

广州万宝集团有限公司
2018 年度第一期短期融资券
跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)101055】

评级对象: 广州万宝集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券

18 万宝 CP001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/A-1/2018 年 7 月 27 日

首次评级: AA/稳定/A-1/2018 年 3 月 2 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.07	7.68	6.52	5.84
刚性债务	33.65	37.35	44.76	45.75
所有者权益	14.76	17.72	18.37	18.54
经营性现金净流入量	-7.38	0.19	-4.40	-0.41
合并口径数据及指标:				
总资产	145.52	154.55	175.31	180.15
总负债	105.14	109.59	125.91	129.97
刚性债务	68.46	67.61	82.97	83.92
所有者权益	40.38	44.96	49.40	50.18
营业收入	238.32	246.22	300.29	66.23
净利润	2.52	3.81	5.92	1.08
经营性现金净流入量	0.48	15.25	6.30	4.22
EBITDA	11.68	13.36	16.40	—
资产负债率[%]	72.25	70.91	71.82	72.15
权益资本与刚性债务 比率[%]	59.98	66.49	59.53	59.79
流动比率[%]	116.05	128.04	131.75	132.10
现金比率[%]	20.15	27.93	31.32	31.34
利息保障倍数[倍]	2.51	3.25	3.88	—
净资产收益率[%]	6.05	8.93	12.55	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	0.50	14.21	5.35	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-7.56	10.37	-2.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.17	5.45	5.87	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.20	0.22	—

注: 根据万宝集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com
 鄂羽佳 wyj@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广州万宝集团有限公司(简称万宝集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 万宝 CP001 的跟踪评级反映了 2017 年以来万宝集团在外部支持、产业链及融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、主业经营压力、财务杠杆及对合资子公司控制力等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部支持。**作为广州市国资委直属的大中型国有企业,万宝集团能在业务运营、项目投资融资等多方面得到广州市政府的持续支持。
- **产业链优势。**万宝集团家电产业链完整,已形成了冰箱、空调等多业务协同发展格局,多元化的经营格局可在一定程度上增强公司整体抗风险能力。
- **融资渠道较畅通。**万宝集团与多家商业银行保持着良好的合作关系,融资渠道较通畅,为公司按期偿付债务提供了一定的缓冲。

主要风险:

- **行业景气度波动。**由于前期国家激励政策提前透支消费,白电行业随着宏观经济增速放缓,下游需求低迷,陷入了较长时间的低迷期。2017 年以来得益于前期房地产销售强劲拉动,空调行业景气度有所回升,但冰箱市场整体依旧低迷,业内企业经营压力较大。
- **经营压力大。**跟踪期内,白色家电行业景气度有所回升,但市场竞争仍激烈,万宝集团核心竞争优势不显著,经营压力偏大。
- **原材料价格上升。**2017 年,铜、铝、钢等价格企稳回升,对万宝集团的原材料成本控制造成一定负面影响。
- **负债经营程度较高。**万宝集团在日常经营及项

目投资过程中积聚了大量债务，财务杠杆偏高，刚性债务负担较重，且未来仍具有一定规模的资本性支出安排。

- 控制力风险。跟踪期内，万宝集团营收仍主要来自下属合资企业，但对其持股比例相对不高，控制力缺乏有效保障。

➤ 未来展望

通过对万宝集团及其发行的上述短券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定。认为上述短券还本付息安全性最高，并维持上述短券主体信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广州万宝集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广州万宝集团有限公司 2018 年度第一期短期融资券(简称 18 万宝 CP001) 信用评级的跟踪评级安排, 本评级机构根据万宝集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据, 对万宝集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析, 并结合行业发展趋势等方面因素, 进行了定期跟踪评级。

2015 年以来, 该公司发行了多期债券, 发行规模合计为 105.00 亿元。截至本报告日, 公司未到期债券余额为 26 亿元。除 7 亿元中期票据外, 其他债券将于一年内到期, 集中偿付压力较大。

图表 1. 公司 2015 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期日	本息兑付情况
15 万宝 SCP001	6.00	270 天	5.20	2015-1-19	2015-10-17	已到期兑付
15 万宝 MTN001	5.00	3 年	5.50	2015-4-21	2018-4-21	已到期兑付
15 万宝 SCP002	5.00	270 天	4.95	2015-4-24	2016-1-19	已到期兑付
15 万宝 SCP003	7.00	270 天	3.89	2015-10-12	2016-7-9	已到期兑付
15 万宝 PPN001	4.00	365 天	5.50	2015-11-25	2016-11-25	已到期兑付
16 万宝 SCP001	5.00	270 天	3.35	2016-1-11	2016-10-8	已到期兑付
16 万宝 SCP002	6.00	270 天	3.99	2016-7-5	2017-4-3	已到期兑付
16 万宝 SCP003	7.00	270 天	3.67	2016-8-5	2017-5-1	已到期兑付
16 万宝 CP001	6.00	365 天	3.48	2016-9-26	2017-9-28	已到期兑付
16 万宝 SCP004	5.00	270 天	3.87	2016-10-27	2017-7-28	已到期兑付
17 万宝 CP001	10.00	365 天	5.38	2017-4-19	2018-4-21	已到期兑付
17 万宝 SCP001	6.00	200 天	5.08	2017-7-12	2018-1-30	已到期兑付
17 万宝 MTN001	7.00	3 年	5.84	2017-8-9	2020-8-11	未到期
17 万宝 SCP002	7.00	270 天	5.30	2017-10-17	2018-7-16	已到期兑付
18 万宝 SCP001	6.00	250 天	6.00	2018-1-15	2018-9-23	未到期
18 万宝 SCP002	7.00	135 天	6.50	2018-4-2	2018-8-17	未到期
18 万宝 CP001	6.00	365 天	7.00	2018-4-18	2019-4-19	未到期

资料来源: 万宝集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过

剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

我国家电行业具有一定的周期性、竞争性和成长性风险。由于前期国家

激励政策提前透支消费，行业随着宏观经济增速放缓，下游需求低迷，陷入了较长时间的低迷期。2017 年以来得益于前期房地产销售强劲拉动，行业景气度有所回升，但由于原材料及核心部件价格上涨挤压盈利空间，企业盈利状况改善不明显并有所分化，二三梯队企业面临的经营风险上升。短期内随着新一轮房地产限购政策下房地产销售市场的回落，此轮行业增长将逐步受到抑制。但长期看经济增长及人民消费水平的提高将对总体需求形成一定支撑，家电行业整体增速将逐步回落至平缓增长状态。

钢铁和有色金属价格波动幅度较大，相关货品贸易商存在持续的经营压力。

作为广州市国有家电产业的主要载体，该公司以空调、冰箱等白色家电生产和销售为核心业务，是我国白电产业链较为完善的企业之一，并于近年新增了大宗商品贸易业务。

A、白色家电业

a. 行业概况

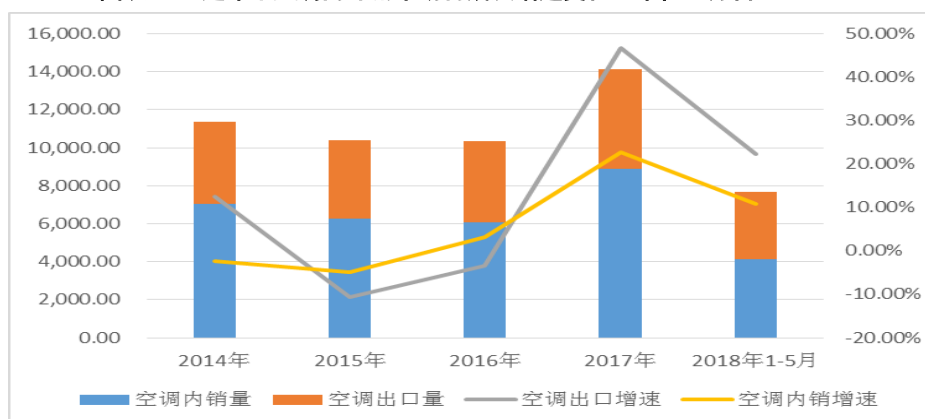
历史上国家产业调控政策对我国家电行业发展影响较大。2009-2013 年国家“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等针对家电市场的消费刺激政策，对我国家电消费起到了很强的刺激作用，期间家电销售量大幅增长，但也在很大程度上提前透支了家电消费。随着政策退出，引发了期间家电市场的较大波动，我国家电行业因此自 2013 年 5 月进入了较长时间的需求低迷、增速放缓时期。2016 年下半年以来在房地产销售回升的滞后拉动下，家电行业景气度有所回暖。根据工信部统计数据，2017 年我国家电行业实现主营业务收入 15135.7 亿元，同比增长 18.7%；2018 年 1-5 月我国家电行业实现主营业务收入 5969.3 亿元，较上年同期增长 13.1%。但此轮增长行情预计将随着新一轮房地产限购政策下房地产销售市场的回落逐步受到抑制。

作为制造型企业，原材料、核心零部件价格的变动会对家电企业成本造成影响。2017 年，我国家电主要原材料铜、铝、钢材等价格快速上涨，年末铜、铝和热轧卷板分别较年初增长 42.98%、30.11%和 124.02%；2018 年上半年上述金属原材料价格有所走弱，6月末，铜和铝分别较年初降低 7.45%和 5.03%，热轧卷板略增 1.19%。同时人工及物流成本上涨推动了家电制造成本上涨。家电企业主要通过推出新产品等结构性提价方法或通过改进生产工艺及生产效率、降低管理成本等方式解决成本上涨压力。尽管如此，产品价格的上涨仍较难完全弥补原材料及核心部件集体涨价带来的成本压力，对家电企业整体毛利率水平造成一定影响。2017 年和 2018 年 1-5 月，我国家电行业分别实现利润总额 1169.3 亿元和 390.5 亿元，同比增速分别为 6.1%和 10%，均低于主营业务收入增速。

