

# 信用等级公告

联合[2012] 120 号

---

联合资信评估有限公司通过对衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据  
信用等级为  
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年八月十三日



## 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）与集合票据发行人（包括衡阳恒飞电缆有限责任公司、衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司、湖南裕华化工集团有限公司）构成委托关系外，联合资信、评级人员与集合票据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，未因集合票据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集合票据发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据信用等级自本期集合票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司  
二零一二年八月十三日  
评级业务专用章

# 衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据 信用评级报告

## 评级结果:

本期集合票据信用等级: AAA  
本期集合票据发行额度: 1 亿元  
本期集合票据期限: 2 年

评级时间: 2012 年 8 月 13 日

## 集合票据发行人及担保人主体长期信用

集合票据发行人	评级结果	
	信用等级	评级展望
1 衡阳恒飞电缆有限责任公司	BBB	稳定
2 衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司	BB	稳定
3 湖南裕华化工集团有限公司	BBB	稳定

集合票据担保人	评级结果
中债信用增进投资股份有限公司	AAA

## 分析师

王丽娟 张丽 李小建  
lianhe@lhratings.com

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

## 评估观点

近年来, 中国国民经济整体保持了快速发展势头, 良好的外部环境也推动了中小民营经济的发展。但中小企业个体的抗风险能力有限, 尤其是2011年以来, 多重因素导致中小企业景气度下降, 面临的经营风险逐步加大。为此, 国家和地方政府不断出台相关扶持政策, 为中小企业的持续发展提供支撑。

本期集合票据参与发行主体为衡阳市中小企业, 其中 2 家发行人主体长期信用等级为投资级, 另外 1 家发行人主体长期信用等级为投机级, 且所涉及行业相关度较低; 同时, 联合资信也关注到本期集合票据参与企业家数较少, 风险的分散作用有限; 衡阳恒飞电缆有限责任公司发行额度占比较大, 其未来经营状况对本期集合票据担保前整体偿债能力的影响较大。

中债信用增进投资股份有限公司 (以下简称“中债增进公司”) 为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 中债增进公司担保实力很强, 有效提升了本期集合票据的信用水平。综合看, 本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

## 优势

1. 衡阳市区位优势明显, 经济稳定增长, 为区域内企业发展提供良好的外部条件。
2. 本期集合票据发行人所涉及行业相关度较低。
3. 作为本期集合票据的信用增信机构, 中债增进公司担保实力很强, 可有效提升本期集合票据本息偿还的安全性。

## 关注

1. 本期集合票据的发行人中小企业, 经营

状况易受国家宏观经济政策和产业政策调整的影响。尤其 2011 年以来，国内外经济形势动荡导致中小企业面临的经营风险逐步加大。

2. 本期集合票据参与企业相对较少，风险分散作用有限。
3. 衡阳恒飞电缆有限责任公司发行额度占比较大，其未来经营状况对本期集合票据担保前整体偿债能力的影响较大。

## 一、基本情况

衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据（以下简称“本期集合票据”）由北京银行股份有限公司组织牵头，联合 3 家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据计划发行总金额为 1 亿元（各发行人申请发债额度见表 1），期限为 2 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本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 集合票据发行人及发债额度

集合票据发行人		发债额度（万元）
1	衡阳恒飞电缆有限责任公司	6000
2	衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司	1000
3	湖南裕华化工集团有限公司	3000
合计		10000

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”）就本期集合票据存续期限内发行人应偿付的 1 亿元本金及其相关利息、罚息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供无条件不可撤销的连带责任保证。

## 二、经营环境

### 1. 中小企业发展概况

中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。截至 2010 年底，全国工商登记中小企业超过 1100 万家，以

工业为例，2010 年全国规模以上中小企业 44.9 万家，比 2005 年增长 50.1%，占规模以上企业数量的 99.3%；全国规模以上中小企业工业增加值比 2005 年增长 17.5%，占规模以上工业增加值的 69.1%；实现税金 1.5 万亿元，占规模以上企业税金总额的 54.3%，是 2005 年的 1.9 倍，年均增长 13.1%；完成利润 2.6 万亿元，占规模以上企业利润总额的 66.8%，是 2005 年的 2.4 倍，年均增长 18.9%。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

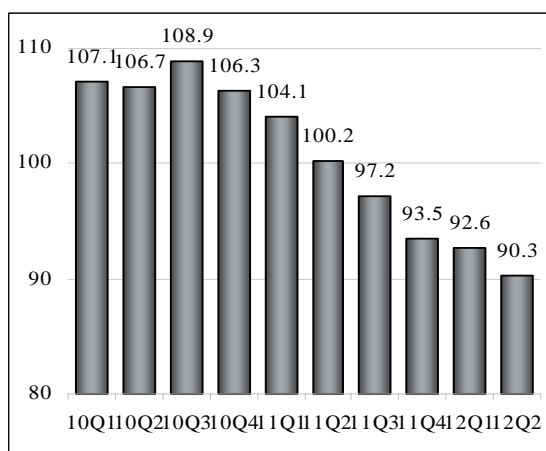
从外部发展环境看，自改革开放以来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是，有别于大型企业，中小企业一般业务结构相对单一，难以实行多元化经营，经营风险相对集中，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

2008 年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009 年以来，外部经济环境逐步回暖。根据中国中小企业协会数据统计，2010 年三季度中小企业发展指数（SMEDI）达到最高值 108.9，随后在中国经济增长速度逐步回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势，2011 年第三季度一度跌落到临界值以下，第四季度下降至 93.5。2012 年以来继续下行，第二季度达 90.3。

2011 年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力，央行多次上调存款准备金率导致融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。一些地方甚至发生了中小企业经营困难、资金链紧绷，企业主出走的情况。中小企业面临的经营风险逐步

加大。

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，伴随中国经济的稳步发展，中小企业得到了快速壮大，其较强的适应能力、灵活的经营机制以及良好的发展潜力等是其立足市场的重要基础。但同时中小企业也存在成立时间较短，经营规模较小，控制资源有限，内控机制不健全等问题，其经营波动相对较大，个体的抗风险能力有限。尤其2011年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。

## 2. 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》（以下简称《促进法》）正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008年以来，为了应对宏观经济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13号）

等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

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

地方扶持政策方面，近年湖南省先后出台了《关于加快民营经济发展的决定》、《关于鼓励和引导个体私营等非公有制经济发展的实施意见》、《关于进一步支持中小企业融资的意见》等扶持政策法规，为中小企业提供创业、咨询、信息、技术、融资、担保等方面的服务。有效的政策引导和完善的服务体系，全面促进了中小企业和非公经济加快发展。2011年政府积极介入中小企业融资难题，9家银行与湖南省经信委签约，2011年将为湖南省14700户中小企业提供1200亿元贷款支持，未来三年将为近5万家中小企业提供4600亿元以上贷款支持。同时，打造湖南省中小企业融资对接合作的网络公共平台“中小企业融资超市”也正式启动。总体看，湖南省政府重视中小企业经济发展，不断优化政策和创业环境。

### 3. 区域经济发展概况

#### 2011年衡阳市经济发展概况

衡阳市为国家老工业基地、全国加工贸易重点承接地、全国重要的综合交通枢纽城市。京广、湘桂、衡茶吉3条铁路干线在此交汇，是南下通往广东、广西，东到江西福建，西达云贵川渝的门户。据2011年调查，衡阳城市建成区面积达到128平方公里，中心城区户籍人口138万。

初步核算，2011年衡阳市实现地区生产总值（GDP）1746.44亿元，按可比价格计算，增长14.2%。其中，一产业实现增加值302.88亿元，增长4.0%；二产业实现增加值842.93亿元，增长19.2%；三产业实现增加值600.63亿元，增长13.2%。一、二、三产业对全市经济增长贡献率分别为5.3%、61.4%、33.3%，分别拉动全市GDP增长0.7、8.7、4.7个百分点。产业结构得到优化。全市三次产业比为17.3：48.3：34.4，与上年相比，一、三产业占比分别下降1.3个和1.5个百分点，二产业占比提高2.8个百分点。其中，工业增加值占GDP比重为42.4%，对经济增长贡献率达56.4%，拉动GDP增长8.0个百分点。

2011年衡阳市规模工业实现增加值812.76亿元，增长21.5%。在规模工业中，轻工业增加值188.10亿元，增长19.6%；重工业增加值624.67亿元，增长22.5%。规模工业的六大重点行业中，有色金属冶炼及压延业增加值105.81亿元，增长16.2%；电气机械及器材制造业增加值46.91亿元，增长14.1%；化学原料及化学制品制造业增加值77.81亿元，增长22.6%；黑色金属冶炼及压延业增加值36.94亿元，增长15.2%；煤炭开采和洗选业增加值106.93亿元，增长18.2%；非金属矿物制品业增加值42.56亿元，增长21.0%。年末，全市规模工业企业达到1194家，比上年增加84家。

2011年衡阳市财政收入突破150亿元大关，达到153.93亿元，增长35.8%。一般预算收入104.05亿元，增长37.1%。一般预算支出256.59

亿元，增长22.6%，其中社会保障和就业支出44.31亿元，增长17.6%。2006年-2011年财政收入占GDP的比重分别为5.7%、5.9%、5.7%、6.0%、8.0%、8.8%，呈稳步提高的态势。

2011年末衡阳市金融机构各项存款余额1526.44亿元，增长16.9%。其中，单位存款394.64亿元，增长25.8%；居民储蓄存款1113.72亿元，增长12.2%。金融机构各项贷款余额611.57亿元，增长14.9%。其中，短期贷款为260.45亿元，增长17.4%；中长期贷款320.12亿元，增长16.3%。

#### 衡阳市中小企业发展概况

2010年衡阳市中小企业法人单位达14860个。其中私营企业户数达12506户，个体工商户83844户，仅2010年新登记注册的个体工商户8950户，各类企业1526户，比2009年同期分别增长13.4%和12.1%。全市中小工业企业户数共计5635家，占企业总数的99.9%。其中中小工业企业完成总产值达1570.12亿元，占全部工业的75%；实现主营业务收入1799.9亿元，同比增长45%；实现增加值415.29亿元，同比增长29.5%，占全部工业的73.8%。

