浙江明牌珠宝股份有限公司2012年公司债券2016年跟踪信用评级报告

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江明牌珠宝股份有限公司（以下简称“明牌珠宝”或“公司”）及其2012年3月22日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2016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加强对经销商、加盟商的风险控制，有利于其后续稳健经营；公司整体资产质量较好，负债率较低，财务安全性尚可；同时我们也关注到，受宏观经济下行、金价下跌等因素影响，2015年公司营业收入大幅下滑，盈利能力明显下降；经销商、加盟商坏账风险明显上升，公司资产减值损失及坏账准备大幅增长，相关诉讼亦明显增加；公司新增产能未达预期效益，存在一定产能闲置情况；公司经营效率有所下滑，资产周转速度亦有所下降等风险因素。

正面：

●公司加强对经销商、加盟商的风险控制，有利于其后续稳健经营。2015年，公司加强了对加盟商及经销渠道的综合评估，淘汰了部分经营存在问题的经销商、加盟商，对公司未来1-2年的经营业绩会造成一定不利影响，但有利于控制经营风险，对公司后续稳健经营起到一定作用。

●公司整体资产质量较好。2015年，公司资产仍以流动资产为主，存货和银行理财产品合计占比较高，其变现能力较强，同时通过套期工具有效控制了存货跌价风险，公司整体资产质量较好。截至2015年末，公司存货和银行理财产品合计规模为231,154.33万元，占资产总额的比例为47.30%。

●公司整体负债水平较低。受负债规模下降影响，2015年末公司资产负债率进一步降至38.31%；公司负债经营程度较低，财务安全性尚可。

关注：

●跟踪期公司营业收入大幅下滑，盈利能力明显下降。受宏观经济下行、金价大幅下跌等因素影响，2015年公司实现营业收入523,965.63万元，较上年同期减少23.42%，净利润5,678.75万元，较上年同期减少71.52%。

●公司经销商、加盟商坏账风险明显上升，未来需持续关注公司坏账情况。由于宏观经济下行，黄金珠宝消费放缓，经销商及加盟商外部经营环境有所恶化，坏账风险明显提升，2015年公司发生资产减值损失2,213.89万元，较上年同期大幅增长208.59%，年末共计提坏账准备3,421.21万元，较上年末大幅增长135.85%，因坏账问题产生的诉讼亦明显增加，未来需持续关注公司坏账情况。

●公司新增产能未达预期效益，存在一定产能闲置情况。2015年，随着生产基地项目的逐步投产，公司黄金饰品及白银制品的理论产能明显提升，但受行业景气度及终端销售情况不佳等因素影响，公司新增产能未达预期效果，黄金饰品及白银制品的产能利用率分别为62.48%和13.57%，存在一定产能闲置情况。

●公司经营效率有所下滑，资产周转速度亦有所下降。受经营业绩大幅下滑等因素影响，2015年公司各项资产运营指标较上年均出现不同程度下滑，其中净营业周期较上年延长21.44天，总资产周转天数较上年延长82.38天。

主要财务指标：

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	488,659.30	495,088.57	500,235.90	486,350.51
所有者权益合计（万元）	308,163.46	305,407.32	304,921.18	286,910.63
有息债务（万元）	99,697.06	109,888.69	108,977.68	133,037.82
资产负债率	36.94%	38.31%	39.04%	41.01%
流动比率	4.45	4.10	5.54	4.68
速动比率	2.69	2.40	3.44	2.54
营业收入（万元）	127,906.74	523,965.63	684,211.16	855,780.38
营业利润（万元）	3,634.94	8,196.02	25,731.23	11,195.51
利润总额（万元）	3,578.00	8,761.08	26,368.31	11,902.33
综合毛利率	8.15%	7.62%	8.66%	5.55%
总资产回报率	–	3.97%	7.60%	4.61%
EBITDA（万元）	–	20,826.96	38,708.62	22,160.80
EBITDA利息保障倍数	–	1.90	3.48	2.40
经营活动现金流净额（万元）	22,082.58	34,582.87	37,129.61	85,305.26

资料来源：公司2013-2015年审计报告及2016年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]308号文核准，公司于2012年3月22日公开发行10亿元公司债券，票面利率7.20%，在债券存续期前3年固定不变。公司有权决定是否在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率。公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第3个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。

