

信用等级公告

联合〔2019〕139号

联合资信评估有限公司通过对奥克斯集团有限公司主体信用状况及拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定奥克斯集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，奥克斯集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



奥克斯集团有限公司

2020年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2019年12月25日

债项概况：

本期中期票据发行额度：5亿元

本期中期票据期限：2年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司本部银行贷款

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	经营分析	1
			资产质量	1
			盈利能力	1
		现金流量	4	
		资本结构	2	
偿债能力	2			
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对奥克斯集团有限公司（以下简称“公司”或“奥克斯集团”）的评级反映了公司作为国内空调行业的领先企业之一，在产销规模、技术研发、品牌价值与销售渠道等方面具备较强优势。2016年，公司旗下上市公司三星医疗电气股份有限公司（以下简称“三星医疗”）完成非公开发行，资本实力大幅提升。2017年以来，公司空调业务大力拓展线上渠道，带动整体收入规模大幅增长。同时，联合资信也关注到公司所处空调行业竞争激烈，原材料采购成本持续上升且主要部件压缩机依赖外采，公司应收类款项占比较大、债务增长较快且短期偿债压力较大等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

公司经营活动现金净流量和EBITDA对本期中期票据覆盖程度较强。

未来，随着公司募投项目逐步建成投产、医疗产业链布局的持续完善，公司收入规模和盈利能力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是空调行业龙头企业之一，市场占有率较高，旗下上市公司三星医疗是国内规模最大的电能表生产企业之一，2016—2018年在国家电网和南方电网电能表中标量位列行业前列。
2. 近年来，空调产能持续扩张，截至2019年9月底，拥有宁波、南昌、天津及马鞍山生产基地，总产能达到2115万套/年，拥有自给零部件配套厂10个，具有一定规模优势。
3. 截至2019年9月底，公司在全国设有34家空调销售分公司（办事处），8000余家服务网点和2万多名专业服务人员，建立了覆盖全国范围的销售和服务网

分析师：陈婷 王喜梅

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

络，海外销售遍布 100 多个国家和地区。2010 年公司开始和京东、苏宁易购等国内主流电商进行合作，随着市场景气度上升以及线上渠道布局的逐步完善，公司空调业务收入在过去三年实现大幅增长。

4. 公司旗下上市公司三星医疗 2016 年完成非公开发行，募集资金净额 29.65 亿元，所有者权益规模大幅增长，资本实力显著增强。
5. 公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较强。

关注

1. 公司所处空调行业已经进入成熟期，行业集中度不断提升，且产品同质化严重，竞争越发激烈，未来房地产政策变动以及市场有效需求的波动对公司经营有较大影响。
2. 公司空调产品关键部件压缩机全部依赖外采，加上近年来原材料采购价格持续上升，挤压空调产品利润空间，公司产品成本控制存在一定压力。
3. 公司债务规模上升较快且以短期债务为主，短期偿付压力较大。流动资产中应收账款和其他应收款占比较大，对营运资金形成占用。
4. 截至 2019 年 9 月底，公司受限资产账面价值合计 63.31 亿元，占总资产的比重为 16.74%，受限资产规模较大。
5. 珠海格力电器股份有限公司（以下简称“格力电器”）举报公司空调产品事件目前还待有关监管部门出具调查结论，此次事件或将对公司经营产生不利影响，联合资信将持续关注上述事项进展。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
现金类资产(亿元)	68.62	69.99	55.79	39.24
资产总额(亿元)	275.69	360.10	359.23	378.16
所有者权益(亿元)	96.30	105.08	117.21	129.45
短期债务(亿元)	89.82	110.88	91.65	117.99
长期债务(亿元)	15.06	23.06	44.30	38.06
全部债务(亿元)	104.88	133.94	135.95	156.05
营业收入(亿元)	168.12	249.22	325.95	287.97
利润总额(亿元)	13.37	17.04	9.35	11.24
EBITDA(亿元)	19.21	22.99	19.05	--
经营性净现金流(亿元)	24.72	22.70	11.00	15.21
营业利润率(%)	28.81	26.73	22.54	21.37
净资产收益率(%)	10.89	10.96	5.36	--
资产负债率(%)	65.07	70.82	67.37	65.77
全部债务资本化比率(%)	52.13	56.04	53.70	54.66
流动比率(%)	105.65	97.49	104.78	103.23
经营现金流动负债比(%)	15.43	10.09	5.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.92	7.58	3.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.46	5.83	7.14	--

公司本部(母公司)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额(亿元)	80.67	92.88	91.95	96.41
所有者权益(亿元)	10.29	14.74	34.82	37.20
全部债务(亿元)	16.60	24.97	33.99	46.27
营业收入(亿元)	0.34	2.00	16.57	15.81
利润总额(亿元)	-1.79	13.85	10.02	1.18
资产负债率(%)	87.25	84.13	62.13	61.41
全部债务资本化比率(%)	61.73	62.88	49.40	55.43
流动比率(%)	36.27	64.64	119.96	144.42
经营现金流动负债比(%)	-1.40	-0.80	-7.98	--

注: 2016年财务数据为经追溯调整的2017年审计报告期初数, 2017财务数据为经追溯调整的2018年审计报告期初数; 2019年1—9月财务数据未经审计; 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务, 合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2019/7/29	魏铭江 王喜梅	家电行业主体信用评级方法(2018年) 制造业企业信用评级模型(2016年)	阅读全文
AA+	稳定	2019/3/20	魏铭江 王喜梅	家电行业主体信用评级方法(2018年) 制造业企业信用评级模型(2016年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由奥克斯集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

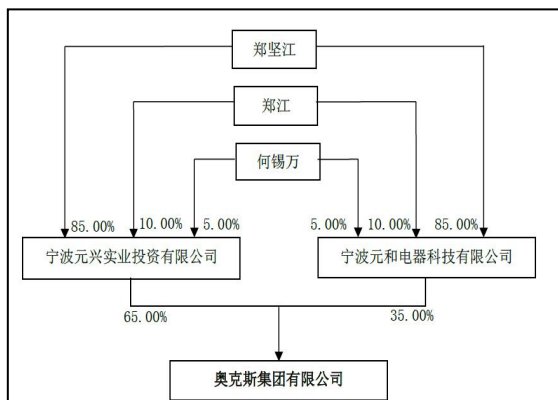
奥克斯集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

奥克斯集团有限公司（以下简称“公司”或“奥克斯集团”）原名为宁波奥克斯电子实业有限公司，成立于 2001 年，注册资本 2000 万元，其中宁波元和电器科技有限公司（以下简称“元和电器”）持有 35% 股权，宁波元兴实业投资有限公司（以下简称“元兴实业”）持有 65% 股权。2003 年 4 月，公司通过未分配利润转增实收资本至 1.50 亿元。同年 5 月，公司名称变更为现名。2005 年 11 月，公司注册资本增加至 8.50 亿元，2018 年 11 月，元和电器和元兴实业同比例增资合计 10 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司实收资本 18.50 亿元，其中元和电器和元兴实业分别持有公司 35% 和 65% 的股权（股权均未质押），郑坚江分别持有元兴实业 85% 的股权和元和电器 85% 的股权，郑江分别持有元兴实业 10% 的股权和元和电器 10% 的股权，何锡万分别持有元兴实业和元和电器 5% 的股权。郑坚江¹间接持有公司 85% 的股权，为公司实际控制人。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司下属子公司宁波三星医疗电气股份有

限公司（以下简称“三星医疗”）于 2011 年 6 月上市，截至 2019 年 9 月底，公司持有三星医疗 33.01% 的股权，为其第一大股东，郑坚江、郑江及何锡万（三人为一致行动人）分别持有三星医疗 16.95%、4.09% 和 2.55% 的股权，公司及实际控制人（含一致行动人）合计持有三星医疗股权 56.60%（股权均未质押）。

公司经营范围：电子元件、通信终端设备、五金塑料件、汽车配件的制造、加工、销售及信息咨询服务；房地产开发及销售；金属材料、建筑装潢材料、机电设备、化工原料、五金交电的批发、零售；自营或代理货物和技术的进出口，但国家限制经营或禁止进出口的货物和技术除外（依法须批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2019 年 9 月底，公司设有总裁办、法务部、战略投资管理部、人力资源部、财务管理部、审计部、IT 管理部和资本管理部八个职能部门，负责日常事务的管理。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 359.23 亿元，所有者权益合计 117.21 亿元（含少数股东权益 57.29 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 325.95 亿元，利润总额 9.35 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 378.16 亿元，所有者权益合计 129.45 亿元（含少数股东权益 60.42 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 287.97 亿元，利润总额 11.24 亿元。

公司注册地址：宁波市鄞州区姜山镇明州工业园区；法定代表人：郑坚江。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册中期票据 15 亿元，本期计划发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称

¹ 郑江为郑坚江之弟，何锡万为郑坚江之妻兄。

“本期中期票据”），发行额度5亿元，期限2年；偿还方式采取按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金用于偿还公司本部银行贷款。本期中期票据无担保。

三、宏观经济与政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2

PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3.GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4.固定资产投资增速为不含农户投资增速；5.城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前

期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，

中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业分析

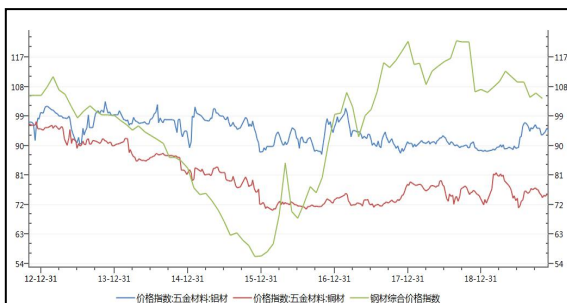
1. 空调行业分析

中国作为全球空调最大的生产基地，拥有完善的产业配套设施和较为显著的成本优势，是全球家用空调产业转移的首选地，空调产量占全球总产量的70%以上。

(1) 上游原材料

从上游行业来看，由于国内空调制造技术基本接近国际先进水平，关键零部件能够自给或者供应充足，主要影响来自于关键原材料的价格波动。压缩机是空调中最重要的部件之一，国内空调厂商压缩机主要采用自产和外购两种模式，以格力、美的、格兰仕为代表的空调品牌多采用自建压缩机厂的方式，以海尔、奥克斯为代表的品牌多采用外购的方式，由于压缩机市场属于买方市场，所以空调企业具有一定议价能力。电机是空调的另一个重要部件，多数空调企业采取建厂的方式保证供应。铜及铜配件的成本占空调总成本的 30% 以上，因此铜价的变动对空调成本有较大的影响。同样，铝和钢的成本占空调总成本的 10% 左右，铝和钢的价格波动对空调价格有一定影响。2012—2015 年，钢材、铜材价格呈下降趋势，2016 年以来，受供给侧改革等政策影响，钢材价格开始回调，2018 年以来，钢材价格处于高位震荡；铝材及铜材价格小幅波动。

图2 近年铜、铝、钢材价格指数波动情况（单位：点）



资料来源：Wind资讯

(2) 竞争格局和销售

从空调产业竞争格局和市场集中度看，经过十几年的发展，中国空调产业结构调整日趋成熟，空调市场已经形成相对稳定的品牌格局。目前，消费者集中购买的空调品牌仅为 10 家左右，行业集中度不断提升，格力电器、美的集团股份有限公司（以下简称“美的”）、奥克斯、海尔智家股份有限公司（以下简称“海尔”）第一梯队企业合计占比约 79%；其余 TCL 集团股份有限公司、广东志高空调有限公司及

海信科龙电器股份有限公司等品牌占有约 21% 的市场份额。

从下游销售网络看，企业通常依赖传统的大连锁、代理商、大商场等渠道与电商相结合的方式，同时中小城市成为企业争夺的新焦点。在出口方面一线品牌多采取国外建厂与出口相结合的方式，而二三线品牌多采用 OEM 贴牌的方式出口。

从空调销售情况看，2015 年，受宏观经济发展放缓、房地产市场波动及客观天气等因素影响，中国空调市场整体表现低迷。2016—2017 年，受夏季高温、房地产市场升温及行业补库存等因素影响，空调销售实现较快增长。2018 年，空调市场销售额达到 1980 亿元，同比增长 4.5%，产品结构进一步向高效、舒适化、智能化发展；根据国家家用电器工业信息中心数据，2018 年空调市场 Top 3 品牌的零售额市场份额由 2017 年的 72.1% 增至 73.6%，头部企业市场占有率稳固。2019 年上半年，由于宏观经济环境变化，以及房地产和人口两个过去拉动家电行业高速发展的因素区域减弱，家电行业国内市场销售规模为 4125 亿元，同比下降 2.1%；其中空调市场销售额为 1272 亿元，同比下降 3.7%，行业竞争激烈。

