

跟踪评级公告

联合[2013] 779 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“12慈溪 SMECN1” 的信用等级为A-1，维持“12慈溪SMECN2” 的信用等级为B。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年六月二十八日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

浙江省慈溪市2012年度第一期中小企业集合票据

跟踪评级报告

集合票据概况及信用等级

产品名称	注册额度	额度占比	存续期	上次评级结果	跟踪评级结果
优先级	2.375 亿元	95.00%	2012/7/23 -2013/7/22	A-1	A-1
普通级	0.125 亿元	5.00%	2012/7/23 -2013/7/22	B	B

主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
上海四维尔投资集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
赛亿电器集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
慈兴集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
集合票据担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
中国东方资产管理公司	AAA	AAA

跟踪评级时间：2013 年 6 月 28 日

分析师

李小建 史延 贺苏凝 赵楠

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，国际经济复苏缓慢，中国经济增速有所回落，中小企业经营波动风险加大，景气度下降。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

跟踪期内，浙江省慈溪市 2012 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“12 慈溪中小集合票据”）各发行主体表现出了较好的抗风险能力，资产和收入规模持续增长。

“12 慈溪中小集合票据”分为优先级票据（“12 慈溪 SMECN1”）和普通级票据（“12 慈溪 SMECN2”）两部分，其中优先级票据由中国东方资产管理公司（以下简称“东方资产”）提供远期收购承诺，东方资产资本实力很强，有效提升了优先级票据的信用水平。“12 慈溪中小集合票据”中的普通级票据未采用外部增信措施，其还本付息能力较低，有一定的违约风险。

综合分析，联合资信维持“12 慈溪 SMECN1” A-1 的信用等级，维持“12 慈溪 SMECN2” B 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，浙江省以及慈溪市经济保持平稳增长，为中小企业经营提供了有力支持。
2. 作为本期集合票据优先级票据的承诺收购人，东方资产资本实力很强，能够有效提升本期集合票据优先级票据本息偿还的安全性。
3. 跟踪期内，“12 慈溪中小集合票据”各发行主体表现出了较好的抗风险能力。

关注

1. “12 慈溪中小集合票据”的发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。2012 年以来，在国内宏观政

策环境趋紧和国外经济形势严峻的情况下，中小企业经营波动风险加大。

2. “12 慈溪中小集合票据”中的普通级票据未采取外部增信措施，违约风险相对较高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与浙江省慈溪市 2012 年度第一期中小企业集合票据发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与各发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因各发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由各发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至浙江省慈溪市 2012 年度第一期中小企业集合票据到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照《联合资信评估有限公司关于浙江省慈溪市 2011 年度中小企业集合票据跟踪评级安排》进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券基本情况

浙江省慈溪市 2012 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“12 慈溪中小集合票据”，分优先级“12 慈溪 SMECN1”和普通级“12 慈溪 SMECN2”）于 2012 年 7 月 23 日发行，发行总额为人民币 2.50 亿元（其中“12 慈溪 SMECN1”发行 2.375 亿元，“12 慈溪 SMECN2”发行 0.125 亿元），债券发行人和发行额度见表 1。

“12 慈溪中小集合票据”按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行，期限为 366 天，各联合发行人仅负责偿还各自“12 慈溪中小集合票据”发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人“12 慈溪中小集合票据”发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 “12 慈溪中小集合票据”发行人及发行额度

	集合票据发行人	发行额度（万元）
1	上海四维尔投资集团有限公司	5000
2	赛亿电器集团有限公司	6000
3	慈兴集团有限公司	14000
	合计	25000

资料来源：联合资信整理

“12 慈溪中小集合票据”分为优先级票据“12 慈溪 SMECN1”和普通级票据“12 慈溪 SMECN2”两部分，发行额度分别占总额度的 95.00%（2.375 亿元）和 5.00%（0.125 亿元），其中优先级票据采用第三方承诺收购方式增信。相关协议约定，优先级票据持有人始终优

先于普通级票据持有人获得本息偿付，且只有在优先级票据本息得到全额兑付后，再得以兑付普通级票据本息；除此之外，“12 慈溪中小集合票据”还设置了由中国东方资产管理公司（以下简称“东方资产”）为优先级票据持有人提供远期收购承诺，如联合发行人未能足额支付全部优先级票据，则将由东方资产无条件对优先级票据持有人持有的尚未兑付部分集合票据进行全额受让收购。

三、宏观经济

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别

同比增长 12.8%和 15.1%。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入；推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设；房地产方面，坚持房地产调控不放松。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、经营环境

1. 中小企业发展概况

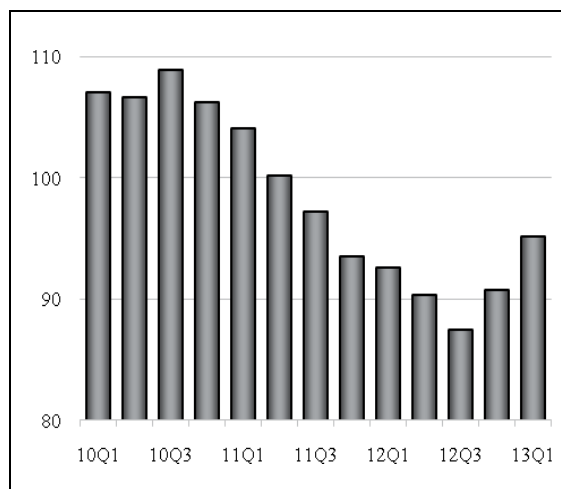
中小企业是国民经济和社会的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。中国中小企业国际合作协会发布的《中国中小微企业健康发展报告(2012)》显示，截至 2011 年底，全国工商登记实有企业 1253.1 万户，个体工商户 3756.5 万户，其中中小型企业 1200 多万户，占全国企业总数的 99.7%。其创造的社会总价值约占 GDP 的 60%，实现税利约占全国的 40%，提供了约 80%的就业机会，为扩大就业和维护社会稳定做出突出贡献。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

从外部发展环境看，自改革开放以来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是，有别于大型企业，中小企业一般业务结构相对单一，难以实行多元化经营，

经营风险相对集中，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

2008 年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009 年外部经济环境逐步回暖。根据中国中小企业协会数据统计，2010 年三季度中小企业发展指数（SMEDI）达到最高值 108.9，随后在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势，2012 年第三季度跌至最低点 87.5。2012 年四季度止跌回升，2013 年一季度中小企业发展指数上升幅度有所加大，达 95.2。

图 1 2010 年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

2011 年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力以及融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。主要表现为：

一是市场需求下行压力加大，企业订单不足。从出口看，受外需疲软影响，以及中小微企业的综合成本上升，中小微企业比较集中的劳动密集型企业的出口份额下降趋势已非常明显。从国内情况看，受钢铁、汽车、机车等行

业需求减少影响，大企业将市场压力转嫁到与之配套的中小微企业身上。

二是在多年物价上涨的累积效应和多种因素叠加的影响下，企业成本价格大幅上升。以工业为例，2011 年中小企业主营业务成本同比增长 31.20%，其中小型企业主营业务成本增长了 37.6%。2011 年以来职工工资普遍增长较快，平均达到 20%-30%，有的高达 50%。另外，最低工资标准持续上调，相应社保支出负担也随之加大。

三是融资难没有得到明显缓解。中国从 2009 年以来已连续三年加大了小型微型企业信贷投放力度，但企业融资渠道缺乏、贷款规模和比重低等问题依然突出。

四是企业税费负担仍然较重。国家出台的结构性减税措施实际执行效果不如预期，针对中小企业的全部财政资金投入不足全国财政收入的 1%，与企业所需支持相比明显不足。此外，提高增值税、营业税起征点后，大量微型企业尽管月收入低于起征点但仍须交税，无法享受此项政策。营业税、增值税并存体制下，服务业重复征税负担重。

五是企业面临用工缺口。近两年来，企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份，招工难已由地区性、季节性难题，演变为普遍性、常态化的难题。据国家统计局抽样统计，2011 年 57.2% 的有招工需求的小型微型企业没有或基本没有招到所需员工。

六是一些资源消耗高、环境污染大的中小企业面临十分紧迫的调整转型升级压力，部分中小企业基础差，管理粗放，创新能力不强，难以适应经济形势变化和转型升级步伐加快的要求，不少中小企业处于不转型难生存、想转型没能力的窘迫境地。

总体看，伴随中国经济的稳步发展，中小企业得到了快速壮大，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。但同时中小企业也存在经营规模较小、控制资

源有限、内控机制不健全等问题，其经营波动相对较大，个体的抗风险能力有限。尤其 2011 年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。

2. 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》（以下简称《促进法》）正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008 年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126 号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36 号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13 号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

2011 年 5 月，银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”，切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10 月 12 日，工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》，该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专项规划，主要任务包括增强中小企业创业创新活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。为支持中小企业发展，2011 年 12 月，财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》，2012 年起各部门 30% 以上政府采购应面

向中小企业。2012年4月，国务院发布《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，从进一步加大对小型微型企业的财税支持力度、努力缓解小型微型企业融资困难、进一步推动小型微型企业创新发展和结构调整、加大支持小型微型企业开拓市场的力度、切实帮助小型微型企业提高经营管理水平、促进小型微型企业集聚发展、加强对小型微型企业的公共服务七个方面为小型微型企业发展创造良好的环境。

3. 区域经济发展概况

浙江省经济运行情况

浙江省是中国目前经济最活跃、增长速度最快的省份之一，经济增长速度、城镇居民人均可支配收入、城市信息化水平等指标均居全国前列，其区位优势、市场优势、资金优势和人才优势明显。

根据《2012年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2012年全省生产总值34606亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值1670亿元，第二产业增加值17312亿元，第三产业增加值15624亿元，分别增长2.0%、7.3%和9.3%。三次产业增加值结构由上年的4.9:51.2:43.9调整为4.8:50.0:45.2。

2012年，浙江省财政总收入6408亿元，比上年增长8.2%，增速比上年回落12.8个百分点；地方公共财政预算收入3441亿元，增长9.2%，增速比上年回落11.6个百分点。

2012年，规模以上工业增加值10875亿元，比上年增长7.1%，轻、重工业增加值分别为4705和6170亿元，分别增长8.0%和6.6%。其中，国有及国有控股工业企业增加值1854亿元，增长2.6%。规模以上工业销售产值56903亿元，增长5.9%。规模以上工业企业完成出口交货值11064亿元，增长1.3%；出口交货值占销售产值的比重为19.4%，比上年下降0.9个百分点。

全年城镇居民人均可支配收入中位数为30613元，比上年增加3330元，增长12.2%；农

村居民人均纯收入中位数为12787元，比上年增长1234元，增长10.7%。

慈溪市经济运行情况

“12 慈溪中小集合票据”3家发债企业全部来自浙江省慈溪市。慈溪市是浙江省所属的22个县级市之一，全市行政区域面积1154平方公里，下辖现辖20个镇乡（街道），297个行政村，全市总人口为104.19万人。慈溪位于东海之滨，东离宁波60公里，北距上海148公里，西至杭州138公里，是长江三角洲经济圈南翼环杭州湾地区上海、杭州、宁波三大都市经济金三角的中心，区位和交通优势十分明显。随着2008年5月杭州湾跨海大桥的通车，慈溪一跃成为连接上海、宁波两大都市的“黄金节点”，融入沪、杭、甬2小时交通圈，这极大提升慈溪在长三角城市群中的战略地位。

