57	2,346.57	3,010.77	679.00
应付账款	3,995.88	3,758.52	3,166.30	3,547.42
其他应付款	2,467.12	2,302.76	3,526.28	164.37
流动负债合计	8,646.98	9,281.59	10,513.94	7,676.80
非流动负债合计	267.90	274.34	65.39	128.26
负债合计	8,914.88	9,555.93	10,579.34	7,805.06
有息债务	1,198.57	2,346.57	3,010.77	3,209.00
所有者权益合计	55,838.39	53,970.72	49,624.87	22,097.61
营业收入	9,682.30	32,671.35	29,894.93	27,352.97
营业利润	1,775.31	6,695.24	6,152.11	4,243.77
净利润	1,580.90	6,005.24	5,535.75	4,770.53
经营活动产生的现金流量净额	6,150.52	-978.30	3,640.78	4,176.87
投资活动产生的现金流量净额	-1,217.92	3,915.58	-23,439.35	-365.92
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-363.21	19,278.07	-3,288.96
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收款项周转天数	-	250.30	200.84	179.07
存货周转天数	-	68.57	63.10	61.27
应付款项周转天数	-	95.87	87.97	81.87
净营业周期	-	223.00	175.97	158.47
流动资产周转天数	-	510.13	392.16	247.93
固定资产周转天数	-	89.99	94.89	97.64
总资产周转天数	-	681.68	542.54	386.58

综合毛利率	31.86%	29.42%	28.79%	28.48%
期间费用率	13.09%	12.03%	11.52%	11.41%
营业利润率	18.34%	20.49%	20.58%	15.51%
总资产回报率	-	10.86%	13.76%	18.66%
净资产收益率	-	11.59%	15.44%	21.34%
营业收入增长率	12.84%	9.29%	9.29%	14.72%
净利润增长率	-8.46%	8.48%	16.04%	26.46%
资产负债率	13.77%	15.04%	17.57%	26.10%
流动比率	5.43	5.09	4.31	2.58
速动比率	5.02	4.59	3.92	2.15
EBITDA（万元）	-	7,977.24	7,382.63	6,579.94
EBITDA 利息保障倍数	-	278.77	80.69	32.95
有息债务/EBITDA	-	0.29	0.41	0.49
债务总额/EBITDA	-	1.20	1.43	1.19
经营性净现金流/流动负债	0.71	-0.11	0.35	0.54
经营性净现金流/负债总额	0.69	-0.10	0.34	0.54

注：2017 年数据采用 2018 年期初数。

资料来源：公司 2014-2016 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2019 年 3 月末纳入合并范围子公司情况(单位: 万元)

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
德清县三星玻璃有限公司	1,080	100%	玻璃制造加工; 中空玻璃门生产销售
德清县盛星进出口有限公司	100	100%	货物、技术进出口

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款及应收票据周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款及应付票据周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款及应收票据周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款及应付票据周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 应付债券

## 附录四 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。