伴随着智能、智慧、物联等相关技术的提升和广泛应用，空调市场需求升级驱动产品优化，智能空调份额增长。2018 年度，智能空调占整体空调销售量、销售额比例分别达到 24.98% 和 31.17%，分别比 2017 年度增长 6 个和 10 个百分点。智能化、高端化的创新产品成为助力空调行业技术水平提升的重要手段。从销售均价看，空调消费结构中高端变化趋势明显。国家信息中心数据显示，2018 年空调整体市场均价 3734 元/台，较 2017 年 3612 元/台上涨 122 元/台，同比增长近 3.3 个百分点，整体空调市场均价连续第三年上涨，产品进一步向高端化转变，显示整体行业的创新力和发展力处于相对健康的水平。2019 年上半年，一级能效空调市场份额已提升至 55.1%，随着行

业能效等级标准的更新提高,高能耗产品出仓加快,市场均价出现下降。

从各品牌定位来看,一线品牌致力于打造高端品牌形象,推出高溢价、高附加值的产品,除空调的智能以外,强调健康舒适的自清洁空调产品也成为新的强溢价点;二线品牌关注市场价格,在规模和出货量上寻求出路,打造出极具性价比的“功能机”,在产品品质上做好把控,同时适当将市场下沉到三、四线城市及农村地区。

2. 电力行业

中国全社会用电量持续增长,由 2011 年的 46928 亿千瓦时增长至 2018 年的 68449 亿千瓦时,年均复合增长率为 5.54%。全社会用电量的增长对用电设备的投资有强烈的带动作用。中国社会用电量将在未来较长一段时间保持稳步增长。预计 2030 年全社会用电量将达到 11.3~12.67 万千瓦时,最大负荷达到 18.54~20.82 亿千瓦。根据国家电网制定的智能电网的发展规划:2016—2020 年是引领提升阶段,将全面建成统一的坚强智能电网,技术和装备达到国际先进水平。届时,电网优化配置资源能力将大幅提升,清洁能源装机比例达到 35%,分布式电源实现“即插即用”,智能电表普及应用。到 2020 年,可全面建成统一的“坚强智能电网”。

电表属于强制检定设备,到期需要更换,更换周期一般为 5~8 年。预计 2016—2020 年,两网公司将招标 5.03 亿台智能电表,其中 4.63 亿台为更换需求。国家电网在 2019 年度工作会议上提出“三型两网、世界一流”的战略目标。国家电网 2019 年 1 号文件就已将构建能源互联网排在年度重点工作首位,而能源互联网的构建,是将承载电力流的“坚强智能电网”与承载数据流的“泛在电力物联网”融合发展,建立能源流、业务流、数据流“三流合一”的交互平台,到 2021 年初步建成泛在电力物联网,到 2024 年全面建成泛在电力物联网。此次国家电

网重点提出电力物联网概念,表明行业有望进入实质性投入阶段,智能化相关开支将成为国家电网重点方向之一。以智能电表为例,2018 年国网智能电表两次招标总量达 5279.4 万台,在增量市场(能源互联网)与存量市场(替换周期)的双重影响下,2019 年招标量预计超过 6000 万台。

配电网建设方面,《南方电网发展规划(2013—2020 年)》指出,将加强城乡配电网建设,推广建设智能电网,到 2020 年城市配电网自动化覆盖率达到 80%。此前国家能源局发布了《配电网建设改造行动计划(2015—2020 年)》,国家电网和南方电网启动了新一轮智能配电网建设,智能配电网建设全面提速。随着国家加大智能配电网建设,智能配电网将成为中国电力行业新一轮的投资重点,未来市场空间广阔。在配电侧,国家能源局以满足用电需求、提高可靠性、促进智能化为目标,预计十三五期间在配电网投资超过 1.7 万亿元,为国内电网配套企业带来新的机遇。在用电侧,到 2020 年国网用户将达 4.8 亿,南网用户将达 1 亿。

综上所述,随着中国智能电网的加速建设,智能电表市场需求将持续增加,整体市场将保持持续增长的态势。

3. 医疗服务行业

近年来,社会办医政策逐步开发,大量社会资本不断涌入,民营医疗蓬勃发展,行业新格局正在形成。在国家大力推动下,民营医疗近年来普遍增速在 10%以上。截至 2019 年 9 月底,全国民营医院数量达到 2.17 万个,是公立医院的 1.82 倍。与此同时,随着中国逐渐步入老龄化阶段,且慢性病发病率日益增高,社会对康复医疗的需求急剧增加,而中国康复医疗产业还处于发展初期,面临供给不足、康复机构规模较小、配套设备落后等问题,市场对康复服务的需求量与日俱增,康复产业发展空间巨大。据《2018—2023 年中国康复医疗行业发展前景与投资预测分析报告》预测,康复医

疗产业规模或将增至 1023 亿元，年复合增长率不低于 18%。

近年来，国家不断出台各项政策支持康复行业的发展，同时，政策趋向鼓励社会资本进入康复医疗市场，与公立医院形成有效互补。在需求放大与政策利导的双重驱动下，康复医疗行业有望成为医疗投资下一个风口，可以预见，未来康复医疗机构数量将持续猛增，康复医疗行业将进入发展窗口期。

4. 区域经济环境

公司位于浙江省宁波市，宁波市是浙江省三大经济中心之一，地处东南沿海，长江三角洲南翼，东有舟山群岛，北濒杭州湾，西接绍兴市，并与台州相连，是浙江省乃至华东地区海运远洋贸易的集散地和物流中心。

近年来，宁波市各项经济指标保持平稳增长。根据《2018年宁波市国民经济和社会发展统计公报》，2018年，宁波市实现地区生产总值10746亿元，跻身万亿GDP城市行列，按可比价格计算，同比增长7.0%。分产业看，第一产业实现增加值306亿元，增长2.2%；第二产业实现增加值5508亿元，增长6.2%；第三产业实现增加值4932亿元，增长8.1%。三次产业之比为2.8：51.3：45.9。

2018年，宁波市全部工业实现增加值4953.7亿元，比上年增长6.7%。全市规模以上工业增加值3730.8亿元，增长6.3%，其中民营企业增加值增长8.4%。分行业看，在35个行业大类中，26个行业增加值同比增长；增加值占前十大行业均实现正增长，其中汽车制造业增长11.6%，专用设备制造业增长8.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长8.0%。分经济类型看，国有企业增加值增长10.4%，股份制企业增长14.4%，有限责任公司增长3.3%，私营企业增长6.8%，外商投资企业增长6.3%，港澳台投资企业增长6.8%。全年规模以上工业企业实现销售产值16513.5亿元，增长10.0%，其中出口交货值3134.2亿元，增长9.8%。全年规模以

上工业企业实现利税总额2043.1亿元，下降1.6%，其中，利润总额1227.5亿元，下降1.4%。全市规模以上工业增加值增长8.1%。

2018年，宁波市批发和零售业完成商品销售总额2.66万亿元，比上年增长14.1%。全年完成社会消费品零售总额4154.9亿元，增长8.1%。分城乡看，城镇消费品市场实现零售额3538.1亿元，增长7.9%；农村消费品市场实现零售额616.8亿元，增长8.7%。完成限额以上社会消费品零售总额1527.3亿元，增长4.2%。在限额以上企业销售的商品类值中，粮油、食品类零售额增长3.8%，服装、鞋帽及纺织品类增长6.5%，家用电器类下降1.7%，汽车类增长0.8%。年末全市限额以上贸易企业达4165家，全年实现营业收入17733.0亿元，实现利润总额250.6亿元。

总体看，宁波市所处地理位置优越，经济实力较强，为区域内制造业企业的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司实收资本18.50亿元，其中元和电器和元兴实业分别持有35%和65%的公司股权（股权均未质押），自然人郑坚江分别持有元兴实业85%的股权和元和电器85%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司主要从事空调产品、电能表及变压器的研发、生产和销售，还经营综合性医院及融资租赁等业务。截至2019年9月底，公司拥有全资及控股子公司13家，参股65家公司，其中控股的三星医疗为上市公司。截至2019年9月底，三星医疗资产总额为137.60亿元，所有者权益为78.40亿元；2018年实现营业收入58.70亿元，利润总额6.32亿元；2019年1—9月实现营业收入48.64亿元，同比增长15.54%，利润总额9.49亿元，同比增长79.08%。

空调板块是公司的核心业务之一，公司

1994年进入空调行业，生产基地以宁波、南昌和天津为主，2019年，公司安徽马鞍山厂区投产，新增产能500万套/年，目前空调总产能达到2115万套/年，同时，公司已在泰国投资建厂，产能规模有望进一步扩张。2014年以来，公司全面推进转型升级战略，目前已开发产品包括十大类、50个系列、500余个品种规格的空调。空调销售遍布中东、欧洲、亚太、非洲、美洲等100多个国家和地区，公司拥有较强的研发能力，在变频驱动控制、低频控制、低温高热技术、舒适健康技术、智能前瞻技术领域处于行业先进水平。2017年1月，公司凭借卷轴式H款倾国/倾城系列变频柜机荣获“国际创新奖”，公司的WARM暖冬系列等空气源热泵环保产品获中国煤改清洁能源“蓝天贡献奖”，奥克斯空调获评“2016年度全国政府采购民用空调最具满意度品牌”。2018年8月，奥克斯空调连续5年荣获行业唯一的品质标杆奖。

公司的电能表及变压器业务主要由三星医疗负责。三星医疗是国内规模最大的电能表生产企业之一，也是国内实现国网、南网、三大地方电网市场全覆盖的电能表供应商之一。三星医疗建立了面向全国31个省、市、自治区的营销及售后服务网络，拥有200多名销售及售后服务人员，是业内市场营销及售后服务网络最广、最具竞争力的生产厂家之一。“三星”在国家电网公司、南方电网公司以及其他电力用户中形成了良好的品牌效应，在各省局招标中成绩突出。2016—2018年，三星医疗在国网和南网电能表总中标量连续三年行业前列，截至2018年底，三星医疗电气已中标国网、南网公司9.85亿元的订单和13.47亿元的电网项目（其中2.67亿元为电表项目，变压器6.52亿元，表壳1.57亿元，开关2.71亿元）。三星医疗的单、三相感应式电能表和单、三相静止（电子）式电能表产品自2004年起陆续被评为中国名牌、国家免检产品，三星牌电能表被认定为中国驰名商标。三星医疗被评为中国高新技术企

业，国家火炬计划重点高新技术企业，浙江省创新型试点企业，宁波市专利示范企业和宁波市市长质量奖。“三星”电能表荣获“中国名牌产品”和“中国驰名商标”。

公司于2002年进入医疗产业，投资建立宁波明州医院有限公司（以下简称“明州医院”），先期投资7亿元人民币，占地236亩，总建筑面积12.9万平方米，按三级甲等标准建设，是一所以医疗、康复、修养、运动为主要内容兴建的现代化综合医院，目前是浙江省规模最大、标准最高的综合性民营医院之一。

总体看，公司的空调产品和电能表产品均处于行业领先地位，公司在产品规模、产品种类和产品性价比等方面都具有一定竞争优势。

3. 技术与研发水平

公司自进入空调行业以来，一直将自主研发、科技创新作为核心竞争力。公司目前拥有1个国家级企业工程技术中心、1个国家级博士后工作站及2个国家级认证认可实验室。截至2019年9月底，公司拥有研发人员3362多名，累计拥有专利5312项，其中发明专利355项。公司拥有快速智能除霜技术和A-Link智能管理系统两项国际领先技术，掌握空调变频驱动核心算法、180°直流变频核心技术、超高频率变频空调、无电解电容控制器、多联变频等先进高效节能技术；还开发新型环保冷媒R32、R290、R161产品和绿色ROHS、RACH产品等环保技术；智能控制空调间的温度湿度，减小温度梯度，减小噪音，智能清洁，易拆洗等舒适健康技术等。

三星医疗已掌握了计量、通信、节能等方面多项核心技术，同时拥有行业最全、国际认可的CNAS认证实验室，并自建EMC实验室、通信实验室、可靠性实验室、失效分析室、室外模拟试验站，为三星医疗带来显著的研究成果。

4. 人员素质

公司现有董事、监事和高级管理人员共5

人。

公司董事长兼总经理郑坚江先生，1961年生，中国国籍，持有香港居民身份证，但已于2017年11月2日向香港特别行政区政府入境事务处申请放弃投资者入境计划申请及现有香港居民权。大专学历，高级经济师，公司创始人，一直在公司及前身企业担任最高领导职务，具有长期丰富的企业经营管理经验。现为十二、三届全国人大代表、浙江省工商联副主席、首届浙商总会副会长、宁波市民营企业家协会会长、宁波市家电协会理事长等。曾荣膺全国劳动模范、全国优秀建设者、全国优秀企业家、中国优秀民营企业家、全国抗震救灾先进个人、全国百名杰出文化功勋人物、中国构建和谐十大受尊崇人物等。

公司副董事长郑江先生，1967年生，中国国籍，拥有冈比亚永久居留权，并持有香港居民身份证，本科学历。1985年9月至1990年12月在部队服役，1991年至2014年任公司副总裁职务，2014年10月至今担任公司副董事长兼总裁职务，具有丰富的营销和企业管理经验。