近年来，2012年全市实现地区生产总值(GDP)948.29亿元，按可比价格计算，比上年增长9.4%，增速居宁波各县（市、区）首位。分产业看，第一产业实现增加值46.54亿元，同比增长2.0%；第二产业实现增加值553.34亿元，同比增长8.5%，其中工业实现增加值510.36亿元，同比增长7.7%；第三产业实现增加值348.41亿元，同比增长12.0%。三次产业之比由2011年的5.0:60.0:35.0优化为4.9:58.4:36.7。三次产业分别拉动经济增长0.1、5.1和4.2个百分点（其中工业为4.3个百分点）。

财政收入方面，在慈溪市区域经济发展的带动下，其财政收入平稳增长。2012年慈溪市全年共完成公共财政预算收入146.04亿元，总量居全省各县（市）首位，同比增长12.9%。其中：完成中央级预算收入64.65亿元，同比增长11.9%，完成地方级财政预算收入81.39亿元，同比增长13.8%。地方级财政预算收入占全市公共财政预算收入的比重达到55.7%，比上年提高0.4个百分点。全市完成地方财政预算支出86.60亿元，增长7.4%，新增财力70%以上用于民生。

总体看，浙江省经济增长平稳、城镇居民人均可支配收入等指标均居全国前列，其区位

优势、市场优势、资金优势和人才优势明显。慈溪市区位和交通优势明显，经济较快平稳增长，为中小企业的发展创造良好的区域环境。

五、发行人主体长期信用

表 2 “12 慈溪中小集合票据” 发行人主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
上海四维尔投资集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
赛亿电器集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定
慈兴集团有限公司	BBB/稳定	BBB/稳定

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，联合资信对“12 慈溪中小集合票据”的 3 家发行人的主体长期信用进行了跟踪分析(详见以下各发行人主体长期信用分析)。整体看，“12 慈溪中小集合票据”发行主体表现出了较好的抗风险能力。

在本期跟踪中，3 家发行人主体长期信用等级和评级展望均未发生调整。

1. 赛亿电器集团有限公司

(1) 主体概况

赛亿电器集团有限公司（以下简称“赛亿集团”）创建于 1996 年 7 月（原宁波市五星电子有限公司，后更名浙江赛亿电器有限公司），注册资金 5088 万元。2006 年 8 月更名为浙江赛亿电器集团有限公司，9 月更名为赛亿电器集团有限公司。目前赛亿集团注册资金增加至 6858 万元。赛亿集团实际控制人为沈燕侠。

表 3 赛亿集团股东情况

股东名称	出资金额	持股比例
蔡伯南	2743.2 万元	40%
沈燕侠（蔡伯南的妻子）	4114.8 万元	60%
合计	6858.0 万元	100%

资料来源：赛亿集团提供

赛亿集团经营范围：家用电器及配件、净

水器、纯水机、灯具、珠宝清洁器、五金配件、塑料制品、汽车配件制造、加工；自营和代理货物和技术的进出口，但国家限定经营或禁止进出口的货物和技术除外。

目前赛亿集团设立取暖器事业部、洗衣机事业部、塑料制品厂、电冰箱事业部、品质保证部、财务中心、技术中心、国际市场部、国内市场部与总经理办公室等部门。截至 2012 年底，赛亿集团拥有 5 家控股子公司。

赛亿集团注册地址：慈溪市新浦镇新胜路 666 号；法定代表人：蔡伯南。

(2) 基础素质

赛亿集团集专业研发、设计、制造与销售为一体，主要产品为取暖器、油汀、洗衣机（双桶洗衣机、滚筒洗衣机、全自动洗衣机）、冰箱、风扇。截至 2013 年 3 月底，赛亿集团电冰箱年产能 100 万台，洗衣机年产能 80 万台，取暖器年产能 400 万台、电风扇年产能 200 万台。

(3) 管理分析

跟踪期间，赛亿集团无重大管理体制、股权变更、领导变动或管理制度方面的变化。

(4) 经营分析

① 经营概况

跟踪期内，赛亿集团主营业务板块未发生变化，仍以取暖器、洗衣机、电冰箱和电风扇的生产销售为主业。2012 年，赛亿集团实现营业收入 155737.62 万元，同比增长 8.03%。

主营业务收入结构方面，2012 年赛亿集团主业未发生变化，取暖器、洗衣机、电冰箱和电风扇的业务收入仍然是赛亿集团主营业务收入的主要来源，占主营业务收入的比重分别为 21.09%、16.56%、53.53% 和 8.83%。

2013 年 1~3 月，赛亿集团实现主营业务收入 29197 万元，占 2012 年全年的 18.75%，主要是季节性因素导致取暖器销量规模较小所致。赛亿集团毛利率水平为 9.68%，较 2012 年略有上升，但仍处于较低水平。

表4 赛亿集团主营业务情况 (单位: 万元, %)

分产品	主营业务收入				主营业务成本				毛利率			
	2010年	2011年	2012年	13年1~3	2010年	2011年	2012年	13年1~3	2010年	2011年	2012年	13年1~3
取暖器	31343	38101	32841	1948	29069	35339	30456	1807	7.26	7.25	7.26	7.24
洗衣机	24833	22172	25786	5014	23178	20701	24069	4679	6.66	6.63	6.66	6.67
电冰箱	45264	78255	83366	20599	39810	68880	73445	18326	12.05	11.98	11.90	11.04
电风扇	8902	5636	13745	1636	8346	5288	12889	1533	6.25	6.17	6.23	6.26
合计	110342	144164	155738	29197	100403	130208	140859	26345	9.01	9.63	9.52	9.68

资料来源: 赛亿集团提供

②采购

2012年, 赛亿集团原材料价格变化不大。2013年1~3月, 冷轧板的价格有所上涨, 但涨幅较小。整体来看, 赛亿集团原材料价格较为稳定。

2012年, 赛亿集团主要供应商有一定的变动, 前五大供应商集中度有所下降, 但水平仍然较高。结算方式以现款现货为主, 银行承兑汇票为辅。

表5 近年赛亿集团原料采购情况

原材料	单位	2010年	2011年	2012年	2013年1~3月
冷轧板	(吨)	17100	26395	29003	6085
	(元/吨)	4660	4398	4182	4357
塑料	(吨)	15300	16843	17085	3911
	(元/吨)	9645	10679	10612	9754
洗衣机电机	(万台)	72	55	66	12
	(元/吨)	45	44	44	44
压缩机	(万台)	50	70	80	20
	(元/台)	187	138	151	151

资料来源: 赛亿集团提供

表6 2012年赛亿集团主要原材料前五名供应商情况

原材料A (塑料)			原材料B (冷轧板)		
供应商名称	金额(万元)	占比(%)	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
宁波保税区良宏国际贸易有限公司	3138	17.31	杭州创盈物资有限公司	2682	22.11
宁波恒美贸易有限公司	2288	12.62	宁波浩东鼎成钢铁有限公司	994	8.20
远大物产集团有限公司	1854	10.23	杭州华盛金属材料有限公司	902	7.44
宁波恒元化工有限公司	1158	6.39	浙江龙盛薄板有限公司	684	5.64
余姚市迅达塑料有限公司	1084	5.98	杭州晖晴钢材有限公司	592	4.88

资料来源: 赛亿集团提供

③产品生产

截至2013年3月底, 赛亿集团共有18条装配生产线和7个车间(冲床车间、焊接车间、取暖器车间、油汀车间、洗衣机车间、电冰箱车间、注塑车间公司)。赛亿集团目前产品生产以贴牌生产为主。

截至2013年3月底, 赛亿集团电冰箱产品有12大系列、33个规格、60多个型号; 自有品牌包括赛亿和新惠普两个品牌。赛亿集团电冰箱内销产品全部为标配产品, 出口产品根据客户需求进行订制。

截至2013年3月底, 赛亿集团洗衣机生产

线2条, 基本上满负荷运转, 产品全部为涡轮双缸洗衣机, 定位低端农村市场; 自有品牌包括赛亿和美林两个品牌。赛亿集团取暖器自有品牌为赛亿, 同时也为美的和艾美特生产贴牌产品。

表7 近年赛亿集团产品生产情况 (单位: 万台)

产品	项目	2010年	2011年	2012年	2013年1~3月
取暖器	产能	400	400	400	400
	产量	332	353	274	19
洗衣机	产能	80	80	80	80

	产量	71	54	66	12
电冰箱	产能	80	80	85	100
	产量	49	71	79	20
电风扇	产能	100	100	150	200
	产量	86	80	134	20

资料来源：赛亿集团提供

④产品销售

赛亿集团家电产品销售分为国内和国外两大市场。

表 8 近年赛亿集团产品销售情况

产品		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
取暖器	销量(万台)	325	348	291	21
	均价(元/台)	97	110	113	94
洗衣机	销量(万台)	71	54	65	13
	均价(元/台)	350	411	398	384
电冰箱	销量(万台)	46	71	81	22
	均价(元/台)	983	1107	1030	957
电风扇	销量(万台)	87	76	132	20
	均价(元/台)	95	74	104	80

资料来源：赛亿集团提供

国内销售方面，赛亿集团设 10 个大区经理，负责与全国各地 60 多个代理经销商沟通业务，销往全国 100 多个城市，主要分布在三、四级市场；根据销售区域划分，东北、湖南、江西、重庆和上海等地市场销售额占比较大。赛亿集团代理经销商合作合同一年一签，每个月度制定销售计划，如两个月未按约定完成销售量，则需要更换代理经销商。赛亿集团一般与连锁性卖场和商场进行合作，目前小家电产品已经进驻近 5000 个商场。

表 9 2012 年赛亿集团主要客户情况(单位:万元,%)

客户名称	销售产品	销售额	占比
浙江星星家电股份有限公司	电冰箱	5576	3.58
艾美特电器(深圳)有限公司	取暖器/风扇	4358	2.80
昆明沧浪科技有限公司	冰箱/洗衣机	3281	2.11
广东美的环境电器制造有限公司	取暖器	2038	1.31
重庆市众诚电器有限责任公司	冰箱/洗衣机	1811	1.16

资料来源：赛亿集团提供

2012 年，赛亿集团前五大客户较 2011 年变

动不大，集中度有所降低。

国外销售方面，近年来赛亿集团产品出口数量和销售额均逐年下降，2012 年出口数量为 45 万台。受金融危机影响，赛亿集团调整销售策略，减少了产品出口。赛亿集团出口的产品包括电冰箱、取暖器；产品出口英国、美国、俄罗斯、日本、法国、澳大利亚、新西兰等八十多个国家和地区。国外市场销售渠道以参加展会为主，客户预付一定比例定金(20%-30%)，以信用证和 TT 结算为主。

表 10 近年赛亿集团产品出口情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
总出口数量 (万台)	99	80	45	7
总出口销售额 (万美元)	1778	1661	1136	99
出口额/占销售收入(%)	10.94	7.43	4.61	2.14

资料来源：赛亿集团提供

(5) 财务分析

赛亿集团提供的2012年财务报表经慈溪永敬会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论。由于赛亿集团将2012年参与发行的“12慈溪中小集合票据”收到的现金计入“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，财务分析部分将其改计入“发行债券收到的现金”科目。2013年一季度财务报表未经审计。

截至 2012 年底，赛亿集团(合并)资产总额 18893.24 万元，所有者权益 31296.82 万元；2012 年赛亿集团实现主营业务收入 155737.62 万元，利润总额 10903.27 亿元。

截至 2013 年 3 月底，赛亿集团(合并)资产总额 78310.97 万元，所有者权益 33332.78 万元；2013 年 1~3 月赛亿集团实现主营业务收入 29196.61 万元，利润总额 2035.97 万元。

