

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2018】第 Z【1647】号

浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力以及增信方式等方面对贵公司拟发行的浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

二零一八年十月二十五日

浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司

2018 年公开发行可转换 公司债券信用评级报告



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。

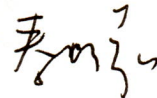
本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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。



评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z
【1647】号 01

分析师

姓名：

汪永乐 梁璇

电话：

0755-82879719

邮箱：

wangyl@pyrating.cn

评级日期：

2018 年 10 月 25 日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过 3.00 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：5 年

增信方式：股份质押

质押物：自然人吕强先生合法拥有的公司股票

债券偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司（以下简称“哈尔斯”或“公司”，股票代码：002615.SZ）本次拟公开发行总额 3.00 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司从业年限较长，积累了丰富的保温杯制造经验，目前公司不锈钢真空保温杯产能饱和，加大自主品牌建设与推广的战略对公司长远业绩形成支撑，此外，用于本期债券质押的股票流动性较好，能提供一定的风险缓冲；同时鹏元也关注到自主品牌面临的市场环境对公司研发和销售能力提出更大挑战，新增产能短期内或面临一定消化压力，近年主要原材料价格及人工成本上行、汇率波动较大以及债务规模上升对公司盈利能力造成不利影响等风险因素。

正面：

- 公司从业年限较长，积累了丰富的保温杯制造经验。公司从事不锈钢真空保温器皿生产长达 18 年，为保温杯知名品牌商合作生产厂家，生产过的保温杯型上千种，生产技术较为先进，产销规模较大，积累了丰富的保温杯制造经验。
- 得益于国际市场大幅增长，公司目前不锈钢真空保温器皿产能利用率较高。国际市场的不断拓展给公司带来了大量订单，2018 年 1-6 月公司国际市场销售收入同比增长 28.16%，收入占比为 77.62%，不锈钢真空保温器皿产能利用率达 143.61%。
- 近年公司加大对自主品牌的建设与推广，市场增长潜力较大。公司拥有自主品牌 HAERS、SIGG、NONOO 等，加大了研发投入，加强销售渠道的管理及拓展，线

上线下渠道统一管控，形成一体化全渠道营销体系，实现电商渠道的销售突破，2017年、2018年1-6月OBM业务收入同比增长26.39%和17.31%。

- **质押物流动性较好，能为本期债券提供一定的风险缓冲。**公司控股股东及实际控制人吕强以其合法拥有的公司股份作为质押资产对本期债券进行质押担保，初始质押的股份数为按照首次质押登记日前1个交易日收盘价计算出的本期债券发行规模的140%的股份，质押物流动性较好，能为本期债券提供一定的风险缓冲。

关注：

- **自主品牌面临的市场环境对公司的研发和销售能力提出更大挑战。**近年公司持续加大了对自主品牌推广的投入和国内销售渠道的调整，虽初显成效，但行业内新生品牌不断涌现，竞争加剧，市场消费需求日趋多元化和个性化，若公司不能持续提升产品创新和高端制造能力、不断加强品牌推广和创新营销模式，或对国内渠道拓展和经销商管理不佳，都将对公司经营业绩产生不利影响。
- **公司新增产能短期内或面临一定消化压力。**国际知名品牌在高端杯的市场占有率较高，公司自有品牌在国内市场处于起步阶段，市场培育和完全达产需要时间，新增产能短期内或将面临一定消化压力。
- **主要原材料价格及人工成本上行对公司盈利具有一定影响。**公司生产所需主要原材料304不锈钢，近年价格波动上行，同时公司系劳动密集型企业，国内人工成本近年也呈增长趋势，需关注原材料价格及人工成本上行对公司盈利能力的影响。
- **公司国际市场销售收入占比较高，存在一定汇率波动风险。**近年公司国际销售收入占比维持在53%以上，2015-2017年及2018年1-6月汇兑净损益分别为-488.75万元、-756.44万元、1,605.90万元和-949.07万元，波动较大，未来仍需关注人民币升值对公司盈利带来的不利影响。
- **公司客户集中度较高。**2015-2017年及2018年1-6月公司前五大客户销售金额占营业收入的比重分别为39.18%、53.65%、44.63%和55.36%，2018年1-6月公司对Yeti Coolers L.L.C.（以下简称“Yeti Coolers”）的销售收入占比达到33.24%，若主要客户需求下降，公司经营业绩波动风险将加大。
- **公司有息债务规模持续攀升，短期债务压力加大。**公司近年因生产扩张及收购对资金需求加大，债务水平显著上升，2015-2017年复合增长率为155.09%，2018年6月末有息债务增至55,765.16万元，占负债总额的56.82%，其中短期有息债务占比为38.11%，较2017年末增加8.89个百分点，短期债务压力加大。

公司主要财务指标:

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产 (万元)	176,074.09	165,639.31	146,135.26	88,949.05
归属于母公司所有者权益 (万元)	77,202.08	80,804.07	74,740.66	63,709.77
有息债务 (万元)	55,765.16	44,248.68	27,899.27	6,800.00
资产负债率	55.74%	51.04%	48.34%	27.94%
流动比率	1.02	1.19	1.37	1.79
速动比率	0.58	0.71	0.83	1.18
营业收入 (万元)	86,300.95	143,914.94	134,153.81	75,843.24
营业利润 (万元)	5,935.00	11,730.00	14,585.78	4,016.27
净利润 (万元)	4,662.45	10,254.46	11,693.62	3,704.17
综合毛利率	29.66%	32.86%	35.61%	30.39%
总资产回报率	-	8.09%	12.67%	5.54%
EBITDA (万元)	9,717.32	17,242.25	18,972.47	7,530.43
EBITDA 利息保障倍数	12.04	11.81	25.79	41.57
经营活动现金流净额 (万元)	-10,981.44	3,799.66	26,359.51	8,333.10

注: 公司 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告年初数。

资料来源: 公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表, 鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为浙江省永康市哈尔斯工贸有限公司，成立于1996年5月，成立时注册资本为151.00万元，由自然人吕强和金美儿共同出资设立，出资比例分别为50.33%和49.67%。此后，经过多次增资和股权转让，2010年11月11日公司注册资本增至6,840.00万元，自然人吕强持有公司66.00%的股权，为公司控股股东。

2011年8月22日经中国证券监督管理委员会证监许可[2011]1319号文核准，公司首次向社会公众公开发行人民币普通股（A股）2,280.00万股，每股面值1.00元，发行价格为人民币18.00元/股，扣除发行费用后实际募集资金净额为36,412.88万元。2011年9月9日公司在深圳证券交易所中小企业板上市。

此后，经过数次增资，截至2018年9月底，公司注册资本和实收资本增至41,040.00万元，股份总数为41,040.00万股（每股面值为1.00元），其中有限售条件流通股（A股）为18,124.63万股，无限售条件流通股（A股）为22,915.37万股。截至2018年9月底，自然人吕强¹持有公司股份20,619.41万股（其中质押股份8,440.00万股，占其持有公司股份总数的40.93%），占比50.24%，为公司控股股东及实际控制人；吕强先生及其一致行动人持有公司股份25,349.09万股，占比61.77%。

表1 截至2018年9月末公司前十大股东持股情况

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
吕强	20,619.41	50.24%
吕丽珍	2,077.65	5.06%
欧阳波	1,384.38	3.37%
上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）-高毅邻山1号远望基金	850.00	2.07%
吕懿	692.55	1.69%
吕丽妃	575.10	1.40%
中央汇金资产管理有限责任公司	565.31	1.38%
华润深国投信托有限公司—华润信托·泽丰1号单一资金信托	473.31	1.15%
贺拥军	376.81	0.92%
大连通和投资有限公司—通和进取十二期私募投资基金	124.54	0.30%
合计	27,739.06	67.58%

注：吕丽珍和吕丽妃系吕强先生的女儿，欧阳波系吕丽妃之配偶，吕懿系吕丽珍之子，吕强与吕丽珍、欧阳波、吕丽妃、吕懿为一致行动人。

¹ 截至报告出具日，公司未提供吕强先生的个人征信报告。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要从事不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产与销售，主要产品包括保温杯、保温瓶、保温壶等不锈钢真空保温器皿以及铝瓶、玻璃杯、塑料杯等。截至2018年6月底，纳入公司合并范围子公司共12家，具体如表2所示。

表2 截至2018年6月30日纳入公司合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
杭州哈尔斯实业有限公司	8,800.00	100.00%	不锈钢真空器皿、真空家电、不锈钢制品、塑料制品、机械设备等研发、生产和销售
希格户外运动投资有限公司	5,001.00	100.00%	户外运动产业方向的投资、咨询、策划；体育用品，百货的批发、零售
希格户外休闲运动用品有限公司	5,001.00	90.00%	户外休闲运动用品销售
安徽省哈尔斯玻璃器皿有限公司	2,000.00	80.00%	玻璃制品研发、生产和销售
浙江氮氧家居有限公司	2,000.00	51.00%	NONOO产品的研发和销售
哈尔斯（深圳）智能数字化饮水器具有限公司	1,538.47	77.25%	智能数字化饮水器具研发、销售
浙江强远数控机床有限公司	1,000.00	70.00%	数控机床及配件制造、销售、修理
杭州哈尔斯智能科技有限公司	200.00	77.25%	智能数字化饮水器具的研发、生产、销售
SIGG Switzerland Bottles AG	10.00 万瑞士法郎	100.00%	饮用水瓶（杯）（包括铝制、不锈钢、塑料、玻璃等材质）以及相关配件的研发、生产、销售
SIGG Holding Switzerland AG In Grundung	10.00 万瑞士法郎	100.00%	知识产权管理
SIGG Deutschland GmbH	2.50 万欧元	100.00%	饮用水瓶（杯）（包括铝制、不锈钢、塑料、玻璃等材质）以及相关配件的销售
哈尔斯（香港）有限公司	1.00 万港币	100.00%	贸易

