

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1261 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“13青岛 SMECN1”信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月十六日



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>

山东省青岛市2013年度第一期中小企业集合票据

跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期集合票据要素

集合票据简称	13 青岛 SMECN1
发行额度	1.20 亿元
发行时间	2013 年 1 月 23 日
期限	3 年

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
青岛天时海洋石油装备有限公司	BB ⁺ /稳定	BB ⁺ /稳定
青岛康泰集团有限公司	BB/稳定	BB/稳定
青岛三特电器集团有限公司	列入下调信用评级观察名单 ¹	BB/负面
集合票据担保人	主体长期信用等级	
中债信用增进投资股份有限公司	AAA	

跟踪评级时间：2015 年 7 月 16 日

分析师

李小建 赵楠 唐岩

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

受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，2014 年以来，中小企业发展形势严峻。2015 年国内经济下行压力将继续加大，中小企业面临的困难更加严峻。同时，国家和地方政府对中小企业的扶持政策持续推出，缓解中小企业发展困境。

跟踪期内，联合资信对“13 青岛 SMECN1”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）。跟踪期内，青岛天时海洋石油装备有限公司（以下简称“天时海洋”）得益于泥浆泵销量大幅增长和钻井包集中完工，收入、利润保持增长，盈利能力增强，整体抗风险能力有所提升，联合资信维持天时海洋主体长期信用等级为 BB⁺，评级展望为稳定；青岛康泰集团有限公司（以下简称“康泰集团”）营业收入和利润小幅增长，盈利能力有所提升，但债务规模进一步增长，债务负担有所加重，联合资信维持康泰集团主体长期信用等级为 BB，评级展望为稳定；青岛三特电器集团有限公司（以下简称“青岛三特”）受银行抽贷、供应商调整供货结算方式影响，青岛三特营运资金压力凸显，主要产品产销量下降，使得收入利润大幅下降，经营活动现金流表现为净流出，整体抗风险能力下滑，联合资信将青岛三特主体长期信用等级由列入下调信用评级观察名单调整为 BB，评级展望为负面。

本期集合票据由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，担保实力很强，其担保对本期集合票据的信用水平提升作用大。

综合考虑，“13 青岛 SMECN1”不能按期

¹ 在 2014 年 7 月 30 日出具的《山东省青岛市 2013 年度第一期中小企业集合票据跟踪评级报告》中，青岛三特电器集团有限公司主体长期信用等级为 BBB⁻，评级展望为稳定，根据 2015 年 3 月 23 日出具的《联合资信评估有限公司关于将青岛三特电器集团有限公司列入下调信用评级观察名单的公告》，联合资信将青岛三特列入下调信用评级观察名单。

还本付息的风险极低，联合资信维持“13 青岛 SMECN1”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，青岛市经济仍保持了平稳增长，为中小企业经营提供了有力支持。
2. 中债增进公司担保实力很强，其担保对本期集合票据信用水平提升作用大。

关注

1. 受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，2014年以来，中小企业发展形势严峻。2015年国内经济下行压力将继续加大，中小企业面临的困难更加严峻。
2. 跟踪期内，受银行抽贷、供应商调整供货结算方式影响，青岛三特营运资金压力凸显，主要产品产销量下降，使得收入利润大幅下降，经营活动现金流表现为净流出，整体抗风险能力下滑。

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）与山东省青岛市 2013 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《关于山东省青岛市 2013 年度第一期中小企业集合票据的跟踪评级安排》进行本次定期跟踪评级。

二、本期集合票据基本情况

“13 青岛 SMECN1”于 2013 年 1 月 25 日发行，发行总额为人民币 1.20 亿元，集合票据发行人和发行额度见表 1。“13 青岛 SMECN1”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”的模式联合发行。“13 青岛 SMECN1”期限为 3 年，采用固定利率支付方式付息。还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。各联合发行人仅负责偿还各自“13 青岛 SMECN1”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“13 青岛 SMECN1”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。

“13 青岛 SMECN1”2014~2015 年度利息已于 2015 年 1 月 25 日支付。

表 1 “13 青岛 SMECN1”发行人及发债额度

债券发行人		发债额度（万元）
1	青岛天时海洋石油装备有限公司	4000
2	青岛康泰集团有限公司	2000
3	青岛三特电器有限公司	6000
合计		12000

资料来源：联合资信整理

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）就“13 青岛 SMECN1”存续期限内发行人应偿付的 1.2 亿元本金及其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

三、宏观经济与政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平

稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货

币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 中小企业发展概况

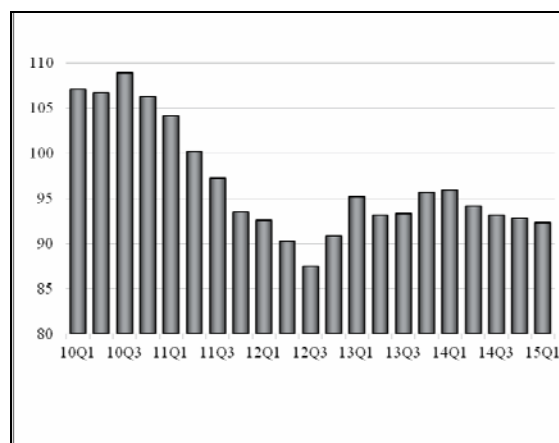
中小微企业作为市场经济的主体，是推动中国经济转型、提质增效的中坚力量。中小企业创造了我国 80% 以上的社会就业，60% 的 GDP，50% 的税收，专利申请数和发明专利拥有数的比例也高达 50%。截至 2015 年 2 月，全国登记注册的中小微企业已超过 1850 万户。

2014 年，国内经济下行压力加大，中小企业发展面临诸多困难和不确定因素，制约中小企业发展的融资难融资贵、税费负担重、生产成本上升、市场需求空间紧缩、招聘技工难、留住人才难等问题仍未改善，加上企业自身的

创新能力不强，管理水平不够高，中小微企业经营发展形势严峻。2014 年一季度，中国中小企业发展指数为 95.9，基本与 2013 年底持平，略有上升，此后，逐季下行至四季度的 92.8。

2015 年一季度，中国中小企业发展指数为 92.3，较 2014 年四季度下降 0.5 点，延续下降趋势。在当前经济下行压力加大情况下，中小企业发展指数短期回升的难度不小。

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

总体看，受国内经济下行压力加大，以及中小企业自身制约因素的影响，2014 年以来，中小企业发展形势严峻。2015 年国内经济下行压力将继续加大，中小企业面临的困难更加严峻。

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。

2013 年 12 月 31 日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、财政部、人力资源和社会保障部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银行业监督管理委员会联合发布《关于促进劳动密集型中小企业健康发展的指导意见》（工信部联企业〔2013〕542 号），《意见》提出，把轻工、纺织、机械、电子、批发和零售业、住宿和餐饮业、居民服务业、养老服务业以及现代服务业等行业中百万元固定资产就业人数 13 人以上（含 13 人）、人

均年营业收入45万元以下（含45万元）的中小企业作为当前引导扶持的重点，努力营造良好的政策环境和社会氛围，促进劳动密集型中小企业转型升级和健康发展；同时提出了8项政策措施。

2014年4月，税务总局发布《关于扩大小型微利企业减半征收企业所得税范围有关问题的公告》（国家税务总局公告2014年第23号），将核定征收小微企业纳入享受所得税优惠征税范围，明确了小微企业减半征税管理方式、预缴办法、汇算清缴、政策衔接等内容。

2014年9月，财政部和税务总局印发《关于进一步支持小微企业的增值税和营业税政策的通知》（财税〔2014〕71号），规定自2014年10月1日至2015年12月31日，对月销售额2万元至3万元的增值税小规模纳税人和营业税纳税人，暂免征收增值税和营业税，政策范围涵盖小微企业、个体工商户和其他个人。出台这一政策，彰显了国务院在当前经济形势下稳增长、促就业、保民生的决心。

2014年12月，财政部和国家税务总局出台《关于对小微企业免征有关政府性基金的通知》（财税〔2014〕122号），进一步加大对小微企业的扶持力度，自2015年1月1日起至2017年12月31日，对按月纳税的月销售额或营业额不超过3万元（含3万元），以及按季纳税的季度销售额或营业额不超过9万元（含9万元）的缴纳义务人，免征教育费附加、地方教育附加、水利建设基金、文化事业建设费；自工商登记注册之日起3年内，对安排残疾人就业未达到规定比例、在职职工总数20人以下（含20人）的小微企业，免征残疾人就业保障金。

总体看，为了应对当前严峻的经济环境，缓解中小企业发展困境，中国政府出台了一系列政策，保证中小企业健康发展。

3. 区域经济发展概况

青岛市经济运行情况

2014年，青岛市2014年全市生产总值

8692.1亿元，按可比价格计算，增长8.0%。其中，第一产业增加值362.6亿元，增长3.9%；第二产业增加值3882.4亿元，增长8.4%；第三产业增加值4447.1亿元，增长7.9%。三次产业比例为4.2:44.6:51.2。人均GDP达到96524元。民营经济增加值3323.4亿元，增长8.3%。

2014年，青岛市全年财政总收入实现2800.4亿元，增长8.5%；一般公共预算收入895.2亿元，增长13.5%；一般公共预算支出1074.7亿元，增长6.0%。全年国税系统组织税收收入（含海关代征）1340.1亿元，增长0.6%；其中，国内税收691.4亿元，增长8.3%。地税税收收入599.0亿元，增长12.7%。

2014年，青岛市全年居民消费价格比上年上涨2.6%，其中，食品价格上涨4.4%。全年工业生产者出厂价格下降0.8%，工业生产者购进价格下降2.6%。12月份市区新建住宅价格同比下降6.2%；二手住宅价格同比下降5.2%。

