

2019 年浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2019年浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司可转换公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【381】号 01

债券简称：哈尔转债
增信方式：股份质押
债券剩余规模：3.00 亿
元
债券到期日期：2024 年
8 月 22 日
债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 19 日	2019 年 10 月 21 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司（以下简称“哈尔斯”或“公司”，股票代码：002615.SZ）及其 2019 年 8 月 22 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司与国际大客户保持长期的合作关系，且业务获现能力仍较强，此外，用于本期债券质押的股票仍能为本期债券提供一定的风险缓冲；同时中证鹏元也关注到了公司高管变动频繁，国内自主品牌销售持续下降，主要在建产能进度缓慢，面临较大的竞争压力及一定的资金压力，国际业务客户集中度较高，受 COVID-19 疫情影响，公司 2020 年一季度出现亏损；公司应收账款和存货占用较多资金，短期债务压力加大，以及需持续关注实际控制人股权质押风险及本期债券质押股份市值波动风险等风险因素。

正面：

- 公司与国际大客户保持长期稳定的合作关系，且业务获现能力较强。公司深耕不锈钢真空保温器皿的生产制造，积累了丰富的制造经验，且重视产品质量管控，与国际大客户保持了长期稳定的合作关系。2019 年公司收现比仍维持在较高水平，经营活动现金生成能力较强。
- 股票质押仍能为本期债券提供一定的风险缓冲。公司控股股东及实际控制人吕强先生以其合法拥有的公司 7,118.65 万股无限售流通股作为质押资产为本期债券提供质押担保（质押登记日为 2019 年 8 月 15 日）。截至 2020 年 6 月 8 日，该等股

分析师

姓名：
邹火雄 汪永乐

电话：
0755-82870071

邮箱：
zouhx@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

票市值（股票价格按前 30 个交易日的收盘价均价计算）为本期债券发行本金和一年利息之和的 1.10 倍，质押物流动性较好，仍能为本期债券提供一定的风险缓冲。

关注：

- **公司高管变动频繁。**2019 年公司证券事务代表余砚先生、财务总监彭友才先生和副总裁李建辉先生相继离职，2020 年 1 月，公司董事兼副总裁梁立先生申请离职，辞去公司副总裁、董事及董事会下设提名委员会委员的职务，不再担任公司任何职务。跟踪期内公司高管变动频繁，需关注上述事项对公司治理的影响。
- **公司国内自主品牌销售业绩继续下滑，且主要在建产能进度缓慢，面临较大的竞争压力及一定的资金压力。**2019 年公司国内自主品牌销售收入同比有所下滑，主要在建产能——本期债券募投项目总投资 56,604.73 万元，2020 年 3 月末实际累计已投资 8,770.69 万元，为总投资的 15.49%，项目进度不及预期，且面临一定资金压力。此外，国内保温杯行业新生品牌不断涌现，公司国内市场面临较大的竞争压力。
- **公司国际业务客户集中度仍较高，受 COVID-19 疫情影响，公司 2020 年一季度出现亏损。**公司产品销售仍以国际市场为主，2019 年和 2020 年 1-3 月国际业务前五大客户销售金额合计占营业收入的比重分别为 60.99%和 61.94%。其中，对第一大客户的销售收入占比在 33%以上，依赖性较大。受 COVID-19 疫情影响，公司部分订单被推迟或取消，且新增订单有所减少，导致 2020 年一季度出现亏损，若疫情持续未能得到有效防控，主要客户经营业绩遭受冲击，未来订单量可能进一步压缩，将可能对公司业绩造成较大不利影响。
- **应收账款和存货仍占用公司较多资金，短期债务压力加大。**2019 年末和 2020 年 3 月末公司应收账款和存货合计分别为 61,254.67 万元和 59,796.26 万元，占总资产的比重在 30%左右，占用公司较多资金。2019 年公司计提信用减值损失和资产减值损失分别为 1,117.79 万元和 389.39 万元，需关注存货的积压及减值风险。公司短期借款同比有所增长，2020 年 3 月末短期有息债务为 51,530.62 万元，货币资金/短期有息债务处于较低水平，投资活动现金持续净流出，短期债务压力加大。
- **公司股价波动下行，需持续关注质押股份市值波动及实际控制人股权质押风险。**受股票市场波动等影响，2019 年 4 月以来，公司股票价格波动下行。截至 2020 年 6 月 8 日，为本期债券提供质押担保的股票市值在连续 30 个交易日内持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 120%，且 2020 年 3 月末公司控股股东及实际控制人吕强先生质押股份数合计占其持有公司股份总数的 79.84%，需持续关注质押股份市值

波动及实际控制人股权质押风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	197,853.67	209,190.91	178,015.31	165,639.31
归属于母公司所有者权益合计	86,298.54	89,094.07	82,454.94	80,804.07
有息债务	76,646.25	78,627.54	51,666.15	44,248.68
资产负债率	56.59%	57.54%	53.45%	51.04%
流动比率	1.27	1.26	1.03	1.19
速动比率	0.74	0.81	0.55	0.71
营业收入	23,852.15	179,374.36	179,429.49	143,914.94
营业利润	-2,545.80	6,568.38	12,849.54	11,730.00
净利润	-2,401.23	4,786.35	9,218.57	10,254.46
综合毛利率	25.95%	29.81%	31.60%	32.86%
总资产回报率	-	5.03%	8.49%	8.09%
EBITDA	-	17,374.21	20,624.24	17,242.25
EBITDA 利息保障倍数	-	5.37	9.49	11.81
经营活动现金流净额	64.16	10,511.64	5,267.24	4,290.16

注：2017年数据采用2018年审计报告年初数（下同）。

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年8月22日发行5年期3.00亿元可转换公司债券，募集资金用于年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目及偿还银行贷款。根据公司于2020年4月28日披露的《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司关于部分募投项目增加实施主体、实施地点及适当延期的公告》，公司拟增加本期债券部分募投项目的实施主体、实施地点，并适当延长项目建设完成期，具体如表1所示。本次募投项目的调整未改变募集资金用途及投资规模、投资方向、募投项目建设内容，不属于变更募投项目实施主体。根据公司于2020年4月28日披露的《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司关于2019年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2019年末，本期债券募集资金专项账户余额为2.39亿元。本期债券募投项目总投资56,604.73万元，已于2016年开工，完工日期延至2021年12月31日，2020年3月末实际已投资8,770.69万元，占总投资的15.49%，项目进度不及预期。

