

广东万家乐股份有限公司

2011年4亿元公司债券2012年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余期限：59个月

债券剩余规模：4亿元

跟踪日期：2012年06月21日

首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券期限：60个月

债券规模：4亿元

评级日期：2011年09月13日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对广东万家乐股份有限公司（以下简称“万家乐”或“公司”）2011年发行的4亿元公司债券的2012年跟踪评级结果维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

	2012年3月	2011年	2010年	2009年
总资产（万元）	200,929.71	221,092.51	241,003.68	257,213.26
归属于母公司所有者权益（万元）	102,571.80	101,068.41	95,440.75	85,892.16
资产负债率	48.39%	53.77%	59.70%	66.22%
流动比率	1.22	1.17	1.06	1.22
速动比率	0.90	0.87	0.83	0.85
营业收入（万元）	47,342.59	202,252.23	283,191.39	275,275.53
利润总额（万元）	1,597.37	5,582.29	18,825.50	22,724.56
综合毛利率	24.09%	24.17%	26.48%	30.47%
总资产回报率	-	3.28%	9.21%	10.64%
EBITDA（万元）	1,597.37	9,810.70	28,610.68	34,161.11
EBITDA 利息保障倍数	-	4.94	6.95	5.91
经营活动现金流净额（万元）	-12,857.81	-5,681.18	-821.76	32,786.49

资料来源：公司提供

基本观点:

- 公司持续加强渠道建设,专卖店数量大幅增加,促进了公司厨卫电器业务稳步增长;
- “万家乐”热水器品牌保持较高知名度,市场占有率保持行业领先;
- 公司积极推进湖南基地和英德基地建设,未来公司产能不足的瓶颈有望得到解决。

关注:

- 公司厨卫电器业务受制造成本上升影响,毛利率有所下降;
- 公司在高端厨卫电器市场的竞争实力较弱。

分析师

姓名: 陈远新 林心平

电话: 0755-82872863

邮箱: chenyx@pyrating.cn

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《关于核准广东万家乐股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2011]1927号），2012年5月15日，公司公开发行4亿元公司债券，募集资金总额4亿元；扣除发行费用后，募集资金净额39,260万元。

本期债券的起息日为2012年5月15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。2013年至2017年每年的5月15日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的5月15日。本期债券的兑付日为2017年5月15日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2015年5月15日。本期债券第一次付息日为2013年5月15日。

本期募集资金计划用21,900万元偿还公司的银行短期借款，剩余部分补充公司流动资金。截至2012年6月16日，公司实际累计使用募集资金39,260万元，其中偿还银行借款21,900万元，补充流动资金17,360万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股本没有变化。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司以燃气热水器为龙头的卫厨燃气具家电产业继续保持行业领先地位，收入稳步提高；2011年合资公司不再纳入合并报表范围，使得变压器系列产品收入大幅下降，且自2011年开始无电力线缆收入，受此影响，公司2011年主营业务收入同比大幅下降。从毛利率来看，受制造成本上升影响，同时公司产品生产外包比例较高影响，公司热水器、灶具系列等产品的毛利率有所下降；此外，毛利率较高的变压器系列收入大幅减少，且毛利率下降，使得2011年公司主营业务毛利率下降为20.02%。

表1 公司主营业务收入分产品构成（单位：万元）

	2011年		2010年		2009年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
变压器系列	20,088.65	1.30%	107,945.15	31.76%	153,484.59	34.67%
热水器、灶具系列等	162,439.97	22.33%	135,819.32	24.18%	106,009.35	26.04%
电力线缆	-	-	32,887.28	18.21%	9,463.65	15.28%

合计	182,528.62	20.02%	276,651.76	26.43%	268,957.59	30.59%
----	------------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司持续加强渠道建设，专卖店数量大幅增加，促进了厨卫电器业务稳步增长

跟踪期内，公司持续加强以专卖店为重点的渠道建设，促进了公司厨卫电器业务的稳步发展。2011年以来，公司在巩固 KA 卖场和一二级市场的基础上，向三四级市场深入，大力加强专卖店建设。2011年，公司新建专卖店 487 家，其中一二级市场 181 家，三四级市场 306 家。截至 2011 年底，全国专卖店系统门店数量达到 1,109 家，全年零售规模达到 5.73 亿元；全国 KA 卖场数量达 1,626 家，其中一二级市场占到 76%。2011 年，公司厨卫电器实现营业收入 16.24 亿元，同比增长 20.16%，公司厨卫电器业务实现稳步增长。

