



2019年浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2019年浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-28	2020-06-19

债券概况

债券简称：哈尔转债

债券剩余规模：2.99 亿元

债券到期日期：2024-08-22

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

增信方式：股份质押

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证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）及其2019年8月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司坚持大客户战略，继续与国际大客户保持长期稳定的合作关系，且业务获现能力仍较强，此外，用于本期债券质押的股票仍能为本期债券提供一定的风险缓冲；同时中证鹏元也关注到了公司高管变动频繁，疫情冲击导致公司2020年业绩出现亏损，主要在建产能进度缓慢，应收账款和存货占用较多资金，存在一定债务压力，且需持续关注本期债券质押股份市值波动风险等风险因素。

未来展望

公司与国际大客户保持长期稳定的合作关系，且业务获现能力较强，财务风险相对可控。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年3月	2020年	2019年	2018年
总资产	21.66	20.90	20.92	17.80
归母所有者权益	8.35	8.09	8.91	8.25
总债务	8.16	7.61	7.86	5.17
营业收入	4.89	14.92	17.94	17.94
净利润	0.25	-0.33	0.48	0.92
经营活动现金流净额	1.11	2.89	1.05	0.53
销售毛利率	24.93%	26.66%	29.81%	31.60%
EBITDA 利润率	--	9.25%	10.57%	12.95%
总资产回报率	--	0.35%	5.03%	8.49%
资产负债率	61.60%	61.45%	57.54%	53.45%
净债务/EBITDA	--	1.65	2.00	1.82
EBITDA 利息保障倍数	--	3.52	5.86	10.69
总债务/总资本	49.53%	48.57%	46.96%	38.41%
FFO/净债务	--	24.77%	29.21%	34.99%
速动比率	0.84	0.80	0.81	0.55
现金短期债务比	1.25	1.16	0.84	0.38

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司坚持大客户战略，继续与国际大客户保持长期稳定的合作关系，且业务获现能力较强及 OBM 模式下的经销体系成熟稳定。**公司深耕不锈钢真空保温器皿的生产制造，积累了丰富的制造经验，不断重视产品质量管控，且持续推进大客户战略，继续与国际大客户保持了长期稳定的合作关系，加之大客户付款能力和速度较好，公司经营活动现金生成能力仍较强。此外，公司 OBM 业务销售渠道仍以商超和电商为主。
- **股票质押仍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 7,118.65 万股无限售流通股作为质押资产为本期债券提供质押担保（质押登记日为 2019 年 8 月 15 日）。截至 2021 年 6 月 20 日，该等股票市值（股票价格按前 30 个交易日的收盘价均价计算）为本期债券剩余本金和一年利息之和的 1.11 倍，且质押物流动性较好。

关注

- **公司高管变动仍频繁。**2020 年 9 月公司原 OBM 负责人陈启令先生离职，2021 年 4 月公司董事兼总裁郭峻峰先生离职，辞职后，均不再担任公司及下属子公司的任何职务。此外，2021 年 6 月公司聘任原独立董事吴子富先生为总裁。跟踪期内公司高管变动频繁，需关注上述事项对公司治理和经营的影响。
- **受疫情冲击，2020 年公司经营业绩出现亏损，仍面临较大的竞争压力。**公司产品销售仍以国际市场为主，且客户集中度仍较高，受疫情冲击及人民币汇率升值等因素的影响，2020 年公司营业收入同比有所下降，当年经营业绩出现亏损。此外，国内保温杯行业新生品牌不断涌现，公司国内市场仍面临较大的竞争压力。
- **公司主要在建产能进度缓慢。**截至 2021 年 3 月末，公司主要在建产能仍为本期债券募投项目，根据公司发布的公告，公司又将本期债券募投项目的建设期延长至 2022 年 12 月 31 日。
- **应收账款和存货仍占用公司较多资金，存在一定的债务压力。**截至 2020 年末，公司应收账款及存货规模仍较大，占用较多营运资金，且分别计提了部分信用减值损失和资产减值损失，需关注存货的积压及减值风险。截至 2021 年 3 月末，公司总债务规模较上年末进一步增长，仍以短期债务为主。
- **公司股价波动下行，需持续关注质押股份市值波动风险。**2020 年以来，公司存在为本期债券提供质押担保的股票市值在连续 30 个交易日内持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 120%。此外，2020 年 9 月以来，公司股票价格波动下行。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年8月发行5年期3.00亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目及偿还银行贷款。根据公司于2021年4月29日披露的《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司关于部分募集资金投资项目延期的公告》，受疫情影响，公司将本期债券募投项目建设完成期延长至2022年12月31日。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.10亿元。

三、发行主体概况

2020年公司通过定向增发方式向限制性股票激励对象共发行243.10万股股票，收到激励对象以货币资金缴纳出资额704.99万元，其中243.10万元计入股本、461.89万元计入资本公积。此外，2020年本期债券共转股18.55万股，增加股本18.55万元，同时增加资本公积90.39万元；2021年一季度本期债券转股3,330股，2021年3月末公司股本增至4.13亿元。

截至2021年3月末，公司股本为4.13亿元，自然人吕强持有公司股份19,732.77万股，占比47.78%，仍为公司控股股东及实际控制人，其中质押股份数合计7,118.65万股，占其持有公司股份总数的36.08%，占公司总股本的17.24%。此外，截至2021年3月末，吕强先生及其一致行动人持有公司股份24,462.45万股，占公司总股本的59.23%。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

项目	持股数量	持股比例	有限售条件流通股	质押股份
吕强	19,732.77	47.78%	14,820.58	7,118.65
吕丽珍	2,077.65	5.03%	1,558.24	0.00
欧阳波	1,384.38	3.35%	1,038.29	0.00
吕懿	692.55	1.68%	0.00	0.00
吕丽妃	575.10	1.39%	0.00	0.00
中央汇金资产管理有限责任公司	565.31	1.37%	0.00	0.00
黄兆敏	170.12	0.41%	0.00	0.00
林大春	166.16	0.40%	0.00	0.00
吴世义	147.00	0.36%	0.00	0.00
万鲁湘	136.51	0.33%	0.00	0.00
合计	25,647.54	62.10%	17,417.10	7,118.65

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。

资料来源：公司 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

2020年9月公司原OBM负责人陈启令先生离职；2021年4月公司董事兼总裁郭峻峰先生申请辞职，辞去公司总裁、董事及董事会战略委员会委员的职务，辞职后，均不再担任公司及下属子公司的任何职务。2021年6月公司聘任原独立董事吴子富先生为公司总裁。