表1 本期债券募投项目调整情况（单位：万元）

募投项目名称	调整前后对比	计划投入募集资金	实施主体	实施地点	完成时间
年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目	调整前	26,100.00	杭州哈尔斯实业有限公司	杭州市临安青山湖科技园横畈产业区块	2020年12月31日
	调整后	26,100.00	杭州哈尔斯实业有限公司、浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司	杭州市临安青山湖科技园横畈产业区块、永康市经济开发区哈尔斯路1号、哈尔斯东路2号6号、金都路968号	2021年12月31日

资料来源：《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司关于部分募投项目增加实施主体、实施地点及适当延期的公告》

二、发行主体概况

根据公司于2020年4月2日披露的《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司2020年第一季度可转换公司债券转股情况公告》，2020年第一季度本期债券转股17,173股，截至2020年3月末，公司总股本由41,040.00万股变更为41,041.72万股（每股面值为1.00元），实收资本仍为41,040.00万元。截至2020年3月末，自然人吕强先生持有公司股份仍为21,141.16万股，占比51.51%，仍为公司控股股东及实际控制人，其中质押股份数合计16,878.65万股，占其持有公司股份总数的79.84%，占公司总股本的41.13%，股份质押比例较高。此外，截至2020年3月末，吕强先生及其一致行动人持有公司股份25,870.84万股，占公司总股本的63.04%。

表 2 截至 2020 年 3 月 31 日公司前十大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例	有限售条件流通股
吕强	21,141.16	51.51%	15,855.87
吕丽珍	2,077.65	5.06%	1,558.24
欧阳波	1,384.38	3.37%	1,038.29
吕懿	692.55	1.69%	0.00
吕丽妃	575.10	1.40%	0.00
中央汇金资产管理有限责任公司	565.31	1.38%	0.00
华润深国投信托有限公司—华润信托·泽丰 1 号单一资金信托	473.31	1.15%	0.00
吕洪	388.79	0.95%	0.00
肖行昌	148.46	0.36%	0.00
王美玲	71.21	0.17%	0.00
合计	27,517.92	67.05%	18,452.39

注：吕丽珍和吕丽妃系吕强先生的女儿，欧阳波系吕丽妃之配偶，吕懿系吕丽珍之子，吕强与吕丽珍、欧阳波、吕丽妃、吕懿为一致行动人。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍主要从事不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产与销售，主要产品包括保温杯、保温瓶、保温壶等不锈钢真空保温器皿以及铝瓶、玻璃杯、塑料杯等。2019年公司新增纳入合并范围子公司共2家，不再纳入合并范围子公司共1家，具体如表3所示。2020年1-3月公司合并范围未发生变化。截至2020年3月末，纳入公司合并范围的子公司共13家，具体如附录二所示。

表 3 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
浙江哈尔斯贸易有限公司	5,000.00	100.00%	不锈钢真空器皿、不锈钢制品等的批发、零售	新设
SIGG CARE Switzerland AG	10.00 万瑞士法郎	100.00%	其他	并购

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表原因
杭州哈尔斯智能科技有限公司	200.00	100.00%	智能数字化饮水器具的研发、生产、销售	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司证券事务代表余砚先生、财务总监彭友才先生和副总裁李建辉相继离职，2020年1月，公司董事兼副总裁梁立先生申请离职，辞去公司副总裁、董事及董事会下设提名委员会委员的职务，辞职后，不再担任公司任何职务，需关注上述事项后续对公司经

营产生的影响。

三、运营环境

国际不锈钢真空保温器皿市场竞争格局相对成熟，而中国仍以代工为主，自主品牌效应较弱；受COVID-19疫情影响，行业供需疲软，企业业绩承压

全球不锈钢真空保温器皿市场需求较大，国际竞争格局相对成熟。考虑到不同性别、年龄段的消费者在不同场所对不锈钢真空保温器皿的需求不同，且部分发达国家和地区不锈钢真空保温器皿一定程度上具有快速消费品的特征，市场需求旺盛，未来不锈钢真空保温器皿的市场容量仍较大。从市场竞争力来看，不锈钢真空器皿行业的国际竞争相对成熟稳定，主要集中在少数知名品牌商之间，诸如日本的“膳魔师、虎牌、象印”、美国的PMI、Yeti Coolers”等，该等品牌市场认可度较高，产品附加值较大。

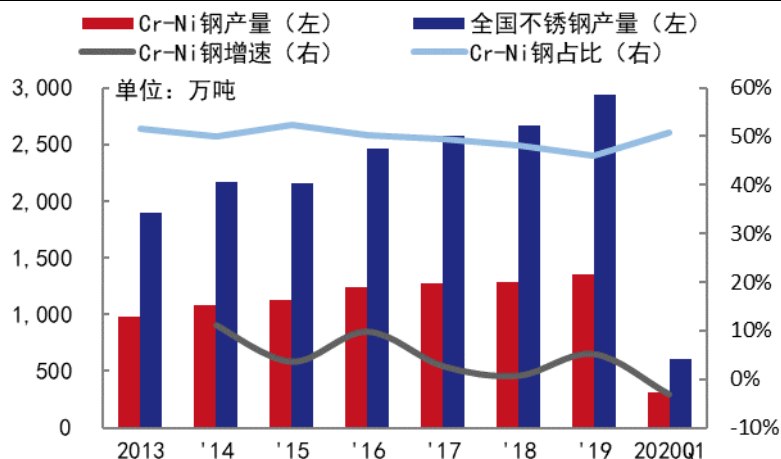
中国仍为不锈钢保温器皿的制造中心，以代工为主，自主品牌效应仍较弱。中国不锈钢真空保温器皿产业主要以客户制造服务OEM和自主品牌定制ODM模式的加工出口为主，随着产品制造技术、研发设计水平的快速提高，同时考虑到劳动力、土地等成本原因，保温杯的国际制造中心和采购中心逐步向中国转移。目前，我国自主品牌的研制能力仍偏弱，随着我国保温杯行业的优化升级，未来将逐步向提升产品精细化制造、研发设计和品牌影响力以提高产品附加值的方向发展。

2019年末爆发的COVID-19疫情导致企业延迟复工，行业供需疲软，企业业绩承压。受COVID-19疫情影响，行业企业延迟复工，目前虽然大部分企业已实现复工，但复产率有待提升，且伴随疫情蔓延至海外，导致行业企业面临较大的供应链风险，对企业业绩具有一定冲击。

