

2019 年浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司  
可转换公司债券 2019 年  
跟踪信用评级报告



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【1047】号 01

债券简称：哈尔转债  
增信方式：股份质押  
债券剩余规模：3.00 亿  
元  
债券到期日期：2024 年  
8 月 22 日

债券偿还方式：对未转  
股债券按年计息，每年  
付息一次，附债券赎回  
及回售条款

#### 分析师

姓名：  
邹火雄 汪永乐

电话：  
0755-82870071

邮箱：  
zouhx@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

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

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 10 月 21 日	2018 年 10 月 25 日

#### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江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 22 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司制造技术及质量管理优势使其与国际大客户保持长期的合作关系，国际业务订单量加大，营业收入有所提升，且业务获现能力仍较强，此外，用于本期债券质押的股票流动性较好，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，公司高管变动频繁，国内自主品牌销售有所回落，且主要在建产能进度缓慢，面临较大的竞争压力，短期债务压力加大，客户集中度较高以及应收账款和存货增加对营运资金占用加大等风险因素。

#### 正面：

- 公司制造技术及质量管理优势使其与国际大客户保持长期的合作关系，国际业务订单量增加，营业收入有所提升，且业务获现能力仍较强。公司专注不锈钢真空保温器皿的生产，积累了丰富的制造经验，且重视产品质量管控，与国际大客户紧密合作，业务具有一定可持续性，国际大客户订单量不断增加，使得 2018 年公司营业收入同比增长 24.68%。因国际知名品牌商付款能力及速度较好，2018 年及 2019 年 1-6 月公司收现比仍维持在较高水平，经营活动现金生成能力有所提升。
- 质押物流动性较好，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先生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 2019 年 10 月 12 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）为本期债券发行本金和一年利息之和的 1.38 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。

## 关注：

- **公司高管变动频繁。**2019 年 1 月公司证券事务代表余砚先生和财务总监彭友才先生申请离职，董事会同意聘任胡宇超女士担任公司证券事务代表、吴汝来先生担任公司首席财务官、郭峻峰先生担任公司总裁及李建辉先生担任公司副总裁；2019 年 4 月李建辉先生因个人原因辞去副总裁的职务，辞职后不再担任公司任何职务。跟踪期内公司高管变动频繁，需关注其对经营管理等的影响。
- **公司国内自主品牌销售有所回落，且主要在建产能进度缓慢，面临较大的竞争压力。**因公司国内销售团队调整，国内市场渠道拓展与销售实际完成不及预期，以及国际市场销量增加挤占国内市场产能供应等，2018 年和 2019 年 1-6 月国内自主品牌销售收入同比均有所回落。公司主要在建产能——本期债券募投项目，已于 2016 年开工建设，分两期进行，预计 2020 年 6 月完工。截至 2019 年 8 月 31 日，该项目实际累计已投资 8,759.94 万元，为总投资的 15.48%，项目建设进度缓慢。此外，国内保温杯行业新生品牌不断涌现，公司国内市场面临较大的竞争压力。
- **公司仍面临客户集中度较高的风险。**2018 年及 2019 年 1-6 月公司前五大客户销售金额占营业收入的比重分别为 55.92% 和 61.00%，同比分别增加 11.29 个百分点和 5.64 个百分点，其中 2019 年 1-6 月公司对第一大客户的销售收入占比增至 43.03%，客户依赖性较大，或对公司经营业绩及财务造成一定影响。
- **公司应收账款和存货增加对营运资金占用加大。**受 OEM 业务扩张及该业务部分货款尚处于信用期等因素的影响，2018 年末应收账款同比增长 58.96%。公司经营生产持续扩张，原材料及库存商品等有所增加，使得存货规模有所增长，但由于国内市场竞争激烈，未来可能存在一定的库存积压和跌价风险。2018 年末和 2019 年 6 月末公司应收账款和存货合计均有所增长，占总资产的比重在 36% 左右，对营运资金占用加大。
- **公司短期债务压力加大。**伴随业务规模的持续扩大，公司原材料等的采购及经营周转对资金需求增加，短期借款增加。此外，公司产能扩张等导致投资规模较大，2018 年末货币资金/短期有息债务大幅下滑且处于较低水平，投资活动

现金持续净流出，公司短期债务压力加大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年6月	2018年	2017年	2016年
总资产	186,164.32	178,015.31	165,639.31	146,135.26
归属于母公司所有者权益合计	84,377.86	82,454.94	80,804.07	74,740.66
有息债务	63,758.50	51,666.15	44,248.68	27,899.27
资产负债率	54.55%	53.45%	51.04%	48.34%
流动比率	1.02	1.03	1.19	1.37
速动比率	0.54	0.55	0.71	0.83
营业收入	84,609.65	179,429.49	143,914.94	134,153.81
营业利润	6,483.47	12,849.54	11,730.00	14,585.78
净利润	5,126.41	9,218.57	10,254.46	11,693.62
综合毛利率	31.81%	31.60%	32.86%	35.61%
总资产回报率	-	8.49%	8.09%	12.67%
EBITDA	11,646.23	20,624.24	17,242.25	18,972.47
EBITDA 利息保障倍数	9.36	9.49	11.81	25.79
经营活动现金流净额	-1,613.90	5,267.24	4,290.16	26,359.51

注：公司 2016 年数据采用 2017 年审计报告年初数；2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数（下同）。  
 资料来源：公司 2017 年和 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年度财务报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年8月22日发行5年期3.00亿元可转换公司债券，募集资金用于年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目及偿还银行贷款。截至2019年8月31日，本期债券募投项目实际累计已投资8,759.94万元，占总投资的比重为15.48%。截至2019年9月30日，本期债券募集资金专项账户余额为2.93亿元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年7月末，公司注册资本和实收资本仍均为41,040.00万元，股份总数为41,040.00万股（每股面值为1.00元），其中有限售条件流通股（A股）为18,515.04万股，无限售条件流通股（A股）为22,524.96万股；自然人吕强先生持有公司股份21,141.16万股，占比51.51%，仍为公司控股股东及实际控制人。此外，截至2019年7月末，吕强先生及其一致行动人持有公司股份25,870.84万股，占公司总股本的63.04%。

