信用等级公告

联合〔2019〕2307 号

联合资信评估有限公司通过对奥克斯集团有限公司及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持奥克斯集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，“19 奥克斯 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

奥克斯集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 奥克斯 CP001	5 亿元	2020/04/29	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	68.62	69.99	55.79	60.93
资产总额(亿元)	275.69	360.10	359.23	400.31
所有者权益(亿元)	96.30	105.08	117.21	128.18
短期债务(亿元)	89.82	110.88	91.65	109.95
长期债务(亿元)	15.06	22.88	44.30	44.47
全部债务(亿元)	104.88	133.76	135.95	154.41
营业收入(亿元)	168.12	249.22	325.95	96.13
利润总额(亿元)	13.45	17.04	9.35	5.01
EBITDA(亿元)	19.21	22.99	19.05	--
经营性净现金流(亿元)	24.72	22.70	11.00	3.46
营业利润率(%)	28.81	26.73	22.54	20.69
净资产收益率(%)	10.89	10.96	5.36	--
资产负债率(%)	65.07	70.82	67.37	67.98
全部债务资本化比率(%)	52.13	56.01	53.70	54.64
流动比率(%)	105.65	97.49	104.78	106.35
经营现金流动负债比(%)	15.43	10.09	5.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.46	5.82	7.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.92	7.58	3.84	--

注：1.2016 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；2.2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2.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

分析师：魏铭江　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

评级观点

奥克斯集团有限公司（以下简称“公司”或“奥克斯集团”）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。跟踪期内，公司继续大力拓展空调板块线上渠道，带动公司整体收入规模实现大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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，主要部件压缩机依赖外采，在建支出规模大，公司存货和其他应收款占比较大、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。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“19 奥克斯 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是空调行业龙头企业之一，市场占有率较高，旗下上市公司宁波三星医疗电气股份有限公司（以下简称“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. 公司空调业务拥有三大生产基地，空调总产能达到 1835 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 3 月底，公司在全国设有 24 家空调销售分公司，8000 余家服务网点和近 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络，海外销售遍布 100 多个国家和地区。公司 2010 年开始和

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公司在线上渠道布局的逐步完善，拉动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 对存续期内债券覆盖程度较强。

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. 公司在建项目较多且投资金额大，虽然部分项目投入资金来源于募投资金，但公司未来仍面临较大资本支出压力。
4. 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。流动资产中存货和其他应收款占比高，对营运资金形成占用。
5. 截至 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 95.62 亿元，占总资产的比重为 26.62%，公司受限资产规模较大。
6. 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。

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。

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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信关于奥克斯集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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 3 月底，公司注册资本 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。公司下属子公司三星医疗于 2011 年 6 月上市，截至 2019 年 3 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 3 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 3 月底，公司（合并）资产总额为 400.31 亿元，所有者权益合计 128.18 亿元（含少数股东权益 60.03 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 96.13 亿元，利润总额 5.01 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评估的存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕。除上述债券外，目前公司存续期的债券还包括发行的 5 亿元短期融资券和和合计 15 亿元的中期票据。

表 1　公司存续债券概况及使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	兑付日
19 奥克斯 CP001	5.00	5.00	2019.04.29	2020.04.29

资料来源：联合资信根据公开资料整理

[1] 郑江为郑坚江之弟，何锡万为郑坚江之妻兄。

四、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。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，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）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长

6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、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。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增

长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

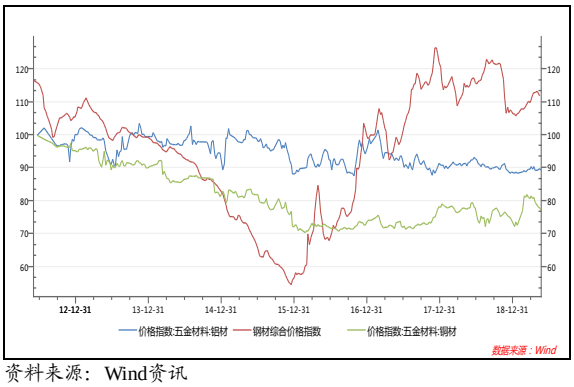
1. 空调行业分析

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，钢材价格开始回调，长期处于上升趋势，铝材价格小幅波动。

图1 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 75%；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 25%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。根据国家信息中心发布的《2018 年度空调市场分析报告》，报告数据显示，2018 年度重点城市市场销售量和销售额分别下降 10.6%和 7.6%，全年占比呈现两头低中间高的走势。多种因素作用下，总体行业呈现产品进一步优化、品牌竞争加剧和创新驱动显著三大态势。