2014年，青岛市全年全部工业完成增加值3419.8亿元，增长8.3%。全年规模以上工业4603家，实现增加值增长9.4%。按轻重工业分，重工业增长11.3%，轻工业增长6.6%；按类型分，国有控股企业增长5.1%，集体企业增长10.7%，股份制企业增长9.6%，外商及港澳台商投资企业增长9.3%。全年规模以上工业企业完成工业总产值16761亿元，增长9.6%。其中，高新技术产业产值增长16.7%，占比为40.7%，较年初提高0.8个百分点；十条工业千亿级产业链产值增长10.2%，占比为75.3%；规模以上工业战略性新兴产业产值增长20.2%。

2014年，青岛市全市固定资产投资（包括城镇、农村500万元以上投资项目）5766亿元，增长16.1%。其中，第一产业投资104.7亿元，增长11.4%；第二产业投资2817.9亿元，增长16%；第三产业投资2843.4亿元，增长16.4%。

区域政策环境

近年来，青岛市在政策上对中小企业发展进行大力支持。青岛市对金融机构新增小微企业信用贷款和质押贷款，按2%的比例承诺风险补

偿；对保证贷款和抵押贷款同比多增部分，按 1.5% 的比例承诺风险补偿。

为进一步缓解青岛市中小企业融资难、融资贵问题，青岛市委、市政府 2014 年 10 月出台《关于加强民营经济发展的意见》（青发〔2014〕16 号），在推进投资创业便利化、加大金融支持力度、落实用工用地优惠政策、完善服务保障机制等方面提出指导意见，用以实现民营经济发展环境明显改善，市场主体活力明显增强，经济规模明显扩大，质量效益明显提高，对转方式、调结构形成重要推动，在支撑增长、促进创新、扩大就业等方面发挥重要作用。到 2017 年底，全市私营企业达到 30 万户以上、年均增长 15% 左右，个体和私营企业从业人员达到 300 万人以上、年均增长 8% 左右。

2014 年，为缓解中小企业融资难、融资贵问题，青岛市经济信息化委根据中小企业发展现状，以解决企业抵押难、渠道少、成本高等问题为突破口，通过搭平台、建体系、拓渠道、出政策、强服务，中小企业多方式融资工作取得明显成效。1-11 月份，担保、还贷周转等各类政策性措施帮助 3700 家（次）中小企业解决融资 280.27 亿元。

总体看，跟踪期内，青岛市经济稳定增长，中小企业外部发展环境良好。同时，青岛市一系列中小企业发展促进措施及政策的颁布实施，为中小企业健康发展提供了稳定助力。

五、发行人主体长期信用

表 2 “13 青岛 SMECN1” 发行人主体长期信用等级

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
青岛天时海洋石油装备有限公司	BB ⁺ /稳定	BB ⁺ /稳定
青岛康泰集团有限公司	BB/稳定	BB/稳定
青岛三特电器有限公司	列入下调信用评级观察名单	BB/负面

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，联合资信对“13 青岛 SMECN1”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）。跟踪期内，青岛天时海洋石油装备有限公司得益于泥浆泵销量大幅增长和钻井包集中完工，收入、利润保持增长，盈利能力增强，整体抗风险能力有所提升，联合资信维持天时海洋主体长期信用等级为 BB⁺，评级展望为稳定；青岛康泰集团有限公司，营业收入和利润小幅增长，盈利能力有所提升，但债务规模进一步增长，债务负担有所加重，联合资信维持康泰集团主体长期信用等级为 BB，评级展望为稳定；青岛三特电器集团有限公司（以下简称“青岛三特”）受银行抽贷、供应商调整供货结算方式影响，青岛三特营运资金压力凸显，主要产品产销量下降，使得收入利润大幅下降，经营活动现金流表现为净流出，整体抗风险能力下滑，联合资信将青岛三特主体长期信用等级由列入下调信用评级观察名单调整为 BB，评级展望为负面。

1. 青岛三特电器集团有限公司

（1）主体概况

青岛三特电器集团有限公司系济南小鸭家用冷冻设备有限公司（以下简称“济南小鸭冷冻”）的延伸。济南小鸭冷冻于 2006 年 9 月 30 日成立于山东省济南市，系自然人修相鹏重组和并购山东小鸭集团有限责任公司下属的冷柜设备制造业务后成立的。由于济南小鸭冷冻于 2008 年中标“家电下乡”及国内国外业务的拓展，原有的厂房和设施不能满足订单需求。2009 年 11 月 4 日，济南小鸭冷冻在青岛即墨经济开发区成立生产基地，即青岛三特电器有限公司，2013 年 7 月更名为青岛三特电器集团有限公司（以下简称“青岛三特”）。目前青岛三特为小鸭系列冷柜的唯一生产制造商，济南小鸭冷冻处于关停并转的状态。青岛三特初始注册资金为 300 万元，股东为自然人修相鹏和王峰；其中，修相鹏出资 156 万元，占注册资本的 52%，王峰出资 144 万元，占注册资本的 48%，修相鹏为王峰的姐夫。2010 年 8 月 20 日，青岛三

特增加注册资本 1500 万元，其中，股东修相鹏增加 780 万元、王峰增加 720 万元，并经北京红日会计师事务所有限责任公司山东分所于 2010 年 8 月 20 日出具的“鲁红日内验字【2010】第 05-Y0413 号”验资报告验证。变更后青岛三特注册资本为人民币 1800 万元，其中修相鹏出资 936 万元，占注册资本的 52%，王峰出资 864 万元，占注册资本的 48%。青岛三特实际控制人为修相鹏。

青岛三特经营范围为：制售家电、商用电器及配件，货物进出口，技术进出口。

截至 2015 年 3 月底，青岛三特本部设生产部、工艺部、财务部、审计部、综合部、采购部、品管部、开发部、售后服务部、业务部、物流储运部、市场策划部、成品仓储部、呼叫中心、销售部和外贸部等 16 个职能部门；青岛三特下设蒸发器车间、钣金车间、喷粉车间、总装车间、立展车间和异型柜车间等 6 个生产部门；截至 2015 年 3 月底，纳入青岛三特合并范围的有 3 家子公司：青岛三特科技有限公司（以下简称“三特科技”）、青岛冰冰电器有限公司（以下简称“冰冰电器”）和青岛三瑞特国际有限公司。

截至 2014 年底，青岛三特（合并）资产总额 12.23 亿元，所有者权益 5.62 亿元；2013 年青岛三特实现营业收入 9.97 亿元，利润总额 0.67 亿元。

截至 2015 年 3 月底，青岛三特（合并）资产总额 10.55 亿元，所有者权益 5.12 亿元；2015 年 1~3 月，青岛三特实现营业收入 0.73 亿元，利润总额 0.05 亿元。

青岛三特注册地址：青岛即墨市城霞路 2 号；法定代表人：修相鹏。

（2）管理分析

跟踪期间，青岛三特无重大管理体制、股权结构、领导层或管理制度方面的变化。

（3）经营分析

2014 年，青岛三特实现主营业务收入 9.73 亿元，较 2013 年下降 15.86%，主要是自 2014 年 2 季度（尤其是 9 月份）以来，青岛三特受多家银行抽贷、上游上游供应商对公司的信用政策发生变化（原先可以一定规模信用押款的，现在需要预付款或现货交易），导致营运资金压力上升，家用冰柜产品产量下降，同时当期产品销售价格下降所致。2014 年商用冷柜产品实现收入 2.54 亿元，同比下降 3.05%；2014 年，青岛三特家用冷柜产品实现收入 5.06 亿元，同比下降 18.12%，从而导致青岛三特主营业务收入下降至 9.73 亿元，同比下降 15.90%，家用冷柜产品收入占比有所下降，但仍是青岛三特第一大收入来源，占主营业务收入比重为 51.95%；不锈钢厨具冷柜产品收入同比下降 22.74%，实现收入 2.14 亿元。

从产品毛利率来看，受人工成本增长，产品价格下降等因素综合影响，跟踪期内青岛三特主营业务毛利率下降，2014 年降至 13.83%，同比下降 1.85 个百分点。其中，家用冷柜的毛利率受家电行业竞争影响，水平依旧较低，由 2013 年的 11.98%下降至 10.42%；商用冷柜和不锈钢厨具冷柜毛利率均不同程度下滑，分别下滑至 17.77%和 21.68%。

2015 年 1~3 月，公司营运资金压力进一步加大，产量大幅下降，青岛三特主营业务实现收入 0.73 亿元，同比大幅下降 73.18%；在营运资金紧缺情况下，公司调整产品结构，将资金使用在毛利率水平较高的商用冰柜生产，使得当期毛利率水平提升至 16.92%。

表 3 2013~2015 年 3 月青岛三特主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
家用冷柜	61790.79	11.98	50559.68	10.42	3167.31	10.25
商用冷柜	26203.12	23.88	25387.79	17.77	2212.24	18.97
不锈钢厨具冰柜	27674.99	28.17	21379.71	21.68	1915.08	25.73

合计	115668.90	15.68	97327.18	13.83	7294.63	16.92
----	-----------	-------	----------	-------	---------	-------

资料来源：青岛三特提供

原材料采购方面，青岛三特生产成本构成中，压缩机、钢板、发泡料和铝板等，合计约占总成本 60%左右；人工费、能源（水、电、气）费用约占总成本 10%左右；门衬、门封条、柜口和电源线等约占总成本的 30%左右。跟踪期内，原材料采购量较 2013 年有所下降。2014 年，青岛三特采购压缩机 74 万台，同比下降 7.50%。钢板、铝板、黑料和白料等原材料采购

量分别下降 17.78%、7.50%、8.82%和 6.67%。同期，压缩机、钢板、铝板等原材料价格均下降，2014 年，青岛三特采购的压缩机平均价格为 140 元/台。2015 年 1~3 月，随着运营资金压力上升，公司原材料采购量进一步下降，同期压缩机、钢板和铝板等主要原材料价格也呈不同程度下降。

表 4 2013-2015 年 3 月青岛三特原材料采购情况

主要原材料 名称	采购量（吨、万台）			采购价格(元/吨、台)		
	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
压缩机	80	74	5	160	140	110
钢板	18000	14800	1125	6250	5500	4500
铝板	8000	7400	5000	22000	21000	20500
黑料	3400	3100	220	19500	16500	14500
白料	3000	2800	180	16500	15000	13500