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为16.56亿元，归属于母公司的所有者权益为8.08亿元，资产负债率为51.04%；2017年度，公司实现营业收入14.39亿元，净利润1.03亿元，经营活动现金净流入0.38亿元。

截至2018年6月30日，公司资产总额为17.61亿元，归属于母公司的所有者权益为7.72亿元，资产负债率为55.74%；2018年1-6月，公司实现营业收入8.63亿元，净利润0.47亿元，经营活动现金净流出1.10亿元。

二、本期债券概况

债券名称：浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司2018年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币3.00亿元（含）；

债券期限：自发行之日起5年；

付息方式：每年付息一次，计息起始日为可转换公司债券发行首日；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；

债券赎回条款：在本期债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或者未转股余额不足 3,000.00 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；

向原 A 股股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃

配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况与保荐机构（主承销商）确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和/或通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销团包销；

担保事项：本期债券采用股份质押的担保方式，出质人吕强先生将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，且初始质押股份数为按照首次质押登记日前1个交易日收盘价计算出的本期债券发行规模的140%的股份，投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本次发行的可转换公司债券，即视同认可并接受本次可转换公司债券的担保方式，授权本次可转换公司债券保荐机构（主承销商）作为质权人代理人代为行使担保权益。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过人民币3.00亿元（含），扣除发行费用后的净额拟用于以下项目：

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目	56,604.73	27,000.00	47.70%
偿还银行贷款	3,000.00	3,000.00	100.00%
合计	59,604.73	30,000.00	50.33%

资料来源：《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，鹏元整理

（一）项目建设内容

本期债券募投项目为“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”，实施主体为子公司杭州哈尔斯实业有限公司（以下简称“哈尔斯实业”）。根据《杭州哈尔斯实业有限公司年产800万只SIGG高端杯新建项目可行性研究报告》，哈尔斯实业拟投资56,604.73万元，在杭州市临安青山湖科技园横畈产业区块建立三条高端杯生产线，项目建设地在公司现有厂房内，主要建设内容包括购置先进生产设备、改造厂房设施、建立自动化立体仓库等，最终建设年产800万只高端杯的生产基地。

（二）项目投资进度

根据《杭州哈尔斯实业有限公司年产800万只SIGG高端杯新建项目可行性研究报告》，项目建设周期为5年，分两期投资建设，其中第一期3年，第二期2年，于项目建设的第3

年达产5%，第4年达产30%，第5年达产50%，第6年完全达产。本期债券募投项目建设所在厂房为临安生产基地，该基地于2015年开始建设，2017年9月竣工投产。根据《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，在本期债券募集资金到位前，公司将根据项目的实际情况，通过自筹资金先行部分投入，并在募集资金到位后予以置换。公司未提供本期债券募投项目累计已投资额，根据我们现场观察，截至2018年9月末，部分生产线已投入运营。

项目总投资为56,604.73万元，其中仓储设施及厂房改造费7,120.00万元，设备购置费33,758.50万元，预备费1,687.93万元，铺底流动资金14,038.31万元。拟使用本期债券募集资金27,000.00万元，其中项目预备费和铺底流动资金将不使用募集资金。

（三）项目审批情况

2016年8月22日，临安市发展和改革局出具了《临安市开发区企业投资项目备案通知书（基本建设）》（临发改青备[2016]35号），对募投项目进行了备案。该项备案的有效期限为1年，公司已于2018年7月27日办理完毕备案的有效期延期手续。

2016年9月26日，临安市环境保护局出具了《关于杭州哈尔斯实业有限公司年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目环境影响报告表审查意见的函》（临环青审[2016]43号）环评批复，同意项目建设。

（四）项目经济效益

根据《杭州哈尔斯实业有限公司年产800万只SIGG高端杯新建项目可行性研究报告》，项目运营期内（第T+3年至T+10年）预计SIGG高端杯可实现销售收入468,000.00万元，利润总额97,791.39万元，项目完全达产后预计财务内部收益率（所得税后）为18.46%，其中项目运营期前5年SIGG高端杯预计可实现销售收入228,000.00万元，利润总额46,977.93万元。

保温杯市场消费需求日趋多元化和个性化，容量很大，但品牌和产品之间的竞争激烈，国外知名品牌在高端杯的市场占有率较高，若公司不能持续提升产品创新和高端制造能力，不断加强品牌推广和创新营销模式，提升品牌影响力，或对国内渠道拓展和经销商管理不佳，募投项目新增产能短期内或面临一定压力，项目收益能否达到预期存在一定的不确定性。

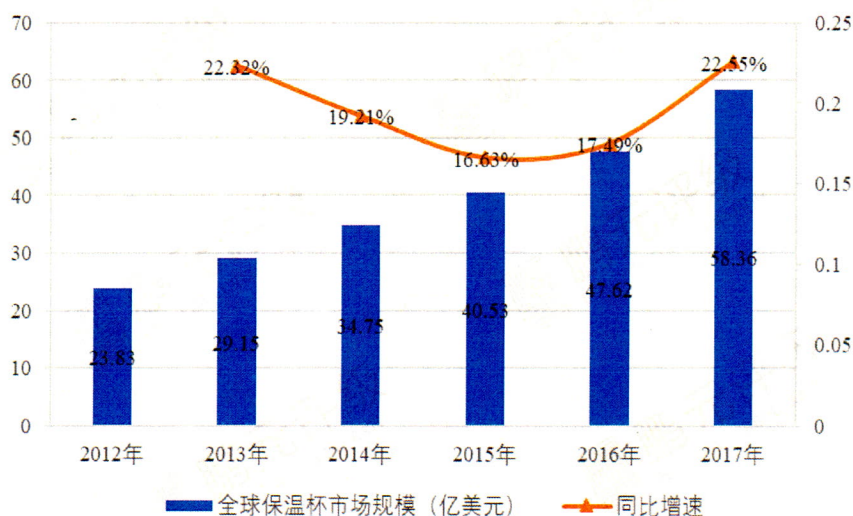
四、运营环境

全球不锈钢保温器皿市场发展迅速，竞争格局相对成熟；中国是不锈钢保温器皿的制造中心，业务模式主要为客户制造服务OEM和自主品牌定制ODM，呈现区域集中度高、

产业集中度低的特征

不锈钢真空保温技术发明于20世纪70年代末的日本，是日用保温器皿生产技术上的第一次创新。根据《2018-2023年中国保温杯行业全景调研与投资前景预测报告》，全球保温杯市场发展迅速，市场规模由2013年的29.15亿美元增至2017年的58.36亿美元，增速维持在16%以上，且不同性别、年龄段的消费者在不同场所对不锈钢真空保温器皿的需求不同，不锈钢真空保温器皿的市场容量仍较大。部分发达国家和地区不锈钢真空保温器皿一定程度上具有快速消费品的特征，市场需求旺盛。不锈钢真空器皿行业的国际竞争相对成熟稳定，主要集中在少数不锈钢真空器皿知名品牌商之间，诸如日本的“膳魔师、虎牌、象印”、美国的“Pacific Market International L.L.C.（以下简称“PMI”）、Yeti Coolers”等，该等品牌市场认可度较高，产品附加值较大。发展中国家和地区不锈钢真空保温器皿的推广使用相对滞后，尚未形成具有国际影响力的自主品牌。

图1 2012-2017年全球不锈钢保温杯市场规模及增速



资料来源：北京欧立信研究中心，鹏元整理

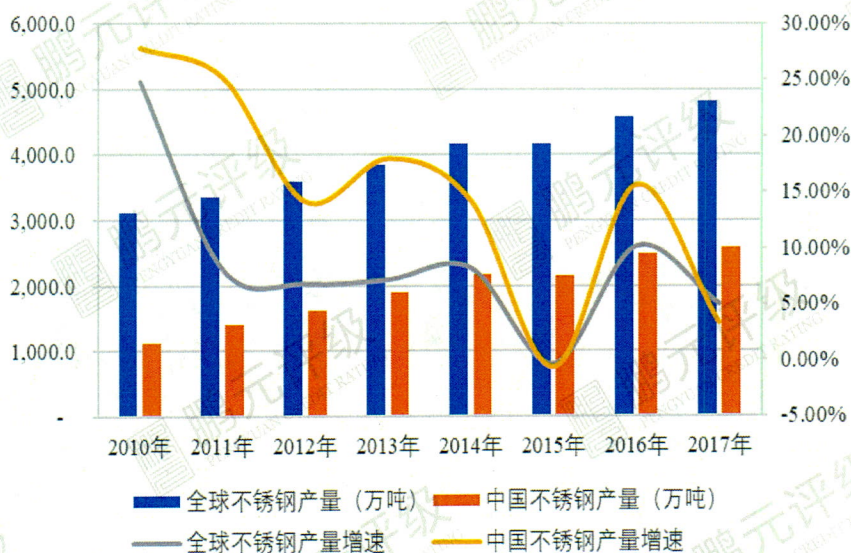
20世纪90年代初期，欧、美、日、韩等国的品牌厂商从品牌制造商转变为品牌运营商，即退出不锈钢真空保温器皿的制造领域，主要从事品牌运营，获取品牌利润。随着我国不锈钢真空保温器皿行业产品制造技术、研发设计水平的快速提高，同时考虑到劳动力、土地等成本因素，不锈钢真空保温器皿的国际制造中心和采购中心逐步向中国转移。我国不锈钢真空保温器皿产业主要以OEM和ODM模式为主，自主品牌的研制能力偏弱。2008-2010年我国不锈钢真空保温器皿行业产品产量占全球总产量的比重维持在64%以上，成为全球主要的不锈钢真空保温器皿的制造中心。随着全球不锈钢真空保温器皿市场的不断增长，我国以OEM及ODM方式代工生产并出口的不锈钢真空保温器皿数量及金额也在