随着中小企业的快速发展，地位不断提升，金融机构对中小企业支持力度有所加强，在一定程度上缓解了中小企业融资难的问题。衡阳市2010年年末贷款余额达200.05亿元，同比增长12.8%，占全部企业贷款余额的69.15%。从投向看：第三产业贷款最多，达到120.34亿元，同比增长9.61%，占全部中小企业贷款的60%，其次是第二产业为58.29亿元，同比增长8.32%，占比29%，再次是第三产业为22.33亿元，同比增长53.39%，占比11%。

2010年中小企业固定资产原值623.46亿元，同比增长29.9%，完成新产品新技术开发项目182项，73%的工业专利、86%的技术创新成果、87%的新产品都由中小企业完成。

总体看，衡阳市区位优势明显，经济稳定增长，为区域内企业发展提供良好的外部条件。衡阳市中小企业发展态势良好。

### 三、发行人基本情况及集合票据募集资金用途

本期集合票据发行主体共 3 家，各企业主要财务数据见附件 1。

#### 1. 衡阳恒飞电缆有限责任公司

##### 主体概况

衡阳恒飞电缆有限责任公司(以下简称“恒飞电缆”)前身为原国有企业衡阳电线电缆厂,2002 年 11 月注册成立。经过多次股权变更及增资,截至 2012 年 6 月底,恒飞电缆注册资本为 12500 万元,实收资本 11000 万元,股东持股情况为:何厚廷持股 55%、何忠诚持股 45%。何厚廷为恒飞电缆的实际控制人。

恒飞电缆经营范围:电线电缆、裸铝、铜线的生产、销售。

目前恒飞电缆设有财务部、销售服务部、市场部、直销部、采购部、生产制造部、质量管理部、导体分厂、塑缆分厂、橡缆分厂、设备部、技术研发中心、管理部等职能部门。

截至 2011 年底,恒飞电缆资产总额为 57965.15 万元,所有者权益合计为 41022.68 万元。2011 年恒飞电缆实现主营业务收入 101229.32 万元,利润总额 7014.93 万元。

截至 2012 年 3 月底,恒飞电缆资产总额为 62277.04 万元,所有者权益合计 42177.92 万元。2012 年 1~3 月,恒飞电缆实现主营业务收入 22268.85 万元,利润总额 1540.32 万元。

恒飞电缆注册地址:衡阳市雁峰区黄白路 121 号;法定代表人:何忠诚。

##### 募集资金用途

恒飞电缆将本期集合票据所募集的资金 6000 万元全部用于补充营运资金。

#### 2. 衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司

##### 主体概况

衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司(以下简称“新鑫电力”)成立于 2002 年 4 月,初始注册资本 60 万元。新鑫电力从成立至今,经

历多次增资和股权变更,截至 2012 年 3 月底,新鑫电力注册资本 2000 万元,股东及持股情况为:苏元久出资 1860 万元,持股 93.00%;李红燕出资 100 万元,持股 5.00%;王瑞媛出资 40 万元,持股 2.00%。苏元久为新鑫电力实际控制人。

新鑫电力经营范围:变压器、电焊机、互感器、高低压配电瓶、输变电器材生产、制造、销售;自营和代理各类商品和技术的进出口(国家限定经营或禁止进出口的商品和技术除外)。

截至 2012 年 3 月底,新鑫电力下设人力资源部、行政办公室、销售中心、供应部、技术中心、财务部、生产中心、保安部、配件经营、质检部、售后服务部 11 个职能部门;新鑫电力下属全资子公司一家,为衡阳市新鑫电力特种变压器销售有限公司。

截至 2011 年底,新鑫电力资产总额 12251.01 万元,所有者权益 5579.32 万元;2011 年新鑫电力实现主营业务收入 11799.23 万元,利润总额 575.82 万元。

截至 2012 年 3 月底,新鑫电力资产总额 12898.82 万元,所有者权益 5672.95 万元;2012 年 1~3 月,新鑫电力实现主营业务收入 2477.47 万元,利润总额 93.63 万元。

新鑫电力注册地址:衡阳市雁峰区岗荫岭 83 号附 1 号,法定代表人:苏元久。

##### 募集资金用途

新鑫电力将本期集合票据募集的资金 1000 万元用于补充白沙洲工业园 220KV 新厂房配套流动资金。

#### 3. 湖南裕华化工集团有限公司

##### 主体概况

湖南裕华化工集团有限公司(以下简称“裕华化工”)原名为衡阳市裕华化工实业有限公司,2002 年 4 月在衡阳市工商行政管理局注册成立。裕华化工原始注册资本 100 万元,2004 年增资至 380 万元,2007 年增资至 3000 万元同时更名为现名。2007 年 9 月,裕华化工吸收



合并衡阳市裕华化肥化工有限公司，以该公司净资产增资，变更后注册资本为 5178.75 万元。截至 2012 年 3 月底，裕华化工注册资本保持不变，股东及持股比例为：刘常松持股 55.20%、刘建军持股 27.60%、谢超群持股 9.20%、徐柏年持股 8%。其中第一大股东刘常松先生为裕华化工控股股东和实际控制人。

裕华化工经营范围：食品添加剂碳酸氢钠的生产（工业产品生产许可证有效期至 2015 年 4 月 27 日），液氨（限分支结构凭许可证经营），氯化铵，纯碱，碳酸氢铵的生产及销售，尿素（以上项目不含危险，监控化学品）的销售，建筑材料，机电产品，金属材料及铜，铅，锌的销售，自营和代理各类商品和技术的进出口业务。目前裕华化工主要从事碳酸氢钠（俗称“小苏打”，以下简称“小苏打”）、氯化铵、工业盐和碳酸氢铵等产品的生产和销售业务。

截至 2012 年 3 月底，裕华化工拥有 4 家控股子公司：衡阳市裕华进出口有限公司、衡阳市裕华生产资料有限公司、衡阳市裕华物流有限公司、衡阳市裕华化工建材有限公司，1 家化肥化工分公司。

截至 2011 年底，裕华化工资产总额 25229.61 万元，所有者权益 15659.26 万元；2011 年裕华化工实现主营业务收入 21718.88 万元，利润总额 3275.10 万元。

截至 2012 年 3 月底，裕华化工资产总额 25647.82 万元，所有者权益 16295.69 万元；2012 年 1 季度裕华化工实现主营业务收入 5229.05 万元，利润总额 636.44 万元。

裕华化工注册地址：衡阳市珠晖区金甲岭；法定代表人：刘常松。

#### 募集资金用途

裕华化工本期集合票据募集资金 3000 万元全部用于补充流动资金。

#### 四、本期集合票据主体长期信用状况分析

经联合资信评估有限公司评定，3 家发行

企业主体长期信用等级见表 2，具体分析参见附件中各集合票据发行人的《主体长期信用评级报告》。

从表 2 可以看出，本期集合票据发行企业中，2 家发行人主体长期信用等级为投资级，另外 1 家发行人主体长期信用等级为投机级，3 家发行企业级别分别为 BBB、BB 和 BBB<sup>-</sup>，发行额度占比分别为 60%、10% 和 30%。从行业集中度看，3 家发行主体所涉及细分行业较为分散，行业相关度较低。同时联合资信关注到，本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限；且恒飞电缆发行额度大，占比高，其未来经营状况对本期集合票据担保前整体偿债能力的影响较大。

表 2 集合票据发行企业信用状况及额度分布（万元）

集合票据发行人	主体长期信用	发债额度
衡阳恒飞电缆有限责任公司	BBB/稳定	6000
衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司	BB/稳定	1000
湖南裕华化工集团有限公司	BBB <sup>-</sup> /稳定	3000
合计		10000

表 3 集合票据发行企业所涉及细分行业

集合票据发行人	涉及细分行业
衡阳恒飞电缆有限责任公司	电线电缆行业
衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司	变压器行业
湖南裕华化工集团有限公司	小苏打行业

#### 五、增信能力分析

中债增进公司就本期票据存续期限内发行人应偿付的 1 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，如果发行人未按照本期票据募集说明书的要求将本期当期应付本息支付投资人，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当期应付利息。

保证期为自本期票据存续期本期票据兑付日起两年。票据持有人在本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和出资给第三人的，中债增进

公司将继续承担担保函规定的责任。

经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，该评级结论反映了中债增进公司的综合代偿能力极强。中债增进公司主体长期信用评级报告见附件。

## 六、综合评价

衡阳市区位优势明显，经济稳定增长，为区域内企业发展提供良好的外部条件。

本期集合票据参与发行主体为衡阳市中小企业，其中 2 家发行人主体长期信用等级为投资级，另外 1 家发行人主体长期信用等级为投机级，且所涉及行业相关度较低；同时，联合资信也关注到本期集合票据参与企业家数较少，风险的分散作用有限。

中债增进公司为本期集合票据提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进公司担保实力很强，有效提升了本期债券的信用水平。

综合分析，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低。

### 附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
衡阳恒飞电缆 有限责任公司	资产总额(万元)	37998.62	45272.84	57965.15	62277.04
	所有者权益(万元)	29071.88	33361.48	41022.68	42177.92
	长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
	全部债务(万元)	8196.00	11546.00	16482.00	19566.00
	主营业务收入(万元)	45607.04	68245.96	101229.32	22268.85
	利润总额(万元)	3072.82	4652.80	7014.93	1540.32
	EBITDA(万元)	4202.86	5783.02	8417.11	--
	主营业务利润率(%)	12.75	11.75	12.48	17.60
	净资产收益率(%)	7.93	10.46	12.83	--
	资产负债率(%)	23.49	26.31	29.23	32.27
	全部债务资本化比率(%)	21.99	25.71	28.66	31.69
	流动比率(%)	229.77	219.00	213.58	202.13
	全部债务/EBITDA(倍)	1.95	2.00	1.96	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	6.09	11.72	9.08	--
衡阳市新鑫电力特种 变压器有限公司	资产总额(万元)	7883.87	10493.02	12251.01	12898.82
	所有者权益(万元)	4616.97	5150.99	5579.32	5672.95
	长期债务(万元)	10.70	8.29	0.00	0.00
	全部债务(万元)	1949.26	3780.24	3780.20	3697.10
	主营业务收入(万元)	8126.19	10726.57	11799.23	2477.47
	利润总额(万元)	435.51	668.26	575.82	93.63
	EBITDA(万元)	637.57	912.21	1097.48	--
	主营业务利润率(%)	15.66	15.29	15.29	15.08
	净资产收益率(%)	7.23	10.37	7.68	--
	资产负债率(%)	41.44	50.91	54.46	56.02
	全部债务资本化比率(%)	29.69	42.33	40.39	39.46
	流动比率(%)	199.04	138.74	121.43	121.79
	全部债务/EBITDA(倍)	3.06	4.14	3.44	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	5.82	6.22	3.23	--
湖南裕华化工 集团有限公司	资产总额(万元)	12741.17	18752.77	25229.61	25647.82
	所有者权益(万元)(不含 少数股东权益)(亿元)	9295.74	12360.19	15659.26	16295.69
	长期债务(万元)	0.00	1000.00	800.00	800.00
	全部债务(万元)	500.00	4000.00	8180.00	8180.00
	主营业务收入(万元)	15937.70	18177.96	21718.88	5229.05
	利润总额(万元)	2190.40	3064.45	3275.10	636.44
	EBITDA(万元)	2975.59	3954.15	4704.53	--