资料来源：青岛三特提供

生产方面，2014 年青岛三特生产家用冷柜 55 万台、商用冷柜 15.5 万台和不锈钢厨具冷柜 6.8 万台，家用冷柜和不锈钢厨具冷柜分别同比下降 8.33%和 17.07%，商用冷柜小幅增长 3.33%。2014 年，青岛三特分别销售上述三种产品 53 万台、14.5 万台和 6.5 万台。2014 年青岛三特三种产品产销率分别为 96.36%、

93.55%和 95.59%。

2015 年一季度，青岛三特生产家用冷柜 4 万台、商用冷柜 1.66 万台和不锈钢厨具冷柜 0.8 万台，分别为 2014 年全年的 7.27%、10.71%和 11.76%；当期实现三种产品销量分别为 3.33 万台、1.26 万台和 0.63 万台，分别为 2014 年全年的 6.28%、8.69%和 9.69%。

表 5 2013~2015 年 3 月青岛三特主要产品产销情况

主要产品 名称	产量（万台）			销量（万台）		
	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
家用冷柜	60.00	55.00	4.00	58.00	53.00	3.33
商用冷柜	15.00	15.50	1.66	14.00	14.50	1.26
不锈钢厨具冷柜	8.20	6.80	0.80	7.90	6.50	0.63

资料来源：青岛三特提供

销售价格方面，2014年，青岛三特三种产品销售平均价格较2013年均不同程度下降。2015年1~3月，家用冰柜和商用冰柜销售价格基本保持稳定，不锈钢厨具冷柜销售价格进一步下降。（详见下表）

表6 2013~2015年3月青岛三特产品销售价格情况

（单位：元/台）

	2013年	2014年	2015年1-3月
家用冷柜	1050	950	950
商用冷柜	1850	1750	1750
不锈钢厨具冷柜	3500	3250	3000

资料来源：青岛三特提供

总体看，跟踪期内，受银行抽贷及上游供应商对公司调整供货结算方式（由原来的具备一定提货授信到全款提货）影响，公司营运资金压力进一步加大，对公司生产经营产生较大影响。

（4）财务分析

青岛三特提供的2014年财务报表经北京中诚恒平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。2014年，公司财务报表合并范围与2013年相比无变化。2015年一季报财务数据未经审计。

① 盈利能力

2014年，青岛三特实现营业收入9.97亿元，较2013年下降13.80%，主要是自2014年2季度（尤其是9月份）以来，青岛三特受多家银行抽贷影响，导致营运资金压力上升，家用冰柜产品产量下降，同时当期主要产品销售价格下降所致。同期，青岛三特营业成本8.59亿元，较上年下降11.91%，降幅小于营业收入同期降幅。

2014年，青岛三特期间费用为0.69亿元，同比下降21.59%，期间费用占营业收入的比重由上年的7.57%降至6.96%，青岛三特期间费用控制能力较好。

2014年，青岛三特实现利润总额0.67亿元

和净利润0.50亿元，分别同比下降28.94%和28.94%。

从盈利指标来看，2014年青島三特营业利润率为13.79%，较上年下降1.88个百分点；受利润总额的大幅下降影响，青岛三特总资产收益率和净资产收益率分别下降至6.72%和8.90%。

2015年1~3月，青岛三特实现营业收入0.73亿元，较上年同期大幅下降75.32%；实现利润总额0.05亿元，同比下降72.29%，营业利润率有所上升，为16.92%，主要是公司调整产品结构所致。

总体看，跟踪期内，受产品产量下降以及销售价格下降影响，青岛三特收入规模大幅下滑，盈利能力大幅削弱。

② 现金流及保障

经营活动方面，2014年，公司经营活动现金流入量为12.37亿元，较2013年下降9.33%，同期，经营活动现金流出13.58亿元，较2013年下降3.96%，其中公司支付其他与经营活动有关的现金主要是往来拆借款。2014年，公司经营活动产生的现金流净额为-1.20亿元。收入实现质量方面，2014年公司现金收入比为124.05%，较上年提高6.13个百分点。

投资活动方面，2014年公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出为0.08亿元，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金，主要为厂房及生产线建设支出，规模较小；投资活动产生的现金流量净额为-0.08亿元。

筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入和流出分别3.45亿元和2.40亿元，主要为取得借款、发行中小私募债收到的现金和偿还债务支付的现金，筹资活动产生的现金流量净额为1.05亿元。

2015年1~3月，经营活动产生的现金流量净额为-0.34亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.01亿元；筹资活动产生的现金流量净额为0.21亿元。

总体看，跟踪期内，受上游供应商对公司

调整供货回款政策影响，公司经营活动现金流表现为净流出，公司运营资金压力凸显。

③ 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，青岛三特资产总额 12.23 亿元，较 2013 年底增长 16.16%，其中，流动资产占 64.57%，非流动资产占 35.43%。

青岛三特资产总额的增长主要来自于应收账款和其他应收款的增长。

截至2014年底，青岛三特应收账款2.05亿元，同比增长26.12%。欠款集中度方面，前五名合计欠款0.31亿元，占应收账款总额的14.79%。账龄方面，账龄一年以内1.91亿元，占93.48%；1-2年0.13亿元，占6.52%。由于账龄较短，青岛三特未计提坏账准备。

截至2014年底，青岛三特其他应收款3.51亿元，同比增长77.41%，主要由于青岛三特往来款项增加所致。其中青岛三湖鞋业有限公司（为同一股东控制的关联方）应收款1.11亿元，占比31.50%。账龄方面，账龄1年以内占比53.45%，1年以上占比46.55%，青岛三特未计提坏账准备。其他应收款金额较大，对青岛三特货币资金形成较大占用。

截至2014年底，青岛三特存货账面余额1.66亿元，同比下降7.12%，主要由原材料、库存商品和在产品构成。青岛三特未计提存货跌价准备，存在一定跌价风险。

截至2014年底，青岛三特固定资产账面原值1.86亿元，主要为房屋建筑和机器设备，累计折旧0.48亿元，账面净值1.39亿元。

截至2014年底，青岛三特投资性房地产2.80亿元，与上年保持一致。

截至 2015 年 3 月底，青岛三特资产总额为 10.55 亿元，较 2014 年底下降 13.79%，主要由于青岛三特预付款项及其他应收款减少所致。其中流动资产占 59.35%，非流动资产占 40.65%。资产构成变化不大。

跟踪期内，青岛三特资产规模有所波动，流动资产中应收账款、存货及其他应收款占比

较高，对青岛三特流动性形成一定影响。总体看，青岛三特资产质量一般，流动性一般。

所有者权益

截至2014年底，青岛三特所有者权益合计为5.62亿元，同比增长9.77%，主要是未分配利润增长所致。归属于母公司所有者权益主要构成为实收资本（占3.55%）、资本公积（占45.75%）和未分配利润（占50.71%）。

截至 2015 年 3 月底，青岛三特所有者权益合计 5.12 亿元，较 2014 年底下降 8.89%，主要是少数股东权益下降所致。

总体看，青岛三特所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2014 年底，青岛三特负债总额为 6.61 亿元，较 2013 年底增长 22.21%，主要是当期发行中小私募募集资金 1.30 亿元所致，其中流动负债占 71.25%，非流动负债占 28.75%。

流动负债方面，截至 2014 年底，青岛三特流动负债 4.71 亿元，主要由短期借款（占 38.44%）、应付票据（占 6.16%）、应付账款（占 35.25%）及其他应付款（占 6.59%）构成。

非流动负债方面，截至 2014 年底，青岛三特非流动负债 1.90 亿元，为 2013 年发行的中小企业集合票据（0.60 亿元）和 2014 年发行的中小私募债（1.30 亿元）。

截至 2014 年底，青岛三特全部债务总额为 4.00 亿元，同比增长 43.37%。其中短期债务为 2.10 亿元，长期债务 1.90 亿元。截至 2015 年 3 月底，青岛三特有息债务 4.21 亿元，其中短期负债 2.31 亿元，长期债务 1.90 亿元。

从债务指标看，截至2014年底，青岛三特资产负债率和全部债务资本化比率均有所增长，分别由2013年的51.35%和35.26%上升至2014年的54.03%和41.56%。截至2015年3月底，青岛三特资产负债率有所下降，降至51.41%。全部债务资本化比率较上年底有所增长，升至45.10%。

总体看，跟踪期内，青岛三特有息债务规模保持增长，债务负担有所上升。

④ 偿债能力

截至 2014 年底,青岛三特流动比率和速动比率分别为 167.74%和 132.49%,与 2013 年底相比两项指标均有小幅上升。2015 年 3 月底,青岛三特两项指标进一步提升至 177.71%和 135.02%。2014 年青岛三特经营现金流动负债比为-25.40%。总体看,青岛三特短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看,青岛三特 2014 年 EBITDA 为 0.94 亿元,较上年下降 22.06%,主要是由于利润总额下降所致。2014 年,EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 6.45 倍和 4.23 倍。总体看,青岛三特长期偿债能力一般。

⑤ 存续期债券保障能力分析

青岛三特于 2013 年 1 月 23 日参与发行了总金额为 1.20 亿元,期限为 3 年的中小企业集合票据(“13 青岛 SMECN1”),其中青岛三特发行 6000 万元(以下简称“存续债券”)。

截至 2014 年底,青岛三特现金类资产为 0.12 亿元,为存续债券的 0.20 倍;截至 2015 年 3 月底,青岛三特现金类资产为 48.29 万元,对存续债券不具保障能力;现金类资产对存续债券的保障能力差。2014 年青岛三特实现 EBITDA 0.94 亿元,为存续债券的 1.57 倍,EBITDA 对存续债券的保障能力一般;2014 年青岛三特经营活动现金流入量为 12.39 亿元,为存续债券的 20.66 倍,经营活动现金流入量对存续债券的保障能力好。2014 年青岛三特经营活动现金流量净额为 -1.28 万元,对存续债券不具保障能力。