根据中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中证登”）于2019年8月16日出具的《证券质押登记证明》，出质人吕强先生以其合法持有的公司7,118.65万股无限售流通股为本期债券提供质押担保，质押登记日为2019年8月15日，质权人为安信证券股份有限公司。截至2019年8月15日，公司控股股东及实际控制人吕强先生累计质押股份数为16,878.65万股，占其持有公司股份总数的79.84%，占公司总股本的41.13%，股份质押比例较高。

**表 1 截至 2019 年 7 月 31 日公司前十大股东持股情况（单位：万股）**

股东名称	持股数量	持股比例	有限售条件流通股
吕强	21,141.16	51.51%	15,855.87
吕丽珍	2,077.65	5.06%	1,558.24
欧阳波	1,384.38	3.37%	1,038.29
吕懿	692.55	1.69%	0.00
吕丽妃	575.10	1.40%	0.00
中央汇金资产管理有限责任公司	565.31	1.38%	0.00
华润深国投信托有限公司-华润信托·泽丰 1 号单一资金信托	473.31	1.15%	0.00
贺拥军	376.81	0.92%	0.00
吕洪	295.89	0.72%	0.00



中国农业银行股份有限公司-宝盈策略增长混合型证券投资基金	209.99	0.51%	0.00
<b>合计</b>	<b>27,792.15</b>	<b>67.71%</b>	<b>18,452.39</b>

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：公司提供，中证鹏元整理

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，主要产品包括保温杯、保温瓶、保温壶等不锈钢真空保温器皿以及铝瓶、玻璃杯、塑料杯等。

根据杭州市临安区市场监督管理局于2019年1月14日出具的《工商企业注销证明》，公司原子公司杭州哈尔斯智能科技有限公司（以下简称“哈尔斯智能公司”）已于2019年1月注销，不再纳入公司合并范围。公司新纳入合并范围子公司共1家，为浙江哈尔斯贸易有限公司（以下简称“哈尔斯贸易”），哈尔斯贸易成立于2019年2月2日，主要负责不锈钢真空器皿、不锈钢制品、塑料制品等的批发、零售等业务，注册资本为5,000.00万元，公司持有其100.00%的股权。截至2019年6月末，纳入公司合并范围的子公司共12家，具体如下如附录二所示。

根据公司公告，2019年1月公司证券事务代表余砚先生和财务总监彭友才先生申请离职，当月公司董事会同意聘任胡宇超女士担任公司证券事务代表、吴汝来先生担任公司首席财务官（CFO）、郭峻峰先生担任公司总裁及李建辉先生担任公司副总裁（主要负责OBM系统业务）。2019年4月李建辉先生因个人原因申请辞去副总裁的职务，辞职后不再担任公司任何职务。跟踪期内公司高管变动频繁，需关注其对经营管理等的影响。

### 三、运营环境

**2018年全球保温杯市场规模继续扩大，国际竞争格局相对成熟；中国保温杯自主品牌效应较弱，仍以代工为主，且呈现生产企业区域集中度高、产品销售集中度低等特征**

2018年全球不锈钢真空保温器皿市场规模继续扩大，国际竞争格局相对成熟。根据《2019-2024年中国保温杯行业全景调研与投资前景预测报告》（以下简称“《保温杯调研报告》”），近年全球保温杯市场持续发展，2018年市场规模达71.28亿美元，同比增长22.14%，增速较上年下降0.41个百分点。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“Pacific Market International L.L.C.（以下简称“PMI”）、Yeti Coolers”等，该等品牌市场认可度较高，产品附加值较大。

图1 2018年全球不锈钢真空保温器皿市场规模继续扩大



资料来源：北京欧立信研究中心，中证鹏元整理

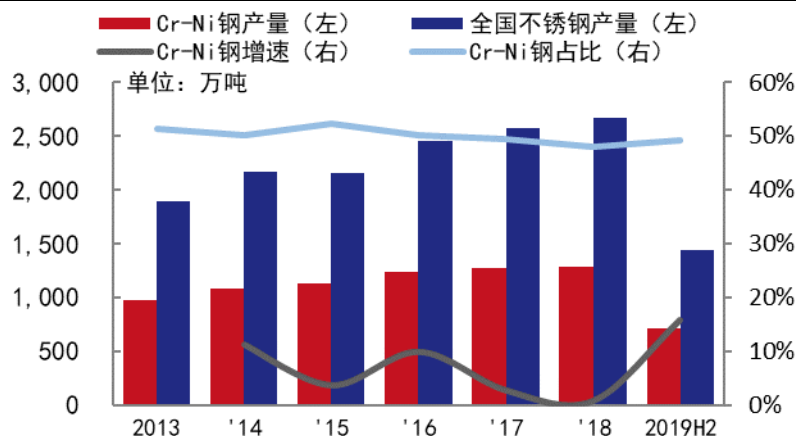
中国仍为不锈钢保温器皿的制造中心，自主品牌效应较弱，主要以代工为主，且呈现生产企业区域集中度高、产品销售集中度低等特征。中国不锈钢真空保温器皿产业主要以客户制造服务OEM和自主品牌定制ODM模式为主，自主品牌的研制能力仍偏弱。根据《保温杯调研报告》，2018年我国保温杯产量为50,243万只，出口量为25,869万只，出口金额为128.69亿元，较上年均略有下滑。此外，我国具有一定规模的保温杯生产企业有500余家，主要集中在浙江永康、武义和广东潮安、揭阳、新会等地，其中浙江永康拥有不锈钢保温器皿生产企业300余家，在地域上呈现出明显的产业集聚特征。近年，中国保温杯行业销售集中度CR4持续增长，2018年为20.14%，较上年略有提升，但仍处于较低水平，产品销售集中度较低，未来发展空间及竞争力仍较大。