空调、电冰箱等白电子行业由于发展时间较长，产业链较完整，核心技术较国际先进水平差距较小且技术相对稳定，整体盈利能力较强且稳定。行业内竞争要素主要表现为规模及多样性、品牌影响力、新技术转化能力及上下游渠道掌控能力等，面临的主要风险为市场需求增速放缓及转型升级的风险。

空调方面，2017 年以来空调市场受益于补库存，在前期低基数下，产销量提升较明显；根据产业在线数据，2017 年家用空调产量 14350.0 万台，同比增长 28.68%，销量 14170.20 万台，同比增长 30.99%，其中内销 8875.60 万台，同比增长 46.81%，出口 5294.60 万台，同比增长 10.96%。2018 年 1-5 月家用空调产量 7185.00 万台，同比增长 12.66%，销量 7470.30 万台，同比增长 14.49%，其中内销 4138.90 万台，同比增长 22.20%，出口 3331.50 万台，同比增长 6.18%。我国空调产品内销市场增速明显快于外销市场，内销市场销量占比有所提升，中美贸易战对后续国内空调外销状况的影响值得关注。

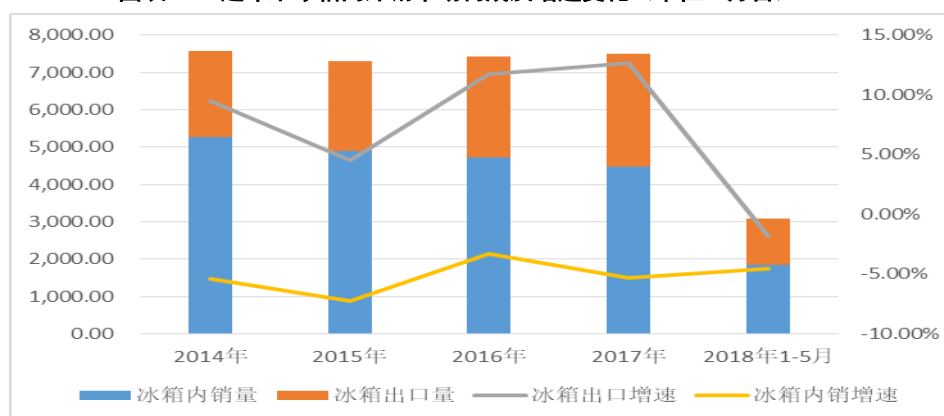
图表 2. 近年来空调内外销市场构成及增速变化（单位：万台）



资料来源：Wind 资讯

冰箱市场方面，2017 年以来我国冰箱市场整体依旧低迷，其中内销市场增速有所下降，产品销售主要依靠出口拉动。根据产业在线数据，2017 年冰箱产量 7516.20 万台，同比增长 0.75%；销量 7507.20 万台，同比增长 1.20%。其中内销量 4480.20 万台，同比下滑 5.31%；出口 3027.30 万台，同比增长 12.69%。2018 年 1-5 月冰箱产量 3108.70 万台，同比减少 3.66%；销量 3076.70 万台，同比减少 3.46%。其中内销量 1838.90 万台，同比减少 4.55%；出口 1237.90 万台，同比减少 1.79%。

图表 3. 近年来冰箱内外销市场构成及增速变化（单位：万台）



资料来源：Wind 资讯

b. 政策环境

2008 年国际金融危机发生后，我国为了减缓外贸出口下滑对国民经济的影响，大力推进各项利于扩大内需的措施，“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等消费刺激政策相继出台，有效拉动了期间城镇和农村居民冰箱、空调等购置和更新需求，但也同时提前透支消费。近年来我国家电政策趋严，对家电消费的直接提振作用十分有限。此外，2016 年国家相继出台了《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》、《家用燃气快速热水器和燃气采暖热水炉能效限定值及能效等级》的新强制性国家标准，行业技术门槛进一步提高。

图表 4. 家用电器行业相关政策情况

政策	实施时间	主要内容	补助对象
家电下乡	2007 年 12 月起在 14 个省市试点，2009 年 2 月正式推广至全国；2011 年 11 月先期试点家电下乡的省市首先结束这项政策，其他省、自治区、直辖市至 2013 年 1 月结束	购买彩电、冰箱、手机、洗衣机、摩托车、空调、计算机的农民可享受购买金额 13% 的政府补贴	消费者
以旧换新	2009 年 5 月至 2012 年 1 月	家电以旧换新补贴范围包括：电视机、冰箱（冰柜）、洗衣机、空调、电脑等 5 类。试点省市交售上述 5 类产品并购买上述 5 类新产品的消费者，包括单位和个人，均可按新家电销售价格的 10% 给予补贴，同时考虑到财政承受能力等因素，也设置了补贴上限。	消费者
节能惠民	2012 年 6 月至 2013 年 5 月	通过财政补贴方式对能效等级 1 级或 2 级以上的 10 大类高效节能产品进行推广应用，涉及空调、平板电视、冰箱、洗衣机和热水器等，补贴额度从 70 元/台~600 元/台不等	消费者
能效领跑者方案	2015 年 11 月	国家将给予能效“领跑者”名誉奖励，将能效“领跑者”产品纳入节能产品政策采购清单，实行优先采购；政府固定资产投资项目优先选用能效“领跑者”产品；中央基建	制造商

政策	实施时间	主要内容	补助对象
		投资、中央财政资金支持的节能改造项目，优先选用能效“领跑者”产品	

资料来源：新世纪根据公开信息整理

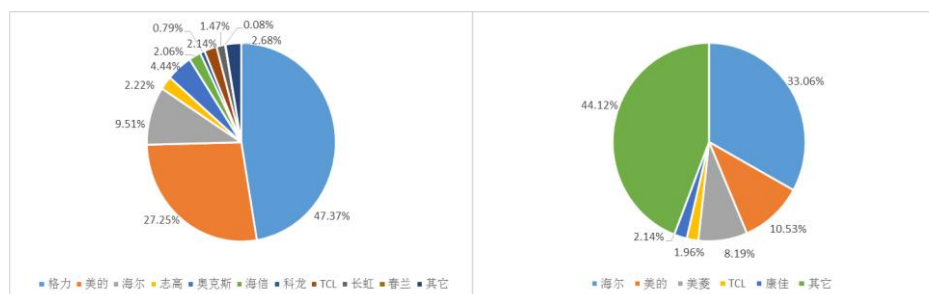
伴随着消费升级趋势，在国家引导企业提高能效及向高端品牌定位和发展的政策影响下，我国家电行业进入转型发展期，近年来国家政策更侧重于引导企业提高能效及向高端品牌定位和发展，行业整体呈现结构升级态势，高端化、智能化、环保化的产品比重明显提升。例如冰箱方面，大容量、风冷的变频冰箱份额持续扩张，2017年同比增幅达到77.06%，占同期冰箱总销量的比重同比提高7.25个百分点至16.93%。空调方面，变频、智能化升级趋势明显，其中变频空调同期实现销量5915.70万台，同比增长达53.30%，占空调总销售量的比重同比提高6.08个百分点至41.75%，智能空调占比超过15%。

c. 竞争格局/态势

我国家电行业市场化程度较高，经过多年激烈的市场竞争淘汰，行业集中度处于较高水平，并已形成了一批综合性家电产业集团，如格力集团、美的集团、海尔集团、长虹集团、海信集团等，在行业内处于较高市场地位。

空调是白电行业中规模最大的细分行业。经过多年的洗牌，寡头竞争格局较为稳固，且市场集中度不断有所提升。根据新闻整理数据，2017年格力、美的国内市场占有率分别为47.37%和27.25%，为国内空调行业第一梯队。其余国内份额主要由青岛海尔、奥克斯、TCL、长虹、海信、科龙、志高占据，但单个企业的市场份额不超过7%，与第一梯队企业差距明显。上述九大品牌合计国内市场占有率95%以上。同时，国内白电企业加速全球化进程，通过海外并购和海外建厂的方式进行全球资源整合和市场拓展，国内空调品牌在国外市场的影响力不断提升。

图表 5. 2017 年我国空调（左）和冰箱（右）市场占有率情况



资料来源：Wind 资讯

冰箱行业经过多年的价格战及产业整合，品牌集中度逐步提升。但除了青岛海尔市场份额明显领先外，其余冰箱品牌市场份额分布较分散，根据产业在线数据，2017年青岛海尔市场占有率为33.06%，美的、海信科龙、

美菱、TCL、康佳国内市场占有率分别为 10.53%、12.58%、8.19%、1.96%、2.14%，其中美的的市场份额上升较快，较年初提升 7.43 个百分点。上述六大国内品牌市场占有率合计在 70% 以上。其余市场份额被以西门子为代表的外资品牌占据。

图表 6. 白电子行业核心样本企业数据概览（2017 年，单位：亿元，%，次）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	净利润	应收账款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	年度 EBITDA	经营性净现金流
珠海格力集团有限公司	1,498.69	224.58	33	7.81	2243.70	66.92	295.79	190.97
奥克斯集团有限公司	247.63	13.73	9.95	3.83	357.15	69.96	23.28	22.59
广州万宝集团有限公司	300.29	5.92	10.13	15.51	175.31	71.82	16.40	6.30
美的集团股份有限公司	2407.12	186.11	15.54	8.01	2481.07	66.58	295.18	244.43
青岛海尔股份有限公司	1592.54	90.52	12.90	5.98	1514.63	69.13	145.35	160.87
海信科龙电器股份有限公司	334.88	20.51	12.05	8.9	214.74	67.62	29.46	4.55
无锡小天鹅股份有限公司	213.85	17.08	13.36	8.63	213.38	61.49	22.51	20.16
广东奥马电器股份有限公司	69.64	3.99	4.56	6.17	104.14	66.75	7.37	-8.33
惠而浦(中国)股份有限公司	63.64	-0.97	4.79	5.89	84.78	54.09	0.63	3.74
澳柯玛股份有限公司	46.62	0.32	13.10	5.29	48.98	60.17	1.80	0.84

