

2012 年伟星集团有限公司
公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第【804】号 01

增信方式: 银行流动性支持

债券剩余规模: 5 亿元

债券到期日期: 2019 年 10 月 23 日

债券偿还方式: 本期债券一次还本, 附第 4 年末公司上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权

分析师

姓名: 田珊 刘书芸

电话: 021-51035670

邮箱: tiansh@pyrating.cn

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

2012 年伟星集团有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 06 月 26 日	2016 年 06 月 27 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对伟星集团有限公司 (以下简称“伟星集团”或“公司”) 及其 2012 年 10 月 23 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持 AA+, 发行主体长期信用等级维持 AA, 评级展望维持稳定。该评级结果是考虑到公司经营回款较为及时, 经营活动现金流表现较好; 主营业务收入继续增长, 盈利能力较强, 经营较为稳定; 业务多元化程度较高, 有利于分散经营风险; 银行提供的流动性支持为本期债券的偿还提供了进一步保障。同时我们也关注到了公司房地产项目主要集中在临海地区, 未来销售情况存在不确定性; 其他应收款规模较大, 需关注其回收风险与对营运资金的占用以及对外担保金额较大, 存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 公司经营回款较为及时, 经营活动现金流表现较好。2016 年公司收现比为 1.07, 经营回款较为及时; 经营活动产生的现金流表现为净流入, 规模达到 25.49 亿元, 经营活动现金流表现较好。
- 公司主营业务收入继续增长, 盈利能力较强, 经营较为稳定。2016 年, 得益于服装辅料、建材与房地产销售收入增加的贡献, 公司主营业务收入为 95.84 亿元, 同比增长 36.05%; 主营业务毛利率增至 34.78%, 盈利能力较强, 经营较为稳定。
- 公司业务多元化程度较高, 有利于分散经营风险。2016 年度, 公司经营业务涉及服装辅料、新型建材、房地产、批发贸易、水电发电、北斗导航以及工程施工领

域，业务多元化程度较高，有利于分散经营风险。

- **银行提供的流动性支持为本期债券的偿还提供了进一步保障。** 公司与中国工商银行股份有限公司台州分行签订的《流动性贷款支持协议》为本期债券的偿还提供了进一步保障，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司房地产项目主要集中在临海地区，未来销售情况存在不确定性。** 截至 2016 年底，公司开发的房地产目前主要集中在临海地区，2016 年国内房地产政策收紧以及购房透支效应将逐步显现，公司房产项目未来销售情况存在不确定性。
- **公司其他应收款规模较大，需关注其回收风险与对营运资金的占用。** 截至 2016 年底，公司其他应收款规模达到 19.34 亿元，考虑到其他应收款应收对象集中在房地产领域，面临一定的回收风险，且回收期限不确定，会对营运资金形成占用。
- **公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。** 截至 2016 年底，公司对外担保合计金额为 22.98 亿元，占所有者权益的比重 30.19%，规模较大，考虑到其对外担保的对象均为民营企业，且无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,670,064.03	1,447,059.98	1,256,885.06
归属母公司所有者权益（万元）	301,004.61	236,476.27	176,908.73
有息负债（万元）	331,605.00	351,030.00	361,700.00
资产负债率	54.42%	60.42%	61.49%
流动比率	1.59	1.48	1.32
速动比率	0.86	0.68	0.60
营业收入（万元）	977,964.10	724,632.54	618,363.84
利润总额（万元）	174,916.71	82,720.61	55,994.46
综合毛利率	35.63%	32.35%	29.52%
总资产回报率	12.50%	7.68%	6.44%
EBITDA（万元）	223,240.49	129,754.18	102,027.17
EBITDA 利息保障倍数	4.97	3.57	2.67
经营活动净现金流（万元）	254,931.19	113,116.97	63,161.78

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理。

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2012]3178号文件核准，2012年10月23日，公司公开发行人公司债券募集资金总额5亿元。截至2017年5月31日，募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016年度，公司注册资本与实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，实际控制人仍为自然人章卡鹏和张三云（已签署一致行动人协议），主营业务仍为服装辅料生产销售、建筑材料制造和加工与房地产经营等，新增北斗导航业务。2016年公司合并范围新增子公司伟星实业（孟加拉）有限公司与北京中捷时代航空科技有限公司，详情见表1，通过股权转让方式处理杭州隆盛典当有限公司与宁波隆昌典当有限公司。

表 1 2016 年度公司合并范围新增子公司（单位：万元）

公司	持股比例	注册资本	经营业务范围
伟星实业（孟加拉）有限公司	100%	500 美元	拉链与钮扣等服装辅料生产与销售
北京中捷时代航空科技有限公司	51%	1,000 万元	北斗卫星导航系统的开发、生产与销售

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为167.01亿元，归属母公司的所有者权益为30.10亿元，资产负债率为54.42%；2016年度，公司实现营业收入97.80亿元，利润总额17.49亿元，经营活动现金净流入25.49亿元。

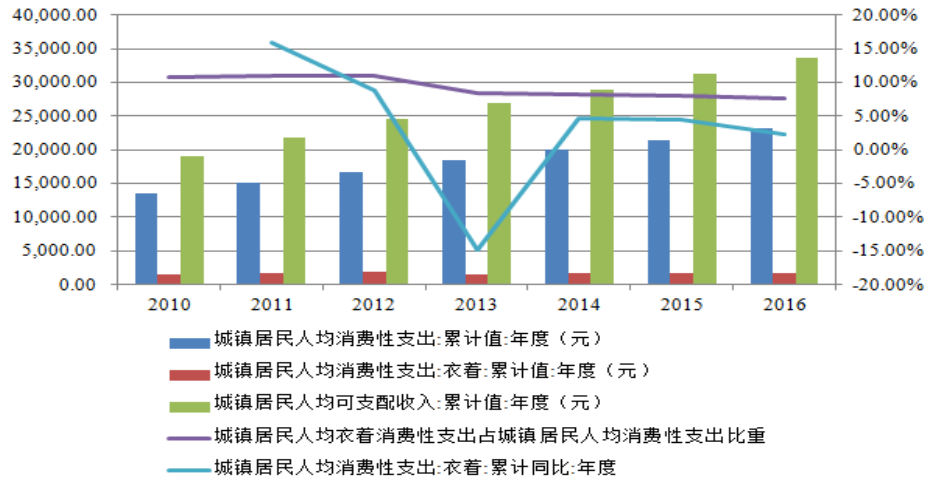
三、运营环境

限额以上服装行业消费总额继续增加，但服装消费占居民消费支出比重继续小幅下滑，且人均服装消费总额增速进一步放缓

据国家统计局统计数据显示，2016年我国户籍人口城镇户率达到了41.2%，常住人口城镇化率达到了57.35%。相较于2012年提高了5.9%和4.75%。城镇居民人均可支配收入与人均消费性支出稳步增长，2016年我国城镇居民人均可支配收入为33,616元，较上年同期增加7.8%，城镇居民人均消费性支出为23,079元，较上年同期增长7.9%。随着居民收入水平的提高，服装消费需求也随之增长，但受居民消费结构中居住、医疗等支出占比逐年增大影响，2012年以来我国城镇居民人均衣着消费性支出占城镇居民人均消费性支出比重继续下滑，2016年我国城镇居民人均衣着消费性支出占城镇居民人均消费性支出比重为7.53%，