①盈利能力

2012 年，随着销售规模的不断扩大，赛亿集团实现主营业务收入155737.62万元，同比增

长8.03%；主营业务成本140858.97万元，同比增长8.18%，略高于主营业务收入增速。赛亿集团主营业务利润率9.52%，较上年略有下降。

2012年，赛亿集团期间费用合计4067.21万元，同比增长0.59%，占营业收入比重由上年的2.80%下降至2.61%。赛亿集团费用控制水平较高，且较为稳定。

2012年，赛亿集团利润总额10903.27万元，同比增长9.53%，净利润为8177.45万元。

2012年，赛亿集团总资产收益率和净资产收益率分别为12.32%和26.13%，较上年略有下降。

2013年1~3月，赛亿集团主营业务收入29196.61万元，为2012年全年的18.75%；利润总额2035.97万元，净利润1526.98万元。

跟踪期内，赛亿集团收入规模稳步增长，但盈利水平不高。

②现金流及保障

赛亿集团将发行“12 慈溪中小集合票据”所募集 6000 万元计入销售商品、提供劳务收到的现金中，剔除其影响，2012 年，随着销售收入的稳步增长，销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量随之增长，分别为 173773.07 万元和 180618.98 万元，同比增幅分别为 11.12%和 10.89%；支付的其他与经营获得有关的现金主要为费用性支出。2012 年，赛亿集团现金收入比为 111.58%，较 2011 年略下降。2012 年，赛亿集团经营活动现金流量净额（剔除“12 慈溪中小集合票据”收到的 6000 万元）较上年大幅下降，为 679.75 万元，主要是下游客户拖欠赛亿集团货款和往来款增加所致。

赛亿集团投资活动现金流表现为净流出，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金，2012 年为 2440.83 万元，较上年下降 19.52%

2012 年，考虑赛亿集团当年发行集合票据募集到的 6000 万元资金，赛亿集团筹资活动现金流表现为净流入，为 5022.07 万元，较 2011 年大幅增长 217.41%。

2013 年 1~3 月，赛亿集团经营活动现金流量净额为-704.56 万元，主要是由于赛亿集团当期购入较大规模的原材料所致；投资活动产生的现金流量净额为-282.58 万元，主要是赛亿集团购建固定资产、无形资产等支付的现金；筹资活动现金流量净额为-320.04 万元，主要是赛亿集团分配股利、利润以及偿付利息支付的现金。当期赛亿集团现金收入比为 117.61%。

整体来看，赛亿集团收入实现质量较高，经营活动产生的现金流量净额有一定的波动。

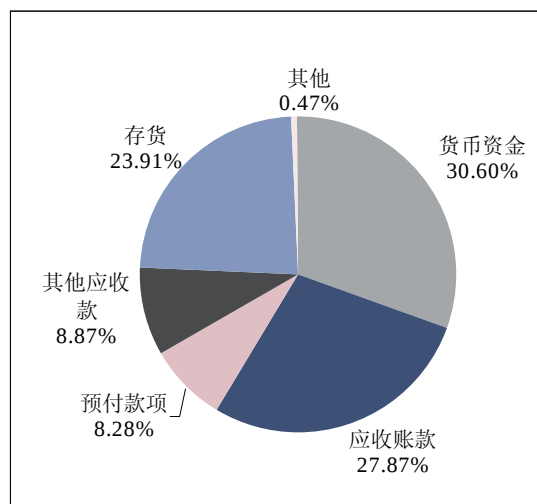
③资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，赛亿集团资产总额 79246.27 万元，同比增长 19.41%，其中流动资产占 76.16%，非流动资产占 23.84%。赛亿集团资产构成变化不大。

截至 2012 年底，赛亿集团流动资产合计 60353.03 万元，同比增长 22.87%，主要来自货币资金、应收账款、其他应收款的增长。流动资产构成以货币资金、应收账款、存货为主。

图 2 2012 年底赛亿集团流动资产构成



资料来源：赛亿集团 2012 年审计报告

截至 2012 年底，赛亿集团货币资金 18465.40 万元，同比增长 21.45%，主要为银行存款（占 6.75%）及其他货币资金（占 93.23%），其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2012 年底，赛亿集团应收账款

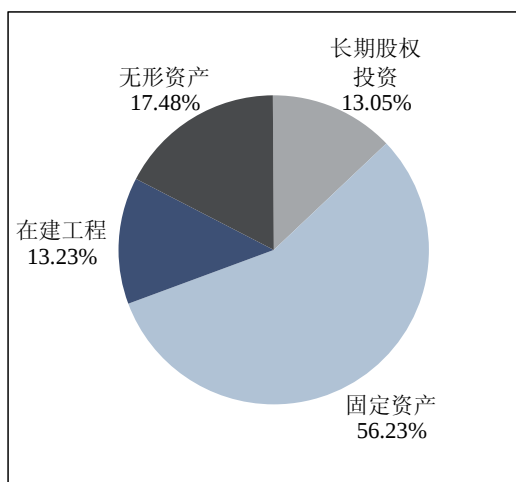
16821.80 万元，同比增长 16.97%，主要为应收下游客户的货款。应收账款前五大客户占比为 27.25%，集中度一般；账龄在 1 年以内的占 76.77%，1~2 年的占 23.23%。共计提坏账准备 10.56 万元，计提较为谨慎。

2012 年，赛亿集团存货规模 14433.41 万元，较 2011 年下降 0.22%，主要为原材料（占 28.69%）、库存商品（占 43.16%）、生产成本（占 28.14%）。赛亿集团未计提存货跌价准备。

2012 年，赛亿集团其他应收款 5351.90 万元，较 2011 年增长 301.74%，主要是由于往来款的大幅增长所致。

截至 2012 年底，赛亿集团非流动资产合计 18893.24 万元，同比增长 9.56%，主要来自于在建工程的增长。

图 3 2012 年底赛亿集团非流动资产构成



资料来源：赛亿集团 2012 年审计报告

截至 2012 年底，赛亿集团固定资产原值 15505.74 万元，较 2011 年底增长 7.76%，主要为房屋建筑物、机械设备、运输设备以及办公设备等；计提累计折旧 4881.31 万元，未计提减值准备，固定资产净额 10624.43 万元。

截至 2012 年底，赛亿集团在建工程 2500 万元，较上年增长 127.27%，主要是无包边玻璃冰箱、对开门风冷冰箱、540 系列 4 个外贸冰、FSH-60 型冷暖空调扇的生产线建设及 10 号厂房支出等。

截至 2012 年底，赛亿集团无形资产 3303.33

万元，较上年下降 2.22%，为土地使用权。

截至 2013 年 3 月底，赛亿集团资产总额 78310.97 万元，较 2012 年底下降 1.18%，其中流动资产 59315.50 万元，占 75.74%；非流动资产 18995.47 万元，占 24.26%。流动资产较上年底有所下降，主要是来自于货币资金的减少。

总体看，赛亿集团资产规模逐年增长，资产结构较为稳定，整体质量较好。

所有者权益

截至 2012 年底，赛亿集团所有者权益 31296.82 万元，较上年增长 15.40%，其中，实收资本 6858.00 万元，占 21.91%；资本公积 1116.97 万元，占 3.57%；盈余公积 5216.54 万元，占 16.67%；未分配利润 18105.30 万元，占 57.85%。截至 2013 年 3 月底，赛亿集团所有者权益 33332.78 万元，较 2012 年底增长 6.51%。与 2012 年底相比，实收资本、资本公积、盈余公积均未变化，未分配利润增长 11.24%。赛亿集团所有者权益结构变化不大。赛亿集团未分配利润占比较高，其利润分配政策对其所有者权益结构影响较大。

总体看，跟踪期内，赛亿集团所有者权益整体呈增长态势。由于未分配利润占比较高，赛亿集团未来利润分配政策对所有者权益结构影响较大。

负债

截至 2012 年底，赛亿集团负债规模 47949.46 万元，同比增长 22.18%，全部为流动负债。赛亿集团流动负债主要为短期借款（占 34.73%）和应付票据（占 62.77%）。同期，赛亿集团短期借款 16652.00 万元，同比增长 2.85%，主要为银行借款；应付票据 30100.00 万元，同比增长 36.76%，主要为银行承兑汇票和赛亿集团参与发行的“12 慈溪中小集合票据”募集的 6000 万元。

截至 2012 年底，赛亿集团全部债务为 46752.00 万元，较 2011 年上升 22.38%，主要来自于应付票据的增长；全部为短期债务。

截至 2012 年底，赛亿集团资产负债率和全

部债务资本化比率分别为 60.51%和 59.90%，较 2011 年有所上升。

截至 2013 年 3 月底，赛亿集团负债总额 44978.19 万元，较 2012 年底下降 6.20%，主要是应付票据有所减少。资产负债率和全部资本化比率分别为 57.44%和 56.45%，较 2012 年底有所降低。

总体看，赛亿集团负债规模逐年上升，债务负担不重，但全部为短期债务，债务结构有待改善。

④偿债能力

从短期偿债指标看，2012 年赛亿集团流动比率和速动比率分别为 125.87%和 95.77%，两指标略高于 2011 年。2012 年赛亿集团经营现金流动负债比为 1.42%，较 2011 年大幅下降。2013 年 3 月底，两项指标分别为 131.88%和 98.37%。赛亿集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2012 年，赛亿集团实现 EBITDA13210.23 万元，同比增长

9.96%。EBITDA 利息倍数为 9.18 倍，略低于 2011 年；全部债务/EBITDA 倍数从上年的 3.18 倍上升至 3.54 倍。整体看，赛亿集团长期偿债指标处于合理范围。

截至 2013 年底，赛亿集团现金类资产 17158.22 亿元，为“12 慈溪中小集合票据”发行额度的 2.86 倍，具备保障能力；2012 年，经营活动现金流入量为“12 慈溪中小集合票据”发行额度的 28.96 倍，保障能力强；2012 年，EBITDA 对“12 慈溪中小集合票据”发行额度待保障倍数为 2.20 倍，保障能力尚可。总体看，赛亿集团对其发行的“12 慈溪中小集合票据”所募集的资金的偿还具备保障。

截至 2013 年 3 月底，赛亿集团对外担保余额为 17850 万元，担保比率为 53.55%。目前被担保企业经营正常。总体看，赛亿集团对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表 11 截至 2013 年 3 月底赛亿集团对外担保情况

担保对象	担保金额（万元）	起止时间	占比（%）
宁波市方圆电器有限公司	3700	2012.9.3~2014.9.3	20.73
浙江明星包装印刷有限公司	4150	2012.11.27~2013.11.27	23.25
宁波佳星电器有限公司	4500	2012.3.19~2014.3.19	25.21
宁波耐兴斯达电器有限公司	1500	2012.3.27~2014.3.27	8.40
浙江德盈电气制造有限公司	1000	2012.5.16~2014.5.16	5.60
浙江杭州湾制冷设备股份有限公司	2000	2013.1.4~2014.1.4	11.20
宁波霍姆利德国际贸易有限公司	1000	2012.7.17~2014.7.17	5.60
合计	17850	-	100.00

数据来源：赛亿集团提供

截至2013年3月底，赛亿集团合并范围获得银行授信额度总额为39000万元，尚未使用的授信额度为8938万元，赛亿集团拥有一定的间接融资渠道。

⑤过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告

（报告编号：B-201305187324），截至2013年5月24日，赛亿集团无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

⑥抗风险能力

基于对赛亿集团自身经营和财务风险的综合判断，赛亿集团整体抗风险能力一般。

(8) 募集资金使用情况

赛亿集团2012年7月23日参与发行“12慈溪中小集合票据”，期限1年，募集资金6000万元，用于补充营运资金。

(9) 结论

综合考虑，联合资信维持赛亿集团BBB的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

2. 慈兴集团有限公司

(1) 主体概况

慈兴集团有限公司（以下简称“慈兴集团”）始建于1984年，前身是慈溪微型轴承总厂，2000年9月转制变更登记为宁波慈兴集团有限公司；同年10月将宁波慈兴集团有限公司的企业名称变更为现名。截至目前，慈兴集团注册资金1.60亿元人民币，由胡先根及其配偶华夏珍分别出资13312万元（占83.2%）、2688万元（占16.8%）投资组建。