根据公司 2014 年度审计报告,截至 2014 年底,公司无对外担保等重大或有事项。

截至 2015 年 3 月底,青岛三特共获得银行授信额度 2.01 亿元,额度已全部使用,青岛三特间接融资渠道有待拓宽。

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(报告编号为: B201404290030638179),截至 2015 年 5 月 28 日,青岛三特已结清信贷信息中有 8 笔为垫款(规模 3998.98 万元),1 笔为关注类

贷款;未结清信贷信息中有 1 笔为关注类贷款(余额 3999.00 万元),欠息贷款 1 笔(余额 52.68 万元)。

⑥ 抗风险能力

跟踪期内,受银行抽贷、供应商调整供货结算方式影响,青岛三特营运资金压力凸显,主要产品产销量下降,使得收入和利润大幅下降。基于以上分析,联合资信认为,青岛三特整体抗风险能力下降。

(5) 结论

综合考虑,联合资信将青岛三特主体长期信用等级由列入下调信用评级观察名单调整为 BB,评级展望为负面。

2. 青岛康泰集团有限公司

(1) 主体概况

青岛康泰集团有限公司(以下简称“康泰集团”)前身为青岛康泰实业有限公司,成立于 1998 年,注册资本 300 万元,由史贵礼和史贵强各出资 150 万元,经即墨市工商行政管理局批准成立。2005 年,康泰集团名称变更为青岛康泰集团有限公司。截至 2015 年 3 月底,康泰集团注册资本为 7000 万元,史贵礼和史贵强分别投资 3500 万元,各占 50%。

康泰集团经营范围为以自有资金对外投资。康泰集团下设行政中心、财务中心、人力资源部、营销中心、研发中心、发展规划部共 6 个职能部门。截至 2014 年底,康泰集团拥有 4 家子公司,分别为青岛康泰重工机械有限公司(以下简称“康泰重工”,注册资本 2000 万元)、青岛康泰集团铝业有限公司(以下简称“康泰铝业”,注册资本 1000 万元)、青岛康泰门窗工程有限公司(以下简称“康泰门窗”,注册资本 200 万元)、青岛康泰机械设备制造有限公司(以下简称“康泰机械”,注册资本 500 万元)。

康泰集团注册地址:山东省青岛市即墨市通济办事处天山一路 168 号;康泰集团法定代表人:史贵礼。

(2) 管理分析

跟踪期间，康泰集团无重大管理体制、股权结构、领导层及管理制度方面的变化。

(3) 经营分析

①经营概况

康泰集团的主营业务为生产和销售压力容器和铝型材以及门窗销售。2014年，康泰集团实现营业收入1.63亿元，由于铝型材销量大幅提升，公司营业收入较2013年有所增长。

从收入构成上看，跟踪期内，压力容器及铝型材仍是康泰集团销售收入的主要来源，2014年由于压力容器产品需求下降以及产品结构调整，收入有所下降，压力容器收入占比下降至32.82%，由于铝型材新厂产能逐步释放，销量大幅提升，其收入大幅提升，铝型材收入占比大幅提升至53.38%。从毛利率上看，由于

行业准入的原因，康泰集团压力容器的毛利率较高，由于只生产中高档铝型材，因此铝型材板块的毛利率也较高。2014年由于公司主要生产毛利相对较高的大型压力容器设备，压力容器业务毛利率上升至30.26%，同期，由于产品价格下跌，铝型材的毛利率有所下降，2014年为24.37%。门窗销售方面，由于公司调整产品结构，主要生产中高档门窗，因此其收入较上年大幅下降，但毛利率大幅提升。

2015年1~3月，康泰集团实现营业收入4284.92万元，为2014年的26.27%，同比增长18.75%，铝型材的营业收入占比为55.35%，占比进一步增大，所以其主营业务收入占比上升至9.70%。毛利率上看，压力容器和铝型材毛利率有所波动，分别为32.02%和20.02%。

表7 康泰集团主营业务收入分布（单位：万元、%）

项目	主营业务收入				占比				毛利率			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
压力容器	7979.74	6323.36	5354.14	1497.37	56.39	45.01	32.82	34.95	35.00	26.00	30.26	32.02
铝型材	4693.88	5582.82	8707.68	2371.90	33.17	39.74	53.38	55.35	26.00	28.00	24.37	20.02
门窗销售	1477.32	2002.63	1239.94	415.65	10.44	14.26	7.60	9.70	7.50	8.00	18.06	13.01
其他	--	139.38	1011.41	--	--	0.99	6.20	--	--	--	49.44	--
合 计	14150.94	14048.19	16313.17	4284.92	100.00	100.00	100.00	100.00	29.14	23.97	27.38	23.53

资料来源：康泰集团提供

②压力容器业务

跟踪期内，康泰集团压力容器业务主要受需求下降以及产品结构调整的影响，收入下降，2014年为5354.14万元，较上年下降15.33%，康泰集团采取以销定产的方式进行生产，康泰集团一般在每年5月份前就已经将全年订单接满（由于客户收货时间延时，因此2014年销量小于产量）。

2013年开始由于统计口径的变化（康泰集团自2013年起按台统计，之前是按套统计），2014年康泰集团产品结构进行调整，大型产品增加，全年压力容器的产量为189台。2015年1~3

月，生产和销售分别分别为41台和30台。

表8 康泰集团压力容器产销情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
产量	82 套	299 台	189 台	41 台
销量	82 套	299 台	164 台	30 台

资料来源：康泰集团提供

康泰集团采取以销定产的方式进行生产，压力容器销售货款的结算方式一般为 3-3-3-1，即签合同同时客户预付 30%的定金，康泰集团将主料采购回来后客户支付 30%进度款，客户提

货时再付 30%货款，剩下 10%作为质保金。以目前的结算方式看，康泰集团压力容器业务资金回笼较快，资金压力较小。

压力容器的主要客户集中在钢铁行业。康泰集团与上海宝钢集团公司、北京首钢股份有限公司、山西太钢不锈钢钢管有限公司等大型钢铁公司保持着良好的合作关系。康泰集团压力容器产品曾在宝钢二期工程、首钢曹妃甸 300 吨转炉汽化蒸汽系统、山东鲁西化工 36-60 吨项目等一些重大项目中得以应用。

康泰集团下属子公司所需原材料区别较大，因此，原材料采购工作由子公司独立完成。钢材的采购工作由子公司康泰重工进行。在采购中，一般选择不低于三家的供货商，对于供应商提供的原材料质量、价格、送货及时性及服务质量进行评价、筛选后选择一家供应商进行采购。与供应商的付款方式为预付款订货（约 10%），余款货到付款。

跟踪期内，钢材的采购单价较 2013 年有所下降，2014 年采购价格为 5000 元/吨。同时受公司产品结构调整的影响，采购量有所下降。2015 年 1~3 月，采购价格保持 5000 元/吨，由于清库存，采购量仅为 600 吨。

表 9 康泰集团钢材采购情况

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
采购量（吨）	7000	4285	4000	600
价格（元/吨）	5300	5200	5000	5000
总金额（万元）	3710	2228	2000	300

资料来源：康泰集团提供

康泰集团钢材的前五大供应商分别为青岛康泰金属材料有限公司、山西太钢不锈钢股份有限公司、山西太钢不锈钢钢管有限公司、河南宏德钢铁有限公司、河南舞阳钢铁有限公司，前五大钢材供应商的供应量占全部钢材采购量的 90%。

③铝型材业务

康泰集团铝型材业务主要由其下属子公司康泰铝业经营。跟踪期内，由于铝型材销量提升，康泰集团的铝型材业务销售额大幅增长，

其销售收入在营业收入中占比也大幅上升。2014 年康泰集团铝型材业务实现收入 8707.68 万元，占主营收入比重为 53.38%。2015 年 1~3 月实现铝型材业务收入 2371.90 万元，占主营业务收入比重 55.35%。

从销售方式看，铝型材直销比例为 60%，其余为经销商代理销售，且代理销售比例逐年扩大。在经销商管理方面，康泰集团通常选择销量大、信誉好的代理商进行销售，且给予经销商一定的优惠政策：首次销售时赊销 10-20 吨（价值 30 万元左右）铝型材；销售价格比直销价格平均低 300 元；每季度康泰集团依据各代理商销售量情况进行返利，返利金额计入当期销售费用。

表 10 康泰集团铝型材产销情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产能（吨）	5000	8000	8000	2000
产量（吨）	2200	5000	6000	1500
平均售价（万元/吨）	1.97	2.10	2.00	2.00
销量（吨）	2382.68	2658.49	4000.00	1190.00
销售额（万元）	4693.88	5582.82	8707.00	2372.00

资料来源：康泰集团提供

中国铝型材行业规模近年来不断扩大，康泰集团因此扩大了产能。跟踪期内，随着康泰集团铝型材新建产能的逐步释放，产量大幅提升。康泰集团采取以销定产的生产方式，有效的降低了经营风险。由于原材料价格下降，康泰集团铝型材产品跟踪期内售价较 2013 年有所下降，为 2 万元/吨。

康泰集团铝型材销售货款结算方面，签订合同后预先收取客户 15% 的订金，生产结束后收取其余费用，款到发货。康泰集团销售货款的结算方式有益于资金回笼。

康泰集团与茌平县国信铝业有限公司、恒通铝业有限公司、深圳市方正铝业有限公司等一些规模较大的铝材企业保持着良好的合作关

系。康泰集团铝型材产品在青岛宝龙城市广场、青岛绿城、青岛崂山一中、城阳百通香溪等几十个标志性项目工程中得以应用。由于铝型材重量轻，在长距离运输的情况下，运输费用在成本中占比较大。因此康泰集团的铝型材主要销售区域为山东省内，在区域内较具优势。

康泰集团铝型材生产的主要原材料为铝棒，铝棒支出占铝型材成本的70%。2014年康泰集团铝棒采购价格有所下降，为14000元/吨，采购量随着铝型材业务规模的扩大而大幅增长。2015年1~3月，铝棒采购保持14000元/吨，受清库存以及春季休假影响，铝棒的采购量下滑。