表 2 公司专卖店和 KA 卖场发展情况（单位：家）

类型	市场分类	2012 年 3 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
专卖店	一级市场	216	130	120	38
	二级市场	460	421	250	87
	三级市场	410	443	200	66
	四级市场	88	115	52	30
	合计	1,174	1,109	622	221
KA 卖场	一级市场	874	863	738	624
	二级市场	390	374	328	284
	三级市场	352	331	273	216
	四级市场	64	58	27	11
	合计	1,680	1,626	1,366	1,135

资料来源：公司提供

跟踪期内，“万家乐”热水器品牌保持较高知名度，产品市场占有率继续保持行业领先

作为热水器行业内的领先者，公司在品牌和技术方面拥有自己的独特优势。跟踪期内，全资子公司广东万家乐燃气具有限公司（以下简称“万家乐燃气具”）顺利通过“高新技术企业”复评，并被确认为“燃气热水器拆装及维修服务技术标准副组长单位”、“燃气灶具拆装及维修服务技术标准参与起草单位”；顺特电气设备有限公司（以下简称“顺特电气”）通过国家高新技术企业认定，并被认定为第二批“广东省战略性新兴产业培育企业”、“全国售后服务行业十佳单位”。此外，公司还是行业内唯一一家拥有“国家认定企业技术中心”与“博士后科研工作站”的企业。2011 年，公司获得专利 30 项，其中发明专利 9 项，实用新型专利 20 项，外观专利 1 项。跟踪期内，公司“万家乐”燃气热水器市场占有率保持第一位，“万家乐”品牌在我国热水器市场具有较强的品牌知名度。2011 年，公司被评为“公

员最喜爱的家电 IT 品牌”、“广东家电行业最具全国影响力品牌”。根据北京中怡康时代市场研究有限公司（以下简称“中怡康”）的数据显示，2011 年，公司在燃气热水器的细分市场内零售额市场占有率为 15.3%，销售额市场占有率为 17.1%，均处于燃气热水器市场占有率第一位。

在市场竞争方面，跟踪期内，宏观经济增长速度放缓，国家严格执行对房地产市场的调控政策措施，经过连续多年的快速增长，厨卫电器产品在一线城市的发展日趋饱和，行业的整体增长速度将会放缓，行业的增长将主要集中在中高端产品市场和二三线城市市场。经过多年来的充分竞争，在厨卫电器行业的各个细分市场上，基本上形成了行业龙头企业、综合家电品牌、外资高端品牌三足鼎立的市场竞争格局。行业增速的放缓，一方面将导致市场竞争更加激烈，另一方面也将加速优胜劣汰和行业整合。

目前，公司面临的市场环境更趋严峻，公司力图通过加大渠道建设力度来扩大销售规模。近年来，公司不断加大专卖店的渠道建设，特别是二三级市场专卖店的大幅增加，带来了公司厨卫电器业务较快增长，也使得厨卫电器业务毛利率有所下降；而公司在高端市场的竞争力相对较弱，且竞争对手为史密斯、阿里斯顿等国际高端品牌，使得公司未来厨卫电器业务盈利能力存在下滑的风险。根据中怡康的数据显示，2012 年一季度公司产品的平均销售价格为 1,535 元，低于行业平均价格的 1,800 元。

跟踪期内，公司积极推进湖南基地和英德基地建设，未来公司产能不足的瓶颈有望得到解决

跟踪期内，公司继续打造规模经济，积极建设湖南基地和英德基地，力图早日解决公司产能不足的问题。近年来，受产能瓶颈影响，公司在电热水器、热泵热水器、太阳能热水器、抽油烟机和消毒柜等产品上都实行外包生产，近两年外包生产产量占公司总产量的 40%（台数）左右，这在一定程度上影响了公司的盈利能力。2011 年，公司全资子公司广东万家乐燃气具有限公司与大汉控股集团有限公司共同投资成立万家乐厨卫科技有限公司（以下简称“万家乐厨卫科技”），打造湖南基地，拟充分利用湖南地区的区位优势及合作双方的品牌、技术、资金优势，打造家庭采暖与热水供应系统产业基地；此外，公司在广东顺德清远（英德）经济合作区筹建橱柜制造基地，以解决公司产能不足的瓶颈，促进厨卫电器业务的进一步发展。