**2018年我国铬镍系不锈钢产量规模较大且保持增长，继续为不锈钢真空保温器皿行业的发展提供重要保障，但其主要元素镍的价格呈上行趋势，对行业企业盈利或造成一定不利影响**

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，其价格波动也直接影响行业的盈利水平。2018年我国不锈钢产量为2,670.68万吨，同比增长3.62%，占全球不锈钢产量的52.65%，其中300系（Cr-Ni钢）产量为1,282.07万吨，同比增长0.79%，占全国不锈钢产量的比重为48.01%；2019年上半年300系（Cr-Ni钢）产量为706.50万吨，占比49.22%，未来或仍维持高位，继续为不锈钢真空保温器皿行业的发展提供重要保障。



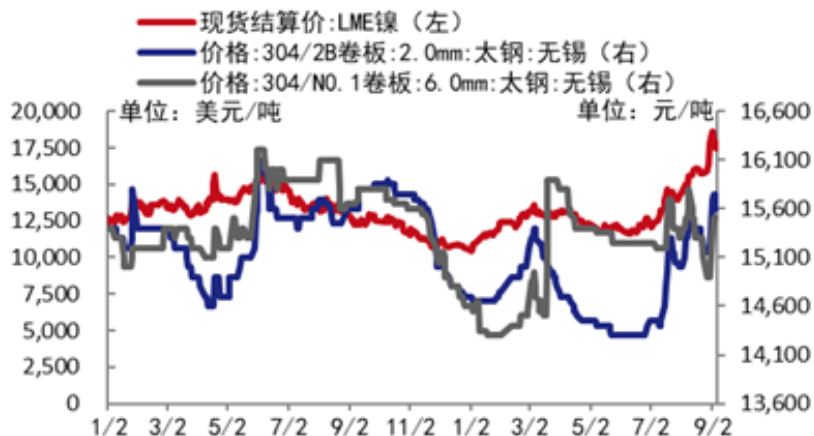
图2 2018年我国铬镍系不锈钢产量仍较丰富且保持增长



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。2018年以来，LME镍现货结算价格波动较大。受印尼禁矿政策扰动等因素的影响，近期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，近期LME镍现货结算价格呈上行趋势，对行业企业盈利水平或造成一定不利影响。

图3 2019年7月以来304不锈钢价格整体呈震荡上行态势



注：时间区间为2018年1月2日至2019年9月6日，删除了缺漏项。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

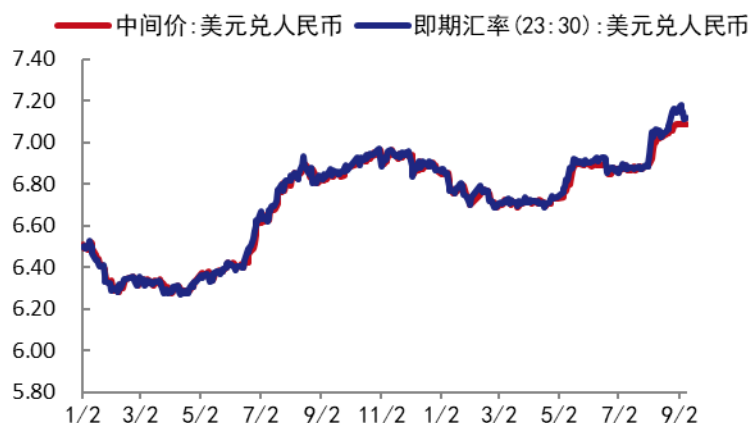
**2018年以来，中美贸易摩擦不断升级、人民币汇率波动以及人力成本大幅提升，对制造业企业盈利具有一定影响**

近年来，国际贸易保护主义势头上升，部分国家和地区采取反倾销、反补贴、加征关税等手段加大对当地产业的保护力度。2018年以来，美国多次对中国产品加征关税，根据

美国贸易代表办公室（USTR）公布的加税清单显示，加税产品虽未涉及不锈钢真空保温器皿产品，但若中美贸易摩擦继续升级，可能会对中国出口美国的不锈钢真空保温器皿产品造成一定的影响。目前多边国际贸易关系敏感复杂，大宗商品价格、外汇结算、税收政策、市场消费等方面亦存在诸多不确定因素。近年公司营业收入中外销占比在65%以上，主要外销市场集中于美国，如果我国与美国等国家的贸易摩擦进一步升级，将可能导致公司外销业务交易量下降、毛利率下滑等潜在的经营风险。

2018年以来，人民币兑美元汇率走势总体呈现先稳后贬、震荡下行的特征，2019年8月突破7.0关口。2018年一季度，受益于美元指数阶段性走弱、国内经济基本面稳健等多重利好因素影响，人民币兑美元即期汇率中枢处于6.35左右震荡。自四月中下旬以来，随着美元指数强势反弹，人民币兑美元汇率持续承压下挫，到2018年末人民币对美元即期汇率达6.87。受短期资本净流入规模上升等因素的影响，2019年一季度人民币兑美元汇率呈现明显的升值态势，之后震荡下行，8月初，受中美贸易不确定性加剧等因素的影响，人民币兑美元汇率急贬破7.0，汇率的波动对企业盈利波动具有较大的影响。未来仍需关注人民币升值对公司收入及盈利的影响。

**图4 2019年8月美元兑人民币“破7”且整体呈增长态势**



注：上图时间区间为2018年1月2日至2019年9月9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。2018年我国制造业企业就业人员平均工资同比增长11.85%至7.21万元，增速较上年有所提升。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5 2018年中国制造业企业人力成本同比大幅增长