表 11 康泰集团铝棒采购情况（吨、元/吨、万元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
采购量	3000	6000	7000	1500
价格	14200	15000	14000	14000
总金额	4760	9000	10000	2100

资料来源：康泰集团提供

2013 年，康泰集团铝棒的前五大供应商分别为青岛聚元铝业、茌平县国信铝业、茌平恒通铝业、茌平方正铝业、茌平新大地铝业，前五大供应商的供应量占全部铝棒采购量的85%，供应商集中度较高。

④门窗销售业务

康泰集团门窗销售业务占比较少，毛利率较低，业务就是门窗、玻璃幕墙的制作安装。主要原材料是铝合金型材，玻璃等。其中主材中中高档铝材料由康泰铝业有限公司提供，其占主材供应的50%，淄博裕如中空玻璃厂、山东国强五金科技有限公司、诺托、弗朗克建筑五金（北京）有限公司、青岛沃飞腾钢管有限公司占30%。

⑤在建工程

康泰集团目前在建工程主要为青岛康泰产业园项目，主要为了扩大压力容器业务及铝型材业务的产能。

该项目一期工程主要为扩张康泰铝型材业务产能，已于2012年3月竣工（其中仓库大棚仍在建设中），现已正式投产，康泰铝业已正式迁入，新设备也已安装调试结束，目前产能已经逐步释放。

在建工程方面，康泰产业园二期项目总投资1.00亿元，已投资0.48亿元，二期项目主要用于扩张康泰集团压力容器产能。康泰集团建2个重型车间，包括厂房30000平方米，办公楼8000平方米，以及职工宿舍等配套设施。现已建成厂房15000平方米，办公楼3000平方米。

（4）募集资金使用情况

2013年1月25日，康泰集团参与发行“13青岛 SMECN1”募集资金2000万元，主要用于补充下属企业流动资金，目前已经按照计划使用完毕。

（5）财务分析

康泰集团提供的 2014 年度合并财务报表已经北京中瑞诚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报告。2015 年一季度财务报表未经审计。以下分析以 2014 年审计报告为主，2015 年一季度财务数据为补充。

截至 2014 年底，康泰集团合并资产总额为 47900.22 万元，所有者权益合计为 16276.62 万元（其中少数股东权益 2227.03 万元）。2014 年，康泰集团实现营业收入 16313.17 万元，利润总额 1148.86 万元。

截至 2015 年 3 月底，康泰集团合并资产总额为 47840.41 万元，所有者权益合计为 16408.43 万元（其中少数股东权益 2227.03 万元）。2015 年 1~3 月，康泰集团实现营业收入 4284.92 万元，利润总额 215.22 万元。

①盈利能力

2014 年由于公司铝型材产品产能释放，铝型材收入大幅增长，受此影响，公司实现营业收入 16313.17 万元，较上年增长 16.12%；由于公司产品结构调整，营业利润率较上年有所提升，为 26.84%，2014 年康泰集团实现营业利润 1099.37 万元，较上年增长 18.01%，营业外收入为 56.68 万元，全年实现净利润 840.30 万元，较上年增长 19.57%。

2014 年，受管理费用和财务费用增长的影响，康泰集团的期间费用占营业收入的比重为 20.10%，较上年提升 2.18 个百分点，期间费用占比较高。

从盈利指标上看，受利润增长的影响，康泰集团的总资本收益率和净资产收益率分别为 4.83% 和 5.16%，较上年分别提升 0.27 个和 0.61 个百分点。

2015 年 1~3 月，随着铝型材业务继续扩张，康泰集团的营业收入 4284.92 万元，同比增长 18.75%；营业利润率有所下降，为 22.19%。同期，康泰集团实现净利润 131.75 万元，与上年同期基本持平。

总体看，跟踪期内，康泰集团主营业务收入增长，期间费用对康泰集团利润影响较大，康泰集团整体盈利能力一般。

② 现金流及保障

从经营活动上看，跟踪期内，康泰集团经营活动现金流表现为净流出，为 -2867.81 万元，其中收到与支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款的收付。

从投资活动上看，康泰集团投资活动现金流仍较小，2014 年无投资活动流入，随着新厂区二期建设的逐步完成，投资活动现金流出规模大幅下降，为 745.60 万元，较上年大幅下降。

从筹资活动上看，公司筹资活动现金流入和流出规模均大幅下降，2014 年，筹资活动现金流入为 5098.00 万元，较上年下降 56.35%，全部为银行借款收到的现金；筹资活动现金流出为 1862.04 万元，较上年下降 82.85%，主要是偿还债务支付的现金。

从收入实现质量上看，2014 年康泰集团现金收入比为 109.80%，较上年提升 5.12 个百分点，收入实现质量有所提升。

2015 年 1~3 月，康泰集团经营性活动产生的现金流净额为 521.47 万元，现金收入比提升至 119.77%。无投资活动现金流动，筹资活动现金流量净额为 65.45 元。

总体看，2014 年康泰集团经营活动现金流表现为净流出，随着新厂区建设投入的减少，

未来外部筹资压力降低。

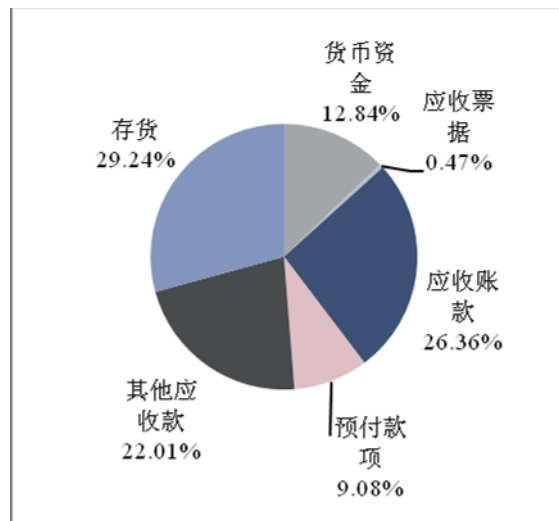
③ 资本及债务结构

截至 2014 年底，康泰集团资产总额为 47900.22 万元，较上年增长 12.66%，其中流动资产占 62.26%，非流动资产占 37.74%，流动资产占比有所增长。

流动资产

截至 2014 年底，康泰集团流动资产为 29821.10 万元，较上年增长 18.83%，其中主要由货币资金（占 12.84%）、应收账款（占 26.36%）、预付款项（占 9.08%）、其他应收款（占 22.01%）和存货（占 29.24%）构成。

图 2 2014 年底康泰集团流动资产构成情况



资料来源：康泰集团审计报告

截至 2014 年底，康泰集团货币资金为 3828.28 万元，较上年下降 8.97%，主要为银行存款（占 70.12%）和其他货币资金（占 26.14%，主要为承兑汇票保证金）。

截至 2014 年底，康泰集团应收账款为 7859.64 万元，较上年增长 30.08%，从账龄上看，1 年内占 72.61%，1~2 年占 19.79%，2~3 年占 6.82%，3 年以上占 0.78%，康泰集团应收账款账龄有明显改善。应收账款前 5 名单位账龄均为 1 年内，占应收账款总额的 28.21%。康泰集团未对应收账款计提坏账准备，应收账款存在一定的回收风险。

截至 2014 年底，康泰集团预付款项为 2708.69 万元，较上年增长 39.44%，主要为预

付原材料采购货款。从账龄上看 1 年以内占 61.77%，1~2 年占 6.37%，2~3 年的占 12.74%，3 年以上的占 19.12%。预付账款的前 5 家单位均为康泰集团的供应商，账龄均为 1 年以内，占有预付账款的 54.22%。

截至 2014 年底，康泰集团其他应收款为 6564.61 万元，较上年增长 62.04%，主要为往来款增长所致。从账龄上看，1 年以内占 81.20%，1~2 年的占 15.48%，2 年以上占比 3.32%。其他应收款前 5 名都是 1 年内应收款项，前 5 名占有其他应收款的 27.30%。总体看，其他应收款账龄较短，康泰集团未对其计提坏账准备，存在一定坏账风险。

截至 2014 年底，康泰集团存货为 8719.87 万元，较上年增长 3.23%，存货主要由原材料（占 52.15%）、库存商品（占 13.39%）和库存商品（占 28.19）构成，康泰集团存货未计提跌价准备。

非流动资产

截至 2014 年底，康泰集团非流动资产为 18079.11 万元，较上年大幅增长 3.77%，主要由固定资产（占 19.05%）、在建工程（占 53.37%）和无形资产（占 27.58%）构成。

截至 2014 年底，康泰集团固定资产为 3443.27 万元，较上年下降 12.69%，主要是原有一些机器设备报废所致。康泰集团在建工程为 9649.50 万元，较上年下降 15.34%，主要是原仓库大棚项目做了报废处理。康泰集团无形资产为 4986.35 万元，较上年增长 139.72%，主要源于土地使用权的增长。

截至 2015 年 3 月底，康泰集团资产总额为 47840.41 万元，基本与 2014 年底持平，其中流动资产占 61.80%，非流动资产占 38.20%。

总体看，跟踪期内，康泰集团资产稳定增长，流动资产占比有所增长，流动资产中应收款项、其他应收款未计提坏账准备，存在一定的坏账风险，存货未计提跌价准备，资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，康泰集团所有者权益为

16276.22 万元，较上年增长 5.44%，股本占 49.82%、未分配利润占 50.18%，其中归属于母公司所有者权益占 86.32%，少数股东权益占 13.68%。

截至 2015 年 3 月底，康泰集团所有者权益为 16408.43 万元，较 2014 年变化不大，股本占 49.36%、未分配利润占 50.64%，其中归属于母公司所有者权益占 86.43%，少数股东权益占 13.57%。