本期债券的起息日为2012年3月22日，按年计息，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。公司于2015年2月2日发布了《关于“12明牌债”票面利率调整和投资者回售实施办法的公告》，并于2015年2月3日、2月4日、2月5日分别发布了提示性公告，但投资者均未行使回售选择权。截至2016年3月31日，本期债券本息累计兑付情况见下表。

表1　截至2016年3月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本期兑付日期	期初本金余额	本金回售/兑付金额	利息支付	期末本金余额
2013年3月22日	100,000	–	7,200	100,000
2014年3月24日	100,000	–	7,200	100,000
2015年3月23日	100,000	–	7,200	100,000
2016年3月22日	100,000	–	7,200	100,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金已全部用于补充公司流动资金，调整债务结构。

二、发行主体概况

截至2016年3月31日，公司注册资本和实收资本均为52,800万元，跟踪期内未发生变化。公司主要股东仍为浙江日月首饰集团有限公司（以下简称“日月集团”或“担保方”）和永盛国际投资集团有限公司，持股比例分别为29.96%和21.80%。跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为虞阿五、虞兔良父子。2015年3月，公司将子公司青岛明牌盛商贸有限公司注销，该子公司不再纳入公司合并报表范围。

表2　2015年度公司合并范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入合并报表的原因
青岛明牌盛商贸有限公司	100.00%	50.00	注销

资料来源：公司审计报告

截至2015年12月31日，公司资产总额为495,088.57万元，归属于母公司所有者权益为305,415.26万元，资产负债率为38.31%。2015年，公司实现营业收入523,965.63万元，利润总额8,761.08万元，经营活动现金流净额34,582.87万元。

三、运营环境

2015年，由于部分投资需求恢复，黄金珠宝行业有所回暖，但受金价持续下跌、居民消费力不足等因素影响，黄金珠宝行业的低迷仍在持续

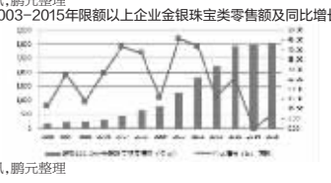
受益于政策开放、金价上涨、渠道扩张和居民消费力提升，我国黄金珠宝行业经历了2003年到2013年“黄金十年”发展阶段，限额以上企业金银珠宝类零售额实现了33.6%以上的年均复合增长率，是国内增长最迅速的消费品类之一。“黄金十年”期间，国内珠宝批发、零售商纷纷加快渠道扩张步伐，形成了以百货专柜为主，专卖店和黄金珠宝市场为辅的渠道结构，珠宝零售网点快速下沉至三四线城市、目前已趋于饱和状态。

2013年，是我国黄金珠宝行业发展的转折点，当年金价急跌刺激了黄金投资需求，抢金潮带动黄金销量暴增42.52%，但也透支了后续消费力。2014年以来，随着金价进一步下跌、投资需求疲弱，我国经济迈入新常态、居民消费力不足，黄金珠宝行业陷入阶段性低迷期，黄金首饰消费量从2013年的716.50吨下降至2014年的667.06吨。同时，金价下跌引起的黄金珠宝行业存货减值，改变了过去存货升值、高财务杠杆的经营逻辑；零售网点日趋饱和、消费者需求日益升级，行业粗放扩张的时代宣告结束。2015年，随着部分投资需求恢复，黄金珠宝行业有所回暖，黄金首饰消费量回升至721.58吨，限额以上企业金银珠宝类零售额实现同比增长7.3%至3,069.30亿元；但仍面临着零售渠道趋于饱和、产品同质化竞争严重、转型升级压力大等问题，黄金珠宝行业低迷仍在持续。

图1　2015年1月-2016年3月末黄金现货价格走势

资料来源：Wind资讯，鹏元整理

图2　2003-2015年限额以上企业金银珠宝类零售额及同比增长情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

近年来，我国宏观经济增速趋缓，居民消费意愿降低，给黄金珠宝零售市场带来较大压力，而黄金价格大幅下行，电商规模扩张对传统渠道的挤压等不利因素增加了经营的困难。受上述因素影响，2015年公司营业收入较上年下滑23.42%至523,965.63万元。黄金和铂金饰品仍是公司最主要产品，二者销售收入合计占公司销售收入的比例为94.67%；但二者的销售情况较上年均出现明显下滑，其中黄金饰品销售收入较上年下滑23.11%，铂金饰品销售收入较上年下滑30.33%。