稳步提高。根据北京欧立信研究中心公开资料，2017年我国保温杯出口金额合计132.58亿元，近三年复合增长率为23.50%。我国不锈钢保温器皿规模生产商有500余家，主要集中在浙江永康、武义和广东潮安、揭阳、新会等地，在地域上呈现出明显的产业集聚特征。根据中国日用杂品工业协会的统计，2015年KA渠道销售的不锈钢真空保温器皿市场前三名仅占42%，全国保温杯市场品牌集中度较低，未来发展空间及竞争力较大。

我国不锈钢产量充足，为不锈钢真空保温器皿行业持续发展提供重要保障，但不锈钢主要元素镍的价格波动较大，对行业企业盈利水平具有一定影响

不锈钢真空保温器皿产品的主要原材料为不锈钢（包括不锈钢卷板和钢件），其成本占总成本的比重较大。不锈钢的充足供应为行业持续发展提供重要保障，其价格波动也直接影响到行业的盈利水平。自2006年开始我国已成为全球最大的不锈钢生产国，国内不锈钢供应较为充足。根据ISSF公开数据，2017年我国不锈钢产量为2,577.4万吨，同比增长3.35%，占全球不锈钢产量的53.61%。

图2 2010-2017年不锈钢产量及增速情况



资料来源：ISSF，鹏元整理

按照钢的化学成分，主流的不锈钢分为200系、300系、400系。其中，镍是不锈钢300系（代表品种为304不锈钢）的最主要组成元素，其成本最高占比可达70%，因此镍价格的波动对300系不锈钢的生产成本具有重大影响。根据Wind数据，近年LME镍价格波动较大，带动304不锈钢价格波动。不锈钢真空保温器皿的原材料主要为304不锈钢卷板，受镍价格波动的影响，行业企业盈利水平将受到一定影响。

图3 近年LME镍及304不锈钢价格情况



资料来源: Wind, 鹏元整理

近年中美贸易摩擦升级、人民币汇率波动较大以及人工成本上升, 对企业盈利具有一定影响

近年来, 国际贸易保护主义势头上升, 部分国家和地区采取反倾销、反补贴、加征关税等手段加大对当地产业的保护力度。2018年以来, 美国多次对中国产品加征关税, 根据美国贸易代表办公室公布的加税清单显示, 加税产品虽未涉及不锈钢真空保温器皿产品, 但若中美贸易摩擦继续升级, 可能会对中国出口美国的不锈钢真空保温器皿产品产生一定的影响。目前多边国际贸易关系敏感复杂, 大宗商品价格、外汇结算、税收政策、市场消费等方面亦存在诸多不确定因素。公司营业收入中外销占比较高, 主要外销市场集中于美国, 如果我国与美国等国家的贸易摩擦进一步升级, 将可能导致公司外销业务交易量下降、毛利率下滑等潜在的经营风险。

2017年人民币兑美元中间价累计升值6.16%, 结束此前连续三年年度贬值走势, 并创九年来最大年度涨幅, 2018年年初以来人民币兑美元汇率短暂走弱后持续走强, 2月至4月中旬高位震荡后, 又转入单边弱势行情。汇率的波动对企业盈利波动造成较大影响, 未来仍需关注人民币升值对公司收入及盈利的影响。

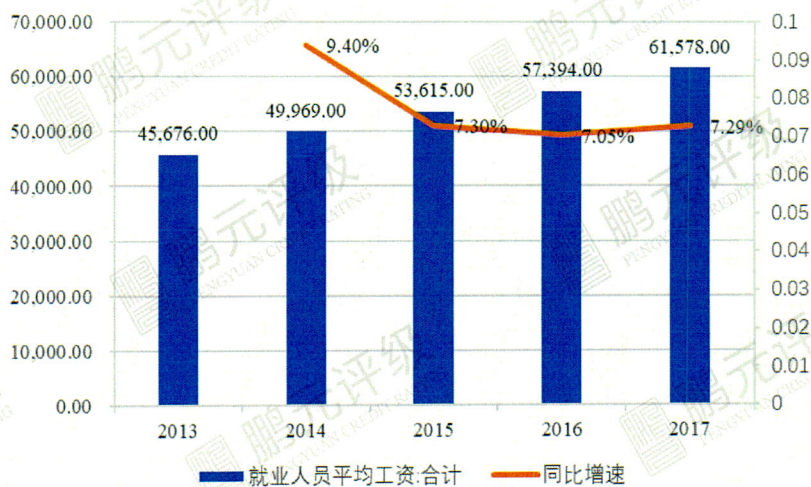
图4 近年美元兑人民币汇率波动情况



资料来源: Wind, 鹏元整理

人工成本的高低亦对劳动力密集型制造企业生产、经营和管理具有直接的影响。近年我国规模以上单位就业人员平均工资持续增长, 2015-2017年复合增长率为7.17%, 人工成本增加对公司盈利造成不利冲击。

图5 近年来我国规模以上单位就业人员平均工资(单位: 元)



资料来源: Wind, 鹏元整理

五、公司治理与管理

公司系在深圳证券交易所中小企业板上市的公司, 按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》以及中国证券监督管理委员会、深圳证券交易所有关监管要求,

确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序。

（一）公司治理

公司股权结构较为集中。截至 2018 年 9 月底，自然人吕强持有公司股份 20,619.41 万股，占比 50.24%，为公司控股股东及实际控制人；吕强先生及其一致行动人持有公司股份 25,349.09 万股，占比 61.77%。

根据公司章程，公司董事会由 7 名董事组成，其中董事长 1 人，独立董事 3 人，现任董事长为吕强先生。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会按公司章程规定行使职权，并制定了董事会议事规则，落实股东大会决议，以保障决策的科学性和规范性。董事会会议应有过半数的董事出席方可举行，董事会作出决议须经全体董事过半数通过。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬及考核委员会和审计与风险管理委员会。

公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 人，监事会主席 1 人。监事的任期每届为 3 年，任期届满，连选可以连任。监事会对公司重大事项、关联交易、财务状况以及董事、高级管理人员履行责职的合法、合规性进行有效监督并发表独立意见。

根据中小板公司管理部于 2018 年 7 月 5 日公告的《关于对浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司的监管函》，公司于 2018 年 1 月 31 日披露《2017 年度业绩快报》，预计 2017 年的净利润为 12,055 万元，与同年 3 月 28 日披露的《2017 年度报告》中实际经审计的净利润 10,980 万元相差较大，公司未能及时、准确地履行信息披露义务，违反了《股票上市规则（2014 年修订）》相关条例。根据深圳证券交易所公开资料，公司信息披露考评结果自 2011 年上市起均为 B，公司信息披露有待改进。

（二）公司管理

公司根据现代企业制度的要求和自身经营管理需要构建了内部组织架构。2017 年 9 月公司对业务模式进行了调整，将原来的国内、国际业务重新划分为 OBM、OEM、ODM 业务系统，并在此基础上对组织架构进行了调整，形成 OBM、ODM、OEM、供应链系统、质量管理体系、共享平台系统、投融资中心等七大业务事业部门的新业务组织架构。为此，2017 年公司新聘任部分经营层、ODM、OBM、SIGG 领军人物，对核心经营团队、各大事业平台的负责人或骨干人员均实现优化引进。

2015-2018 年 1-9 月公司管理层调整频繁，已有 8 名高管相继离职，职位包括总裁、副总裁、财务总监等。目前公司总裁职位暂缺，在总裁离职期间，由董事长吕强先生代理总裁职位，负责公司的经营决策及战略发展方向。我们将持续关注管理层调整对公司业务

的影响。

截至 2018 年 10 月 24 日，公司在任的高级管理人员共 6 名，包括 1 名代总裁、3 名副总裁、1 名财务总监和 1 名董事会秘书，其中吕强、吕丽珍和欧阳波为家族成员。

表 4 截至 2018 年 10 月 24 日公司现任高管构成情况

姓名	性别	职务	年龄	学历及职称	从业时间
吕强	男	董事长、代总裁	70	高中	1985 年
吕丽珍	女	董事、副总裁	43	硕士	1996 年
欧阳波	男	董事、副总裁	45	硕士	1997 年
梁立	男	董事、副总裁	51	博士	1992 年
彭友才	男	财务总监	44	硕士	1997 年
彭敏	女	董事会秘书	33	硕士	2009 年