慈兴集团是一家专业生产微小型深沟球轴承，集工业、贸易、投资为一体的民营集团公司。慈兴集团经营范围包括：轴承、五金工具、家用电器、机械配件、玩具、工艺美术品、钟表配件、电子元器件、塑料制品制造、加工；金属材料、鞋帽、服装批发、零售；仓储服务；自营和代理货物和技术的进出口，但国家限定经营或禁止进出口的货物和技术除外；轴承及轴承专用设备仪器制造技术的研究开发、技术服务。

慈兴集团下设新产品设计研发中心、品管中心、技术中心、设备技改中心、财务中心、采购中心、运营管理中心及党建基建工会后勤中心等职能部门。截至2013年3月底，慈兴集团拥有全资及控股子公司7家。

慈兴集团为新厂区建设项目需要于2011年12月16日变更注册地址为：慈溪市宗汉街道高王村金堂村；法定代表人：胡先根。

(2) 管理分析

跟踪期间，慈兴集团无重大管理体制、股权变更、领导变动或管理制度方面的变化。

(3) 经营分析

① 经营概况

慈兴集团的主营业务为生产和销售各类轴承、精密轴承、各类主机专用轴承及其相关配件，其主导产品为微小型深沟球轴承。近两年，慈兴集团大力发展汽车轴承产品，尤其注重开发中高端市场，未来将加大对产品的技术开发以及更新改造；作为传统产品的通用轴承产品未来将作为辅业，对慈兴集团的营业收入形成良好的补充；慈兴集团近两年处于产品结构调整的过程中，高端产品比重不断增加。

跟踪期内，国际经济动荡以及汇率波动、国内投资放缓以及装备制造业订单下滑、出口回落的双重压力对轴承销售市场景气度造成影响，慈兴集团营业收入呈现波动。2011和2012年，慈兴集团分别实现营业收入87249.50万元和82674.69万元，其中2011年同比大幅上升35.38%，主要源自汽车高端轴承产销大幅增长的拉动；2012年同比小幅回落5.24%，主要因慈兴集团产品出口欧美的比重较大，受欧元和美元汇率波动影响，兑换成人民币的营业收入呈现下滑，但以外汇计价的出口营业收入仍保持增长。2013年1~3月，慈兴集团实现营业收入22916万元，占2012年全年的27.72%。

营业收入构成看，自2010年进入汽车轴承领域，受益于高端轴承的产销增长的拉动，慈兴集团汽车轴承业务收入逐年上涨，所占比重由2011年的40.84%上升至2012年的48.18%，2013年一季度仍延续上升趋势；通用轴承业务收入占比出现下滑，2012年收入同比下降17.00%，收入占比较2011年下降7.34个百分点，2013年一季度进一步下降4.37个百分点。

业务盈利情况看，2011年和2012年营业利润率分别为19.45%和17.52%，呈小幅下滑趋势，主要因为营业利润率较高的汽车轴承由于特种钢材价格波动上升、设备利用率下降等成本因素导致2012年毛利率有所降低，较2011年降8.23个百分点，降至31.45%，但仍处于较高水平，2013年1~3月又回升至36.13%；通用轴承因行业相对成熟、竞争较为激烈，营

业利润率一直处于较低水平,2012 年为 4.57%,较 2011 年的 5.48%略有降低,2013 年 1~3 月微幅下滑至 4.53%。慈兴集团营业利润率出现波动的原因,除行业本身的竞争性和波动性因素外,主要由于慈兴集团作为出口为主的制造企业受外汇波动的影响较大,欧元、美元的兑人民币汇率降低导致慈兴集团折合成人民币的收入降低,同时,慈兴集团原材料主要在国内进行采购,汇率风险无法转移,汇率波动使慈兴集团的主业盈利能力不确定性加强,近年的

人民币升值对利润形成侵蚀。

总体看,受益于高端汽车轴承产品发展迅速,产销情况良好,盈利水平较高,但慈兴集团作为出口导向型企业,汇率波动对慈兴集团利润形成侵蚀;随着慈兴集团未来对高端汽车轴承产品的开发力度加强,汽车轴承业务将成为支撑慈兴集团经营能力和盈利水平的主导因素。

表12 慈兴集团产品收入及营业利润率情况(单位:万元、%)

项目	2011 年			2012 年			2013 年 1~3 月		
	营业收入	收入占比	营业利润率	营业收入	收入占比	营业利润率	营业收入	收入占比	营业利润率
汽车轴承	35633	40.84	39.68	39833	48.18	31.45	12042	52.55	36.13
通用轴承	51617	59.16	5.48	42842	51.82	4.57	10874	47.45	4.53
合计	87250	100.00	19.45	82675	100.00	17.52	22916	100.00	21.14

资料来源:慈兴集团提供

②采购

慈兴集团对合格供应商和采购价格实行统一管理,采购付款方式全部为合同规定的付款期内现金支付,慈兴集团在轴承配件的外协加工价格上具有较强的议价能力。原材料主要是轴承钢和其它轴承配件包括套圈、钢球、保持加、密封圈等四大件,全部四大件采购成本占生产成本比重将近一半。其中,四大件采购中

以钢材采购为主,轴承行业钢材需求主要为特种钢材,钢材价格存在波动性,给慈兴集团带来了一定的流动资金压力和成本管理压力。

慈兴集团原料供应商较稳定,跟踪期内,前五大供应商构成未发生变动,2012 年慈兴集团处于产品结构调整和消化库存量之中,产量有所降低,原材料采购额也随之下降。

表13 慈兴集团主要原材料供应商采购情况(单位:万吨/万只/万片、万元)

客户名称	2011 年		2012 年		2013 年 1~3 月	
	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额
慈溪市群兴轴承厂(套圈)	5585	1396	4453	1113	1086	271
慈溪市春潮密封件有限公司(密封圈)	7614	913	5813	697	1996	240
宁波三基钢管有限公司(钢材)	6952	8342	4536	5444	605	756
云和县军达轴承套圈厂(套圈)	7125	1496	5925	1244	1384	291
慈溪市长茂轴承有限公司(套圈)	6145	1413	5621	1293	1589	366
合计		13560		9791		1924

资料来源:慈兴集团提供

③产品生产

慈兴集团本部本身不参予实体生产经营,

主要是通过控制其下属子公司进行生产,形成轴承产业链。

慈兴集团近两年外部经济环境和行业景气度下滑的影响，汽车轴承和通用轴承在产量上均同比降低 5.06%，降幅相对较小。产能利用率方面，汽车轴承的产能利用率维持在 70%左右，2011 年产能集中释放、同比大幅增长 149.88%，因市场开发工作正进行中，出于控制成本和库存的考虑，近两年产量保持平稳，但较 2010 年已有大幅增长，分别为 2010 年产量的 2.98 倍和 2.83 倍；通用轴承作为慈兴集团传统产品，2012 年因产品结构调整使产能略有下滑，产量也随之小幅降低，产能利用率均保持在 90%以上，2012 年为 105.93%。

表 14 慈兴集团生产情况表（单位：万套、%）

项目	2011 年			2012 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
汽车轴承	13076	9956	76.14	14116	9452	66.96
通用轴承	19614	18490	94.27	16572	17554	105.93

资料来源：慈兴集团提供

总体看，跟踪期内，受汽车高端轴承产量增长带动，慈兴集团轴承产能及产量较 2010 年均有明显扩大。

④产品销售

跟踪期内，慈兴集团轴承销售以出口为主，主要销往德国、美国等欧美国家，近两年出口亚洲的销售额快速上升，2012 年基本与北美持平；国内销售为辅，销售区域主要集中在上海、广东、浙江地区。销售回款方式为现金，结算周期约在 45-90 天左右。销售价格确定机制主要是客户招投标方式，新产品开发以慈兴集团报价经客户确认方式确定产品销售价格。

表 15 慈兴集团产品出口外销情况（单位：万元）

国外市场分布及结算货币	2011 年	2012 年	13 年一季度
欧洲（USD）	301.00	524.00	136.00
欧洲（EUR）	3307.00	3433.00	992.00
北美（USD）	2486.00	2389.00	692.00

亚洲（USD）	1919.00	2299.00	614.00
亚洲（EUR）	9.00	30.00	11.40

资料来源：慈兴集团提供

从销量看，慈兴集团汽车轴承销量持续增长，通用轴承销量出现下降，2012 年汽车轴承和通用轴承的销量分别为 9468 万套和 17583 万套，产销率均超过 100%。从销售均价看，2012 年汽车轴承销售均价为 4.21 元/套，较 2011 年略有回升；通用轴承 2012 年销售均价为 2.44 元/套，较 2011 年出现小幅下滑；汽车轴承以高端产品为主，在销售均价上较通用轴承更具优势。2013 年 1~3 月，慈兴集团两种产品的销售均价呈现不同程度的上涨，汽车轴承和通用轴承分别升至 6.47 元/套和 3.14 元/套，销量均为 2012 年全年的 19.67%。

表 16 慈兴集团产品销售销售情况

销售情况		2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
汽车轴承	产量(万套)	9956	9452	1847
	销量(万套)	8562	9468	1862
	产销率(%)	86.00	100.17	100.81
	销售均价(元/套)	4.16	4.21	6.47
	销售额(万元)	35633	39833	12042
通用轴承	产量(万套)	18490	17554	3430
	销量(万套)	19978	17583	3458
	产销率(%)	108.05	100.17	100.82
	销售均价(元/套)	2.58	2.44	3.14
	销售额(万元)	51617	42842	10874

资料来源：慈兴集团提供

慈兴集团产品销售大多是通过具有十多年的长期合作的稳定渠道进行，40%以上的订单来自于海外经销商（为慈兴集团的关联企业），主要面向美国和德国市场。从销售对象看，近两年负责美国和德国市场海外经销的关联企业销售收入分别占总量的 46.89%和 37.71%，其中又以德国经销商收入为主；2012 年因为欧元相对人民币汇率下滑，慈兴集团对主要销售地区德国的按人民币计价的出口销售额呈现下

滑，但凭借伊斯克斯、HYUNDAIMOBIS 以及苏州百德（江苏百德主要面向美国市场）等其他地区客户 2012 年销售增长的支撑，部分弥补了外汇波动造成的业绩下滑。2011 和 2012 年，慈兴集团前五大客户收入占比分别为 53.62% 和 47.29%；2013 年 1~3 月，由于德国出口占比有所回升，前五大客户占比上升至 56.68%。

总体看，跟踪期内，慈兴集团汽车轴承产品销量稳步增长，但因慈兴集团以出口销售为主，受外汇波动的影响较大。

表 17 慈兴集团主要销售客户占比情况（单位：%）

客户名称	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
CW BEARING(美国)	16.01	16.05	16.97
CW BEARING(德国汉堡)	30.88	21.66	29.96
DAERIM PRECISION(伊斯克斯)	0.70	1.02	2.16
HYUNDAIMOBIS	2.08	4.03	5.11
百德(苏州)科技有限公司	3.95	4.53	2.48
合计	53.62	47.29	56.68