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。

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”，智能电能表普及应用。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 2018 年 9 月底，全国民营医院数量达到约 2 万个，是公立医院的 1.65 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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 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 3 月底，公司拥有全资及控股子公司 80 家，参股 22 家公司，其中控股的三星医疗为上市公司。截至 2018 年底，三星医疗总资产 143.18 亿元，所有者权益 75.02 亿元；2018 年实现收入 58.70 亿元，净利润 5.09 亿元。

空调板块是公司的核心业务之一，公司 1994 年进入空调行业，目前拥有宁波、南昌、天津三大生产基地，空调总产能达到 1835 万套/年。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。2014 年，奥克斯荣膺 2014 空调行业品质标杆大奖，荣登“2014 中国民营企业 500 强”。同时，奥克斯中央空调也获得“2014 年度中国十大中央空调品牌”荣誉。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”。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 12 月底，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 3 月底，公司拥有研发人员 1300 多名，累计拥有专利 1633 项，其中发明专利 1500 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、中国构建经济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2018年底，公司员工共计25632人，按专业构成分类，生产人员占63.81%，销售人员占18.31%，研发人员占9.92%，管理人员占7.96%；学历构成方面，本科及以上占23.63%，大专占16.63%、高中/中专及以下占59.74%。

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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

八、重大事项

1、三星医疗非公开发行

2016 年 01 月 21 日，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，募集资金用途如下表所示：

表 1　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	项目建设期	截至 2018 年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	18 个月	2.75
南昌大学附属抚州医院（抚州明州医院）建设项目	10.00	9.00	42 个月	0.49
宁波 300 家基层医疗机构建设项目	25.00	13.65	3 年	0.00
合计	**43.12**	**29.65**	--	**3.24**

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

2018 年 3 月 21 日，三星医疗第四届董事会第十次会议审议通过《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 3 月底，三星医疗已将暂时补充流动资金的募集资金 24.40 亿元全部归还至募集资金账户。

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、值班楼等兼职，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 2018 年底，募集资金累计已投入 3.24 亿，募集资金整体投资进度为 10.92%，上述三个募投项目均未达到计划投资进度。截至 2018 年底，智能环保项目募集资金已投入 2.75 亿元，投资进度为 39.33%，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，导致本项目尚未开始投资建设，亦未形成相关资产。

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 2　近年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	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	深蓝医院 2017-2019 年扣非净利润数分别不低于 700 万元、805 万元、

下简称“深蓝医院”）				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。	925.75 万元；2017-2018 年度均已完成业绩承诺金额。
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金额。

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 2017 年底，通商银行注册资本 52.20 亿元，总资产 693.98 亿元，所有者权益 68.06 亿元，；2017 年实现营业收入 17.64 亿元，净利润 6.41 亿元。截至 2017 年底，通商银行前五大股东分别为宁波舟山港股份有限公司（持股 20.00%）、宁波亚洲纸管纸箱有限公司（持股 17.00%）、百隆东方股份有限公司（持股 9.40%）、奥克斯集团有限公司（持股 9.00%）、宁波宁兴（集团）有限公司（持股 7.00%）。

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，公司资产运营效率得到提升，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。

九、 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。

2018年公司实现营业收入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2018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。2018年公司电力业务实现收入40.54亿元，同比略有下降，主要系电能表市场竞争激烈所致。公司租赁保理和医疗板块收入2018年也实现较快增长，其中租赁保理收入增长主要系其医疗行业融租规模提升所致；医疗板块收入增长主要系自明州医院的日常经营收入上升。2018年，公司其他业务板块收入同比大幅增长，主要系集团本部开展大宗材料（包括钢材、镀锌铜、ABS）贸易业务规模增长所致。

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，2018 年，公司空调板块毛利率持续下降，主要系家用空调市场竞争激烈，产品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。2018 年，电力板块毛利率同比有所下降，其中电能表毛利率为 31.37%，同比下降 4.30 个百分点，主要系国家电网和南方电网招标竞争激烈所致，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。2018 年，公司医疗板块毛利率同比下降 5.02 个百分点，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。受市场竞争加剧及融资成本上升所致，2018 年公司租赁保理业务毛利率仍呈下降趋势，但盈利能力仍较强。其他板块毛利率在 2018 年出现大幅下降，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 1-3 月，公司实现营业收入 96.13 亿元，同比增长 39.60%，增长主要来源于空调板块，综合毛利率为 21.29%，同比减少 3.12 个百分点，主要系家用空调 2019 年一季度销售收入中低毛利的外销品占比上升所致；同期，家用空调毛利率同比下降 3.79 个百分点；电力板块收入同比增长 23.47%，毛利率同比持平；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均有所上升，但是受融资成本上升等影响，毛利率同比有所下降。