资料来源：公司提供

人员素质方面，截至 2018 年 6 月底，公司拥有员工 3,854 人。从学历构成来看，公司硕士及以上学历的员工占比 0.47%，初中及以下学历员工占比 57.39%。从专业构成来看，公司生产线员工居多，占比 76.08%，技术人员占比 10.04%。

表 5 截至 2018 年 6 月 30 日公司员工构成情况（单位：人）

学历构成	人数	占比	专业构成	人数	占比
硕士及以上	18	0.47%	生产人员	2,932	76.08%
大专至本科	623	16.17%	销售人员	281	7.29%
高中（中专）	1,001	25.97%	技术人员	387	10.04%
初中及以下	2,212	57.39%	财务人员	73	1.89%
-	-	-	行政人员	181	4.70%
合计	3,854	100.00%	合计	3,854	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

发展战略方面，公司将继续围绕“三百四化五布局，三分三控一常态”²的发展战略纲要，以技术创新和产品设计研发驱动产品升级与品牌提升，投资建设高端产能，推进自动化与信息化进程；继续加大自主品牌投入与建设，提升品牌价值；进一步深挖渠道建设，发挥全渠道、全材质、多品牌、多业务互补优势；推动供应链升级，加强成本费用控制；做好客户梯队建设，发展新兴市场，提升产品与服务质量，保障市场销售规模提升；强化“三分三控一常态”的经营机制，进一步提升各项业务板块和子公司经营质量，形成自主品牌 OBM、客户制造服务 OEM、自主品牌定制 ODM 业务系统业务均衡发展的格局。

² 三百四化五布局：百年、百强、百亿，公司致力于打造百年企业，成为中国民营企业五百强，并实现百亿产值；实施标准化、自动化、智能化、信息化，做好生产布局、产品布局、人才布局、产业布局、资本布局。三分三控一常态：分权、分责、分利的经营机制，战略管控、财务管控、人力管控、审计常态化化的内控管理机制。

六、经营与竞争

公司主要产品为不锈钢真空保温器皿，业务模式主要为OEM、ODM和OBM，公司通过OEM和ODM的业务模式与国际知名品牌商进行合作，采用直销为主的销售模式拓展国际市场，采用“经销为主、直销为辅”的销售模式实现国内市场自主品牌的销售。

从收入产品结构来看，近年不锈钢真空保温器皿的销售收入占比维持在83%以上，为公司收入主要来源。此外，公司还生产铝瓶、塑料杯、玻璃杯和不锈钢非真空器皿等，其中铝瓶系公司2016年所收购子公司SIGG Switzerland Bottles AG（以下简称“SIGG”）的主要产品。其他收入主要为产品配件、酒瓶、废料等的销售收入，规模较小。

从业务模式来看，公司OEM业务销售收入占比最高，2017年及2018年上半年占比均维持在50%以上。毛利率方面，2015-2017年公司综合毛利率分别为30.39%、35.61%和32.86%，虽有波动，但仍维持在较高水平。受主要原材料成本上升，大客户Yeti Coolers采用进料加工出口模式³，以及人民币汇率升值等因素影响，公司2017年和2018年1-6月公司OEM业务毛利率和综合毛利率有所下降。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
1、主营业务小计	85,370.24	29.76%	141,495.30	33.03%	132,220.24	35.71%	74,862.80	30.55%
其中：不锈钢真空保温器皿	75,157.64	29.35%	126,197.73	33.35%	111,871.22	37.46%	66,709.39	31.79%
铝瓶	4,344.38	45.50%	5,306.52	47.38%	5,726.72	30.99%	0.00	-
塑料杯	2,231.52	23.31%	3,192.05	22.04%	1,910.72	26.67%	599.46	16.31%
玻璃杯	1,792.90	17.31%	4,259.58	15.02%	2,896.36	29.91%	2,121.54	16.63%
不锈钢非真空器皿	512.65	21.16%	1,609.42	26.83%	5,532.40	28.93%	2,135.17	27.59%
其他	1,331.15	32.58%	930.00	39.69%	4,282.82	12.85%	3,297.24	18.84%
2、其他业务	930.71	20.52%	2,419.64	22.56%	1,933.57	29.09%	980.43	18.83%
合计	86,300.95	29.66%	143,914.94	32.86%	134,153.81	35.61%	75,843.24	30.39%

注：其他业务主要为废料和废品，规模较小。

资料来源：公司2015年和2017年年度报告及2018年半年度报告，鹏元整理

表7 按业务模式划分的公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务模式	2018年1-6月			2017年				
	金额	同比增长	占比	收入	同比增长	占比	毛利率	同比增长

³ 2017年4季度Yeti Coolers要求公司向其采购不锈钢光杯做表面喷塑处理，该笔业务于2018年1季度结束，之后的订单恢复正常的OEM模式。公司在进料加工模式下所获毛利较低。

OEM	50,734.84	27.91%	59.43%	72,880.00	-7.49%	51.51%	36.52%	-3.23%
OBM	26,948.81	17.31%	31.57%	46,702.76	26.39%	33.01%	28.57%	-0.34%
ODM	7,686.59	-2.54%	9.00%	21,912.54	32.86%	15.49%	30.96%	-0.67%
合计	85,370.24	21.05%	100.00%	141,495.30	7.01%	100.00%	33.03%	-2.68%

资料来源：公司公告，鹏元整理

公司从业年限较长，积累了丰富的保温杯制造经验，国际客户较为稳定，目前不锈钢真空保温器皿产能利用率高，但新增产能消化尚需时间和市场检验

公司第一条保温杯生产线于2000年投产，至今已有18年，从业年限较长，为保温杯知名品牌商合作生产厂家，产销规模较大，生产技术较为先进。目前，公司累计生产过的杯型种类达千余种，积累了丰富的保温杯制造生产经验。经过多年国际市场的拓展，公司拥有较为稳定的国际客户群体，主要包括PMI、Yeti Coolers、Takeya Chemical Industry CO., LTD.、Camelbak Products L.L.C.等保温杯知名品牌商。

公司不锈钢真空保温器皿生产基地为永康和临安生产基地。此外，2016年公司收购的国际知名的高端、专业运动户外水具品牌—SIGG主要生产铝瓶，产地在瑞士，近年产能维持在年产160.00万只左右。得益于近年Yeti Coolers、PMI等国际大客户订单增长，公司不锈钢真空保温器皿产能利用率已经饱和，部分订单通过对外采购完成。目前，公司主要在建产能即本期债券募投项目为高端杯生产线，投产后，高端杯产能将得到提升，但市场拓展还有待观察，新增产能的消化还需要时间。

表8 公司不锈钢真空保温器皿产能及产销量情况（单位：万只）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
产能	2,930.00	2,930.00	2,600.00	2,600.00
产量	2,103.88	3,219.21	3,230.26	2,479.61
销量	2,035.49	3,272.53	3,008.38	2,549.20
产能利用率	143.61%	109.87%	124.24%	95.37%

注：1）2018年1-6月的产能及产能利用率均为年化数，产能利用率=2018年1-6月产量×2÷全年产能；2）2016-2018年1-6月公司产能利用率超过100.00%，主要原因为：公司通过对外采购钢件、不锈钢杯体等半成品提升公司产能。

资料来源：公司提供，鹏元整理

不锈钢材料占生产成本比重较大，需关注其价格波动对公司盈利的影响；公司生产规模较大，供应商较为稳定，原材料采购有一定的账期，有利于降低营运资金压力

公司生产不锈钢真空保温器皿所需的不锈钢卷板、钢件（指由不锈钢卷板直接加工后的钢盖、钢底、内底、中底、外壳、内胆等）及不锈钢杯体等主要依靠外购。公司生产规模大、采购量多、付款周期稳定，因此原材料采购具有一定的议价能力。

公司主打产品不锈钢真空保温器皿生产所需的原材料主要是304不锈钢，近年公司对该等材料采购金额合计占产品成本的50%左右，其价格波动是影响产品成本变动的重要因素

素之一。近年304不锈钢的主要构成元素镍（LME镍）的价格波动增长，导致304不锈钢价格波动上行，对公司盈利造成一定不利影响。

表9 公司主要原材料采购金额及占当期直接原材料采购总额的比重（单位：万元）

项目	2018年1-6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不锈钢卷板	8,332.49	18.08%	12,591.33	16.90%	12,527.28	18.17%	10,721.61	29.81%
钢件及不锈钢杯体	15,966.47	34.64%	33,047.82	44.36%	22,132.25	32.11%	11,497.13	31.96%
合计	24,298.96	52.72%	45,639.15	61.26%	34,659.53	50.28%	22,218.74	61.77%

资料来源：公司提供

公司所需的不锈钢卷板主要向张家港浦项不锈钢有限公司、杭州伟杰金属材料有限公司等公司采购；钢件等的采购主要在永康本地进行。2015-2017年及2018年1-6月公司前五大供应商采购金额占当期采购总额的比重分别为33.56%、30.39%、26.55%和32.08%，供应商较为稳定，且采购集中度较低。