资料来源：新世纪评级整理

d. 风险关注

➤ 行业结构性产能过剩，增速进入新常态

我国城乡收入差距客观上造成了我国家电市场二元化市场结构的差异。一方面，由于早年“家电下乡”等补贴政策提前透支消费，城市市场主要家电产品保有量已处于较高水平，另一方面广大农村地区的家电保有水平仍较低，在农村购买力不足的条件制约下，家电企业只能将精力集中于竞争已非常激烈的城市市场，导致家电行业整体边际需求长期得不到提高，造成家电行业产能结构性过剩的现象，下游市场需求表现疲弱，预计行业将在较长时间内处于低速平稳增长状态。

➤ 原材料价格波动风险

我国家用电器的零部件主要由金属和塑料构成，主要包括钢板、铜管、铝箔和塑胶原料等，原材料成本在家电产品中占比约 85%，因此家电企业对原材料价格波动较为敏感。原材料价格的普遍上涨将降低家电企业整体的毛利率，同时从家电行业历史发展规律看，每次原材料价格的较大波动都会加大行业内中小企业的生存压力，加速行业洗牌。2017 年家电主要原材料价格普遍上升挤压企业盈利空间，导致企业普遍盈利能力下降。短期来看，在供给侧改革、经济结构调整去产能条件下，预计家电主要原材料价格仍存在小幅同比上涨的可能，将继续给部分成本转嫁能力较弱企业带来盈利压力。

➤ 市场竞争风险

不同梯队家电企业之间分化明显，龙头企业规模优势显著，可凭借较强

的品牌溢价、先进的生产工艺、渠道掌控力等优势在成本上升及下游需求低迷时保持较好的盈利水平；但第二梯队以下企业综合实力不足，在成本压力上升的情况下往往处于被动，经营业绩下滑风险明显加剧，面临较大市场竞争风险。随着市场需求增速的放缓，市场竞争更为激烈，行业内企业之间收购兼并频繁，强者恒强的现象使得市场份额进一步向优势企业集中，二、三梯队企业生存压力加大。

► 转型升级压力较大

随着国内家电行业转型升级加快，行业内企业面临较大的产品转型升级及技术创新压力。新产品、新技术的不断涌现将对市场反应及适应能力弱的企业竞争力造成冲击。

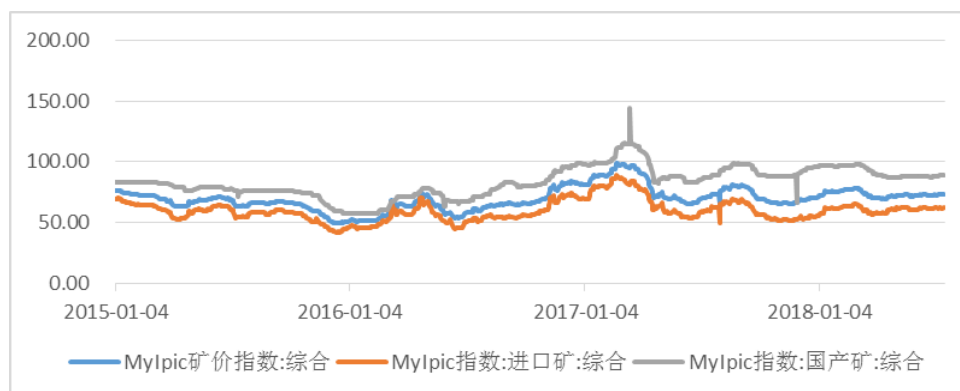
此外，随着市场增速放缓，部分市场竞争力不强的企业开始脱离家电主业，谋求多元化发展，需关注该类企业的收购整合及协同性不强的多元化发展带来的风险。

B、商贸业务

该公司贸易业务以经销钢铁和有色金属（电解铜、锌锭）等为主，经营状况与相关货品波动息息相关。

在经历了前期的高速增长阶段之后，国内钢铁行业逐步出现产能过剩。目前我国对钢铁行业积极实施的去产能、去杠杆、降成本、鼓励行业重组等措施已经取得一定成果。2016年以来钢材行业供给端收缩明显，价格有所回升。在钢材产业链中，厂商地位相对强势，贸易企业一直处于微利的状态，并承担了较大的价格波动风险。

图表 7. 2015 年以来钢材价格及铁矿石价格走势情况



资料来源：Wind 资讯

2. 业务运营

该公司主营白色家电产品生产和销售，已形成了一定的产业链体系，其中空调和冰箱产业一直是公司的主要收入和盈利来源。受益于空调子行业景气度阶段性回升，2017 年以来公司空调板块效益有所改善；由于冰箱市

场需求持续疲弱、自身产品竞争力偏弱，冰箱板块业绩持续减弱；商贸业务扩大了营业收入，但盈利贡献小。当年，公司主业盈利略有提升，投资收益对业绩贡献较大，整体仍面临较大经营压力。

作为广州市地方国有家电企业，该公司形成了以空调制造为主、冰箱制冷家电为辅的业务结构，相关业务具有一定的协同效应，业务链体系相对完整。2013年下半年起，公司开始大规模发展大宗商品贸易业务。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
空调产业	中国、日本	纵向一体化	品牌、技术、规模、管理、成本
冰箱产业	国内为主、海外亦有布局	纵向一体化	成本、技术、品牌、管理等
贸易	基本为内销	横向规模化	资本、客户渠道

资料来源：万宝集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		238.32	246.22	300.29	66.23	49.09
其中：（1）空调产业	金额	82.02	76.36	93.24	22.86	19.45
	占比	34.42	31.01	31.05	34.52	39.62
（2）冰箱产业	金额	30.96	27.91	26.76	5.75	6.97
	占比	12.99	11.34	8.91	8.68	14.2
（3）贸易	金额	114.06	127.23	157.35	33.9	18.77
	占比	47.86	51.67	52.40	51.19	38.24
（6）其他	金额	11.28	14.72	22.94	3.72	3.9
	占比	4.73	5.98	7.64	5.62	7.94
毛利率		9.46	10.13	8.62	10.82	11.01
其中：（1）空调产业		19.84	24.28	21.94	23.67	19.85
（2）冰箱产业		11.01	8.60	2.43	10.78	8.18
（3）贸易		0.37	0.76	0.33	0.44	0.75
（6）其他		21.72	20.52	18.53	26.64	21.54

资料来源：万宝集团

2017年该公司营业收入同比增长21.96%至300.29亿元，其中空调产业、冰箱产业和贸易收入分别占当年收入总额的31.05%、8.91%和52.40%，贸易和空调相关收入为主要收入增量来源。2018年第一季度，受益于空调和贸易业务扩大，公司营业收入同比增加34.92%至66.23亿元。

A. 空调产业

该公司空调产业的实施主体主要为合资子公司，主要包括松下空调和松

下压缩机，公司对上述两者的持股比例分别为 32.11% 和 32.26%¹。公司空调产业技术优势和品牌效应较为突出，受益于空调行业景气度阶段性回暖，2017 年以来效益有所改善。

图表 10. 公司空调板块主要子公司的核心财务数据 （单位：亿元）

企业名称	类别	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
松下空调	总资产	20.33	14.96	17.51	21.00
	净资产	0.28	0.66	1.37	1.35
	营业收入	47.24	41.53	49.75	10.19
	毛利率	17.10%	19.62%	17.96%	19.74%
松下压缩机	总资产	18.26	20.97	25.24	27.58
	净资产	12.08	12.70	13.86	14.36
	营业收入	23.67	22.72	29.54	8.28
	毛利率	13.34%	19.40%	17.62%	17.86%

资料来源：万宝集团

a. 空调

家用空调是该公司的核心产品之一，也是公司的优势产品，品种数量达 100 余个。凭借松下电器品牌授权，公司使用“松下 Panasonic”品牌销售空调产品，具有较高的品牌知名度。

2017 年，该公司家用空调产品营业收入为 49.75 亿元，较上年增长 19.78%，仍为第一大收入来源。家用空调产品以出口为主（主要销往日本），辅之以内销；且采取差异化市场营销，即外销产品在样式、性能、品质等方面更为优异。松下电器在日本具有较强竞争力，空调产品在日本市场占有率一直为 25% 左右，公司空调外销量受当地经济景气度影响而小幅波动，2017 年完成外销 165.70 万台，同比增长 6.23%；因定价调整²，外销金额同比减少 7.99% 至 28.2 亿元。受益于内销市场火热，加之公司持续加大内销产品高端化推广力度，提升了产品外观、制冷制暖效果、加湿除菌等高附加值功能，2017 年空调内销量价大幅齐升，2017 年内销量和金额分别为 76.70 万台和 21.30 亿元，同比增速分别为 82.62% 和 97.59%。2018 年第一季度，公司空调销量与上年同期差异不大，内销产品线上移对产品价格提升形成了支撑，当期松下空调营业收入同比增长 7.49% 至 10.19 亿元，营业毛利为 2.01 亿元，同比增长 14.65%。虽然短期内空调销售量因产品结构优化而有所好转，但在行业竞争加剧的背景下，经营压力仍较大。

¹ 2017 年末，松下空调股权结构为：松下电器产业株式会社、广州万宝家电控股有限公司、松下电器（中国）有限公司分别持股 39.60%、32.11% 和 28.29%；松下压缩机股权结构为：广州万宝家电控股有限公司、松下电器产业株式会社和松下电器（中国）有限公司分别持股 31.26%、43.79% 和 24.95%。松下电器产业株式会社全资控股松下电器（中国）有限公司，广州万宝家电控股有限公司为万宝集团的全资子公司。松下电器在日本草津、中国广州、马来西亚等设有空调及相关配套生产基地，其中广州基地的产销规模最大。鉴于经营状况，2013 年以来松下空调和松下压缩机均未现金分红。