表 3　公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 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	77.65	80.78	21.02
其中：家用空调	110.11	65.49	27.92	180.19	72.30	26.03	235.63	72.29	22.81	73.76	76.73	20.29
商用空调	7.76	4.62	34.57	12.53	5.03	33.34	13.70	4.20	33.08	3.89	4.05	34.75
电力	39.57	23.54	30.21	41.04	16.47	31.37	40.54	12.44	27.43	8.89	9.25	27.61
其中：　电能表	24.35	14.48	33.13	25.16	10.10	35.67	23.37	7.17	31.37	5.10	5.31	32.14
变压器	15.22	9.05	25.54	15.88	6.37	24.55	17.17	5.27	22.06	3.79	3.94	21.52
医疗板块	6.59	3.92	28.78	8.44	3.39	28.52	13.11	4.02	23.50	3.25	3.38	24.71
租赁保理	3.41	2.03	70.97	4.20	1.68	64.51	5.06	1.55	58.51	1.32	1.37	53.55
其他	0.67	0.40	53.62	2.82	1.13	15.45	17.91	5.50	3.64	5.02	5.22	3.61
合计	**168.12**	**100.00**	**29.78**	**249.22**	**100.00**	**27.89**	**325.95**	**100.00**	**23.34**	**96.13**	**190.03**	**21.29**

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

跟踪期内，公司空调产品原材料的采购品种、采购模式、主要供应商均未发生重大变化。2018年，公司的空调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。

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；铝箔和钣材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1-3月，包括压缩机在内的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4　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 1-3 月	2016	2017	2018	2019 年 1-3 月
压缩机（万台、元/台）	837	1232	1271	394	254	286	307	281
电机（万台、元/台）	2426	3948	4694	1504	26	30	27	29
铜材（吨、元/千克）	38416	53664	36570	22905	37	41	49	35
铝箔（吨、元/千克）	27224	41777	42125	14266	15	18	17	16
钣材（吨、元/千克）	86885	118467	13675	40676	4	5	5	4
ABS 塑料（吨、元/千克）	36661	56918	55507	23256	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5　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

总体看，跟踪期内，公司主要原材料压缩机全部依赖外采，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、天津都有高

标准厂区，目前家用空调拥有38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，主要代工品牌有伊莱克斯、YORK、三星、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6 公司空调产能产量情况 （单位：万套、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
产能	915	1325	1635	1832
产量	809	1277	1310	406
产能利用率	88.42	96.38	80.12	22.16

资料来源：公司提供
注：1. 2019年1-3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，2018年，公司产能产量大幅提升，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，跟踪期内，随着公司空调销售的增长以及生产效率的提高，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，2018 年，公司空调产品产销率上升较快，主要系公司加大清理存货力度所致。

表7 公司空调产销情况 （单位：万套、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
产量	809	1277	1310	406
销量	735	1105	1400	452
其中：出口量	301	445	515	191
产销率	90.85	86.53	107	112

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。截至 2019 年 3 月底，公司在国内设有 24 家销售分公司，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。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 1-3 月，公司家用空调电商渠道销售金额占比达到 67.12%，其次是占比 26.90%的代理商和 5.97%的全国连锁销售模式。

表 8　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 1-3 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	5.17	5.97
代理商	33.66	32.59	31.99	32.43	25.38	25.88	26.61	26.90
ODM	7.38	4.37	4.12	2.72	2.18	1.50	0.02	0.01
电商	48.91	49.14	57.00	56.77	66.46	65.85	68.20	67.12
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%。

跟踪期内，公司结算方式未发生重大变化。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 9　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	2.35
国美体系	23652.18	2.02
百诚体系	23192.19	1.61
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，跟踪期内，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。

采购

跟踪期内，三星医疗采购原材料、采购模式等均未发生重大变化。

从采购集中度来看，2018年三星医疗前五大供应商采购金额3.52亿元，占总采购额的13.25%，集中度较低。

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，2018年，三星医疗智能

电能表产量有所下降，主要系国家电力投资下降导致需求下降所致；2018年，三星医疗普通电子式电能表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，所以三星医疗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。

三星医疗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1-3月，由于招标模式的改变，三星医疗普通电子式电能表及用电管理智能终端价格延续2018年以来的下降趋势；此外，用电管理智能终端产销量骤降主要系招标量下降所致。