原材料采购结算方面，公司原材料采用货到后付款方式，付款政策为月结60天，结算方式主要为银行转账。公司支付货款有一定的账期，有利于降低公司的营运资金压力。

表10 2015-2017年及2018年1-6月公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占当期采购总额的比例
2018年1-6月	张家港浦项不锈钢有限公司	5,233.18	11.36%
	鸿利达塑胶制品有限公司	3,048.88	6.62%
	Yeti Coolers L.L.C.	3,263.84	7.08%
	厦门市通达创智实业有限公司	1,708.35	3.71%
	武义拓展工艺制品有限公司	1,525.33	3.31%
	合计	14,779.58	32.08%
2017年	张家港浦项不锈钢有限公司	5,832.74	7.83%
	武义拓展工艺制品有限公司	4,538.30	6.09%
	Yeti Coolers L.L.C.	3,569.61	4.79%
	杭州伟杰金属材料有限公司	2,954.89	3.97%
	Hyosung Corporation	2,879.14	3.87%
	合计	19,774.68	26.55%
2016年	张家港浦项不锈钢有限公司	7,098.85	10.30%
	武义拓展工艺制品有限公司	5,586.90	8.11%
	永康市美鑫不锈钢制品厂	3,450.41	5.01%
	杭州伟杰金属材料有限公司	3,081.95	4.47%
	永康市创盛五金厂	1,720.92	2.50%
	合计	20,939.03	30.39%

2015 年

武义拓展工艺制品有限公司	3,201.96	8.90%
杭州伟杰金属材料有限公司	2,747.64	7.64%
张家港浦项不锈钢有限公司	2,736.33	7.61%
Hyosung Corporation	1,914.59	5.32%
永康市通达金属制品有限公司	1,472.40	4.09%
合计	12,072.92	33.56%

注：Yeti Coolers既是供应商又是客户，主要系公司销售给Yeti Coolers的部分产品采用了进料加工出口模式，但公司与Yeti Coolers之间的业务是相互独立的，采购及销售合同是分开签订的，且分别结算。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司国际市场贡献收入大，客户集中度较高；近年公司加大对自主品牌的推广与投入，市场潜力较大，但研发和销售能力面临更大挑战

公司OEM和ODM业务客户主要面向国际不锈钢真空保温器皿品牌商，OBM业务以国内市场为主，在欧洲、巴西、印度等国家或地区也有涉猎，目标客户为终端消费者。销售渠道方面，对于OEM和ODM业务，公司主要通过博览会、展会活动和跨境电子商务等渠道建立客户关系；OBM业务的主要销售渠道包括传统渠道、特殊渠道、现代渠道、电子商务渠道和新渠道等。

销售模式方面，公司OEM和ODM业务以直销模式为主，OBM业务则采用“经销为主，直销为辅”的模式，经销模式为买断式销售。货款结算方面，对于国际大客户，公司通常要求客户预付部分货款，余款将在客户收到货运提单后支付，对于长期合作的优质客户，公司也会采取月结的方式，账期一般为1-3个月；对于国内新开拓的经销商，在与其合作的前3-6个月内，公司要求现款现货，之后则视双方合作情况考虑给与对方一定的信用额度，年末与其结清全年的销售款项。

公司产品销售以国际市场为主，近年美澳区销售收入占比逐渐稳定在50%以上，境外产品销售主要以美元计价和结算，2015-2017年及2018年1-6月公司汇兑净损益分别为-488.75万元、-756.44万元、1,605.90万元和-949.07万元，未来若国际不锈钢真空保温器皿市场经营环境发生不利变化或市场竞争加剧等，以及人民币汇率出现大幅升值或异常波动，将对公司经营收入和盈利状况产生不利影响。得益于国际大客户订单及SIGG国际业务的增长，2018年1-6月公司国际市场销售收入同比增长28.16%。

表 11 按区域划分公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

区域	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国际市场	66,264.31	77.62%	94,792.54	66.99%	95,269.79	72.05%	40,102.16	53.57%
其中：美 澳区	50,980.34	59.72%	71,730.45	50.69%	75,920.94	57.42%	28,707.14	38.35%
欧洲区	10,360.91	12.14%	15,081.56	10.66%	9,556.34	7.23%	4,207.32	5.62%

西亚印非区	3,667.45	4.30%	3,436.25	2.43%	3,719.74	2.81%	3,955.29	5.28%
亚洲区	1,255.61	1.47%	4,544.28	3.21%	6,072.77	4.59%	3,232.41	4.32%
国内市场	19,105.92	22.38%	46,702.76	33.01%	36,950.44	27.95%	34,760.65	46.43%
合计	85,370.24	100.00%	141,495.30	100.00%	132,220.24	100.00%	74,862.80	100.00%

注：上表中亚洲区不包含国内市场。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015-2017年及2018年1-6月公司前五大客户销售金额占营业收入的比重分别为39.18%、53.65%、44.63%和55.36%，客户集中度较高。Yeti Coolers和PMI销售额2016年以来合计占比均超过30%，2018年1-6月公司对Yeti Coolers的销售收入占比为33.24%，若该企业产品市场需求波动将对公司收入及盈利造成较大影响。

表12 2015-2017年及2018年1-6月公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占营业收入的比例
2018年1-6月	Yeti Coolers L.L.C.	28,684.53	33.24%
	Pacific Market International L.L.C.	8,227.60	9.53%
	Takeya Chemical Industry CO., LTD.	6,350.56	7.36%
	Camelbak Products L.L.C.	2,320.50	2.69%
	Can't Live Without It, INC.	2,190.66	2.54%
	合计	47,773.85	55.36%
2017年	Yeti Coolers L.L.C.	25,581.36	17.78%
	Pacific Market International L.L.C.	21,060.69	14.63%
	Hydro Flask	8,985.80	6.24%
	Takeya Chemical Industry CO., LTD.	5,084.29	3.53%
	Newell Brands, Inc.	3,532.47	2.45%
	合计	64,244.61	44.63%
2016年	Yeti Coolers L.L.C.	32,894.26	24.52%
	Pacific Market International L.L.C.	17,910.04	13.35%
	Hydro Flask	13,796.17	10.28%
	Newell Brands, Inc.	3,922.45	2.92%
	Dentsu Tec INC.	3,458.32	2.58%
	合计	71,981.24	53.65%
2015年	Pacific Market International L.L.C.	15,811.04	20.85%
	Newell Brands, Inc.	5,202.89	6.86%
	Steel Technology L.L.C.	3,728.74	4.92%
	北京亚之光贸易有限公司	3,587.90	4.73%
	Skater Co., Ltd.	1,382.11	1.82%
	合计	29,712.68	39.18%

注：上表中Newell Brands, Inc.（以下简称“Newell”）逐渐淡出前五大客户，主要系Newell订单量相对稳定的同时Yeti Coolers、PMI等客户订单量不断加大所致。

资料来源：公司提供，鹏元整理

针对不同的细分市场和客户群，目前公司拥有SIGG、HAERS、NONOO等自主品牌。其中公司2016年收购的SIGG品牌产品面向高端、运动市场；HAERS品牌产品主要针对中端市场，先后被评为“浙江名牌产品”、“浙江省著名商标”等，并在美国、俄罗斯、日本等40多个国家和地区完成了商标注册，奠定了品牌国际化发展的基础；公司2015年创建的NONOO品牌主打年轻消费市场，2017年该品牌的THERMAL MARK CUP产品获得世界工业设计最具权威的德国红点“reddot”大奖。

近年公司持续加大了自主品牌推广的投入，对销售渠道进行了梳理和优化，加强经销商的开发和管理力度，开展了多项品牌营销活动。2018年6月末公司已在全国范围形成了211家传统渠道经销商、108家特殊渠道经销商、79家现代渠道经销商、36家电商渠道经销商、15家新渠道经销商，具有较强的渠道优势。此外，2015年以来公司先后与迪士尼、中国登山协会等进行合作和授权，并推出带有相关标志和形象的保温杯等产品，以此提升公司品牌形象和扩大产品消费群体。

公司国内市场销售主要为自主品牌，销售渠道以商超和电商为主，近年该等模式销售收入占国内市场销售收入的比重在83%以上。2017年公司国内市场增长较快，实现收入46,702.76万元，同比增长26.39%，其中商超渠道收入占比最高，电商渠道收入增长较快，同比增长46.17%。2018年上半年受公司销售渠道和组织架构进一步调整的影响，国内市场增长有所放缓，销售收入同比增长仅有1.56%。

随着公司对国内销售渠道逐步调整，自主品牌市场未来增长潜力较大，但行业内新生品牌不断涌现，国内竞争加剧以及市场消费需求日趋多元化和个性化，若公司不能持续提升产品创新和高端制造能力，不断加强品牌推广和创新营销模式，并提升品牌影响力，或国内渠道拓展和经销商管理不佳，也将对公司经营业绩产生不利影响。

表 13 公司国内销售渠道分布情况（单位：万元）

渠道	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商超	9,014.40	47.18%	23,010.17	49.27%	20,563.39	55.65%	24,124.46	69.40%
电商	6,984.25	36.56%	16,527.34	35.39%	11,307.18	30.60%	6,348.04	18.26%
礼品	2,894.96	15.15%	6,094.95	13.05%	4,184.86	11.33%	3,170.3	9.12%
电视购物	212.32	1.11%	1,070.30	2.29%	895.01	2.42%	1,117.85	3.22%
合计	19,105.92	100.00%	46,702.76	100.00%	36,950.44	100.00%	34,760.65	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年公司投资并购活动频繁，需关注后续投资效益实现情况