截至2019年9月底，公司员工共计24480人，按专业构成分类，生产人员占62.51%，销售人员占16.10%，研发人员占12.20%，管理人员占9.19%；学历构成方面，本科及以上学历占27.50%，大专占25.00%、高中/中专及以下占47.50%。

总体看来，公司高管专业素质高，管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位配置能满足公司经营需求。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1033021200503720M），截至2019年12月4日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

六、管理体制

1. 法人治理结构

公司建立了较为规范的法人治理结构。股

东会是公司的最高权力机构，由全体股东组成；董事会是股东大会的常设执行机构，对股东大会负责；公司设监事会，行使监督职能；设经理对董事会负责，并下设多个职能部门，各职能部门之间职责明确，相互配合制衡，能够保障公司业务正常运营。

2. 管理机制

公司在产权清晰的前提下，以相关法律法规为指导，采取“分层管理，授权管理”的组织模式，建立良好的内部运行制度，从而保证公司有效运作与规范决策。

在财务管理方面，公司实行分级管理模式。公司建立和完善了《奥克斯集团财务组织管理制度》、《奥克斯集团预算管理制度》、《奥克斯集团会计核算制度》、《奥克斯集团资金管理制度》等规章，界定集团内各层级财务机构的工作职责、架构组织、运作流程和考评，资金管理模式和资金管理组织工作流程合理。公司建立资金管理中心，用以归集下属子公司闲置流动资金，实现资金的高效运作。

资金运营内控方面，公司制定了《奥克斯集团资金管理制度》，对资金的集中管理、预算、结算、投融资业务进行规范，实行资金集中管理与统筹控制。规范了现金支付范围及子公司的库存现金上限；强化了银行账户和银行预留印鉴的管理，明确各种票据的领用、签发、入账的处理程序和备查登记制度；建立资金预算管理制度，要求分期预算、分事业部预算和分子公司预算，并要求各事业部财务总监做好各自的资金平衡工作；明确了集团各子公司内部往来资金收付的处理方式；融资业务发生后须及时在资金管理系统中登记，并记录后续履行情况。

投融资管理方面，公司制订了《奥克斯集团对外融资管理制度》。制度规定：公司对外融资业务由资金计划部统筹管理，根据制度规定及业务流程对各个事业部分池管控，规范办理对外融资。公司制定了《奥克斯集团对外投资

管理制度》。制度规定：公司对外投资业务部门为集团战略管理部，在对外投资项目的选择分析、审批立项、组织与实施、运作与管理、变更与结束等方面作了具体的规定。

子公司管理方面，公司制定了《奥克斯集团子公司管理制度》。子公司结合自己的业务情况，参照母公司的模式设置了相应的内部组织机构。公司通过委派董事、监事、高级管理人员对控股子公司施行控制管理，将财务、重大投资、人事及信息披露等方面工作纳入统一的管理体系。集团本部对子公司享有重大的控制权，中高层管理人员的任免、调动、考核、薪酬定级由集团决定；子公司总经理及财务人员的任免、调动、考核、薪酬定级由集团决定；子公司财务人员的任免、调遣、考核、奖惩、工资和福利待遇统一由集团管理。在财务上，子公司财务进行垂直管理，各公司财务经理由集团委派，根据集团经营战略严格执行各项财务制度。在投资决策管理及资产管理上，子公司根据集团下达的年度经营目标进行生产经营管理，集团对各子公司实行年度绩效考核，各公司重大决策纳入集团公司重大决策程序，遵循相应的管理规范或实施细则。

关联交易管理方面，为规范公司及其控股子公司与各关联方之间的关联交易，保证公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公正、公开的原则，根据国家有关法律、法规的要求，以及公司章程的规定，制定了《奥克斯集团关联交易管理办法》，制度明确了关联交易的基本原则、关联交易的定价原则、关联交易的管理、关联交易的决策程序、关联交易的信息披露、控股子公司关联交易等。

在安全生产方面，公司建立安全生产责任制，明确各级行政机构负责人是本单位安全生产工作第一责任者；实行“安全第一、预防为主”的方针，提高员工安全生产的法制观念，明确员工在各自岗位和业务范围内的安全生产职责；明确集团运营中心是负责集团及各公司安全生产监督管理的部门，各公司总经办是所

属公司安全生产监督管理的部门。安全生产职责清晰。

总体看，公司管理运作较规范，管理体制能够较好地满足经营管理需要。

七、重大事项

1. 三星医疗非公开发行

2016年1月，三星医疗非公开发行获得中国证监会批复，本次非公开发行募集资金净额29.65亿元，截至2019年6月底，已累计投入募投项目资金总额3.69亿元，使用闲置募集资金24.60亿元暂时补充流动资金。募集资金使用情况如下表所示：

表2 募投项目及资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	募集资金投入金额	项目进度	截至2019年6月底募集资金已投金额
智能环保配电设备扩能及智能化升级项目	8.12	7.00	45.80%	3.21
南昌大学附属抚州医院（抚州明州医院）建设项目	10.00	9.00	5.41%	0.49
宁波300家基层医疗机构建设项目	25.00	13.65	0.00%	0.00
合计	43.12	29.65	--	3.69

资料来源：三星医疗公告

注：2015年4月，三星医疗下属子公司奥克斯医院投资管理有限公司（以下简称“奥克斯医院投资”）与南昌大学抚州医学院签订相关协议，约定由奥克斯医院投资独家出资10亿元建设抚州明州医院

2019年3月15日，三星医疗第四届董事会第十九次会议审议通过《关于使用闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》（以下简称《议案》），同意三星医疗使用不超过25亿元闲置募集资金临时补充流动资金，使用期限自《议案》审议通过之日起不超过12个月。截至2019年6月底，三星医疗补充流动资金24.60亿元。

智能环保配电设备扩能及智能化升级项目（以下简称“智能环保项目”）计划新增年产3.35万台智能环保高压成套开关设备以及150万台智能电力箱的生产能力，达产后可实现营

业收入 12.65 亿元；南昌大学附属抚州医院（抚州明州医院）项目（以下简称“抚州医院项目”）计划新增床位 1000 张，新建门急诊楼、医技楼、住院楼、行政楼、值班楼等建筑，并建设配套供电、给排水、暖通、燃气、景观绿化等公用设施；购置各类诊疗设备，项目达产后（床位利用率假设为 100%时），抚州医院营业收入达到 8.41 亿元。

募集资金使用情况：截至 2019 年 6 月底，募集资金累计已投入 3.69 亿，上述三个募投项目均未达到计划投资进度。截至 2019 年 6 月底，智能环保项目募集资金已投入 3.21 亿元，投资进度为 45.80%，由于工艺调整及设备布局变动，项目实施有所延期，预定可使用状态从 2018 年 1 月更改为 2019 年 12 月；抚州医院项目已投入 0.49 亿元，投资进度为 5.41%，该项目目前由于项目用地红线内仍有部分建筑、通信管网、电力线路尚未完成拆迁，暂未满足开工条

件，正与政府协商解决，项目资金后续将投入医院工程建设、设备采购等相关建设运营费用；宁波 300 家基层医疗机构建设项目存在托管项目因托管医院医生阻碍托管项目最终未能实施，基层医院选址、审批、实施阻力大以及医疗政策对民营医院的支持落地缓慢等情况，导致本项目未进行投资建设，亦未形成相关资产。根据披露信息，三星医疗已经考虑对本项目进行变更，寻找新募投项目。

此次非公开发行的完成使得三星医疗资产规模和资金实力得到大幅提升，但募投项目投资进展不及预期，资金使用效率较低。联合资信将持续关注公司募投项目建设进度。

2. 三星医疗收购医院情况

基于三星医疗做大医疗产业的战略发展，2015 年以来，三星医疗通过并购的方式收购医院来完善其医疗产业的布局。2015 年以来三星医疗收购医院的情况如下表：

表 3 近年来三星医疗股权收购情况

医院名称	收购时间	交易对价	持股	医院简介及财务情况	业绩承诺及完成情况
宁波明州医院有限公司	2015 年 6 月	8.00 亿元	100%	明州医院前身为宁波明州医院（2001 年设立），2014 年奥克斯集团和宁波三星集团股份有限公司组建宁波明州医院有限公司承接原宁波明州医院的业务。截至 2018 年底，明州医院总资产 13.87 亿元，所有者权益 9.81 亿元，2018 年实现营业收入 10.47 亿元，净利润 0.75 亿元。	明州医院 2015-2017 年扣非净利润分别不低于 6000 万元、7500 万元和 9375 万元。目前，明州医院已完成业绩承诺。
温州市深蓝医院有限公司（以下简称“深蓝医院”）	2017 年 10 月	0.91 亿元	100%	深蓝医院主营业务为健康管理为特色的高端专业体检，原股东上海览健健康咨询中心和自然人周平分别持有 99.5%和 0.5%的股权。截至 2018 年底，深蓝医院总资产 0.31 亿元，所有者权益 0.24 亿元，2018 年实现营业收入 0.37 亿元，净利润 0.08 亿元。	深蓝医院 2017-2019 年扣非净利润数分别不低于 700 万元、805 万元、925.75 万元；2017-2018 年度均已完成业绩承诺。
浙江明州康复医院有限公司（以下简称“浙江康复医院”）	2017 年 10 月	3.20 亿元	100%	浙江康复医院主营内科、外科、中医科、妇产科、神经康复科、骨关节康复科、老年康复科、疼痛康复科、儿童康复科、医学检验科（临床体液、血液专业）、医学影像科【X 线诊断科专业（III类 X 射线），CT 诊断专业，超声诊断专业，心电诊断专业】。截至 2018 年底，浙江康复医院总资产 1.06 亿元，所有者权益 0.80 亿元，2018 年实现营业收入 1.59 亿元，净利润 0.26 亿元。	浙江康复医院 2017-2019 年扣非净利润分别不低于 2000 万元、2300 万元和 2645 万元；2017-2018 年均已完成业绩承诺。

资料来源：联合资信整理

3. 收购宁波通商银行部分股权

2018 年 6 月，三星医疗通过公开竞价方式以总价 8.30 亿元竞得控股股东奥克斯集团持有的宁波通商银行股份有限公司（以下简称“通商银行”）9%的股权。截至 2018 年底，通商银行总资产 829.25 亿元，净资产 75.90 亿元；

2018 年实现营业收入 20.66 亿元，净利润 7.12 亿元。

2018 年 12 月 28 日，三星医疗已收到中国银保监会宁波监管局的相关批复，股权转让已履行完毕。通过收购通商银行，三星医疗资产结构进一步优化，整体盈利能力有所提高。

4. 奥克斯与格力电器纠纷事件

2019年6月10日，格力电器举报奥克斯空调价格便宜但能耗大，产品与其宣传差距较大。奥克斯方面已就相关事件向公安机关报案，并向司法机关提起诉讼。当日，国家市场监督管理总局也关注到此次事件，并已通知浙江省市场监督管理局对相关情况尽快进行调查核实，并依据调查核实的结果依法依规做出处置，并及时向社会进行公开。截至目前，事件调查还在进行中。

针对上述重大事项，联合资信已与奥克斯集团进行了沟通，并将持续关注上述事项的最新进展，动态分析并及时揭示此次事件对奥克斯集团及相关存在债券信用水平可能带来的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事空调产品、电能表及变压器的研发、生产和销售，同时经营综合性医院及融资租赁等业务，其中空调板块是公司收入的主要来源。

2016—2018年，公司营业收入大幅增长，2018年实现营业收入325.95亿元，同比增长30.79%，主要系空调收入拉动所致。分板块看，公司空调业务近三年实现大幅增长，主要系公司通过与京东、苏宁易购等主流电商合作，积极扩展线上销售渠道带动销售增长所致。公司电力业务收入近三年波动中有所增长，2018年公司电力业务实现收入40.54亿元，同比略有下降。公司租赁保理和医疗板块收入近三年也实现较快增长，其中租赁保理增长主要系其医疗产业融租规模提升所致；医疗板块收入主要来自明州医院的日常经营收入，明州医院自2008年实现盈利以来，其经营业绩一直保持稳定增长。公司其他业务板块近三年收入大幅增长，分别为0.67亿元、2.82亿元和17.91亿元，2018年集团本部开展大宗材料（包括钢材、镀锌铜、

ABS）贸易业务，使得收入大幅提升。

从收入构成来看，空调业务一直是公司收入的主要来源，随着空调业务规模的大幅提升，其占比逐年上升，2018年空调业务收入占营业收入的76.49%，比重较2017年持平。公司空调业务仍以家用空调销售为主，2018年家用空调销售收入占空调业务收入的比重为94.51%，商用空调收入虽实现大幅增长，但整体规模有限。电力板块主要由电能表和变压器构成，两块业务近三年均实现稳定增长，其中电能表贡献较大。2018年，整个电力板块收入占比为12.44%，同比减少4.03个百分点。租赁保理、医疗板块和其他业务收入规模较小，2018年上述三块收入合计占营业收入的11.07%。