资料来源：慈兴集团提供

⑤未来重大项目规划及进展

慈兴集团年产 4200 万套高档汽车专用轴承生产线项目已经于 2012 年 7 月开工建设，建设期预计 36 个月，项目新增用地面积 120 亩，其中包括轴承磨削加工全自动生产线 90 条、轴承装配全自动生产线 60 条。目前项目建设正在进行，土建主体工程已经基本完成，计划在 2013 年 9 月完成全部建筑施工工程进入厂房装修和设备安装工程阶段，在 2013 年底实现部分工艺设备投入试生产。该项目资金部分来源于厂房拆迁补偿费共计 3 亿元，将于 2012~2016 年分期转入企业账户。

表 18 慈兴集团未来重大项目情况（单位：万元、%）

项目名称	竣工时间	投资总额	债务融资比例	截至 2013 年 3 月底累计投入金额
年产 4200 万套高档汽车专用轴承生产	2015 年 7 月	89161	55.80	17991

线项目				
-----	--	--	--	--

资料来源：慈兴集团提供

总体看，慈兴集团未来投资规模较大，随着项目建设进度的增加，筹资需求进一步上升，对偿债压力产生一定影响。

（4）财务分析

慈兴集团提供的 2011~2012 年财务报表经慈溪永敬会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，跟踪期内，慈兴集团合并范围未发生变化，财务报表可比性强。慈兴集团 2013 年 1~3 月报表未经审计。

截至 2012 年底，慈兴集团合并资产总额 187016.89 万元，所有者权益（含少数股东权益 23076.38 万元）合计 95292.34 万元。2012 年，慈兴集团实现营业收入 82674.69 万元，利润总额 3973.19 万元。

截至 2013 年 3 月底，慈兴集团合并资产总额 186261.23 万元，所有者权益（含少数股东权益 22862.50 万元）合计 96347.09 万元。2013 年 1~3 月，慈兴集团实现营业收入 22916.23 万元，利润总额 868.57 万元。

①盈利能力

跟踪期内，慈兴集团营业收入波动上升。2011 年实现营业收入 87249.58 万元，同比上升 35.38%，主要源自慈兴集团高端汽车轴承快速发展；2012 年出现 5.24% 的小幅回落，主要是受到欧元与美元等外汇波动的影响。2013 年 1~3 月，慈兴集团实现营业收入 22916.23 万元，相当于 2012 年全年的 27.72%。

2011~2012 年，慈兴集团期间费用占营业收入的比重分别为 16.40% 和 16.76%，占比较高，且占比较 2010 年呈上升趋势，对利润形成侵蚀，但相对保持稳定；期间费用以管理费用为主。2012 年，慈兴集团共发生期间费用 13857.89 万元，其中营业费用、管理费用和财务费用分别占比 20.22%、59.79% 和 19.99%，除营业费用外，其他两项费用均较 2011 年有所下降。

2012 年，慈兴集团利润总额为 3973.19 万元，较 2011 年略有升高，主要来自当年营业外收入对利润水平的支撑；当期营业外净收入（含

补贴收入，扣除营业外支出）为 2267.06 万元，较 2011 年的-69.67 万元大幅提升，主要是当期获取一笔土地收入，不具有延续性；当期营业外净收入占利润总额的 57.06%。2013 年 1~3 月，慈兴集团利润总额为 868.57 万元，占 2012 年全年的 21.86%，当期营业外净收入为负。

从盈利指标来看，2012 年慈兴集团营业利润率为 17.52%，较 2011 年下滑 1.93 个百分点；2012 年慈兴集团总资本收益率和净资产收益率分别为 3.91%和 3.31%，在营业利润率小幅回落的情况下，受当期营业外收入大幅提升导致净利润快速升高的影响，以上两项指标分别较 2011 年上升 1.07 个和 1.07 个百分点。2013 年 1~3 月，慈兴集团营业利润率出现回升，为 21.14%。

整体看，跟踪期内，慈兴集团主业盈利水平相对稳定，期间费用呈上升趋势且占比较高，对利润形成侵蚀；2012 年营业外收入虽对利润形成一定支撑，但具有较大不确定性。

②现金流及保障

经营活动方面，2012 年慈兴集团经营活动产生的现金流入量为 117310.96 万元，同比上升 23.58%，主要系 2012 年往来款流入增加导致收到其他与经营活动有关的现金大幅增长；经营活动产生的现金流出量为 85588.92 万元，同比小幅下降 6.74%，主要系往来款流出减少导致支付其他与经营活动有关的现金出现 46.58%的大幅下滑；在经营活动现金流入量大幅提升的支撑下，2012 年经营活动产生的现金流量净额为 31722.04 万元，增幅达 905.51%。2011~2012 年现金收入比分别为 97.19%和 106.50%，收入质量稳步提升；2013 年 1~3 月，现金收入比进一步升至 124.74%。跟踪期内，慈兴集团经营活动现金流以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主，主要组成部分相对保持稳定，现金收入质量稳步提升，但受往来款影响经营活动现金净流量波动较大。

投资活动方面，2012 年慈兴集团现金流出量为 26169.34 万元，主要为构建固定资产和无

形资产支付的现金，因为慈兴集团新建厂投入以及年产 4200 万套高档汽车专用轴承生产线项目的开工建设导致固定资产和无形资产付现呈上升趋势。近两年慈兴集团投资活动产生的现金流量均表现为净流出，因经营活动产生的净现金流较为不稳定，不能保证每年均可满足慈兴集团投资活动的现金需求。2011~2012 年，慈兴集团筹资活动前现金流量净额分别为 -10925.76 万元和 11602.14 万元，筹资压力较小，未来随着在建工程的投入增加，投资活动现金流出可能进一步增长。

筹资活动方面，2011 和 2012 年筹资活动的现金流入量和流出量均出现大幅增长，因为慈兴集团多采用期限为半年的短期借款，导致取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金均快速上升。因 2012 年偿还债务本息的现金支出超过筹资现金流入，导致同期筹资活动产生的现金流量净额呈现负数，为 8260.17 万元，不过当期的经营活动现金流可以覆盖投资需求，未对资金流动性造成压力。

2013 年 1~3 月，慈兴集团经营活动产生的现金净流量为 8009.36 万元；筹资活动前现金流量净额为 4221.97 万元；筹资活动现金流量净额为-3456.58 万元。

总体看，慈兴集团经营活动净现金流有所波动，投资活动因新建厂以及年产 4200 万套高档汽车专用轴承生产线项目等投入表现为净流出；慈兴集团现金管理策略较为灵活，经营活动获现不能够满足投资资金需求的情况下，采用半年期的银行借款来补充流动性，相对降低融资成本。随着慈兴集团各新工厂及技术改造项目投进度增加，对外融资压力可能加大。

③资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，慈兴集团资产总额 187016.89 万元，同比增长 23.04%，主要来自其他应收款、在建工程 and 无形资产的增长，其它构成部分的变动不大；资产总额中，流动资产占 42.44%，非流动资产占 57.56%，慈兴集团始终以非流动资产为主。其中，2012 年底其他应

收款16229.32万元,同比上升129.03%,主要是关联方借款及往来款增加;在建工程 and 无形资产分别为10873.73万元和49723.60万元,同比增长348.70%和14.57%,主要源于慈兴集团年产4200万套高档汽车专用轴承生产线项目于当年开工建设,该项目的相关投入和配套土地的增加。

截至2013年3月底,慈兴集团资产总额为89914.13万元,其中流动资产占41.24%,非流动资产占58.76%,与2012年底基本一致;在建工程随着项目进度增加,2013年3月底进一步升至13066.42万元。

跟踪期内,慈兴集团资产稳步增长,随着生产项目的建设进度,非流动资产占比趋增;资产质量尚可。

所有者权益

截至2012年底,慈兴集团所有者权益为95292.34万元(含少数股东权益23076.38万元),同比略增3.63%,权益构成较2011年底变动不大,包括实收资本(占16.79%)、资本公积(占42.05%)、未分配利润(占16.94%)和少数股东权益(占24.22%),其中资本公积占比近半,主要为评估的商标增值。慈兴集团所有者权益稳定性一般。截至2013年3月底,慈兴集团所有者权益略有增长,为96347.09万元。

负债

截至2012年底,慈兴集团负债总额为91724.55万元,同比增长36.26%,一方面,应付票据增长明显,增幅达1142.55%,主要因慈兴集团因应融资成本较低而通过应付票据贴现融资;另一方面,2011年底慈兴集团长期应付款为3527.01万元,为宁波儿童村地块拆迁收入余款(尚未扣除被拆房产净值),后经慈兴集团股东会决议决定用于换置房产,所以于2012年底递减为零。负债总额中,流动负债占99.32%,非流动负债占0.68%,受应付票据增加、长期应付款减少的影响,慈兴集团流动负债占比较2011年上升5.48个百分点。慈兴集团债务水平攀升,且以短期债务融资方式为主。

截至2013年3月底,慈兴集团负债总额为

89914.13万元,较2012年底略有下降,短期借款、应付票据和应付账款等重要构成部分变动不大。

总体看,跟踪期内,慈兴集团资产稳步增长,由于在建工程的投入,债务水平和在建工程均呈上升趋势;债务负担快速上升,且以短期债务为主,债务结构有待改善。

④偿债能力

从短期偿债能力看,截至2012年底,受短期债务水平上升导致流动负债规模扩大的影响,慈兴集团流动比率、速动比率均出现下降,分别为87.13%和63.09%;截至2013年3月底,上述指标进一步降至85.42%和61.13%。2012年,慈兴集团经营现金流动负债比为34.82%,较2011年上升29.83个百分点,但慈兴集团净现金流波动较大,该指标的稳定性较弱。总体看,慈兴集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看,2012年慈兴集团EBITDA为11237.52万元,较2010年增长13.58%,但受同期全部债务规模快速增长的影响,慈兴集团全部债务/EBITDA指标由2011年的3.90倍增至2012年的5.85倍,EBITDA对全部债务的覆盖能力有所降低。慈兴集团的EBITDA利息倍数由2011年的6.01倍降至2012年的3.57倍,主要是受到利息支出大幅增长的影响。慈兴集团长期偿债指标有所下滑,长期偿债能力一般。

整体看,慈兴集团债务水平逐渐增长,在建项目未来仍存在融资需求,偿债指标处于下滑趋势,未来偿债压力会进一步增大。

慈兴集团于2012年7月23日参与发行了“12慈溪中小集合票据”募集资金1.40亿元。存续债券在到期日一次性利随本清,慈兴集团将于2013年7月23日完成还本付息。

截至2012年,慈兴集团现金类资产为14626.99万元,为存续债券的1.04倍,较2011年提高0.20倍;截至2013年3月底,慈兴集团现金类资产为15462.01万元,为存续债券的1.10倍,较2012年底进一步提高。2012年慈兴集团实现EBITDA11237.52万元,为存续债

券的 0.80 倍；2012 年慈兴集团经营活动现金流入量为 117310.96 万元，同期经营活动现金流量净额 31722.04 万元，分别为存续债券的 8.38 倍和 2.27 倍，经营活动现金流入量以及经营活动现金流量净额对存续债券均具有较好的保障能力。

截至2013年3月底，慈兴集团不存在对外担保事项；未决诉讼事项为：2012年启东锦桥轴承有限公司与华丰建设股份有限公司因建设工程施工合同纠纷被提起诉讼，经法院组织工程造价司法鉴定审计，这部分合同外工程造价为 1030.39 万元，启东锦桥轴承有限公司已经支付 871.12 万元。截至2013年3月底，该案件尚在审理中。