2020年一季度我国铬镍系不锈钢产量出现下滑，但规模仍较大，继续为不锈钢真空保温器皿行业的发展提供重要保障，但需关注主要原材料镍价格上行对行业企业盈利的影响

铬镍系不锈钢（300系）的成本占不锈钢真空保温器皿总成本的比重较大，其价格波动直接影响行业企业的盈利水平。2019年我国不锈钢产量为2,940.00万吨，同比增长10.08%，增速较上年有所提升，占全球不锈钢产量的56.30%，其中300系（Cr-Ni钢）产量为1,349.40万吨，同比增长5.25%，占全国不锈钢产量的比重为25.84%。受COVID-19疫情影响，不锈钢供需疲软，2020年一季度300系（Cr-Ni钢）产量为308.13万吨，同比下降3.08%，占全国不锈钢产量的50.68%，未来或仍维持高位。未来伴随疫情的有效防控，加之国家利好政策出台，不锈钢产业链或将逐渐好转，继续为不锈钢真空保温器皿行业的发展提供重要保障。

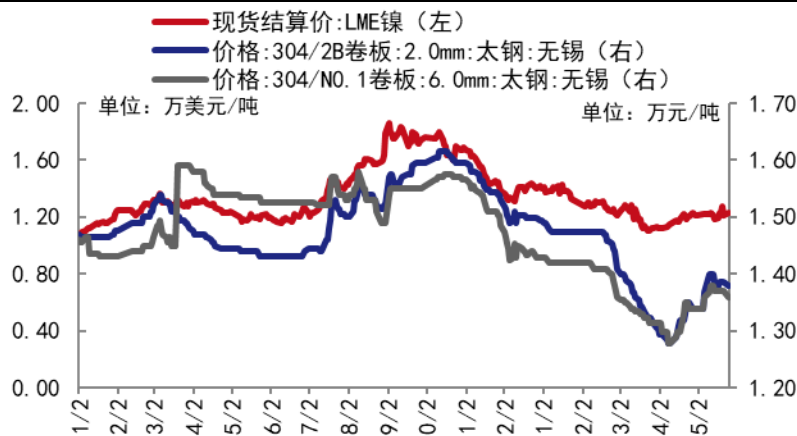
图1 2020年一季度我国铬镍系不锈钢产量出现下滑但仍较丰富



资料来源：Wind，中证鹏元整理

镍是300系不锈钢（代表品种为304不锈钢）的最主要组成元素，其成本占比最高可达70%，因此镍价格的波动对300系不锈钢的生产成本具有重大影响。2019年LME镍现货结算价格震荡上行后呈回落趋势。受COVID-19疫情影响影响，2020年一季度LME镍现货结算价格波动下滑，伴随疫情的不断防控及宏观政策利好等，2020年4月以来，LME镍现货结算价呈现增长态势，带动304不锈钢价格整体震荡上行。不锈钢真空保温器皿的原材料主要为304不锈钢卷板，LME镍现货结算价格呈上行趋势，对行业企业盈利水平或造成一定不利影响。

图2 2020年4月以来304不锈钢价格企稳回升



注：时间区间为2019年1月1日至2020年5月26日，删除了为0的数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

中美贸易摩擦再度升温、人民币汇率波动以及人力成本继续提升，对制造业企业盈利具有一定影响

近年来，国际贸易保护主义势头上升，部分国家和地区采取反倾销、反补贴、加征关税等手段加大对当地产业的保护力度。近年美国多次对中国产品加征关税，根据美国贸易代表办公室（USTR）公布的加税清单显示，加税产品虽未涉及不锈钢真空保温器皿产品，但若中美贸易摩擦继续升级，可能会对中国出口美国的不锈钢真空保温器皿产品造成一定的影响。目前多边国际贸易关系敏感复杂，大宗商品价格、外汇结算、税收政策、市场消费等方面亦存在诸多不确定因素。近年公司营业收入中外销占比在75%以上，主要外销市场集中于美国，如果我国与美国等国家的贸易摩擦进一步升级，将可能导致公司外销业务交易量下降、毛利率下滑等潜在的经营风险。

2020年1月人民币呈强势地位，美元兑人民币在7.0以下，此后，随着疫情蔓延至海外并不断恶化，3月人民币进入加速贬值状态，直接贬值破7.0，冲破7.10关口。在中美局势持续紧张之下，人民币汇率面临一定的贬值压力。汇率的波动对出口企业盈利具有较大的影响，未来仍需关注人民币升值对公司收入及盈利的影响。

图3 2020年以来美元兑人民币整体波动增长

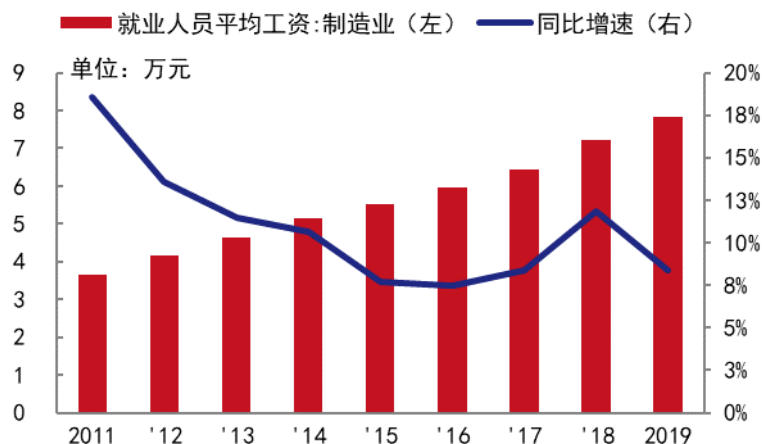


注：上图时间区间为2020年1月1日至2020年5月25日。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

人工成本是中小制造企业的关键成本，其高低对劳动力密集型制造业企业的生产、经营和管理等都具有直接的影响。2019年我国制造业企业就业人员平均工资同比增长8.41%至7.81万元，增速较上年小幅下滑。未来我国劳动力成本上涨将对劳动力密集型的制造业企业盈利造成较大不利影响。

图4 2019年中国制造业企业人力成本继续保持增长，增速小幅下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司仍主要从事不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产与销售，业务模式仍主要为OEM、ODM和OBM。公司通过OEM和ODM的业务模式与国际知名品牌商进行合作，采用直销的销售模式拓展国际市场，采用“经销为主、直销为辅”的销售模式进行国内市场自主品牌的销售。

从收入产品结构来看，2019年公司不锈钢真空保温器皿销售收入同比小幅下滑，占同期营业收入的比重小幅降至87.63%，导致营业收入整体同比略有下滑；毛利率小幅降至29.56%，主要系公司将部分配件由自产改为向第三方采购所致，致使综合毛利率小幅下滑。受COVID-19疫情的影响，公司及上下游企业延迟复工，部分订单被推迟或取消，且新增订单量减少，2020年1-3月不锈钢真空保温器皿销售收入有所下滑，导致营业收入同比下降39.54%。此外，公司还生产铝瓶、玻璃杯、塑料杯、不锈钢非真空器皿等产品，2019年和2020年1-3月收入合计分别为18,765.10万元和4,089.13万元，占营业收入的比重分别为10.46%和17.14%。公司其他业务主要为产品配件、紫砂杯、报废物料等的销售，规模仍较小。