2020年公司新增合并范围子公司共3家，不再纳入合并范围子公司共1家，详见表2。截至2020年末，纳入公司合并报表范围子公司共15家，具体如附录四所示。

表2 2020 公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
浙江印扑科技有限公司	51.00%	1,000	软件和信息技术服务业	新设
杭州迅鸟供应链管理有限公司	26.01%	100	批发业	新设
宁波氮氧供应链管理有限公司	30.60%	100	批发业	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
SIGG CARE Switzerland AG	100.00%	10.00 万瑞士法郎	其他	注销

资料来源：公司提供

四、运营环境

国际不锈钢真空保温器皿市场竞争格局相对成熟，而中国仍以代工为主，自主品牌效应较弱；受疫情冲击，2020年行业企业业绩承压，伴随疫情的有效防控，行业逐渐回暖

全球不锈钢真空保温器皿市场需求较大，国际竞争格局相对成熟。考虑到不同性别、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，且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，未来不锈钢真空保温器皿的市场容量仍较大。从市场竞争力来看，不锈钢真空器皿行业的国际竞争相对成熟稳定，主要集中在少数知名品牌商之间，诸如日本的“膳魔师、虎牌、象印”、美国的PMI、Yeti Coolers等，该等品牌市场认可度较高，产品附加值较大。

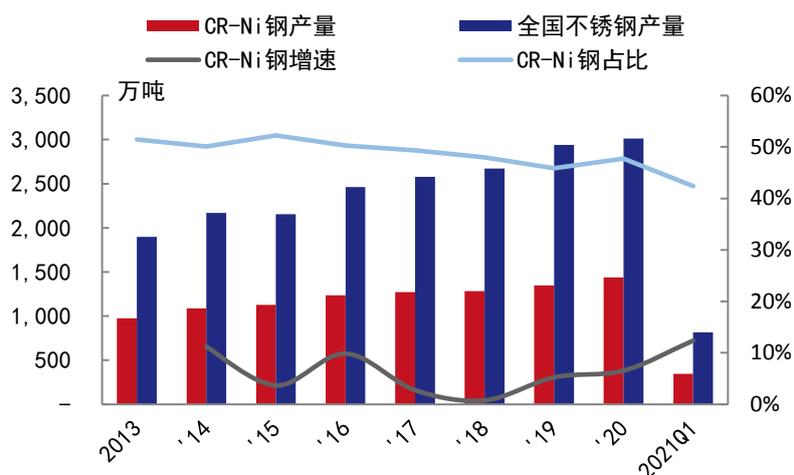
中国仍为不锈钢保温器皿的制造中心，以代工为主，自主品牌效应仍较弱。中国不锈钢真空保温器皿产业主要以客户制造服务OEM和自主品牌定制ODM模式的加工出口为主，随着产品制造技术、研发设计水平的快速提高，同时考虑到劳动力、土地等成本原因，保温杯的国际制造中心和采购中心逐步向中国转移。目前，我国自主品牌的研制能力仍偏弱，随着我国保温杯行业的优化升级，未来将逐步向提升产品精细化制造、研发设计和品牌影响力以提高产品附加值的方向发展。此外，国内保温杯行业新生品牌不断涌现，公司国内市场仍面临较大的竞争压力。

受疫情冲击，2020年行业供需疲软，企业业绩承压，伴随疫情的有效防控，行业逐渐回暖。受疫情影响，2020年初行业企业延迟复工，叠加海外疫情肆虐，导致行业企业面临较大的供应链风险，对企业业绩具有一定冲击，后续伴随疫情的有效防控，行业逐渐回暖。

2020年以来我国铬镍系不锈钢产量同比有所增长，继续为不锈钢真空保温器皿行业的发展提供重要保障，但需关注主要原材料镍价格上涨给行业企业带来的成本管控压力

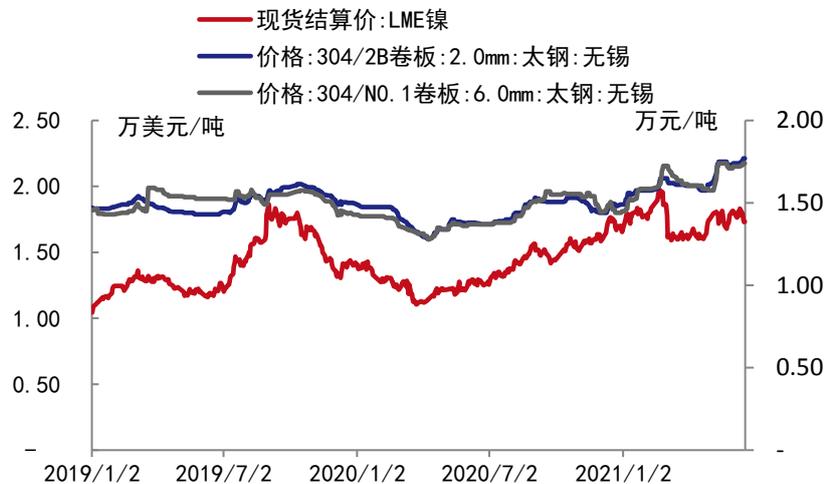
铬镍系不锈钢（300系）的成本占不锈钢真空保温器皿总成本的比重较大，其价格波动直接影响行业企业的盈利水平。2020年我国不锈钢产量为3,013.90万吨，同比增长2.51%，增速较上年有所下降，占全球不锈钢产量的59.22%，其中300系（Cr-Ni钢）产量为1,437.96万吨，同比增长6.56%，占全国不锈钢产量的比重为47.71%。2021年一季度我国不锈钢产量继续保持增长，增速有所提升，继续为不锈钢真空保温器皿行业的发展提供重要保障。不锈钢原料端的铬铁、镍铁属于高耗能、高排放行业，受“碳达峰、碳中和”政策影响较大，可能对不锈钢产量具有一定影响。

图1 2020年以来我国铬镍系不锈钢产量较丰富且继续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

镍是300系不锈钢（代表品种为304不锈钢）的最主要组成元素，其成本占比最高可达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。受疫情影响，2020年一季度LME镍现货结算价格波动下行，伴随疫情的有效防控及宏观政策利好等，2020年4月以来，LME镍现货结算价呈现增长态势，带动304不锈钢价格整体震荡上行。不锈钢真空保温器皿的原材料主要为304不锈钢卷板，LME镍现货结算价格呈上行趋势，给行业企业带来一定的成本管控压力。