较上年同期下滑了0.42个百分点。

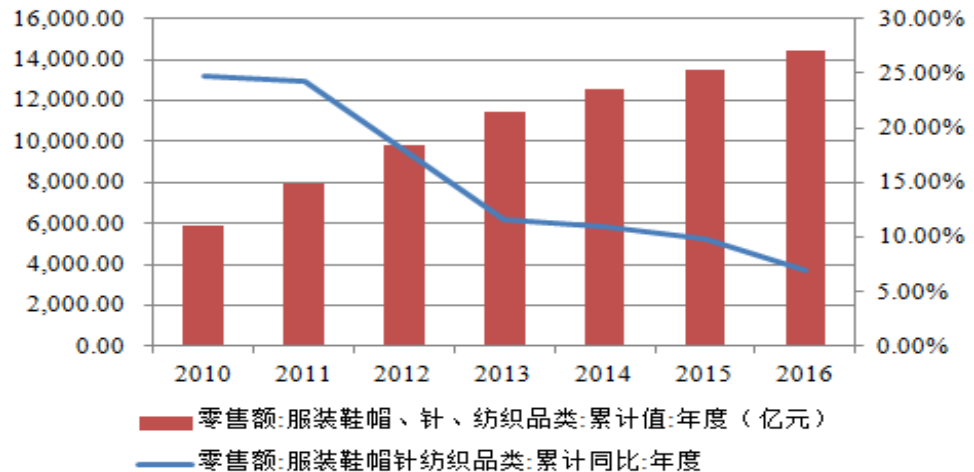
图1 我国城镇居民家庭人均可支配收入、支出与服装消费占比情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

近年我国服装行业销售额相应增长，但增速逐步放缓。根据Wind资讯数据，2010-2016年，我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额从5,874.20亿元增长到14,433.00亿元，复合增长率为16.16%，但受宏观经济形势低迷及居民衣着消费占比下降影响，零售总额增速放缓，2016年我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长7.00%，较上年同期下滑2.80个百分点。同时根据国家统计局数据，2016年服装类商品零售额累计10,218亿元，同比增长6.8%，但增速比2015年回落2.5个百分点。

图2 我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额及增速情况



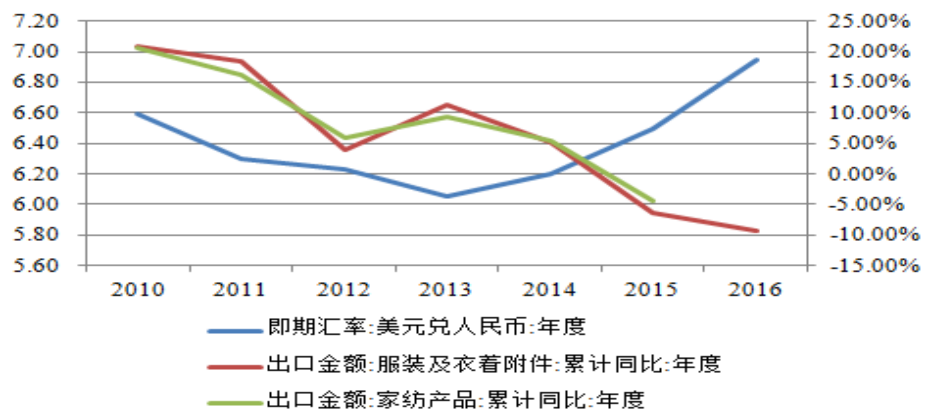
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

服装及衣着附件出口额继续下滑，但服装贸易中部分新兴市场出口实现增长

截至2016年底，人民币兑美元汇率为6.95，创六年来新低，理论上人民币持续贬值为

我国服装出口企业提供了一定良好外部条件。但相对于人民币而言，东南亚国家货币贬值幅度更大，加之其劳动力等成本更为廉价，此外，相关企业在签订出口订单时，会考虑人民币贬值因素而压低价格，因而，汇率下降对刺激我国纺织品服装出口增长作用十分有限。2015年3月以来我国服装出口形势不甚乐观，从图3可以看出，2015年3月以来服装及衣着附件出口金额一直处于负增长状态且出口金额不断下滑，2016年服装及衣着附件出口金额为1,578.19亿元，同比下降9.40%，降幅较2015年扩大3个百分点。家纺产品出口额增速自2013年以来逐年放缓且已呈负增长，中国海关最新统计数据显示，2016年1-9月我国家纺产品累计出口286.14亿美元，同比下降4.49%。其中对美欧日市场累计出口145.94亿美元，同比下降2.74%；对其它市场累计出口140.20亿美元，同比下降6.24%。

图3 近年来我国人民币汇率及服装衣着附件、家纺产品出口增速情况



资料来源: Wind资讯及全球纺织网, 鹏元整理

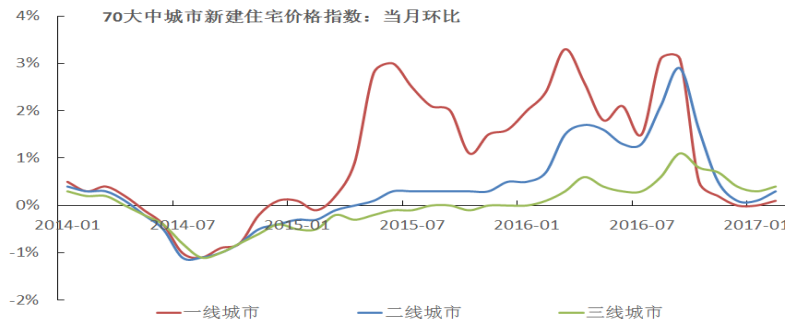
受“一带一路”战略实施和中非合作发展深化的影响，我国对部分新兴市场出口实现快速增长，新的出口市场正在开拓和培育。2016年1-6月，我国对俄罗斯、沙特阿拉伯、菲律宾、吉尔吉斯斯坦和哈萨克斯坦服装出口金额同比分别增长11.68%、20.5%、52.8%、65.42%和35.3%，以上五国出口金额合计63.85亿美元，仅占我国出口总金额的8.83%，对出口总体情况影响甚微。

房地产市场需求旺盛，量价齐升，但随着调控政策收紧，商品房销售价格趋于稳定

自2014年的“930新政”以来，国内商品房销售价格开始了新一轮上涨，其中一线城市涨幅最大，二线城市次之，三线、四线城市涨幅相对较小。由于在教育、医疗、城市管理与就业机会等方面具有显著优势，一线城市以及核心二线城市是现阶段国内主要的人口流入方向，其商品房价格也具有较强烈的上涨动力。为了抑制房价过快上涨，2016年9月底以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策。如图2所示，调控收紧使房价环比增速快速下降，其中一线城市调控政策最严厉，房价增速的降幅最大，二线城市次之，