² 定价机制和变动原因详见下段分析。

图表 11. 公司家用空调产品的产销情况 (单位: 万台、%、元)

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
空调	产能	450.00	450.00	450.00	112.50
	产量	226.00	201.00	245.00	47.60
	销量	226.00	198.00	242.40	44.50
	平均售价	2090.00	2141.00	2042.00	2282.00
	产能利用率	50.22	44.67	54.44	42.31
	产销率	100.00	98.51	98.94	93.49

资料来源：万宝集团

该公司外销空调采取委托代销的销售方式，产品全部通过松下电器各地成立的销售机构对外销售，一般按照生产成本加 5% 的利润确定售价，2016 年下半年松下电器临时调升利润率至 10% 以支持空调产品升级产生的技术和推广投入，2017 年恢复至 5%。内销方面，公司产品销售区域分布在华南等沿海地区，主要通过代理商销往终端客户，其中经销代理占内销收入占比在 75% 左右，国美、苏宁等电器卖场占比约 20%，2017 年还持续加强了直营门店、电商等渠道建设。松下电器的关联定价提升不具有可持续性，未来空调经营的改善将有赖于家电需求提升、公司技术和市场开拓能力。

该公司现有室内机组装线小型机 22 条、大型机组装线 6 条；室外机组装线小型机 6 条、大型机 3 条，具备年产 450 万台空调的生产能力。近年来空调产品受家电市场波动大，产能利用率偏低，2017 年不足 55%。目前，公司通过调整生产班次、人员配置以实现降本增效。

技术方面，该公司空调产品（含压缩机）核心技术主要由合资方股东松下电器掌握，生产技术、装备和工艺均通过合资方引入，公司自主研发需求不高，仅需要承担产品调试检测工作。根据约定，公司每年需向松下电器支付技术使用费和商标使用费，分别为营业收入的 2% 和 1%。

依托较完整的空调产业链结构，除少数 3P 以上大型机配套零部件需外协以外，该公司绝大多数核心零部件，如空调压缩机、马达、电压检出器、离子发生器等基本实现自给，核心零部件供给稳定性较强。

资金结算方面，内销环节，该公司实行月结方式，大部分采用 3 个月银行承兑汇票结算，并在收到客户支付的银行承兑汇票后一般贴现或持有至到期；外销环节，公司给予下游 30 天账期，采取后 T/T 结算方式。采购环节，公司在货到后 30 天付款，除关联采购空调压缩机外，其余基本采用银行承兑汇票结算。

该公司与关联方采用人民币或日元结算，故人民币汇率波动增加了其汇兑损失风险，对盈利形成一定负面影响。为应对于此，公司进行远期外汇交易操作，提前一个月与银行订立出卖远期外汇的合同，尽可能避免外汇风险暴露。

b. 空调压缩机

该公司空调压缩机共 20 多个系列，其中房用（家用）空调变频压缩机为其优势产品，从 0.5 匹至 6 匹规格机型均有产品对应。依托较为领先的空调压缩机变频核心技术，公司在国内家用空调压缩机市场整体占有率约 10%，在细分变频市场占有率为 40% 左右，排名第三。

与下游空调整机市场走势趋同，2017 年该公司空调压缩机呈上升态势，销量较快速上升至 1025.28 万台，同比增长 31.78%，收入同比增长 30.01% 至 29.54 亿元，略缓于销量增速是由于下游客户主推小型机种致使空调压缩机售价下滑。2018 年第一季度，空调压缩机销量增长且产品结构有所调整，业绩持续提升，当期松下压缩机营业收入为 8.28 亿元，同比增长 22.30%；营业毛利同比增长 32.95% 至 1.48 亿元。短期内，空调压缩机业绩或随空调需求、原材料价格而出现波动。

图表 12. 公司空调压缩机产品的产销状况（单位：万台、%、元）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
空调压缩机	产能	1000.00	1000.00	1400.00	350.00
	产量	776.00	793.00	1025.86	289.61
	销量	796.00	778.00	1025.28	281.54
	平均售价	296.00	290.80	285.87	292.19
	产能利用率	77.60	79.30	73.28	82.75
	产销率	102.58	98.11	99.94	97.21

资料来源：万宝集团

从销售渠道来看，该公司空调压缩机约 35%（销售额口径）向松下空调和松下电器等关联方销售，其余均直接销售给海尔、志高、格力和一些日系整机厂商，2017 年对海尔、志高两家客户销售额合计 6.99 亿元，占销售总额的 23.76%。销售结算方面，公司一般给予关联方 30 天的赊销期，采取后 T/T 结算模式，与非关联客户则隔月结账，除接受长期合作的大客户银行承兑汇票外，其余基本要求现款。

因订单不足导致产能利用率偏低，加之公司对市场前景判断，2015 年上半年起，公司陆续关闭了 3 条房用空调压缩机生产线和 1 条车用空调生产线。至年末，空调压缩机产能缩减至年产 1000 万台。2017 年，下游空调整机销售带动空调压缩机订单需求，公司通过提高设备利用率、增加生产班次和管理措施改善等方式弥补产能缺口，年末空调压缩机产能回升至年产 1400 万台。

空调压缩机的原材料主要包括：铜、电磁钢板、热轧板、铝等。原材料和零部件均设置多家供应商以保证货源的稳定性，2017 年前五位采购商采购量（金额）占总量的 47%。公司采用半月结或月结的方式，账期通常不超过 30 天，通常以银票支付货款。相比销售结算周期，公司的空调压缩机业务资金压力不大，外部融资需求较少。

c. 其他

除家用空调产品及相关配套外,该公司还通过与江森日立设立的合资企业江森自控日立万宝空调(广州)有限公司(公司持股 43.36%)、江森自控日立万宝压缩机(广州)有限公司(公司持股 40%)、广州日宝钢材制品有限公司(公司持股 40%)生产和销售大型中央空调、商用空调压缩机,并提供各类金属制品的开料、冲压、加工业务。其中商用空调和压缩机 2017 年分别实现营业收入 5.46 亿元和 16.33 亿元,同比增速分别为 28.53%和 20.74%;上述业务虽然经营规模不大,但其利润空间相对较好,且增速较快,2017 年对公司的毛利贡献 6.61 亿元,同比增长 10.54%。

B. 冰箱产业

该公司冰箱产业的经营主体主要为全资控股子公司广州万宝集团冰箱有限公司(以下简称“万宝冰箱”)和广州万宝集团压缩机有限公司(以下简称“万宝压缩机”),分别负责冰箱整机和压缩机的产销。公司冰箱产业竞争力有限,除冰箱压缩机外,其余产品的产销规模偏小或竞争优势不明显。2017 年,冰箱行业需求疲弱,铜、铝等原材料价格不断上升,公司虽然调升产品价格转移部分成本,但调整幅度有限,冰箱产业业绩下滑明显;2018 年第一季度公司冰箱板块仍经营承压。

图表 13. 公司冰箱板块主要子公司的核心财务数据 (单位:亿元)

企业名称	类别	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
万宝冰箱	总资产	13.06	13.22	12.28	12.48
	净资产	2.26	2.22	0.92	0.95
	营业收入	9.80	9.44	9.11	1.65
	毛利率	11.29%	9.65%	0.37%	16.15%
万宝压缩机	总资产	20.85	20.23	28.76	28.22
	净资产	5.08	5.07	6.40	6.57
	营业收入	23.03	20.16	21.60	4.73
	毛利率	10.06%	7.40%	3.75%	8.24%

资料来源:万宝集团

a. 冰箱

该公司冰箱产品主要为定位大众化的小型单门冰箱,以 OEM 贴牌出口至美洲等国外区域,客户主要包括 GE、MC、伊莱克斯、PAX、意大利 MARES 公司及 CO.PRO 公司等,2017 年公司冰箱出口状况与上年基本持平,分别实现销量和销售额 95.99 万台和 5.64 亿元。在保持出口业务规模的同时,公司积极拓展国内市场。公司内销采用“万宝”品牌,限于市场需求不振、自身销售渠道和品牌知名度偏弱,目前国内销售以农村及二、三线城市为主,区域集中于广东、贵州和山东,市场开拓成效总体低于预期。2017 年内销冰箱降价促销,但销售状况仍欠佳,当年销量同比减少 17.66%至 45.68 万台,内销金额同比减少 22.75%至 3.04 亿元。2018 年第一季度,公司冰箱销量同比减少 16.62%,但通过降本增效、优化产品结构以提升平均售价,

冰箱毛利率明显提升，营业毛利为 0.26 亿元（上年同期为 0.20 亿元）。

该公司冰箱整机目前拥有两大生产基地，分别位于从化市（广州市辖县级市）和民权县（隶属于河南省商丘市）。其中从化市基地以生产小型冰箱为主，具备年产 200 万台的产能；民权基地设计产能为年产 160 万台大冰箱、大冷柜，于 2012 年 11 月陆续投产，并在 2014 年 6 月全部达到预定可使用状态。跟踪期内，公司仍处于产能爬坡期，产能利用率偏低。

图表 14. 公司冰箱产品的产销状况（单位：万台、%、元）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
冰箱（含冷柜）	产能	350.00	360.00	360.00	90.00
	产量	146.93	154.02	132.66	28.26
	销量	140.35	151.97	141.67	26.18
	平均售价	678.3	595.40	613.19	630.75
	产能利用率	41.98	42.78	36.85	31.40
	产销率	95.53	98.67	106.79	92.64