图2 2020年4月以来304不锈钢价格企稳回升


注：时间区间为2019年1月1日至2021年6月18日，删除了为0的数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

中美贸易摩擦不断、人民币升值以及人力成本继续提升，对制造业企业盈利具有一定不利影响

疫情冲击下贸易保护主义仍在盛行，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。疫情冲击之下，一些国家仍奉行单边主义和保护主义。根据WTO最新《贸易限制和促进措施报告》，2020年世贸组织成员实施了256项与新冠疫情明确相关的贸易措施，均是与疫情出口限制相关的出口禁令。同期，世贸组织成员启动反倾销调查，占有贸易救济措施的80%左右，还有贸易保障措施和反补贴措施。2020年12月美国商务部以“违反美国国家安全或外交政策利益的行动”为由，将包括中国企业在内的77个实体列入“实体清单”，全年中国出口美国产品平均关税率高达19.3%。美国对中国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造成一定的不利影响。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。2020年公司营业收入中外销占比仍较大，外销市场主要集中于美国，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。

随着我国疫情的有效防控，复产复工提速，出口贸易显著增长，叠加美元指数走弱等，2020年7月美元兑人民币中间价均值为7.008，2021年6月1日至21日均值为6.4017，人民币不断升值。汇率的波动对出口企业盈利具有较大的影响，需持续关注人民币升值对公司收入及盈利的影响。

图3 2020年6月以来美元兑人民币整体波动下行


注：上图时间区间为2020年1月1日至2020年5月25日。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

人工成本是中小制造企业的关键成本，其高低对劳动力密集型制造业企业的生产、经营和管理等都具有直接的影响。2020年我国制造业企业就业人员平均工资同比继续增长，增速较上年小幅下降。未来我国劳动力成本上涨将对劳动力密集型的制造业企业盈利造成较大不利影响。

图4 2020年中国制造业企业人力成本继续增长，增速小幅下降


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产与销售，业务模式仍主要为OEM、ODM和

OBM¹。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”的销售模式进行国内市场自主品牌的销售。

从收入产品结构来看，受疫情冲击、人民币汇率升值等因素的影响，2020年公司不锈钢真空保温器皿销售收入同比有所下降，占同期营业收入的比重小幅降至82.77%，导致营业收入整体同比有所下降；毛利率同比小幅下降，主要系当年公司根据新收入准则将销售费用及运杂费调至营业成本及OBM去库存等所致，致使销售毛利率小幅下降。受益于海外市场强劲复苏，2021年一季度公司订单量大幅增长，实现营业收入同比增长104.94%，较2019年同期增长23.92%。公司主营产品还包括铝瓶、玻璃杯、塑料杯、不锈钢非真空器皿等，2020年和2021年1-3月上述产品收入合计占同期营业收入的比重分别为15.20%和10.30%。此外，公司其他业务主要为产品配件、紫砂杯、报废物料等的销售，规模仍较小。

从业务模式来看，公司不锈钢真空保温器皿仍以代工为主，2020年及2021年1-3月OEM业务收入占同期营业收入的比重分别为66.01%和72.51%。公司继续推进大客户战略，得益于较好的制造技术、研发设计及质量管控，公司与国际大客户合作紧密。因公司加大促销力度及盈利较好的电商渠道业绩下滑等，2020年公司OBM业务毛利率同比有所下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
营业收入合计	48,882.95	24.93%	149,193.87	26.66%	179,374.36	29.81%
1、按产品划分						
主营业务小计	47,933.08	24.44%	146,161.96	26.56%	175,943.30	29.83%
其中：不锈钢真空保温器皿	42,898.31	23.95%	123,481.69	25.60%	157,178.19	29.56%
铝瓶	2,627.77	39.29%	12,047.61	45.31%	7,096.99	57.88%
玻璃杯	420.30	22.44%	2,219.69	8.02%	3,322.72	18.65%
其他	640.69	9.61%	2,565.50	14.15%	1,748.05	12.39%
塑料杯	801.39	22.28%	4,802.92	21.58%	5,250.08	17.29%
不锈钢非真空器皿	544.61	13.66%	1,044.54	16.98%	1,347.26	12.39%
其他业务	949.87	49.55%	3,031.91	31.36%	3,431.07	29.04%
2、按业务模式划分						
OEM	35,443.01	25.94%	98,475.50	29.11%	119,095.34	28.24%
OBM	8,811.13	20.33%	36,285.09	22.23%	41,843.27	38.35%
ODM	3,678.94	19.82%	11,401.37	18.29%	15,004.68	20.57%
其他业务	949.87	49.55%	3,031.91	31.36%	3,431.07	29.04%

¹OEM 指由品牌商提出产品的结构、外观、工艺要求，生产商按要求进行生产，产品由品牌商销售；ODM 指即原始设备制造，由品牌商提出产品的结构、外观、工艺要求，生产商按要求进行生产，产品由品牌商销售；OBM 指生产商自行设计、开发、生产自有品牌的产品，产品由生产商自行销售。

注：上表中部分数据之和与合计数存在略微的差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供

公司深耕不锈钢真空保温器皿的生产制造，积累了丰富的经验，产品质量管控较好，坚持大客户战略，继续与国际大客户保持长期稳定的合作关系

公司从业年限较长，产销规模较大，为国际保温杯知名品牌商合作生产厂家，制造技术及研发设计具有一定优势。公司主导及参与了《不锈钢真空烤瓷保温杯》、《不锈钢真空焖烧罐》、《不锈钢真空旅行壶》等多项国家标准、行业标准、团体标准的制修订工作。

公司重视研发能力提升和产品力打造，以市场为导向，以“轻量化、智能化、健康化、定制化”为产品研发方向，持续加大对新产品、新材料、新技术的研发投入，进一步拓展产品线，2020年累计投入研发费用0.81亿元，同比增长20.25%。公司共申请发明专利16项、实用新型专利19项、外观专利37项，获得33项实用新型专利及35项外观专利的授权，其中14项发明专利进入实审阶段、2项发明专利进入办登阶段。2020年6月哈尔斯智能保温杯成功入选华为智选产品，并有多款产品进入立项研发阶段，有利于提升公司品牌的曝光率和知名度。