从业务模式来看，公司不锈钢真空保温器皿仍以代工为主，得益于较好的制造技术、研发设计及质量管控，公司与国际大客户紧密合作，2019年公司OEM业务销售收入同比小幅增长。2019年和2020年1-3月公司OEM业务销售收入占营业收入的比重分别为66.39%和65.35%，但毛利率呈下滑趋势，导致整体盈利能力小幅减弱。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
营业收入合计	23,852.15	25.95%	179,374.36	29.81%	179,429.49	31.60%
1、按产品划分						
主营业务小计	23,479.39	25.91%	175,943.30	29.83%	176,603.44	31.71%
其中：不锈钢真空保温器皿	19,390.27	24.25%	157,178.19	29.56%	159,036.11	32.06%
铝瓶	1,305.14	62.13%	7,096.99	57.88%	5,716.78	54.09%
塑料杯	1,043.95	31.59%	5,250.08	17.29%	4,973.57	17.02%
其他	766.63	12.35%	1,748.05	12.39%	2,545.35	12.60%
玻璃杯	616.39	13.33%	3,322.72	18.65%	3,201.02	17.45%
不锈钢非真空器皿	357.02	18.25%	1,347.26	12.39%	1,130.62	17.05%
其他业务	372.76	28.27%	3,431.07	29.04%	2,826.05	24.64%
2、按业务模式划分						
OEM	15,587.21	23.63%	119,095.34	28.24%	109,210.27	32.90%
OBM	6,285.97	34.18%	41,843.27	38.35%	54,076.02	30.52%
ODM	1,606.21	15.74%	15,004.68	20.57%	13,317.15	26.80%
其他业务	372.76	28.27%	3,431.07	29.04%	2,826.05	24.64%

注：2019 年公司 OEM、OBM 和 ODM 收入合计数与主营业务收入存在细微的差异系“四舍五入”所致。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕不锈钢真空保温器皿的生产制造，积累了丰富的经验，产品质量管控较好，且与国际大客户保持长期稳定的合作关系

公司从业年限较长，产销规模较大，为国际保温杯知名品牌商合作生产厂家，制造技术及研发设计具有一定优势。公司产品成功入选 2019 年 G20 峰会日本大阪峰会礼品，且与故宫文创和人民文创（北京）文化发展有限公司（以下简称“人民文创”）达成战略合作。公司通过研发积累和持续的技术改造形成了超薄不锈钢焊接圆管水介质液压成形、产品表面智能抛光、不锈钢旋薄拉伸成形等技术。

此外，公司重视产品质量管控，持续完善质量管理体系和认证实验室管理体系，已通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和 GB/T28001 职业健康安全管理体系等的认证，产品良品率和一次合格率表现仍较好，有助于公司与国际大客户保持长期稳定的合作关系，促使国际大客户订单量增加。经过多年国际市场的拓展，公司拥有较为稳定的客户群体，如 Yeti Coolers、PMI 等，且与该等客户进行了深入的合作。

公司产品销售仍以国际市场为主，且美澳区占比较大，客户集中度较高且持续提升；受 COVID-19 疫情影响，公司 2020 年一季度出现亏损

公司OEM和ODM业务客户主要为国际不锈钢真空器皿品牌商；OBM业务以国内市场为主，在欧洲、巴西、印度等国家或地区也有涉猎。销售渠道方面，对于OEM和ODM业务，公司主要通过博览会、展会活动和跨境电子商务等渠道与客户建立关系；OBM业务的主要销售渠道包括传统渠道、特殊渠道、现代渠道、电子商务渠道和新渠道等。

销售模式方面，公司OEM和ODM业务均为直销模式，OBM业务¹则采用“经销为主，直销为辅”的模式，经销模式为买断式销售。货款结算方面，对于海外客户，公司通常会要求客户预付部分货款，余款将在客户收到货运提单后支付，对于长期合作的优质客户，公司也会给予客户1-3个月的信用期；对于国内新开拓的经销商，在与其合作的前3-6个月内，公司要求现款现货，之后则视双方合作情况考虑给予对方一定的信用额度，年末与其结清全年的销售款项。

公司产品销售仍以国际市场为主，2019年和2020年1-3月国际市场销售收入占主营业务收入的比重分别为81.00%和84.99%，其中美澳区销售收入占主营业务收入的比重超过60%，且有所提升。公司保温杯生产制造经验丰富，产品质量管控及研发技术均较好，与国际大客户合作紧密，2019年国际市场销售收入较上年相对稳定。在COVID-19疫情冲击下，2020年一季度公司部分订单被推迟或取消，且新增订单有所减少，导致2020年1-3月营业收入同比下降39.54%，经营业绩出现亏损。若疫情未能得到有效防控，主要客户经营业绩或遭受冲击，未来订单量可能进一步压缩，将可能对公司业绩造成较大不利影响。公司境外产品销售主要以美元计价和结算，2019年和2020年1-3月汇兑净收益分别为1,280.26万元和379.95万元。截至2020年3月末，公司在手订单为3,000.00万美元。

表5 按区域划分公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

区域	2020年1-3月		2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国际市场	19,955.85	84.99%	142,506.55	81.00%	138,815.94	78.60%
其中：美澳区	15,686.28	66.81%	115,688.85	65.75%	106,428.87	60.26%
欧洲区	3,658.43	15.58%	23,017.75	13.08%	22,781.75	12.90%
西亚印非区	149.22	0.64%	2,328.97	1.32%	6,612.22	3.74%
亚洲区	461.92	1.97%	1,470.99	0.84%	2,993.10	1.69%
国内市场	3,523.54	15.01%	33,436.74	19.00%	37,787.50	21.40%
合计	23,479.39	100.00%	175,943.30	100.00%	176,603.44	100.00%

注：1）上表中亚洲区不包含国内市场；2）2019年国际市场与国内市场销售收入之和与合计数存在的细微差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年和2020年1-3月公司国际业务前五大客户销售金额合计占同期营业收入的比重

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

分别为60.99%和61.94%，客户销售集中度较高且有所提升。2019年和2020年1-3月前两大客户销售额合计占营业收入的比重分别为54.04%和48.20%，其中对第一大客户的销售收入占比在33%以上，对第一大客户依赖性较大，或对公司经营业绩及财务造成一定影响。