从毛利率来看，近三年，公司综合毛利率呈持续下降趋势，与核心业务空调板块毛利率走势一致。2016-2018年，公司空调板块毛利率持续下降主要系市场竞争激烈，家用空调平均价格涨幅小于原材料价格涨幅所致，公司也在持续提升产品竞争力的同时加强成本管控，部分抵消了产品降价导致的毛利率下降的压力。近三年，电力板块毛利率波动下降，2018年，电能表毛利率为31.37%，同比下降4.30个百分点，主要系南网统招改省招，竞价激烈所致，变压器毛利率也有一定幅度下降，主要系光伏国家政策调整，电价补贴下降，光伏电站配套的变压器销售价格也受到影响。近三年，医疗板块毛利率持续下降，2017年毛利率下降主要受药品零差价政策实施影响，2018年毛利率下降主要系明州医院二期项目在当年转固并投入使用，人工成本、折旧等费用增加所致。近三年，租赁保理毛利率持续下降，主要系外部借款增加，资金成本上升所致。其他板块毛利率大幅下降，主要系低毛利的大宗材料贸易业务规模大幅上升所致。

2019年1—9月，公司实现营业收入287.97亿元，同比增长6.58%，增长主要来源于空调板块，综合毛利率为22.23%，同比减少2.86个百分点；家用空调毛利率同比下降2.54个百

分点；电力板块收入同比增长 18.21%，毛利率小幅增加；医疗板块收入和毛利率同比略有上升；租赁保理板块收入同比下降 9.23%，受融资成本上升等影响，毛利率同比有所下降。

表 4 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-9 月		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
空调	117.87	70.11	28.36	192.72	77.33	26.51	249.33	76.49	23.37	223.18	77.50	21.83
其中：家用空调	110.11	65.49	27.92	180.19	72.30	26.03	235.63	72.29	22.81	211.14	73.32	21.19
商用空调	7.76	4.62	34.57	12.53	5.03	33.34	13.70	4.20	33.08	12.04	4.18	33.10
电力	39.57	23.54	30.21	41.04	16.47	31.37	40.54	12.44	27.43	33.89	11.77	28.42
其中：电能表	24.35	14.48	33.13	25.16	10.10	35.67	23.37	7.17	31.37	20.04	6.96	33.68
变压器	15.22	9.05	25.54	15.88	6.37	24.55	17.17	5.27	22.06	13.85	4.81	20.83
医疗板块	6.59	3.92	28.78	8.44	3.39	28.52	13.11	4.02	23.50	11.21	3.89	28.14
租赁保理	3.41	2.03	70.97	4.20	1.68	64.51	5.06	1.55	58.51	3.54	1.23	58.23
其他	0.67	0.40	53.62	2.82	1.13	15.45	17.91	5.50	3.64	16.15	5.61	2.73
合计	168.12	100.00	29.78	249.22	100.00	27.89	325.95	100.00	23.34	287.97	100.00	22.23

资料来源：公司提供

总体来看，空调板块作为公司收入的主要来源，近几年随着市场回暖及线上渠道的拓展，收入规模大幅提升，电力板块整体表现稳中向好，租赁保理板块收入增长较快，医疗板块收入增长较快，但整体规模较小，随着公司发展重心不断往医疗板块倾斜，未来有望成为公司新的业绩增长点。

2. 空调业务

公司家用空调板块主要经营实体为控股子公司宁波奥克斯电气股份有限公司（以下简称“奥克斯电气”），由其下属子公司奥克斯空调股份有限公司（以下简称“奥克斯空调股份”）、南昌市奥克斯电气制造有限公司（以下简称“南昌奥克斯”）和天津奥克斯电气有限公司（以下简称“天津奥克斯”）生产总装，家用空调内销由奥克斯空调股份、宁波奥克斯家电销售有限公司、宁波奥克斯信息技术有限公司负责，外销主要由宁波奥克斯进出口有限公司、奥克斯家电（香港）有限公司负责。

（1）原材料采购

公司空调产品原材料实行统一采购，主要原材料包括压缩机、铜管、铝箔、钣金、电机

和塑料等，原材料占生产成本的比重在90%以上，其中主要零部件压缩机占生产成本的20~25%。公司拥有塑料件、钣金件、控制器等多达10个零部件配套厂，自制零部件数量已达到80%以上，压缩机全部采用外采，主要从浙江美芝压缩机有限公司（以下简称“美芝”）和南昌海立冷暖技术有限公司（以下简称“海立”）采购，美芝供货占总采购额的69%左右，海立占15%左右，其他品牌占16%左右。公司与美芝签订压缩机《五年战略合作协议》，以确立双方的战略合作伙伴关系。同时公司匹配采购其他品牌的压缩机，以扩展压缩机供应资源。公司所需铜管主要从上海龙阳铜管销售有限公司、江苏兴荣铜业有限公司、浙江海亮股份有限公司、中色奥博特铜铝业有限公司采购，公司实行供应商代管仓制度，按生产需要入库结算。铜管采用原材料与加工费分离的定价方式，加工费一年一定，电解铜一月二定，参照上海长江现货电解铜价格。另外，公司铝箔主要从常州常发制冷科技有限公司、乳源瑶族自治县阳之光亲水箔有限公司、江苏鼎胜新能源材料股份有限公司、安徽金誉材料股份有限公司采购，ABS塑料主要从宁波乐金甬兴化工有限公

司采购。通过保持稳定的战略合作关系和规范的供应商管理体系，公司可以得到交货期、交货量的保证、以及价格方面的优惠。从采购量来看，近三年随着公司空调销售规模的快速上升，主要原材料采购量均大幅上升。采购价格方面，2017年压缩机采购价格同比上升12.60%，主要系钢材涨价所致，2018年压缩机采购价格延续上涨趋势；电机价格2017年大幅上升主要系铜等关键原材料市场供需紧张导致价格持续上涨，2018年采购价格回落到2016年的水平；铜材价格近三年持续上升，主要受大宗商品市

场价格影响；铝箔和钣金价格近三年稳中有升；ABS塑料价格近三年快速上升主要系市场供需紧张。

2019年1—9月，包括压缩机在内主要配件及原材料均有不同程度的降价，其中压缩机采购价格下降主要系年度供方谈判，针对加深合作的核心供应商，执行了专项降本方案，大宗材料降价主要因市场价格下滑所致；采购量方面，由于公司主动备货等因素影响，钢材、板材采购量均较大。

表5 公司主要原材料采购情况

主要配件及原材料	采购量				采购均价			
	2016	2017	2018	2019年1-9月	2016	2017	2018	2019年1-9月
压缩机（万台、元/台）	837	1232	1271	1126	254	286	307	283
电机（万台、元/台）	2426	3948	4694	4194	26	30	27	33
铜材（吨、元/千克）	38416	53664	36570	60524	37	41	49	39
铝箔（吨、元/千克）	27224	41777	42125	39124	15	18	17	16
钣金（吨、元/千克）	86885	118467	13675	100437	4	5	5	4
ABS塑料（吨、元/千克）	36661	56918	55507	62779	10	14	18	12

资料来源：公司提供

2018年，公司向前五名供应商采购金额488330.99万元，占年度采购总额的比例为29.82%，采购集中度较高。

表6 2018年公司空调板块前五大供应商情况
(单位：万元、%)

供应商名称	采购项目	采购额	占比
浙江美芝压缩机有限公司	压缩机	226371.46	13.82
南昌海立冷暖技术有限公司	压缩机	75819.75	4.63
上海龙阳铜管销售有限公司	铜管	63329.79	3.87
宁波乐金甬兴化工有限公司	ABS	62087.97	3.79
浙江海亮股份有限公司	铜管	60722.02	3.71
合计		488330.99	29.82

资料来源：公司提供

在采购资金结算方面，公司原材料采购款项的结算方式以先货后款为主，90%以上采用票据结算（以银行承兑汇票为主），部分进口件采用现汇结算，结算期间控制在90天以内，战略物资储备可能会采用部分预付款。

总体看，公司主要原材料压缩机全部依赖外采，近三年主要原材料采购价格整体呈上升趋势，公司成本端面临一定压力。

(2) 产品生产

公司的空调产品按用途分为家用和商用两种，其中以家用空调的生产销售为主。2018年月，公司家用空调销售额占空调板块总销售额的94%以上，以下分析主要以家用空调为主。家用空调主营变频柜机/挂机，定速柜机/挂机；商用空调主要产品包括ARV-X7全直流变频多联机、U享家全直流小多联机及H系列低温强热型模块机等，被广泛用于政府、地产、交通、教育等领域。公司在宁波、南昌、天津、马鞍山都有高标准厂区，目前家用空调拥有48条生产线，产品涉及了30多种规格200多个内销型号。除生产自有品牌产品外，公司同时代工其他品牌产品，代工产量占总产量的比重保持在32%左右，代工费以双方协议约定为准，一般

以成本价上浮若干比例结算，主要代工品牌有美博、GMCC等。公司拥有国家级实验室及工程技术中心，具备较强的自主研发实力；在转

型升级战略的推进下，公司推出创新产品，有利于提升市场竞争力。

表7 公司空调产能产量情况（单位：万套、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
产能	915	1325	1635	2115
产量	809	1277	1310	1164
产能利用率	88.42	96.38	80.12	55.03

资料来源：公司提供

注：1. 2019年1-9月产能利用率已做年化处理；2. 上述数据包括公司代工产品

从生产方式来看，公司的家用空调主要采取库存备货需求的生产方式，在对市场需求量进行预测的基础上，有计划地进行批量生产；商用空调则主要采取定制化的生产方式。质量管控方面，公司对产品从设计、采购、生产到运送安装，实行全价值链品质管控。推进“设计零缺陷”、“制程零返修”及“零烧毁”三大系统性专项，对关键零部件实行全检，全面提升品质保证能力。

从产能产量来看，近年来公司产能产量逐年大幅提升，主要系空调业务向线上销售等方向转型升级，公司线上销售渠道快速发展，产品品质上升等因素带动生产规模不断扩大，其次随着公司生产线的增加及机械自动化程度的不断提升，使得生产效率大幅提升。

整体看，近三年，随着公司空调销售的增长，公司加快扩产，使得空调产品的产能产量均呈快速上升趋势。

（3）产品销售

公司的空调销售包括国内和国外两大市场，其中以国内市场为主。近三年，虽然公司海外市场销量持续上升，但由于国内市场的销量增幅较大，使得海外市场销量所占比重持续下降。2018年，公司空调产品国内销量和海外销量所占比重分别为63.20%和36.80%。从产销率来看，2016—2018年，公司空调产品产销率波动上升，2017年由于产量大幅提升且增幅高于产品销量，导致当年产销率呈下降趋势，2018年以来，公司减少库存水平，使得产销率保持在100%以上。

表8 公司空调产销情况（单位：万套、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
产量	809	1277	1310	1164
销量	735	1105	1400	1396
其中：出口量	301	445	515	485
产销率	90.85	86.53	106.87	119.93

资料来源：公司提供

注：上述数据包括公司代工产品

内销方面，公司主要的销售市场集中在三四线城市，随着转型升级战略的推进以及线上渠道的大力布局，内销规模实现大幅增长。2018年国内销量为885万套，同比增长34.12%。

公司内销主要销售渠道分为全国连锁、代理商、电商等，其中代理商和全国连锁作为传统渠道是公司线下重要的销售方式。公司在全

国省市重点城市均设立营销中心，再由营销中心选择下一级代理商，设立销售网点。同时，公司也通过跟国美、苏宁等国内知名家电经销商合作实现对国内大、中城市的网络覆盖。截至2019年9月底，公司在国内设有34家销售分公司（办事处），有8000余个服务网点和2万多名专业服务人员，基本覆盖了全国范围的

销售及服务网络。2016年以前，代理商和全国连锁两种销售渠道的销售额占国内销售总额的比重合计超过50%以上。2010年，公司陆续与京东、天猫、苏宁易购等主流电商合作，大力发展线上渠道，并于2016年开始运营官网布局O2O战略，随着线上渠道的拓展，其销售额占比快速上升，从2016年的49.14%上升至2018年的65.85%，已经成为公司最主要的销售渠道。此外，对于传统销售渠道，公司已在全国推行新一轮的变革，去除中间代理环节（公司简称此模式为“网批模式”），极大的降低销售成本，目前公司代理商渠道正在逐

步往网批模式切换，随着渠道改革的不断推进，未来网批模式将完全取代现有的代理商模式。ODM销售模式：公司通过与美博、GMCC等大企业客户保持长期稳定合作，以年度采购合同定价，根据委托方提供的技术参数，自行设计生产产品，拥有独立的技术控制权，其销售额占比近三年呈下降趋势。2018年国内ODM销售额占比降至1.50%。2019年1—9月，公司家用空调电商渠道销售金额占比达到68.76%，其次是占比26.70%的代理商和4.21%的全国连锁销售模式。