截至2013年3月底，慈兴集团共获得银行借款授信额度76000万元，已使用69791万元，尚余6209万元，慈兴集团间接融资通道有待拓宽。

⑤过往债务履约情况

根据资本市场过往记录，截至 2013 年 3 月底，慈兴集团没有未偿还的不良贷款，过往债务履约情况良好。

⑥抗风险能力

中国轴承行业作为装备制造业的配套产业，发展空间大。慈兴集团作为微小型轴承制造企业，在行业区域地位、品牌知名度及销售网络等方面具有优势。慈兴集团高端汽车轴承产品发展迅速，盈利水平较高，产品结构不断优化；但慈兴集团作为出口导向型企业，汇率波动对慈兴集团业绩影响较大，且慈兴集团债务水平快速上升，在建项目的融资需求将对慈兴集团偿债能力带来压力。总体看，慈兴集团抗风险能力一般。

(5) 结论

综合考虑，联合资信维持慈兴集团BBB⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

3. 上海四维尔投资集团有限公司

(1) 主体概况

上海四维尔投资集团有限公司（以下简称“上海四维尔”）原名慈溪信亿投资有限公司，成立于2007年9月，2009年更为现名。上海四维尔初始注册资本2600万元，后经增资，截至2010年9月底，上海四维尔注册资本3000万元；2010年11月，上海四维尔注册资本增至5000万元，为自然人罗旭强一人独资。上海四维尔实际控制人为罗旭强。

上海四维尔经营范围：实业投资，股权投资管理，项目投资，资产管理，房地产开发经营，建筑工程，市政工程，智能化安装施工，商务信息咨询。

截至2012年底，上海四维尔下设战略发展部、集团办公室、房产设施部、人力资源部和财务部5个职能部门；上海四维尔下属子公司包括宁波四维尔工业股份有限公司、上海邦盛洁具科技有限公司、慈溪邦盛贸易有限公司、宁波邦惠电器有限公司和上海四维尔贸易有限公司。

公司注册地址：上海市青浦区崧秀路555号2幢2107室；法定代表人：罗旭强。

(2) 管理分析

跟踪期间，上海四维尔无重大管理体制、股权变更、领导变动或管理制度方面的变化。

(3) 经营分析

上海四维尔是一家专门从事生产、加工、销售标牌、格栅、出风口等汽车配件产品的企业，其本级无实业经营，上海四维尔的主要收入来源是其核心子公司——工业股份、慈溪邦盛贸易、上海四维尔贸易等的销售收入。

表 19 主营业务收入构成及毛利率（单位：万元）

产品		标牌	格栅	装饰条	其他	合计/综合
2010 年	营业收入	16606	23388	5124	18265	63383
	占比	26.20%	36.90%	8.08%	28.82%	100.00%
	营业成本	10200	15872	3574	15473	45119

	占比	22.61%	35.18%	7.92%	34.29%	100.00%
	毛利率	38.58%	32.14%	30.25%	15.29%	28.82%
2011 年	营业收入	18860	25451	7234	21953	73498
	占比	25.66%	34.63%	9.84%	29.87%	100.00%
	营业成本	12148	17894	5214	17326	52582
	占比	23.10%	34.03%	9.92%	32.95%	100.00%
	毛利率	35.59%	29.69%	27.92%	21.08%	28.46%
2012 年	营业收入	25208	37326	17109	22517	102160
	占比	24.68%	36.54%	16.75%	22.04%	100.00%
	营业成本	16523	26601	12692	22415	78231
	占比	21.12%	34.00%	16.22%	28.65%	100.00%
	毛利率	34.45%	28.73%	25.82%	0.45%	23.42%
2013 年 1~3 月	营业收入	6104	10310	5109	18022	39545
	占比	15.44%	26.07%	12.92%	45.57%	100.00%
	营业成本	4318	9947	3904	14094	32263
	占比	13.38%	30.83%	12.10%	43.68%	100.00%
	毛利率	29.26%	3.52%	23.59%	21.80%	18.41%

资料来源：上海四维尔提供

2012年，上海四维尔的主营业务收入保持增长，其中标牌增长33.66%，格栅增长46.66%，装饰条增长136.51%，其他增长2.57%。由于原材料价格上升使得上海四维尔营业成本相对增加，所以2012年上海四维尔营业毛利率有所下降，其中其他业务毛利率由2011年的21.08%下降到2012年的0.45%，主要原因是由于其他中主要包含单独支付的模具工装（模具工装的费用可以算在标牌格栅等的价格里面，也可以单独支付）和塑料粒子的贸易，2011年主要是单独支付的模具工装，2012年上海四维尔贸易、慈溪邦盛贸易两家子公司尝试性的从事贸易业务，为了拓展这些业务基本上亏损运营。

2013年1~3月，上海四维尔的主营业务收入为3.95亿元，占2012年全年的38.71%，由于成本的增加，毛利率下降，其中格栅产品的毛利率下降到3.52%，下降很快，主要由于大量新品导入，合格率较低，客户新品的质量要求较高且新接单的产品毛利较之前的已量产的产品毛利也偏低（竞争较激烈），其他产品相比2012年毛利率由较大提高，为21.80%，主要原因是

出风口毛利较高且产量增长幅度较快。

总体看，上海四维尔营业收入保持稳定增长，盈利能力较强。

采购

上海四维尔生产用原料主要有塑料类原材料（塑料粒子）、电镀类原材料（电镀药水、有色金属镍）、胶带、涂装油漆。除外购成本之外，其中塑料类和电镀类原材料所占比重最大。

上海四维尔各子公司自有采购部门负责采购，上海四维尔主要负责与供应商商定主要原材料的价格，如化学药剂、镍等。其中，镍的定价为一个季度定价一次，其他原材料一年定价一次。外协类产品是指为组装或弥补不足产能外部采购的部件，外购产品是指外部购入不需加工或装配可直接用于销售的产成品。

上海四维尔的外部原材料供应商主要有宁波神化化学品经营有限责任公司、慈溪市钶迪车辆装饰有限公司和上海太同电镀有限公司。上海四维尔与主要原材料供应商为长期合作关系，因此在原材料付款上享有1-3个月的付款周期。

表 20 上海四维尔主要原（辅）料采购情况

项目	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1~3 月	
	采购金额 (万元)	占采购总额 比 (%)	采购金额 (万元)	占采购总额 比 (%)	采购金额 (万元)	占采购总额 比 (%)	采购金额 (万元)	占采购总额 比 (%)
塑料类	10227.00	18.69%	11811.00	18.35%	12819.76	18.23%	3330.00	18.02%
电镀类	6167.00	11.27%	7635.00	11.86%	7263.49	10.33%	2594.00	14.04%
胶带	2623.00	4.79%	3012.00	4.68%	3086.77	4.39%	759.00	4.11%
涂装油漆	2116.00	3.87%	2044.00	3.18%	2244.70	3.19%	591.00	3.20%

资料来源：上海四维尔提供

产品生产

跟踪期内，上海四维尔生产模式没有变化。

截至2013年3月底，上海四维尔厂房总面积达30多万平方米，拥有7条电镀生产线，年产能标牌2,700万套、格栅350万套、装饰条450万套，其他配件500万套。上海四维尔拥有世界先进的全自动塑胶电镀生产线和多彩电镀线，采用美国乐思、日本丸井等公司的先进技术和工艺。上海四维尔产品通过了ISO9000、TS16949、ISO14000、美国QS9000、德国VDA6.1等体系

认证。

跟踪期内，上海四维尔随着规模的扩大，产能和产量均有所增长，从产能利用率上来看，由于标牌业务处于全国领先地位，市场占有率80%，所以能够保持较高的产能利用率，2012年达到118%。格栅、装饰条和其他业务的产能利用率则基本维持在同一水平，分别为99%和114%。上海四维尔正在进一步积极开拓欧美国际市场，进一步提高业务量和提高产能利用率。

表 21 上海四维尔产品生产情况

产品名称		标牌	格栅	装饰条
2010 年	产能(万套)	2000	190	150
	产量(万套)	1879	179	123
	产能利用率(%)	94%	94%	82%
2011 年	产能(万套)	2500	300	250
	产量(万套)	2422	275	240
	产能利用率(%)	97%	92%	96%
2012 年	产能(万套)	2700	350	450
	产量(万套)	3199	346	515
	产能利用率(%)	118%	99%	114%
2013 年 3 月	产能(万套)	2700	350	450
	产量(万套)	880	95	142
	产能利用率(%)	33%	27%	31%

资料来源：上海四维尔提供

产品营销

跟踪期内，上海四维尔的生产模式没有变化，主要为直销模式，销售对象为各大品牌汽车厂商。上海四维尔设业务中心，负责产品研发和市场开发、营销工作。业务中心下设办事处，办事处设在主要业务区域，负责与客户直

接对接。

从销售区域看，上海四维尔主要销售区域有华中、东北、华北、西南等区域。其中，华中地区主要面向上海大众汽车、上海通用汽车、奇瑞汽车等客户；东北和华北地区主要面向一汽大众、华晨、一汽夏利等客户；西南主要面

向长安福特等客户。

从销售客户看，2012年上海四维尔主要客户有长春富维-江森、延锋彼欧、上海名辰模塑、一汽-大众汽车、上海通用汽车等。2013年1-3月，上海四维尔主要客户及占比结构较2012年变化不大。总体看，上海四维尔客户集中度较高，但客户稳定，能够保证收入来源稳定。从销售价格看，近年来，格栅、标牌价格基本保

持稳定。

从销售价格看，上海四维尔标牌、格栅和装饰条的销量和销售额不断上升，2012年标牌和装饰条的销售价格有所下降（其中装饰条平均价格下降的原因是不同类型的装饰条价格不一，因各品种销售数量不一致，平均后价格下降），格栅的销售价格有所上升。

表 22 上海四维尔产品销售情况 （单位：万套、元/套、万元）

产品		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
标牌	销量	2212	2332	3177	874
	平均价格（含税）	8.06	8.07	7.59	6.98
	销售额	17828.72	18819.24	24113.43	6100.52
格栅	销量	214	252	357	98
	平均价格（含税）	102.00	101.70	115.00	105.00
	销售额	21828.00	25628.40	41055.00	10290.00
装饰条	销量	121	174	507	139
	平均价格（含税）	25.00	28.73	14.00	34.00
	销售额	3025.00	4999.02	7098.00	4726.00

资料来源：上海四维尔提供

未来发展

随着工业股份业务的发展，上海四维尔规模扩大，产能和产量逐年提升。未来上海四维尔将通过加大设备投资、增加技术人员等手段，进一步增加产量，逐步提升产能。同时，上海四维尔以国内各汽车厂为依托，在欧美设立办事处开展全球营销战略，拓展国际业务。

未来几年，上海四维尔将以厂房、生产线建设为重点，加大产能、产量扩张。

（4）财务分析

上海四维尔提供的 2012 年财务报表经慈溪弘正会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2013 年 1~3 月财务报表未经审计。

截至 2012 年底，上海四维尔合并资产总额为 16.53 亿元，所有者权益合计为 6.28 亿元（其中少数股东权益 3.93 亿元）。2012 年，上海四维尔实现营业收入 10.22 亿元，利润总额

0.76 亿元。

截至 2013 年 3 月底，上海四维尔合并资产总额为 17.42 亿元，所有者权益合计为 6.35 亿元（其中少数股东权益 1.58 亿元）。2013 年 1~3 月，上海四维尔实现营业收入 3.95 亿元，利润总额 0.15 亿元。

①盈利能力

2012 年，由于上海四维尔规模扩大，上海四维尔实现营业收入 10.22 亿元，较 2011 年增长 39.00%，但由于成本增加，上海四维尔实现营业成本 7.82 亿元，较 2011 年增长 48.78%，成本增加较多，所以上海四维尔实现营业利润 0.66 亿元，较 2011 年下降 7.90%。但由于营业外收入的大幅增加，上海四维尔实现利润总额 0.76 亿元，较 2011 年增长 4.78%。

2012 年上海四维尔营业利润率、总资产收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别为 22.93%、4.63%和 9.78%。