主营业务利润率(%)	19.86	22.10	22.10	22.99
净资产收益率(%)	23.56	24.79	20.91	--
资产负债率(%)	27.04	34.09	38.01	36.46
全部债务资本化比率(%)	5.10	24.45	34.31	33.42
流动比率(%)	194.17	211.78	173.59	171.16
全部债务/EBITDA(倍)	0.17	1.01	1.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	48.10	15.98	9.87	--

## 附件 2 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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 衡阳市中小企业 2012 年度第一期集合票据 跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期集合票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

集合票据发行人（衡阳恒飞电缆有限责任公司、衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司、湖南裕华化工集团有限公司）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含担保方、交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料）。集合票据发行人或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，集合票据发行人应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注集合票据发行人、担保方和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，如发现集合票据发行人、担保方、交易结构中其他有关各方、或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如集合票据发行人不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送集合票据发行人、主管部门、交易机构等。



# 中债信用增进投资股份有限公司

## 2012 年信用评级分析报告

### 评级结果

主体长期信用等级: AAA

### 评级时间

2012 年 7 月 11 日

### 主要数据

项 目	2012 年 1 季度	2011 年	2010 年	2009 年
资产总额(亿元)	93.45	92.04	111.37	60.77
负债总额(亿元)	25.74	26.04	48.07	0.53
所有者权益(亿元)	67.71	66.00	63.30	60.24
增信业务收入(亿元)	0.77	3.67	1.20	0.01
利润总额(亿元)	1.41	5.16	2.99	0.31
净利润(亿元)	1.06	4.01	2.23	0.23
平均净资产收益率(%)	1.59	6.21	3.61	-
平均资产收益率(%)	1.14	3.95	2.59	-
增信余额(亿元)	589.72	574.02	248.49	3.00
净资本覆盖率(%)	133.86	132.42	124.76	-

注: ①平均净资产收益率 = 净利润\*2/(期初净资产 + 期末净资产);  
②平均资产收益率 = 净利润\*2/(期初资产总额 + 期末资产总额)。

### 分析师

田 兵 何 璐 黄 龙

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

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)

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

### 评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月。经过两年多的经营实践,公司初期发展规划得到有效落实,初步搭建了股份制公司治理架构,逐步建立健全与信用增进行业相适应的全面风险管理体系;增信业务基础不断夯实,增信业务规模快速扩大;在债券市场信用风险分担机制建设方面进行了积极探索,信用风险缓释工具产品初成体系;公司盈利能力逐步显现。联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA,该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

### 优势

- 作为我国首家专业债券信用增进机构,公司面临较大的市场发展空间;
- 公司资本实力雄厚,股东背景强大;股东有能力和意愿在需要时增加公司资本;
- 公司具备较强的创新能力及市场推动力,信用增进业务发展迅猛,收入增长快速。

### 关注

- 公司处于发展初期,制度体系及定价方法尚在持续完善过程中;创新业务的风险控制措施尚待完善;
- 信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营,推进行业健康发展。

## 一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)成立于 2009 年 9 月, 由中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。公司注册资本 60 亿元, 均为货币出资, 股东及持股情况见表 1。公司是国内首家专业债券信用增进机构, 业务接受中国人民银行监管。

表 1 公司股东及持股情况表

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

公司经营范围包括: 企业信用增进服务; 信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广; 信用产品的创设和交易; 资产投资; 资产受托管理; 投资策划、投资咨询; 经济信息咨询; 人员技术培训; 会议服务。

公司内设业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部六个部门。目前公司共有员工 106 人, 其中拥有硕士及以上学历的员工比重约 87%。

截至 2011 年末, 公司资产总额 92.04 亿元, 负债总额 26.04 亿元, 所有者权益 66.00 亿元。2011 年, 公司实现各项营业收入 6.60 亿元, 净利润 4.01 亿元。

截至 2012 年 1 季度末, 公司资产总额 93.45 亿元, 负债总额 25.74 亿元, 所有者权益 67.71 亿元。2012 年 1 季度, 公司实现营业收入 2.02 亿元, 净利润 1.06 亿元。

## 二、运营环境

### 1. 宏观经济概况

在金融危机期间, 中国经济在以政府投资和宽松的货币政策为主的经济刺激政策的推动下, 经济增长率保持在 9% 以上, 在应对外部市场冲击和恢复经济增长方面效果明显。然而经济刺激政策的实施导致了通货膨胀不断攀升和经济结构矛盾加剧。2011 年, 我国实行了积极的财政政策和稳健的货币政策, 以维持经济的稳定增长。2011 年我国国内生产总值为 47.16 万亿元, 较 2010 年增长 9.2%, 增幅较 2010 年下降 1.1 个百分点(见表 2)。在政策调控下, 全年 CPI 增幅为 5.4%, 高于政府调控目标。

表 2 宏观经济主要指标表

项 目	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年
GDP 增长率(%)	9.2	10.3	9.2	9.6	14.2
CPI 增长率(%)	5.4	3.3	-0.7	5.9	4.8
PPI 增长率(%)	6.0	5.5	-5.4	6.9	3.1
M2 增长率(%)	13.6	19.0	27.7	17.8	16.7
固定资产投资增长率(%)	23.8	23.8	30.1	25.5	24.8
进出口总额增长率(%)	22.5	34.7	-13.9	17.8	23.5
进出口贸易差额(亿美元)	1551	1831	1961	2955	2622

资料来源: 国家统计局、人民银行、Wind 资讯。

金融危机导致外部市场需求不振, 欧美越来越严重的贸易保护主义倾向, 以及人民币持续升值压力导致中国整体出口形势面临较大的不利因素, 我国贸易顺差持续减少。2011 年中国贸易顺差下降至 1551 亿美元, 较 2008 年下降 47.51%。

2012 年我国经济社会发展的总基调是“稳中求进”, 政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 以结构性调整为主, 支持实体经济发展。短期内, 消费对经济的贡献度并不会明显上升, 投资仍是拉动经济增长最强劲的动力。国内经济面临的挑战是如何推进金融财税体制改革, 调整经济结构, 发挥市场力量优化资源配置, 以缓解逐年加剧的经济结构矛盾。虽然由于外部影响等原因, 中国经济在未来有放缓迹象, 但市场仍普遍预测“十二五”期间

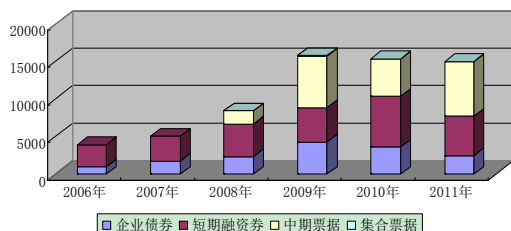


中国经济增长将保持在 8%-9% 的水平。

## 2. 行业发展概况

近年来，特别是 2008 年以来，为应对金融危机，我国政府大力发展直接融资，债务融资工具保持了快速发展势头。其中，涵盖企业债券、中期票据、短期融资券、集合票据品种的非金融企业债务融资工具在债券市场上发挥了重要作用，自 2009 年以来我国非金融企业债的年发行规模维持在约 15000 亿元(见图 1)。2011 年，非金融企业债发行规模为 14998.02 亿元，占全年债券发行量的 21.54%。债券市场作为企业直接融资渠道的作用得以显现。

图 1 近年来非金融企业债券发行规模及构成 单位：亿元



注：数据来自中国债券信息网。

从非金融企业债务融资工具的发行情况来看，主体的信用等级呈现多元化，AA 级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方保证、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要方式。根据银监会 2007 年 10 月发布的《关于有效防范企业债担保风险的意见》，银行停止对以项目融资为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。这使为资本市场提供外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构，从而为信用增进行业在资本市场开展业务提供了广阔的发展空间。

2009 年 9 月，公司作为国内首家专业债券信用增进机构成立，这对于发展直接融资市场，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。

此外，公司还承担着建立银行间债券市场风险分担机制、进行风险专业化管理模式创新的重任。

2010 年 10 月，交易商协会出台《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》对信用风险缓释工具试点业务的参与者、产品框架和市场运作框架、信用风险缓释凭证设置机制、风险控制与管理等内容进行了明确和规范。《指引》的出台标志着信用风险缓释工具试点业务在银行间市场正式推出，这对于丰富投资者的信用风险管理工具、完善市场风险分担机制具有重要意义，同时也为信用增进行业的业务创新开辟了新的空间。

## 3. 政策与监管

由于增信行业在我国为全新行业，目前存在相关法律法规缺位、监管政策和行业标准不明确、会计核算和税收等相关外部政策模糊等问题，对信用增进业务的规范开展形成制约。作为首家专业债券信用增进机构，公司致力于推动行业准则及监管办法的出台，并取得了积极进展。2011 年，财政部将企业发行信用风险缓释工具会计处理相关内容通过《企业会计准则解释第 5 号(征求意见稿)》向社会公开征求意见，有望予以明确。同年，央行将制定信用增进业务管理办法列入“十二五”立法规划中。此外，公司配合交易商协会完成信用增进业务自律管理规则的起草工作。信用增进行业标准制定和行业立法进程的推进将有助于规范行业运营，推进行业健康发展。