此外，公司重视产品质量管控，持续完善质量管理体系和认证实验室管理体系，已通过ISO9001质量管理体系、ISO14001环境管理体系和GB/T28001职业健康安全管理体系等的认证，产品良品率和一次合格率表现仍较好，且持续推进大客户战略，有助于公司与国际大客户保持长期稳定的合作关系，促使国际大客户订单量增加。经过多年国际市场的拓展，公司拥有较为稳定的客户群体，如Yeti Coolers、PMI等，且与该等客户进行了深入的合作。

受疫情冲击，2020年公司经营业绩出现亏损；公司产品销售仍以国际市场为主，且美澳区占比较大，客户集中度仍较高

公司OEM和ODM业务客户主要为国际不锈钢真空器皿品牌商；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。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与客户建立关系；OBM业务的主要销售渠道包括商超、电商、礼品等。

销售模式方面，公司OEM和ODM业务均为直销模式，OBM业务²则采用“经销为主，直销为辅”的模式，经销模式为买断式销售。公司国际市场坚持推进“大客户策略”，以CMF为支撑开展个性化定制业务，从单品类服务逐步升级为全资源整合，为客户提供全方位增值服务。公司通过与核心经销商签订战略合作协议，进行区域市场和销售服务的深度开发，营销策略将逐渐向为消费者提供更加全方位、一站式综合服务的方向转变。货款结算方面，对于海外客户，公司通常会要求客户预付部分货款，余款

² 子公司 SIGG Switzerland Bottles AG（以下简称“SIGG 瑞士公司”）生产的铝瓶的销售模式为直销、企业礼品业务销售、分销、线上销售等，SIGG 瑞士公司在德国、瑞士、奥地利和英国四个国家进行直接销售，其余国家和地区通过分销商销售，共有 5,000 多个直销终端。

将在客户收到货运提单后支付，对于长期合作的优质客户，公司也会给予客户1-3个月的信用期；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予对方一定的信用额度，年末与其结清全年的销售款项。2020年末公司预收货款合计0.29亿元，较上年末略有下降。

受疫情冲击及人民币汇率升值等因素的影响，2020年公司营业收入同比下降16.83%，当年经营业绩出现亏损。伴随疫情的有效防控及海外市场强劲复苏，2021年一季度公司新增大额订单，营业收入同比增长104.94%，但疫情反复，仍需关注疫情对公司业绩的影响。公司产品销售仍以国际市场为主，2020年和2021年1-3月国际市场销售收入占主营业务收入的比重分别为80.04%和86.24%，其中美澳区销售收入占主营业务收入的比重均超过64%。公司境外产品销售主要以美元计价和结算，2020年和2021年1-3月汇兑损失分别为2,595.60万元和104.57万元。截至2021年4月末，公司OEM业务在手订单金额为8,040万美元。

表4 按区域划分公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国际市场	41,337.12	86.24%	116,994.02	80.04%	142,506.55	81.00%
其中：美澳区	35,223.54	73.48%	94,509.19	64.66%	115,688.85	65.75%
欧洲区	4,505.49	9.40%	15,817.53	10.82%	23,017.75	13.08%
西亚印非区	435.02	0.91%	1,073.70	0.73%	2,328.97	1.32%
亚洲区	1,173.07	2.45%	5,593.60	3.83%	1,470.99	0.84%
国内市场	6,595.96	13.76%	29,167.94	19.96%	33,436.74	19.00%
合计	47,933.08	100.00%	146,161.96	100.00%	175,943.30	100.00%

注：1) 上表中亚洲区不包含国内市场；2) 2019年国际市场与国内销售收入之和与合计数存在的细微差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供

公司保温杯生产制造经验丰富，产品质量管控及研发技术均较好，与国际大客户合作紧密，2020年和2021年1-3月公司国际业务前五大客户销售金额合计占同期营业收入的比重分别为58.12%和67.24%，客户销售集中度仍较高。2020年和2021年1-3月公司前两大客户销售额合计占营业收入的比重分别为46.38%和55.22%，其中对第一大客户的销售收入占比在31%以上，对第一大客户依赖性较大，或对公司经营业绩及财务造成一定影响。

公司OBM模式下的经销体系成熟稳定，受疫情冲击，2020年国内自主品牌经营业绩继续下降，且仍面临较大的竞争压力

目前公司拥有的自主品牌主要有“SIGG”、“HAERS”、“NONOO”、“SANTECO”等，主要定位于中高端市场，但与国际知名品牌相比，品牌效应仍不明显。公司国内市场销售的产品主要为自主

品牌，销售渠道仍以商超和电商为主，2020年和2021年1-3月上述模式销售收入合计占国内市场销售收入的比重均在81%以上。受疫情冲击商超的客流减少及电商渠道拓展不及预期等，2020年公司国内自主品牌销售收入同比有所下降。

表5 公司国内销售渠道分布情况（单位：万元）

渠道	2021年1-3月		2020年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商超	2,907.36	44.08%	14,055.65	48.19%	14,536.81	43.48%
电商	2,689.94	40.78%	9,814.55	33.65%	12,696.10	37.97%
礼品	998.65	15.14%	5,251.22	18.00%	5,842.19	17.47%
电视购物	0.00	0.00%	46.52	0.16%	361.64	1.08%
合计	6,595.96	100.00%	29,167.94	100.00%	33,436.74	100.00%

注：2021年一季度个渠道销售收入之和与合计数存在略微的差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司持续对国内市场的销售渠道、销售策略、产品策略、品牌推广策略等进行了全面梳理及优化。截至2021年3月末，公司已形成了226家传统渠道经销商、143家特殊渠道经销商、105家现代渠道经销商、16家电商渠道经销商。但因国内产能供应不足、渠道销售不及预期及疫情冲击等，2020年公司国内主要渠道销售收入有所下降。

2020年3月公司完成哈尔斯华为Hi-link知暖智能保温杯首发；2020年6月哈尔斯智能保温杯成功入选华为智选产品，并有多款产品进入立项研发阶段。随着公司积极推进市场渠道的拓展，加强自主品牌建设，自主品牌市场未来增长潜力仍较大，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。