表9 公司空调国内销售渠道占比情况（单位：%）

销售渠道	2016年		2017年		2018年		2019年1-9月	
	销量占比	销售额占比	销量占比	销售额占比	销量占比	销售额占比	销量占比	销售额占比
全国连锁	10.05	13.90	6.89	8.08	5.98	6.78	4.61	4.21
代理商	33.66	32.59	31.99	32.43	25.38	25.88	27.88	26.70
ODM	7.38	4.37	4.12	2.72	2.18	1.50	0.17	0.33
电商	48.91	49.14	57.00	56.77	66.46	65.85	67.34	68.76
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

外销方面，公司通过与全球大客户长期稳定的合作，出口的产品以ODM贴牌方式为主。从公司出口区域看，公司出口以亚洲、欧洲和非洲为主，尤其亚洲地区一直保持稳定增长趋势。2018年，公司空调产品实现海外销量515万套，同比增长15.73%。

在结算方式方面，内销结算方式80%以上以票据结算，基本以先款后货为主，国美、苏宁等大卖场根据其年度销售计划有一定比例赊销额度，公司跟京东、苏宁易购的合作以先货后款为主，账期基本控制在45天以内，会提前预付部分货款，天猫主要系公司自营旗舰店。出口销售结算方式以信用证、OA、T/T为主，主要以美元结算为主。

从销售集中度看，2018年公司内销销售前五大客户合计销售金额94.81亿元，占销售总收入的38.61%。

表10 2018年公司空调板块前五大客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	销售金额	占比
北京京东世纪贸易有限公司	577021.42	23.50
苏宁体系	224199.74	9.13
天津天猫电子商务有限公司	39464.78	1.61
MASA TRADING FZCO	57740.65	2.35
HAVELLS INDIA LIMITED	49633.39	2.02
合计	948059.98	38.61

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司内销主要集中在华东地区，2018年华东地区销售额占比超过70.00%；外销主要集中在亚洲和欧洲地区，2018年上述区域销售额占比分别为59.42%和14.56%。公司海外销售额规模较大，面临一定汇率风险。

总体看，近三年公司空调产品销售规模持续快速增长，内销渠道逐步向线上转移，存在一定账期。外销规模较大，存在一定汇率风险。

3. 电力及医疗业务

公司的电力业务（主要分为电能表及终端和变压器及开关柜）和医疗板块主要由三星医疗经营。

(1) 电力板块

三星医疗1989年开始涉足电能表领域，目前拥有电能表及终端产品年产能达到1750万只，位列行业龙头。三星医疗主要生产单相和三相电子式电能表、智能电能表等等，还生产包括电力负荷终端、配变监测计量终端、三合一监测计量终端、集中器、采集器等系列产品。在电能表的生产和销售成熟后，三星医疗开始涉足变压器等配电产品的制造。2001年奥克斯投资2.10亿元成立宁波奥克斯高科技有限公司（以下简称“奥克斯科技”），专门研发制造奥克斯牌配电变压器、箱式变电站、高低压开关柜（环网柜）。目前变压器年产能达到720万千伏安，以10千伏电力变压器和成套产品为主导，以35千伏电力变压器和成套产品为发展方向。三星医疗是中国电力企业联合会理事单位，在2003年通过ISO9001-2000质量认证，三星医疗生产的变压器、箱式变电站、高低压开关柜（环网柜）均已通过国家质量检验检测中心的检测，并列原国家经贸委《全国城乡电网建设与改造所需主要设备产品及生产企业推荐目录》。

采购

三星医疗电能表及终端的原材料主要为集成电路、电气元器件及结构件等，供应商合作年限普遍在5年以上。三星医疗电能表及终端采购由奥克斯供应商管理部负责关键零部件的招标，奥克斯集团下达采购计划，三星医疗负责组装生产、销售给电网公司。三星医疗是国内实现国网、南网、三大地方电网市场全覆盖的电能表供应商之一。三星医疗电能表及终端原材料市场供应较为充足，其依托规模优势具有

一定议价能力。从结算方式看，主要是先货后款，账期一般在3个月以内，结算60%采用票据结算（以银行承兑汇票为主），40%采用现汇结算。

三星医疗变压器及开关柜产品原材料主要为硅钢片、漆包线、铁心、断路器等，采购模式和结算方式与电能表一致。

从采购集中度来看，2018年三星医疗前五大供应商采购金额2.81亿元，占总采购额的22.10%，集中度一般。

生产及销售

三星医疗拥有宁波姜山和慈城两大生产基地。

从生产情况来看，近三年，公司智能电能表产量波动上升，其中2018年产量下降主要系国家电力投资下降导致需求下降所致；公司普通电子式电能表产量波动下降，2018年产量上升得益于海外产品销售的拉动。由于目前行业内电能表正从普通式向智能型切换，所以公司普通式电子电能表产能利用率普遍偏低；用电管理智能终端由于中标进度缓慢影响订单执行速度，产能利用率普遍也偏低。

从销售情况来看，由于国家电网和南方电网的招标模式在2018年从全国统招改为省级招标，招标竞价更加激烈，使得包括智能电能表、普通电子式电能表和用电管理智能终端等主要产品的平均价格在2018年均有所下降。

公司电能表均采用以销定产模式，智能电能表、普通电子式电能表和用电管理智能终端的产销率均较高，上述产品销量和产量的变动基本一致。

2019年1—9月，受行业竞争加剧影响，电能表相关产品价格延续2018年以来的下降趋势。

表11 三星医疗电能表及终端产销情况（单位：万只、元/只、%）

项目		2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
智能电能表	产能	830	900	900	900
	产量	660	855	771	872

	销量	683	832	779	870
	平均价格	155.77	166.86	147.65	132.88
	产能利用率	79.55	94.99	86.63	96.84
	产销率	103.47	97.26	101.08	99.83
普通电子式电能表	产能	830	830	830	830
	产量	671	365	435	384
	销量	663	335	478	372
	平均价格	118.14	126.64	104.41	93.21
	产能利用率	80.83	43.98	52.38	46.25
	产销率	98.78	91.85	109.86	96.99
用电管理智能终端	产能	20	20	20	20
	产量	15	10	15	14
	销量	14	10	13	15
	平均价格	723.70	803.58	629.44	467.68
	产能利用率	75.00	50.90	73.97	71.70
	产销率	93.33	96.46	87.99	104.37

资料来源：公司提供

注：2019年1—9月产能未做年化处理

三星医疗在国内采用直销模式，客户主体为国家电网、南方电网、各地方电力局，主要通过集中招投标方式获得订单，地方电力公司及非电力公司客户主要通过遍布全国的销售和服务组织获得订单；在海外，三星医疗主要通过海外子公司、自主开发、战略合作等方式开拓业务。三星医疗在国内设有20个营销中心，覆盖了除港澳台外的全国31个行政区域。2007年底三星医疗开始拓展海外市场，目前在30个国家和地区设立12个驻外办事处机构，网络遍及东南亚、俄罗斯、澳洲、南美洲、非洲等地，并通过公司海外发展部与外商进行直销业务，形成主要由东南亚、中南美、澳洲、非洲等国客户为主的全球销售网络。三星医疗海外销售

规模较小，占比不到10%，以国内市场为主。

2016—2018年，配电产品的产销量呈逐年上升态势。变压器产销率2017年以来一直低于90%，主要是公司按订单要求生产，且由于验厂和抽检需要，需留用一定的库存，2018年以来变压器产销率上升，主要是前期客户工程验收完成确认收入所致。变压器近三年产能利用率波动较大主要系2017年变压器设备更新以提升产能，从而导致当年产能利用率下降较快。近三年，箱式变电站和开关柜产销量持续增长，带动箱式变电站和开关柜销售转好。从结算方式来看，因下游客户的特殊性，公司在投标文件中均已明确付款条件，按预付、到货、验收、质保四个节点分期付款，货款风险较小。

表12 三星医疗配电产品产销情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月	
变压器	产能(万千伏安)	800	1000	1000	1000
	产量(万千伏安)	660	675	798	786
	销量(万千伏安)	522	575	954	527
	平均价格(元/千伏安)	93.1	94.38	90.25	107.79
	产能利用率(%)	82.50	67.50	79.76	78.62
	产销率(%)	79.09	85.19	119.66	67.02
箱式变电站	产能(台)	1800	2200	2200	2200
	产量(台)	1755	2183	2230	1108
	销量(台)	1640	2244	2266	1157
	平均价格(元/台)	136782	136743	149091	172781

	产能利用率(%)	97.50	99.23	101.36	50.36
	产销率(%)	93.45	102.79	101.61	104.42
开关柜	产能(台)	10000	12500	19000	19000
	产量(台)	8243	12017	19302	17942
	销量(台)	8050	9546	14253	12645
	平均价格(元/台)	29880	21892	32324	29564.56
	产能利用率(%)	82.43	96.14	101.59	94.43
	产销率(%)	97.66	79.44	73.84	70.48

资料来源：公司提供

注：2019年1—9月产能未做年化处理

(2) 医疗板块

三星医疗设立宁波奥克斯医疗集团有限公司（以下简称“医疗集团”）作为医疗产业投资主体，医疗集团下设包括宁波奥克斯医院投资管理有限公司（以下简称“医院投资”）、宁波奥克斯眼科医疗投资管理有限公司（以下简称“眼科投资”）等涵盖综合性医院、眼科、健康、医疗技术、康复医疗等多领域的医疗投资子公司进行对外投资，而明州医院作为医院投资的子公司是三星医疗未来承载其医疗板块的主要经营实体。

公司医疗业务主要经营实体为三星医疗子公司明州医院，明州医院位于宁波市鄞州区，于2002年投资建立，先期投资7亿元人民币，明州医院占地140亩，总建筑面积12.9万平方米，其中医疗用房10.9万平方米，2006年5月正式投入使用，2015年挂牌浙江大学明州医院，2017年增挂鄞州妇女儿童医院，是一所以医疗、康复、体检为主要服务内容的现代化综合性医院。明州医院为浙江大学医学院实习医院，宁波市120急救中心明州医院分站，宁波市及慈溪市城镇职工、居民基本医疗保险和新型农村合作医疗保险定点医院。2015年5月，三星医疗通过收购明州医院进入医疗服务领域，并将

医疗产业确立为三星医疗的重点发展产业。目前三星医疗已经与浙江大学医学院附属第二医院、南昌大学抚州医院、台湾彰基医院等都建立合作关系。2018年，明州医院荣膺“全国爱婴医院”、“中国最具价值民营医院”、“全国诚信民营医院”等荣誉称号，明州医院核定床位1050张，现有职工1800余人，其中高级职称以上170余人，2018年门急诊量89.8万人次，年出院3.88万人次，年手术量1.72万例次。

明州医院2008年实现盈利，之后收入稳定提升。2018年，明州医院实现收入10.47亿元，营业利润1.14亿元。

表13 明州医院收入及利润情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1-9月
营业收入	5.90	7.83	10.47	9.05
营业利润	0.99	1.35	1.14	1.69

资料来源：公司提供

2015年以来公司通过合作及参股投资等方式投资多家医疗机构以扩大医疗板块布局，其中非三星医疗体系内的医疗机构实现稳定盈利后，会通过并购等方式进入三星医疗体系内。目前公司在投的医疗机构具体情况如下表所示：

表14 截至2019年9月底公司医疗板块投资情况（单位：亿元）

序号	类型	医院名称	总投资额	已投资额	模式
1	综合医院	抚州明州医院有限公司	10.00	0.55	建设中
2		杭州明州医院有限公司	6.90	5.40	新购房屋
3		湖州浙北明州医院	2.00	2.00	租赁房屋
4	康复医院	浙江明州康复医院	0.50	0.50	租赁房屋
5		南昌明州康复医院有限公司	0.60	0.31	租赁房屋
6		杭州明州脑康康复医院有限公司	1.00	0.55	租赁房屋

7		南京明州康复医院有限公司	0.85	0.46	租赁房屋
8		泰州明州康复医院有限公司	0.84	0.28	租赁房屋
9		常州明州康复医院有限公司	0.88	0.32	租赁房屋
10		武汉明州康复医院有限公司	0.66	0.28	租赁房屋
11		长沙明州康复医院有限公司	0.75	0.15	租赁房屋
13	健康中心	宁波国际保健中心（非独立法人）	1.30	1.20	新购房屋
14		湖州大浙北体检中心	0.27	0.22	并购控股
15		温州市深蓝医院有限公司	0.91	0.91	并购控股
16		宁波鄞州明州人门诊部有限公司	0.13	0.13	租赁房屋
合计			27.59	13.26	--

资料来源：公司提供

注：截至2019年9月底，上表中抚州明州医院有限公司和宁波鄞州明州人门诊部有限公司均由三星医疗投资设立，浙江明州康复医院和温州市深蓝医院有限公司已并入三星医疗

除了公司层面对外投资外，子公司三星医疗也通过非公开募集资金的方式加大对医疗产业的投资。2016年三星医疗通过非公开发行获得募集资金29.65亿元，其中医疗板块的投资使用的募集资金22.65亿元，具体情况及描述见重大事项。