表10　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 1-3 月
智能电能表	产能	830	900	900	900
	产量	660	855	771	204
	销量	683	832	779	202
	平均价格	155.77	166.86	147.65	149.58
	产能利用率	79.55	94.99	86.63	22.69
	产销率	103.47	97.26	101.08	98.89
普通电子式电能表	产能	830	830	830	830
	产量	671	365	435	111
	销量	663	335	478	110
	平均价格	118.14	126.64	104.41	92.15
	产能利用率	80.83	43.98	52.38	13.35
	产销率	98.78	91.85	109.86	98.92
用电管理智能终端	产能	20	20	20	20
	产量	15	10	15	1
	销量	14	10	13	1
	平均价格	723.70	803.58	629.44	414.53
	产能利用率	75.00	50.90	73.97	4.49
	产销率	93.33	96.46	87.99	129.96

资料来源：公司提供

注：2019年1-3月产能已做年化处理

跟踪期内，三星医疗电力业务销售模式未发生重大变化。2018年，三星医疗配电产品的产销量均同比有所上升。2018年，三星医疗配电产品产能利用率均有所上升，除开关柜外，其他产品产销率均较高。

表11　三星医疗配电产品产销情况

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
变压器	产能（万千伏安）	800	1000	1000	1000
	产量（万千伏安）	660	675	798	145
	销量（万千伏安）	522	575	954	213
	平均价格（元/千伏安）	93.1	94.38	90.25	94.54

	产能利用率(%)	82.45	67.50	79.76	14.51
	产销率(%)	79.09	85.19	119.66	149.86
箱式变电站	产能(台)	1800	2200	2200	2200
	产量(台)	1755	2183	2230	256
	销量(台)	1640	2244	2266	398
	平均价格(元/台)	136782	136743	149091	135793
	产能利用率(%)	97.50	99.23	101.36	11.64
	产销率(%)	93.45	102.79	101.61	155.47
开关柜	产能(台)	10000	12500	19000	19000
	产量(台)	8243	12017	19302	3957
	销量(台)	8050	9546	14253	3808
	平均价格(元/台)	29880	21892	32324	33297
	产能利用率(%)	82.43	96.14	101.59	20.83
	产销率(%)	97.66	79.44	73.84	96.23

资料来源：公司提供
注：2019年1-3月产能已做年化处理

（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，2018 年，明州医院实现收入 10.47 亿元，营业利润 1.14 亿元。

表 12　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 1-3 月
营业收入	5.90	7.83	10.47	2.70
营业利润	0.99	1.35	1.14	0.42

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，其中当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 13　截至 2019 年 3 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	6.90	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□	0.660	0.28	租赁房屋
11		长沙明州康复医院有限公司□	0.750	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	0.05	0.13	租赁房屋
合计			**27.51**	**14.76**	--

资料来源：公司提供

注：截至 2019 年 3 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 3 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 90%。截至 2019 年 3 月底，奥克斯融租已累计签约 406 个售后回租项目，合同总金额（本金）113.53 亿元，累计放款 110.12 亿元，租赁资产余额 54.19 亿元，其中不良租赁资产余额 0.16 亿元，坏账准备 0.52 亿元，不良租赁资产率 0.30%。公司在医疗行业租赁资产余额占比在 90%以上，其他为公用事业及教育行业。截至 2019 年 3 月底，奥克斯融租逾期金额占其总资产的 0.47%，占其净资产的 1.34%，占其收入的 23.87%，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 3 月底，奥克斯融租前五大客户放款余额比重为 9.70%，集中度不高。

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，存货周转次数呈上升趋势，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下线上渠道融合的拓展；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 3 月底，公司在建项目（未包含三星医疗募投项目）如表 14 所示，在建项目投资规模共计 17.76 亿元，已投为 8.98 亿元，2019 年 4-12 月及 2020 年分别将投资 7.37 亿元和 1.14 亿元。

公司在建项目较多，其中投资额较大的马鞍山项目主要为年产 800 万套智能空调及配套产业园项目，安徽奥克斯智能电气有限公司为投资主体，土地建设用地 1500 亩，建设厂房及

相关配套设施，总建筑面积 685058 平方米。建筑面积一次性投资建设，设备投资划分两期投资，一期满足 500 万配套产能，二期满足 800 万配套产能，两期共投资 13.66 亿元。

总体看，公司在建项目规模较大，大部分资金来源为自筹和项目贷相结合，未来支出面临一定压力。未来，随着项目投资后产能逐步释放，公司收入规模将有望提升。

表14　截至2019年3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	建设期	资金来源		截至 2019 年 3 月月底已投资	2019 年 4-12 月计划投资	2020 年计划投资
			自筹	对外融资			
东莞奥信二期	12700	3 年	12700	0	7363	3769	1568
马鞍山项目	113188	3 年	40980	95650	73880	35653	3655
智能商用项目	16700	2 年	5010	11690	679	12920	1400
智能家用项目	35000	2 年	10500	24500	7845	21355	4754
合计	**177588**	--	**69190**	**131840**	**89767**	**73697**	**11377**