公司国内自主品牌经营业绩继续下滑，仍面临较大的竞争压力

目前公司拥有的自主品牌主要有“SIGG”、“HAERS”、“NONOO”、“SANTECO”等，主要定位于中高端市场，但与国际知名品牌相比，品牌效应仍不明显。公司国内市场销售的产品主要为自主品牌，销售渠道仍以商超和电商为主，2019年和2020年1-3月上述模式销售收入合计占国内市场销售收入的比重分别为81.45%和80.49%。因国内市场渠道拓展与销售实际完成不及预期，2019年国内自主品牌销售收入同比有所下滑。2020年1-3月公司国内自主品牌销售业绩继续下滑，疫情持续影响下，公司国内业绩或继续承压。

表 6 公司国内销售渠道分布情况（单位：万元）

渠道	2020年1-3月		2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商超	1,424.40	40.43%	14,536.81	43.48%	19,018.37	50.33%
电商	1,411.73	40.07%	12,696.10	37.97%	12,965.75	34.31%
礼品	590.17	16.75%	5,842.19	17.47%	5,485.41	14.52%
电视购物	97.24	2.76%	361.64	1.08%	317.97	0.84%
合计	3,523.54	100.00%	33,436.74	100.00%	37,787.50	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司对国内市场的销售渠道、销售策略、产品策略、品牌推广策略等进行了全面梳理及优化。基于此，2019年以来，公司对国内市场销售渠道进行了精简，2020年3月末形成了227家传统渠道经销商、142家特殊渠道经销商、92家现代渠道经销商、22家电商渠道经销商、12家新渠道经销商。此外，2019年末公司开始尝试线上直播带货，推动渠道营销创新。公司仍具有较强的渠道优势，但因国内产能供应不足、渠道销售不及预期及COVID-19疫情影响等，国内主要渠道销售收入有所下滑。公司产品已成功入选2019年G20峰会日本大阪峰会礼品，成功推出华为HiLink生态智能杯，且与故宫文创及人民文创达成合作，可推出带有相关标志的保温杯。此外，公司形成了自媒体运营、数字精准传播等品牌推广活动，借此有望进一步提高公司品牌知名度和声誉，推进“哈尔斯”由行业品牌转为消费者品牌。

随着公司加大对国内市场销售渠道、销售策略等的梳理及调整力度，自主品牌市场未来增长潜力仍较大，但行业内新生品牌不断涌现，国内竞争加剧以及市场消费需求日趋多元化和个性化，若公司不能持续提升产品创新和高端制造能力，不断加强品牌推广和创新营销模式，并提升品牌影响力，或国内渠道拓展和经销商管理不佳，也将对公司经营业绩

产生不利影响。

公司不锈钢材料采购成本占比仍较大，需持续关注其价格波动对盈利的影响；公司第一大供应商仍较稳定，原材料采购具有一定账期，有利于缓解营运资金压力

公司生产所需的原材料主要为不锈钢卷板、钢件及不锈钢杯体等，该等原材料仍主要依靠外购，2019年上述原材料采购金额同比小幅提升。在COVID-19疫情的冲击下，2020年一季度公司部分订单被推迟或取消、且新增订单减少，导致主要原材料采购下滑。公司主打产品不锈钢真空保温器皿生产所需的原材料主要为304不锈钢，伴随国内疫情得到有效控制后，2020年4月以来，304不锈钢价格企稳回升，对公司盈利或造成一定不利影响。

表7 公司主要原材料采购金额及占比情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不锈钢卷板	5,309.87	29.82%	23,780.23	24.71%	17,142.93	17.13%
钢件及不锈钢杯体	3,109.65	17.46%	33,437.98	34.74%	38,223.94	38.19%
合计	8,419.52	47.28%	57,218.21	59.45%	55,366.87	55.32%

注：1）占比为占当期直接原材料采购总额的比重；2）由于产能不足同时考虑成本效益等因素，公司向供应商采购钢件、不锈钢杯体等半成品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产所需的不锈钢卷板主要是向浦项（张家港）不锈钢股份有限公司等供应商采购；钢件及不锈钢杯体等的采购主要在永康本地进行。2019年及2020年1-3月公司前五大供应商采购金额合计占当期采购总额的比重分别为37.72%和40.88%，其中第一大供应商仍较稳定，整体采购集中度略有提升，但仍处于较低水平。

原材料采购结算方面，公司原材料仍采用货到后付款方式进行结算，2020年付款政策由月结60天调整为月结90天，付款方式主要为银行转账。公司支付货款具有一定账期，有利于降低公司的营运资金压力。

2020年一季度公司不锈钢真空保温器皿产销量大幅下滑，主要在建产能进度缓慢

因国际业务订单量较大，2019年公司不锈钢真空保温器皿产量和销量同比均略有提升。在COVID-19疫情冲击下，2020年1-3月不锈钢真空保温器皿产量及销量均大幅下滑。目前，公司不锈钢真空保温器皿生产基地仍为永康和临安两处生产基地。跟踪期内，公司不锈钢真空保温器皿产销率稳定在100%左右，生产线处于满负荷运行状态。得益于Yeti Coolers、PMI等国际大客户订单量的稳步增长，2019年公司不锈钢真空保温器皿产能已经饱和，部分订单通过对外采购来完成，需关注外协产品的质量。

表8 公司不锈钢真空保温器皿产能及产销量情况（单位：万只）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
产能	2,930.00	2,930.00	2,930.00
产量	599.03	4,011.99	4,001.76
销量	602.41	4,001.75	3,957.25
产能利用率	81.78%	136.93%	136.58%
产销率	100.56%	99.74%	98.89%

注：1）2020年1-3月产能利用率=2020年1-3月产量×4÷全年产能；2）2018-2019年公司产能利用率超过100.00%，主要原因是公司通过对外采购钢件、不锈钢杯体等半成品提升公司产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为解决产能瓶颈问题，公司投资建设临安生产基地，该基地已于2017年9月建成使用，预计全部达产后将形成800万只高端杯、300万只智能杯以及1,200万只塑料杯的生产能力。其中，“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”系本期债券募投项目，也是公司主要在建产能。本期债券募投项目已于2016年开工建设，原计划分两期进行，第一期3年，第二期2年，预计于2020年完工。根据公司于2020年4月28日披露的《浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司关于部分募投项目增加实施主体、实施地点及适当延期的公告》，公司将本期债券募投项目的部分产能转移至永康生产基地，且建设期延长至2021年12月31日。截至2020年3月末，本期债券募投项目总投资56,604.73万元，实际累计已投资8,770.69万元，占总投资的15.49%，项目进度不及预期，且面临一定资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年和2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