## 三、公司治理与内部控制

### 1. 股权结构及公司治理

公司注册资本 60 亿元，股东由交易商协会及 6 家实力雄厚的央企组成。公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到了股东的大力支持。公司董事会从经营情况、业务创新及对

交易商协会交付任务的完成情况等三个方面对公司经营层进行考核。同时，公司股东还承诺在公司业务发展需要时及时补充资本。

公司按照市场化模式运作。公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会由董事会依法召集。公司股东会按照相关要求召集召开，能够确保各股东对重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司董事会由 8 名董事组成。其中，交易商协会提名 2 名董事候选人，其余 6 家股东各提名 1 名董事候选人，经由股东会选举产生该 8 名董事。公司尚未实行独立董事制度。董事会设董事长 1 人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开 2 次会议，负责公司重大事项的决策。董事会下设战略与投资管理委员会、预算与薪酬管理委员会、审计与风险管理委员会 3 个专门委员会。公司董事会成员多具有大型企业相关管理经验，这有助于董事会进行科学决策。近年来，公司董事会先后审议了公司股东大会及董事会议事规则、公司组织架构及部门设置方案、高管聘任方案等议案，通过了总裁办公会议事规则、授权管理办法、内部控制制度、资本覆盖率管理办法、风险准备金计提管理办法、高管人员年度考核办法等基础管理制度。各专业委员会能够在相应授权范围内履行职责，较好地发挥了各自职能。

公司监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东监事和 1 名职工监事。股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。公司尚未执行独立监事制度。监事会主席由全体监事选举产生。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员的履职情况进行监督评价等职权。近年来，公司监事会相继审议通过监事会议事规则、监事长选举等议案。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。总裁在董事会授权范围内行使职权，包括主持公司日常经

营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等，接受董事会的指导和监事会的监督。2010 年 9 月，公司聘任水汝庆先生为总裁。公司总裁下设授信审批委员会、风险管理委员会、采购委员会、投资决策委员会、招聘委员会 5 个专门委员会。公司高管人员由总裁提名、经董事会通过后任命。公司注重高水平的专业团队建设，高管成员均为拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士，这确保了公司在初创期即具备较高的专业化运作水平。

综上，公司治理架构仍处于持续规范过程中，管理制度体系逐步建立健全，各治理主体运作有序，但股东大会、董事会及监事会对公司经营活动的指导和监督作用待加强。

## 2. 组织架构及内部控制

公司设立了业务营运部、投资部、风险管理部、综合部、计划财务部、法律合规部 6 个职能部门(见附表 1)。公司本着“精简高效、突出业务、分清职责、各司其职”的原则，对部门职责进行梳理，并相应进行了人员调整。风险管理部负责统一管理公司运营过程中所面临的各种风险。为确保各项业务规范有序开展，公司出台了风险管理指引，针对业务种类制定了细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、预算、法律、合同等方面的内控制度。公司内控及风险管理体系基本建立。

为满足业务快速发展对人力的需求，公司以公开招聘的方式引入部分专业人员和应届毕业生。公司员工整体专业素质较高，约 86% 的员工拥有硕士及以上学历，且大多毕业于国内外知名高校。公司还建立了外部专家库机制，聘请了部分专业人士作为公司高级顾问，为创新业务的开展积蓄力量。

公司于 2011 年出台薪酬管理办法(试行)，初步建立了以技术序列为主的扁平化职务职级管理体系，明确了相应的管理办法；制定了高

管人员年度考核办法(试行),基本构建起能上能下的用人机制,较好地发挥了正向激励约束作用。

2011年,公司在整合原审计部与法律事务部的基础上成立法律合规部。法律合规部负责合规管理、内部审计等工作,重点针对公司经营管理中存在的漏洞或不完善之处,主要以专项检查的形式开展审计工作。

总的看来,公司机构设置清晰合理,风险管理及内控体系初步建立。公司目前存在部分管理制度、业务流程和操作规范可执行性不足的问题,尚需要通过业务的持续探索来逐步解决。考虑到业务的迅速发展,公司需加快内控及系统建设进程,为持续运营形成有效支撑。

### 3. 战略规划

公司的市场定位是立足于债券市场,成为专业的债券市场信用增进及风险管理服务提供商;债券市场信用增进及风险管理工具创新的引领者;债券市场信用增进及风险管理标准的制定者和实践者。根据规划,公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具的发行提供信用增进服务。随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善,公司将通过适当扩大增信服务范围、创新信用增进手段等方式,逐步实现全方位提

供债券信用增进业务的经营目标。

经过两年多的发展,公司增信业务规模快速上升,积累了较丰富的项目和客户资源,截至2011年末公司增信业务规模突破600亿元,客户数量累计达到120家;创新业务实现突破性进展,逐步形成一定的市场影响力。公司制定了2012年经营计划,将以夯实经营基础、做大市场规模、树立市场形象为主线,加快业务转型、优化结构调整;推动基础设施建设,加强产品创新和服务升级,强化风险控制和规范管理,提升市场竞争力和综合盈利能力,实现资本保值增值。

总体看来,公司具备较强的市场推动力,初期发展战略得到有效落实,为公司未来发展奠定了基础。由于我国信用增进基础设施建设处于初始阶段,市场认知度待提高、参与者尚待培育,因此公司中长期发展规划尚需在实践过程中逐步明确。

## 四、业务经营分析

公司目前的信用增进业务可分为基础信用增进业务、创新型信用增进业务、境外业务三个板块。

### 1. 基础增信业务

表3 公司尚在责任期内增信业务余额分布情况表

项目种类	2012年3月末		2011年末		2010年末		2009年末	
	增信金额(亿元)	项目数量(个)	增信金额(亿元)	项目数量(个)	增信金额(亿元)	项目数量(个)	增信金额(亿元)	项目数量(个)
<b>基础类信用增信业务</b>	<b>571.72</b>	<b>58</b>	<b>556.02</b>	<b>55</b>	<b>229.49</b>	<b>23</b>	<b>3.00</b>	<b>1</b>
其中:短期融资券	34.00	5	39.00	5	7.00	1	-	-
中期票据	288.00	23	288.00	23	202.00	15	-	-
企业债	48.00	4	33.00	3	-	-	-	-
集合票据	35.33	12	32.18	11	20.49	7	5.00	1
区域集优	13.89	5	13.89	5	-	-	-	-
定向融资工具	99.00	5	99.00	5	-	-	-	-
信托计划	50.00	2	50.00	2	-	-	-	-
理财产品	3.50	2	0.95	1	-	-	-	-
<b>创新型信用增信业务</b>	<b>18.00</b>	<b>2</b>	<b>18.00</b>	<b>2</b>	<b>19.00</b>	<b>4</b>	-	-
其中:中债合约I号	3.00	1	3.00	1	14.00	3	-	-
中债合约II号	-	-	-	-	5.00	1	-	-
投资交易型增信	15.00	1	15.00	1	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>589.72</b>	<b>60</b>	<b>574.02</b>	<b>57</b>	<b>248.49</b>	<b>27</b>	<b>3.00</b>	<b>1</b>

公司的基础增信业务主要包括对短期融资券、中期票据、中小企业集合票据、企业债、定向融资工具等债券类产品以及银行理财产品、信托计划等投资类产品的增信。

结合规划，公司在业务发展初期以发展基础增信业务为主，近年来该类业务规模快速扩大(见表 3)。截至 2011 年末，公司尚在增信责任期内的基础增信项目 55 个，项目标的包括 5 支短期融资券、23 支中期票据、11 支中小企业集合票据、3 支企业债、5 笔区域集优、5 支定向融资工具、1 支理财产品及 2 项信托计划，增信余额合计 556.02 亿元，是公司净资产的 8.42 倍。2012 年 3 月末，公司基础增信业务增信余额为 571.12 亿元，业务结构与年初相比未发生较大变化。

公司基础增信业务中，以短期融资券、中期票据、企业债及中小企业集合债券为标的的债券增信业务是主要的业务品种。截至 2012 年 3 月末，以上增信业务余额合计占公司基础增信业务余额的 70.90%。

公司不断探索新的业务模式。2011 年在货币政策回归稳健、信贷规模收紧的背景下，为解决中小企业融资难问题，在交易商协会统一指导下，公司推出区域集优直接债务融资方案，即由地方政府和人民银行分支机构遴选符合条件的融资主体，借助地方政府专项扶持措施，由公司提供信用增信服务，同时联合商业银行和其他中介机构为融资主体提供直接债务融资服务。截至 2012 年 3 月末，公司累计为 5 个区域集优方案提供增信业务，涉及企业 25 家，增信金额合计 13.89 亿元，同时储备了一定的业务量。由于地方政府发展基金起到了一定的风险缓释作用，公司在选择项目时适当放松企业准入标准，更利于为中小企业提供直接债务融资服务。

2011 年，在交易商协会推动北京市保障房建设企业通过发行私募债的方式筹措资金的举措指导下，公司在研究相关政策、业务背景和金融市场状况的基础上推出定向融资工具增信

方案，即为保障房私募债提供信用增进服务。截至 2012 年 3 月末，公司累计为 5 个保障房私募债券提供增信服务，增信金额合计 99 亿元。

未来一段时间，公司将以区域集优及定向融资工具增信业务作为发展重点，通过强化与各地政府相关部门及金融机构的合作来拓展市场空间。预计该两项业务将迎来快速增长。

总体看来，公司基础增信业务模式发展相对成熟，基础增信业务为公司初步确立了市场地位，也逐步成为公司主要的收入来源。

## 2. 创新型业务

结合战略导向，公司大力推动创新性业务产品创新。得益于自身较强的创新能力及市场推动力，公司创新型增信业务取得了实质性进展。公司是目前经交易商协会认定的 44 家信用风险缓释工具交易商之一，也是 29 家信用风险缓释凭证创设机构之一。

目前公司基本形成包括中债合约 I 号(可选择信用增进合约)、中债合约 II 号(贷款信用风险缓释合约增信服务)、中债合约 III 号(信用风险缓释合约)、中债合约 IV 号(信用风险缓释凭证)在内的创新型业务体系，并逐步探索投资交易型增信业务。