三线城市降幅相对较小。根据国家统计局数据，国内70大中城市一线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的3.10%下降到2016年12月的0.00%，70大中城市二线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的2.90%下降到2016年12月的0.10%，70大中城市三线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的1.10%下降到2016年12月的0.40%。2017年2月开始，随着部分城市房价的再次抬升，房地产限购标准进一步收紧，限购范围进一步扩大，涿州、赣州、廊坊与嘉善等三、四线城市也加入了限购行列，限购政策的收紧在短期内直接压缩了购房需求。

图4 2014年以来70大中城市新建住宅价格指数变化



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

另一方面，近年全国房地产行业的土地供应面积逐年减少，限制房屋供给量的同时使土地购置价格持续上涨。根据国家统计局公布数据，全国土地购置面积从2013年的3.88亿平方米下降到2016年的2.20亿平方米。从库存来看，2016年末全国商品房待售面积6.95亿平方米，同比增长-3.22%，全国商品房施工面积75.90亿平方米，同比增长3.16%。全国商品房广义库存（年末的商品房待售面积和商品房施工面积）增速下降，库存去化周期（年末的商品房广义库存与当年商品房销售面积的比值）自2014年以来连续下降，从2014年的6.54年下降到2016年的5.27年。调控政策抑制了房价的上涨动力，土地供应的减少和库存去化周期的缩短则对商品房价格形成支撑，因此未来几年内国内商品房价格维持相对稳定的概率较大。

图5 商品房广义库存及去化周期变化

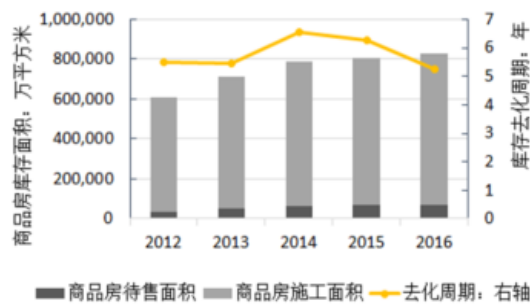


图6 土地供应面积及金额变化



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

房地产调控政策使房屋销量显著下滑，行业的库存去化能力受到较大影响

伴随商品房价格上涨的是销量的增加，2016 年全国商品房销售面积达到 15.73 亿平方米，同比增长 22.46%，全国商品房销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.77%。商品房销量的增长使得房地产企业的经营业绩和资金实力进一步提升，增强了其整体抗风险能力。另一方面，2016 年第四季度开始的房地产限购限贷调控对市场成交量形成了直接的抑制，国内一、二、三线城市的商品房成交量均出现了下滑。根据 Wind 资讯的统计，2016 年 10 月-2017 年 2 月国内 30 大中城市商品房月度成交面积同比增幅分别为 12.39%、-19.85%、-25.07%、-35.93%和-3.93%。分城市来看，一线城市限购政策最为严厉，成交量下滑幅度最大，其次是二线城市，三线城市的成交量下滑相对较少。商品房销量的下降影响房地产企业的库存去化速度，使其面临资金回笼压力。

图 7 全国商品房销售面积变化



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图 8 30 大中城市商品房成交面积



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016 年临海市房地产市场运营情况较好，但在房产政策收紧与透支效应的影响下，未来房地产市场发展面临一定的下滑风险

2016 年临海市房地产市场运行情况较好，当年成交量为 5,298 套，成交量位列台州第三，其中商品房销售面积 83.79 万平方米，同比增长 127.5%，商品房销售额 74.28 亿元，同比增长 153.9%。2016 年临海市完成房地产开发投资 49.95 亿元，比上年增长 14.3%，其中住宅投资 40.11 亿元，增长 17.5%，全年房屋施工面积 376.11 万平方米，同比增长 31.2%，房屋竣工面积 138.33 万平方米，同比增长 981.9%，增量住宅面积较多；2016 年末临海市待售面积 24.70 万平方米，同比增长 86.5%，存量住宅面积大幅增加。随着 2016 年国内陆续出台相关房地产紧缩政策；加上当年商品房销售面积大幅增加对居民购房消费需求形成一定的透支，未来临海市房地产行业面临销量下滑等风险。

在国内地下管网与城镇化推进等因素驱动下，未来塑料管道需求预计将继续增加，但增速可能放缓

塑料管道主要应用于建筑及市政给、排水管道和农业用（含饮水、灌排等）管道是等领域，“十二五”期间，我国塑料管道行业产量由2010年的840.2万吨，到2015年末增长到1,380万吨，平均年增长率为10.43%，稳步增长。《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出新增高效节水灌溉面积1亿亩、农田有效灌溉面积达到10亿亩以上、推进1亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户以及加快推进约1亿人居住的棚户区和城中村改造等会给塑料管道的应用市场开拓带来重大机遇。根据中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会制定的《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》提出塑料管道预期需求量增长率将保持在3%左右的年增长速度，到2020年全国塑料管道产量将达到1,600万吨，未来塑料管道需求预计将继续增加。

四、经营与竞争

公司经营主要涉及服装辅料、新型建材、房地产及水电等多个领域。2016年公司实现主营业务收入95.84亿元，同比增长了36.05%，其中服装辅料、建材与房地产业务是公司主要收入来源，北斗导航业务系2016年新增业务，当年实现收入为0.52亿元。毛利率方面，2016年公司服装辅料与新型建材毛利率维持在较高水平，房地产与发电业务盈利能力有所增强，且新增北斗导航业务毛利较高，在上述因素拉动下，主营业务毛利率达到34.78%，盈利能力较强。

表 2 2015-2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
新型建材	328,772.68	46.99%	272,221.09	44.18%
服装辅料	208,466.91	41.89%	183,755.98	40.21%
房地产	274,966.63	29.99%	108,171.69	18.88%
批发贸易	99,578.44	0.15%	106,177.97	0.14%
工程施工	29,727.69	6.73%	25,001.12	7.12%
水电发电	8,997.67	28.97%	5,240.93	19.41%
北斗导航	5,164.56	67.93%	-	-
其他	2,773.83	27.43%	3,889.40	48.24%
合计	958,448.40	34.78%	704,458.17	31.11%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

服装辅料业务稳定，销售收入继续增长，盈利能力略有提升且水平较高

公司服装辅料业务系子公司浙江伟星实业发展股份有限公司（以下简称“伟星股份”，股票代码：002003）负责。伟星股份为国内服装辅料行业的龙头企业，主要生产纽扣与拉

链等产品，应用于服装与鞋帽等中高端产品中，伟星股份旗下“SAB”辅料品牌为中国驰名商标，在服装业内享有较高知名度。2016年在国内服装行业保持增长背景下，伟星股份营业收入增至21.74亿元，同比增加16.02%；受产品销售结构变动的影 响，其销售毛利率增至42.80%，同比增加2.30个百分点，盈利能力有所增强。分产品来看，拉链产品收入同比增加34.93%，钮扣产品收入略有降低，但钮扣与拉链产品的毛利率均有所提升。

表 3 2015-2016 年伟星股份主要产品收入与毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
钮扣	82,442.03	45.09%	89,003.60	41.38%
拉链	122,805.02	40.32%	91,011.29	39.78%