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

#### 四、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OBM。公司通过OEM和ODM的业务模式与国际知名品牌商进行合作，采用直销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，得益于较好的制造技术、研发设计及质量管控，公司与国际大客户紧密合作，国际市场销量增加，使得2018年公司不锈钢真空保温器皿销售收入同比增长26.02%，占同期营业收入的比重为88.63%，拉动营业收入增长24.68%；毛利率小幅降至32.06%，主要系公司将部分配件由自产改为向第三方采购所致，使得公司综合毛利率小幅下滑，但仍为公司收入和利润的主要来源。因公司国内销售团队调整，国内市场渠道拓展与销售实际完成不及预期及国际市场销量增加挤占国内市场产能供应等，2019年1-6月不锈钢真空保温器皿销售收入同比略有下滑，导致整体营业收入呈现下滑。此外，公司还生产铝瓶、玻璃杯、塑料杯、不锈钢非真空器皿等产品，2018年和2019年1-6月收入合计分别为17,567.34万元和10,599.07万元，同比均有所提升。公司其他业务主要为产品配件、酒瓶、废料等的销售业务，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，且OEM业务仍居首位。2018年和2019年1-6月公司OEM业务销售收入同比增速分别为49.85%和13.86%，占同期营业收入的比重分别为60.87%和68.28%，且毛利率趋于平稳。

**表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年1-6月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
营业收入合计	84,609.65	31.81%	179,429.49	31.60%	143,914.94	32.86%
<b>1、按产品划分</b>						
主营业务小计	82,397.20	32.10%	176,603.44	31.71%	141,495.30	33.03%
其中：不锈钢真空保温器皿	71,798.13	32.24%	159,036.11	32.06%	126,197.73	33.35%
铝瓶	4,065.91	44.16%	5,716.78	54.09%	5,306.52	47.38%
玻璃杯	3,177.11	18.23%	3,201.02	17.45%	4,259.58	15.02%
塑料杯	1,990.62	29.60%	4,973.57	17.02%	3,192.05	22.04%
其他	1,184.88	24.14%	2,545.35	12.60%	930.00	39.69%
不锈钢非真空器皿	180.55	29.11%	1,130.62	17.05%	1,609.42	26.83%
其他业务	2,212.45	21.07%	2,826.05	24.64%	2,419.64	22.56%
<b>2、按业务模式划分</b>						
OEM	57,767.85	32.64%	109,210.27	32.90%	72,880.00	36.52%
OBM	18,438.30	33.48%	54,076.02	30.52%	59,967.77	30.31%
ODM	6,191.04	23.00%	13,317.15	26.80%	8,647.53	22.51%
其他业务	2,212.45	21.07%	2,826.05	24.64%	2,419.64	22.56%

注：2019年1-6月OEM、OBM和ODM业务收入合计数与主营业务收入合计数存在差异，系“四舍五入”所致。

资料来源：公司2017年和2018年年度报告及2019年半年度报告、公司提供，中证鹏元整理

### 公司保温杯制造经验丰富，产品质量管控较好，与国际大客户保持长期的合作关系

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。公司产品已成功入选2019年G20峰会日本大阪峰会礼品，且与故宫文创达成合作。

此外，公司重视产品质量管控，已通过ISO9001质量管理体系等的认证，产品良品率和一次合格率表现较好，有助于公司与国际大客户保持长期合作关系，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PMI、Yeti Coolers等，且与该等客户进行了深入的合作。

### 公司产品销售仍以国际市场为主，且美澳区占比较大，客户集中度较高且持续提升

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传统渠道、特殊渠道、现代渠道、电子商务渠道和新渠道等。



销售模式方面，公司OEM和ODM业务均为直销模式，OBM业务<sup>1</sup>则采用“经销为主，直销为辅”的模式，经销模式为买断式销售。货款结算方面，对于海外客户，公司通常会要求客户预付部分货款，余款将在客户收到货运提单后支付，对于长期合作的优质客户，公司也会给予客户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。

公司产品销售仍以国际市场为主，2018年和2019年1-6月国际市场销售收入占主营业务收入收入的比重分别为78.60%和83.40%，其中美澳区销售收入占比超过60%。公司保温杯生产制造经验丰富，产品质量管控较好，与国际大客户合作紧密，国际市场订单量增加，使得2018年国际市场销售收入同比增长46.44%。公司境外产品销售主要以美元计价和结算，2018年和2019年1-6月汇兑净收益分别为482.89万元和433.96万元。截至2019年6月末，公司出口业务在手订单为3,500.00万美元。

**表3 按区域划分公司主营业务收入构成情况（单位：万元）**

区域	2019年1-6月		2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国际市场	68,715.52	83.40%	138,815.94	78.60%	94,792.54	66.99%
其中：美澳区	55,218.52	67.02%	106,428.87	60.26%	71,730.45	50.69%
欧洲区	10,033.46	12.18%	22,781.75	12.90%	15,081.56	10.66%
西亚印非区	2,105.94	2.56%	6,612.22	3.74%	3,436.25	2.43%
亚洲区	1,357.60	1.65%	2,993.10	1.69%	4,544.28	3.21%
国内市场	13,681.68	16.60%	37,787.50	21.40%	46,702.76	33.01%
<b>合计</b>	<b>82,397.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>176,603.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>141,495.30</b>	<b>100.00%</b>

注：上表中亚洲区不包含国内市场。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年和2019年1-6月公司前五大客户销售金额合计占同期营业收入的比重分别为55.92%和61.00%，客户销售集中度较高且有所提升。2018年和2019年1-6月客户一和客户二销售额合计占营业收入的比重分别为46.97%和55.31%，2019年1-6月公司对第一大客户的销售收入占比增至43.03%，客户依赖性较大，或对公司经营业绩及财务造成一定影响。

#### 公司国内自主品牌的销售有所回落，且面临较大的竞争压力

目前公司拥有的自主品牌有“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，2018年和2019年1-6月该等模式销

<sup>1</sup>子公司 SIGG Switzerland Bottles AG 生产的铝瓶的销售模式为“直销为主，经销为辅”。

售收入合计占国内市场销售收入的比重分别为84.64%和73.76%。因国内市场渠道拓展与销售实际完成不及预期，以及国际市场销量增加挤占国内市场产能供应等，2018年和2019年1-6月国内自主品牌销售收入同比均有所下滑。