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 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 1-3 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年，公司新设子公司 13 家，清算注销子公司 3 家。2019 年 1-3 月，公司合并范围较 2018 年年底新设 1 家子公司。总体看，由于合并范围内变动子公司规模较小，公司近一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 3 月底，公司（合并）资产总额为 400.31 亿元，所有者权益合计 128.18 亿元（含少数股东权益 60.03 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 96.13 亿元，利润总额 5.01 亿元。

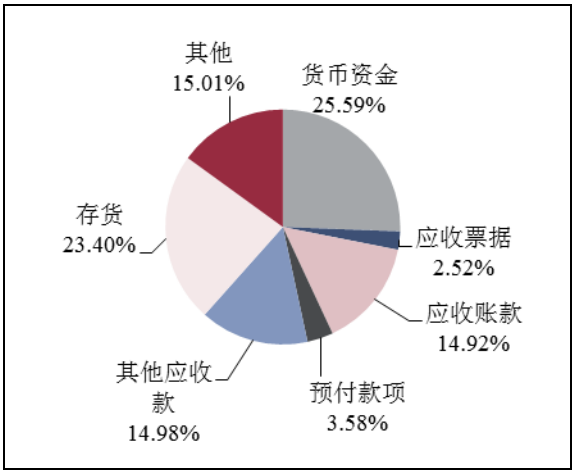
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 359.23 亿元，同比小幅下降 0.24%，从构成看，流动资产占 55.25%，非流动资产占 44.75%，流动资产比重同比减少 5.84 个百分点，资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 198.46 亿元，同比下降 9.49%，流动资产构成以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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。

截至 2018 年，公司应收票据 5.00 亿元，同比下降 82.14%，系公司未在 2018 年开展浙江票据池业务。

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%，计提尚充分。截至 2018 年底，公司应收账款前五名占比 18.03%，集中度一般。

表 15　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	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

截至 2018 年底，公司预付款项同比增长 91.42%，系集团本部开展大宗原材料贸易预付货款所致。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 16　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

截至 2018 年底，公司其他应收款为 29.72 亿元，同比增长 8.95%，从构成看，往来款占 81.97%。期末余额前五名其他应收款为 18.17 亿元，占比 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 17　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	否
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	否
合计	**181749.94**	**58.67**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货为 46.44 亿元，同比下降 22.34%，主要系 2018 年随着公司新厂区的投产，缓解了产能紧张的问题，公司期末开始控制减少库存规模。从构成看，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。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产为 17.70 亿元，同比增长 9.78%，全部为融资租赁款。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 11.81 亿元，同比下降 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。

非流动资产

[2]汇日控股有限公司的最终实际控制人为郑坚江。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 160.76 亿元，同比增长 14.17%，从构成看，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。

截至 2018 年底为 16.35 亿元，同比增长 3.71%，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。

截至 2018 年底，公司长期应收款为 31.95 亿元，同比下降 9.30%，全部为融资租赁款。

截至2018年底，公司长期股权投资为17.57亿元，同比增长 8.14%，主要是公司按权益法确认了增加 7458.09 万元的鄞州银行股权和7324.84 万元的通商银行股权，以及新增投资甬商实业有限公司 2000.00 万元、宁波磁性材料应用技术创新中心有限公司 300.00 万元。

2016-2018 年，公司投资性房地产为分别为1.98 亿元、3.72 亿元和 7.93 亿元，2018 年同比增长系部分固定资产转入所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值48.30 亿元，同比增长 12.75%，系购置机器设备及部分在建工程完工转固所致。公司固定资产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。

截至 2018 年底，公司在建工程为 12.16 亿元，同比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。

截至 2018 年底，公司无形资产为 13.58 亿元，同比增长 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。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为400.31 亿元，较 2018 年底增长 11.44%，从构成看，流动资产占 57.53%，非流动资产占42.47%，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 11.57%至44.92 亿元；应收票据较 2018 年底增长 146.77%至 12.33 亿元，应收账款较 2018 年底增长80.99%至 53.60 亿元，主要系系年初销售规模增加所致；非流动资产中，投资性房地产较 2018 年底增长 113.33%至 19.10 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 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 95.62 亿元，占总资产的比重为 26.62%，公司受限资产规模较大。

表 18　截至 2018 年底公司所有权或使用权受限资产

（单位：万元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	84629.58	保证金、保函等
应收账款	229006.92	应收账款债权质押
长期应收款（包含一年到期的长期应收款）	430018.55	ABS 及保理借款受限
存货	40558.25	抵押
固定资产	123043.39	抵押
无形资产	39036.04	抵押
投资性房地产	9899.54	抵押
合计	**956192.28**	--