未来，三星医疗将以明州医院为依托，实施综合性医院、专科医院并轨发展策略，通过托管、并购、合作、合资、新建等多种方式有效整合国内外高端医疗资源，发展成为医疗服务集团。

总体看，医疗产业作为公司未来发展的重点产业，前期投资力度大，或将对公司带来一定资金压力，考虑到公司目前对非体系内医院的培育模式及募集资金到位情况良好，可有效缓解后期集中投资压力。

4. 租赁保理及其他业务

公司融资租赁业务经营主体为奥克斯融资租赁股份有限公司（以下简称“奥克斯融租”）。截至2019年9月底，奥克斯融租注册资本15.00亿元（公司间接持股33.01%）。公司融资租赁主要为对医疗器械进行售后回租方式，目前尚未开展直租业务，以二甲以上的公立医院为主要服务对象，业务范围面向全国，项目期限在3~5年，项目单笔金额集中于

1000~5000万元，收益率6%~10%。近三年来，公司医疗行业应收融资租赁款占应收融资租赁款总额的比例均超过87%。截至2019年9月底，奥克斯融租已累计签约417个售后回租项目，合同总金额（本金）116.77亿元，累计放款111.62亿元，租赁资产余额44.74亿元，其中不良租赁资产余额0.34亿元，坏账准备0.14亿元，不良租赁资产率0.76%。公司在医疗行业租赁资产余额占比在87%以上，其他为公用事业。截至2019年9月底，奥克斯融租逾期金额占其总资产的0.75%，占其净资产的1.94%，占其收入的13.17%，比重较小。投资资金主要来源于银行贷款、ABS融资，成本在5%~7%。截至2019年9月底，奥克斯融租前五大客户放款余额比重为9.35%，集中度不高。

公司自2017年下半年开展保理业务，经营主体为奥克斯商业保理（上海）有限公司（以下简称“奥克斯保理”），注册资本2亿元。奥克斯保理业务模式主要为有追索权的应收账款保理业务，主要客户为母公司及其关联方的供应商，保理业务年利率在8%~12%，保理期限3-6个月。2017—2018年，公司投放保理款规模1520万元和53130万元，资金来源主要为股东实缴的注册资本，2017—2018年，奥克斯保理分别实现收入7.30万元和1273.87万元，净利

润分别为 2.06 万元和 637 万元。2018 年，奥克斯保理与关联方的供应商累计投放保理业务额度为 4.86 亿元。截至 2018 年底，奥克斯保理对关联方的供应商应收保理款合计 2.03 亿元，占应收保理款的 95%。截至 2019 年 9 月底，奥克斯保理资产五级分类全部为正常类资产，无不良资产。

5. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈上升趋势，2018 年分别为 7.45 次和 0.91 次，存货周转次数持续上升，2018 年为 4.70 次。总体看，公司经营效率一般。

6. 未来发展

未来，公司将坚持以空调和电气业务为核

心的适度多元化发展格局。空调业务方面，公司将注重品牌定位，加大销售渠道开拓力度，尤其是线上渠道以及线上线下渠道融合的拓展；在转型升级战略的导向下，以绿色智能产品为未来发展方向；电气业务方面，在保持自身规模优势的基础上，以智能电网和节能减排为导向，开发节能环保产品；医疗产业方面，未来将通过孵化培育、并购的模式实现民营医院的规模化发展；融资租赁业务方面，未来短期内仍将以医院客户为主要服务对象，确立在医疗领域的市场地位并稳固医院客户群基础。

截至 2019 年 9 月底，公司在建项目如表 15 所示（不包含三星医疗募投项目），在建项目投资规模共计 7.47 亿元，已投 3.22 亿元，尚需投资 4.25 亿元。

表 15 截至 2019 年 9 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	预计完工时间	资金来源		截至 2019 年 9 月 月底已投资	2019 年 10-12 月计划投资	2020 年计划投资
			自筹	对外融资			
智能商用宁波生产基地二期	16700.00	2020.03	5010.00	11690.00	8326.00	2685.00	3815.00
智能家用年产 100 万台电动机保护装置项目	35000.00	2020.10	10500.00	24500.00	9470.20	7091.80	14948.00
泰国工厂	23000.00	2020.04	23000.00	--	14354.19	4084.00	3516.81
合计	74700.00	--	38510.00	36190.00	32150.39	13860.80	22279.81

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年 1—9 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年，公司因股权转让减少子公司 1 家，注销子公司 2 家，新设子公司 11 家，收购并入子公司 2 家；2017 年，公司股权转让减少子公司 1 家，注销清算减少 3 家，收购并入子公司 2 家，新设子公司 7 家，公司纳入合并范围子公司共 70 家；2018 年，新设子公司 13 家，清算注销子公司 3 家。2019 年 1—9 月，公司合并范围较 2018 年底新增 2

家子公司，减少 3 家子公司。总体看，由于合并范围内变动子公司规模较小，公司近三年财务数据具有较强可比性。

公司 2017 年和 2018 年财务报表对前期会计差错进行更正，以下财务分析使用的 2016 年数据为经追溯调整的 2017 年审计报告期初数，2017 年数据为经追溯调整的 2018 年审计报告期初数。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 359.23 亿元，所有者权益合计 117.21 亿元（含少数股东权益 57.29 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 325.95 亿元，利润总额 9.35 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 378.16 亿元，所有者权益合计 129.45 亿元（含少数股东权益 60.42 亿元）。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 287.97 亿元，利润总额

11.24 亿元。

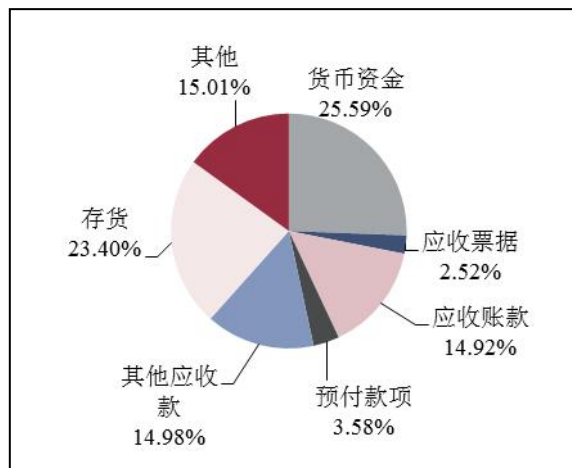
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额年均复合增长 14.15%；截至 2018 年底，公司资产总额为 359.23 亿元。从构成看，流动资产占 55.25%，非流动资产占 44.75%，资产构成以流动资产为主。

(1) 流动资产

2016—2018 年，公司流动资产年均复合增长 8.30%。截至 2018 年底，公司流动资产 198.46 亿元。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

图 3 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金分别为 52.87 亿元、42.01 亿元和 50.79 亿元。截至 2018 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 84.49%）和其他货币资金（占 15.50%）构成，受限货币资金 8.46 亿元，包括银行承兑汇票保证金、保函保证金等。

2016—2018 年，公司应收票据变动较大，三年分别为 15.74 亿元、27.97 亿元和 5.00 亿元，截至 2017 年底，应收票据较上年底增长 77.68%，系空调业务保持较好销售形势带动应收票据增加，以及公司开展浙商票据池业务，应收票据质押余额 21.95 亿元；截至 2018 年底，应付票据较上年底下降 82.14%，系公司未在

2018 年开展浙商票据池业务所致。

2016—2018 年，公司应收账款年均复合增长 10.93%。截至 2018 年底，公司应收账款 29.61 亿元，全部按信用风险特征组合计提坏账准备。从账龄上看，1 年以内占 85%，账龄较短；截至 2018 年底，公司应收账款计提坏账准备 4.99 亿元，计提比例 14.42%，计提较充分；截至 2018 年底，公司应收账款前五名占 18.03%，集中度一般。

表 16 截至 2018 年底公司前 5 名应收账款单位

(单位：万元、%)

客户	账面余额	占比	是否关联方
北京京东世纪贸易有限公司	18185.68	5.26	否
苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心	17327.16	5.01	否
MASA TRADING FZCO	15457.05	4.47	否
MIRC Eelectronics Ltd.	5787.59	1.67	否
福建网能科技开发有限责任公司	5600.46	1.62	否
合计	62357.93	18.03	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司预付款项有所波动，三年分别为 6.16 亿元、3.71 亿元和 7.11 亿元，主要是预付供应商货款。其中 2017 年底同比下降明显系公司为有效降低资金占用成本，对供应商重新进行评估，部分货款支付形式从预付变更为应付款，此外，公司加强管控，加快供应商发货及时性。截至 2018 年底，公司预付款项较上年底增长 91.42%，系集团本部开展大宗原材料贸易产生的预付货款。截至 2018 年底，公司预付款项余额前 5 名合计为 5.18 亿元，占预付款项余额的 72.80%，集中度高。

表 17 截至 2018 年底公司前 5 名预付款项单位

(单位：万元、%)

客户	账面余额	占比	是否关联方
宁波奥克斯贸易有限公司	44916.82	63.18	是
唐山钢铁集团高强汽车板有限公司	2968.78	4.18	否
北京智芯微电子科技有限公司	2240.49	3.15	否

南昌市矩阵物流有限公司	898.46	1.26	否
中节能西安启源机电装备有限公司	730.80	1.03	否
合计	51755.36	72.80	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司其他应收款小幅波动，截至2018年底为29.72亿元，以往来款为主（占81.97%）。期末余额前五名其他应收款为18.17亿元，占58.67%，集中度高，主要是对关联方的借款及往来款，其中第一名为汇日控股有限公司²，款项性质为借款（不计息），系2015年该公司收购香港上市公司，向公司借款，由于到期未偿还，账龄延长为2~3年，存在一定收回风险。

表 18 截至 2018 年底公司前 5 名其他应收款
(单位：万元、%)

客户	账面余额	占比	款项性质	关联方
汇日控股有限公司	70443.18	22.74	往来款	是
杭州明州医院有限公司	52567.31	16.97	往来款	是
宁波市鄞州科翔贸易有限公司	21207.93	6.85	往来款	是
东莞奥克斯通讯设备有限公司	19552.22	6.31	往来款	是
上海丰岑投资有限公司	17979.31	5.80	往来款	是
合计	181749.94	58.67	--	--

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司存货波动增长，年均复合增长15.69%，存货中库存商品规模较大。截至2018年底，公司存货为46.44亿元，较上年年底下降22.34%，主要系2018年随着公司新厂区的投产，产能紧张问题得以缓解，公司开始控制减少库存规模。从构成看，存货以原材料（占11.01%）、库存商品（占74.24%）和发出商品（占8.11%）为主，2018年底计提跌价准备0.17亿元。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动

资产逐年增长，年均复合增长31.05%。截至2018年底，一年内到期的非流动资产为17.70亿元，全部为融资租赁款。2016—2018年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长86.90%。截至2018年底，公司其他流动资产为11.81亿元，较上年年底下降26.11%，系公司理财产品、增值税留抵税额、待抵扣进项税、待认证进项税减少所致。

(2) 非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产年均复合增长22.88%。截至2018年底，公司非流动资产为160.76亿元。从构成看，非流动资产主要由可供出售金融资产（占10.17%）、长期应收款（占19.88%）、长期股权投资（占10.93%）、固定资产（占30.04%）构成。

2016—2018年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长12.68%。截至2018年底，可供出售金融资产为16.35亿元，全部为可供出售权益工具；其中按成本计量的账面价值5.50亿元，主要为对浙江民营企业联合投资股份有限公司投资5.00亿元，按公允价值计量账面价值10.85亿元。

2016—2018年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长15.29%。截至2018年底，公司长期应收款为31.95亿元，全部为融资租赁款。

2016—2018年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长9.12%。截至2018年底，长期股权投资合计17.57亿元，主要是对宁波鄞州农村商业银行股份有限公司6.68亿元投资和对通商银行8.62亿元的投资。

2016—2018年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长31.76%。截至2018年底，公司固定资产账面价值48.30亿元，主要由房屋及建筑物（占64.46%）和机器设备（占28.23%）构成，公司累计折旧15.43亿元。2016—2018年，公司在建工程分别为3.81亿元、4.10亿元和12.16亿元。截至2018年底，在建工程较上年年底大幅增长系当期新增800万套智能家用空调产业园项目一期8.09亿元所致。

² 汇日控股有限公司的最终实际控制人为郑坚江。

2016—2018年，公司无形资产年均复合增长15.08%。截至2018年底，公司无形资产为13.58亿元，较上年底增长23.43%，系新购置土地所致。从构成看，土地使用权占93.91%，其余为软件、技术、网站注册费等。

2016—2018年，公司其他非流动资产分别为8.10亿元、2.17亿元和2.01亿元，其中2016年底规模较大，系当期形成委托贷款7.01亿元，并于2017年收回，其他主要由预付固定资产、投资性房地产、无形资产等购置款和预付其他长期资产款项构成。