总体上看，公司所有者权益结构的稳定性较弱。

负债

截至 2014 年底，康泰集团负债总额为 31623.60 万元，其中流动负债占 68.38%，非流动负债占 31.62%。

流动负债方面，截至 2014 年底，康泰集团流动负债 21623.60 万元，主要由短期借款（占 47.31%）、应付票据（占 19.42%）、应付账款（占 19.33%）、预收款项（占 5.16%）和其他应付款（占 6.46%）构成。截至 2014 年底，康泰集团短期借款为 10230.00 万元，较上年下降 13.54%，全部为保证借款；应付票据为 4200.00 万元，较上年下降 9.58%，主要是由于银行承兑汇票的下降；应付账款为 4179.24 万元，较上年增长 75.85%，主要为应付材料款和工程款；预收款项为 1116.40 万元，较上年增长 69.48%；其他应付款为 1396.81 万元，较上年下降 61.07%，公司其他应付款为股东和关联公司的暂借款。

截至 2014 年底，非流动负债为 10000.00 万元，较上年增长 163.16%，由长期借款（占 80.00%）和应付债券（占 20.00%）构成，长期借款为抵押借款，为子公司康泰重工由城阳合作银行环海支行借入，由康泰集团厂房土地抵押；公司应付债券为山东省青岛市 2013 年度第一期中小企业集合票据中康泰集团所属的 2000.00 万元额度。

截至 2015 年 3 月底，康泰集团负债总额合计 31431.99 万元，其中流动负债占 65.00%，非流动负债占 35.00%。

有息债务方面，截至 2014 年底，康泰集团全部债务为 24430.00 万元，较上年增长 20.48%，短期债务占 59.07%，长期债务占 40.93%。其中短期债务为 14430.00 万元，较上年下降 12.42%，长期债务为 10000.00 万元，较上年增长 163.16%。截至 2015 年 3 月底，康泰集团全部债务为 25230.00 万元，较 2014 年底增长 3.27%，其中短期债务占 56.40%，长期债务占 43.60%。

债务指标上看，截至 2014 年底，康泰集团的资产负债率为 66.02%，较上年提升 2.32 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.02%和 38.06%，较上年分别上涨 3.24 和 18.31 个百分点，康泰集团债务负担加重。截至 2015 年 3 月底，康泰集团资产负债率为 65.70%，较 2014 年下降 0.32 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.59%和 40.13%，较 2014 年提升 0.57 和 2.07 个百分点。

总体看，跟踪期内，康泰集团负债主要以短期借款和长期借款为主，债务负担加重。

④偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2014 年底，康泰集团的流动比率和速动比率分别为 137.91%和 97.58%，较上年分别提升 30.12 和 26.07 个百分点，康泰集团资产流动性提升。经营活动表现为现金净流出。截至 2015 年 3 月底，康泰集团的流动比率和速动比率分别为 144.71%和 101.84%，较 2014 年进一步提升。总体看，康泰集团仍存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2014 年康泰集团 EBITDA 为 2514.58 万元，较上年增长 11.30%，EBITDA 利息倍数为 2.23 倍，较上年有所提升，全部债务/EBITDA 倍数为 9.72 倍，较上年的 8.98 倍上升，康泰集团整体偿债能力有所增强。

2014 年康泰集团经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 21886.19 万元和 -2867.81 万元，经营活动现金流入量对“13 青岛 SMECN1”中康泰集团发行额度的保障倍数为 10.94 倍，经营活动现金流入量对“13 青岛

SMECN1”中康泰集团发行额度保障能力强。2014 年 EBITDA 对“13 青岛 SMECN1”中康泰集团发行额度的保障倍数为 1.26 倍，EBITDA 对发行额度的保障能力一般。

截至 2015 年 3 月底，康泰集团对外担保 1000 万元，为对青岛金属材料公司的担保，被担保公司的经营情况正常，康泰集团或有负债风险低。

截至 2015 年 3 月底，银行对康泰集团授信额度为 2.00 亿元，已使用 1.70 亿元，康泰集团间接融资渠道有待拓宽。

⑤过往债务履约情况

根据康泰集团提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告（机构信用代码：G1037028200303440P），截至 2015 年 3 月 26 日，康泰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

未来随着中国铝型材行业人力成本上升，产能过剩风险越发明显，行业整体利润及企业竞争力下降等问题将逐渐显现，会对康泰集团的营业收入产生一定影响，但随着产能进一步释放和工业型材的比重增加，铝型材及零部件的收入及利润会有较大增长。

跟踪期内，康泰集团营业收入增长，资产质量较好；债务规模持续上升，债务负担较高；盈利能力一般。康泰集团对短期债务和债务整体保护能力有所增强。总体看，康泰集团抗风险能力。

（5）结论

综合考虑，联合资信维持青岛康泰集团有限公司BB的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

3. 青岛天时海洋石油装备有限公司

（1）主体概况

青岛天时海洋石油装备有限公司（以下简称“天时海洋”）成立于 2006 年 11 月，注册资本 1100 万美元（合人民币 7984 万元）。天时海洋是 TSC 集团控股有限公司（以下简称“TSC

集团”)的控股子公司。2014 年, TSC 集团向天时海洋增加注册资本 400 万美元(合人民币 2461 万元), 截至 2015 年 3 月底, 天时海洋注册资本为 2700 万美元(合人民币 16480.20 万元)。

TSC 集团为香港联合交易所有限公司(香港联交所)上市公司, 股票代码为 0206.HK。TSC 集团集研发、生产、制造、销售及安装与陆上及海洋钻探行业有关的多种产品及相关服务于一体, 向全球客户提供各种钻机总包方案, 并于 2005 年 11 月在香港联交所创业板上市; 2007 年~2008 年, TSC 集团并购英国 GME 公司及国内两家专业公司, 形成了具备提供各类钻井平台设备能力的制造商和总包商, 2009 年 6 月由创业板转往主板。TSC 集团原名 TSC 海洋集团有限公司(TSC Offshore Group Limited), 自 2011 年 3 月 4 日起更名为 TSC 集团控股有限公司(TSC Group Holdings Limited), 英文股票简称为 TSC GROUP, 中文股票简称为 TSC 集团。

天时海洋经营范围包括: 海洋石油平台工程模块和海洋平台用吊机的制造和安装; 海洋和陆地用石油钻采机械设备及配件的开发制造; 油田压裂设备的生产制造; 钻井排管及吊装设备的制造及安装; 海洋平台升降及锁定装置的制造及安装; 石油工业及其他工业用控制、驱动设备的生产制造; 及以上产品相关的维修和服务。产品 40%外销。(以上范围需经许可经营的, 须凭许可证经营)。

截至 2014 年底, 天时海洋资产总额为 64746.34 万元, 所有者权益合计 30944.38 万元; 2014 年, 公司实现营业收入 40656.30 万元, 利润总额 4319.15 万元。

截至 2015 年 3 月底, 公司资产总额 72154.99 万元, 所有者权益合计 31863.22 万元; 2015 年 1~3 月, 公司实现营业收入 6308.83 万元, 利润总额 1046.09 万元。

天时海洋注册地址: 青岛市城阳区流亭街道王家女姑社区; 法定代表人: 王复东。

(2) 基础素质

天时海洋具有较强的生产制造安装能力, 目前有铆焊、机加工、装配三个生产车间, 拥有各种进口设备 20 余台, 如, 等离子切割机、数控剪板机, 埋弧自动焊, 各种型号的加工中心等。天时海洋产品中关键零部件 90%实现自产, 关键工序 100%实现自产, 以保证应用于各型设备上的核心零部件质量。目前, 天时海洋具备年产各种型号泥浆泵 60 余台, 绞车 10 余台、转盘 20 余台、吊机 6 台的生产能力。天时海洋各类产品均以服务于海洋石油钻井平台为设计出发点, 严格按照 API(美国石油协会)、ABS(美国船级社)、DNV(挪威船级社)、CCS(中国船级社)等国际性组织的要求进行设计、制造、质量监控。

天时海洋作为 TSC 集团在中国区最大的加工制造中心, 业务来源较为稳定, 目前中国涉足钻井平台制造的企业包括青岛天时海洋、大连船舶重工、上海外高桥、青岛北海船舶重工以及烟台中集来福士。

总体看, 天时海洋生产已初具规模, 生产设备较为先进, 产品竞争力较强。

(3) 管理分析

跟踪期间, 天时海洋高层管理人员进行了调整, 王复东先生不再担任天时海洋公司总经理职务。陈胜广先生现任天时海洋公司总经理职务。

陈胜广, 男, 1984 年生, 本科学历, 助理工程师, 历任大连机床集团自动化装备研究所设计员, 大连天时海洋石油装备有限公司副总经理, 2015 年 3 月起, 任青岛天时海洋石油装备有限公司总经理。

天时海洋在管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

(4) 经营分析

①经营概况

天时海洋主要从事海上石油钻采设备的制造与销售, 包括陆上及海洋钻井平台用泥浆泵、吊机、钻井包和排管设备等大型装备等产品。2014 年, 天时海洋实现主营业务收入为

40656.30万元，同比增长39.55%，主要系钻井包和排管设备收入大幅增长所致。从毛利率

看，由于钻井包收入占比增加且2014年毛利率较高，天时海洋毛利率上升至25.92%。

表 12 天时海洋主营业务收入构成情况

	主营业务收入（万元）				主营业务收入占比（%）				毛利率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
泥浆泵	2912.82	3668.67	6697.49	982.47	8.80	12.60	16.47	15.57	5.44	22.10	21.11	14.57
吊机	4116.46	10445.36	3731.46	--	12.44	35.85	9.18	--	38.03	30.42	16.90	--
钻井包	25747.66	12007.65	20436.12	4315.69	77.78	41.22	50.27	68.41	13.44	3.77	32.11	28.67
排管设备	--	1515.92	7150.21	764.79	--	5.20	17.59	12.12	--	32.25	24.84	41.82
其他	325.62	1495.43	2641.01	245.87	0.98	5.13	6.49	3.90	-10.01	20.19	5.79	29.02
合计	33102.56	29133.03	40656.29	6308.82	100.00	100.00	100.00	100.00	15.61	17.96	25.92	27.61