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司资产构成仍以流动资产为主，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，公司存货规模较高，影响资金周转效率并存在跌价风险；公司资产受限规模较大，资产质量一般。

3．负债和所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 117.21 亿元，同比增长 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。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 3 月底，公司所有者权益为

128.18 亿元，同比增长 9.36%，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。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 242.02 亿元，同比下降 5.10%，从构成看，流动负债占 78.27%，非流动负债占 21.73%，公司负债以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 189.42 亿元，同比下降 15.79%，系短期借款、应付票据、应付账款同比下降所致。2018 年底，公司流动负债主要由短期借款（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。

截至 2018 年底为 44.28 亿元，同比下降 12.84%，从构成看，以保证借款（占 65.61%）为主。

截至 2018 年底，公司应付票据 14.55 亿元，同比下降 59.47%，系公司 2018 年停止票据池业务，导致应收票据与应付票据规模同比均大幅减少。从构成看，以银行承兑汇票为主（占 97.74%）。

截至 2018 年底，公司应付账款为 36.39 亿元，同比下降 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。

截至 2018 年底，公司预收款项为 14.66 亿元，同比下降 10.26%，系预收货款减少所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 35.60 亿元，同比增长 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，公司一年内到期的非流动负债为 22.80 亿元，同比增长 55.73%，来自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。

截至 2018 年底，公司其他流动负债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）。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 52.60 亿元，同比增长 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。

截至 2018 年底，公司长期借款为 14.95 亿元，同比增长 3.79%，其中质押借款 6.63 亿元、保证借款 0.82 亿元、抵押加保证借款 7.50 亿元。

2018 年底，公司应付债券包含三期中期票据，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）。

截至 2018 年底，公司长期应付款为 14.36 亿元，同比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 3 月底，公司负债总额 272.14 亿元，较 2018 年底增长 12.44%，流动负债占 79.58%，非流动负债占 20.42%，公司仍以流动负债为主。流动负债方面，短期借款较 2018 年底增长 29.12%至 57.17 亿元，应付票据较 2018 年底增长 22.72%至 17.86 亿元，应付账款较 2018 年底增长 41.53%至 51.50 亿元，系当期采购量加大所致。

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，同比下降 17.35%，长期债务 44.30 亿元，同比增长 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 3 月底，公司全部债务为 154.41 亿元，较 2018 年底增长 19.96%，主要系短期借款增加所致。截至 2019 年 3 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 67.98%、54.64%和 25.76%。

表19 截至2019年3月底公司存续债券概况

债券名称	到期日期	期限	余额（亿元）
18 奥克斯 CP001	2019-4-18	1 年	5.00
18 奥克斯 CP002	2019-11-9	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	--	--	**25.00**

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所下降，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

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；2018 年，公司营业成本同比增长 39.04%，高于营业收入增幅。2018 年，公司营业利润率为 22.54%，同比下降 4.19 个百分点。

2018 年，公司期间费用占营业收入比重为 19.94%，同比略有下降，公司期间费用主要为销售费用和管理费用。2018 年，公司期间费用为 65.00 亿元，同比增长 24.98%，系销售费用增长所致。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，公司期间费用占营业收入比重较高，对公司利润形成一定侵蚀。

2018 年，公司投资收益为 0.76 亿元，同比大幅下降，主要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，投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，；2018 年，公司其他收益为 2.58 亿元，同比大幅增长，主要为与公司日常经营活动有关的政府补助；2018 年，公司营业外收入为 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。

2018 年，公司利润总额为 9.35 亿元，同比减少 7.69 亿元。

2018 年，公司总资本收益率为 4.44%，同比下降 1.65 个百分点；净资产收益率为 5.36%，同比下降 5.59 个百分点，公司主业盈利能力有所下滑。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 96.13 亿元，同比增长 39.60%，营业成本为 75.67 亿元，同比增长 45.36%；公司利润总额为 5.01 亿元，同比增长 22.00%。期间费用占比 17.92%，营业利润率为 20.69%。

总体看，跟踪期内，受益于空调业务规模扩大，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，公司利润大幅下降，主业盈利能力持续下滑，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，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。2018 年，公司经营活动现金流入 209.57 亿元，同比增长 7.38%，经营活动现金流出 198.57 亿元，同比增长 15.13%。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 11.00 亿元，同比下降 51.52%。2018 年，公司现金收入比为 53.07%，同比下降 15.68 个百分点，公司获现能力偏弱。

从投资活动看，2018 年，公司投资性净现金流仍表现为净流出，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。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额-26.38 亿元。