截至2019年9月底，公司资产总额为378.16亿元，较2018年底增长5.27%，从构成看，流动资产占54.57%，非流动资产占45.43%，资产构成较2018年底变动不大。流动资产中货币资金较2018年底下降33.43%至33.81亿元；应收账款较2018年底增长48.70%至44.04亿元，存货较上年底下降39.58%至28.05亿元，主要系新增基地投产使得产能提升，备货压力缓解，加之公司提升运营效率，降低库存所致，库存降低过程中应收账款也相应增长；其他流动资产较上年底增加26.87亿元，主要系购买的理财产品增加所致（理财产品合计为31.31亿元）。非流动资产中，长期应收款较上年底下降20.51%至25.40亿元，主要系租赁业务应收款余额减少所致；投资性房地产较2018年底增加9.50至17.42亿元，系公司自2019年起，将投资性房地产由成本计量改为公允价值模式计量所致。

截至2019年9月底，公司受限资产账面价值合计63.31亿元，占总资产的比重为16.74%，资产受限规模较大。

表19 截至2019年9月底公司受限资产情况

(单位：亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	4.37	保证金、保函等
固定资产	13.62	抵押
无形资产	4.89	抵押
长期应收款（包含一年到期的长期应收	34.30	ABS及保理借款受限

款)		
投资性房地产	6.14	抵押
合计	63.31	-

资料来源：公司审计报告

近年来，随着经营规模的扩张，公司资产规模增长，资产构成以流动资产为主；公司货币资金较为充足，应收类款项处于较高水平，对运营资金形成一定占用；2019年以来存货规模有所降低，资产受限规模较大。整体看，公司资产质量一般。

3. 所有者权益和负债

(1) 所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益规模持续增长，年均复合增长10.32%。截至2018年底，公司所有者权益为117.21亿元，较上年底增长11.55%，主要系股东增资10.00亿元，公司实收资本由8.50亿元增长至18.50亿元所致。截至2018年底，公司所有者权益中实收资本占15.78%，资本公积占21.09%，盈余公积占3.79%，未分配利润占9.50%，少数股东权益占48.88%。

截至2019年9月底，公司所有者权益为129.45亿元，较上年底增长10.45%，主要来自资本公积及少数股东权益的增加，所有者权益构成较2018年底变化不大。

总体看，公司未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益结构稳定性较弱。

(2) 负债

2016—2018年，公司负债总额波动增长，年均复合增长16.15%。截至2018年底，公司负债总额为242.02亿元，其中流动负债占78.27%，非流动负债占21.73%。

2016—2018年，公司流动负债波动增长，年均复合增长8.75%。截至2018年底，公司流动负债为189.42亿元，主要由短期借款（占23.38%）、应付账款（占19.21%）、其他应付款（占18.80%）和一年内到期的非流动负债（占12.04%）构成。

2016—2018年，公司短期借款波动下降，截至2018年底为44.28亿元，以保证借款（占65.61%）为主。公司应付票据波动下降，近三年分别为17.01亿元、35.90亿元和14.55亿元；2018年公司停止票据池业务，使得2018年底应付票据较上年底下降59.47%。从构成看，应付票据以银行承兑汇票为主（占97.74%）。

2016—2018年，公司应付账款波动增长，截至2018年底，公司应付账款为36.39亿元，较上年底下降33.48%，系公司为提高资金使用效率，提前支付部分供应商货款以及新建产能投产后，公司主动减少库存规模所致。2016—2018年，公司预收款项波动增长，年均复合增长14.13%。截至2018年底，公司预收款项为14.66亿元，主要为预收货款。

2016—2018年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长40.11%。截至2018年底，公司其他应付款为35.60亿元，较上年底增长20.89%，主要是空调销售增加，预提安装维修费用增加以及质保金、押金、往来款增加所致。截至2018年底，公司其他应付款主要包括往来款（6.80亿元）、预提费用（12.65亿元）、保证金及押金（6.93亿元）和设备/工程款（8.89亿元）。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长27.50%，截至2018年底为22.80亿元，较上年底大幅增长55.73%，系一年内到期的长期借款和一年内到期长期应付款增长所致。

2016—2018年，公司其他流动负债波动下降，分别为12.00亿元、9.50亿元和10.00亿元，全部为公司发行的（超）短期融资券。截至2018年底包含两期短期融资券，分别为“18奥克斯CP001”（5亿元）和“18奥克斯CP002”（5亿元）。

2016—2018年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长65.42%。截至2018年底，公司非流动负债为52.60亿元，较上年底增长74.77%，系应付债券和长期应付款增加所致。

2018年底公司非流动负债主要由长期借款（占28.42%）、应付债券（占28.52%）和长期应付款（占27.29%）构成。

2016—2018年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长26.24%。截至2018年底，公司长期借款为14.95亿元，包括质押借款6.63亿元、保证借款0.82亿元和抵押加保证借款7.50亿元。

2017—2018年，公司应付债券分别为5.00亿元和15.00亿元。截至2018年底，公司应付债券包含3期中期票据，分别为“17奥克斯MTN001”（5亿元）、“18奥克斯MTN001”（5亿元）和“18奥克斯MTN001”（5亿元）。

2016—2018年，公司长期应付款波动较大，分别为5.68亿元、3.65亿元和14.36亿元，2018年底大幅增长系子公司奥克斯租赁ABS项目应付款增长所致。

截至2019年9月底，公司负债总额248.71亿元，较2018年底变动不大；其中流动负债占80.38%，非流动负债占19.62%，仍以流动负债为主。其中，短期借款较2018年底增长82.69%至80.89亿元，主要系公司根据资本市场环境变化进行的资金储备；应付票据较2018年底下降37.80%至9.05亿元，系当期票据结算减少所致；长期应付款较上年底下降47.41%至7.55亿元，主要系租赁业务ABS规模下降所致。

2016—2018年，公司有息债务逐年增长，年均复合增长13.85%，截至2018年底，公司全部债务为135.95亿元，其中短期债务91.65亿元，较上年底下降17.35%，长期债务44.30亿元，较上年底增长93.65%，系新发债券及融资租赁ABS项目增加所致。2016—2018年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动增长，加权平均值为分别为67.95%和54.08%，同期长期债务资本化比率持续增长，三年加权平均值分别为21.78%。截至2018年底，公司上述三项指标分别为67.37%、53.70%和27.43%。

截至2019年9月底，公司全部债务为156.05亿元，较2018年底增长14.79%，主要

系短期借款增加所致。截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 65.77%、54.66% 和 22.72%。

表20 截至2019年11月底公司存续债券概况

债券名称	到期日期	期限	余额(亿元)
19 奥克斯 CP001	2020-4-29	1 年	5.00
17 奥克斯 MTN001	2020-9-14	3 年	5.00
18 奥克斯 MTN001	2021-3-20	3 年	5.00
18 奥克斯 MTN002	2021-4-27	3 年	5.00
合计	--	--	20.00

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

总体看，公司负债规模波动增长，负债构成以流动负债为主；随着经营规模扩大，公司有息债务持续增加，债务负担偏重，以短期债务为主，短期偿债压力较大。

4. 盈利能力

2016—2018 年，得益于空调市场景气度较好，公司空调业务转型升级，产品品质上升带动规模扩大、公司线上销售渠道快速发展等因素，公司营业收入年均复合增长 39.24%，2018 年实现营业收入 325.95 亿元，同比增长 30.79%，主要是空调业务同比大幅增长所致；2016—2018 年，公司营业成本年均复合增长 45.48%，高于营业收入增幅。近三年公司营业利润率呈下滑趋势，三年分别为 28.81%、26.73% 和 22.54%。

2016—2018 年，公司期间费用率分别为 22.21%、20.87% 和 19.94%，占比较高，期间费用主要为销售费用和管理费用。2018 年，公司销售费用为 41.76 亿元，同比增长 41.41%，系公司空调业务销售规模扩大使得安装费及售后维修费同比增加 6.74 亿元及宣传推广费、运杂费增加所致；公司管理费用（包含研发费用）为 20.13 亿元，同比增长 8.83%，包括职工薪酬、研发费用、折旧摊销、租赁费等；公司财务费用为 3.11 亿元，同比小幅下降，系汇兑收益增加；总体看，公司期间费用率较高，对公司利

润形成一定侵蚀。

2016—2018 年，公司投资收益分别为 3.20 亿元、2.48 亿元和 0.76 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益，2018 年同比下降系期货合约结算损失、外汇远期合约结算损失及外汇期权结算损失所致；2017—2018 年，公司其他收益分别为 1.05 亿元和 2.58 亿元，主要为与公司日常经营活动有关的政府补助；2016—2018 年，公司营业外收入分别为 1.53 亿元、0.68 亿元和 0.40 亿元，包括政府补助、罚款收入等。总体看，公司非经常性损益对公司利润的贡献有限。

2016—2018 年，公司利润总额有所波动，三年分别为 13.37 亿元、17.04 亿元和 9.35 亿元。近三年，公司总资本收益率逐年下降，三年加权平均值为 5.41%，净资产收益率波动下降，三年加权平均值为 8.15%，2018 年上述两项指标分别为 4.44% 和 5.36%；公司主业盈利能力有所下滑。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 287.97 亿元，同比增长 6.58%，营业成本为 223.96 亿元，同比增长 8.00%；销售费用同比增长 15.27% 至 39.30 亿元，主要系安装维修费及运输成本增加所致；当期实现投资收益 3.50 亿元，主要系三星医疗子公司出售股票及权益法确认的投资收益增加所致。由于营业成本和期间费用的上升，公司利润总额同比下降 10.01% 至 11.24 亿元，营业利润率为 21.37%。

总体看，受益于空调业务规模扩大，近三年公司营业收入保持较快增长，但受营业成本及销售费用较快增长，公司利润波动下降，主业盈利能力有所下滑，公司期间费用较高，对公司利润形成一定侵蚀。

5. 现金流分析

从经营活动看，随着公司主业经营规模的扩张，公司经营活动现金流入/流出呈扩大趋势，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要

为购买商品、接受劳务支付的现金, 2016—2018年, 公司经营活动现金流入持续增长, 年均复合增长 20.35%, 经营活动现金流出年均复合增长 28.65%。2018 年公司经营活动现金流入 209.57 亿元, 经营活动现金流出 198.57 亿元, 其中支付其他与经营活动有关的现金为 63.11 亿元, 主要为支付的销售费用、管理费用、保证金、押金、备用金等。近三年, 公司经营活动现金流量净额分别为 24.72 亿元、22.70 亿元和 11.00 亿元。2016—2018 年, 公司现金收入比分别为 75.59%、68.75%和 53.07%, 持续下降, 公司获现能力偏弱。

从投资活动看, 2016—2018 年, 公司投资性净现金流均表现为净流出, 主要是公司医疗业务收购各类医院、购买理财产品以及对持股企业追加投资等导致投资所支付的现金规模较大所致。近三年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-30.25 亿元、-37.87 亿元和-26.38 亿元。

2016—2018 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 40.85 亿元、1.82 亿元和 24.93 亿元。2018 年公司筹资活动现金流量净额同比增加 23.11 亿元, 主要取得借款、发行债券及 ABS 汇入款项收到的现金增加所致。

2019 年 1—9 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为 15.21 亿元, 其中收到及支付其他与经营活动有关的现金主要为资金往来款; 投资活动产生的现金净流量为-36.67 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为 8.71 亿元, 其中支付其他与筹资活动有关的现金为 28.99 亿元, 主要系支付租赁业务 ABS 及票据保证金等。2019 年 1—9 月, 公司现金收入比为 93.90%。

总体看, 业务规模扩张带动公司经营活动现金流入/流出规模扩大, 但公司获现能力偏弱, 且呈下滑趋势, 公司经营性现金净流入规模下降, 对外投资规模较大, 公司存在对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2016—2018 年,

公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势, 三年平均值分别为 102.77%和 76.86%。截至 2018 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 104.78%和 80.26%; 近三年, 公司经营性现金流流动负债比逐年下降, 分别为 15.43%、10.09%和 5.81%。截至 2019 年 9 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 103.23%和 89.19%。近年来随着业务规模扩张以及在建项目融资需求, 公司对外融资需求加大, 债务规模较快增长, 且集中为短期债务, 公司存货规模较高, 一定程度影响资金周转效率, 整体看, 公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看, 2016—2018 年, 公司 EBITDA 分别为 19.21 亿元、22.99 亿元和 19.05 亿元。2016—2018 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.92 倍、7.58 倍和 3.84 倍; 全部债务/EBITDA 分别为 5.46 倍、5.82 倍和 7.14 倍。整体看, 公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 9 月底, 公司对外担保余额为 2.86 亿元, 被担保企业分别为杭州明州医院有限公司和宁波奥克斯贸易有限公司, 担保期限分别为 2024 年 12 月 12 日和 2020 年 6 月 19 日, 担保方式均为保证担保。