万家乐厨卫科技占地面积 150 亩，计划于 2013 年达产，预计将实现壁挂炉 30 万台、散热器 15 万套的生产规模。英德基地占地 50 亩，计划 2014 年开始营运。

我们认为，万家乐厨卫科技和橱柜制造基地建成达产后将有效解决公司产能不足的瓶

颈问题，有利于公司的未来发展。

跟踪期内，公司变压器业务随着新的实力股东的引进，未来有望为公司带来一定的投资收益

2010年之前，公司变压器类业务由顺特电气负责运营。2009年12月顺特电气与阿海珐输配电控股有限公司合资设立顺特电气设备有限公司（以下简称“合资公司”），合资公司成为顺特电气原有产品和业务的经营主体。其中，顺特电气以原有公司资产和顺特商标出资，占合资公司50%股权。阿海珐输配电控股有限公司于2010年被施耐德电气东南亚（总部）有限公司（以下简称“施耐德电气”）收购，施耐德电气是全球500强企业之一，实力股东的引进将给合资公司带来技术、资金等资源。

跟踪期内，合资公司还处于调整磨合阶段，在继续将干式变压器作为核心产品的同时，为了对接施耐德电气在开关方面的技术、品牌和市场资源，提高开关产品的生产能力与销售规模，于2011年引进施耐德电气Blockset-U和Blockset-Mx两种开关柜技术，启动B柜生产线改造，从原来以生产国产GGL柜为主转向以生产B柜为主。2011年获得施耐德电气开关柜订单4,535万元（不含税），占全年开关合同总额的50%以上。截至2011年底，合资公司总资产193,085万元，净资产149,006万元，2011年实现营业收入124,171万元，营业利润1,016万元。

我们认为，经过一段时间的调整磨合，同时获得施耐德电气在技术和资金等方面的支持，合资公司的业务将会进入发展的快车道，预计未来将会给公司带来较好的投资收益。

四、财务分析

财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于公司经立信大华会计师事务所有限公司出具的标准无保留意见的2009-2011年审计报告以及未经审计的2012年一季度报表。

合资公司日常经营管理由以施耐德电气委派的总经理为首的经营团队负责，故实际上目前顺特电气与施耐德电气对合资公司均不存在单方控制关系。本着谨慎原则和会计准则相关条款精神，自2010年12月起对顺特电气由子公司转按合营企业处理，不再纳入合并范围。这使得公司合并报表范围发生重大变化，对公司财务分析的可比性造成一定影响。

财务分析

跟踪期内，受合并范围减少影响，公司资产规模有所下降，应收账款余额持续减少；收入规模下降，但厨卫电器主业收入稳步增长；公司经营活动现金流波动明显，但资产负债率持续下降，债务压力有所缓解

截至 2011 年底，公司总资产规模 221,092.51 万元，较 2010 年末下降了 8.26%，主要系用流动资产偿还银行借款所致，由于变压器系列产品收入下降，公司应收账款和存货货币现金规模有所下降，而长期股权投资增加，固定资产占比较小，主要是公司部分业务外包生产。

公司资产结构中，随着变压器业务不再纳入合并范围，公司应收账款余额有所减少，截至 2011 年底，公司应收账款 41,799.78 万元，较 2010 年底下降 17.21%；公司存货 35,378.03 万元，占总资产的 16.00%，公司存货主要为库存商品和原材料。公司长期股权投资占比较大，截至 2011 年底，公司长期股权投资 64,307.39 万元，主要是顺特电气由子公司转合营公司。