公司不锈钢材料采购成本占比仍较大，需持续关注其价格波动对盈利的影响；公司原材料供应体系仍较稳定，原材料采购仍具有一定账期，有利于缓解部分营运资金压力

近年公司生产所需的原材料占营业成本的比重保持在60%以上，主要为钢件及不锈钢杯体、不锈钢卷板等，该等原材料仍主要依靠外购，受疫情冲击，2020年公司部分订单被推迟或取消、且新增订单减少，导致主要原材料采购下降。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为304不锈钢，伴随国内疫情的有效防控，304不锈钢价格整体震荡上行，对公司盈利或造成一定不利影响。

表6 公司主要原材料采购金额及占比情况（单位：万元）

渠道	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
钢件及不锈钢杯体	8,210.93	35.41%	25,565.59	34.89%	33,437.98	34.74%
不锈钢卷板	5,452.13	23.51%	15,590.52	21.28%	23,780.23	24.71%
合计	13,663.06	58.92%	41,156.11	56.17%	57,218.21	59.45%

注：1) 占比为占当期直接原材料采购总额的比重；2) 由于产能不足同时考虑成本效益等因素，公司向供应商采购钢件、不锈钢杯体等半成品。

资料来源：公司提供

公司生产所需的不锈钢卷板仍主要是向浦项（张家港）不锈钢股份有限公司等供应商采购；钢件及不锈钢杯体等的采购主要在永康本地进行。2020年及2021年1-3月公司前五大供应商采购金额合计占当期采购总额的比重分别为30.17%和41.61%，其中第一大供应商仍较稳定，整体采购集中度略有下降。

原材料采购结算方面，公司原材料仍采用货到后付款方式进行结算，账期为2-3个月，付款方式为现汇、银行承兑汇票（6个月）、建行E信通（3个月）。公司支付货款具有一定账期，有利于降低公司的营运资金压力。

受疫情影响，公司放缓了对本期债券募投项目的建设进度，主要在建产能进度缓慢

目前，公司不锈钢真空保温器皿生产基地仍为永康和临安两处生产基地。跟踪期内，公司不锈钢真空保温器皿产能利用率、产销率均超过100%，生产线处于满负荷运行状态。得益于Yeti Coolers、PMI等国际大客户订单量较大，公司不锈钢真空保温器皿产能仍处于饱和状态，部分订单通过对外采购来完成，需关注外协产品的质量。

表7 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	2021年3月	2020年	2019年
产能	2,930.00	2,930.00	2,930.00
产量	1,067.94	3,319.90	4,184.1
销量	1,282.98	3,906.83	4,165.28
产能利用率	145.79%	113.31%	142.80%
产销率	120.14%	117.68%	99.55%

注：1) 2021年1-3月产能利用率=2021年1-3月产量×4÷全年产能；2) 公司产能利用率超过100%，主要原因是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

为解决产能瓶颈问题，公司投资建设临安生产基地，该基地已于2017年9月建成使用，预计全部达产后将形成800万只高端杯、300万只智能杯以及1,200万只塑料杯的生产能力。其中，“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”系本期债券募投项目，也是公司主要在建产能。本期债券募投项目已于2016年开工建设，原计划分两期进行，第一期3年，第二期2年，预计于2020年完工。2020年公司将本期债券募投项目的部分产能转移至永康生产基地，且建设期延长至2021年12月31日。根据公司于2021年4月29日披露的《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司关于部分募集资金投资项目延期的公告》，受疫情影响，2020年公司放缓了对本期债券募投项目的建设进度，公司又将本期债券募投项目的建设期延长至2022年12月31日。截至2021年3月末，本期债券募投项目计划总投资56,604.73万元，实际累计已投资9,232.01万元，占计划总投资的16.31%，项目进度缓慢。

六、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2019年和2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增合并范围子公司共3家，不再纳入合并范围子公司共1家，详见表2。

资产结构与质量

公司资产总额小幅波动，应收账款和存货占用较多营运资金

跟踪期内，公司资产总额小幅波动，仍以流动资产为主。2020年末公司货币资金同比有所增长，年末使用受限货币资金合计0.62亿元，主要系受限的定期存款。伴随业务回款，2020年末公司应收账款同比下降32.49%。受疫情冲击及2019年OBM业务备货增加等，2020年末公司存货同比小幅增长，可能存在一定的库存积压和跌价风险。2020年末和2021年3月末公司应收账款和存货合计占总资产的比重在27%左右，占用公司较多营运资金。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.96	27.51%	5.88	28.15%	5.00	23.91%
应收账款	1.42	6.55%	1.29	6.19%	1.92	9.16%
存货	4.35	20.07%	4.38	20.94%	4.21	20.13%
流动资产合计	12.96	59.86%	12.46	59.60%	11.91	56.93%
长期股权投资	0.51	2.35%	0.51	2.46%	0.52	2.50%
固定资产	6.37	29.40%	6.36	30.42%	6.90	32.98%
在建工程	0.24	1.12%	0.23	1.11%	0.09	0.41%
无形资产	0.91	4.21%	0.94	4.49%	0.98	4.70%
非流动资产合计	8.69	40.14%	8.44	40.40%	9.01	43.07%
资产总计	21.66	100.00%	20.90	100.00%	20.92	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司长期股权投资账面价值较稳定，仍系对联营企业汉华数字饮水器具科技（深圳）有限公司等的投资。2020年公司权益法核算的长期股权投资损失104.59万元。因房屋建筑物计提折旧等相对较大，2020年末公司固定资产同比小幅下降，其中子公司安徽省哈尔斯玻璃器皿有限公司价值538.42万元厂房的产权证明尚未办妥。伴随临安生产基地设备安装增加，2020年末公司在建工程同比增长169.62%，随着生产线的持续投入并达产，未来公司产能有望实现进一步增长，同时需关注新增产能消化情况。2020年末公司无形资产同比略有下降，仍主要由土地使用权和商标权构成，其中账面价值90.48万元的土地

的产权证尚未办理。

盈利能力

受疫情等因素影响，2020年公司营业收入下滑明显，当期存货及商誉减值规模较大导致全年亏损；期间费用率居高不下对盈利形成侵蚀

受疫情冲击，2020年公司收入占比较大的不锈钢真空保温器皿销售收入同比有所下降，导致营业收入整体同比有所下降；业务毛利率同比也小幅下降，主要系当年公司根据新收入准则将销售费用及运杂费调至营业成本及人民币汇率升值等所致，致使销售毛利率同比小幅下降。2020年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降，整体盈利能力减弱。伴随公司加大对库存商品的处置力度，促销费用增加，2020年销售费用仍较高；公司以市场为导向，持续加大对新产品、新材料、新技术研发投入，进而导致2020年研发费用同比有所加大。公司库存商品较多，2020年计提存货跌价损失大幅增加，且公司对SIGG瑞士公司计提商誉减值损失0.12亿元。此外，公司收入主要来源于国际市场，且主要以美元进行结算，2020年和2020年1-3月汇兑损失分别为2,595.60万元和104.57万元，需关注人民币升值对公司盈利的影响。受上述因素综合影响，2020年公司营业利润、利润总额及净利润均出现亏损。受益于海外市场强劲复苏，2021年一季度公司业绩大幅好转，但仍需关注疫情的反复对业绩的影响。