本期债券发行使得公司资产总额有所提升，应收账款和存货占用公司较多资金

因发行债券及银行借款融资规模增加，公司整体资产规模稳步提升，2019年末和2020年3月末同比增速分别为17.51%和4.97%。从资产结构来看，公司以流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	41,591.15	21.02%	50,020.03	23.91%	13,831.77	7.77%
应收账款	14,825.42	7.49%	19,154.60	9.16%	23,564.41	13.24%
存货	44,970.84	22.73%	42,100.06	20.13%	38,805.20	21.80%
流动资产合计	109,045.84	55.11%	119,089.89	56.93%	82,464.41	46.32%
长期股权投资	5,188.24	2.62%	5,225.48	2.50%	8,970.75	5.04%
固定资产	67,636.30	34.19%	69,000.42	32.98%	70,417.02	39.56%
在建工程	1,317.49	0.67%	859.63	0.41%	1,734.77	0.97%
无形资产	9,628.17	4.87%	9,829.87	4.70%	10,440.04	5.86%
非流动资产合计	88,807.83	44.89%	90,101.02	43.07%	95,550.90	53.68%
资产总计	197,853.67	100.00%	209,190.91	100.00%	178,015.31	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年第一季度报告，中证鹏元整理

伴随本期债券成功发行融资 29,027.36 万元（扣除发行费用后）及新增借款等，2019 年末货币资金同比大幅增长 261.63%，2020 年 3 月末公司无受限货币资金。2019 年公司执行新金融工具准则，对年初应收账款等进行了调整，调整后的应收账款为 19,054.22 万元，故 2019 年末公司应收账款较年初数略有提升。截至 2019 年末，公司应收账款前五名金额合计 5,175.70 万元，占应收账款余额的 22.69%，应收对象较为分散。因经营生产扩张、OBM 业务备货增加及 COVID-19 疫情冲击等，2019 年末公司存货同比小幅增长，2020 年 3 月末较上年末进一步增长，伴随国内市场竞争激烈及 COVID-19 疫情持续影响，未来可能存在一定的库存积压和跌价风险。2019 年末和 2020 年 3 月末公司应收账款和存货合计占总资产的比重在 30%左右，占用公司较多资金。

长期股权投资系对联营企业汉华数字饮水器具科技（深圳）有限公司等的投资，因公司减少对永康市融联企业管理有限公司（以下简称“永康融联”）²的投资，2019年末长期股权投资同比下降41.75%。2019年公司权益法核算的长期股权投资损失255.28万元。因房屋建筑物计提折旧等相对较大，2019年末公司固定资产同比小幅下滑，2020年3月末进一步下滑至67,636.30万元，占总资产的34.19%。其中，2019年末子公司安徽省哈尔斯玻璃器皿有限公司价值614.41万元厂房的产权证明尚未办妥。伴随临安生产基地部分生产线建成投产并转入固定资产，2019年末公司在建工程同比下降50.45%。随着生产线的持续投入并达产，未来公司产能有望实现进一步增长，同时需关注新增产能消化情况。2020年3月末公司在建工程较上年末增长53.26%，主要系尚未安装的设备增加所致。2019年末公司无形

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

资产小幅下滑，主要由土地使用权和商标权构成，其中账面价值94.45万元的土地的产权证尚未办理。

资产运营效率

2019年公司净营业周期继续延长，整体资产运营效率仍较低

公司不锈钢真空保温器皿仍以国际市场为主，2019年应收账款周转天数同比小幅增长，但因主要业务OEM的客户大多为国际知名品牌商，回款稳定且账期偏短，整体应收账款周转情况仍较好。因经营生产扩张及OBM备货增加等，2019年公司存货周转效率小幅下滑，存货周转天数小幅增至115.68天。2019年公司应付账款周转天数略有延长，但整体仍较短。受以上因素综合影响，2019年公司净营业周期有所延长，营运资金被占用加大。因在建工程转固及购置设备等，2019年公司固定资产周转天数增加15.30天。2019年公司流动资产周转天数和总资产周转天数同比均有所增长，且处于较高水平，整体资产运营效率仍较低。

表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	42.87	38.51
存货周转天数	115.68	102.17
应付账款周转天数	87.94	86.57
净营业周期	70.61	54.11
流动资产周转天数	202.26	159.55
固定资产周转天数	139.90	124.60
总资产周转天数	388.56	344.75

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受COVID-19疫情影响，2020年一季度公司营业收入有所下滑，且出现亏损，产品盈利能力持续下降

受COVID-19疫情影响，公司及上下游企业延迟复工，部分订单被推迟或取消，且新增订单量减少，导致2020年1-3月营业收入同比下降39.54%。2019年公司电商渠道实行全网策略，加大力度拓展线上业务，致销售费用增加，且公司为提升产品竞争力等，加大了对研发和信息化建设的投入，以及本期债券的发行导致利息支出增加等。此外，因处置金融工具和股权投资出现损失等及计提坏账损失，2019年公司投资损失和信用减值损失分别

为1,598.34万元和1,117.79万元。受上述因素综合影响，2019年公司营业利润、利润总额和净利润同比均大幅下滑，2020年1-3月甚至出现亏损。随着国际订单量的持续加大，公司部分配件由自产改为向第三方采购，受此影响，公司综合毛利率呈下滑趋势，盈利能力有所减弱。

公司收入主要来源于国际市场，且主要以美元进行结算，汇率波动对公司盈利具有一定影响。2019年和2020年1-3月公司汇兑收益分别为1,280.26万元和379.95万元，对盈利形成利好，但长期仍需关注人民币升值对公司盈利的影响。

公司临安生产基地已于2017年9月完工并投入运营，但目前自主品牌产能仍不饱和。本期债券募投项目——“年产800万只SIGG高端杯生产线建设项目”总投资规模较大，新增产能如不能完全被消化，将对公司盈利或造成较大影响。公司属于劳动密集型企业，2019年支付给职工以及为职工支付的现金同比增长12.63%，未来人工成本增长或将进一步影响公司盈利水平。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	23,852.15	179,374.36	179,429.49
销售费用	3,347.74	19,595.94	17,833.55
管理费用	2,869.60	15,152.71	14,107.29
研发费用	1,411.61	6,747.26	6,244.96
汇兑损益	-379.95	-1,280.26	-482.89
利息支出	932.35	3,234.81	2,173.46
投资收益	-157.20	-1,598.34	-905.66
信用减值损失	0.00	-1,117.79	-
营业利润	-2,545.80	6,568.38	12,849.54
利润总额	-2,396.84	6,498.98	12,407.48
净利润	-2,401.23	4,786.35	9,218.57
综合毛利率	25.95%	29.81%	31.60%
营业利润率	-10.67%	3.66%	7.16%
总资产回报率	-	5.03%	8.49%
净资产收益率	-	5.58%	11.24%
营业收入增长率	-39.54%	-0.03%	24.68%
净利润增长率	-306.40%	-48.08%	-10.10%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告、未经审计的 2020 年第一季度报告及公司提供，中证鹏元整理