资料来源：万宝集团

b. 冰箱压缩机

该公司冰箱压缩机市场地位较为稳固，采用自主驰名商标“HUAGUANG”，与多家一二线品牌冰箱整机生产厂商保持了良好合作关系，市场份额在国内厂商中排名第五，2017 年冰箱压缩机销量同比增长 5.60% 至 1416.45 万台，收入相应增至 21.60 亿元；当年冰箱压缩机售价有所上升，但原材料价格增幅更大，产品毛利率快速降至 3.75%。2018 年第一季度，冰箱压缩机价格略微上调，并减少了低毛利产品销售，经营效益较上年同期略有改善，当期业务收入和毛利分别为 4.73 亿元和 0.39 亿元（上年同期分别为 5.07 亿元和 0.37 亿元）。公司冰箱压缩机以国内销售为主，占比约 80%，内销客户包括青岛海尔、新飞、美的、海信容声、美菱等，出口对象则主要有伊莱克斯、惠而浦等。2017 年前五位主要下游客户销售额占总销售收入的 52.06%，客户分布较为分散。销售结算方面，公司内销通常采用先货后款的结算方式，其中 3 个月银行承兑汇票结算方式约占 80%；出口销售结算方式以 150 天内信用证结算方式为主。

图表 15. 公司冰箱压缩机产品的产销状况（单位：万台、%、元）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
冰箱压缩机	产能	2350.00	2350.00	2350.00	587.50
	产量	1302.69	1354.46	1417.39	329.21
	销量	1364.59	1341.38	1416.45	320.55
	平均售价	145.95	130.27	136.80	135.78
	产能利用率	55.43	57.64	60.31	56.04
	产销率	104.76	99.03	99.93	97.37

资料来源：万宝集团

技术方面，广州冷机在“六五时期”全套引入日本松下冰箱压缩机生产工艺，技术合作期为 15 年。近年公司持续保持较高的科研投入，依靠自主

研发进行技术更新升级，掌握了冰箱板块核心技术，生产所需核心零部件基本可以实现自给。

冰箱压缩机原材料主要包括钢材、铸件、铜管和漆包线等，以国内采购为主。为应对原材料价格波动，对于部分大宗物资（如钢材、铜等），该公司根据市场情况，提前将其价格锁定在合理范围内。公司采购以预付和赊购结合为主，账期在 90 天以内，倾向于采用银行承兑汇票结算。

c. 其他

此外，该公司还通过全资或控股子公司广州万固压缩机有限公司（公司持股 58%）、广州嘉特利微电机实业有限公司（公司持股 86.85%）、广州森宝电器有限公司（公司持股 70%）和广州万宝漆包线有限公司（全资子公司），从事车载冰箱压缩机、冰箱电机、冰箱压缩机保护器起动机、冰箱用漆包线的产销业务，上述细分产业均未形成规模效应，市场份额小，对公司整体盈利贡献少。

C. 贸易业务

自 2013 年下半年起该公司开始从事大宗商品贸易业务，由新设成立的广州万宝贸易有限公司（以下简称“万宝贸易”）负责经营。公司贸易品种根据市场走势有所调整，2017 年以来继续扩大有色金属贸易并快速收缩钢贸。

该公司涉足商贸时间短，但业务规模较大且快速扩张，2017 年和 2018 年第一季度分别实现贸易收入 163.19 亿元和 34.07 亿元³，同比增速分别为 24.19% 和 69.34%。基于业务定位和自身资金状况，预计未来三年贸易收入仍将至少维持在当前水平。公司采用批发为主的自营贸易模式，通过采购与销售价差赚取利润，故处于微利状态，毛利率仅 0.50% 左右。

图表 16. 2015 年以来贸易收入结构 （单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
有色金属	39.66	33.75	95.85	75.95	130.44	79.93	23.09	67.77
钢材	43.42	36.95	23.82	18.13	4.42	2.71	2.89	8.48
矿石	0.10	0.08	1.51	1.15	0.00	0.00	0.00	0.00
煤炭	10.17	8.65	0.51	0.39	0.30	0.18	0.00	0.00
油类	6.54	5.56	3.28	2.49	1.20	0.74	0.00	0.00
其他	17.64	15.01	6.42	4.89	26.83	16.44	8.09	23.75
合计	117.53	100.00	131.40	100.00	163.19	100.00	34.07	100.00

资料来源：万宝集团

该公司上下游客户集中度偏高，前五大供应商和下游客户占采购金额或销售金额的比重均超过 45%。在贸易结算中，公司需向上游供应商预付一定比例的采购款，付款方式以现汇为主；对下游企业一般给予 1 个月信用

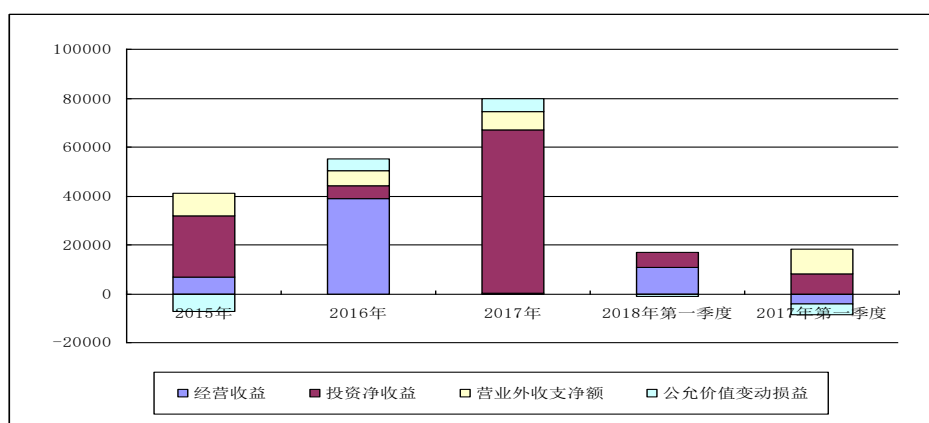
³ 该公司合并口径贸易收入略小于贸易平台收入系因合并抵消所致。

期，但要求小客户款到发货。购销环节现金流结算时间差决定了其短期资金压力较大。同时，规模的扩大加重了公司流动资金压力。

为控制货品价格波动风险，该公司通过实行“以销定购”确定供应商以及销售客户，并严格履行合同定价，锁定价格敞口；此外，还尽可能减少库存储备。至2018年3月末，公司库存钢材为0.97万吨、有色金属库存为0.60万吨，跌价损失风险可控。

(2) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构 (单位: 万元)



资料来源：根据万宝集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2017年，该公司盈利空间较大的空调产业和低毛利的商贸业务同时扩大，冰箱产业经营明显弱化，营业毛利同比略增3.81%至25.88亿元，综合毛利率为8.62%，较上年下降1.51个百分点。当年，公司加大产品推广力度，加之日元及其他外币对人民币贬值产生汇兑损失，期间费用支出同比增长17.69%至22.51亿元，占比营业收入的7.50%（若剔除贸易收入计算单位收入期间费用率，则为15.75%，较上年微降0.33个百分点）。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015年度	2016年度	2017年度	2018年 第一季度	2017年 第一季度
营业收入合计(亿元)	238.32	246.22	300.29	66.23	49.09
毛利(亿元)	22.55	24.93	25.88	7.17	5.40
期间费用率(%)	8.50	7.77	7.50	8.71	11.11
其中：财务费用率(%)	0.93	0.61	1.02	1.26	1.05
全年利息支出总额(亿元)	2.26	2.45	2.79	0.54	0.92
其中：资本化利息数额(亿元) ⁴	—	—	—	—	—

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理。

该公司主业利润少，投资收益构成公司主要的收益来源。2017年公司

⁴ 该公司利息支出全部费用化处理。

实现投资收益 6.67 亿元，主要包括权益法核算的长期股权投资收益 3.27 亿元，主要系因参股及联营单位经营效益尚好；处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益 1.96 亿元，形成于远期外汇投资收益（0.86 亿元）、短期投资股票净收益（0.64 亿元，投资标的主要为 A 股大盘蓝筹板块股权）和银行理财收益（0.46 亿元）；处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.07 亿元，主要源于合伙基金收益（0.15 亿元）和将原入账至可供出售金融资产的股权调整至交易性金融资产所产生的收益（0.91 亿元）。凭借非经常性损益的增加，2017 年公司净利润同比增长 55.36% 至 5.92 亿元，净资产收益率和总资产报酬率分别升至 12.55% 和 6.57%。2018 年第一季度，公司仍延续上年经营态势，净利润为 1.08 亿元，较上年同期增长 50.02%。未来公司营业毛利、非经常性损益均具有很大的不确定性，预计盈利规模和资产获益能力或出现波动。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析 （单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益	24748.12	5085.38	66721.58	6072.39	7915.49
其中：理财产品	2160.12	157.57	1016.51	5349.05	1512.50
二级市场证券投资	305.17	81.80	6412.59	49.32	2707.95
对联营企业和合营企业的投资收益	1129.95	2653.88	42672.78	423.30	607.60
远期外汇	10588.55	-8364.93	6536.30	250.72	3087.44
房地产债权类基金项目	10564.33	10557.05	10083.40	—	—
营业外收入	14512.31	9297.67	8095.13	989.11	10635.74
其中：政府补助	12278.48	5123.63	3657.67	—	—
处置非流动资产利得	655.94	1920.19	2045.98	—	7055.79
其他（处置废料、税收返还、坏账转销、逾期预收转销、债务重组利得等）	1577.89	2253.85	2391.48	989.11	3579.95
公允价值变动损益	-7051.32	4809.40	4925.16	-1234.19	-4248.33
其中：股票	172.54	844.45	8452.02	—	—
投资性房地产	-1523.97	282.04	-1800.19	—	—
远期外汇	-5699.89	3682.91	-1726.67	-1234.19	-4248.33

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

根据该公司 2018 年战略规划研讨会提出的“十四五初步规划”：基于广州市国企在汽车核心领域的产业集群效应，加之该公司在制冷产业已处于相对稳定发展阶段，并在制造业的技术、管理和资本积累方面已具备优势，未来公司重点围绕装备制造业，通过稳步发展家电及制冷板块、大力拓展铸锻板块、积极开拓有色金属材料领域，形成三大产业互相联动发展态势；辅以高端资本营运和物贸业支撑制造业发展，创造新的利润支柱。其中，家电及制冷板块仍将是公司发展基础和中坚力量，一方面，加强冰箱、压