公司于 2010 年 7 月推出中债合约 I 号，即可选择信用增进合约。投资者在买入合约的同时可选择买入保护。若票据到期、发行人违约，公司将以约定方式对投资人进行损失补偿。公司将中债 I 号纳入增信业务管理范围。截至 2012 年 3 月末，公司累计开展中债合约 I 号项目 4 笔，累计增信金额 22 亿元；期末尚在责任期内的中债合约 I 号 1 支，增信余额 3 亿元。

公司于 2010 年 11 月首次发行中债合约 II 号、中债合约 III 号、中债合约 IV 号创新产品。中债合约 II 号和中债合约 III 号分别是以银行贷款和债券为标的的债务的信用风险缓释合约，中债合约 IV 号是信用风险缓释凭证。信用保护卖方向买方定期收取固定费用，并向买方提供贷款或债券违约信用保护。公司将中债合约 II 号

产品纳入增信业务流程进行风险控制；将中债合约III号和IV号产品归入投资业务范畴，以大型商业银行为交易对手，并结合授信、估值定价、抵质押品及买入保护等措施防范风险。截至2012年3月末，公司累计开展中债合约II号项目1个，增进金额累计5亿元；期末尚在责任期内项目为0个。截至2012年3月末，公司累计开展中债合约III号项目8个、中债合约IV号项目(含创设、交易)11个，涉及企业13家，名义交易额总计19.3亿元；已到期项目(交易)12个，涉及企业6家，名义交易额9.5亿元；期末尚在责任期内项目5个、涉及企业5家、金额7.80亿元。

公司在参考国际信用衍生产品定价理论的基础上，结合国内市场的实际情况，研发了CRM估值定价模型。为提升CRM市场交易的活跃程度，公司与彭博、路透等大型知名资讯平台合作，建立了报价页面及专属信息发布平台，每日对CRM产品进行双边报价。

由于我国信用风险缓释工具业务的市场基础较弱，信用风险缓释工具的交易机制、法律关系等尚未明确，相关基础机制尚未建立，公司目前更多的是以培育市场为出发点，以研究完善和推广应用为主，信用风险缓释工具业务规模相对较小，结构较为简单、透明，风险尚在可控范围内。公司初步制定了信用风险衍生产品的会计核算办法，但其合理性尚待检验。基于以上因素，公司信用风险缓释工具业务在短期内不会出现规模化发展。

在持续推动信用衍生产品业务发展的同时，公司积极探索并推进回购、结构化安排、投资交易型等创新型增信方式。2011年，公司尝试性的开展了1项投资交易性增信业务，该项业务设置了回购机制，投资标的发行人为1家大型央企，增信金额15亿元。

### 3. 境外业务

在立足国内业务的同时，公司积极寻求境外业务机会，在信用衍生产品、境外融资担保、

境外投资等领域探索开展离岸市场业务。目前公司已获得国家外汇管理局核定的10亿美元的境外担保资格，为拓展海外市场业务开辟了空间。公司将选择试点适时启动海外担保业务。公司正着手加强市场推广力度，计划开展离岸人民币产品的设计工作，如跨境交易产品方案、信用联结定向票据交易等；与境内外机构合作开发QDII理财产品，公司将为理财产品提供本金到期偿还保证。

## 五、风险管理分析

### 1. 风险管理体系

作为经营风险的专业机构，公司注重强化风险管理能力。公司构建了包含董事会、经营管理层与业务条线三个层次的风险管理组织架构。董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高管层负责制定和审查公司风险管理政策和操作流程。公司建立起抵御风险的“三道防线”，明确了相关部门的风险管理职责和业务流程。风险管理部负责对各类风险进行全面管理，制定相应的制度，明确相关部门的防线管理职责和业务流程，识别、评估和平衡所有风险。

公司初步建立起以《风险管理指引》为纲领，以《信用增进业务管理办法》、《投资业务管理办法》、《信用风险缓释工具业务管理办法》和《信用风险缓释工具业务风险管理办法》为支撑，以各类业务品种操作规程、风险限额方案等为基础的多层次风险管理制度体系，覆盖各项主营业务。

公司结合宏观经济形势和产业经济发展状况，从行业、区域、产品等多角度形成动态调整的经营策略和风险管理政策，指导公司业务经营。公司优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业。公司初步构建起针对公司类敞口的内部评级体系，将公司类风险敞口细分为工业、商贸业、

能源基础设施业、建筑业、房地产开发及综合类，结合各行业特点制定了相应的评级办法。

公司对信用增进业务实行有权人审批机制。业务经理在对信用增进项目进行实地调研与考察的基础上撰写业务评价报告，报请风险管理部；风险管理部对合规性进行审查通过后，撰写风险评价报告并组织召开业务审批会。业务审批会就客户特征、风险缓释措施、信用增进期限和费率等内容进行审议。公司建立了风险监控预警体系，设置专职团队对已经发行项目进行增信后管理。公司出台了增信业务风险分类管理办法，由业务团队对增信业务风险进行初分，风险管理委员会进行最终认定，每季度重新认定。

公司对信用风险缓释工具业务实行与信用增进业务、投资业务相结合的分类风险管理模式。公司根据不同业务类型的特点，结合套期保值的有效性、标的信用风险杠杆放大倍数和交易价格波动等因素对不同产品、不同交易目的的产品设置了有针对性的风险额度，并采取相应的管理措施。

公司对投资业务实行风险限额和交易授权相结合的管理模式。公司建立了涵盖授权管理、限额管理、估值管理、风险监控和交易流程在内的投资业务管理体系，根据可承受的整体风险水平，设定了多维的风险限额指标，并监控执行，并明确各分类、分级授权和转授权，确保了较为高效的运营效率。

随着各项业务的发展，公司逐步提升风险管理的精细化水平，基本形成包括风险估值定价、准备金和资本管理、风险缓释转移机制在内的风险管理技术体系。公司出台《资本覆盖率管理办法》、《风险准备金计提管理办法》、《信用增进业务风险分类管理办法》和《信用风险缓释措施管理办法》等 4 个管理制度。以上制度分别从公司整体业务承担风险造成的非预期损失覆盖、预期损失覆盖、外部评级不能充分反映债券发行人信用状况及其变化、合格信用风险缓释措施管理等方面对风险进行组合管

理。公司在资本覆盖率、风险准备金等组合指标以及风险分类专项准备金计提等单笔业务指标的计算中，充分认可信用衍生品的风险缓释作用，形成涵盖信用衍生产品的风险管理体系。

## 2. 增信业务组合分析

### ● 增信业务

截至 2012 年 3 月末，公司尚在责任期内增信项目 60 个，涉及企业 109 家，责任余额 589.72 亿元。

自成立以来，为迅速做大规模、扩大影响，公司与一批资本实力雄厚、信用等级较高的企业开展了增信业务，业务规模增长快速。同时随着自身经验的积累，公司根据自身定位调整了业务策略，将目标客户重心从大型客户逐渐向中小型客户转移，客户类型向中低信用等级的国有企业和民营企业以及中小型企业拓展。截至 2012 年 3 月末，公司尚在责任期内的增信项目中，按照发行主体数量统计，增信主体外部评级为 AA 及以上级别的企业个数占企业总量的 27.52%；主体外部评级在 AA 及以下的企业个数占企业总量的 72.48% (见图 2)。部分中小企业集合票据项目增信对象的主体外部评级低于 BBB，主体外部评级在 BBB 以下的发行主体占企业总量 19.27%。按照增信责任余额统计，AA 及以上级别企业增信责任余额占公司全部增信责任余额的 87.58%。总体看，公司对中低信用等级企业的增信业务占比不断提升，但由于中低信用等级企业发债规模较小，高信用等级企业增信余额仍占据主要比重，公司增信业务整体信用风险较低。

图2 按发行主体数量统计  
发行主体外部评级分布情况

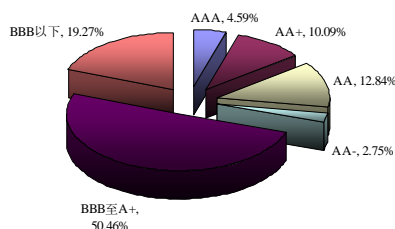
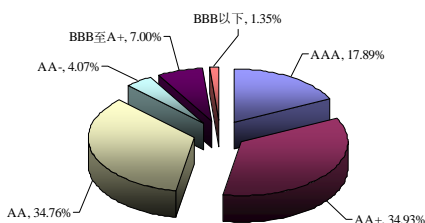
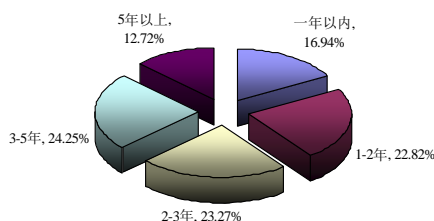


图3 按增信责任余额统计  
发行主体外部评级分布情况



截至2012年3月末，公司已生效的增信项目共涉及109家企业，从增信余额的行业分布情况来看，前五大行业依次为投融资平台、房地产(保障房项目)、汽车制造业、非金属材料、钢铁行业。第一大行业增信余额占比为19.79%，前五大行业增信余额合计占59.14%，存在一定的行业集中风险。单一最大客户增信余额25亿元，为净资产的36.92%；最大五家客户增信余额合计100亿元，是净资产的1.48倍。从到期期限分布上看(见图4)，85%以上的增信余额的到期期限较为均匀地分布在5年以内，公司增信项目期限配置较为合理。

图4 增信业务到期期限分布情况



公司根据增信业务风险分类办法对增信对象进行风险分类。截至2012年3月末，公司提供增信业务对象的企业风险分类全部为正常，其中正常稳定类企业增信余额合计587.77亿元，占总增信余额的99.67%；正常关注类企业增信余额合计1.95亿元，占总增信余额的0.33%。

为控制增信业务风险，公司采取包括第三方保证担保、股票质押、股权质押、应收账款质押和房产土地抵押等风险缓释措施。截至2012年3月末，公司尚在责任期内的增信项目中，主体评级在AA-及以下的增信项目、集合票据及区域集优项目均采取了全额风险缓释措施。较为有效的风险缓释措施有助于公司规避主体信用等级相对较低的增信业务风险。