毛利率方面，由于黄金和铂金饰品毛利率均出现一定下滑，2015年公司综合毛利率降至7.62%，较上年下降1.04个百分点。2015年，黄金与铂金价格均出现不同程度下跌，但由于公司对黄金原材料采用黄金租赁和黄金T+D延期交易进行适当对冲，黄金价格波动对黄金产品的毛利率影响较小；而公司对铂金产品未采用类似方法进行对冲，受铂金价格大幅下降影响，铂金饰品的毛利率较上年大幅下降6.12个百分点，至4.76%。

表3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
黄金饰品	472,381.77	5.96%	614,382.86	6.50%
铂金饰品	23,645.20	4.76%	33,937.78	10.88%
镶嵌饰品	18,482.77	33.05%	24,235.64	30.65%
银质（饰）品	2,986.18	22.22%	937.50	29.20%
其他	6,469.71	60.13%	10,717.37	73.81%
合计	523,965.63	7.62%	684,211.16	8.66%

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

2015年，公司加强了对加盟及经销渠道的综合评估，淘汰部分经营存在问题的经销商、加盟商，对公司未来1-2年的经营业绩会造成一定不利影响，但有利于控制经营风险，对公司后续稳健经营将起到一定作用

2015年，公司销售模式未发生重大变化，但为规范营销渠道、控制经营风险，公司对于现有销售网络进行了调整，营销网点数量较上年末有所减少。截至2015年末，公司在全国拥有专营店、加盟店和经销商合计938家，较上年末减少117家。

专营渠道方面，2015年公司关停了部分经营效益不佳的专营门店，但同时也在上海等重点发展区域加大了市场开拓力度，因此公司专营店数量整体变化不大，较上年末仅减少4家。加盟及经销渠道方面，截至2015年末，公司加盟及经销商数量为670家，较上年末大幅减少113家，主要原因一方面系受宏观经济下行影响，黄金珠宝消费放缓，部分经销商、加盟商因珠宝行业低迷而退出；另一方面由于经销商、加盟商的经营压力增大，部分陷入经营困境甚至财务危机，基于以上情况，公司加强对经销渠道客户的综合评估，针对信用等级较低的客户，主动调低其信用额度，或者终止与其合作。此外，为加强对加盟及经销渠道的管理，公司在成都、武汉等区域设立了一定数量的代理商，负责管理辖区内的小型加盟商、经销商，在统计2015年末加盟及经销渠道家数时，上述地区仅统计代理商的数量，亦对年末加盟及经销渠道统计结果产生一定影响。

表4　2014-2015年公司销售渠道情况

项目	2015年末	2014年末
专营渠道家数	381	385
加盟及经销渠道家数	557	670
合计	938	1,055

注：由于2015年公司经销渠道在部分地区采用代理商制度，2015年末统计口径较2014年末有所差异

资料来源：公司提供

从公司各渠道的销售收入看，由于新开设的专营店尚处于市场拓展期，而加盟及经销门店数量大幅减少，2015年公司主要产品黄金饰品、铂金饰品在专营渠道和经销渠道的销售收入均出现明显下降。目前，经销渠道仍是公司产品销售的主要方式，占公司2015年黄金及铂金产品销售收入的比例为68.84%，但占比较上年下降1.40个百分点。总体上看，淘汰部分经营存在问题的经销商、加盟商对公司未来1-2年内的经营业绩会造成一定不利影响，但有利于控制经营风险，对公司后续稳健经营起到一定作用。

由于淘汰了部分经营存在问题的经销商、加盟商，公司客户集中度有所上升，2015年公司前五大客户合计收入80,880.84万元，占年度销售总额的15.44%，较上年提升2.57个百分点。同时，对于公司经筛选后较为优质的经销商、加盟商，考虑到宏观经济下行等不利因素，经销商、加盟商在资金周转方面确实存在一定困难，对于这部分经销商、加盟商，公司也在应收账款的账期上给予了一定便利，账期较公司规定的30天可适当延长。受此因素影响，在营业收入较上年明显下滑的情况下，公司应收账款规模较上年仍有提升。