压缩机及相关配套企业联动，保持冰箱产业链稳健发展；另外一方面，利用合资企业的管理和技术输出优势，提高空调产业链的盈利水平。铸锻板块具体布局精锻、锻造、铸铁、铸钢、材料加工、金属回收等产业，发展成为中南五省装备制造业和汽车行业主要锻件供应商。有色金属板块围绕制冷、家电产业、新能源汽车产业提供高质量的有色金属原材料，创建具有竞争实力的流漆包线及铜杆中高端产品供应商品牌。

2016年7月，该公司与韶关市国资委、广东省韶铸集团有限公司（以下简称：“韶铸集团”，韶关市国资委直属企业）签订战略合作框架协议。根据自身转型升级的战略发展需要，公司参与韶铸集团的改革重组和搬迁工作，向压缩机部品铸件的上游产业链拓展。2017年1月，公司以7822.60万元收购韶铸集团30.41%股份⁵；2018年6月，公司将广东韶铸精锻有限公司的100%股权⁶及400亩土地使用权作价1.55亿元⁷注入韶铸集团，至本报告日，公司对韶铸集团出资2.93亿元，持股比例为61.83%，上述投资款源于自有资金及外部融资。至2017年年末，韶铸集团经审计的合并口径资产总额为9.12亿元，所有者权益为1.57亿元（其中归属于母公司所有者权益为1.52亿元）；当年实现营业收入7.28亿元，净利润0.2亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为0.19亿元），经营活动产生的现金流量净额为0.30亿元。被收购对象经营状况欠佳，公司面临一定的重组梳理压力，但可引导公司产业范围由家电制冷行业拓展到装备制造行业。

2018年3月，广州市国资委印发穗国资产权[2018]4号，决定将广州钢铁企业集团有限公司持有的广州市冶金工业研究所股权按现状成建制划拨给该公司，划拨以2017年12月31日冶金研究所财务审计报告的净资产⁸作为依据，增加实收资本（或资本公积）投入处理。公司将以划拨广州冶金工业研究所为契机，进行合金钢坯等材料开发，形成与铸锻相关的材料科学研究、工艺装备研究能力，并在后续不断加强研发投入和建设，促成产学研深度融合。

根据该公司2018年经营预算，公司计划2018年家电业务投资约5亿元，非制造类项目投资2亿元左右，外部资金来源主要包括银行借款和债券市场融资等，在现有刚性债务偏大情况下，公司面临一定的融资压力。

管理

跟踪期内，广州市国资委对该公司现金增资，公司治理结构及管理水平等方面无显著变化。

⁵ 同期，该公司向韶铸集团派驻财务总监、副总经理。

⁶ 该公司本部出资6000万元全资控股，主要系用于购置德国进口设备开展生产工作。

⁷ 位于韶铸集团生产基地附近，工业用地。

⁸ 经初步估算，净资产约为102万元。冶金研究所股权转让工作正在进行中，至本报告日尚未纳入该公司合并范围。

2017年12月，广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）对该公司现金增资0.17亿元。截至2018年3月末，公司实收资本为12.01亿元⁹，仍由广州市国资委全资控股。

据该公司2018年7月16日的《企业信用报告》所载，公司本部无信贷违约情况发生。此外根据公开信息，公司债券偿付正常。

图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.05.07	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.05.07	无	正常	不涉及	不涉及
诉讼	全国法院失信被执行人名单信息公布与查询	2018.05.07	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统、企业提供	2018.05.07	无	无	无	无
质量	企业提供	2018.05.07	无	无	无	无
安全	企业提供	2018.05.07	无	无	无	无

资料来源：根据万宝集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司财务杠杆水平相对较高，现金流状况对债务偿付保障度仍不足，但公司融资渠道畅通，资金周转压力得到一定缓解。

1. 数据与调整

中审华会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司对该公司的2017年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006版）、企业会计制度及其补充规定。

财政部于2017年4月28日、2017年5月10日分别发布了《企业会计准则第42号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第16号-政府补助》（修订），并定于2017年5月28日、2017年6月12日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对2017年1月1日存在的政府补助采用未来适用法处理。

2017年末，该公司纳入合并范围内的主体共61家，较上年末增加6家，减少2家。当年，公司新设成立了广州长晟一号股权投资合伙企业（有限

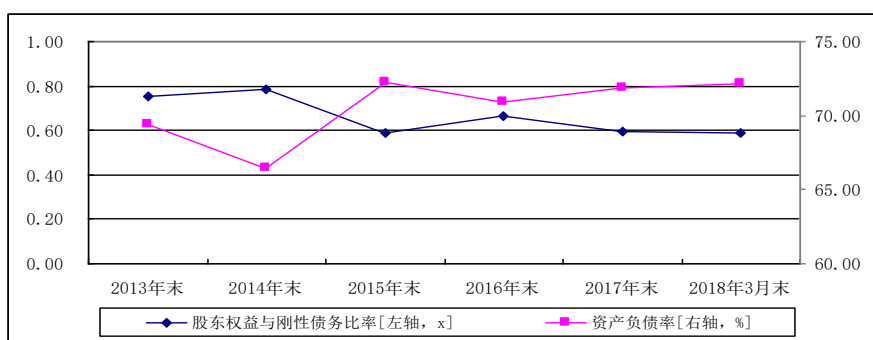
⁹ 2018年4月完成工商登记变更。

合伙)、广州长晟二号股权投资合伙企业(有限合伙)、广州万宝融资租赁有限公司、广州万宝长晟资产管理有限公司、万宝电器有限公司、河南万宝新能源控股有限公司,注销了合肥索达制冷科技有限公司合肥加特利微电机有限公司。合并范围变化对公司经营和财务状况的影响有限。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

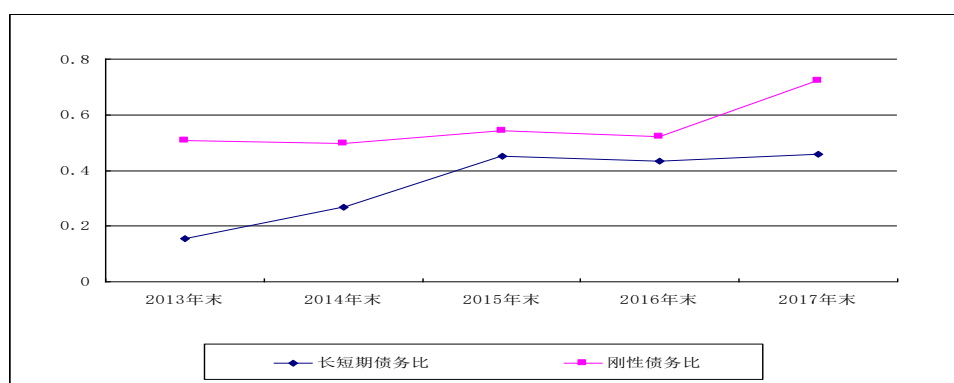


资料来源: 根据万宝集团所提供数据绘制。

因增资及经营积累, 2017 年末该公司所有者权益较上年末增长 9.88% 至 49.40 亿元, 权益资本有所增厚¹⁰。公司净资产中主要由少数股东权益、未分配利润和实收资本构成, 2017 年末占比分别为 43.24%、28.82% 和 24.30%, 资本稳定性偏弱。公司负债规模由于日常经营周转和外部投资而维持在较大规模, 导致资产负债率一直处于偏高水平, 2017 年末负债总额为 125.91 亿元, 较上年末增长 14.90%, 财务杠杆为 71.82%。2018 年 3 月末, 公司负债规模稳定, 结构未有重大变化。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



¹⁰ 2017 年, 该公司本部将持有的联营企业广州万宝新天地商贸有限公司 30% 股权以账面价值无偿划转给万宝压缩机, 冲减资本公积, 资本公积不足以抵减的, 冲减留存收益。

核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	53.18	54.64	68.46	67.61	82.97	85.33
应付账款 (亿元)	18.18	14.09	14.96	18.32	20.86	19.62
其他应付款 (亿元)	10.34	11.12	14.57	15.35	13.18	13.06
刚性债务占比 (%)	58.58	64.00	65.11	61.70	65.90	65.65
应付账款占比 (%)	20.02	16.50	14.23	16.71	16.57	15.10
其他应付款占比 (%)	11.39	13.03	13.86	14.01	10.47	10.04

资料来源：根据万宝集团所提供数据绘制。

从债务结构看，该公司负债主要分布在刚性债务、应付账款和其他应付款，2017 年末分别占负债总额的 65.90%、16.57% 和 10.47%。公司应付账款 20.86 亿元，较上年末增长 13.88%，随原材料采购扩大而快速增长。其他应付款 13.18 亿元，主要系松下电器产业株式会社的门店促销提成费、松下电器（中国）有限公司的技术提成费和商标使用费，余额一直较高，可视为合资方对公司的支持。

2018 年 3 月末，该公司未对外提供担保，也无重大未决诉讼事项。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成¹¹ (单位：亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
其中：短期借款	20.93	17.42	16.56	16.04	20.27	19.62
一年内到期的长期借款	0.54	0.59	0.65	0.03	0.15	0.00
应付票据	20.84	19.22	18.93	19.22	23.69	25.45
其他短期刚性债务	0.21	0.44	0.80	0.61	1.14	1.42
长期借款	2.62	2.56	2.34	2.75	2.75	3.86
应付债券	7.94	12.96	28.93	28.96	34.98	34.98
其他中长期刚性债务	0.10	1.45	0.24	0.00	0.00	0.00
综合融资成本 (年化, %) ¹²	2.99	3.46	3.30	3.63	3.37	—