资料来源：公司提供

生产方面，截至2016年末，伟星股份在浙江和深圳地区建有四大生产基地，形成年产钮扣100亿粒、拉链4.5亿米的生产能力。其生产模式为以销定产，生产计划主要依据订单情况进行安排，2016年因拉链市场订单需求有所增加，原先产能无法满足生产需求，伟星股份对设备进行技术改造和优化，推进信息化与自动化等两化融合工作，受益于此，新增拉链产能5,000万米，产能增至45,000万米，2016年产量达到35,321.84万米，产能利用率为78.49%，同比提高4.70个百分点，产能利用率水平尚可；2016年钮扣产量为73.62亿粒，与上年大体持平，产能利用率为73.62%，水平尚可。

表 4 2015-2016 年伟星股份主要产品产量、产能与产能利用率情况

项目		2016 年	2015 年
钮扣(单位:万粒)	产量	736,205.89	737,274.05
	产能	1,000,000.00	1,000,000.00
	产能利用率	73.62%	73.73%
拉链(单位:万米)	产量	35,321.84	29,516.40
	产能	45,000.00	40,000.00
	产能利用率	78.49%	73.79%

资料来源：公司提供

伟星股份生产成本构成主要为原材料、人工工资与制造费用，其中原材料主要为铜制配件与合金配件等，通常情况下，伟星股份依据生产成本加成利润方式制定销售价格，原材料价格波动风险不大。

表 5 2015-2016 年伟星股份生产成本的主要构成（单位：万元）

区域	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	67,071.79	54.66%	61,294.65	54.97%
人工工资	27,652.33	22.54%	24,773.16	22.22%

制造费用	27,973.92	22.80%	25,428.20	22.81%
------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：2015-2016年伟星股份年报，鹏元整理

2016年度，伟星股份与供应商结算账期约为41天，较上年有所提升，前五大供应商合计采购金额为1.45亿元，占当年原材料成本的21.61%，集中度较低，对供应商依赖程度不高；从采购对象结构来看，近两年供应商构成存在一定的变动，但考虑到伟星股份采购的原材料市场供给较为充裕，原材料供给风险相对较低。

表 6 2015-2016 年伟星股份前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购额
2016 年	第一大供应商	4,088.58
	第二大供应商	3,607.83
	第三大供应商	2,549.12
	第四大供应商	2,258.81
	第五大供应商	2,016.24
	合计	14,520.58
2015 年	第一大供应商	3,354.02
	第二大供应商	3,142.95
	第三大供应商	3,126.47
	第四大供应商	2,696.63
	第五大供应商	2,655.94
	合计	14,976.02

资料来源：公司提供

销售方面，2016年度，伟星股份钮扣销量增至72.89亿粒，但服饰与鞋帽中拉链替代效应影响较大，钮扣市场竞争进一步加剧，整体销售单价有所降低，使得伟星股份钮扣销售收入仅为8.24亿元，同比降低7.37%；拉链方面，拉链产量保持增长，销量为3.52亿米，同比增加19.23%；伟星股份的产销模式为以销定产，使得近两年钮扣与拉链的产销率均维持在97%以上，产销率表现较好。

表 7 2015-2016 年伟星股份销量与产销率情况

项目	2016 年	2015 年
钮扣(单位: 万粒)	销量	728,869.78
	产销率	99.00%
拉链(单位: 万米)	销量	35,221.60
	产销率	99.72%

资料来源：公司提供

销售区域方面，目前伟星股份已建立了以香港为平台，海外办事处为基点，辐射欧洲、美洲、亚洲、非洲及大洋洲等五十多个国家和地区的销售网络，不断提升“SAB”品牌知名度，近年海外市场拓展成果显著，2016年海外销售收入为5.36亿元，同比增长32.91%，

占比增至24.64%；国内市场方面，伟星股份以国内重点省市的服装集散地为中心，设立了50多家专业的销售分公司和办事处，营销网络逐步完善，2016年度国内销售收入为16.38亿元，同比增长14.20%，仍为伟星股份营业收入的主要来源。

表 8 2015-2016 年伟星股份销售区域情况（单位：万元）

区域	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
国内	163,817.15	75.36%	147,064.37	78.49%
海外	53,573.35	24.64%	40,307.53	21.51%

资料来源：2015-2016年伟星股份年报

销售客户方面，国内大部分知名品牌服装企业都是伟星股份的客户，2016年伟星股份前五大客户合计销售额为1.89亿元，占其营业收入的比重为8.70%，客户较为分散。伟星股份产品的市场定位为中高端辅料，因中高端辅料作为非标准化产品，具有品类丰富、季节性与时尚性特征明显，中小型企业不具备规模优势与技术优势，伟星股份作为国内服装辅料龙头企业，凭借其品种齐全和配套设施完备等优势，已与国内知名的中高端服装的生产企业形成良好的配套关系，合作关系相对稳定。

表 9 2015-2016 年伟星股份前五大销售客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售额
2016 年	第一大客户	6,595.80
	第二大客户	4,730.24
	第三大客户	3,089.24
	第四大客户	2,480.79
	第五大客户	1,966.77
	合计	18,862.84
2015 年	第一大客户	5,737.92
	第二大客户	3,735.75
	第三大客户	2,027.10
	第四大客户	1,791.16
	第五大客户	1,508.09
	合计	14,800.02

资料来源：公司提供

新型建材业务收入继续增加，盈利能力较强，需关注原材料波动对利润的侵蚀

公司的管材管件业务系子公司浙江伟星新型建材股份有限公司（以下简称“伟星新材”，股票代码：002372）负责，伟星新材产品主要包括PPR管材管件、PE管材管件、PVC管材管件等系列产品，其中PPR系列管材管件主要用于建筑内冷热给水；PE系列管材管件主要应用于市政供水、燃气与市政排水排污等领域；PVC系列管材管件主要应用于建筑内排水、

市政和农村排水排污。2016年伟星新材营业收入为33.21亿元，其中PPR管材管件、PE管材管件与PVC管材管件实现销售收入分别为18.85亿元、9.09亿元与4.46亿元，均较上年有所增加。伟星新材销售模式主要为直销（公司—客户）与经销（公司—经销商—客户）两种，销售层级相对较少，有利于规避中间经销商对销售利润的侵蚀；近年伟星新材不断完善“星管家”服务体系，提升服务品质，“伟星”管道的品牌影响力逐年提升，在上述因素的综合影响下，当年销售毛利率为46.99%。盈利能力较强。

表 10 2015-2016 年公司新型建材收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
PPR 管材管件	188,459.76	58.74%	142,683.17	56.58%
PE 管材管件	90,859.54	33.95%	87,463.19	32.02%
PVC 管材管件	44,596.43	24.57%	36,724.57	26.60%
新型建材收入	328,772.68	46.99%	272,221.09	44.18%

资料来源：2015-2016 年伟星新材年报，鹏元整理

生产采购方面，2016年度，伟星新材拥有4个产能基地，分别在浙江临海本部、上海、天津以及重庆，合计自有产能达到17.28万吨，其中临海本部产能最大，当年生产量为14.26万吨（未包含PVC产量），产能利用率水平较高。伟星新材原材料（聚乙烯与聚丙烯）采购成本为其主要的生产成本，通常情况下，伟星新材零售产品价格保持相对稳定，非零售产品销售价格则随行就市，需关注聚乙烯与聚丙烯等原材料价格波动对其盈利能力的影响；