数据来源：天时海洋提供

收入及利润构成方面，钻井包产品对销售收入的贡献高，2014 年在营业收入中的占比为 50.27%，同比增长 9.05 个百分点。2014 年，天时海洋钻井包销售收入为 20436.12 万元，同比大幅增长，主要系钻井包为跨年度完工，2014 年完工量较多所致；2014 年，天时海洋吊机产品收入为 3731.46 万元，较 2013 年大幅下降，毛利率为 16.90%，主要系当年吊机销量较少，同时让利促销，天时海洋吊机收入和毛利率均有所下降；泥浆泵是天时海洋的传统基础类产品，由于该产品市场竞争逐渐充分，天时海洋生产此类产品主要是处于维持客户关系的需求，2014 年天时海洋泥浆泵收入 6697.49 万元，毛利率为 21.11%；2014 年，天时海洋排管设备实现收入 7150.21 万元，收入占比提升至 17.59%，毛利率为 24.84%。天时海洋其他业务收入主要为配件、材料销售收入。受天时海洋主要产品单体价格差别较大影响，天时海洋毛利率变动较大。

2015 年一季度，天时海洋主营业务收入合计 6308.83 万元，占 2014 年全年的 15.52%，但天时海洋一季度整体毛利率为 27.61%。

跟踪期内，天时海洋钻井包收入增长拉动营业收入大幅增长，整体毛利率有所上升，天时海洋收入结构和毛利率稳定性较弱。

②产品生产及销售

天时海洋作为 TSC 集团的制造中心，生产计划主要依赖于 TSC 集团的订单，即以单定产，并通过 TSC 集团统一销售。天时海洋生产流程为 TSC 集团获得订单后，经技术研发中心与客户签订技术协议，确定产品方案后，下发到 TSC 集团中国区的几大生产中心，开始安排生产。天时海洋生产的产品主要为泥浆泵、吊机、钻井包。钻井包属于天时海洋组装的大型设备，其中约 50%的零部件天时海洋可自行生产（如泥浆泵等），其余所需零部件则通过外购方式取得。外购零部件主要包括悬臂梁结构、BOP 及分流器、井架等。

天时海洋生产的泥浆泵按功率分不同的型号，不同型号产品售价存在较大差别，因此平均售价波动较大。2012~2014 年，天时海洋泥浆泵产品产量分别为 28 台、41 台和 73 台。天时海洋生产的泥浆泵的销售分为单体销售及钻井包打包销售两种方式。2014 年天时海洋泥浆泵单体销售 65 台。2015 年 1~3 月，天时海洋泥浆泵产量 16 台，单体销售 8 台。

天时海洋生产的吊机为非标准化产品，产品价格根据每台产品参数的不同而有较大差异，因此平均价格在不同的年份有所变化。吊机产品 2014 年生产 13 台，销售 5 台，因天时海洋当年让利销售，吊机价格有所下降；2015

年一季度，天时海洋吊机在产 11 台，无吊机销售。

钻井包属于生产周期较长的大型设备，包含泥浆泵、转盘、绞车、钻杆等多个部件。其中，部分泥浆泵、转盘及绞车由天时海洋自行生产，其余部件为外购，天时海洋进行组装。钻井包产品按完工百分比确认成本，按预报关数据确认收入。2012~2014 年天时海洋钻井包销售额分别为 25747.66 万元、12007.65 万元和 20436.12 万元，2015 年一季度销售额为 4315.69 万元。

表 13 天时海洋近年来产品产销情况
(单位：万元，台)

产品		2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
泥浆泵	产量	41	73	16
	销量 (单体)	37	65	8
	平均价格 (含税)	99.15	103.03	122.81
	销售额	3668.67	6697.49	982.47
吊机	产量	13	13	--
	销量 (单体)	13	5	0
	平均价格 (含税)	803.49	746.29	
	销售额	10445.36	3731.46	0
钻井包	销售额	12007.65	20436.12	4315.69

数据来源：天时海洋提供

销售结算模式方面，天时海洋一般收取 20%~30%预付款，至完工之前按照工程进度结算 60%~70%，预留 5%-10%质保金待质保期结束后收取，单体设备周期通常在 1 年以内，质保期最长可达 18 个月。

跟踪期内，天时海洋生产销售受市场影响大，泥浆泵销量大幅增加，吊机销量下降，2014 年钻井包集中完工，确认销售收入大幅增长，天时海洋经营状况稳定性较弱。

③原材料采购

天时海洋生产钻井包所需设备部分通过外购方式取得，部分通过自行采购原材料进行生产而取得。天时海洋生产的其余设备，如泥浆泵、吊机、排管设备等则主要是通过采购原材

料自行生产。天时海洋外购设备类型较多，价格差异较大。

天时海洋生产其他产品所需原材料主要为钢材、电气、液压，在原材料采购中的成本占比约为 13%、21%、24%，其余 42%主要为工具及其他低值易耗品。天时海洋电气、液压为非标准化采购件，采购型号、价格差别较大，近三年采购金额见下表。其中，2012 年，天时海洋采购金额较大的主要原因是 H211、H212 钻井平台项目 2012 年投入较大所致。2014 年，天时海洋电气采购金额为 1872 万元，液压采购金额为 2962 万元。2015 年 1~3 月，天时海洋电气采购金额为 355 万元，液压采购金额为 658 万元。

表 14 近三年电气及液压采购情况

年份	电气采购金额(万元)	液压采购金额(万元)
2012 年	3153	3061
2013 年	1350	3068
2014 年	1872	2962
15 年 1-3 月	355	658

数据来源：天时海洋提供

钢材是天时海洋的主要原材料之一，2012~2014 年采购价格分别为 7002 元/吨、6540 元/吨和 5480 元/吨，呈下降趋势。天时海洋所采购的钢材主要是为生产吊机准备，对钢材的要求较高，因此采购单价较高。从采购量看，2014 年，天时海洋钢材采购量为 2862 吨，采购金额为 1649 万元。

表 15 近三年钢材采购情况

年份	采购量 (吨)	采购价格 (元/吨)	采购金额 (万元)
2012 年	2892	7002	2025
2013 年	3774	6540	2468
2014 年	2862	5480	1649
15 年 1-3 月	202	3780	75

数据来源：天时海洋提供

从付款方式看，由于天时海洋对原材料质量要求严格，但批量较小，因此一般先预付 30% 货款，到货后即付清货款。

总体看,跟踪期内,天时海洋电气采购额有所上升,液压采购额基本保持稳定,钢材受前期库存影响,采购量有所下降,同时钢材价格持续走低,天时海洋的采购成本有所下降。

(5) 财务分析

天时海洋提供的 2014 年财务报表经北京中瑞诚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。2015 年一季度财务报表未经审计。

① 盈利能力

受钻井包、泥浆泵和排管设备业务收入大幅上升影响,2014 年天时海洋营业收入大幅上升,为 40656.30 万元,同比增长 39.55%;营业成本合计 30119.94 万元,同比增长 26.02%。

期间费用方面,2014 年天时海洋发生期间费用合计 6135.29 万元,同比增长 40.47%,期间费用率小幅增长至 15.09%,整体期间费用控制能力尚可。2013 年天时海洋期间费用的上升主要来自管理费用中研究开发费用的增长。

受公司营业收入大幅增长,同时期间费用费用率控制较好,2014 年天时海洋营业利润增长至 4294.61 万元。

2014 年,天时海洋实现利润总额 4319.15 万元,实现净利润 3812.88 万元。天时海洋营业外收入与支出对天时海洋的营业利润影响小。

盈利指标方面,天时海洋营业利润率大幅增长,2014 年为 25.65%。受净利润大幅增长影响,天时海洋总资产收益率和净资产收益率分别增长至 9.15%和 12.32%。

2015 年 1~3 月,天时海洋实现营业收入 6308.83 万元,营业利润率上升至 27.55%。

总体看,跟踪期内,天时海洋收入及利润规模大幅增长,盈利能力有所提升。

② 现金流及保障

从经营活动看,2014 年天时海洋经营活动现金流入 48579.67 万元,经营活动现金流出 45445.95 万元,分别同比下降 8.48%和 14.95%;2014 年天时海洋收到和支付其他与经营活动有

关的现金分别为 7456.26 万元和 10507.99 万元,主要是暂收及暂付款,天时海洋经营活动现金流量净额为 3133.72 万元。2014 年天时海洋现金收入比为 95.46%,较 2013 年增长 9.59 个百分点,整体收入实现质量一般。

从投资活动及筹资活动看,2014 年投资支出规模有所增加,投资活动现金流量净额合计 -5478.11 万元,主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。天时海洋筹资活动渠道主要为对外借款,2014 年筹资活动现金流入合计 16485.02 万元,包括取得借款收到的现金 14024.03 万元和发行债券收到的现金 2460.99 万元,筹资活动现金流出合计 11386.98 万元,筹资活动现金流量净额为 5098.04 万元。

2015 年 1~3 月,天时海洋经营活动现金流入量为 16132.09 万元,经营活动现金净流量为 1926.29 万元。受销售商品收到的现金大幅增加影响,现金收入比大幅增长至 177.25%。同期,天时海洋投资活动现金流量净额为 -778.03 万元,筹资活动现金流量净额为 1037.44 万元。

总体看,2014 年及 2015 年一季度,天时海洋经营活动净现金流转负为正,获现能力有所增强,投资规模有所上升,筹资活动净现金流有所增加。

③ 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底,天时海洋资产总额为 64746.34 万元,同比增长 19.12%,其中流动资产占 81.92%,非流动资产占 18.08%。

截至 2014 年底,天时海洋流动资产总额为 53037.22 万元,同比增长 14.78%,主要由货币资金(占 8.05%)、应收账款(占 33.80%)、预付款项(占 11.86%)、其它应收款(占 10.47%)和存货(占 34.31%)构成。

截至 2014 年底,天时海洋货币资金大幅增长,为 4269.13 万元,主要是银行存款,其中保证金 1712.67 万元。

截至 2014 年底,天时海洋应收账款净额

17926.16万元，同比增长12.18%，账龄全部为1年以内。天时海洋应收账款账龄较短，未计提坏账准备。

截至 2014 年底，天时海洋预付款项为 6287.97 万元，同比大幅增长，主要为预付货款，天时海洋预付账款主要为预付货款，账龄 1 年以内的占 99.51%。