**表 4 公司国内销售渠道分布情况（单位：万元）**

渠道	2019年1-6月		2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商超	3,864.41	28.25%	19,018.37	50.33%	23,010.17	49.27%
电商	6,227.30	45.52%	12,965.75	34.31%	16,527.34	35.39%
礼品	3,362.76	24.58%	5,485.41	14.52%	6,094.95	13.05%
电视购物	227.21	1.66%	317.97	0.84%	1,070.30	2.29%
<b>合计</b>	<b>13,681.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>37,787.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>46,702.76</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司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。截至2019年6月末，公司已在全国范围形成了267家传统渠道经销商、211家特殊渠道经销商、102家现代渠道经销商、50家电商渠道经销商、21家新渠道经销商，较2018年6月末均有所增加，具有较强的渠道优势，但因国内产能供应不足等，国内主要渠道销售收入有所下滑。公司产品已成功入选2019年G20峰会日本大阪峰会礼品，且与故宫文创达成合作，在2019年和2020年可推出带有相关标志的保温杯等产品，借此有望进一步提高公司品牌知名度和声誉，推进“哈尔斯”由行业品牌转为消费者品牌。此外，公司投资设立哈尔斯贸易有助于梳理公司现有销售结算结构及销售的集中管理。

随着公司对国内市场销售渠道、销售策略等的不断梳理及调整，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，需关注其价格波动对盈利的影响；公司第一大供应商较为稳定，原材料采购具有一定账期，有利于缓解营运资金压力**

公司生产所需的原材料主要为不锈钢卷板、钢件及不锈钢杯体等，该等原材料仍主要依靠外购。伴随国内外市场的波动，2018年和2019年上半年公司生产所需的主要原材料采购金额分别同比增长21.31%和下降14.40%。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，受印尼禁矿政策扰动等因素的影响，2019年7月以来，304不锈钢的主要构成元素镍的价格（LME镍现货结算价）呈现增长态势，使得304不锈钢价格整体震荡上行，未来或对公司盈利造成一定不利影响。

**表5 公司主要原材料采购金额及占当期直接原材料采购总额的比重（单位：万元）**

项目	2019年1-6月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不锈钢卷板	7,516.74	19.77%	17,142.93	17.13%	12,591.33	16.90%
钢件及不锈钢杯体	13,283.17	34.94%	38,223.94	38.19%	33,047.82	44.36%
<b>合计</b>	<b>20,799.91</b>	<b>54.71%</b>	<b>55,366.87</b>	<b>55.32%</b>	<b>45,639.15</b>	<b>61.26%</b>

注：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，中证鹏元整理

公司生产所需的不锈钢卷板主要是向浦项（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。2018年及2019年1-6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29.63%和30.01%，其中第一大供应商仍较稳定，整体采购集中度略有提升，但仍处于较低水平。

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

#### 2019年上半年公司不锈钢真空保温器皿销量下滑，主要在建产能进度缓慢

因公司国内销售团队调整，国内市场渠道拓展与销售实际完成不及预期，2019年1-6月公司不锈钢真空保温器皿销量和产量同比均有所下滑。目前，公司不锈钢真空保温器皿生产基地仍为永康和临安生产基地。得益于Yeti Coolers、PMI等国际大客户订单量的稳步增长，公司不锈钢真空保温器皿产能已经饱和，部分订单通过对外采购来完成，且呈增长趋势，需关注外协产品的质量。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，800万只高端杯项目系本期债券募投项目——“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”，为公司主要在建产能。本期债券募投项目已于2016年开工建设，分两期进行，第一期3年，第二期2年，预计于2020年6月完工。截至2019年8月31日，该项目实际累计已投资8,759.94万元，较2018年9月末增加1,423.50万元，占总投资的比重为15.48%，项目建设进度缓慢。

**表6 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	2019年1-6月	2018年	2017年
产能	2,930.00	2,930.00	2,930.00
产量	1,736.68	4,001.76	3,219.21
销量	1,715.32	3,957.25	3,272.53
产能利用率	118.54%	136.58%	109.87%

注：1) 2019年1-6月产能利用率=2019年1-6月产量×2÷全年产能；2) 2017-2019年1-6月公司产能利用率超过100.00%，主要原因为：公司通过对外采购钢件、不锈钢杯体等半成品提升公司产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告及未经审计的2019年半年度财务报告，报告均采用新会计准则编制。2019年1月原子公司哈尔斯智能公司注销，不再纳入公司合并范围；2019年2月公司新增纳入合并范围子公司为哈尔斯贸易。截至2019年6月末，纳入公司合并范围的子公司共12家，具体如附录二所示。

2018年公司将年初管理费用17,027.74万元拆分为管理费用11,796.90万元和研发费用5,230.83万元；将实际收到的与资产相关的政府补助490.50万元在现金流量表中的列报由“收到其他与投资活动有关的现金”调整为“收到其他与经营活动有关的现金”。此外，根据财政部于2019年4月30日发布的《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6号），资产负债表将原“应收票据及应收账款”项目拆分为“应收票据”和“应收账款”，原“应付票据及应付账款”项目拆分为“应付票据”和“应付账款”；将利润表“减：资产减值损失”调整为“加：资产减值损失（损失以“-”号填列）”等。为保证数据前后可比，公司2017年财务数据采用2018年审计报告期初数。

### 资产结构与质量

公司办公和生产场所扩大，固定资产规模上升，应收账款和存货对营运资金的占用加大

随着经营发展对资金需求的不断增加，公司银行借款增加，整体资产规模稳步提升，2018年末和2019年6月末同比增速分别为7.47%和5.73%。从资产结构来看，公司仍以非流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年6月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,187.19	8.70%	13,831.77	7.77%	25,988.05	15.69%
应收账款	25,806.86	13.86%	23,564.41	13.24%	14,824.27	8.95%
存货	42,933.93	23.06%	38,805.20	21.80%	30,859.12	18.63%
<b>流动资产合计</b>	<b>91,003.82</b>	<b>48.88%</b>	<b>82,464.41</b>	<b>46.32%</b>	<b>76,582.29</b>	<b>46.23%</b>