2018 年，公司筹资活动前产生的现金流量

净额为-15.37 亿元，公司整体对外融资压力较大。

2018 年，公司筹资活动现金流量净额为24.93 亿元，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 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.46 亿元，投资活动产生的现金净流量为-8.11 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-2.10 亿元。2019 年 1-3 月，公司现金收入比为 90.45%。

总体看，跟踪期内，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，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 104.78%和80.26%，同比均有所增长；2018 年，公司经营性现金流动负债比为 5.81%，同比下降 4.28 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 106.35%和 86.92%。跟踪期内，随着业务规模扩张以及在建工程的融资需求，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，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 19.05 亿元。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.84 倍；全部债务/EBITDA 为 7.14 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 1.96 亿元，担保比率为 1.53%，被担保企业为杭州明州医院有限公司，担保期限 2024 年 12 月 12 日，担保方式为保证担保。

截至 2019 年 3 月底，公司获得各商业银行授信额度 286.00 亿元，尚未使用额度 189.00 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 月起开始经营钣材等大宗商品销售，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，由于承担了公司大部分融资职能，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；母公司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；母公司投资活动现金支出规模较大，仍存在对外融资需求。

8. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告》（机构信用代码：G1033021200503720M），截至 2019 年 7 月 15 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

9. 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（以下简称“原告”）起诉宁波奥克斯空调有限公司、广州晶东贸易有限公司（以下简称“被告”）的两起专利纠纷案，涉案金额合计为 1.51 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。

10. 抗风险能力

基于对公司所处行业发展前景、公司行业地位、基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十一、存续期债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司处于存续期内期债券共有五期，两期合计 10.00 亿元的短期融资券，三期合计 15.00 亿元的中期票据。

截至 2018 年底，公司一年内到期的债券余额为 10.00 亿元，为“18 奥克斯 CP002”（余额 5.00 亿元，2019 年 11 月到期）以及“19 奥克斯 CP001”（余额 5.00 亿元，2020 年 4 月到期）。截至 2018 年底，公司剔除受限货币资金的现金类资产 47.33 亿元，为一年内到期的债券余额的 4.73 倍。2018 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为存续期债券余额的 8.38 倍、0.44 倍和 0.76 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强；经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强。

表20 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

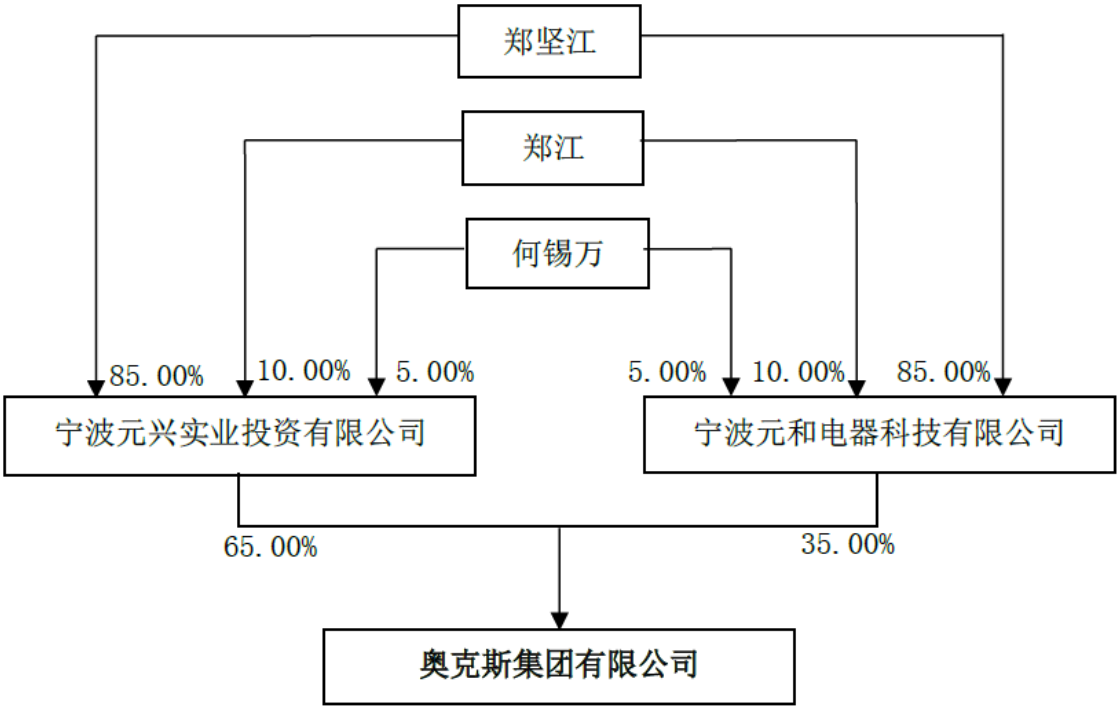
项目	2018 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.73
经营活动现金流入量/存续期债券余额	8.38
经营活动现金流净额/存续期债券余额	0.44
EBITDA/存续期债券余额	0.76