表5　2014-2015年公司销售渠道销售收入情况（单位：万元）

时间	品类	经销渠道		专营渠道	
		收入	毛利率	收入	毛利率
2015年	黄金饰品	326,471.69	3.65%	145,910.09	11.13%
	铂金饰品	14,985.76	-5.07%	8,659.44	21.75%
	镶嵌饰品	4,596.97	14.77%	13,895.79	39.09%
	银制（饰）品	2,463.47	24.61%	522.72	10.96%
2014年	黄金饰品	431,525.08	4.68%	182,857.78	10.80%
	铂金饰品	23,875.58	4.79%	10,062.20	25.32%
	镶嵌饰品	7,470.23	11.61%	16,765.41	39.13%
	银制（饰）品	–	–	–	–

资料来源：公司提供

表6　2014-2015年公司主要销售客户情况情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	销售额	占年度销售总额比例	销售额	占年度销售总额比例
第一大客户	24,949.52	4.76%	22,851.81	3.34%
第二大客户	15,016.83	2.87%	21,273.42	3.11%
第三大客户	14,344.10	2.74%	16,245.86	2.38%
第四大客户	13,480.89	2.57%	14,342.78	2.10%
第五大客户	13,089.49	2.50%	13,254.46	1.94%
合计	80,880.84	15.44%	87,968.34	12.87%

资料来源：公司2014-2015年审计报告

2015年，公司主要原料黄金的采购模式未发生重大变化，为进一步控制原材料价格波动风险，黄金T+D延期交易及黄金租赁采购量占比有所上升

2015年，公司主要原材料黄金的采购模式未发生重大变化。现货采购仍是公司主要的采购模式，占全年采购量的72.60%，但占比较上年下降2.19个百分点，主要系公司为进一步控制原材料价格波动风险，黄金T+D延期交易及黄金租赁采购量占比上升所致。

表7　2014-2015年公司不同黄金采购方式占采购量比例情况

项目	2015年采购量占比	2014年采购量占比
普通采购	72.60%	74.79%
黄金T+D延期交易业务	3.23%	1.73%
黄金租赁业务	24.17%	23.48%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

针对黄金等主要原料价格存在一定波动性的特点，为保持稳健经营，公司根据产品销售和库存情况，通过黄金T+D延期交易业务和黄金租赁业务，锁定黄金采购价格并调解库存需求。黄金T+D延期交易业务系上海黄金交易所的延期交易品种，以保证金交易方式进行交易，客户可以选择合约交易日当天交割，也可以延期交割，同时引入延期补偿费机制来平抑供求矛盾的一种现货交易模式。公司采用黄金T+D延期交易主要针对短期黄金购销情况，进行适时对冲，以减少黄金价格波动对公司的影响。2015年，公司在上海黄金交易所参与黄金T+D延期交易带来的公允价值变动损益为-7.46万元。

黄金租赁业务则是公司向银行借入黄金原材料组织生产，当租借到期后，以等质等量的黄金实物归还银行，同时按照一定的租借利率支付租息。通过黄金租赁的方式减少金价波动给公司带来的风险。2015年，公司主要向中国银行浙江省分行、中国农业银行绍兴城西支行和宁波银行绍兴分行租借黄金实物。截至2015年12月31日公司租入黄金共3,076千克，账面价值60,599.21万元。2015年，该业务给公司带来公允价值变动损益为2,785.20万元，主要为因金价下跌产生的收益。

表8　2014-2015年公司衍生产品投资情况（单位：万元）

类别	2015年末投资金额	2015年实际损益金额	2014年末投资金额	2014年实际损益金额
黄金T+D业务	0.00	-7.46	1,440.00	49.87
黄金租赁	60,599.21	2,785.20	67,969.04	-3,605.83
合计	60,599.21	2,777.74	69,409.04	-3,555.96

资料来源：公司提供

2015年，随着生产基地项目的逐步投产，公司黄金饰品及白银制品的理论产能明显提升，但受行业景气度及终端销售情况不佳等因素影响，公司新增产能未达到预期效益，存在一定产能闲置情况