现金流

公司业务获现能力仍较强且继续提升，产能扩张所需资金规模较大，投资仍较依赖外

部融资

公司主要客户为国际知名品牌商，付款能力和速度较好。2019年和2020年1-3月公司收现比分别为1.03和1.24，经营活动现金生成能力有所增强。因收入占比较大的国际业务的客户货款支付能力较强且账期较短，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模较大，全年经营活动产生的现金净流入10,511.64万元。在COVID-19疫情冲击下，2020年1-3月公司业绩下滑，经营活动产生的现金净流入规模较小。

投资活动方面，为满足经营发展需要，公司投资建设临安基地生产线、购置设备等，导致2019年和2020年1-3月投资活动产生的现金持续净流出。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款和发行债券，筹资力度较大，2019年筹资活动产生的现金净流入26,897.23万元。因债务到期偿还本息，2020年1-3月公司筹资活动产生的现金表现为净流出。未来随着临安和永康基地生产线的不断扩建，资金需求明显，公司投资活动对外部融资的依赖性或将加大。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
收现比	1.24	1.03	0.96
净利润	-2,401.23	4,786.35	9,218.57
FFO	-	17,639.42	20,224.08
营运资本变化	-	-7,127.78	-14,956.83
其中：存货减少（减：增加）	-	-3,539.71	-7,246.80
经营性应收项目的减少(减：增加)	-	-3,196.57	-10,787.80
经营性应付项目的增加(减：减少)	-	-391.50	3,077.77
经营活动产生的现金流量净额	64.16	10,511.64	5,267.24
投资活动产生的现金流量净额	-516.96	-4,108.53	-14,278.34
筹资活动产生的现金流量净额	-3,158.81	26,897.23	-3,483.96
现金及现金等价物净增加额	-3,428.88	33,458.26	-12,156.27

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增长，短期债务压力加大

因本期债券成功发行及银行借款筹集大额资金，2019年末和2020年3月末公司负债总额同比均有所提升，产权比率也有所上涨，2020年3月末为130.35%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较弱。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	111,962.10	120,367.97	95,152.81
所有者权益	85,891.57	88,822.95	82,862.50
产权比率	130.35%	135.51%	114.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司债务期限结构偏短期，2019 年末和 2020 年 3 月末流动负债占负债总额的比重分别为 78.82% 和 76.82%。因原材料采购、经营周转等对资金需求不断增加，2019 年末和 2020 年 3 月末公司短期借款同比分别增长 32.27% 和 1.43%。随着部分设备工程款等的结算，2019 年末公司应付账款同比小幅下滑，2020 年 3 月末进一步下滑至 25,473.38 万元，占负债总额的 22.75%。预收款项主要为预收 OEM 客户购货款，伴随国际客户的深入合作，公司适当给予其一定信用期，导致 2019 年末预收货款小幅下滑。

2019 年末和 2020 年 3 月末公司无长期借款。应付债券为本期债券，2020 年 3 月末余额为 3.00 亿元，票面利率为 0.40%，将于 2024 年 8 月 22 日到期。截至 2020 年 3 月末，公司有息债务规模为 76,646.25 万元，占负债总额的 68.46%，其中短期有息债务为 51,530.62 万元，同比增长 14.65%，占有息债务的 67.23%，货币资金/短期有息债务仍较低，短期债务压力加大，且公司股价波动下行，可能存在触发债券回售风险。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	42,544.69	38.00%	44,990.98	37.38%	34,013.94	35.75%
应付账款	25,473.38	22.75%	30,277.46	25.15%	31,225.52	32.82%
预收款项	3,330.93	2.98%	3,345.91	2.78%	3,513.93	3.69%
一年内到期的非流动负债	8,985.92	8.03%	8,915.01	7.41%	3,000.00	3.15%
流动负债合计	86,013.26	76.82%	94,876.61	78.82%	80,106.57	84.19%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	14,652.21	15.40%
应付债券	25,115.63	22.43%	24,721.56	20.54%	0.00	0.00%
非流动负债合计	25,948.84	23.18%	25,491.35	21.18%	15,046.24	15.81%
负债合计	111,962.10	100.00%	120,367.97	100.00%	95,152.81	100.00%
其中：有息债务	76,646.25	68.46%	78,627.54	65.32%	51,666.15	54.30%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司本期债券发行成功及短期借款规模增加，导致整体负债水平有所增长，2020 年 3 月末为 56.59%，流动比率和速度比率仍偏低。债务增加导致利息支出增加，2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数有所下滑，有息债务/EBITDA 和债务总额/EBITDA

均同比有所增加，公司利润对债务本息偿还的保障程度有所减弱，经营性净现金流/流动负债和经营性净现金流/负债总额仍处于较低水平。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	56.59%	57.54%	53.45%
流动比率	1.27	1.26	1.03
速动比率	0.74	0.81	0.55
EBITDA（万元）	-	17,374.21	20,624.24
EBITDA 利息保障倍数	-	5.37	9.49
有息债务/EBITDA	-	4.53	2.51
债务总额/EBITDA	-	6.93	4.61
经营性净现金流/流动负债	0.00	0.11	0.07
经营性净现金流/负债总额	0.00	0.09	0.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

控股股东及实际控制人以其合法拥有的部分公司股份为本期债券提供质押担保，仍能为本期债券提供一定的风险缓冲，同时需关注该等质押股票价格的波动风险

公司控股股东及实际控制人吕强先生以其合法拥有的部分公司股份作为质押资产为本期债券进行质押担保，担保范围包括主债权（本金及利息，利息包括法定利息、约定利息、罚息等）、违约金、损害赔偿金、质押物保管费用、为实现债权而产生的合理费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、公证费用、执行费用等）、因债务人违约而给质权代理人造成的损失和其他所有应付费用。

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

根据中国证券登记结算有限公司于2019年8月16日出具的《证券质押登记证明》，吕强先生质押的其合法拥有的公司股份数量为7,118.65万股（质押登记日为2019年8月15日），为无限售流通股。截至2020年6月8日，该等股票市值（股票价格按前30个交易日的收盘价