长期股权投资	8,968.18	4.82%	8,970.75	5.04%	8,883.25	5.36%
固定资产	69,331.34	37.24%	70,417.02	39.56%	53,792.66	32.48%
在建工程	2,273.25	1.22%	1,734.77	0.97%	5,392.31	3.26%
无形资产	10,153.53	5.45%	10,440.04	5.86%	10,546.40	6.37%
其他非流动资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	5,945.05	3.59%
<b>非流动资产合计</b>	<b>95,160.50</b>	<b>51.12%</b>	<b>95,550.90</b>	<b>53.68%</b>	<b>89,057.02</b>	<b>53.77%</b>
<b>资产总计</b>	<b>186,164.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>178,015.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>165,639.31</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年度财务报告，中证鹏元整理

受业务扩张及临安生产基地持续投入等因素的影响，2018 年末公司货币资金同比下降 46.78% 至 13,831.77 万元，其中受限货币资金合计 2,270.00 万元，占年末货币资金总额的 16.41%，系为借款提供质押担保的定期存单。截至 2019 年 6 月末，公司货币资金同比增长 53.04%，主要系借款及产品销售收到的现金增加等所致，期末无使用受限货币资金。公司应收账款和存货合计占总资产的比重保持增长态势，2018 年末和 2019 年 6 月末分别增至 35.04% 和 36.92%，对公司营运资金的占用持续加大。受 OEM 业务扩张及该业务部分货款尚处于信用期等因素的影响，2018 年末应收账款同比增长 58.96%，高于同期营业收入 24.68% 的增速；2019 年 6 月末应收账款规模同比略有下滑。受经营生产持续扩张的影响，公司原材料及库存商品等有所增加，使得 2018 年末和 2019 年 6 月末存货规模同比分别增长 25.75% 和 23.59%，由于国内市场竞争激烈，未来可能存在一定的库存积压和跌价风险。

长期股权投资主要为对联营企业汉华数字饮水器具科技（深圳）有限公司、永康市融联企业管理有限公司（以下简称“永康融联”）<sup>2</sup>的投资，公司对该等企业的持股比例分别为 35.00% 和 30.00%。2018 年及 2019 年 1-6 月公司所投资的企业大多数处于亏损状态，权益法下确认的损失分别为 400.58 万元和 102.57 万元。为满足经营发展需要，公司在杭州市江干区购置了高德置地中心 1 号楼 26 层和 27 层作为办公场所，2018 年公司将该等房产从非流动资产转入固定资产，此外，临安生产基地部分新厂区工程和生产线建成并投产。受此影响，2018 年末和 2019 年 6 月末固定资产同比分别增长 30.90% 和 9.58%，在建工程则分别下降 67.83% 和 10.46%。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。截至 2019 年 6 月末，子公司安徽省哈尔斯玻璃器皿有限公司价值为 592.65 万元厂房的产权证明尚未办妥。公司无形资产主要由土地使用权和商标权构成，规模相对稳定，截至 2019 年 6 月末，无形资产中价值 91.99 万元土地使用权证尚未及时办理。

<sup>2</sup>永康融联原名为永康哈尔斯小额贷款有限公司，于 2019 年 8 月 23 日变更为现名，与此同时，永康融联法定代表人由吕强先生变更为应广希。

## 资产运营效率

### 2018年公司净营业周期有所延长，整体资产运营效率仍较低

公司不锈钢真空保温器皿仍以国际市场为主，2018年OEM业务继续扩张，且部分货款处于信用期，导致应收账款增加，应收账款周转天数同比小幅提升，但因OEM客户大多为国际知名品牌商，回款稳定且账期偏短，应收账款周转情况仍较好。2018年公司存货周转效率略有提升，存货周转天数小幅降至102.17天。公司上游原材料供应商合作时间长且较为稳定，结算账期一般为月结60天，能获得一定的商业信用，应付账款周转天数相对较短，但较上年小幅下降。受以上因素综合影响，2018年公司净营业周期有所延长。因在建工程大额转固，2018年固定资产周转天数增加18.10天。2018年公司流动资产周转天数和总资产周转天数同比均有所下降，但仍处于较高水平，整体资产运营效率较低。

**表 8 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	38.51	34.19
存货周转天数	102.17	107.25
应付账款周转天数	86.57	97.82
净营业周期	54.11	43.62
流动资产周转天数	159.55	180.64
固定资产周转天数	124.60	106.50
总资产周转天数	344.75	389.95

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司国际业务持续扩张，收入得到较大幅度增长，产品盈利能力仍较强

得益于较好的制造技术、研发设计及质量管控，公司与国际大客户紧密合作，国际市场销量增加，拉动2018年营业收入同比增长24.68%。受国内市场经营业绩下滑等因素的影响，2019年1-6月公司营业收入略有下滑。随着国际订单量的持续加大，公司部分配件由自产改为向第三方采购，受此影响，公司综合毛利率同比略有下滑且趋于平稳，整体盈利能力仍较强。为拓展国内外市场销售渠道、产品宣传及开发和提升公司的管理等，2018年公司销售费用、管理费用和研发费用分别同比增长22.71%、19.58%和19.39%，对盈利造成一定不利影响，2019年上半年该等费用整体同比变化不大。

公司临安生产基地已于2017年9月完工并投入运营，但目前自主品牌产能仍不饱和，导致业绩持续亏损。本期债券募投项目——“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”

总投资规模较大，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。公司属于劳动密集型企业，2018年及2019年1-6月支付给职工以及为职工支付的现金分别同比增长25.04%和19.04%，未来人工成本增长或将进一步影响公司盈利水平。

伴随生产扩张等对资金需求的不断加大，公司负债规模持续上升，利息支出也呈增长趋势，2018年和2019年1-6月分别同比增长184.96%和54.14%，随着本期债券的发行，未来公司财务费用仍将保持增长。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，汇率波动对公司盈利具有一定影响。2018年和2019年1-6月公司汇兑收益分别为482.89万元和433.96万元，对盈利形成利好，但长期仍需关注人民币升值对公司盈利的影响。