本期债券募投项目——“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”总投资规模较大，且进度缓慢，新增产能如不能完全被消化，将对公司盈利或造成较大影响。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）

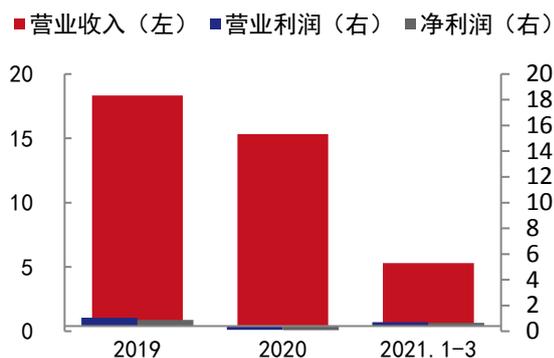
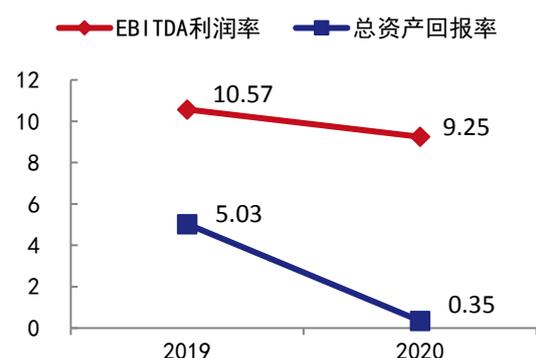


图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

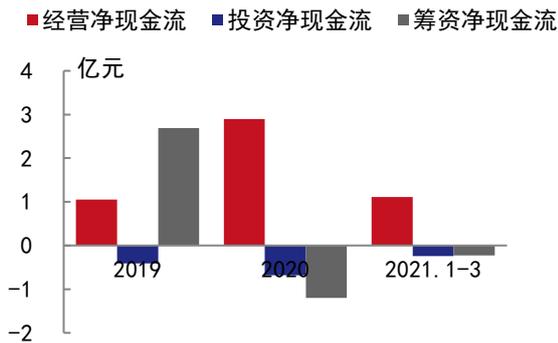
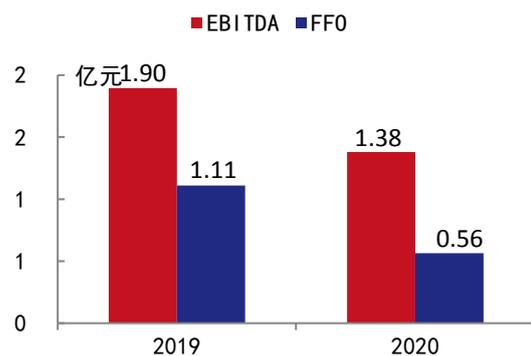
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司业务获现能力仍较强，产能扩张所需资金仍较依赖外部融资

公司主要客户为国际知名品牌商，付款能力和速度仍较好，经营活动现金生成能力较强，2020 年及 2021 年一季度经营活动现金流均表现为净流入。因 2020 年公司亏损，当年 EBITDA 及 FFO 均有所下降。

投资活动方面，为满足经营发展需要，公司投资建设临安基地生产线、购置设备等，导致投资活动产生的现金持续净流出。筹资活动方面，2020年公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款，因偿还大额到期债务，当年筹资活动现金流表现为净流出。未来随着临安和永康基地生产线的不断扩建，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。

图 7 公司现金流结构

图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


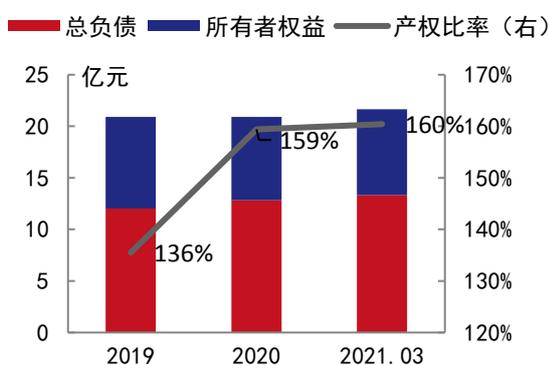
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

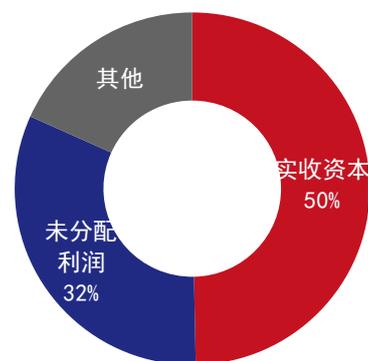
资本结构与偿债能力

2021年3月末公司总债务规模有所增长，短期债务占比较高，存在一定债务压力

因银行借款增加及原材料采购付款方式调整使得款项支付期有所延长等，2020年末公司总负债同比有所增长，产权比率也有所上涨，所有者权益对负债的覆盖程度持续减弱。

图 9 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 10 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司债务期限结构偏短期。因原材料采购、经营周转等对资金需求不断增加，2020 年末公司短期借款同比有所增长，借款利率区间主要为 3.6%-3.92%。应付账款主要系应付原材料

采购款，2020 年公司改变原材料采购的付款方式，付款周期适当延长，使得 2020 年末应付账款余额同比有所增长。2020 年末及 2021 年 3 月末公司非流动负债主要为本期债券。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.59	34.44%	4.80	37.34%	4.50	37.38%
应付账款	3.76	28.19%	3.81	29.64%	3.03	25.15%
流动负债合计	10.30	77.23%	10.10	78.60%	9.49	78.82%
应付债券	2.68	20.09%	2.64	20.57%	2.47	20.54%
非流动负债合计	3.04	22.77%	2.75	21.40%	2.55	21.18%
负债合计	13.34	100.00%	12.84	100.00%	12.04	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司总债务规模为8.16亿元，较2020年末增长7.27%，占总负债的比重为61.18%，仍以短期债务为主，且公司股价2020年9月以来波动下行，可能存在触发债券回售风险。