②现金流及保障

从经营活动看, 2012 年, 上海四维尔经营活动现金流入为 9.42 亿元, 较 2011 年增长 4.94%; 经营活动现金流出为 8.70 亿元, 较 2011 年增长 5.80%; 由于成本增加的较多, 经营活动产生的现金流量净额为 0.72 亿元, 较 2011 年下降 4.38%。

从投资活动看, 2012 年, 上海四维尔投资活动现金流入为 0.70 亿元, 较 2011 年下降 9.63%, 主要原因是 2012 年末发生收回投资收到的现金; 投资活动现金流出为 1.97 亿元, 较 2011 年下降 32.43%, 主要原因是新厂房、新设备及对外投同资的前期投入基本集中在前期, 后续只是部份进度款的陆续支付; 投资活动产生的现金净流出量为 1.27 亿元, 较 2011 年下降 40.72%。

从筹资活动看, 2012 年, 上海四维尔筹资活动现金流入为 8.83 亿元(其中包括集合票据 0.5 亿元, 外部短期借款增加的 1.5 亿元), 较 2011 年增长 32.11%; 筹资活动现金流出为 7.71 亿元(主要为偿还外部短期借款及产生的利息支出), 较 2011 年增长 48.17%; 筹资活动产生的现金流量净额为 1.11 亿元, 较 2011 年下降 24.54%。

跟踪期内, 经营活动现金流净额呈下降趋势, 经营活动产生的现金流净额不能够满足投资活动所需资金, 具有一定的资金缺口和对外融资压力。

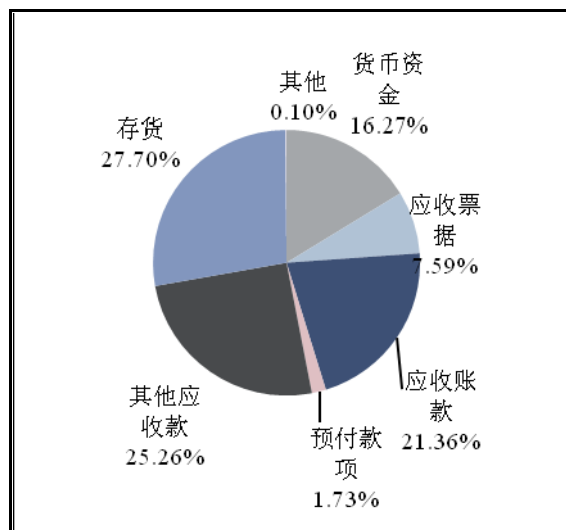
③资本及债务结构

截至 2012 年底, 上海四维尔资产总额为 16.53 亿元, 较 2011 年底增长 29.16%, 其中流动资产占 64.52%, 非流动资产占 35.48%。

流动资产

截至 2012 年底, 上海四维尔流动资产为 10.66 亿元, 较 2011 年底增长 28.33%, 主要由货币资金(占比 16.27%)、应收票据(占比 7.59%)、应收账款(占比 21.36%)、其他应收款(占比 25.26%)和存货(占比 27.70%)构成。

图 4 上海四维尔流动资产组成



资料来源: 上海四维尔财务报表

截至 2012 年底, 上海四维尔货币资金为 1.73 亿元, 较 2011 年底增长 79.16%, 主要是银行存款的增加。

截至 2012 年底, 上海四维尔应收票据为 0.81 亿元, 较 2011 年底增长 15.75%, 主要是银行承兑汇票的增加。

截至 2012 年底, 上海四维尔应收账款为 2.28 亿元, 较 2011 年底增长 25.71%。从账龄上看, 1 年以内的金额 2.35 亿元(占比 97.00%), 1 年以上的 0.07 亿元(占比 3.00%), 应收账款金额前 5 名分别是长城汽车股份有限公司、长春富维-江森自控汽车饰件系统有限公司、北京现代摩比斯汽车零部件有限公司、上汽通用五菱汽车股份有限公司和烟台名岳模塑有限公司, 总体看, 上海四维尔应收账款账期短, 客户信用好, 坏账风险较低。

截至 2012 年底, 上海四维尔其他应收款为 2.69 亿元, 较 2011 年底增长 20.70%。从账龄上看 1 年以内的 2.47 亿元(占比 91.59%), 1~2 年的 0.17 亿元(占比 6.16%), 2 年以上的 0.06 亿元(占比 2.25%), 总体看, 上海四维尔其他应收款账期短, 坏账风险较低。

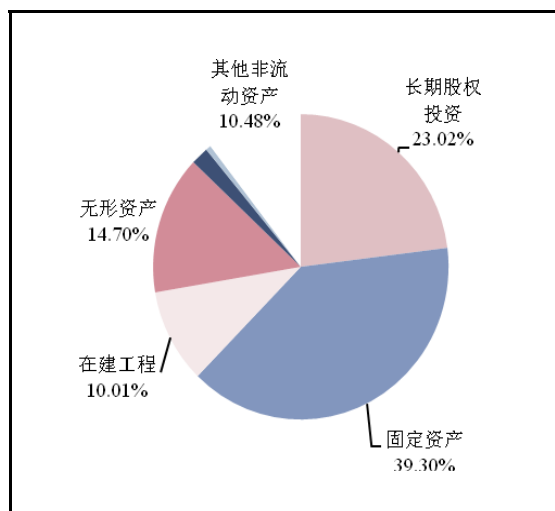
截至 2012 年底, 上海四维尔存货为 2.95 亿元, 较 2011 年底增长 40.12%, 其中主要为原材料(占比 10.53%)、在产品(占比 12.82%)、库存商品(占比 53.35%)和开发成本(占比

18.66%)。

非流动资产

截至 2012 年底，上海四维尔非流动资产为 5.86 亿元，较 2011 年底增长 30.71%，主要来自于长期股权投资的增加，2012 年非流动资产主要由长期股权投资（占比 23.02%）、固定资产（占比 39.30%）、在建工程（占比 10.01%）、无形资产（占比 14.70%）和其他非流动资产（占比 10.48%）构成。

图 5 上海四维尔流动资产组成



资料来源：上海四维尔财务报表

截至 2012 年底，上海四维尔长期股权投资为 1.35 亿元，较 2011 年底增长 49.62%，主要是增加了对四维尔丸井（广州）汽车零部件有限公司和慈溪锦泰商务有限公司的投资，新增了对苏州纪源科星股权投资合伙企业投资。

截至 2012 年底，上海四维尔固定资产为 2.30 亿元，较 2011 年底增长 7.65%。主要是房屋和设备。

截至 2012 年底，上海四维尔在建工程为 0.59 亿元，较 2011 年底增长 155.40%，主要是杭州湾厂房工程。

截至 2012 年底，上海四维尔无形资产为 0.86 亿元，较 2011 年底下降 19.76%，其中绝大部分是土地使用权。

截至 2012 年底，上海四维尔出现其他非

流动资产，金额为 0.61 亿元，主要是工装模具款和工程、设备款。

总体看，上海四维尔的资产以流动资产占主要部分，应收款项占比较大，但账期较短，回收风险较低，整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2012 年底，上海四维尔所有者权益为 6.28 亿元，较 2011 年底为底增长 22.25%，股本占 42.59%、资本公积占 20.36%、盈余公积占 3.48%、未分配利润占 33.56%；其中归属于母公司所有者权益占 37.42%，少数股东权益占 62.58%。

截至 2013 年 3 月底，上海四维尔所有者权益为 6.35 亿元，较 2012 年底增长 1.13%。上海四维尔所有者权益基本保持稳定。上海四维尔所有者权益中股本占 20.96%、资本公积占 30.53%、盈余公积占 3.68%、未分配利润占 44.83%；其中归属于母公司所有者权益占 75.18%，少数股东权益占 24.82%。

整体看上海四维尔所有者权益的稳定性一般。

负债

截至 2012 年底，上海四维尔负债总额为 10.25 亿元，较 2011 年增长 33.79%，负债总额快速增长，其中流动负债占 98.19%，非流动负债占 1.81%。上海四维尔负债以流动负债为主。

截至 2012 年底，上海四维尔流动负债为 10.07 亿元，较 2011 年增长 33.43%，主要是短期借款和应付账款的增加。2012 年上海四维尔流动负债主要由短期借款（占比 58.39%）、应付票据（占比 9.18%）和应付账款（占比 24.83%）组成。

对于流动负债，截至 2012 年底，上海四维尔短期借款为 5.88 亿元，较 2011 年底增长 40.97%，主要是信用借款和抵押借款的增加；上海四维尔应付票据为 0.92 亿元，较 2011 年底增长 168.04%，全部为银行承兑汇票；上海四维尔应付账款为 2.50 亿元，较 2011 年底增长 38.29%，全部是对于慈溪市钶迪机械配件有

限公司的应付账款。

上海四维尔的非流动负债很少，截至 2012 年底，上海四维尔非流动负债为 0.19 亿元，较 2011 年增长 57.07%，主要是长期借款和预计负债。截至 2012 年底，上海四维尔长期借款为 0.14 亿元，较 2011 年增长 16.73%，主要是员工集资款和保证借款；截至 2012 年底，上海四维尔出现预计负债，金额为 0.05 亿元，为未决诉讼，此项诉讼是工业股份准备上市前，引入一家中介公司为工业股份服务，后阶段其为工业股份服务较少，但这家中介公司仍然要收取全额的服务费，双方产生一定的分歧，对方进行诉讼。

截至 2013 年 3 月底，上海四维尔负债总额为 11.07 亿元，较 2012 年增长 8%，其中流动负债占 97.55%，非流动负债占 2.45%。

债务指标方面，截至 2012 年底，上海四维尔资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.04%和 52.64%，较 2011 年分别上升 2.15 和 3.95 个百分点。截至 2013 年 3 月底，上海四维尔资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.57%和 54.36%，较 2012 年底分别上升 1.53 和 1.73 个百分点。

有息债务方面，截至 2012 年底，上海四维尔全部债务为 6.97 亿元，较 2011 年底增长 43.17%，短期债务占 98.02%，长期债务占 1.98%。其中上海四维尔短期债务为 6.84 亿元，较 2011 年底增长 43.83%；长期债务为 0.14 亿元，较 2011 年底增长 16.73%。截至 2013 年 3 月底，上海四维尔全部债务为 7.56 亿元，较 2012 年底增长 8.41%，短期债务占 96.41%，长期债务占 3.59%。其中，上海四维尔短期债务为 7.29 亿元，较 2012 年底增长 6.62%；长期债务为 0.27 亿元，较 2012 年底增长 96.50%。

总体看，上海四维尔短期债务占全部债务比重大，债务期限结构短，债务期限结构不合理，负债结构有待改善。

④偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2012 年底，上

海四维尔的流动比率和速动比率分别为 105.93%和 76.59%，较 2011 年的 110.13%和 82.20%下降了 4.2 和 5.61 个百分点。截至 2013 年 3 月底，上海四维尔流动比率和速动比率分别为 109.67%和 77.53%，较 2012 年分别上升 3.74 和 0.9 个百分点。对于经营性现金流流动负债比率，上海四维尔 2011 年和 2012 年分别为 10.01%和 7.17%，跟踪期内有下降，经营活动现金净流量对短期债务的保障能力下降。上海四维尔的短期支付压力较大。

长期负债方面，2011 年和 2012 年上海四维尔 EBITDA 分别为 1.36 亿元和 1.63 亿元；同期，上海四维尔的 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.62 和 3.88；全部债务/EBITDA 分别为 3.59 和 4.29，上海四维尔的债务负担加重，总体看，上海四维尔对长期债务保障能力一般。