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

刚性债务是该公司负债的主要构成，2017 年末为 82.97 亿元，较上年末增长 22.72%。当年，公司发行 1 期短期融资券、1 期中期票据和 2 期超短期融资券，发行规模合计 30 亿元，并到期兑付各类债务融资工具 24 亿元，年末应付债券余额增至 34.98 亿元。为补充运营资金，2017 年公司银行借款较上年末增加 25.45% 至 23.17 亿元，以短期借款为主，借款方式绝大部分为信用借款或保证借款，年末余额分别为 8.34 亿元和 9.79 亿元，

¹¹ 该公司将短期融资券、超短期融资券和一年内的中长期债务直接融资工具均列示于应付债券，故此处未分开列示短期刚性债务和中长期刚性债务

¹² 该公司开具的银行承兑汇票无融资成本，开票时只需要按开票金额的万分之五支付手续费；考虑到刚性债务中存在较大规模的应付票据（基本为银票），综合融资成本不高。

融资成本为基准利率至上浮 20%不等，年末本部、万宝压缩机和万宝贸易借款分别占比 40.94%、9.10%和 34.53%，其余分散于其他子公司。此外，公司还开具了大量银行承兑汇票用于支付材料货款，应付票据随原材料采购持续增大，2017 年末较上年末增长 23.24%至 23.69 亿元，内资企业保证金比例为 10%-30%，合资企业免保证金，期限一般为 6 个月。总体看，除 7 亿元中期票据外，其他刚性债务绝大部分将于一年内到期，存在较大的即期偿付压力。

图表 24. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：万元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	251145.06	—	—	—	5100
3%~4%（不含 4%）	1418.42	—	—	—	22355
4%~5%（不含 5%）	9968.39	80400	—	—	—
5%~6%（不含 6%）	164515.80	131200	—	120000	—
6%~7%（不含 7%）	23450.00	5000	—	—	—
7%及以上	—	—	—	—	—
合计	450497.67	221599.68		120000	27455.54

资料来源：万宝集团。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2~2018Q1
营业周期（天）	87.96	71.18	62.30	66.24	59.56	—
营业收入现金率（%）	92.15	99.48	92.49	99.67	115.95	116.81
业务现金收支净额（亿元）	13.86	27.16	16.48	28.86	20.61	21.42
其他因素现金收支净额（亿元）	-14.76	-15.08	-16.00	-13.61	-14.31	-15.09
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.90	12.08	0.48	15.25	6.30	6.33
EBITDA（亿元）	5.37	12.36	11.68	13.36	16.40	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.23	0.19	0.19	0.22	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.38	6.53	5.17	5.45	5.87	—

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司不断扩展商业贸易，相关业务具有高周转效率的特性，随着贸易规模不断扩大，公司营业周期总体相对较短，2017 年降至 59.56 天。由于公司收取票据并以此进行背书支付的情况较多，因此营业收入现金率一

直不高，2017 年为 115.95%。公司其他与经营活动有关的现金收支由于大额销售、管理费用维持在 15 亿元左右，业务现金收支净额受主业盈利状况以及账款回笼速度波动较大，成为影响经营性现金流的重要因素。2017 年，空调行业景气度仍维持高位，但冰箱行业出现疲软，公司主业获现规模下滑，“销售商品、提供劳务收到的现金”与“购买商品、接受劳务支付的现金差额”降至 38.36 亿元；扣除税费和各项期间费用后，经营活动产生的现金流量净额降至 6.30 亿元。2018 年第一季度，公司经营性现金净流入为 4.22 亿元，与上年同期差异不大。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成。受益于投资收益，2017 年利润总额增至 8.04 亿元；由于新购置的固定资产均为土地房产、机器设备等，摊销时间长导致新增折旧额不多，同时达到折旧年限的固定资产不断增加，固定资产折旧略降至 4.94 亿元，当年 EBITDA 为 16.40 亿元，较上年增长 22.75%，对利息支出的覆盖程度趋于增强，但未来或将随公司经营业绩出现波动。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-1.61	2.18	-2.85	0.67	2.43	-2.29
其中：理财产品投资回收与支付净额	-4.37	-4.86	-4.59	-4.03	-6.83	-7.47
其中：与主业有关的投资净额	-0.45	-6.52	-0.24	-0.77	-4.32	-4.34
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-6.43	-9.20	-7.68	-4.12	-8.70	-14.08
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.61	2.18	-2.85	0.67	2.43	-2.29
投资环节产生的现金流量净额	-4.37	-4.86	-4.59	-4.03	-6.83	-7.47

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理。

2017 年，松下空调和松下压缩机根据经营需求和财务状况适度加大设备更新力度，该公司“购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金”增至 7.67 亿元，除固定资产购置外，公司投资活动现金还反应了股权投资、理财产品购买及赎回¹³，收支相抵规模不大。2018 年第一季度，公司因开展融资租赁业务¹⁴，投资性现金净流出 2.86 亿元。

¹³ 上市公司股权以及合伙基金（明股实债，实际投资于房地产）买卖，分别计入“投资支付的现金”、“收回投资收到的现金”。银行理财产品的购买和回收，分别计入“收到其他与投资活动有关的现金”、“支付其他与投资活动有关的现金”

¹⁴ 2017 年 10 月，该公司成立广州万宝融资租赁有限公司，注册资本 5.00 亿元（于 2018 年 4 月全部到位），由公司全资控股，主要向大中型国有企业提供融资租赁服务。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q2
权益类净融资额	-1.05	-0.15	-4.49	1.82	-1.02	0.00
其中：永续债及优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务类净融资额	8.34	1.15	12.87	-4.28	3.55	6.88
其中：现金利息支出	1.01	2.16	2.51	2.81	3.29	3.76
筹资环节产生的现金流量净额	7.29	1.00	8.38	-2.46	2.54	5.86

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理。

2017 年该公司筹资性现金净流量为 2.54 亿元，受债务融资影响较大。公司融资需求视主业收现和投资支出的资金平衡情况而定，当年债务类净融资额为 3.55 亿元¹⁵。此外，公司获取国资委增资 0.17 亿元，同时因合资企业的外方股东调拨资金¹⁶，公司吸收投资收到的现金合计 2.13 亿元，但由于上缴国资收益，同期间权益类净融资额为-1.02 亿元。2018 年第一季度，公司筹资活动的现金流量净额为 1.37 亿元。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况¹⁷

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第 一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	79.64	73.12	84.05	97.94	113.84	117.49
	60.86%	56.94%	57.76%	63.37%	64.94%	65.22%
其中：货币资金（亿元）	8.60	11.02	13.55	19.64	20.27	21.77
应收票据	16.96	9.65	9.94	11.16	15.00	11.78
应收款项（亿元）	23.99	21.99	27.01	28.48	30.80	33.20
其他应收款（亿元）	3.49	6.16	10.73	12.06	13.33	13.95
存货（亿元）	15.84	14.55	14.75	15.70	19.68	23.36
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	51.22	55.30	61.47	56.61	61.47	62.66
	39.14%	43.06%	42.24%	36.63%	35.06%	34.78%
其中：固定资产（亿元）	30.92	29.98	27.99	27.05	29.84	29.80
可供出售金融资产（亿元）	—	5.46	10.46	7.50	11.49	11.56
长期股权投资（亿元）	8.47	8.02	11.08	11.43	9.35	9.46
期末全部受限资产账面金额（亿元）	—	—	—	3.35	4.38	4.38
期末全部受限资产评估价值（亿元）	—	—	—	—	—	—
期末抵质押融资余额（亿元）	—	—	—	1.35	4.69	1.93

¹⁵ 松下空调经营好转，加之未有分红，资金趋于充裕，进而信贷融资需求减少，该公司“取得借款收到的现金”和“偿还债务支付的现金”总体呈下降态势。

¹⁶ 外方股东根据合资企业经营状态拨付资金，资金源于归集松下资金池的经营盈余，直接冲抵其他应收款。

¹⁷ 2013-2015 年会计师事务所未要求该公司提供受限资产情况，故未统计相关数据。

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
受限资产账面余额/总资产 (%)	—	—	—	2.17	2.50	2.43

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理。

该公司资产规模有所扩大，2017 年末为 175.31 亿元，较上年末增长 13.44%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 64.94% 和 35.06%。期末公司流动资产增加至 113.84 亿元，仍主要由货币资金、应收账款、应收票据、其他应收款和存货构成。公司货币资金余额为 20.27 亿元，其中 4.15 亿元受限。应收票据和应收账款规模较大，主要为给予客户的商业信用，由于空调及贸易板块销售额大幅增长，2017 年末较上年末增长 15.38% 至 45.97 亿元。存货主要为库存的家电产品和生产所用原材料，净值为 19.68 亿元，基于空调和冰箱价格下滑的现状，短期内跌价减值风险较大，年末公司计提了 0.72 亿元跌价准备。其他应收款余额为 13.33 亿元，主要是与合并外主体存在资金往来，年末应收松下电器（中国）财务有限公司 7.46 亿元。

2017 年末，该公司非流动资产合计 61.47 亿元，可供出售金融资产和固定资产有所增加，长期股权投资变化较小。由于新增房地产信托投资，公司可供出售金融资产余额增至 11.49 亿元，主要包括德昭信托产品 1.86 亿元（期限 12 个月，收益率为 10.83%/年，资金流向为广州市德昭互联网服务有限公司）、中山恒大信托产品 4.22 亿元（期限 12+6 个月，收益率为 9.5%/年，投向为中山恒大绿洲城 2 期和 3 期的项目建设款）、潮州恒大信托产品 5.00 亿元（期限 12+6 个月，收益率为 9.9%/年，投向为潮州恒大城 4 期和 5 期的项目建设款）。期末长期股权投资余额 9.35 亿元，主要系对联营企业的投资，大部分为拥有被投资单位的实际控制权。固定资产净值 29.84 亿元，主要为机器设备和厂房；由于早期投入使用的生产线使用期限较长，部分机器设备成新率不高，公司不断投入资金进行技改，并因产品结构调整而新增了部分设备，目前生产线能够满足经营需求，固定资产质量总体尚可。