总体看来，公司增信业务规模增长快速，高信用等级企业增信余额占据主要比重，到期期限较分散，整体信用风险不大，但存在行业及客户集中度较高的问题。

#### ● 创新业务

对公司提供保护的信用风险缓释工具净头寸，公司将承担由标的实体发生支付违约、破产等信用事件造成的损失，主要承担的信用风险是标的债务违约风险。截至2012年3月末，公司提供保护的标的债务信用等级较高，信用保护名义额占标的债务发行总额的比重较小，标的实体均为资本实力雄厚的大型企业，卖出保护头寸的信用保护期限较短，大多在一年以内。总体看，公司卖出保护的标的实体违约风险较小。

公司的信用风险缓释工具交易对手均为具有实力的大型企业。截至 2012 年 3 月末，公司已对 27 家机构授信，由于目前信用风险缓释工具业务规模较小，交易对手占用授信额度水平总体较低。同时，公司在对信用风险缓释工具估值定价的过程中充分考虑了交易对手的违约风险，交易对手违约风险较小。

总体看，公司初步建立并不断完善符合信用增进行业特点的全面风险管理体系。截至目前，公司信用增进及信用风险缓释产品均未发生代偿。公司处于业务快速发展阶段，也是风险积累阶段，同时考虑到信用衍生工具的创新性及杠杆性等因素，公司风险管理体系对业务的保障程度尚待观察。

## 五、财务分析

公司提供了 2009~2011 年度财务报告及 2012 年 1 季度财务报表。其中，2009~2011 年度财务报告经信永中和会计师事务所审计、并出具标准无保留意见的审计报告；2012 年 1 季度财务报表未经审计。公司自 2012 年起采用金融企业报表格式编制财务报表，部分科目名称及核算内容发生变化。考虑到数据的可比性，本报告重点对 2009~2011 年财务数据进行对比，2012 年 1 季度数据仅作参考性列示。

### 1. 财务概况

截至 2011 年末，公司资产总额 92.04 亿元，负债总额 26.04 亿元，所有者权益 66.00 亿元。2011 年，公司实现各项营业收入 6.34 亿元，其中增信业务收入 3.67 亿元；净利润 4.01 亿元。

截至 2012 年 1 季度末，公司资产总额 93.45 亿元，负债总额 25.74 亿元，所有者权益 67.71 亿元。2012 年 1 季度，公司实现营业收入 2.02 亿元，其中增信业务收入 0.77 亿元；净利润 1.06 亿元。

### 2. 资金来源

公司目前资金来源以资本金为主，并根据资金业务的需要调整负债规模。公司注册资本为 60 亿元，资本实力较强。公司股东承诺在公司发展需要时给予补充资本。

近年来，公司负债规模呈现较明显的波动。公司负债主要由卖出回购金融资产款、预收账款、增信责任准备金及衍生金融负债等组成(见表 4)。2010 年，公司通过卖出回购融入资金的力度加大，负债规模大幅上升；2011 年，在市场利率上行的行情下，公司对卖出回购金融资产款项进行了压缩，负债规模明显减小；2012 年 1 季度，公司卖出回购金融资产款项小幅缩减，负债规模进一步减小。

表 4 公司负债构成情况表

项目	2012 年 3 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
交易性金融负债	0.01	0.01	0.03	-
卖出回购金融资产款	21.76	22.02	45.80	-
预收账款	1.44	1.41	0.45	0.14
增信责任准备	0.99	0.96	0.36	0.00
其他	1.54	1.64	1.42	0.39
<b>负债合计</b>	<b>25.74</b>	<b>26.04</b>	<b>48.07</b>	<b>0.53</b>

交易性金融负债为公司创设并发行的信用风险缓释和约和信用风险缓释凭证，2011 年末余额为 0.01 亿元；2012 年 3 月末交易性金融负债余额保持稳定。预收账款为公司预收的增信业务收入，2011 年末余额为 1.41 亿元，2012 年 3 月末预收账款余额略有增加。

公司计提的增信责任准备包括一般风险准备和专项准备，其中一般风险准备按照增信责任余额的 0.15% 计提，专项准备按每笔业务风险分类结果并参考外部评级结果进行差异化计提。截至 2011 年末，公司共计提增信责任准备金 0.96 亿元，占同期增信余额的 0.17%；2012 年 3 月末，增信责任准备金余额增至 0.99 亿元。

自 2011 年大幅压降负债规模后，公司杠杆率保持在较合理水平。2011 年末公司资产负债比率为 28.29%，2012 年 3 月微降至 27.55%。



为拓宽资金来源,公司积极争取银行授信。截至 2012 年 3 月末,公司共获得 11 家银行合计 297 亿元的授信额度,但暂未使用。此外,公司于 2011 年获得获银行间市场同业拆借资格,资金来源渠道进一步多元化。

总体看,公司资金来源充足,负债规模波动较大,目前杠杆水平较为合理。

### 3. 资金运用与资产质量

目前公司资金主要运用于买入返售和投资业务。公司于 2010 年初步完成投资建仓后,投资资产规模逐年加大;买入返售金融资产规模在 2011 年急剧下降后,目前稳定在一个较低的水平(见表 5)。

表 5 公司资产构成情况表

项目	2012年 3月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
货币资金(亿元)	3.01	3.12	5.68	22.42
买入返售金融资产(亿元)	1.29	1.17	44.33	-
投资资产(亿元)	86.26	84.58	59.40	37.97
其中:交易性金融资产(亿元)	0.20	0.20	0.02	-
可供出售金融资产(亿元)	64.65	60.97	51.15	8.97
持有至到期投资(亿元)	6.41	8.42	8.23	29.00
应收款项类投资(亿元)	15.00	15.00	-	-
其他资产(亿元)	2.89	3.17	1.96	0.39
<b>资产合计(亿元)</b>	<b>93.45</b>	<b>92.04</b>	<b>111.37</b>	<b>60.77</b>

截至 2011 年末,公司投资资产余额 84.58 亿元,占资产总额的 91.90%,投资资产占比大。公司以债券为主要投资对象,2011 年末债券投资账面余额 74.50 亿元。其中,短融、中票及企业债等收益率较高的债券合计占债券投资的 67.38%;政策性金融债占 12.48%。公司 2011 年末债券投资中还包括余额为 15 亿元的应收款项类债券投资,该项投资为公司结合投资交易型增信业务而全额购入的 1 支 15 亿元的私募债券。截至 2011 年末,公司债券投资组合可供出售账户规模 55.40 亿元,持有至到期账户规模 3.90 亿元;从利率形式上看,约 50%为浮息债券,受利率变化的影响有限。从债项外部评

级情况来看,AA<sup>+</sup>及以上债券余额合计占债券投资余额的 88.86%,债券投资的信用风险不大。除债券投资外,2011 年末公司投资资产中还包括可供出售权益性投资余额 5.79 亿元、持有至到期信托投资余额 4.50 亿元。

2011 年,受资本市场行情动荡的影响,公司可供出售金融资产公允价值变动使资本公积净减少 1.31 亿元,对资本公积产生明显的负面影响。

2012 年 1 季度,公司根据市场行情变化进一步调整投资策略,适量增加可供出售金融资产规模,减少部分持有到期投资,季末投资资产规模较年初有所增加。

总体看来,公司投资规模较大,以中、高信用等级债券投资为主,虽发生减值的可能性不大,但容易受到市场行情变化的影响。

### 4. 经营效率及盈利能力

公司收入主要来自增信业务收入、投资收益、利息净收入等。

表 6 公司收入支出情况表

项目	2012年 1季度	2011 年	2010 年	2009 年
增信业务收入(亿元)	0.77	3.67	1.20	0.01
财务费用及投资收益(亿元)	0.90	3.09	2.94	0.39
营业外收入(亿元)	0.00	0.06	0.24	-
管理费用(亿元)	0.27	1.24	1.26	0.09
净利润(亿元)	1.06	4.01	2.23	0.23
平均净资产收益率(%)	1.59	6.21	3.61	-
平均资产收益率(%)	1.14	3.95	2.59	-

公司综合运用信用利差法和成本加成法对增信业务进行差异化定价,同时结合增信对象的具体情况进行调整。凭借自身良好的资信水平,公司增信业务议价能力较强。随着信用增进业务规模的快速扩大,公司增信业务收入较快增长。2011 年,公司实现增信业务收入 3.67 亿元,是 2010 年的 3.05 倍;占营业收入的 55.61%,收入贡献度较 2010 年明显提高。2012 年 1 季度实现增信业务收入 0.77 亿元,相当于 2011 年的 20.94%。

自 2010 年完成投资建仓以来, 投资收益成为公司重要的收入来源。2011 年, 公司实现投资收益 2.82 亿元, 占营业收入的 42.82%。2012 年 1 季度投资收益同比呈上升趋势。

根据相关文件规定, 公司分别于 2010 年和 2011 年获得 0.24 亿元和 0.06 亿元的政府补助, 对当期收益形成正面影响。

公司营业费用整体保持在合理范围内, 成本控制成效良好。公司 2011 年实现净利润 4.01 亿元, 平均净资产收益率及平均资产收益率分别为 6.21% 和 3.95%。得益于增信业收入及投资收益的增长, 公司 2012 年 1 季度平均净资产收益率和平均资产收益率分别为 1.59% 和 1.14%, 同比有所提高。

总体来看, 增信业务逐步成为公司主要的收入来源; 公司经营效率较高, 盈利能力逐步显现。

#### 5. 资本充足率及代偿能力

公司目前面临的风险主要是增信项目和信用风险缓释产品的代偿和投资损失。在发生代偿后, 如果公司不能足额追偿, 公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受公司的增信业务风险敞口、信用风险缓释工具卖出保护规模、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于增信业务及信用风险衍生产品卖出保护代偿的净资本时, 考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

表 7 公司现金流量情况表

项目	2012年 1季度	2011 年	2010 年	2009 年
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	0.57	2.35	0.61	0.39
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-0.35	19.05	-60.57	-37.96
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	-0.33	-23.97	43.22	60.00
现金及现金等价物净增加额(亿元)	-0.11	-2.56	-16.74	22.42
期末现金及现金等价物余额(亿元)	3.01	3.12	5.68	22.42