近年公司投资活动频繁，2015 年 8 月公司通过新设子公司安徽省哈尔斯玻璃器皿有限公司（以下简称“安徽哈尔斯”）收购安徽恒康工贸有限公司的经营性资产，收购价格为 1,300.00 万元。子公司安徽哈尔斯目前主要生产玻璃杯，产品产能不足且竞争激烈，导致近年持续亏损，2018 年 1-6 月净利润为-275.08 万元。

公司于 2016 年 3 月通过子公司哈尔斯（香港）有限公司以现金的方式受让 SIGG100% 的股权，交易对价为 1,610.00 万瑞士法郎，形成商誉 2,947.34 万元。在收购 SIGG 后，公司加大了 SIGG 在产品设计、品牌宣传、市场拓展等方面的投入，对其产品线调整和延伸，拓展不锈钢、塑料、玻璃等材质及产品品类，引入家居类产品及概念。同时，在欧洲以外的市场进行推广运营、开展境内外渠道建设，其经营情况逐步好转，从巨额亏损至盈亏平衡点到扭亏为盈，2018 年 1-6 月实现净利润 392.96 万元。

表 14 近年子公司 SIGG 的盈利情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
营业收入	7,842.89	9,172.89	5,612.19
营业利润	500.46	-10.48	-2,104.84
净利润	392.96	926.14	-2,079.47

资料来源：公司公告

2016 年 8 月公司与深圳汉华科技股份有限公司共同投资成立汉华数字饮水器具科技（深圳）有限公司（以下简称“深圳汉华公司”），公司对深圳汉华公司投资 5,400.00 万元，持有其 35.00% 的股权。深圳汉华公司主营业务为数字化智能饮水器具研发、设计、新产品中试生产及数字化电子部件的生产销售以及“SIGG”及“HAERS”及“NEMOCUP”品牌的数字化饮水器具销售。因前期研发投入大、产品产销量不足，深圳汉华公司 2017 年实现收入 96.39 万元，尚未实现盈利。2016-2017 年及 2018 年 1-6 月公司对深圳汉华公司确认投资收益分别为-27.06 万元、-182.45 万元、-120.94 万元，后续需持续关注公司投资收益实现情况。

此外，公司还投资建设了临安生产基地，占地 10 万平方米，建筑面积 13 万平方米，该项目已于 2017 年 9 月竣工，该生产基地全部达产后将形成 800 万只高端杯、300 万只智能杯的生产能力以及 1,200 万只塑料杯的生产能力，后续需关注新增产能消化风险。

七、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2015-2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2015-2017年公司纳入财务报表合并范围子公司变化情况具体如附录五所示。2018年1-6月公司合并范围未发生变化，截至2018年6月末，纳入公司合并范围子公司共12家，具体如表2所示。

资产结构与质量

近年公司生产规模不断扩大，业务量大幅增长，资产快速增长，存货和应收账款对资金存在一定占用

近年公司收购子公司SIGG，扩产国内生产基地，生产规模不断扩大，业务量大幅增长，资产快速增长。2018年6月末总资产规模为176,074.09万元，较2015年末增长97.95%，其中2016年同比增长64.29%，主要系2016年公司收购SIGG，获得大客户Yeti Coolers、Hydro Flask等的大额订单及临安新厂区投入较大等因素所致。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10,576.95	6.01%	25,988.05	15.69%	26,193.43	17.92%	12,273.06	13.80%
应收账款	28,466.77	16.17%	14,824.27	8.95%	12,512.62	8.56%	10,338.84	11.62%
存货	34,738.86	19.73%	30,859.12	18.63%	26,713.43	18.28%	12,310.73	13.84%
流动资产合计	80,601.63	45.78%	76,582.29	46.23%	67,845.64	46.43%	36,087.83	40.57%
长期股权投资	8,828.14	5.01%	8,883.25	5.36%	9,114.18	6.24%	5,365.81	6.03%
固定资产	63,268.95	35.93%	53,792.66	32.48%	31,354.30	21.46%	29,459.62	33.12%
在建工程	2,538.78	1.44%	5,392.31	3.26%	17,135.28	11.73%	4,683.94	5.27%
无形资产	10,189.06	5.79%	10,546.40	6.37%	11,371.81	7.78%	6,060.01	6.81%
非流动资产合计	95,472.46	54.22%	89,057.02	53.77%	78,289.61	53.57%	52,861.22	59.43%
资产总计	176,074.09	100.00%	165,639.31	100.00%	146,135.26	100.00%	88,949.05	100.00%

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

2018 年 6 月末公司现金规模为 10,576.95 万元，其中使用受限货币资金为 2,270.00 万元。近年公司应收账款和存货合计占总资产的比重持续上升，2018 年 6 月末为 35.90%。大客户 Yeti Coolers 2017 年开始由原签订合同后预付 50% 货款模式更改为发货 100% 支付模式及 2018 年上半年国际市场销售情况较好，部分销售款项未到结算期，导致公司 2018 年上半年应收账款同比增长 29.09%，高于营业收入的增速，此外，公司 OBM 业务扩张，备货增加，存货规模持续增长，2018 年 6 月末同比增长 20.63%，对资金形成一定占用。

长期股权投资主要系对联营企业深圳汉华公司和永康哈尔斯小额贷款有限公司的投资，近年该等企业持续亏损。为满足经营发展需要，随着临安生产基地新厂房完工转固和生产线新设备的投产，2017年末固定资产规模同比大幅增长71.56%。2018年6月末子公司哈尔斯实业和安徽哈尔斯价值分别为23,285.25万元和657.94万元，厂房的产权证明尚未办妥，合计占期末总资产的13.60%。2016年3月公司收购SIGG，并将其商标并入公司，使得年末无形资产账面价值同比增长87.65%。截至2018年6月末，无形资产中价值95.78万元土地使用权证未及时办理。

资产运营效率

随着OBM业务扩张，备货增加，存货周转效率有所下降，整体资产运营效率降低

公司国际市场业务下游客户大多为知名品牌商，回款较为稳定且账期较短，应收账款周转天数维持在30-40天左右，但2017年公司调整了部分客户的结算方式，导致应收账款账期略有变化，上游原材料采购商较为稳定，合作时间长，结算一般为月结60天，能获得一定的商业信用。

近年公司不断加大对自主品牌的建设力度，OBM业务持续增长，对库存备货需求增加，存货周转效率有所下降，2017年存货周转天数较上年延长25.93天。由于自主品牌市场竞争激烈，可能存在一定的库存积压和跌价风险。

表 16 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	34.19	30.66	42.55
存货周转天数	107.25	81.32	87.47
应付账款周转天数	97.82	78.00	85.88
净营业周期	43.62	33.98	44.14
流动资产周转天数	180.64	139.45	187.13
固定资产周转天数	106.50	81.60	131.67
总资产周转天数	389.95	315.42	403.77

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司大力开拓国际市场及国内自主品牌销售渠道，收入持续增长，综合毛利率较高，需关注新增产能消化、人工成本、债务上升以及汇率波动对盈利的影响

近年公司不断拓展国内外市场销售渠道，产品销量不断增加，带动营业收入持续增长，2018年1-6月营业收入为86,300.95万元，同比增长20.13%，但受人民币较上年同期升值明

显及销售渠道及架构调整导致销售费用增加等因素的影响，净利润同比下降37.43%。近年公司综合毛利率虽有波动，但仍然维持在较高水平，2017年和2018年1-6月综合毛利率有所下降，主要系Yeti Coolers采用进料加工出口模式，人民币汇率升值等因素影响所致。

公司临安生产基地于2017年9月完工并投入运营，但目前自主品牌产能尚不饱和导致亏损。本期债券募投项目——“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”投资额较大，新增产能如不能得到完全消化，将对公司盈利能力造成较大影响。

公司属于劳动密集型企业，近年支付给职工以及为职工支付的现金持续增加，2018年1-6月同比增长21.30%，未来国内人工成本的上涨，或将影响公司盈利能力。

近年公司加大对自主品牌的推广与投入，优化自主品牌营销体系，调整销售渠道和架构，导致销售费用自2016年以来大幅增长，2018年1-6月销售费用同比增长30.51%。

近年公司生产扩张、收购等对资金需求较大，负债规模上升，利息支出逐年增加，2018年6月末同比增长162.09%，随着本期债券的发行，未来公司财务费用仍将持续增长。

此外，公司收入主要来源于国际市场，近年汇兑净损益波动较大，2015-2017年及2018年1-6月分别为-488.75万元、-756.44万元、1,605.90万元和-949.07万元，人民币若持续升值，对公司盈利也将产生不利影响。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	86,300.95	143,914.94	134,153.81	75,843.24
营业利润	5,935.00	11,730.00	14,585.78	4,016.27
利润总额	5,918.23	11,843.14	14,548.21	4,562.97
净利润	4,662.45	10,254.46	11,693.62	3,704.17
综合毛利率	29.66%	32.86%	35.61%	30.39%
管理费用	9,747.50	17,027.74	16,741.60	10,128.09
销售费用	8,185.71	14,532.94	14,037.17	8,573.27
汇兑净损益	-949.07	1,605.90	-756.44	-488.75
利息支出	807.37	762.73	341.08	152.44
营业利润率	6.88%	8.15%	10.87%	5.30%
总资产回报率	-	8.09%	12.67%	5.54%
净资产收益率	-	13.10%	16.76%	5.76%