2018 年第一季度，该公司应收票据到期兑现较多，货币资金和应收票据此增彼减，空调、商贸板块经营规模扩大推定应收账款和存货持续较快增长，其余科目变动不大，3 月末资产总额为 180.15 亿元。

2018 年 3 月末，该公司资产总额中受限资产账面价值合计为 11.54 亿元，占总资产比例的 6.40%，主要包括质押存单和保证金 3.68 亿元，质押的应收账款 6.00 亿元，固定资产中抵押的房产 1.86 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动比率 (%)	101.24	108.67	116.05	128.04	131.75	132.10
速动比率 (%)	72.44	79.76	87.79	96.22	101.34	98.33
现金比率 (%)	15.42	22.72	20.15	27.93	31.32	31.34

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理。

该公司将短期类直接债务融资工具均列示应付债券，导致账面资产流动性指标优于实际情况。2018 年 3 月末，公司在持可动用货币资金 18.09 亿元，交易性金融资产余额 6.11 亿元（主要系通过二级市场购入 A 股股权），相关资产变现能力强，但对于短期刚性债务覆盖仍不足。

从具体偿债主体看，2018 年 3 月末该公司控股子公司松下空调和松下压缩机货币资金和应收票据分别为 6.02 亿元和 4.26 亿元，另有归集在松下资金池 10.42 亿元，可对其开具的 14.29 亿元应付票据提供保障¹⁸；绝大部分银行借款、有息债券和部分应付票据则由本部和全资子公司负责偿付，相关承债主体经营获现能力有限，且分红收益不多¹⁹，资金周转压力偏大。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司未对外提供担保，也无重大未决诉讼事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要履行管理职能，对控股子公司实施资金集中管理（包括统一授信、调剂资金余缺等），对合资企业由公司委派的中方代表进行监管。2017 年末，本部总资产为 66.77 亿元，主要为对下属子公司股权、其他应收款和货币资金，余额分别为 29.80 亿元、26.27 亿元和 6.52 亿元。同期末，总负债为 48.40 亿元，主要是应付债券和短期借款，余额分别为 34.98 亿元和 8.30 亿元。因本部对下属控股子公司资金实行统一调配，所以非经营性往来规模较大²⁰。本部财务质量与合并范围的财务质量保持一致。

¹⁸ 合资单位中，银行承兑汇票开具主体主要为松下空调和松下压缩机，此两者一般通过银票解决营运资金缺口。

¹⁹ 2017 年该公司本部获取下属合资单位分红 2.21 亿元。

²⁰ 根据以出借方的综合成本计息

外部支持因素

作为广州市下属国有家电产业的主要载体，该公司主业发展得到广州市政府支持。2012 年，公司还被列入广州市国资委市属重点培育发展对象企业，根据穗府[2011]26 号文件，公司未来在重点项目的申报、市级国有资本收入的支出扶持上都可获得优先支持。跟踪期内，公司在资金、项目等方面获得广州市国资委的积极支持。

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，融资渠道较为通畅，截至 2018 年 3 月末银行综合授信额度合计 142.01 亿元，其中未使用授信额度为 87.27 亿元。同期末，公司本部及下属全资子公司拥有银行授信额度 62.41 亿元（含信贷授信 48.69 亿元），已使用 32.99 亿元；合资企业获得银行授信额度 79.60 亿元，已使用 21.48 亿元（开具备用信用证及银承票据引起）。

从合作银行看，该公司本部及下属全资子公司获得授信额度前两大银行分别为工商银行和农业银行；此外，光大银行、民生银行、华夏银行、平安银行等股份制商业银行提供了较多授信额度；合资企业则与三井住友银行、汇丰银行、东亚银行等业务往来较多。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	142.01	48.49	54.75	1.2%-6.1%	
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.51	0.51	0.51	1.2%	信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	27.25	13.35	14.29	4.3%-5.8%	信用/抵押/ 担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	19.55	28.58	27.03	—	—

资料来源：根据万宝集团所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

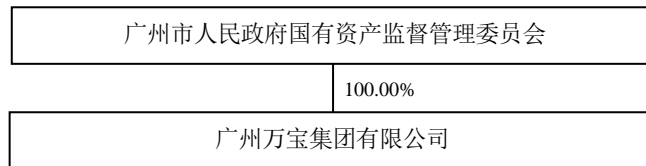
该公司主营白色家电产品生产和销售，已形成了一定的产业链体系，其中空调和冰箱产业一直是公司的主要收入和盈利来源。受益于空调子行业景气度阶段性回升，2017 年以来公司空调板块效益有所改善；由于冰箱市场需求持续疲弱、自身产品竞争力偏弱，冰箱板块业绩持续减弱。商贸业务扩大了公司营业收入，但盈利贡献小。当年，公司主业盈利略有提升，投资收益对业绩贡献较大，整体仍面临较大经营压力。跟踪期内，公司财务杠杆水平相对较高，现金流状况对债务偿付保障度仍不足，但公司融资渠道畅通，资金周转压力得到一定缓解。

同时，我们仍将持续关注（1）家电行业景气度持续波动，业内竞争趋于激烈，该公司面临的竞争压力偏大；（2）因大量外销产品，公司面临

一定的汇率风险、地缘政治及经济风险；（3）公司营业收入主要来自下属合资企业，但其持股比例相对不高，相关控制力缺乏有效保障；（4）持续扩大的商贸业务对公司资金压力可能造成的影响；（5）原材料价格波动对于公司成本控制及主业盈利的影响。

附录一：

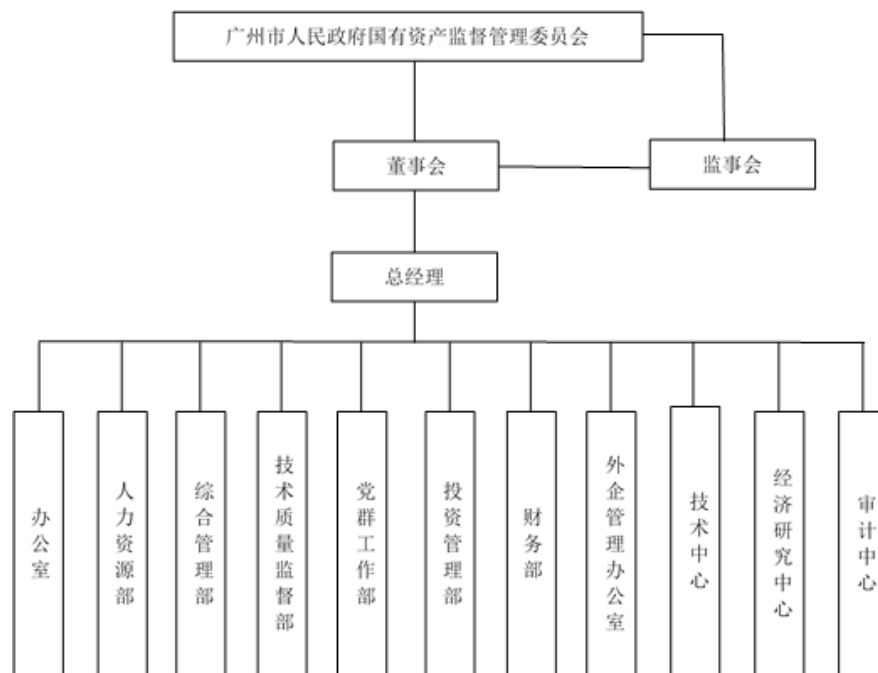
公司与实际控制人关系图



注：根据万宝集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据万宝集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
广州万宝集团有限公司	万宝集团	本部	—	—	44.76	18.37	0.40	2.55	-4.40	3.85	
广州松下空调器有限公司	松下空调	核心子公司	32.11	生产销售空调器	5.57	1.37	49.75	0.71	1.36	2.12	
松下·万宝(广州)压缩机有限公司	松下压缩机	核心子公司	31.13	生产销售空调用压缩机	5.69	13.86	29.54	1.79	1.34	3.87	
广州万宝集团冰箱有限公司	万宝冰箱	核心子公司	100.00	冰箱冷柜的配件及加工	4.39	0.92	9.11	-1.29	-0.76	-0.89	
广州万宝集团压缩机有限公司	万宝压缩机	核心子公司	100.00	生产销售制冷压缩机	14.52	6.40	21.61	-0.93	0.03	-0.11	
广州万宝贸易有限公司	万宝实业	核心子公司	100.00	批发及零售贸易	5.70	2.00	122.99	0.02	-2.51	0.39	

注：根据万宝集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	145.52	154.55	175.31	180.15
货币资金 [亿元]	13.55	19.64	20.27	21.77
刚性债务[亿元]	68.46	67.61	82.97	83.92
所有者权益 [亿元]	40.38	44.96	49.40	50.18
营业收入[亿元]	238.32	246.22	300.29	66.23
净利润 [亿元]	2.52	3.81	5.92	1.08
EBITDA[亿元]	11.68	13.36	16.40	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.48	15.25	6.30	4.22
投资性现金净流入量[亿元]	-7.68	-4.12	-8.70	-2.86
资产负债率[%]	72.25	70.91	71.82	72.15
权益资本与刚性债务比率[%]	58.39	65.90	58.73	59.79
流动比率[%]	116.05	128.04	131.75	132.10
现金比率[%]	20.15	27.93	31.32	31.34
利息保障倍数[倍]	2.51	3.25	3.88	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	62.30	66.24	59.56	—
毛利率[%]	9.46	10.13	8.62	10.82
营业利润率[%]	1.04	1.99	2.43	2.36
总资产报酬率[%]	4.15	5.32	6.57	—
净资产收益率[%]	6.05	8.93	12.55	—
净资产收益率*[%]	3.92	3.69	7.24	—
营业收入现金率[%]	92.49	99.67	115.95	113.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.68	20.49	7.73	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.56	10.37	-2.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.17	5.45	5.87	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.20	0.22	—

注：表中数据依据万宝集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《家用电器行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。