表 3 公司资产结构情况（单位：万元）

	2012 年 3 月		2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产	117,841.39	58.65%	137,973.54	62.41%	151,448.93	62.84%	205,859.78	80.03%
货币资金	16,558.16	8.24%	21,770.04	9.85%	38,169.89	15.84%	43,817.41	17.04%
应收票据	9,582.18	4.77%	6,362.45	2.88%	7,685.65	3.19%	4,436.39	1.72%
应收账款	37,860.61	18.84%	41,799.78	18.91%	50,489.56	20.95%	74,731.58	29.05%
预付款项	3,926.94	1.95%	5,628.43	2.55%	2,258.59	0.94%	9,530.84	3.71%
其他应收款	11,448.72	5.70%	9,345.58	4.23%	11,810.37	4.90%	7,222.39	2.81%
存货	31,093.53	15.47%	35,378.03	16.00%	33,694.62	13.98%	63,091.18	24.53%
非流动资产	83,088.33	41.35%	83,118.97	37.59%	89,554.75	37.16%	51,353.48	19.97%
长期股权投资	64,309.53	32.01%	64,307.39	29.09%	65,978.46	27.38%	6,669.30	2.59%
投资性房地产	2,977.15	1.48%	2,584.60	1.17%	9,369.03	3.89%	9,719.48	3.78%
固定资产	7,552.52	3.76%	7,878.57	3.56%	8,518.12	3.53%	27,807.15	10.81%
资产总计	200,929.71	100.00%	221,092.51	100.00%	241,003.68	100.00%	257,213.26	100.00%

资料来源：公司提供

收入方面，受合并范围调整影响，公司整体收入规模明显下降，但厨卫电器主业收入稳步增长。2011 年，公司实现营业收入 202,252.23 万元，同比下降 28.58%；其中，公司厨卫电器业务实现收入 162,439.97 万元，同比增长 20.16%。

从产品毛利率来看，燃气具产品毛利率下降的原因是铜材、铝材等基础原料价格上涨，

导致直接材料成本增加,2011年燃气具产品平均毛利率为22.33%,同比下降1.85个百分点。使得2011年公司综合毛利率为24.17%,较上年下降了2.31个百分点。

从公司期间费用变化情况来看,由于顺特电气不再纳入合并范围,2011年公司销售费用、管理费用和财务费用均有不同程度的下降,同时,公司厨卫电器业务收入增长较快,使得2011年期间费用率同比明显下降。此外,公司每年还会获得一定的政府补助,构成公司营业外收入的主要来源。

利润方面,2011年公司实现营业利润3,356.36万元,较2010年的-804.10万元明显改善,但公司总资产回报率持续下降。

表4 公司盈利能力指标(单位:万元)

项目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009年
营业收入	47,342.59	202,252.23	283,191.39	275,275.53
营业利润	1,362.04	3,356.36	-804.10	19,683.98
营业外收入	236.35	2,356.73	22,999.22	3,338.32
利润总额	1,597.37	5,582.29	18,825.50	22,724.56
净利润	1,499.76	7,038.09	14,335.30	19,332.24
综合毛利率	24.09%	24.17%	26.48%	30.47%
期间费用率	25.46%	20.49%	25.34%	23.93%
总资产回报率	-	3.28%	9.21%	10.64%

资料来源:公司提供

从公司经营活动现金流指标来看,2009-2011年,公司经营活动获现能力指标FFO分别为27,981.13万元、5,606.42万元和10,100.20万元,波动相对较大,其原因主要为受盈利能力的波动及非经常性损益的大幅变化。2011年,虽然公司FFO有所改善,但由于经营性应付项目的大幅减少,使得当期的经营活动净现金流依然表现较弱。

从公司投资活动现金流来看,2009-2010年公司投资活动表现为净流出,2011年公司投资活动表现有所改善,主要是当年公司转让了部分投资性房地产,转让价格为13,510万元。从公司筹资活动产生的现金流来看,2011年公司筹资活动表现为净流出,主要是公司偿还了较多借款所致。

表5 公司现金流指标(单位:万元)

项目	2011年	2010年	2009年
净利润	7,038.09	14,335.30	19,332.24
非付现费用	5,193.28	7,484.45	6,997.63
非经营损益	-2,131.17	-16,213.33	1,651.26
FFO	10,100.20	5,606.42	27,981.13