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

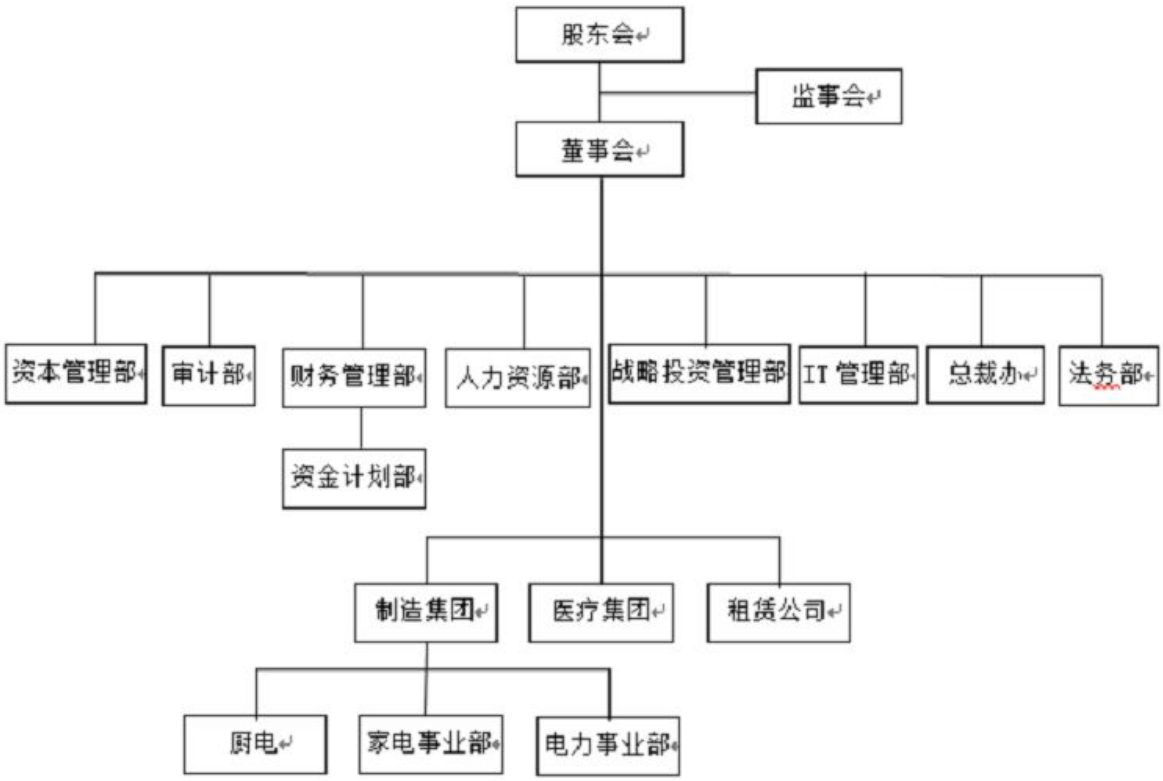
十二、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“19 奥克斯 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	68.62	69.99	55.79	60.93
资产总额(亿元)	275.69	360.10	359.23	400.31
所有者权益(亿元)	96.30	105.08	117.21	128.18
短期债务(亿元)	89.82	110.88	91.65	109.95
长期债务(亿元)	15.06	22.88	44.30	44.47
全部债务(亿元)	104.88	133.76	135.95	154.41
营业收入(亿元)	168.12	249.22	325.95	96.13
利润总额(亿元)	13.37	17.04	9.35	5.01
EBITDA(亿元)	19.21	22.99	19.05	--
经营性净现金流(亿元)	24.72	22.70	11.00	3.46
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	90.45
营业利润率(%)	28.81	26.73	22.54	20.69
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	17.88	27.43	25.76
全部债务资本化比率(%)	52.13	56.01	53.70	54.64
资产负债率(%)	65.07	70.82	67.37	67.98
流动比率(%)	105.65	97.49	104.78	106.35
速动比率(%)	87.30	70.91	80.26	86.92
经营现金流动负债比(%)	15.43	10.09	5.81	6.39
全部债务/EBITDA(倍)	5.46	5.82	7.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.92	7.58	3.84	--

注：1.2016 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；2.2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2.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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-营业税金及附加）/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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 4-1　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 4-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3　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