均价计算)为本期债券发行本金和一年利息之和的1.10倍,且质押物流动性较好,仍能为本期债券提供一定的风险缓冲。值得注意的是,受资本市场价格波动及公司经营业绩等的影响,2019年4月以来,公司股价波动下滑,需关注质押股份市值波动风险。

综合来看,本期债券质押物流动性较好,仍能提供一定的风险缓冲,但需关注该等质押物市值受股票市场及公司经营业绩波动等因素的影响。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告(自主查询版),从2017年1月1日至报告查询日(2020年4月22日),公司本部不存在未结清不良类信贷记录,已结清信贷信息无不良类账户;公司各项债务融资工具均按时偿付利息,无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

公司专注于不锈钢真空保温器皿的生产,具有一定的制造技术及研发设计优势,且良品率、一次合格率及产品质量管控均较好,使其与国际大客户保持长期稳定的合作关系,且大客户付款能力和速度较好,公司收现比仍维持在较高水平,经营活动现金生成能力较强。此外,公司控股股东及实际控制人吕强先生以其合法拥有的公司7,118.65万股无限售流通股为本期债券提供质押担保(质押登记日为2019年8月15日),仍能为本期债券提供一定的风险缓冲。

中证鹏元也关注到,2019年以来公司高管变动频繁,与国际保温杯知名品牌相比,公司自主品牌效应仍不明显,国内自主品牌销售收入继续下降,主要在建产能进度不及预期且面临一定资金压力,且行业内新生品牌不断涌现,面临较大的竞争压力。2019年及2020年1-3月公司国际业务第一大客户销售收入占比在33%以上,对第一大客户依赖较大,或对公司经营业绩及财务造成一定影响,且受COVID-19疫情影响,公司2020年一季度经营业绩出现亏损;公司应收账款和存货仍占用较多资金,短期债务压力加大,以及2019年4月以来,公司股票价格波动下行,实际控制人吕强先生质押股份较多,需持续关注质押股份市值波动及实际控制人股权质押风险。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	41,591.15	50,020.03	13,831.77	25,988.05
应收账款	14,825.42	19,154.60	23,564.41	14,824.27
存货	44,970.84	42,100.06	38,805.20	30,859.12
流动资产合计	109,045.84	119,089.89	82,464.41	76,582.29
固定资产	67,636.30	69,000.42	70,417.02	53,792.66
非流动资产合计	88,807.83	90,101.02	95,550.90	89,057.02
资产总计	197,853.67	209,190.91	178,015.31	165,639.31
短期借款	42,544.69	44,990.98	34,013.94	22,701.29
应付账款	25,473.38	30,277.46	31,225.52	27,797.39
一年内到期的非流动负债	8,985.92	8,915.01	3,000.00	2,000.00
流动负债合计	86,013.26	94,876.61	80,106.57	64,556.53
长期借款	0.00	0.00	14,652.21	19,547.39
应付债券	25,115.63	24,721.56	0.00	0.00
非流动负债合计	25,948.84	25,491.35	15,046.24	19,982.96
负债合计	111,962.10	120,367.97	95,152.81	84,539.48
有息债务	76,646.25	78,627.54	51,666.15	44,248.68
所有者权益合计	85,891.57	88,822.95	82,862.50	81,099.83
营业收入	23,852.15	179,374.36	179,429.49	143,914.94
营业利润	-2,545.80	6,568.38	12,849.54	11,730.00
净利润	-2,401.23	4,786.35	9,218.57	10,254.46
经营活动产生的现金流量净额	64.16	10,511.64	5,267.24	4,290.16
投资活动产生的现金流量净额	-516.96	-4,108.53	-14,278.34	-13,773.87
筹资活动产生的现金流量净额	-3,158.81	26,897.23	-3,483.96	9,510.12
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	42.87	38.51	34.19
存货周转天数	-	115.68	102.17	107.25
应付账款周转天数	-	87.94	86.57	97.82
净营业周期	-	70.61	54.11	43.62
流动资产周转天数	-	202.26	159.55	180.64
固定资产周转天数	-	139.90	124.60	106.50
总资产周转天数	-	388.56	344.75	389.95
综合毛利率	25.95%	29.81%	31.60%	32.86%
期间费用率	33.35%	24.03%	22.59%	23.67%
营业利润率	-10.67%	3.66%	7.16%	8.15%

总资产回报率	-	5.03%	8.49%	8.09%
净资产收益率	-	5.58%	11.24%	13.10%
营业收入增长率	-39.54%	-0.03%	24.68%	7.28%
净利润增长率	-306.40%	-48.08%	-10.10%	-12.31%
FFO	-	17,639.42	20,224.08	17,763.65
资产负债率	56.59%	57.54%	53.45%	51.04%
流动比率	1.27	1.26	1.03	1.19
速动比率	0.74	0.81	0.55	0.71
EBITDA（万元）	-	17,374.21	20,624.24	17,242.25
EBITDA 利息保障倍数	-	5.37	9.49	11.81
有息债务/EBITDA	-	4.53	2.51	2.57
债务总额/EBITDA	-	6.93	4.61	4.90
经营性净现金流/流动负债	0.00	0.11	0.07	0.07
经营性净现金流/负债总额	0.00	0.09	0.06	0.05

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 截至2020年3月末纳入公司合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
杭州哈尔斯实业有限公司	8,800.00	100.00%	制造业
希格户外运动投资有限公司	5,001.00	100.00%	商务服务业
希格户外休闲运动用品有限公司	5,001.00	90.00%	文化体育业
浙江哈尔斯贸易有限公司	5,000.00	100.00%	贸易
安徽省哈尔斯玻璃器皿有限公司	2,000.00	80.00%	制造业
浙江氮氧家居有限公司	2,000.00	51.00%	商务服务业
哈尔斯（深圳）智能数字化饮水器具有限公司	1,538.47	77.25%	制造业
浙江强远数控机床有限公司	1,000.00	70.00%	制造业
SIGG Switzerland Bottles AG	110.00 万瑞士法郎	100.00%	制造业
SIGG Holding Switzerland AG In Grundung	10.00 万瑞士法郎	100.00%	其他
SIGG CARE Switzerland AG	10.00 万瑞士法郎	100.00%	其他
SIGG Deutschland GmbH	2.50 万欧元	100.00%	制造业
哈尔斯（香港）有限公司	1.00 万港币	100.00%	其他

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款账面价值} + \text{期末应付账款账面价值}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券
营运资本变化	存货 + 经常性应收项目的减少 + 经常性应付项目的增加
非付现费用	资产减值准备 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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