图 11 公司债务占负债比重

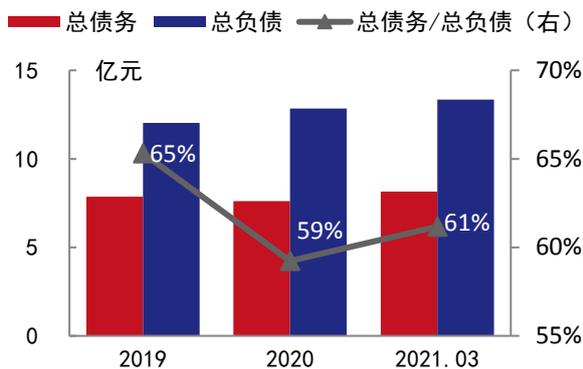
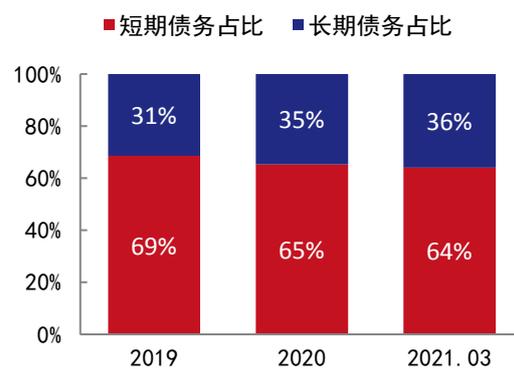


图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司资产负债率持续提升，整体债务水平较高。2020 年公司经营业绩亏损导致 EBITDA 同比大幅下降，导致 EBITDA 利息保障倍数有所下降，净债务/EBITDA 仍较高，存在一定债务压力。

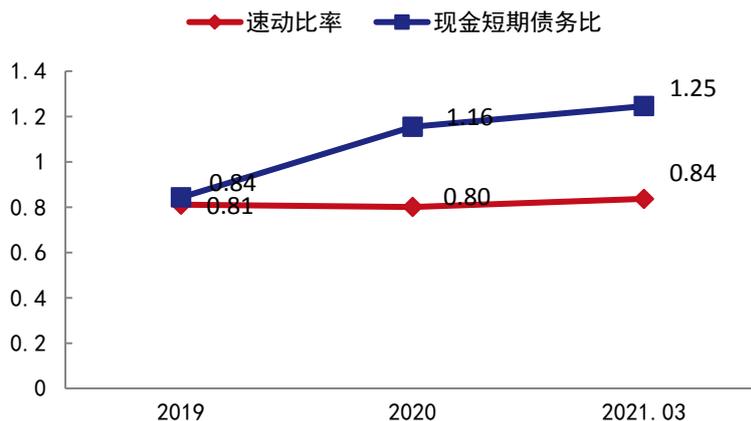
表10 公司杠杆状况指标

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	61.60%	61.45%	57.54%
净债务/EBITDA	--	1.65	2.00
EBITDA 利息保障倍数	--	3.52	5.86
总债务/总资本	49.53%	48.57%	46.96%
FFO/净债务	--	24.77%	29.21%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司资产以货币资金、库存商品等流动资产为主，速动比率在0.8左右，对流动负债的保障偏弱。公司现金短期债务比进一步提升，实际短期偿债能力有所增强。公司为A股上市公司，资本市场融资渠道通畅，且2020年末银行可用授信额度为9.3亿元，具备一定的融资弹性。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月21日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具（中长期借款、短期借款、银行承兑汇票及银行保函）均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

控股股东及实际控制人以其合法拥有的部分公司股份为本期债券提供质押担保，仍能为本期债券提供一定的风险缓冲，同时需关注该等质押股票价格的波动风险

公司控股股东及实际控制人吕强以其合法拥有的部分公司股份作为质押资产为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。

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%。

根据中国证券登记结算有限公司于2019年8月16日出具的《证券质押登记证明》，吕强质押的其合法拥有的公司股份数量为7,118.65万股（质押登记日为2019年8月15日），为无限售流通股。截至2021年6月20日，该等股票市值（股票价格按前30个交易日的收盘价均价计算）为本期债券剩余本金和一年利息之和的1.11倍，且质押物流动性较好，仍能为本期债券提供一定的风险缓冲。但值得注意的是，2020年以来，公司存在为本期债券提供质押担保的股票市值在连续30个交易日内持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%的情形；受资本市场价格波动及经营业绩等因素的影响，2020年9月以来，公司股价波动下行，需关注质押股份市值波动风险。