供应商方面，2016年伟星新材前五大采购对象合计采购金额为7.29亿元，占原材料采购总额的62.58%，集中度较高，从供应商构成来看，近两年伟星新材前五大供应商构成变动不大，合作关系相对较为稳定。账期方面，2016年伟星新材针对不同的原材料采取不同的结算账期，其中大宗原材料是现款现货，原辅料是15-30天，铜件是50-60天。

表 11 2015-2016 年伟星新材前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购额
2016 年	第一大供应商	40,929.59
	第二大供应商	13,988.04
	第三大供应商	6,800.11
	第四大供应商	5,697.84
	第五大供应商	5,437.15
	合计	72,852.74
2015 年	第一大供应商	39,272.50
	第二大供应商	14,340.53
	第三大供应商	8,830.16
	第四大供应商	7,293.67

	第五大供应商	7,021.32
	合计	76,758.18

资料来源：公司提供

销售方面，伟星新材与客户结算账期为19天左右，较上年略有降低，回款情况相对较好。工程产品产销模式为以销定产模式，零售产品则采取适当备货，2016年伟星新材的产销率为92.49%，水平较好且整体滞销风险较低；客户方面，前五大客户分布合计销售金额为1.57亿元，占制造业销售金额比重为4.78%，集中度较低，客户依赖性较弱。

表 12 2015-2016 年伟星新材前五大销售客户情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购额
2016 年	第一大客户	4,170.63
	第二大客户	3,140.93
	第三大客户	2,934.77
	第四大客户	2,788.22
	第五大客户	2,625.19
	合计	15,659.74
2015 年	第一大客户	3,963.80
	第二大客户	2,540.07
	第三大客户	2,400.72
	第四大客户	2,233.24
	第五大客户	2,067.68
	合计	13,205.50

资料来源：公司提供

服装辅料与管材管件业务研发投入规模较大，技术研发实力较强，对建材与服装辅料业务构成一定支撑

为满足客户多元化的需求，维持纽扣与拉链产品的竞争优势，伟星股份继续加大研发投入规模，2016年研发投入规模为0.73亿元，同比增长33.50%，占营业收入比例增至3.36%；2016年伟星股份共申报专利105项，获得授权专利60项，其中发明专利32项。伟星新材为加快新材料、新技术和新项目的研发，开发和储备了净水技术、新型建筑排水与工业管道等具备前瞻性的新项目，2016年研发投入规模为0.95亿元，规模继续增加；2016年伟星新材在研发的项目有20多项，调研项目有6项，通过省级新产品鉴定有4项，申请专利39项（其中发明专利7项），获得浙江省科学技术进步奖。整体看来，伟星股份与伟星新材研发投入规模继续增加，研发实力较强，能够为经营提供一定的支撑。

表 13 2015-2016 年伟星新材与伟星股份研发投入情况（单位：万元）

项目	伟星股份		伟星新材	
	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年

研发投入金额	7,306.51	5,473.23	9,477.10	8,691.83
研发投入占营业收入比例	3.36%	2.92%	2.85%	3.16%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

房地产业务收入大幅增加，盈利能力较强，但房产区域主要集中在临海市，面临一定的销售风险

公司的房地产业务由子公司浙江伟星房地产开发有限公司和临海市伟星房地产开发有限公司负责，房产项目分布在台州临海与天台等地。2016年度，紫金花城、和院、伟星城与百合庄园完工结转收入的面积较大，房产销售收入增至27.50亿元；因和院、伟星城与百合庄园房产项目具备区域位置较好或定位相对高端，销售价格相对较高，当年房产销售毛利率达到29.99%，同比增加11.11个百分点，盈利能力有所增强。

截至2016年末，公司共有伟星城、和院与百合庄园等9个在开发项目，总投资合计113.20亿元，已累计完成投资75.23亿元，未来尚需投资规模为37.97亿元。公司在开发项目已全部对外销售，考虑到公司采取分期滚动开发模式，未来资金支出压力不大。2016年底公司在建房产项目剩余可供销售面积为48.90万平方米，项目储备丰富，若剩余可供销售面积未来顺利对外销售，将可实现较大规模的房地产业务收入，但需关注公司房产项目主要位于临海地区，面临一定的销售风险。

表 14 截至 2016 年底，公司在建的房地产项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	尚需投资	区域
伟星城	45.89	33.42	12.47	临海
和院	17.96	14.30	3.66	临海
和院东	2.96	2.01	0.95	临海
百合庄园	2.13	1.44	0.69	临海
金色朝阳	4.31	2.63	1.68	临海
幸福里	4.56	2.37	2.19	临海
金色时代	7.45	4.00	3.45	临海
金色阳光	13.56	2.00	11.56	临海
紫金花城	14.38	13.06	1.32	天台
合计	113.20	75.23	37.97	-

资料来源：公司提供

北斗导航业务收入与净利润均较上年有所增加，需关注其未来收入规模存在不确定性

2016年伟星股份以发行股份和支付现金相结合的方式收购了北京中捷时代航空科技有限公司（以下简称“中捷时代”）51%股权，中捷时代主要从事高端军用卫星导航产品的研发、生产和技术服务，拥有生产军品所需的《武器装备科研生产许可证》、《装备承制单位注册证书》、《二级保密资格单位证书》、《武器装备质量体系认证证书》及《高新技术企业证书》，产品应用于军用飞机、导弹等武器装备和地面部队通信系统，有多项核心技术和研

究成果，客户群体为军方单位与国有军工企业等。

2016年中央对军委机关、军兵种机关及下属体系进行了全面改革和重组，军改涉及面广且影响较大，致使中捷时代有关装备研制、生产定型试验与批产工作出现不同程度延后，对中捷时代当年经营业绩产生重大影响，2016年北斗导航业务销售收入仅0.52亿元，同比增加57.58%，净利润0.18亿元，同比增加80%，但未达到收购时承诺净利润的80%，但需关注北斗导航业务受军改等因素影响较大，未来收入存在不确定性，此外还需注意中捷时代经营情况变动对公司商誉形成一定的影响。

公司批发贸易、工程施工与水电业务对营业收入与利润构成一定补充

公司业务多元化程度较高，除建材、辅料与房地产业务外，还从事批发贸易、工程施工与发电业务，其中批发贸易业务内容为聚乙烯、铝锭、螺纹钢及线材等批发与销售，2016年实现收入9.96亿元，毛利率0.15%，盈利能力较差，对利润贡献有限；客户集中度方面，2016年前五大客户销售额占总销售额的9.65%，客户集中度较低。

工程施工业务是由浙江伟星建设有限公司负责运营，主要从事道路、桥梁等市政工程，业务区域主要集中在台州地区，2016年公司工程施工业务收入2.97亿元，较上年略有降低，毛利率为6.73%，盈利能力一般。

水电业务主要为中小型水电项目的开发和运营，业务主要分布在云南，目前已建成投产发电的有南河一级水电站、保马水电站与南极洛河水电站，总装机容量为18.6万千瓦，2016年水电业务销售收入为0.90亿元，规模不大，但毛利率达到28.97%，盈利能力尚可。