截至 2014 年底，天时海洋其他应收款合计 5554.68 万元，同比下降 54.25%，主要为与相关公司的往来款，其中，1 年以内的占 67.06%，1~2 年的占 32.94%。

截至 2014 年底，天时海洋存货账面价值合计 18199.27 万元，同比增长 14.17%。存货中原材料占 36.80%，在产品占 41.49%，在途物资占 13.20%，天时海洋未计提存货跌价准备。

截至 2014 年底，天时海洋非流动资产总额 11709.12 万元，同比增长 43.74%，主要由固定资产（占 56.36%）、在建工程（占 21.02%）和无形资产（占 21.21%）构成

截至 2014 年底，天时海洋固定资产合计 6599.55 万元，同比增长 25.82%，主要为房屋建筑物（自用楼宇）和机器设备（厂房及设备）。

截至 2014 年底，天时海洋在建工程 2460.76 万元，同比大幅增长，主要系天时海洋新购入土地建设厂房。

截至 2014 年底，天时海洋无形资产为 2483.79 万元，同比增长 1.26%，主要为土地使用权。

截至 2015 年 3 月底，天时海洋流动资产总计 72154.99 万元，较上年底增长 11.44%，主要是预付款项和存货增长所致，其中流动资产占 83.11%，非流动资产占 16.89%。

总体看，跟踪期内，天时海洋资产规模快速增长，流动资产中应收账款、预付款项和存货占比较高，资产流动性一般，整体资产质量尚可。

负债及债务结构

截至 2014 年底，天时海洋负债合计 33801.96 万元，同比增长 13.56%，其中流动负债占 77.68%，非流动负债占 22.32%。

截至 2014 年底，天时海洋流动负债为 26257.92 万元，同比增长 1.91%，其中应付账款同比大幅增长 74.57%，为 12684.45 万元，主要为应付货款，应付账款账龄集中在 1 年以内。

截至 2014 年底，天时海洋非流动负债合计 7544.03 万元，同比增长 88.60%，其中长期借款占 46.98%，应付债券占 53.02%。

有息债务方面，截至 2014 年底，天时海洋全部债务为 20482.48 万元，其中短期债务为 12938.45 万元，同比增长 32.37%，长期债务 7544.03 万元，同比增长 88.60%。债务期限结构有所改善。

债务指标方面，截至 2014 年底，受债务规模上升影响，天时海洋长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别上升至 19.60% 和 39.83%，天时海洋资产负债率为 52.21%。

截至 2015 年 3 月底，天时海洋负债合计 40291.77 万元，较上年底增长 19.20%，增长主要来自应付账款，其中流动负债占 81.28%，非流动负债占 18.72%。天时海洋全部债务上升至 22631.53 万元，增长全部来自短期债务，天时海洋长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 19.14%、41.53% 和 55.84%。

总体看，跟踪期内，天时海洋债务规模有所上升，增长主要来自长期借款，公司整体债务负担适宜。

所有者权益

2014 年，TSC 集团向天时海洋追加资本投入。截至 2014 年底，天时海洋所有者权益合计 30944.38 万元，同比增长 25.85%，增长主要来自实收资本和未分配利润，所有者权益中，实收资本占 53.26%。

截至 2015 年 3 月底，天时海洋所有者权益合计 31863.22 万元，较上年底未发生较大变化。

总体看，天时海洋所有者权益稳定性较好。

④偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，受公司流动资产增长影响，天时海洋流动比率和速动比率均有所上升，分别为 201.99% 和

132.68%，截至 2015 年 3 月底分别为 183.12% 和 110.83%。截至 2014 年底，天时海洋经营现金流动负债比为 11.93%。考虑到天时海洋资产流动性一般，天时海洋存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014 年天时海洋 EBITDA 为 6039.26 万元，同比大幅增长，全部债务/EBITDA 下降至 3.39 倍，EBITDA 利息倍数上升至 6.76 倍。天时海洋整体偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，天时海洋提供对外担保余额 0.06 亿元。

截至 2015 年 3 月底，天时海洋共获得银行授信总额 25200.00 万元，未使用额度 6696.00 万元。天时海洋具备间接融资渠道。

⑤ 过往债务履约情况

根据天时海洋提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1037021400136310J），截至 2015 年 5 月 8 日，天时海洋无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷信息中存在 2 笔不良关注类贷款，主要系银行系统故障所致，天时海洋过往债务履约情况良好。

⑥ 抗风险能力

海洋石油装备行业周期性较强，受外部经济变化影响较大；天时海洋是 TSC 集团的全资子公司，在业务承接方面得到 TSC 集团的大力支持；天时海洋收入规模及构成稳定性不足，经营性净现金流波动较大。基于以上分析，联合资信认为天时海洋整体抗风险能力一般。

（6）存续债券保障情况

目前，天时海洋存续期债券 4000 万元。截至 2015 年 3 月底，天时海洋现金类资产（剔除受限资金）为 4776.43 万元，是待偿还金额的 1.19 倍。2014 年天时海洋经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 48579.67 万元、3133.72 万元和 6039.26 万元，对存续期集合票据的保护倍数分别为 12.14 倍、0.78 倍和 1.51 倍。

整体看，天时海洋现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对天时海洋存续期集合票据到期按时偿还具备良好的保障能力。

（7）结论

综合考虑，联合资信维持天时海洋主体长期信用等级为 BB⁺，评级展望为稳定。

六、增信能力分析

1. 担保条款

中债增进公司就本期票据存续期限内发行人应偿付的 1.2 亿元本金和其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

在本期票据存续期内，如果发行人在付息日未按照本期票据募集说明书的要求将本期票据当期应付利息足额偿还票据持有人，则中债增进公司在本期票据付息日代发行人偿付本期票据当期应付未付的票面利息；如果发行人在兑付日未按照本期票据募集说明书的要求将本期票据本金和当期应付利息足额偿还票据持有人，则中债增进公司在本期票据兑付日代发行人偿付本期票据应付未付的本金和当期应付未付的票面利息。

保证期为自本期票据存续期及本期票据兑付日起两年。票据持有人在上述保证期间内未要求中债增进公司承担担保函规定的责任，则中债增进公司将免除相关责任。

本期票据的集合票据持有人依法将所持有的本期票据转让或出质给第三人的，中债增进公司将对随后获得本期票据的受让人或质权人承担上述规定的责任。

2. 担保人担保能力分析

联合资信评估有限公司评定中债增进公司主体长期信用等级为 AAA。

七、结论

综合考虑，联合资信维持“13 青岛 SMECN1” AAA 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	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
康泰集团	现金类资产(亿元)	0.10	0.46	0.40	0.49
	资产总额(亿元)	4.12	4.25	4.79	4.78
	所有者权益(亿元)	1.47	1.54	1.63	1.64
	短期债务(亿元)	1.42	1.65	1.44	1.42
	全部债务(亿元)	1.61	2.03	2.44	2.52
	营业收入(亿元)	1.43	1.40	1.63	0.43
	利润总额 (亿元)	0.24	0.09	0.11	0.02
	EBITDA(亿元)	0.37	0.23	0.25	--
	经营性净现金流(亿元)	-0.17	1.04	-0.29	0.05
	营业利润率(%)	29.57	24.55	26.84	22.19
	净资产收益率(%)	12.29	4.55	5.16	--
	资产负债率(%)	64.24	63.70	66.02	65.70
	全部债务资本化比率(%)	52.15	56.78	60.02	60.59
	流动比率(%)	139.76	107.79	137.91	144.71
	全部债务/EBITDA(倍)	4.37	8.98	9.72	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	3.61	2.00	2.23	--
	经营现金流动负债比(%)	-7.12	44.60	-13.26	--
天时海洋	现金类资产(亿元)	0.30	0.18	0.51	0.69
	资产总额(亿元)	4.84	5.44	6.47	7.22
	所有者权益(亿元)	1.76	2.46	3.09	3.19
	短期债务(亿元)	1.30	0.98	1.29	1.51
	全部债务(亿元)	1.30	1.38	2.05	2.26
	营业收入(亿元)	3.31	2.91	4.07	0.63
	利润总额 (亿元)	0.26	0.08	0.43	0.10
	EBITDA(亿元)	0.33	0.24	0.60	--
	经营性净现金流(亿元)	-0.39	-0.04	0.31	0.19
	营业利润率(%)	15.55	17.67	25.65	27.55
	净资产收益率(%)	12.69	3.01	12.32	--
	资产负债率(%)	63.53	54.76	52.21	55.84
	全部债务资本化比率(%)	42.50	35.91	39.83	41.53
	流动比率(%)	133.98	179.34	201.99	183.12
	全部债务/EBITDA(倍)	3.95	5.67	3.39	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	49.60	2.69	6.76	--
	经营现金流动负债比(%)	-12.83	-1.39	11.93	--
青岛三特	现金类资产(亿元)	0.29	0.35	0.12	0.00
	资产总额(亿元)	8.22	10.53	12.23	10.55

所有者权益(亿元)	4.42	5.12	5.62	5.12
短期债务(亿元)	2.14	2.19	2.10	2.31
全部债务(亿元)	2.14	2.79	4.00	4.21
营业收入(亿元)	9.18	11.57	9.97	0.73
利润总额 (亿元)	0.43	0.94	0.67	0.05
EBITDA(亿元)	0.78	1.21	0.94	--
经营性净现金流(亿元)	-0.33	0.21	-1.20	-0.34
营业利润率(%)	14.45	15.67	13.79	16.92
净资产收益率(%)	6.97	13.75	8.90	--
资产负债率(%)	46.25	51.35	54.03	51.41
全部债务资本化比率(%)	32.59	35.26	41.56	45.10
流动比率(%)	110.76	130.03	167.74	177.71
全部债务/EBITDA(倍)	2.73	2.30	4.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.70	9.31	6.45	--
经营现金流动负债比(%)	-8.75	4.47	-25.40	--

注：各发行人 2015 年度一季度财务数据未经审计。

附件 2 担保方主体长期信用等级

附件 3 中长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，中长期债券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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。