营运资本变化	-15,781.39	-6,384.26	5,018.20
其中：存货减少（减：增加）	-2,397.85	411.19	-183.88
经营性应收项目的减少（减：增加）	9,555.48	-25,277.74	19,362.15
经营性应付项目增加（减：减少）	-22,939.02	18,482.29	-14,160.07
其他	0.00	-43.92	-212.82
经营活动现金流量净额	-5,681.18	-821.76	32,786.49
投资活动的现金流量净额	2,553.42	-24,914.93	-1,392.32
筹资活动产生的现金流量净额	-9,555.65	15,303.19	-26,755.92
现金及现金等价物净增加额	-12,683.58	-10,138.33	4,638.26

资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司资产负债率为 53.77%，较 2010 年末有所下降。但公司负债结构中短期负债占比较高，截至 2011 年底，公司流动负债占总负债比例高达 99.56%。

表 6 公司负债结构情况（单位：万元）

	2012 年 3 月		2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	96,632.02	99.39%	118,369.57	99.56%	142,502.40	99.05%	168,675.68	99.03%
其中：短期借款	18,900.00	19.44%	21,900.00	18.42%	36,900.00	25.65%	84,610.00	49.67%
应付票据	5,510.33	5.67%	6,566.08	5.52%	12,461.30	8.66%	5,984.92	3.51%
应付账款	38,829.14	39.94%	43,275.49	36.40%	61,580.95	42.80%	37,272.00	21.88%
预收款项	15,198.01	15.63%	18,017.23	15.15%	17,883.91	12.43%	17,131.68	10.06%
其他应付款	14,437.08	14.85%	25,649.28	21.57%	6,082.04	4.23%	9,749.00	5.72%
非流动负债合计	594.54	0.61%	519.54	0.44%	1,367.97	0.95%	1,660.24	0.97%
其中：其他非流动负债	594.54	0.61%	519.54	0.44%	1,367.97	0.95%	1,660.24	0.97%
负债总额	97,226.55	100.00%	118,889.10	100.00%	143,870.37	100.00%	170,335.92	100.00%

资料来源：公司提供

对比公司近几年的偿债能力指标，公司的资产负债率持续下降，特别是 2010 年降幅较大。流动比率和速动比率指标表现相对较差，说明公司流动资产对流动负债的覆盖能力较弱，这主要是由于公司负债结构不甚合理所造成的。公司合并报表范围变更后，虽然公司主营业务收入和利润会出现明显下降，但考虑到公司债务压力也随着大幅降低，并且转为长期股权投资后的合资公司实力更强，我们认为公司偿债能力并不会因此出现较大波动。

表 7 公司偿债能力指标

	2012 年 1-3 月	2011 年	2010 年	2009 年
资产负债率	48.39%	53.77%	59.70%	66.22%
流动比率	1.22	1.17	1.06	1.22
速动比率	0.90	0.87	0.83	0.85

EBITDA (万元)	1,597.37	9,810.70	28,610.68	34,161.11
EBITDA 利息保障倍数	-	4.94	6.95	5.91

资料来源：公司提供

五、本期债券担保分析

本期债券由公司持有的万家乐燃气具 100%股权和顺特电气 92.46%股权为本期公司债券提供质押担保。截至 2011 年底，万家乐燃气具资产总额 9.48 亿元，归属于母公司所有者权益合计为 3.36 亿元，2011 年万家乐燃气具实现营业收入 16.42 亿元，利润总额 0.34 亿元；顺特电气资产总额 13.52 亿元，归属于母公司所有者权益合计为 4.30 亿元，2011 年顺特电气实现营业收入 2.36 亿元，利润总额-968 万元。

目前，万家乐燃气具的燃气具业务发展较好，经营较为稳健；合资公司在外资股东支持下，业务有望实现恢复性增长，整体发展前景看好。故我们认为，股权质押担保为本期债券的偿还提供了进一步保障。