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告以及经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016年度，公司合并范围变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所上升，存货、其他应收款与固定资产占比较高，资产流动性一般。截至2016年底，公司资产总额达到167.01亿元，同比增长15.41%，从资产结构来看，

流动资产为其主要构成部分，占资产总额的比重为63.59%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货组成。截至2016年末，公司货币资金账面价值为21.88亿元，其中受限资金规模为0.13亿元，受限规模较小。随着公司业务规模继续扩大，应收账款账面价值为5.04亿元，同比增加38.17%，账龄主要集中在1年以内，前五大客户的欠款合计金额为0.92亿元，占应收账款比重为17%，当年公司计提0.38亿元坏账准备，考虑到应收对象部分为民营企业，存在一定的坏账风险。其他应收款主要为关联公司往来款，规模达到19.34亿元，前五大应收对象为安徽伟星置业有限公司、芜湖伟星南部房地产开发有限公司、芜湖伟星东部房地产开发公司、台州新荣泰投资有限公司与台州市国土资源交易中心管理中心，合计规模为15.21亿元，占其他应收款的比重为76.76%，其中1年以上的规模为5.53亿元，当年计提坏账准备金额为0.48亿元，需关注其他应收款应收对象集中在房地产领域，面临一定的回收风险，且回收期限不确定，对营运资金形成占用。存货账面价值为48.90亿元，较上年有所降低，从构成来看，存货主要由原材料、库存商品、开发成本与开发产品构成，其中开发成本主要为伟星大厦、金色朝阳、幸福里、金色年代与伟星城的开发投入，开发产品为已完工的房地产项目，主要包括伟星和院与伟星城等，考虑到房产项目房主要位于临海市，在房产政策收紧以及透支效应逐步显现的影响下，未来房地产销售情况存在不确定性。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产与无形资产。截至2016年末，公司可供出售金融资产账面价值为6.03亿元，较上年有所缩减，主要投资对象为浙江临海湖商村镇银行股份有限公司、国泰君安投资管理股份有限公司、浙江华宏投资管理有限公司与浙江立元通信技术股份有限公司，当年公允价值变动计入其他综合收益的规模为3.58亿元，可供出售金融资产持有期间获得的投资收益为0.11亿元，规模较小，当年公司处置浙江耀达房地产开发有限公司股权等，取得处置可供出售金融资产取得的投资收益为1.69亿元，其持续性较差。长期股权投资的主要投资对象为安徽伟星置业有限公司、新疆东鹏伟创股权投资合伙企业（有限合伙）与新疆东鹏合立股权投资合伙企业（有限合伙）等，规模达到13.73亿元，当年投资亏损，亏损金额达到1.08亿元，需关注对投资单位的经营效益对投资收益的影响；固定资产账面价值为27.11亿元，同比增长了8.00%，系在建工程转入以及购置新设备所致；无形资产主要系土地使用权、财务软件和专有技术等，规模为4.94亿元，与上年变动不大。

表 15 2015-2016 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	218,813.09	13.10%	132,508.39	9.16%

应收账款	50,354.20	3.02%	36,442.48	2.52%
其他应收款	193,448.48	11.58%	179,205.32	12.38%
存货	489,024.31	29.28%	515,481.77	35.62%
流动资产合计	1,062,021.40	63.59%	947,121.79	65.45%
可供出售金融资产	60,253.82	3.61%	90,284.13	6.24%
长期股权投资	137,315.18	8.22%	70,625.39	4.88%
固定资产	271,142.38	16.24%	251,059.45	17.35%
无形资产	49,382.35	2.96%	45,282.58	3.13%
非流动资产合计	608,042.63	36.41%	499,938.19	34.55%
资产总计	1,670,064.03	100.00%	1,447,059.98	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

总体来看，公司资产规模有所上升，存货、其他应收款与固定资产占比较高，存货主要为在建房产与已完工房产，其销售情况易受区域房地产市场景气度影响；其他应收款回收期限不确定，且存在坏账风险；固定资产主要为厂房与机器设备，处置难度较高，此外公司受限资产规模为29.62亿元，规模较大，整体流动性一般。

资产运营效率

公司营运资金使用效率有所提升，整体资产运营效率有所提高

2016年，得益于伟星新材账期缩短、房地产销售回款较为及时以及伟星股份账期稳定，应收账款周转天数较上年降低4.18天。随着房产项目对外销售，存货规模有所降低，其周转天数较上年减少69.56天；应付账款的周转天数与上年大体持平，得益于应收账款与存货周转效率提升，公司净营业周期同比降低72.53天，营运资金使用效率有所提升。在公司主要板块经营业绩均提升的带动下，公司固定资产与总资产周转天数均明显降低，整体的资产运营效率有所提升。

表 16 2015-2016 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	22.39	26.57
存货周转天数	287.21	356.77
应付账款周转天数	42.64	43.85
净营业周期	266.96	339.49
固定资产周转天数	96.11	116.15
总资产周转天数	573.72	671.66

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入继续增加，盈利能力较强，需关注房地产销售风险

2016年度，公司在建材、服装辅料与房地产收入增加的带动下，实现营业收入为97.80亿元，同比增长34.96%。从营业收入构成来看，服装辅料、建材与房地产仍为其主要的收入来源，近年服装辅料业务经营较为平稳，但随着外贸出口的下滑及国内服装消费额增长的放缓等外部环境将对辅料业务运营形成一定的压力；国内城镇化与地下管廊（网）建设等不断推进，将对建材业务构成一定的支撑；房地产业务主要集中在临海市，集中度偏高，易受区域房地产市场景气度影响，存在一定的销售风险。毛利率方面，2016年公司综合毛利率为35.63%，同比增加3.28个百分点，分业务看，服装辅料与建新型材毛利率略有提升；2016年结算的部分房产项目因区位较好或定位高端，销售价格相对较高，使得毛利率大幅提升至29.99%；建材销售毛利率维持较高水平，受上述因素影响，2016年公司综合毛利率增至35.63%，盈利能力有所改善，且水平较好。

期间费用方面，2016年度，销售费用与管理费用为其主要构成，当年建材业务继续采取直营与经销结合的销售模式，销售费用进一步增加，达到7.26亿元；随着经营业务规模的扩大，管理费用也保持增长，使得期间费用增加至15.01亿元，但得益于营业收入提升的贡献，期间费用率略有降低，成本管控能力有所提升。利润方面，得益于建材、房地产与服装辅料等业务盈利能力有所改善，当年公司利润总额为17.49亿元，水平相对较高。

表 17 2015-2016 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	977,964.10	724,632.54
营业利润	172,343.31	81,409.96
利润总额	174,916.71	82,720.61
净利润	133,241.51	65,396.10
综合毛利率	35.63%	32.35%
期间费用率	15.35%	18.82%
总资产回报率	12.50%	8.20%

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营回款较快，经营活动现金流表现较好

公司建材业务采取直销与经销模式（层级较少），回款相对及时；房地产业务采取预售与现房销售结合方式，服装辅料账期为40天左右，房地产业务与服装辅料结算账期均不长，2016年收现比为1.07，经营回款表现较好。得益于公司盈利水平提升，公司FFO（现金生成能力）较上年大幅增强；在应付账款、其他应付款增加以及存货减少的带动下，营运