**表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-6月	2018年	2017年
营业收入	84,609.65	179,429.49	143,914.94
营业利润	6,483.47	12,849.54	11,730.00
利润总额	6,477.67	12,407.48	11,843.14
净利润	5,126.41	9,218.57	10,254.46
综合毛利率	31.81%	31.60%	32.86%
管理费用	7,060.78	14,107.29	17,027.74
销售费用	8,411.85	17,833.55	14,532.94
研发费用	2,652.64	6,244.96	5,230.83
汇兑损益	-433.96	-482.89	1,605.90
利息支出	1,244.51	2,173.46	762.73
营业利润率	7.66%	7.16%	8.15%
总资产回报率	-	8.49%	8.09%
净资产收益率	-	11.24%	13.10%
营业收入增长率	-1.96%	24.68%	7.28%
净利润增长率	9.95%	-10.10%	-12.31%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年半年度财务报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司业务获现能力仍较强，产能扩张所需资金规模较大，投资仍较依赖外部融资

公司主要客户为国际知名品牌商，付款能力和速度较好。2018年和2019年1-6月公司收现比仍维持在较高水平，且呈增长态势，经营活动现金生成能力有所提升。伴随国际业务的持续扩张，2018年公司收入规模继续增长，且国际客户货款支付能力较强、账期较短，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模较大，全年经营活动产生的现金净流入5,267.24万元。2019年1-6月经营活动现金净流出1,613.90万元，主要系公司原材料采购货款、年终

奖金及企业所得税等主要集中在上半年支付所致。

投资活动方面，为满足经营发展需要，公司投资建设临安基地生产线、购置设备等，导致2018年和2019年1-6月投资支出持续净流出。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款，筹资力度较大，2019年1-6月净流入7,905.90万元。2018年公司债务到期偿还及支付股利等规模较大，导致当年筹资活动产生的现金表现为净流出。未来随着临安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。

**表 10 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年1-6月	2018年	2017年
收现比	1.00	0.96	0.98
净利润	5,126.41	9,218.57	10,254.46
FFO	9,944.22	20,224.08	17,763.65
营运资本变化	-11,541.87	-14,956.83	-13,964.00
其中：存货减少（减：增加）	-4,128.73	-7,246.80	-4,145.70
经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,930.58	-10,787.80	-4,827.64
经营性应付项目的增加（减：减少）	-4,482.56	3,077.77	-4,990.66
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,613.90</b>	<b>5,267.24</b>	<b>4,290.16</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3,942.81</b>	<b>-14,278.34</b>	<b>-13,773.87</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>7,905.90</b>	<b>-3,483.96</b>	<b>9,510.12</b>
现金及现金等价物净增加额	2,355.42	-12,156.27	-205.38

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年度财务报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模继续扩大，短期债务压力加大

因生产扩张及经营周转等对资金需求不断加大，公司银行借款增加，导致2018年末和2019年6月末负债总额同比均有所提升，产权比率也持续上涨，所有者权益对负债的覆盖程度减弱。

**表 11 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年6月	2018年	2017年
负债总额	101,550.91	95,152.81	84,539.48
所有者权益	84,613.41	82,862.50	81,099.83
产权比率	120.02%	114.83%	104.24%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年度财务报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司债务期限结构偏短期，流动负债占负债总额的比重不断攀升，2018 年末和 2019 年 6 月末分别增至 84.19%和 87.43%。因业务规模持续扩大，公司原材



料等的采购及经营周转对流动资产需求不断增加，短期借款持续增长，2018年末和2019年6月末同比增速分别为49.83%和36.60%。随着公司订单量及对新设备采购的增加，2018年末应付账款同比小幅增长。2019年6月末应付账款同比下降12.27%，主要系公司偿还部分货款及业务量下滑等所致。预收款项主要为预收OEM客户购货款，伴随国际客户的深入合作，公司适当给予其一定信用期，使得2018年末和2019年6月末预收款项分别同比下降30.92%和60.58%。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，因债务期限临近，2018年末同比增长50.00%至3,000.00万元，2019年6月末保持稳定。

受债务到期偿还等因素的影响，2018年末和2019年6月末公司长期借款同比分别下降25.04%和32.47%。公司有息债务持续增长，2018年末和2019年6月末分别同比增长16.76%和14.33%。截至2019年6月末，公司有息债务规模为63,758.50万元，其中短期有息债务为51,354.44万元，同比增长37.32%，占负债总额比重为50.57%，短期债务压力加大。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年6月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	48,354.44	47.62%	34,013.94	35.75%	22,701.29	26.85%
应付账款	27,951.14	27.52%	31,225.52	32.82%	27,797.39	32.88%
预收款项	2,111.27	2.08%	3,513.93	3.69%	5,086.53	6.02%
一年内到期的非流动负债	3,000.00	2.95%	3,000.00	3.15%	2,000.00	2.37%
<b>流动负债合计</b>	<b>88,785.78</b>	<b>87.43%</b>	<b>80,106.57</b>	<b>84.19%</b>	<b>64,556.53</b>	<b>76.36%</b>
长期借款	12,404.06	12.21%	14,652.21	15.40%	19,547.39	23.12%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,765.13</b>	<b>12.57%</b>	<b>15,046.24</b>	<b>15.81%</b>	<b>19,982.96</b>	<b>23.64%</b>
<b>负债合计</b>	<b>101,550.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>95,152.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>84,539.48</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	63,758.50	62.78%	51,666.15	54.30%	44,248.68	52.34%

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年半年度财务报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司本期债券发行成功及短期债务规模持续攀升，整体负债水平保持增长，流动比率和速度比率持续下滑且偏低。债务增加导致利息支出快速增长，EBITDA利息保障倍数有所下滑，2019年6月末有息债务/EBITDA和债务总额/EBITDA有所上升，公司利润对债务本息偿还的保障程度仍有所减弱，经营性净现金流/流动负债和经营性净现金流/负债总额仍处于较低水平。

**表 13 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年6月	2018年	2017年
资产负债率	54.55%	53.45%	51.04%

流动比率	1.02	1.03	1.19
速动比率	0.54	0.55	0.71
EBITDA（万元）	11,646.23	20,624.24	17,242.25
EBITDA 利息保障倍数	9.36	9.49	11.81
有息债务/EBITDA	5.47	2.51	2.57
债务总额/EBITDA	8.72	4.61	4.90
经营性净现金流/流动负债	-0.02	0.07	0.07
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.06	0.05