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

现金流

公司业务获现能力较强，但自主品牌销售业务增加带来营运资本的需求上升，经营活动现金流表现趋弱，投资依赖外部融资

公司国际客户回款能力和速度较好，近年收现比保持在0.94及以上。由于Yeti Coolers 2017年的支付模式发生变化，导致应收账款增加、预收账款减少，自主品牌销售业绩的增长带动存货和营销成本有所增长，同时公司产品主要原材料不锈钢及包装材料价格上涨，采购量上升，导致2017年公司经营活动产生的现金流量净额为3,799.66万元，同比下降85.59%。2018年1-6月经营活动现金净流出10,981.44万元，主要系公司原材料采购货款、年终奖金及企业所得税等主要集中在上半年支付所致。

投资活动方面，为满足经营发展需要，扩大生产规模，公司投资建设临安生产基地及收购SIGG，投资支出金额较大，投资活动现金表现为持续净流出。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款，筹资力度较大。未来随着临安基地生产线的不断建设，资金需求明显，公司投资活动对外部融资的依赖性或将加大。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
收现比	0.94	0.98	1.09	1.04
净利润	4,662.45	10,254.46	11,693.62	3,704.17
FFO	8,529.61	17,763.65	17,535.76	6,626.96
营运资本变化	-19,511.03	-13,964.00	8,823.75	1,706.15
其中：存货减少（减：增加）	-3,879.73	-4,145.70	-11,167.29	1,033.47
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,924.70	-4,827.64	5,293.14	-3,186.88
经营性应付项目的增加（减：减少）	2,293.40	-4,990.66	14,697.90	3,859.56
经营活动产生的现金流量净额	-10,981.44	3,799.66	26,359.51	8,333.10
投资活动产生的现金流量净额	-8,305.33	-13,283.37	-33,085.67	-19,135.98
筹资活动产生的现金流量净额	3,786.67	9,510.12	18,062.59	2,467.25
现金及现金等价物净增加额	-15,411.10	-205.38	11,675.11	-8,111.29

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续攀升，短期债务压力加大

因生产扩张、收购等资本性支出增加，公司向银行大额借款，近年负债规模快速增长，产权比率持续上涨，所有者权益对负债的覆盖程度逐渐转弱。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
负债总额	98,142.27	84,539.48	70,646.19	24,854.87
所有者权益	77,931.83	81,099.83	75,489.07	64,094.17

产权比率 125.93% 104.24% 93.58% 38.78%

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司债务期限结构偏短期，2018 年 6 月末流动负债占比 80.87%。因公司业务扩张，对原材料采购及经营周转需要，短期借款大幅增长，2017 年和 2018 年 6 月末分别同比增长 272.06%和 128.43%。随着公司订单量的增加及对新设备的大量采购，近年应付账款持续增长，其中 2016 年增速较快，为 94.36%。2017 年公司大客户 Yeti Coolers 的收款政策进行了调整，导致当年预收款项同比下降 44.60%。

因厂房建设及收购等对资金需求较大，公司近年有息债务规模快速增加，2015-2017 年复合增长率为 155.09%，2018 年 6 月末其规模较 2017 年末增长 26.03%，占负债总额的比重为 56.82%，其中短期债务占比 38.11%，同比小幅提升，短期债务压力加大。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	35,397.37	36.07%	22,701.29	26.85%	6,101.51	8.64%	2,300.00	9.25%
应付账款	31,860.24	32.46%	27,797.39	32.88%	24,715.25	34.98%	12,715.96	51.16%
预收款项	5,356.33	5.46%	5,086.53	6.02%	9,180.73	13.00%	1,523.50	6.13%
一年内到期的非流动负债	2,000.00	2.04%	2,000.00	2.37%	1,000.00	1.42%	0.00	0.00%
流动负债合计	79,371.87	80.87%	64,556.53	76.36%	49,627.07	70.25%	20,120.06	80.95%
长期借款	18,367.78	18.72%	19,547.39	23.12%	20,797.76	29.44%	4,500.00	18.11%
非流动负债合计	18,770.39	19.13%	19,982.96	23.64%	21,019.12	29.75%	4,734.82	19.05%
负债合计	98,142.27	100.00%	84,539.48	100.00%	70,646.19	100.00%	24,854.87	100.00%
其中：有息债务	55,765.16	56.82%	44,248.68	52.34%	27,899.27	39.49%	6,800.00	27.36%

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

受债务规模持续攀升，利息支出快速增加的影响，EBITDA利息保障倍数快速下降，有息债务/EBITDA和债务总额/EBITDA逐年增长，公司利润对债务本息偿还的保障程度逐渐减弱。经营性净现金流/流动负债和经营性净现金流/负债总额处于较低水平。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	55.74%	51.04%	48.34%	27.94%
流动比率	1.02	1.19	1.37	1.79
速动比率	0.58	0.71	0.83	1.18
EBITDA（万元）	9,717.32	17,242.25	18,972.47	7,530.43
EBITDA 利息保障倍数	12.04	11.81	25.79	41.57
有息债务/EBITDA	5.74	2.57	1.47	0.90
债务总额/EBITDA	10.10	4.90	3.72	3.30

经营性净现金流/流动负债	-0.14	0.06	0.53	0.41
经营性净现金流/负债总额	-0.11	0.04	0.37	0.34

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金主要来源于公司募投项目及经营性业务产生的现金流。本期债券募投项目为“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”，随着项目的逐步实施、建设及完工投产，有利于公司实现制造生产能力升级。根据《杭州哈尔斯实业有限公司年产800万只SIGG高端杯新建项目可行性研究报告》，项目运营期前5年预计可实现收入228,000.00万元，利润总额46,977.93万元，对本期债券本息的偿还具有一定保障。但国际知名品牌在高端杯的市场占有率较高，本期债券募投项目达产后实现的收入能否达到预期存在不确定性。

近年公司不断拓展国内外市场销售渠道，产品销量不断增加，带动营业收入持续增长，2015-2017年营业收入复合增长率为37.75%；公司销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比重维持在94%以上，现金生成能力较好，营业收入增长以及经营活动现金净流入为本期债券的本息偿付提供一定保障。但鹏元也注意到，公司产品销售主要以国际市场为主，且对第一大客户具有一定依赖，一旦该等客户经营不善或终止与公司的合作，将对公司经营业绩造成较大不利影响；主要原材料价格波动、人力成本的增加、汇率的波动及自主品牌销售渠道建设带来的销售费用持续上升亦将对公司的盈利水平产生不利影响，以及营运资本快速增长导致的经营现金流表现弱化等风险因素。

此外，鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股，将进一步增加公司的债务压力。同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场等渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

（二）本期债券保障措施分析

公司控股股东及实际控制人吕强以其合法拥有的公司股份作为质押资产对本期债券进行质押担保，担保范围包括主债权（本金及利息，利息包括法定利息、约定利息、罚息

等）、违约金、损害赔偿金、质押物保管费用、为实现债权而产生的合理费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、公证费用、执行费用等）、因债务人违约而给质权人造成的损失和其他所有应付费用，初始质押股份数为按照首次质押登记日的前一交易日收盘价计算的本期债券发行规模的140%的股份（不足一股按一股计算）。近年公司股价波动下行，未来该等质押股份市值存在一定的下降风险。在质押存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率不低于140%；若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日持续超过本期债券尚未偿还本息总额的160%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的140%。

综合来看，本期债券质押物流动性较好，能提供一定的风险缓冲，但需关注该等质押物受公司经营业绩波动的影响。

九、其他事项

国家市场监督管理总局（以下简称“市监局”）于2018年9月20日公告称，公司向市监局备案了召回计划，召回2017年9月至2018年8月期间制造的型号为LK-2000-15咖啡壶，涉及产品数量14.19万只。该等咖啡壶在装入开水后，有时会因为壶内气压过大，倒水时有热气或少量的开水从手柄位置喷出，存在烫伤风险。对于召回范围内的咖啡壶，公司将免费为消费者更换新的壶盖，该事件对公司经营影响不大。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
货币资金	10,576.95	25,988.05	26,193.43	12,273.06
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	13.60	0.00	0.00
应收票据	187.84	194.43	95.60	0.00
应收账款	28,466.77	14,824.27	12,512.62	10,338.84
预付款项	2,452.12	1,409.30	678.21	499.88
其他应收款	579.36	471.12	376.54	285.17
存货	34,738.86	30,859.12	26,713.43	12,310.73
其他流动资产	3,599.73	2,822.41	1,275.81	380.14
流动资产合计	80,601.63	76,582.29	67,845.64	36,087.83
长期股权投资	8,828.14	8,883.25	9,114.18	5,365.81
固定资产	63,268.95	53,792.66	31,354.30	29,459.62
在建工程	2,538.78	5,392.31	17,135.28	4,683.94
无形资产	10,189.06	10,546.40	11,371.81	6,060.01
商誉	2,961.36	2,961.36	2,961.36	0.00
长期待摊费用	356.21	228.31	320.44	430.86
递延所得税资产	1,231.91	1,307.69	218.68	161.69
其他非流动资产	6,098.06	5,945.05	5,813.55	6,699.28
非流动资产合计	95,472.46	89,057.02	78,289.61	52,861.22
资产总计	176,074.09	165,639.31	146,135.26	88,949.05
短期借款	35,397.37	22,701.29	6,101.51	2,300.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	283.48	0.00	0.00	0.00
应付账款	31,860.24	27,797.39	24,715.25	12,715.96
预收款项	5,356.33	5,086.53	9,180.73	1,523.50
应付职工薪酬	2,969.49	3,710.66	5,073.63	2,275.96
应交税费	878.76	2,549.39	2,455.07	545.88
应付利息	58.58	52.73	45.41	8.39
其他应付款	567.62	658.54	1,055.47	750.35
一年内到期的非流动负债	2,000.00	2,000.00	1,000.00	0.00
流动负债合计	79,371.87	64,556.53	49,627.07	20,120.06
长期借款	18,367.78	19,547.39	20,797.76	4,500.00
递延收益	402.61	435.56	221.36	234.82
非流动负债合计	18,770.39	19,982.96	21,019.12	4,734.82
负债合计	98,142.27	84,539.48	70,646.19	24,854.87