截至2015年末，公司生产基地建设项目投资进度达到102.40%，项目已基本建成。随着生产基地项目的逐步投产，本年度公司黄金饰品产能明显提升。截至2015年，公司黄金饰品理论产能较上年末增长33.33%，达到20吨/年。但由于近年来黄金价格出现震荡下行波动，利润空间较小甚至出现亏损，2015年公司完成黄金饰品产量12,496.55千克，较上年下降36.58%，黄金饰品产能利用率仅为62.48%。公司生产白银制品的相关设备系由意大利CALEGARO公司引进，主要产品为Calillo银器皿、银餐具酒具、银茶具等生活用银制奢侈品。子公司浙江明牌卡利罗饰品有限公司部分白银制品生产线正式投产后，公司白银制品理论产能较上年末显著增长，达到20吨/年。但由于白银制品实际产能未能达到原设计产能目标，同时受近两年市场疲软因素，白银制品终端市场的销售情况不佳，2015年公司仅完成白银制品产量2,714.97千克，实际产能利用率仅为13.57%。

受行业景气度及终端销售情况不佳等因素影响，2015年公司生产基地建设项目实现效益为-721.60万元，未达到预期效益，同时存在一定产能闲置情况。

表9　2014-2015年公司主要产品产能情况

项目	2015年末理论产能	2014年末理论产能
黄金饰品	20吨	15吨
铂金饰品	3吨	3吨
白银制品	20吨	500千克
镶嵌饰品	12万件	12万件

资料来源：公司提供

表10　2014-2015年公司主要产品生产量、销售量和库存量情况

产品分类	项目	2015年	2014年	同比增减
黄金饰品（克）	销售量	21,410,636	24,394,024	-12.23%
	生产量	12,496,553	19,705,487	-36.58%
	库存量	4,196,543	4,725,514	-11.19%
铂金饰品（克）	销售量	925,310	1,155,763	-19.94%
	生产量	823,875	1,621,259	-49.18%
	库存量	460,518	503,012	-8.45%
镶嵌饰品（件）	销售量	65,777	81,106	-18.90%
	生产量	30,128	32,435	-7.11%
	库存量	109,371	125,920	-13.14%
银制（饰）品（克）	销售量	2,798,397	747,352	274.44%
	生产量	2,714,972	2,346,802	15.69%
	库存量	21,410,636	24,394,024	-12.23%

注：公司销售量统计中有部分为委托加工产品，同时2015年公司出口加工业务停止，因此2015年销售量与生产量的差距较大

资料来源：公司提供

由于近年来主营业务规模持续下滑，2015年公司一直保持着对新经济新业态相关投资机会的关注，分别投资了好屋信息及瑞丰银行项目，以拓展公司发展空间

2015年12月，公司与汪妹玲、严伟虎等人签署协议，以现金40,000.00万元受让苏州市好屋信息技术有限公司（以下简称“好屋信息”）16.00%的股权，公司以自有资金支付本次受让所需现金；同时，公司以现金30,000.00万元（以下简称“增资款”）溢价认购好屋信息新增注册资本12.00万元；增资款中的溢价部分29,988.00万元记入好屋信息的资本公积，公司以自有资金支付本次增资所需现金。本次交易涉及总金额为70,000.00万元。

好屋信息成立于2012年2月，系一家房地产电子商务平台公司，本次交易前，其实际控制人为汪妹玲、严伟虎夫妇。好屋信息目前业务构成包括一手房业务、二手房业务、房地产金融、大数据增值服务等方面。本次交易完成后，公司合计持有好屋信息的股权比例为25.00%，并有权提名1名董事，好屋信息实际控制人仍为汪妹玲、严伟虎夫妇。公司投资参股好屋信息有助于公司整合优秀的互联网团队资源，积极助推公司实施“互联网+”战略。公司将与好屋信息在互联网领域中涉及技术、市场、营销、管理等方面进行交流，发挥双方优势，帮助公司全面建设“珠宝互联网+”平台，升级公司营销模式。

表11　2013-2015年9月好屋信息主要财务数据（未经审计，单位：万元）

项目	2015年1-9月	2014年	2013年
总资产	43,346.66	26,673.46	18,461.46
负债	39,696.56	24,879.78	19,137.52
所有者权益	3,650.10	1,793.68	-676.06
营业收入	58,708.48	64,954.11	24,205.50
营业成本	41,692.96	49,369.90	19,477.52
营业利润	4,811.04	3,478.65	716.61
利润总额	5,406.92	3,389.60	736.05
净利润	4,001.12	2,338.14	501.64