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年度财务报告，中证鹏元整理

## 六、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先生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代理人造成的损失和其他所有应付费用。

根据中证登于2019年8月16日出具的《证券质押登记证明》，吕强先生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。2019年以来，公司股价波动较大，未来该等质押股份市值存在一定的波动风险。

在质押存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率不低于140%；若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日持续超过本期债券尚未偿还本息总额的160%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的140%。

综合来看，本期债券质押物流动性较好，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。

## 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（自主查询版），从2016年1月1日至报告查询日（2019年10月8日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、评级结论

公司专注于不锈钢真空保温器皿的生产，具有一定的制造技术及研发设计优势，且良品率及产品质量管控较好，使其与国际大客户保持长期的合作关系，国际大客户订单量加大，营业收入有所提升；因国际知名品牌商付款能力及速度较好，公司业务获现能力仍较强。此外，公司控股股东及实际控制人吕强先生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），仍能为本期债券提供一定的风险缓冲。

中证鹏元也关注到，公司高管变动频繁，自主品牌与国际保温杯知名品牌相比，品牌效应仍不明显，且国内市场渠道拓展与销售实际完成不及预期，以及国际市场销量增加挤占国内市场产能供应等，国内自主品牌销售有所回落，主要在建产能进度缓慢，加之行业内新生品牌不断涌现，面临较大的竞争压力。公司第一大客户销售收入占比较高，客户依赖性较大，或对公司经营业绩及财务造成一定影响；伴随经营生产的扩张等，公司应收账款和存货增加，对营运资金占用加大，且短期债务压力加大。

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

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年6月	2018年	2017年	2016年
货币资金	16,187.19	13,831.77	25,988.05	26,193.43
应收账款	25,806.86	23,564.41	14,824.27	12,512.62
存货	42,933.93	38,805.20	30,859.12	26,713.43
流动资产合计	91,003.82	82,464.41	76,582.29	67,845.64
固定资产	69,331.34	70,417.02	53,792.66	31,354.30
非流动资产合计	95,160.50	95,550.90	89,057.02	78,289.61
总资产	186,164.32	178,015.31	165,639.31	146,135.26
短期借款	48,354.44	34,013.94	22,701.29	6,101.51
应付账款	27,951.14	31,225.52	27,797.39	24,715.25
流动负债合计	88,785.78	80,106.57	64,556.53	49,627.07
长期借款	12,404.06	14,652.21	19,547.39	20,797.76
非流动负债合计	12,765.13	15,046.24	19,982.96	21,019.12
总负债	101,550.91	95,152.81	84,539.48	70,646.19
有息债务	63,758.50	51,666.15	44,248.68	27,899.27
所有者权益合计	84,613.41	82,862.50	81,099.83	75,489.07
营业收入	84,609.65	179,429.49	143,914.94	134,153.81
销售费用	8,411.85	17,833.55	14,532.94	14,037.17
管理费用	7,060.78	14,107.29	11,796.90	16,741.60
财务费用	1,198.82	2,343.76	2,502.50	-254.41
营业利润	6,483.47	12,849.54	11,730.00	14,585.78
净利润	5,126.41	9,218.57	10,254.46	11,693.62
经营活动产生的现金流量净额	-1,613.90	5,267.24	4,290.16	26,359.51
投资活动产生的现金流量净额	-3,942.81	-14,278.34	-13,773.87	-33,085.67
筹资活动产生的现金流量净额	7,905.90	-3,483.96	9,510.12	18,062.59
财务指标	2019年6月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	38.51	34.19	30.66
存货周转天数	-	102.17	107.25	81.32
应付账款周转天数	-	86.57	97.82	78.00
净营业周期	-	54.11	43.62	33.98
流动资产周转天数	-	159.55	180.64	139.45
固定资产周转天数	-	124.60	106.50	81.60
总资产周转天数	-	344.75	389.95	315.42
综合毛利率	31.81%	31.60%	32.86%	35.61%
期间费用率	22.84%	22.59%	23.67%	22.75%

营业利润率	7.66%	7.16%	8.15%	10.87%
总资产回报率	-	8.49%	8.09%	12.67%
净资产收益率	-	11.24%	13.10%	16.76%
营业收入增长率	-1.96%	24.68%	7.28%	76.88%
净利润增长率	9.95%	-10.10%	-12.31%	215.69%
FFO	9,944.22	20,224.08	17,763.65	17,535.76
资产负债率	54.55%	53.45%	51.04%	48.34%
流动比率	1.02	1.03	1.19	1.37
速动比率	0.54	0.55	0.71	0.83
EBITDA（万元）	11,646.23	20,624.24	17,242.25	18,972.47
EBITDA 利息保障倍数	9.36	9.49	11.81	25.79
有息债务/EBITDA	5.47	2.51	2.57	1.47
债务总额/EBITDA	8.72	4.61	4.90	3.72
经营性净现金流/流动负债	-0.02	0.07	0.07	0.53
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.06	0.05	0.37

注：公司 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告年初数；2017 年财务数据采用 2018 年审计报告年初数。  
 资料来源：公司 2017 年和 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年度财务报告，中证鹏元整理



## 附录二 截至2019年6月末纳入公司合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
杭州哈尔斯实业有限公司	8,800.00	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	90.00%	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
浙江氮氧家居有限公司	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
SIGG Switzerland Bottles AG	110.00 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：根据公司于2019年9月28日出具的《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司关于使用募集资金向全资子公司增资的公告》，公司使用募集资金26,100.00万元对子公司杭州哈尔斯实业有限公司（以下简称“杭州哈尔斯”）进行增资，用于本期债券募投项目的建设。此次增资完成后，杭州哈尔斯注册资本将由8,800.00万元增至34,900.00万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款
营运资本变化	存货 + 经常性应收项目的减少 + 经常性应付项目的增加
非付现费用	资产减值准备 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。