实收资本	41,040.00	41,040.00	27,360.00	18,240.00
资本公积	3,573.24	3,573.24	16,326.24	25,302.15
其他综合收益	-566.27	-213.82	-115.72	0.00
盈余公积	7,079.84	7,079.84	5,574.53	3,755.57
未分配利润	26,075.28	29,324.81	25,595.61	16,412.05
归属于母公司所有者权益合计	77,202.08	80,804.07	74,740.66	63,709.77
少数股东权益	729.74	295.75	748.41	384.41
所有者权益合计	77,931.83	81,099.83	75,489.07	64,094.17
负债和所有者权益总计	176,074.09	165,639.31	146,135.26	88,949.05

注：公司 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告年初数。

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	86,300.95	143,914.94	134,153.81	75,843.24
其中：营业收入	86,300.95	143,914.94	134,153.81	75,843.24
二、营业总成本	80,191.99	133,029.42	119,418.44	71,748.72
减：营业成本	60,704.55	96,628.07	86,380.96	52,790.99
税金及附加	991.03	1,084.95	1,168.71	572.41
销售费用	8,185.71	14,532.94	14,037.17	8,573.27
管理费用	9,747.50	17,027.74	16,741.60	10,128.09
财务费用	106.81	2,502.50	-254.41	-470.82
资产减值损失	456.40	1,253.22	1,344.41	154.79
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	-297.08	13.60	0.00	50.37
投资收益（损失以“－”号填列）	63.65	-180.21	-151.63	-128.62
其他收益	104.01	1,005.52	0.00	0.00
资产处置收益（损失以“－”号填列）	-44.55	5.57	2.04	0.00
三、营业利润	5,935.00	11,730.00	14,585.78	4,016.27
加：营业外收入	0.14	176.20	265.03	648.56
减：营业外支出	16.92	63.06	302.59	101.86
四、利润总额	5,918.23	11,843.14	14,548.21	4,562.97
减：所得税费用	1,255.77	1,588.69	2,854.59	858.81
五、净利润	4,662.45	10,254.46	11,693.62	3,704.17
减：少数股东损益	-296.01	-725.65	-220.90	-15.59
六、归属于母公司所有者的净利润	4,958.46	10,980.11	11,914.52	3,719.76

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015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	81,545.41	140,735.49	145,722.33	78,922.93
收到的税费返还	953.79	1,390.42	3,169.53	313.13
收到其他与经营活动有关的现金	842.01	945.89	374.31	1,237.91
经营活动现金流入小计	83,341.21	143,071.80	149,266.16	80,473.97
购买商品、接受劳务支付的现金	61,659.25	85,362.87	78,860.94	44,371.10
支付给职工以及为职工支付的现金	19,248.16	33,524.86	28,413.26	16,979.58
支付的各项税费	4,996.74	4,533.83	3,086.59	2,829.64
支付其他与经营活动有关的现金	8,418.49	15,850.58	12,545.85	7,960.55
经营活动现金流出小计	94,322.65	139,272.14	122,906.65	72,140.87
经营活动产生的现金流量净额	-10,981.44	3,799.66	26,359.51	8,333.10
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	1,500.00	450.00
取得投资收益收到的现金	0.00	50.72	0.00	51.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.50	122.29	16.34	65.90
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	490.50	24.75	356.11
投资活动现金流入小计	1.50	663.51	1,541.09	923.78
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7,962.83	13,946.88	17,880.32	20,035.01
投资支付的现金	70.00	0.00	5,400.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	11,346.44	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	274.00	0.00	0.00	24.75
投资活动现金流出小计	8,306.83	13,946.88	34,626.76	20,059.76
投资活动产生的现金流量净额	-8,305.33	-13,283.37	-33,085.67	-19,135.98
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	730.00	1,200.00	725.00	400.00
取得借款收到的现金	26,767.85	19,854.74	24,068.51	13,721.84
筹资活动现金流入小计	27,497.85	21,054.74	24,793.51	14,121.84
偿还债务支付的现金	14,964.52	4,200.00	2,700.00	6,921.84
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,417.45	7,197.94	1,611.25	4,732.75
支付其他与筹资活动有关的现金	329.21	146.67	2,419.68	0.00
筹资活动现金流出小计	23,711.18	11,544.61	6,730.93	11,654.58
筹资活动产生的现金流量净额	3,786.67	9,510.12	18,062.59	2,467.25

四、汇率变动对现金的影响	89.00	-231.80	338.68	224.33
五、现金及现金等价物净增加额	-15,411.10	-205.38	11,675.11	-8,111.29
加：期初现金及现金等价物余额	23,718.05	23,923.43	12,248.32	20,359.61
六、期末现金及现金等价物余额	8,306.95	23,718.05	23,923.43	12,248.32

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
净利润	4,662.45	10,254.46	11,693.62	3,704.17
加：资产减值准备	456.40	1,253.22	1,344.41	154.79
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,292.92	3,696.74	3,228.85	2,510.17
无形资产摊销	393.08	829.13	730.25	192.35
长期待摊费用摊销	305.72	110.50	124.08	112.49
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）	44.55	-5.57	-2.04	-4.87
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	0.00	40.57	224.16	0.00
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	297.08	-13.60	0.00	-50.37
财务费用（收益以“-”号填列）	141.70	2,515.31	97.80	-71.89
投资损失（收益以“-”号填列）	-63.65	180.21	151.63	128.62
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-0.64	-1,097.32	-57.00	-36.25
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	-12.25
存货的减少（增加以“-”号填列）	-3,879.73	-4,145.70	-11,167.29	1,033.47
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-17,924.70	-4,827.64	5,293.14	-3,186.88
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	2,293.40	-4,990.66	14,697.90	3,859.56
经营活动产生的现金流量净额	-10,981.44	3,799.66	26,359.51	8,333.10
现金的期末余额	8,306.95	23,718.05	23,923.43	12,248.32
减：现金的期初余额	23,718.05	23,923.43	12,248.32	20,359.61
现金及现金等价物净增加额	-15,411.10	-205.38	11,675.11	-8,111.29

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
产权比率	125.93%	104.24%	93.58%	38.78%
有息债务（万元）	55,765.16	44,248.68	27,899.27	6,800.00
资产负债率	55.74%	51.04%	48.34%	27.94%
流动比率	1.02	1.19	1.37	1.79
速动比率	0.58	0.71	0.83	1.18
综合毛利率	29.66%	32.86%	35.61%	30.39%
期间费用率	20.90%	23.67%	22.75%	24.04%
总资产回报率	-	8.09%	12.67%	5.54%
EBITDA（万元）	9,717.32	17,242.25	18,972.47	7,530.43
EBITDA 利息保障倍数	12.04	11.81	25.79	41.57
净资产收益率	-	13.10%	16.76%	5.76%
营业收入增长率	20.13%	7.28%	76.88%	1.57%
净利润增长率	-37.43%	-12.31%	215.69%	-47.32%
有息债务/EBITDA	5.74	2.57	1.47	0.90
债务总额/EBITDA	10.10	4.90	3.72	3.30
经营性净现金流/流动负债	-0.14	0.06	0.53	0.41
经营性净现金流/负债总额	-0.11	0.04	0.37	0.34

资料来源：公司 2015 年和 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

附录五 2015年以来公司合并范围子公司变动情况

子公司名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
杭州哈尔斯实业有限公司	是	是	是	是
希格户外运动投资有限公司	是	是	是	否
希格户外休闲运动用品有限公司	是	是	是	否
安徽省哈尔斯玻璃器皿有限公司	是	是	是	是
浙江氮氧家居有限公司	是	是	否	否
哈尔斯（深圳）智能数字化饮水器具有限公司	是	是	是	否
浙江强远数控机床有限公司	是	是	是	否
杭州哈尔斯智能科技有限公司	是	是	是	否
SIGG Switzerland Bottles AG	是	是	是	否
SIGG Holding Switzerland AG In Grunding	是	是	否	否
SIGG Deutschland GmbH	是	是	是	否
哈尔斯（香港）有限公司	是	是	是	否

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报表，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
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	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款
营运资本变化	存货 + 经常性应收项目的减少 + 经常性应付项目的增加
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益

附录七 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。

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，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。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评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

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受评对象有关的信息，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评级。

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评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。