从现金流情况来看, 近年来, 公司现金保

有量趋紧, 但仍保持了一定的流动性(见表 7)。

根据公司 2011 年末的资产状况, 估算出公司净资本为 41.16 亿元, 净资本比率(即净资本占净资产的比重)为 62.35%, 二者均较 2010 年末明显提高, 这主要得益于风险资产规模的下降。增信规模的快速增长使公司净资产增信倍数和净资本增信倍数明显提高, 2011 年末二者分别为 8.70 倍和 13.95 倍(见表 8)。经测算, 截至 2011 年末, 在一定的置信水平下, 公司净资本覆盖率为 132.42%, 较 2010 年末有所提高; 2012 年 1 季度末, 公司净资本覆盖率为 133.86%。公司目前资本较为充足。公司处于成长阶段, 增信及信用衍生工具业务的持续快速发展将使公司放大倍数进一步提高, 对公司资本充足率的影响待关注。

公司针对增信业务、投资业务及信用风险缓释工具三类业务差异化地计量风险资本, 每类业务的风险资本按照相应的风险资本要求比例进行差异化计算。即将出台的增信行业自律管理规则中将对增信业务风险资本计量办法及行业标准进行明确, 这将有助于增信行业的持续健康发展。

表 8 公司资本充足性指标表

项目	2012年 1季度末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
增信余额(亿元)	589.72	574.02	248.49	3.00
净资产(亿元)	67.71	66.00	63.30	60.24
净资本(亿元)	42.78	41.16	28.92	42.67
净资产增信倍数(倍)	8.71	8.70	3.93	0.05
净资本增信倍数(倍)	13.79	13.95	8.59	0.07
净资本比率(%)	63.17	62.35	45.70	70.83
净资本覆盖率(%)	133.86	132.42	124.76	-

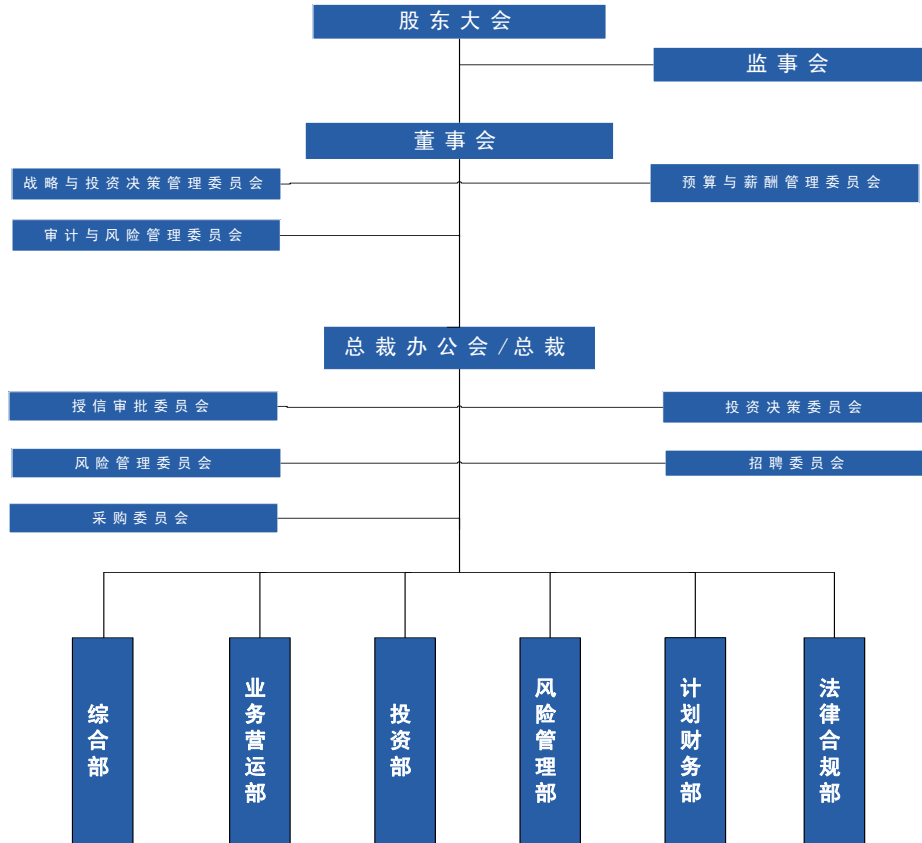
注: ①由于目前公司通过 CRM 产品卖出保护的规模较小, 暂未将其计入增信余额中;

②净资本的计算方法如下: 股东权益减去资产扣减额, 加上未到期责任准备;

③净资产增信倍数=增信余额/净资产;

④净资本增信倍数=增信余额/净资本。

## 附录1 组织架构图



## 附录 2 2009-2012 年 1 季度资产负债表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

资产	2012 年 3 月末	2011 年末	2010 年末	2009 年末
<b>流动资产：</b>				
货币资金	30116.98	31209.38	56816.96	224204.16
交易性金融资产	1994.58	1979.97	163.84	
应收账款		6074.33	91.06	
买入返售金融资产	12870.00	11740.00	443250.06	
预付账款	623.09	340.58	104.63	
应收利息	18494.89	15287.13	14254.94	2792.86
其他应收款	299.12	302.61	385.73	317.29
<b>流动资产合计</b>	<b>64398.66</b>	<b>66934.00</b>	<b>515067.23</b>	<b>227314.31</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产	646493.33	609684.40	511455.27	89666.29
持有至到期投资	64139.95	84151.45	82335.61	290000.00
应收款项投资	150000.00	150000.00		
固定资产	825.66	905.91	919.61	335.03
无形资产	129.57	132.93	4.52	
长期待摊费用	450.23	535.52	734.21	
递延所得税资产	8095.17	8095.17	3152.18	412.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>870133.91</b>	<b>853505.38</b>	<b>598601.39</b>	<b>380413.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>934532.57</b>	<b>920439.38</b>	<b>1113668.61</b>	<b>607727.79</b>
<b>流动负债：</b>				
交易性金融负债	106.93	133.12	280.44	
卖出回购金融资产款	217620.00	220240.00	458025.09	
衍生金融负债	957.87	1573.16		
预收账款	14361.89	14059.60	4524.10	1415.00
应付职工薪酬	3237.29	3017.32	3759.11	157.50
应交税费	4356.70	6744.75	3877.25	530.98
应付利息	3172.00	1310.83	771.65	
其他应付款	35.75	45.00	175.57	2425.05
<b>流动负债合计</b>	<b>243848.43</b>	<b>247123.78</b>	<b>471413.21</b>	<b>4528.53</b>
<b>非流动负债：</b>				
增信责任准备	9887.00	9579.00	3631.14	25.50
递延所得税负债	3688.21	3688.21	5660.95	739.79
<b>非流动负债合计</b>	<b>13575.21</b>	<b>13267.21</b>	<b>9292.08</b>	<b>765.29</b>
<b>负债合计</b>	<b>257423.64</b>	<b>260390.99</b>	<b>480705.29</b>	<b>5293.82</b>
<b>所有者权益：</b>				
股本	600000.00	600000.00	600000.00	600000.00
资本公积	1764.47	-4684.84	8368.52	124.72
盈余公积	6473.32	6473.32	2459.48	230.93
一般风险准备				
未分配利润	68871.14	58259.90	22135.32	2078.33
<b>所有者权益合计</b>	<b>677108.93</b>	<b>660048.38</b>	<b>632963.32</b>	<b>602433.97</b>
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>934532.57</b>	<b>920439.38</b>	<b>1113668.61</b>	<b>607727.79</b>

### 附录 3(1) 2009-2011 年利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2011 年度	2010 年度	2009 年度
<b>一、营业收入</b>	<b>36683.69</b>	<b>12038.42</b>	<b>85.00</b>
减：营业成本			
营业税金及附加	2521.31	1368.32	4.68
销售费用	12440.17	12649.59	935.97
财务费用	-2610.79	-181.83	-2103.74
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-1573.01	48.46	
投资收益（损失以“-”号填列）	28247.96	29175.74	1836.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
<b>二、营业利润</b>	<b>51007.97</b>	<b>27426.54</b>	<b>3085.05</b>
加：营业外收入	573.60	2425.05	
减：营业外支出	0.14		
其中：非流动资产处置损失			
<b>三、利润总额</b>	<b>51581.44</b>	<b>29851.59</b>	<b>3085.05</b>
减：所得税费用	11443.01	7566.04	775.80
<b>四、净利润</b>	<b>40138.43</b>	<b>22285.54</b>	<b>2309.25</b>

## 附录 3(2) 2012 年 1-3 月利润表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2012 年 1-3 月
<b>一、营业收入</b>	<b>20186.61</b>
增信业务收入	7681.57
利息收入	11615.31
投资收益（损失以“-”号填列）	1.16
公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	624.57
汇兑收益（损失以“-”号填列）	
其他业务收入	264.00
<b>二、营业支出</b>	<b>6053.30</b>
增信业务支出	
提取风险准备金	308.00
利息支出	2580.20
营业税金及附加	462.53
业务及管理费	2702.57
其他业务成本	
资产减值损失	
<b>三、营业利润（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>14133.31</b>
加：营业外收入	15.00
减：营业外支出	
<b>四、利润总额（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>14148.31</b>
减：所得税费用	3537.08
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>10611.23</b>
其他综合收益	6449.31
<b>六、综合收益总额</b>	<b>17060.55</b>