截至 2019 年 9 月底, 公司获得各商业银行授信额度 355.10 亿元, 尚未使用额度 242.40 亿元, 公司间接融资渠道畅通。公司拥有上市公司三星医疗, 公司具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底, 母公司资产总额为 91.95 亿元, 同比下降 1.00%。从资产构成看, 流动资产占 54.96%, 非流动资产占 45.04%。公司流动资产为 50.53 亿元, 以货币资金(占 25.05%)、其他应收款(占 59.79%)为主, 其他应收款主要为与关联方之间的往来款; 非流动资产为 41.41 亿元, 以长期股权投资为主(占 83.02%)和可供出售金融资产(占 13.29%)。

截至 2018 年底, 母公司负债总额为 57.13 亿元, 同比下降 26.89%, 主要系其他应付款下

降所致。流动负债为 42.13 亿元，以其他应付款（占 50.20%）、一年内到期的非流动负债（占 11.87%）和其他流动负债（占 23.74%）为主；非流动负债为 15.00 亿元，全部为应付债券；截至 2018 年底，母公司资产负债率为 62.13%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 34.82 亿元，其中实收资本 18.50 亿元，资本公积 0.69 亿元，盈余公积 4.44 亿元，未分配利润 11.20 亿元。

2018 年，母公司实现营业收入 16.57 亿元，同比增加 14.56 亿元，系母公司 2017 年 10 月起开始经营板材等大宗商品销售，2018 年营业收入同比大幅增长，2018 年，母公司营业成本为 16.47 亿元；当期，母公司期间费用合计 4.12 亿元，包括管理费用 1.43 亿元和财务费用 2.69 亿元，期间费用对母公司利润存在一定侵蚀。2018 年母公司利润总额为 10.02 亿元，主要来自投资收益的贡献，当期投资收益为 14.36 亿元，主要构成为按成本法核算的长期股权投资收益 11.35 亿元，权益法核算的长期股权投资收益 0.47 亿元、处置长期股权投资产生收益 1.89 亿元。

2018 年，母公司经营活动现金流量净额为 -3.36 亿元；投资活动规模较大，收回投资收到的现金为 16.41 亿元，支付其他与投资活动相关的现金为 22.86 亿元，投资活动现金流量净额为 -5.72 亿元；筹资活动现金流量净额为 16.91 亿元。

整体看，母公司资产构成以与关联方之间的往来款和长期股权投资构成，资产质量一般；母公司负债以其他应付款和发行的债券为主，由于承担了公司部分融资职能，整体债务负担偏重，但银行授信额度较为充足。所有者权益结构稳定性上尚可；公司本部经营大宗商品贸易业务，毛利率水平低，盈利主要来源于持有的子公司的分红；公司本部投资活动现金支出规模较大，仍存在对外融资需求。

8. 进展中的重大诉讼事项

截至 2019 年 7 月 15 日，公司下属子公司作为被告的涉案金额在 4000 万元以上的未决诉讼案件主要包括格力电器起诉宁波奥胜贸易有限公司的专利纠纷案，涉案金额为 1.11 亿元。截至本报告出具日，上述案件还在审理中，公司未计提相关损失。联合资信将持续关注上述诉讼案件进展。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 5 亿元，占 2019 年 9 月底长期债务和全部债务的 13.14% 和 3.20%，本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响。

截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.77%、54.66% 和 22.72%；考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还公司本部银行贷款，发行后对公司现有债务负担影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据的 28.94 倍、39.03 倍和 41.91 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度很高；2016—2018 年，公司经营活动产生的现金净流量分别为本期中期票据的 4.94 倍、4.54 倍和 2.20 倍，公司经营活动现金净流量对本期中期票据本金覆盖程度较强；公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 3.84 倍、4.60 倍和 3.81 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较强。

总体看，公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较强。

十一、结论

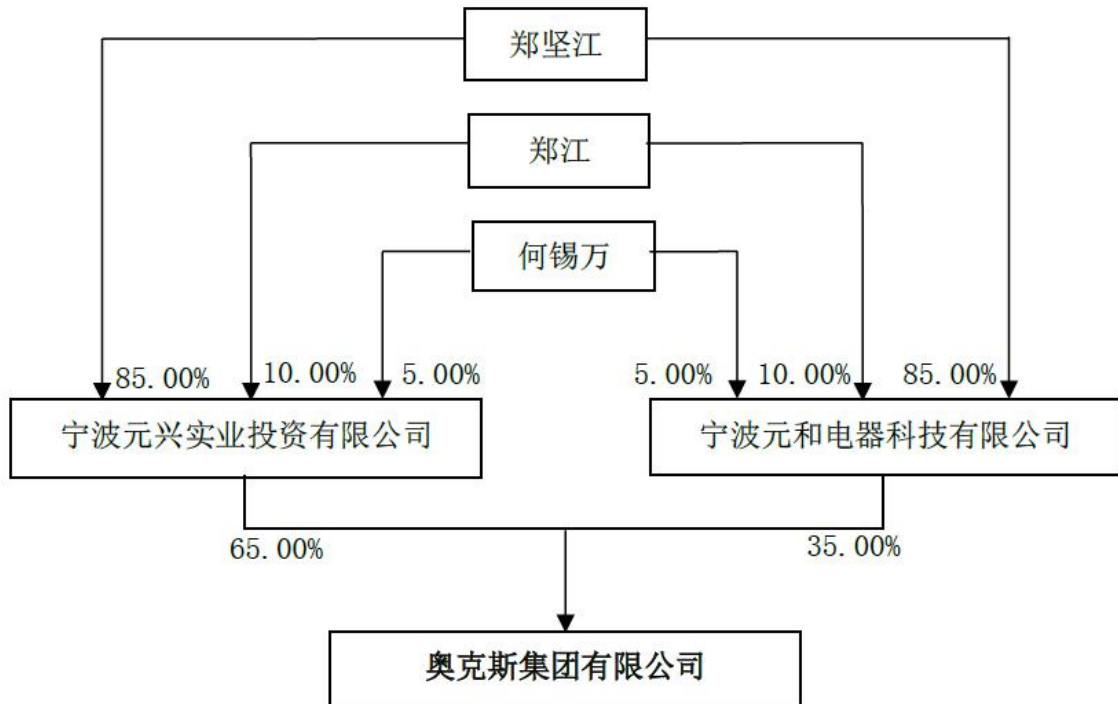
公司作为国内空调行业的领先企业之一，在生产规模、品牌价值和销售渠道等方面具有

较强优势。近几年，公司积极布局线上销售渠道，不断推进线上线下融合，带动空调业务收入实现大幅增长，子公司三星医疗非公开发行募集资金净额 29.65 亿元，资本实力显著提升。公司资产以流动资产为主，货币资金及其持有的理财产品较为充裕。同时，联合资信也关注到公司应收类款项占比较大、有息债务增长较快，面临短期偿债压力以及公司经营面临较为激烈的行业竞争环境、原材料成本持续上升挤压利润空间等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

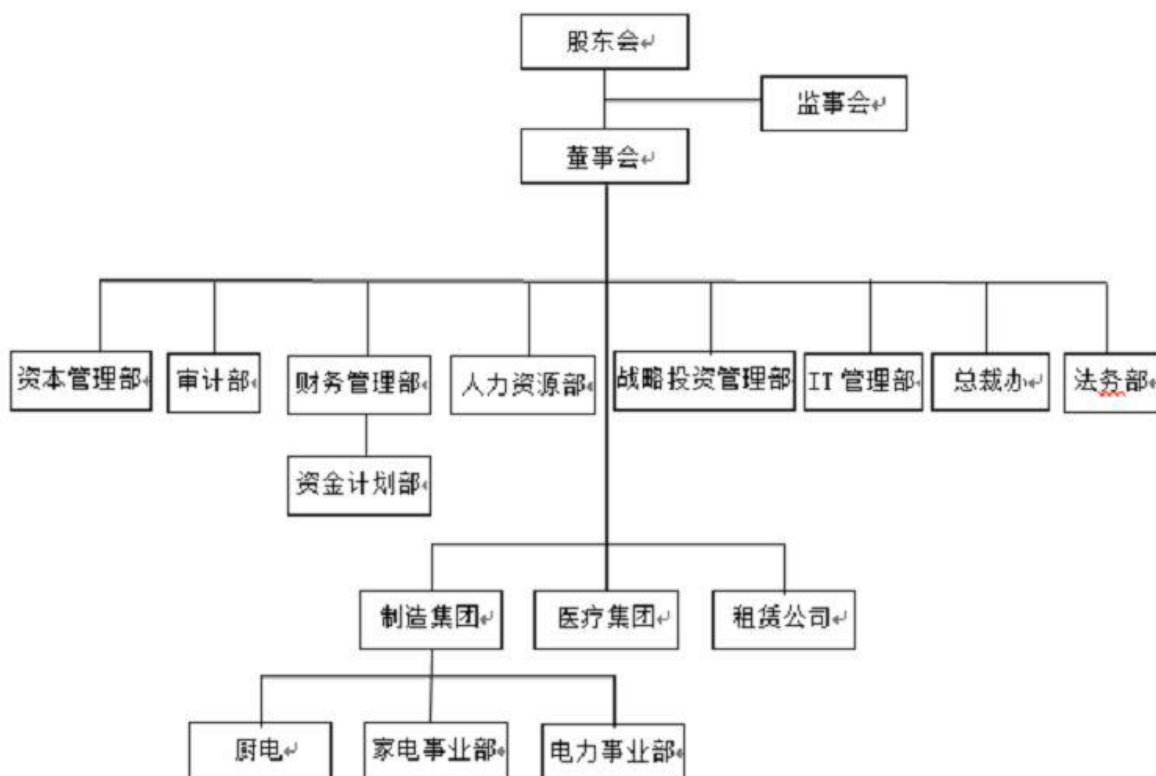
公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票覆盖程度较强。2015 年，公司开始涉足医疗产业并将其作为发展重点之一，未来随着募投项目的投产及医疗产业布局的逐步完善，公司收入和盈利能力有望进一步提升。

总体看，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	68.62	69.99	55.79	39.24
资产总额(亿元)	275.69	360.10	359.23	378.16
所有者权益(亿元)	96.30	105.08	117.21	129.45
短期债务(亿元)	89.82	110.88	91.65	117.99
长期债务(亿元)	15.06	23.06	44.30	38.06
全部债务(亿元)	104.88	133.94	135.95	156.05
营业收入(亿元)	168.12	249.22	325.95	287.97
利润总额(亿元)	13.37	17.04	9.35	11.24
EBITDA(亿元)	19.21	22.99	19.05	--
经营性净现金流(亿元)	24.72	22.70	11.00	15.21
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.22	5.37	7.45	--
存货周转次数(次)	4.02	4.03	4.70	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.78	0.91	--
现金收入比(%)	75.59	68.75	53.07	93.90
营业利润率(%)	28.81	26.73	22.54	21.37
总资本收益率(%)	6.83	6.09	4.44	--
净资产收益率(%)	10.89	10.96	5.36	--
长期债务资本化比率(%)	13.52	17.99	27.43	22.72
全部债务资本化比率(%)	52.13	56.04	53.70	54.66
资产负债率(%)	65.07	70.82	67.37	65.77
流动比率(%)	105.65	97.49	104.78	103.23
速动比率(%)	87.30	70.91	80.26	89.19
经营现金流动负债比(%)	15.43	10.09	5.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.46	5.83	7.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.92	7.58	3.84	--

注：2016 年财务数据为经追溯调整的 2017 年审计报告期初数，2017 财务数据为经追溯调整的 2018 年审计报告期初数；2019 年 1—9 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务

附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.15	3.25	12.66	2.46
资产总额(亿元)	80.67	92.88	91.95	96.41
所有者权益(亿元)	10.29	14.74	34.82	37.20
短期债务(亿元)	16.60	14.97	18.99	26.27
长期债务(亿元)	0.00	10.00	15.00	20.00
全部债务(亿元)	16.60	24.97	33.99	46.27
营业收入(亿元)	0.34	2.00	16.57	15.81
利润总额(亿元)	-1.79	13.85	10.02	1.18
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.99	-0.55	-3.36	-0.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	110.23	7.96	9.03	55.38
营业利润率(%)	74.55	9.86	0.37	1.42
总资本收益率(%)	-6.66	35.22	14.57	1.88
净资产收益率(%)	-17.41	94.88	28.78	4.23
长期债务资本化比率(%)	0.00	40.42	30.11	34.96
全部债务资本化比率(%)	61.73	62.88	49.40	55.43
资产负债率(%)	87.25	84.13	62.13	61.41
流动比率(%)	36.27	64.64	119.96	144.42
速动比率(%)	36.27	64.64	119.96	144.42
经营现金流动负债比(%)	-1.40	-0.80	-7.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	---	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司2019年1—9月财务数据未经审计；其他流动负债中有息债务已计入短期债务核算

附件 4 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 奥克斯集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

奥克斯集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

奥克斯集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对奥克斯集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，奥克斯集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注奥克斯集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现奥克斯集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对奥克斯集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如奥克斯集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对奥克斯集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与奥克斯集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。