资料来源：公开资料，鹏元整理

此外，2015年公司通过多次股权交易，累计受让浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司（以下简称“瑞丰银行”）4.07%股权。瑞丰银行是绍兴地区设立时间较长的一家金融机构，具有地区经营优势，近几年业务发展迅速，资产规模和效益不断增长，具有较好的发展前景，截至2014年12月31日，瑞丰银行资产总额为733.68亿元，负债总额为665.82亿元，所有者权益为67.86亿元，总股本11.98亿元，每股净资产5.66元，2014年度实现净利润8.67亿元。公司通过投资瑞丰银行股权，将带来合理增值和回报，有利于优化公司整体投资结构，为公司创造新的利润增长点。

表12　2015年公司受让瑞丰银行股权情况

时间	受让价格	受让数量（股）	受让总价（万元）	占总股本比例
2015年6月30日	6.20元/股	5,606,172	3,475.83	0.47%
2015年7月7日	5.31元/股	3,234,330	1,717.42	0.27%
2015年8月22日	6.05元/股	2,156,220	1,304.51	3.33%
合计	–	51,964,902	30,587.05	4.07%

资料来源：公开资料，鹏元整理

由于近年来主营业务规模持续下滑，2015年公司一直保持着对新经济新业态相关投资机会的关注，以拓展公司发展空间。

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2014-2015年审计报告及2016年一季度未经审计财务报表，报告采用新会计准则编制。2015年，公司合并范围减少1家子公司，具体变化情况见表2。

资产结构与质量

2015年，公司资产总额变化不大，但受股权投资规模扩张影响，公司非流动资产规模明显上升；公司资产仍以流动资产为主，存货和银行理财产品合计占比较高，其变现能力较强，同时通过套期工具有效控制了存货跌价风险，公司整体资产质量较好

截至2015年末，公司资产规模为495,088.57万元，较上年末变化不大。从资产结构看，公司资产仍以流动资产为主，但受股权投资规模扩张影响，货币资金大幅减少，流动资产较上年末减少22.87%；年末流动资产占比为74.57%，较上年末下降21.11个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。截至2015年末，公司货币资金余额为57,756.73万元，较上年末大幅减少59.83%，主要系初始目的为投资的7.32亿元定期存款减少所致；货币资金中受限资金比例为31.38%，主要为租借黄金实物的保证金和用于筹资而质押的定期存单；2016年3月末，由于回收部分理财产品，货币资金余额增至86,026.00万元。公司应收账款主要为应收零售加盟商的货款，2015年末账面价值为58,993.00万元，其中账龄在6个月内的余额为41,478.01万元；受公司对部分加盟商延长账期的影响，应收账款账面价值较上年末小幅增长3.60%；同时，受宏观经济下行影响，黄金珠宝消费放缓，零售加盟商的坏账风险明显上升，年末公司共计提坏账准备3,421.21万元，较上年末大幅增长135.85%。公司预付账款主要为预付采购款，其中预付上海黄金交易所的款项占比较大，2015年末预付账款余额为2,073.71万元，较上年末大幅减少82.98%，主要系公司在上海黄金交易所购入部分黄金原材料所致。公司存货主要由原材料、库存商品和被套期项目及套期工具构成，2015年末账面价值为153,154.33万元，占资产总额的比例为30.93%，较上年末减少15.66%，主要系公司业务规模下滑及黄金价格下跌所致。存货中原材料年末余额为14,733.95万元，计提了少量跌价准备；库存商品年末余额为64,356.20万元，未计提跌价准备，主要系公司采用黄金租赁套期工具进行对冲，被套期项目及套期工具年末余额为67,915.59万元，套期工具对库存商品的覆盖程度较高，有效规避了黄金价格下跌对库存商品价值的影响。公司其他流动资产年末余额为95,797.17万元，其中包括银行理财产品78,000.00万元、委托贷款10,000.00万元、待抵扣增值税进项税7,738.46万元和预缴企业所得税58.71万元，2016年3月该委托贷款已收回；由于部分理财产品到期回收，2016年3月末公司其他流动资产余额降至68,858.11万元。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产。可供出售金融资产年末余额为30,934.42万元，全部为2015年公司受让的4.07%瑞丰银行股权；长期股权投资年末余额为70,142.30万元，较上年末大幅增加69,995.54万元，增加部分为公司对好屋信息的股权投资，投资规模为70,000.00万元，公司持股比例为25.00%。固定资产年末余额为8,485.99万元，主要由加工设备和房屋建筑物构成；在建工程年末余额为9,578.05万元，主要包括在建厂房、办公楼、车间和住宿楼，较上年末大幅增长67.15%，主要系增加柯桥办公楼及厂房建设所致；受部分新办公楼由在建工程结转至固定资产影响，2016年3月末固定资产余额增至13,047.31万元，在建工程规模则出现相应下降。无形资产年末余额为5,391.40万元，主要为土地使用权，规模较上年变化不大。