资本有所减少，FFO增加以及营运资本的减少，使得经营活动产生的现金流表现为净流入，规模达到25.49亿元，表现较好。

投资活动方面，2016年在对外股权投资、购置理财产品以及在建项目的持续投入等因素影响下，投资活动现金流仍表现为净流出，且流出规模进一步扩大，考虑到投资活动现金流表现主要取决于公司的投资计划以及资产购置计划等，存在一定不确定性。筹资在活方面，2016年公司子公司云南云县亚太投资置业有限公司与云南江海投资开发有限公司收到伟星水电产业投资发展（深圳）企业（有限合伙）股权投资支付现金，使得吸收投资收到现金大幅增加，筹资活动产生的现金流由上年净流出变为净流入，规模达到1.60亿元。

表 18 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	1.07	1.19
净利润	133,241.51	65,396.10
FFO	179,449.73	110,557.04
营运资本变化	72,440.02	-1,399.00
其中：存货减少（减：增加）	18,770.96	-44,793.99
经营性应收项目的减少（减：增加）	-26,779.60	-27,773.77
经营性应付项目的增加（减：减少）	80,448.66	71,168.76
经营活动产生的现金流量净额	254,931.19	113,116.97
投资活动产生的现金流量净额	-179,854.35	-56,074.67
筹资活动产生的现金流量净额	16,000.44	-50,942.31
现金及现金等价物净增加额	91,120.03	6,104.16

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所上升，有息债务规模仍较大，但短期偿债压力不大

截至2016年底，公司所有者权益同比增长32.91%，规模达到76.12亿元。为满足在建项目与运营资金需求，公司债务融资规模逐年增加，截至2016年末，负债总额达到90.89亿元，但产权比率降至119.41%，净资产对于负债的保障程度有所提升。

表 19 2015-2016 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	908,889.76	874,351.57
所有者权益	761,174.28	572,708.41
产权比率	119.41%	152.67%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年末，公司负债总额达90.89亿元，主要以流动负债为主，流动负债占负债总

额的比重为73.57%。流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项与其他应付款构成，短期借款账面余额为3.65亿元，主要是质押借款与保证借款，规模不大；应付账款主要为设备款、工程款和货款等，账面余额为6.98亿元；预收款项主要是预收的货款和售房款，规模达到36.00亿元，较上年有所降低，预收账款规模较大，公司无实质偿还压力；其他应付款账面余额为9.54亿元，主要是伟星新材及伟星股份限制性股票回购义务增加所致。

公司非流动负债主要由长期借款与应付债券构成。近年公司为改善债务结构，增加长期借款规模，2016年长期借款规模达到13.55亿元，同比增加17.84%。应付债券系本期债券与2016年发行的5年期的公司债券，账面余额为9.97亿元。

表 20 2015-2016 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	36,500.00	4.02%	118,350.00	13.54%
应付账款	69,774.77	7.68%	42,908.56	4.91%
预收账款	359,989.61	39.61%	379,714.92	43.43%
其他应付款	95,417.90	10.50%	61,251.66	7.01%
流动负债合计	668,709.99	73.57%	639,188.93	73.10%
长期借款	135,470.00	14.90%	114,960.00	13.15%
应付债券	99,710.00	10.97%	110,000.00	12.58%
非流动负债合计	240,179.77	26.43%	235,162.63	26.90%
负债合计	908,889.76	100.00%	874,351.57	100.00%
其中：有息债务	331,605.00	36.48%	351,030.00	40.15%

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年底，公司有息负债规模为33.16亿元，规模较大，其中2017年需偿付的有息负债规模为9.64亿元，短期偿债压力不大。

表 21 截至 2016 年底，公司有息债务偿付分布表（单位：万元）

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年及以后
有息债务	96,425.00	14,970	50,000	170,210

资料来源：公司提供

偿债指标方面，得益于资产规模的扩大，公司负债经营程度有所降低，截至2016年底，资产负债率为54.42%。短期偿债指标方面，2016年公司流动比率与速动比率分别为1.59与0.86，短期偿债能力一般。得益于建材、房地产与服装辅料盈利能力与水平提升的贡献下，公司EBITDA增至22.32亿元，EBITDA利息保障程度进一步提升。

表 22 2015-2016 年公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	54.42%	60.42%

流动比率	1.59	1.48
速动比率	0.86	0.68
EBITDA（万元）	223,240.49	129,754.18
EBITDA 利息保障倍数	4.97	3.57

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障

银行提供的流动性支持为本期债券的偿还提供了进一步保障，有效提升了本期债券的信用水平

公司同中国工商银行股份有限公司台州分行（以下简称“工商银行台州分行”）签订的《流动性贷款支持协议》约定：本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，工商银行台州分行承诺在每次付息和本金兑付首日前5个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难。工商银行台州分行提供的流动性支持能对本期债券的偿付起到一定的保障。

七、或有事项

截至2016年12月31日，公司对外担保合计金额为22.98亿元，占所有者权益的比重30.19%，规模较大，考虑到其对外担保的对象均为民营企业，且无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表 23 截至 2016 年底，公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	企业性质
星星集团有限公司	10,000.00	民营
临亚集团有限公司	8,600.00	民营
浙江仙琚制药股份有限公司	4,175.00	民营
浙江先锋科技股份有限公司	2,000.00	民营
安徽勤业塑铝门窗有限公司	3,000.00	民营
芜湖大经建设有限公司	3,000.00	民营
临海慧星投资发展有限公司	13,000.00	民营
安徽伟星置业有限公司	65,400.00	民营
安徽伟星物业管理有限公司	2,000.00	民营
马鞍山伟星置业有限公司	20,000.00	民营

浙江伟星光学有限公司	11,592.00	民营
临海伟星股份投资合伙企业（有限合伙）	87,000.00	民营
合计	229,767.00	-

资料来源：2016年公司审计报告，鹏元整理

八、评级结论

2016年度，公司经营回款较为及时，经营活动现金流表现较好；主营业务收入持续增长，盈利能力较强，经营表现总体表现较为稳定；业务多元化程度较高，有利于分散经营风险；此外，中国工商银行台州分行提供的流动性支持为本期债券的偿还提供了进一步保障，有效提升了本期债券的信用水平。