截至 2013 年 3 月底，上海四维尔现金类资产为 2.33 亿元，现金类资产对“12 慈溪中小集合票据”保障能力较强。上海四维尔 2012 年的经营活动现金流流入和净额分别为“12 慈溪中小集合票据”本金的 18.84 倍和 1.44 倍，EBITDA 是“12 慈溪中小集合票据”本金的 3.26 倍，上海四维尔经营活动现金流入量和 EBITDA 对待“12 慈溪中小集合票据”的保障能力一般。

截至 2013 年 3 月底，上海四维尔对外无担保。

截至 2013 年 3 月底，上海四维尔合并范围内获得银行的授信额度为 2.97 亿元，已使用 2.42 亿元，未使用 0.55 亿元，上海四维尔拥有间接融资通道。

⑤抗风险能力

基于对上海四维尔自身经营和财务特点、汽车零部件及配件行业景气度，以及未来上海四维尔发展的综合判断，上海四维尔整体抗风险能力一般。

(7) 结论

综合考虑，联合资信维持上海四维尔投资集团有限公司BBB的主体长期信用等级，评级

展望为稳定。

六、增信能力分析

1. 发行方案及交易结构概况

“12 慈溪中小集合票据”发行总额度为 2.5 亿元，期限为 366 天，分为优先级票据和普通级票据两部分，其发行额度分别占总额度的 95.00%（2.375 亿元）和 5.00%（0.125 亿元）。根据相关协议约定，优先级票据持有人始终优先于普通级票据持有人获得本息偿付，且只有在优先级票据本息得到全额兑付后，再兑付普通级票据本息。“12 慈溪中小集合票据”由东方资产为优先级票据持有人提供远期收购承诺，如联合发行人未能足额支付全部优先级票据，则将由东方资产无条件对优先级票据持有人持有的尚未兑付部分集合票据进行全额受让收购。

在“12 慈溪中小集合票据”兑付日前第 7 个工作日，如参与联合发行的个别或全部发行人未能将各自应偿付的优先级票据利息和本金足额划至偿债资金专用账户，债券远期收购承诺人东方资产应启动收购预案，在兑付日前第 3 个工作日无条件对全部优先级票据进行全额收购。

2. 收购承诺条款

根据东方资产签署的《中国东方资产管理公司关于浙江慈溪市 2011 年度中小企业集合票据之优先级集合票据的收购承诺函》（以下简称“《承诺函》”）内容，东方资产作出下述不可撤销收购承诺摘要：

（1）收购标的

承诺函的收购标的为全部的优先级票据（以下简称“标的票据”）。

标的票据的发行期限为 366 日（实际发行期限为 365 日），还本付息方式在到期日一次性兑付。

（2）收购义务

在发生以下任一事件时，优先级集合票据

持有人有权要求东方资产收购标的票据：

①根据募集说明书的规定，在兑付日（T）前的第 7 个工作日（T-7 个工作日之日），联合发行人在各自的专项偿债基金账户中的资金的总和不足以兑付全部优先级集合票据；

②在集合票据存续期内，如集合票据持有人大会（债权人大会）根据募集说明书的规定通过关于提前兑付集合票据的议案，而在债权人大会通过的提前兑付日（T）前的第 7 个工作日（T-7 个工作日之日），联合发行人在各自的专项偿债基金账户中的资金的总和不足以兑付全部优先级集合票据。

（3）收购日

在发生上述第（2）①条所述的有关事件后，东方资产应当在兑付日/提前兑付日（T）前的第 3 个工作日（T-3 个工作日之日）之日（以下简称“收购日”）无条件收购标的票据。

（4）收购价格

标的票据的收购价格等于计算至兑付日标的票据的本金、利息以及罚息（如有）、复利（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和（以下简称“收购价款”）。

东方资产应当在兑付日/提前兑付日（T）前的第 4 个工作日（T-4 个工作日之日）之日将全部收购价款划入集合票据登记机构或主承销商指定的账户。

（5）标的票据的转让或出质

集合票据持有人依法将集合票据转让或出质给第三人的，不影响东方资产在本承诺函下对标的票据的收购义务。

（6）集合票据发行条款的变更

经集合票据有关主管部门及注册机构和集合票据持有人会议批准，集合票据利率、期限等事项发生变更时，需经东方资产的同意，否则东方资产有权不履行标的票据的收购义务。

（7）违约

①违约事件

发生下列任一事件，构成东方资产在本承诺函下的违约事件：东方资产未按本承诺函约

定收购标的票据；东方资产未按本承诺函约定支付收购价款；东方资产提供虚假材料或隐瞒重要经营财务事实的。

②违约的后果与责任

如东方资产未按照本承诺函约定支付全部收购价款的，自兑付日起，东方资产应向尚未获偿的标的票据持有人每日支付（尚未兑付部分）收购价款总额万分之二点一（0.21%）的违约金，直至尚未获偿的标的票据得到足额兑付。

3. 承诺收购人主体长期信用状况

东方资产成立于 1999 年 10 月，是经国务院及中国人民银行批准成立、具有独立法人资格的国有独资金融企业；注册资本 100 亿元人民币，由财政部全额拨入。

东方资产经营范围：收购并经营境内金融机构的不良资产；债务追偿，资产置换、转让与销售；债务重组及企业重组；债权转股权及阶段性持股，资产证券化；资产管理范围内的上市推荐及债券、股票承销；直接投资；发行债券，商业借款；向金融机构借款和向中国人民银行申请再贷款；投资、财务及法律咨询与顾问；资产及项目评估；企业审计与破产清算；经金融监管部门批准的其他业务。

东方资产在全国 26 个中心城市设有 25 家办事处和 1 家经营部，负责所辖区域的资产管理工作，在职员工 1200 余人。东方资产在境内外控股和参股的公司包括中华联合保险控股股份有限公司、东兴证券股份有限公司、大业信托有限责任公司、中国外贸金融租赁有限公司、邦信资产管理有限公司、东银发展(控股)有限公司、中国东方资产管理(国际)控股有限公司、东方金诚国际信用评估有限公司、邦信惠融投资控股股份有限公司。东方资产的业务涉及不良资产收购与处置、投资银行、融资服务、权益类投资、私募股权投资、实业投资、信用增级、财务顾问等领域。

总体看，东方资产拥有强大的股东背景，

已初步构建了包括证券、金融租赁、信用评级、信托等业务在内的综合经营平台，经营的可持续性得到强化，初具金融控股集团雏形；同时拥有在不良资产处置方面的专业优势，市场竞争力强；但东方资产改革方案尚未明确，未来发展存在一定的不确定性；另外商业化、多元化的转型方向对公司治理、风险控制及人力资源等方面提出挑战。

经联合资信评估有限公司评定，东方资产主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了东方资产的综合偿债能力极强。

4. 债权保护条款评价

“12慈溪中小集合票据”通过内部结构化分层和外部第三方承诺收购方式增信，建立了相对完善的偿债保证制度。其中，针对优先级票据部分，东方资产管理公司提供了不可撤销的远期收购承诺。从《收购承诺函》设置条款分析，东方资产对“12慈溪中小集合票据”中的优先级票据的本金、利息以及可能产生的违约金、损害赔偿金等均作了明确的收购保证，具有较强的操作性和法律约束力。东方资产作为财政部全额出资设立的国有独资金融企业，拥有很强的政府背景和资本实力，其收购承诺能够有效提升本期优先级票据的信用水平。但是，联合资信也关注到，“12慈溪中小集合票据”中的0.125亿元额度的普通级票据未设置任何形式的偿债保障措施，任意一家发债企业产生的任意金额违约都将会导致该部分票据的违约，考虑到发行主体相关性以及发行主体的信用等级等因素，联合资信认定“12慈溪 SMECN2”信用等级为B，其还本付息能力较低，有一定的违约风险。

七、结论

综合考虑，联合资信维持“12 慈溪 SMECN1” A-1 的信用等级，维持“12 慈溪 SMECN2” B 的信用等级。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
赛亿集团	现金类资产(万元)	8400.32	15204.41	18465.40	17158.22
	资产总额(万元)	47484.84	66364.03	79246.27	78310.97
	所有者权益(万元)	22653.40	27119.36	31296.82	33332.78
	短期债务(万元)	22184.33	38201.09	46752.00	43212.00
	全部债务(万元)	22184.33	38201.09	46752.00	43212.00
	主营业务收入(万元)	110342.35	144164.28	155737.62	29196.61
	利润总额(万元)	6859.20	9954.62	10903.27	2035.97
	EBITDA(万元)	8394.23	12013.20	13210.23	--
	经营性净现金流(万元)	2058.64	7526.95	679.75	-704.56
	主营业务利润率(%)	8.94	9.63	9.52	9.68
	净资产收益率(%)	22.71	27.53	26.13	--
	资产负债率(%)	52.29	59.14	60.51	57.44
	全部债务资本化比率(%)	49.48	58.48	59.90	56.45
	流动比率(%)	131.27	125.16	125.87	131.88
	全部债务/EBITDA(倍)	2.64	3.18	3.54	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	10.07	9.19	9.18	--
	经营现金流动负债比(%)	8.29	19.18	1.42	--
慈兴集团	资产总额(万元)	131606.66	159268.02	187016.89	186261.23
	所有者权益(万元)	89065.41	91953.32	95292.34	96347.09
	长期债务(万元)	18209.60	38543.95	65686.12	63953.32
	全部债务(万元)	18209.60	38543.95	65686.12	63953.32
	主营业务收入(万元)	64447.49	87249.58	82674.69	22916.23
	利润总额(万元)	2751.80	3889.50	3973.19	868.57
	EBITDA(万元)	7338.39	9893.81	11237.52	--
	经营性净现金流(万元)	-155.43	3154.83	31722.04	8009.36
	主营业务利润率(%)	18.11	19.45	17.52	21.14
	净资产收益率(%)	1.79	2.24	3.31	--
	资产负债率(%)	32.32	42.27	49.05	48.27
	全部债务资本化比率(%)	16.97	29.54	40.80	39.90
	流动比率(%)	118.21	102.13	87.13	85.42
	全部债务/EBITDA(倍)	2.48	3.90	5.85	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	10.29	6.01	3.57	--
	经营现金流动负债比(%)	-0.40	4.99	34.82	--
上海四维尔	现金类资产(万元)	14255.63	16679.14	25446.89	23326.31
	资产总额(万元)	98521.21	127967.28	165287.36	174188.99
	所有者权益(万元)	39356.72	51328.79	62751.21	63457.73

短期债务(万元)	39565.80	47522.51	68352.86	72880.26
全部债务(万元)	43202.25	48706.95	69735.49	75597.13
营业收入(万元)	63382.01	73497.90	102160.41	39544.71
利润总额(万元)	10799.05	7233.34	7579.38	1547.74
EBITDA(万元)	15951.13	13554.11	16263.71	--
经营性净现金流(万元)	1612.04	7553.52	7222.99	4695.97
营业利润率(%)	28.64	28.02	22.93	17.94
净资产收益率(%)	22.86	12.13	9.78	--
资产负债率(%)	60.05	59.89	62.04	63.57
全部债务资本化比率(%)	52.33	48.69	52.64	54.36
流动比率(%)	108.67	110.13	105.93	109.67
全部债务/EBITDA(倍)	2.71	3.59	4.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.43	4.62	3.88	--
经营现金流动负债比(%)	2.90	10.01	7.17	--

注：1、各发行人 2013 年度一季度财务数据未经审计。

2、赛亿集团将 2012 年参与发行的“12 慈溪中小集合票据”收到的现金计入“销售商品、提供劳务收到的现金”，本报告在计算指标时将其调整至“发行债券收到的现金”

附件 2 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

级别设置	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 3 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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