整体上看，2015年公司资产总额变化不大，但受股权投资规模扩张影响，公司非流动资产规模明显上升；公司资产仍以流动资产为主，存货和银行理财产品合计占比较高，其变现能力较强，同时通过套期工具有效控制了存货跌价风险，公司整体资产质量较好。

表13　公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	86,026.00	17.60%	57,756.73	11.67%	143,775.54	28.74%
应收账款	59,349.53	12.15%	58,993.00	11.92%	56,945.58	11.38%
预付款项	1,799.68	0.37%	2,073.71	0.42%	12,183.66	2.44%
存货	142,107.31	29.08%	153,154.33	30.93%	181,582.33	36.30%
其他流动资产	68,858.11	14.09%	95,797.17	19.35%	83,149.98	16.62%
流动资产合计	359,211.72	73.51%	369,176.18	74.57%	478,627.14	95.68%
可供出售金融资产	32,526.38	6.66%	30,934.42	6.25%	–	–
长期股权投资	70,734.13	14.48%	70,142.30	14.17%	146.76	0.03%
固定资产	13,047.31	2.67%	8,485.99	1.71%	9,277.29	1.85%
在建工程	6,053.61	1.24%	9,578.05	1.93%	5,730.16	1.15%
无形资产	5,351.74	1.10%	5,391.40	1.09%	5,533.52	1.11%
非流动资产合计	129,447.58	26.49%	125,912.40	25.43%	21,608.75	4.32%
资产总计	488,659.30	100.00%	495,088.57	100.00%	500,235.90	100.00%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

资产运营效率

2015年，受经营业绩大幅下滑等因素影响，公司经营效率有所下滑，资产周转速度亦有所下降，各项资产运营效率指标较上年均出现不同程度下滑

2015年，公司营业收入大幅下滑，同时对部分经销商延长了应收账款账期，应收账款周转天数有所上升，但整体周转仍较快。受产品销售规模下降影响，2015年公司存货周转天数较上年延长10.61天至124.48天。由于公司采用现款结算方式采购，应付账款规模偏小，周转周期极短，2015年应付账款周转天数仅为3.98天，较上年变化不大。受上述因素影响，2015年公司净营业周期较上年延长21.44天，经营效率有所下滑。

公司资产以存货等流动资产为主，固定资产规模偏小，因此流动资产周转速度明显慢于固定资产。但受营业收入大幅下降影响，公司资产周转的速度有所下降，流动资产周转天数、固定资产周转天数及总资产周转天数分别较上年延长42.27天、1.23天及82.38天。

整体上看，受经营业绩大幅下滑等因素影响，2015年公司经营效率有所下滑，资产周转速度亦有所下降，各项资产运营效率指标较上年均出现不同程度下滑。

表14　公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	39.83	27.92
存货周转天数	124.48	113.87
应付账款周转天数	3.98	2.90
净营业周期	160.33	138.89
流动资产周转天数	291.25	248.98
固定资产周转天数	6.10	4.87
总资产周转天数	341.93	259.55

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015年，公司营业收入规模大幅减少，综合毛利率有所下降，主营业务盈利能力明显下滑；此外，公司期间费用规模有所扩大，资产减值损失亦明显增长，尽管投资收益显著增加，但整体盈利状况较上年明显下滑

受黄金珠宝零售市场需求疲软，金价下跌导致投资需求不足等因素影响，2015年公司实现营业收入523,965.63万元，较上年同期大幅减少23.42%。毛利率方面，由于黄金与铂金价格本年度均出现不同程度下跌，2015年公司主要产品黄金和铂金饰品的毛利率均出现一定下滑，公司综合毛利率降至7.62%，较上年同期下降1.04个百分点。2016年以来，珠宝行业持续低迷的情况未发生改善，2016年1-3月公司实现营业收入127,906.74万元，较2015年同期下降36.68%。