但值得注意的是，公司房地产项目主要集中在临海市，未来房产销售存在不确定性；其他应收款规模较大，需关注其回收风险与对营运资金的占用；公司有息债务规模较大，存在一定的短期偿债压力，我们还关注到公司对外担保规模较大，且主要担保对象为民营企业，面临较大的或有负债风险。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，将本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	218,813.09	132,508.39	121,670.32
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	66.05	-	-
应收票据	17,043.89	17,807.29	16,261.68
应收账款	50,354.20	36,442.48	36,448.23
预付款项	15,823.47	22,309.21	21,889.52
应收利息	334.43	-	-
应收股利	710.50	222.81	-
其他应收款	193,448.48	179,205.32	158,643.77
存货	489,024.31	515,481.77	456,156.82
其他流动资产	76,402.99	43,144.52	28,452.37
流动资产合计	1,062,021.40	947,121.79	839,522.71
可供出售金融资产	60,253.82	90,284.13	28,153.86
长期应收款	43,850.00	-	-
长期股权投资	137,315.18	70,625.39	68,148.92
投资性房地产	4,949.43	5,351.34	5,673.93
固定资产	271,142.38	251,059.45	216,541.14
在建工程	14,984.47	26,449.36	43,699.35
无形资产	49,382.35	45,282.58	46,416.46
开发支出	605.82	-	-
商誉	13,791.71	-	-
长期待摊费用	3,544.89	4,201.76	4,933.98
递延所得税资产	5,258.24	3,458.81	1,869.34
其他非流动资产	2,964.34	3,225.37	1,925.37
非流动资产合计	608,042.63	499,938.19	417,362.35
资产总计	1,670,064.03	1,447,059.98	1,256,885.06
短期借款	36,500.00	118,350.00	139,650.00
应付票据	5,118.17	31,325.47	5,084.87
应付账款	69,774.77	42,908.56	40,097.33
预收款项	359,989.61	379,714.92	311,510.25
应付职工薪酬	15,494.00	14,951.20	11,877.39
应交税费	21,939.63	-19,971.21	-20,593.57
应付利息	3,470.90	2,938.33	3,224.67
应付股利	1,080.00	-	-
其他应付款	95,417.90	61,251.66	55,070.75
一年内到期的非流动负债	59,925.00	7,720.00	87,800.00

流动负债合计	668,709.99	639,188.93	633,721.71
长期借款	135,470.00	114,960.00	24,250.00
应付债券	99,710.00	110,000.00	110,000.00
递延收益	2,321.19	2,269.38	2,060.43
递延所得税负债	2,678.59	7,933.25	2,822.63
非流动负债合计	240,179.77	235,162.63	139,133.05
负债合计	908,889.76	874,351.57	772,854.76
实收资本	36,200.00	36,200.00	36,200.00
资本公积金	126,825.24	64,395.81	61,727.79
其他综合收益	33,264.28	52,126.04	5,926.04
盈余公积金	5,831.82	4,432.32	3,232.84
未分配利润	98,883.27	79,322.31	69,822.06
归属于母公司所有者权益合计	301,004.61	236,476.27	176,908.73
少数股东权益	460,169.67	336,232.14	307,121.57
所有者权益合计	761,174.28	572,708.41	484,030.30
负债和所有者权益总计	1,670,064.03	1,447,059.98	1,256,885.06

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	977,964.10	724,632.54	618,363.84
其中：营业收入	977,964.10	724,632.54	618,363.84
二、营业总成本	812,443.44	643,159.28	570,249.27
其中：营业成本	629,538.42	490,222.42	435,832.04
营业税金及附加	28,434.61	14,714.48	11,255.35
销售费用	72,552.86	61,415.59	52,084.96
管理费用	60,546.37	54,943.70	50,433.37
财务费用	16,978.37	19,989.18	18,246.02
资产减值损失	4,392.83	1,873.91	2,397.52
加：投资收益	6,789.09	-63.29	5,312.82
公允价值变动损益	33.57	-	-
三、营业利润	172,343.31	81,409.96	53,427.39
加：营业外收入	4,631.05	2,946.49	3,753.44
减：营业外支出	2,057.65	1,635.85	1,186.36
四、利润总额	174,916.71	82,720.61	55,994.46
减：所得税费用	41,675.21	17,324.50	14,191.44
五、净利润	133,241.51	65,396.10	41,803.02

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	1,045,421.52	864,547.95	786,762.12
收到的税费返还	4,908.98	4,394.96	2,946.68
收到其他与经营活动有关的现金	96,007.23	128,278.34	109,105.72
经营活动现金流入小计	1,146,337.73	997,221.25	898,814.52
购买商品、接受劳务支付的现金	566,395.50	527,552.85	458,503.08
支付给职工以及为职工支付的现金	100,935.05	80,203.34	71,010.95
支付的各项税费	101,330.93	76,056.90	76,483.80
支付其他与经营活动有关的现金	122,745.07	200,291.19	229,654.90
经营活动现金流出小计	891,406.54	884,104.28	835,652.74
经营活动产生的现金流量净额	254,931.19	113,116.97	63,161.78
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	279,046.87	130,000.00	29,000.00
取得投资收益收到的现金	29,038.50	18,318.42	1,898.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-1,467.98	151.25	160.62
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	2,955.83	-
收到其他与投资活动有关的现金	263.16	398.00	29,000.00
投资活动现金流入小计	309,836.38	148,867.67	60,058.78
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	35,517.59	42,080.00	47,009.07
投资支付的现金	446,855.30	162,862.34	52,238.36
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	51,235.37
取得子公司及其他营业单位支付的现金金额	7,317.85	-	-
投资活动现金流出小计	489,690.74	204,942.34	150,482.80
投资活动产生的现金流量净额	-179,854.35	-56,074.67	-90,424.01
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	175,103.29	5,901.48	6,785.22
取得借款收到的现金	226,000.00	317,791.58	311,460.00
收到其他与筹资活动有关的现金	7,250.00	21,750.00	0.00
发行债券收到的现金	50,000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	458,353.29	345,443.06	318,245.22
偿还债务支付的现金	295,060.00	328,461.58	257,660.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	111,731.36	65,673.79	59,111.48

支付其他与筹资活动有关的现金	35,561.49	2,250.00	1,040.00
筹资活动现金流出小计	442,352.85	396,385.37	317,811.48
筹资活动产生的现金流量净额	16,000.44	-50,942.31	433.74
汇率变动对现金的影响	42.76	4.18	-1.03
现金及现金等价物净增加额	91,120.03	6,104.16	-26,829.53

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	133,241.51	65,396.10	41,803.02
加：资产减值准备	4,392.83	1,873.91	2,397.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	24,396.48	21,979.10	21,101.54
无形资产摊销	1,376.12	1,297.70	1,253.66
长期待摊费用摊销	2,703.85	2,613.81	1,775.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	393.44	177.45
固定资产报废损失	807.31	-	0.44
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-33.57	-	-
财务费用	19,847.32	21,142.96	21,901.66
投资损失	-6,789.09	63.29	-5,312.82
递延所得税资产减少	-526.59	-1,589.47	327.18
存货的减少	18,770.96	-44,793.99	-30,362.14
经营性应收项目的减少	-26,779.60	-27,773.77	5,484.58
经营性应付项目的增加	80,448.66	71,168.76	1,982.09
其他	3,075.00	1,345.12	631.74
经营活动产生的现金流量净额	254,931.19	113,116.97	63,161.78

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标

项目	2016年	2015年	2014年
有息负债（万元）	331,605.00	351,030.00	361,700.00
资产负债率	54.42%	60.42%	61.49%
流动比率	1.59	1.48	1.32
速动比率	0.86	0.68	0.68
综合毛利率	35.63%	32.35%	29.52%
总资产回报率	12.50%	7.68%	6.44%
EBITDA（万元）	223,240.49	129,754.18	102,027.17
EBITDA 利息保障倍数	4.97	3.57	2.67

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 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	负债总额 / 所有者权益
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 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

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。