六、评级结论

近年来，厨卫电器行业增速逐步放缓，未来行业增长将主要集中在中高端产品市场和二三线市场；公司厨卫电器业务收入规模稳步增长，毛利率有所下降；合资公司变压器业务在新的实力股东引进后，未来有望给公司带来一定的投资收益。合并范围调整后，公司规模下降和资产负债率下降，债务压力有所缓解，整体偿债能力相对稳定。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA-和本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2012年3月	2011年	2010年	2009年
货币资金	16,558.16	21,770.04	38,169.89	43,817.41
交易性金融资产	30.00	30.00	30.00	30.00
应收票据	9,582.18	6,362.45	7,685.65	4,436.39
应收账款	37,860.61	41,799.78	50,489.56	74,731.58
预付款项	3,926.94	5,628.43	2,258.59	9,530.84
应收股利	7,091.25	5,051.25	3,310.26	3,000.00
其他应收款	11,448.72	9,345.58	11,810.37	7,222.39
存货	31,093.53	35,378.03	33,694.62	63,091.18
其他流动资产	250.00	12,608.00	4,000.00	0.00
流动资产合计	117,841.39	137,973.54	151,448.93	205,859.78
长期股权投资	64,309.53	64,307.39	65,978.46	6,669.30
投资性房地产	2,977.15	2,584.60	9,369.03	9,719.48
固定资产	7,552.52	7,878.57	8,518.12	27,807.15
在建工程	115.89	172.30	463.09	440.17
无形资产	428.67	554.31	337.67	3,617.39
长期待摊费用	721.04	625.95	819.14	860.29
递延所得税资产	6,983.53	6,995.84	4,069.25	2,239.69
非流动资产合计	83,088.33	83,118.97	89,554.75	51,353.48
资产总计	200,929.71	221,092.51	241,003.68	257,213.26
短期借款	18,900.00	21,900.00	36,900.00	84,610.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	633.50
应付票据	5,510.33	6,566.08	12,461.30	5,984.92
应付账款	38,829.14	43,275.49	61,580.95	37,272.00
预收款项	15,198.01	18,017.23	17,883.91	17,131.68
应付职工薪酬	677.48	227.47	492.63	2,082.27
应交税费	2,888.51	2,542.56	6,920.25	11,027.42
应付利息	67.51	67.51	57.37	60.94
应付股利	123.96	123.96	123.96	123.96
其他应付款	14,437.08	25,649.28	6,082.04	9,749.00
流动负债合计	96,632.02	118,369.57	142,502.40	168,675.68
其他非流动负债	594.54	519.54	1,367.97	1,660.24
非流动负债合计	594.54	519.54	1,367.97	1,660.24
负债合计	97,226.55	118,889.10	143,870.37	170,335.92
实收资本（股本）	69,081.60	69,081.60	69,081.60	57,568.00
资本公积	5,828.10	5,828.10	7,225.54	7,225.54
盈余公积	6,176.25	6,176.25	5,011.96	3,113.94

未分配利润	21,485.85	19,982.46	14,121.65	17,984.67
归属于母公司所有者权益合计	102,571.80	101,068.41	95,440.75	85,892.16
少数股东权益	1,131.36	1,134.99	1,692.56	985.18
所有者权益合计	103,703.16	102,203.41	97,133.31	86,877.34
负债和所有者权益总计	200,929.71	221,092.51	241,003.68	257,213.26

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009年
一、营业总收入	47,342.59	202,252.23	283,191.39	275,275.53
其中：营业收入	47,342.59	202,252.23	283,191.39	275,275.53
二、营业总成本	48,185.87	199,740.01	285,639.86	259,435.41
其中：营业成本	35,935.61	153,364.13	208,191.29	191,411.46
营业税金及附加	245.28	1,978.88	1,054.16	813.98
销售费用	8,613.00	28,117.33	46,713.56	41,663.40
管理费用	3,155.55	11,000.03	21,448.51	18,141.02
财务费用	285.68	2,328.89	3,602.54	6,059.91
资产减值损失	-49.25	2,950.75	4,629.82	1,345.64
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	633.50	376.10
投资收益（损失以“-”号填列）	2,205.31	844.14	1,010.88	3,467.75
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	1,362.04	3,356.36	-804.10	19,683.98
加：营业外收入	236.35	2,356.73	22,999.22	3,338.32
减：营业外支出	1.02	130.80	3,369.62	297.74
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1,597.37	5,582.29	18,825.50	22,724.56
减：所得税费用	97.61	-1,455.80	4,490.20	3,392.33
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1,499.76	7,038.09	14,335.30	19,332.24
少数股东损益	-3.63	12.99	1,332.63	428.93
归属于母公司所有者的净利润	1,503.39	7,025.10	13,002.67	18,903.31