2015年，公司销售费用和管理费用规模较上年同期变化不大；受货币资金中定期存单减少影响，公司利息收入下滑，财务费用较上年同期大幅增加82.61%至7,521.98万元。受此因素影响，2015年公司期间费用为32,403.45万元，较上年同期增长14.57%，期间费用率亦上升至6.18%，在一定程度上侵蚀了公司的营业利润。

受营业收入规模大幅减少、综合毛利率有所降低等因素影响，2015年公司主营业务盈利能力明显下降。同时，由于宏观经济下行，黄金珠宝消费放缓，经销商及加盟商的外部经营环境有所恶化，坏账风险明显提升，2015年公司发生资产减值损失2,213.89万元，较上年同期大幅增长208.59%。得益于公司购买银行理财产品的规模明显扩大，获得的相关收益亦显著增加，2015年公司获得投资收益4,804.04万元，主要包括银行理财产品收益4,654.51万元及委托贷款投资收益528.16万元。综合上述因素影响，2015年公司实现营业利润8,196.02万元，较上年同期减少68.15%，利润总额8,761.08万元，较上年同期减少66.77%，净利润5,678.75万元，较上年减少71.52%。

整体上看，2015年公司营业收入规模大幅减少，综合毛利率有所下降，主营业务盈利能力明显下降；此外，公司期间费用规模有所扩大，资产减值损失亦明显增长，尽管投资收益显著增加，但整体盈利状况较上年明显下滑。

表15　公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
营业收入	127,906.74	523,965.63	684,211.16
营业利润	3,634.94	8,196.02	25,731.23
利润总额	3,578.00	8,761.08	26,368.31
净利润	2,789.90	5,678.75	19,941.20
资产减值损失	20.28	2,213.89	717.43
综合毛利率	8.15%	7.62%	8.66%
期间费用率	5.98%	6.18%	4.13%
营业利润率	2.84%	1.56%	3.76%
总资产回报率	–	3.97%	7.60%
净资产收益率	–	1.86%	6.74%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年一季度未经审计财务报表，鹏元整理

现金流

2015年，公司主营业务现金回笼情况较好，但受经营业绩下滑影响，现金生成能力明显降低；公司股权投资规模支出较大，但受本年度收回的理财产品本金大幅增长影响，投资活动现金流资金缺口有所收窄；公司整体资金面较为充裕

2015年，公司主营业务现金回笼情况较好，年末收现比为116.26%。受营业收入大幅下滑、利润空间收窄等因素影响，2015年公司主营业务现金净流入大幅减少，现金生成能力明显降低，FFO较上年同期大幅减少54.90%。但由于公司出口加工贸易业务停止，因该业务而产生的其他与经营活动有关现金缺口明显缩小；2015年，公司其他与经营活动有关的现金缺口为7,948.55万元，较上年同期减少22,161.32万元。综合上述因素影响，2015年公司经营活动产生的现金流净额为34,582.87万元，较上年同期减少6.86%。

投资活动方面，2015年公司考虑到购买理财产品均为保本型理财产品，风险较低，进一步扩大理财产品投资规模，但由于理财产品到期时间存在差异，当年购买和回收的理财产品金额将产生一定资金缺口。2015年，公司收回投资收到的现金为259,000.00万元，全部为本期收回的理财产品本金，较上年同期大幅增长58.99%。理财产品投资规模的扩大导致公司初始目的为投资的定期存款规模大幅减少，相应核算科目收到其他与投资活动有关的现金及支付其他与投资活动有关的现金分别较上年同期减少28.92%和90.15%。受理财产品投资规模扩大及投资好屋信息、瑞丰银行等项目产生的股权投资支出明显增加等因素影响，2015年公司投资支付的现金为367,934.42万元，较上年同期大幅增长72.74%。综合上述因素影响，2015年公司投资活动产生的现金流净额为-32,736.41万元，资金缺口较上年同期减少61.61%。筹资活动方面，由于整体资金面较为充裕，2015年公司未进行外部融资，筹资活动现金