综合来看，本期债券质押物流动性较好，仍能提供一定的风险缓冲，但需关注该等质押物市值受股票市场及公司经营业绩波动等因素的影响。

九、结论

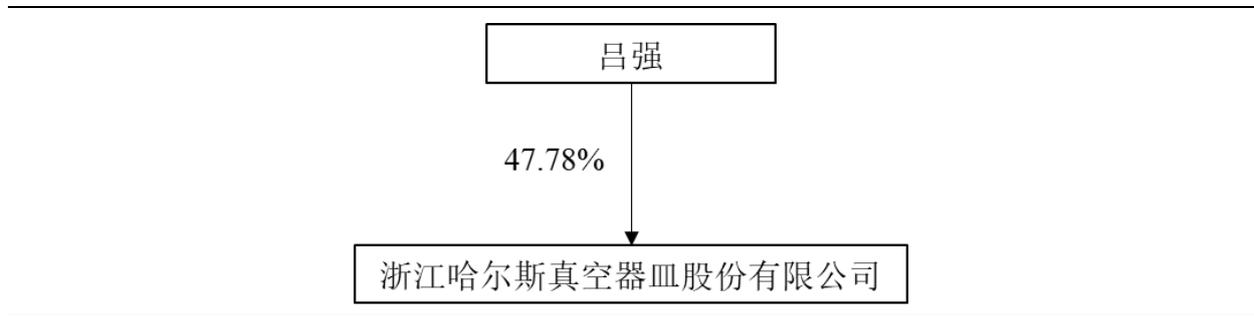
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	5.96	5.88	5.00	1.38
存货	4.35	4.38	4.21	3.88
流动资产合计	12.96	12.46	11.91	8.25
固定资产	6.37	6.36	6.90	7.04
非流动资产合计	8.69	8.44	9.01	9.56
资产总计	21.66	20.90	20.92	17.80
短期借款	4.59	4.80	4.50	3.40
应付账款	3.76	3.81	3.03	3.12
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.89	0.30
流动负债合计	10.30	10.10	9.49	8.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	1.47
应付债券	2.68	2.64	2.47	0.00
非流动负债合计	3.04	2.75	2.55	1.50
负债合计	13.34	12.84	12.04	9.52
总债务	8.16	7.61	7.86	5.17
归属于母公司的所有者权益	8.35	8.09	8.91	8.25
营业收入	4.89	14.92	17.94	17.94
净利润	0.25	-0.33	0.48	0.92
经营活动产生的现金流量净额	1.11	2.89	1.05	0.53
投资活动产生的现金流量净额	-0.24	-0.68	-0.41	-1.43
筹资活动产生的现金流量净额	-0.23	-1.20	2.69	-0.35
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	24.93%	26.66%	29.81%	31.60%
EBITDA 利润率	--	9.25%	10.57%	12.95%
总资产回报率	--	0.35%	5.03%	8.49%
产权比率	160.42%	159.41%	135.51%	114.83%
资产负债率	61.60%	61.45%	57.54%	53.45%
净债务/EBITDA	--	1.65	2.00	1.82
EBITDA 利息保障倍数	--	3.52	5.86	10.69
总债务/总资本	49.53%	48.57%	46.96%	38.41%
FFO/净债务	--	24.77%	29.21%	34.99%
速动比率	0.84	0.80	0.81	0.55
现金短期债务比	1.25	1.16	0.84	0.38

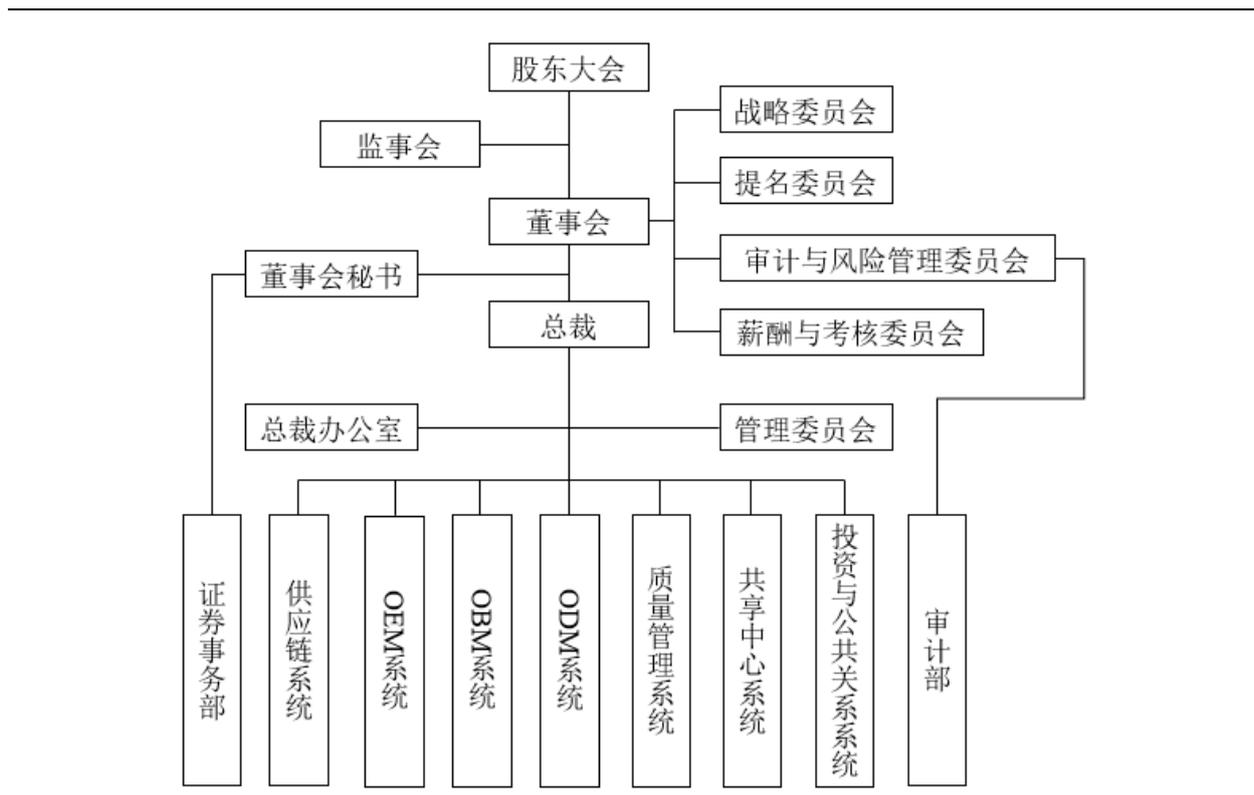
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
杭州哈尔斯实业有限公司	34,900.00	100.00%	制造业
希格户外运动投资有限公司	5,001.00	100.00%	商务服务业
希格户外休闲运动用品有限公司	5,001.00	100.00%	文化体育业
浙江哈尔斯贸易有限公司	5,000.00	100.00%	贸易
安徽省哈尔斯玻璃器皿有限公司	2,000.00	80.00%	制造业
浙江氮氧品牌管理有限公司	2,000.00	51.00%	商务服务业
哈尔斯（深圳）智能数字化饮水器具有限公司	1,538.47	77.25%	制造业
浙江强远数控机床有限公司	1,000.00	70.00%	制造业
浙江印扑科技有限公司	1,000.00	51.00%	软件和信息技术服务业
杭州迅鸟供应链管理有限公司	100	26.01%	批发业
宁波氮氧供应链管理有限公司	100	30.60%	批发业
SIGG Switzerland Bottles AG	890.00 万瑞士法郎	100.00%	制造业
SIGG Holding Switzerland AG In Grundung	10.00 万瑞士法郎	100.00%	其他
SIGG Deutschland GmbH	2.50 万欧元	100.00%	制造业
哈尔斯（香港）有限公司	1.00 万港币	100.00%	其他

注：浙江氮氧品牌管理有限公司原名为浙江氮氧家居有限公司，已于 2020 年 8 月变更为现名。

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，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。