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2012年 1-3月	2011年	2010年	2009年
销售商品、提供劳务收到的现金	47,897.08	224,669.79	258,135.32	302,160.74
收到的税费返还	705.15	60.91	303.35	1,242.00
收到其他与经营活动有关的现金	7,941.81	22,970.72	22,633.00	11,770.79
经营活动现金流入小计	56,544.04	247,701.41	281,071.67	315,173.53
购买商品、接受劳务支付的现金	35,648.12	201,485.79	184,616.02	209,540.05
支付给职工以及为职工支付的现金	3,452.18	12,893.80	21,395.64	16,021.77
支付的各项税费	2,787.46	9,195.45	27,026.28	10,225.70
支付其他与经营活动有关的现金	27,514.08	29,807.56	48,855.50	46,599.51
经营活动现金流出小计	69,401.84	253,382.59	281,893.44	282,387.04
经营活动产生的现金流量净额	-12,857.81	-5,681.18	-821.76	32,786.49
收回投资收到的现金		6,416.58	3,730.90	381.99
取得投资收益收到的现金	163.17	806.30	5,042.59	1,508.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	355.78	13,765.94	38.89	438.86
收到其他与投资活动有关的现金	17,017.00	787.17	15,401.20	0.00
投资活动现金流入小计	17,535.95	21,775.99	24,213.58	2,329.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	149.61	1,053.91	9,166.05	3,722.13
投资支付的现金	0.00	500.00	3,000.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	4,659.00	17,668.66	36,962.46	0.00
投资活动现金流出小计	4,808.61	19,222.57	49,128.51	3,722.13
投资活动产生的现金流量净额	12,727.34	2,553.42	-24,914.93	-1,392.32
吸收投资收到的现金	0.00	1,122.00	76,500.00	1,875.41
取得借款收到的现金	4,000.00	30,900.00	57,900.00	97,609.66
收到其他与筹资活动有关的现金	20.65	6,977.40	3,897.48	18,146.60
筹资活动现金流入小计	4,020.65	38,999.40	138,297.48	117,631.68
偿还债务支付的现金	7,000.00	45,900.00	105,691.94	132,718.80
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	373.51	1,975.74	7,363.67	11,296.38
支付其他与筹资活动有关的现金	0.26	679.31	9,938.67	372.42
筹资活动现金流出小计	7,373.77	48,555.04	122,994.29	144,387.59
筹资活动产生的现金流量净额	-3,353.13	-9,555.65	15,303.19	-26,755.92
汇率变动对现金的影响	0.00	-0.18	295.16	0.00
现金及现金等价物净增加额	-3,483.59	-12,683.58	-10,138.33	4,638.26

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2011年	2010年	2009年
净利润	7,038.09	14,335.30	19,332.24
加：资产减值准备	2,950.75	1,817.25	1,345.64
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,710.63	3,404.53	3,627.25
无形资产摊销	125.75	1,715.66	1,617.98
长期待摊费用摊销	406.15	547.01	406.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-346.31	-16,997.38	-403.93
固定资产报废损失	0.00	7.26	0.00
公允价值变动损失	0.00	-633.50	-376.10
财务费用	1,985.88	4,250.72	6,066.17
投资损失	-844.14	-1,010.88	-3,467.75
递延所得税资产减少	-2,926.60	-1,829.55	-167.13
存货的减少	-2,397.85	411.19	-183.88
经营性应收项目的减少	9,555.48	-25,277.74	19,362.15
经营性应付项目的增加	-22,939.02	18,482.29	-14,160.07
其他	0.00	-43.92	-212.82
经营活动产生的现金流量净额	-5,681.18	-821.76	32,786.49

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，广东万家乐股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，广东万家乐股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与广东万家乐股份有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如广东万家乐股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广东万家乐股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对广东万家乐股份有限公司进行电话访谈和实地

调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送广东万家乐股份有限公司及相关监管部门。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

2012年06月21日