## 附录 4 2009-2012 年 1 季度现金流量表

编制单位：中债信用增进投资股份有限公司

单位：人民币万元

项 目	2012 年 1 季度	2011 年度	2010 年度	2009 年度
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	14026.66	39722.36	15324.02	1500.00
收到的税费返还			4.40	
收到其他与经营活动有关的现金	416.35	3949.84	2353.31	3388.77
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>14443.01</b>	<b>46372.20</b>	<b>17681.73</b>	<b>4888.77</b>
购买商品、接受劳务支付的现金		2767.83	198.27	798.29
支付给职工以及为职工支付的现金	1312.01	3583.86	2235.01	201.00
支付的各项税费	6737.20	13757.32	6429.35	1.00
支付其他与经营活动有关的现金	701.04	17.64	2706.01	35.68
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>8750.24</b>	<b>20126.65</b>	<b>11568.64</b>	<b>1035.97</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>5692.77</b>	<b>23545.55</b>	<b>6113.09</b>	<b>3852.80</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资收到的现金	41271.80	2918020.47	3650240.73	100000.00
取得投资收益收到的现金	8332.87	27135.57	19751.01	189.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
收到买入返售金融资产现金款	184984.64			
收到其他与投资活动有关的现金		5.00		
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>234589.31</b>	<b>2945161.03</b>	<b>3669991.74</b>	<b>100189.29</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	256.23	1007.62	1555.46	337.92
投资支付的现金	51690.80	2753609.16	4269866.67	479500.00
支付买入返售金融资产现金款	186114.64			
支付其他与投资活动有关的现金		11.60	4315.22	
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>238061.67</b>	<b>2754628.38</b>	<b>4275737.34</b>	<b>479837.92</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3472.35</b>	<b>190532.65</b>	<b>-605745.61</b>	<b>-379648.63</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
吸收投资收到的现金				600000.00
取得借款收到的现金	249500.00	8319227.09	2371546.61	
收到其他与筹资活动有关的现金	2832390.00			
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>3081890.00</b>	<b>8319227.09</b>	<b>2371546.61</b>	<b>600000.00</b>
偿还债务支付的现金	249500.00	8556012.19	1938697.52	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	692.82	2900.70	603.78	
支付卖出回购金融资产现金款	2835010.00			
支付其他与筹资活动有关的现金				
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>3085202.82</b>	<b>8558912.89</b>	<b>1939301.30</b>	-
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3312.82</b>	<b>-239685.79</b>	<b>432245.31</b>	<b>600000.00</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>				
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-1092.40</b>	<b>-25607.59</b>	<b>-167387.20</b>	<b>224204.16</b>
加：期初现金及现金等价物余额	31209.38	56816.96	224204.16	
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>30116.98</b>	<b>31209.38</b>	<b>56816.96</b>	<b>224204.16</b>

## 附录 5 金融机构主体长期信用等级设置及其含义

联合资信金融机构主体长期信用等级划分为三等九级，分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。各等级含义如下表所示：

级别	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，有较高违约风险。
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。



# 信用等级公告

联合[2012] 121 号

---

联合资信评估有限公司通过对湖南裕华化工集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

湖南裕华化工集团有限公司  
主体长期信用等级为  
BBB<sup>-</sup>

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一二年八月十三日



## 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）与湖南裕华化工集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湖南裕华化工集团有限公司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，未因湖南裕华化工集团有限公司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湖南裕华化工集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、湖南裕华化工集团有限公司主体长期信用等级自 2012 年 8 月 13 日至 2013 年 8 月 12 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司  
二零一二年八月十三日  
评级业务专用章

# 湖南裕华化工集团有限公司

## 主体长期信用评级报告

评级结果: BBB<sup>-</sup>  
评级展望: 稳定

### 财务数据

项目	2009年	2010年	2011年	2012年 3月
资产总额(万元)	12741.17	18752.77	25229.61	25647.82
所有者权益(万元)	9295.74	12360.19	15659.26	16295.69
长期债务(万元)	0.00	1000.00	800.00	800.00
全部债务(万元)	500.00	4000.00	8180.00	8180.00
主营业务收入(万元)	15937.70	18177.96	21718.88	5229.05
利润总额(万元)	2190.40	3064.45	3275.10	636.44
EBITDA(万元)	2975.59	3954.15	4704.53	--
经营性净现金流(万元)	1013.84	17.18	409.34	654.60
主营业务利润率(%)	19.86	22.10	22.10	22.99
净资产收益率(%)	23.56	24.79	20.91	--
资产负债率(%)	27.04	34.09	38.01	36.46
全部债务资本化比率(%)	5.10	24.45	34.31	33.42
流动比率(%)	194.17	211.78	173.59	171.16
全部债务/EBITDA(倍)	0.17	1.01	1.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	48.10	15.98	9.87	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.99	1.32	1.57	--

注: 公司 2012 年 1 年度财务数据未经审计。

### 分析师

张丽

lianhe@lhratings.com

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对湖南裕华化工集团有限公司(以下简称“公司”或“裕华化工”)的评级反映了公司作为国内最大的以复分解方法生产小苏打的民营企业,拥有成本优势明显、小苏打市场占有率较高等优势。同时联合资信也关注到公司原材料价格波动大、产能利用率较低、未来筹资压力大等因素对公司信用水平的不利影响。

未来,随着公司小苏打生产技术改造的完成,以及工业盐项目的顺利实施,公司盈利能力有望进一步提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司拥有丰富的卤矿资源,紧邻煤炭开采区,产品的生产成本优势明显。
2. 公司是国内最大的以复分解方法生产小苏打的民营企业,“雪花”牌小苏打市场占有率较高。
3. 公司主营业务收入稳步增长,债务负担较轻。

### 关注

1. 煤炭价格波动较大,公司利润空间受到一定影响。
2. 受政府限电和公司技术改造的影响,公司产能利用率不高。
3. 未来公司投资项目额度较大,公司对外筹资压力加重。

## 一、主体概况

湖南裕华化工集团有限公司(以下简称“公司”或“裕华化工”)原名为衡阳市裕华化工实业有限公司,2002年4月在衡阳市工商行政管理局注册成立。公司原始注册资本100万元,2004年增资至380万元,2007年增资至3000万元同时更名为现名。2007年9月,公司吸收合并衡阳市裕华化肥化工有限公司,以该公司净资产增资,变更后注册资本为5178.75万元。截至2012年3月底,公司注册资本保持不变,股东及持股比例为:刘常松持股55.20%、刘建军持股27.60%、谢超群持股9.20%、徐柏年持股8%。其中第一大股东刘常松先生为公司控股股东和实际控制人。

公司经营范围:食品添加剂碳酸氢钠的生产(工业产品生产许可证有效期至2015年4月27日),液氨(限分支结构凭许可证经营),氯化铵,纯碱,碳酸氢铵的生产及销售,尿素(以上项目不含危险,监控化学品)的销售,建筑材料,机电产品,金属材料及铜,铅,锌的销售,自营和代理各类商品和技术的进出口业务。目前公司主要从事碳酸氢钠(俗称“小苏打”,以下简称“小苏打”)、氯化铵、工业盐和碳酸氢铵等产品的生产和销售业务。

截至2012年3月底,公司拥有4家控股子公司:衡阳市裕华进出口有限公司、衡阳市裕华生产资料有限公司、衡阳市裕华物流有限公司、衡阳市裕华化工建材有限公司,1家化肥化工分公司。

截至2011年底,公司资产总额25229.61万元,所有者权益15659.26万元;2011年公司实现主营业务收入21718.88万元,利润总额3275.10万元。

截至2012年3月底,公司资产总额25647.82万元,所有者权益16295.69万元;2012年1季度公司实现主营业务收入5229.05万元,利润总额636.44万元。

公司注册地址:衡阳市珠晖区金甲岭;法

定代表人:刘常松。

## 二、本期集合票据概况

公司计划本次中小企业集合票据募集资金3000万元,发行期限2年。本期集合票据募集资金用于补充流动资金。

## 三、行业分析

公司以小苏打及其副产品的生产和销售为主营业务,其中小苏打在收入中占比达到86%以上。

### 1. 行业现状

小苏打是由纯碱的溶液或结晶吸收二氧化碳之后制成的,是重要的无机化工产品,广泛应用于化工、医药、食品、轻工、纺织等工业部门以及人们的日常生活,在国民经济中占有重要地位。小苏打的消费增长已经与GDP的增长成正比,一个国家的经济水平越高,人民生活水平越高,小苏打的消费量越高。

#### (1) 国外小苏打发展情况

全世界有30个国家生产小苏打,总产量近300万吨(2008年数据)。美国、西欧、日本和中国的小苏打生产能力占到世界总能力的90%左右,美国是小苏打的主要出口国,西欧及日本和中国也有一定量的出口。美国是世界上最大的小苏打生产国,其最大的小苏打生产商Church&Dwight。西欧的小苏打生产企业有4家,而且都是以纯碱为原料进行碳化合成的,也就是通常所说的SOLVAY工艺,其中SOLVAY公司占三分之二左右。日本和韩国小苏打产量逐渐减产,主要是生产特殊用途和高端产品。

#### (2) 国内小苏打发展情况

中国小苏打企业解放初期生产规模很小,年产量也只有千吨左右,生产工艺以纯碱为原料,碳化法生产。随后的30多年里产品的产量、

质量及应用开发都较为缓慢。20世纪70年代前，国内小苏打产量还不足10万。70年代后期，小苏打行业以平均每年9%的速度增长，小苏打的应用范围也在加大，主要应用于化工生产、医药制造和洗涤业中。80年代国内小苏打行业发展更加迅速，各个厂家不断加大技改力度，产量和质量也在不断提高（1990年国内小苏打产量达到22.1万吨）。进入90年代国内小苏打行业的发展更加迅猛，尤其是以天然碱为原料的企业，经过结构调整，产量增长非常快，到2002年中国小苏打产量已近50万吨。2008年产量达到了85万吨，2009年产量约为100万吨左右，年增长率10~15%左右，行业开工率保持在90%以上。2010年5月，工信部颁布了《纯碱行业准入条件》，行业准入条件提高，小苏打新项目审批难度加大，为扩大生产规模，小苏打生产企业主要通过技改提升产能，整体产量也随之增加。

随着经济的发展，中国小苏打企业生产格局由分散到集中，逐步发生改变。最初纯碱企业附设小苏打厂与外购纯碱小苏打厂并驾齐驱，随后演变成纯碱企业附设小苏打厂、外购

纯碱小苏打厂、天然碱小苏打厂三足鼎立，发展到目前天然碱小苏打厂占据国内小苏打产量大半边天，纯碱企业附设小苏打厂发展一般，外购纯碱小苏打厂生产萎缩的局面。目前，天然碱厂生产小苏打企业的发展势头不减，纷纷向年产5万吨和10万吨级发展。

中国小苏打生产企业竞争局势明显，目前小苏打生产企业已由原近百家降至现在的不到20家左右。内蒙古博源国际有限责任公司（原名内蒙古伊化进出口公司）通过不断地兼并重组，年产能达到41万吨，为国内生产规模较大的生产厂家，小苏打出口量占全国出口量的60%以上。裕华化工生产能力排名第二，产能30万吨，为国内最大的复分解小苏打生产线。四川自贡鸿鹤化工股份有限公司、天津碱厂、金晶科技等企业也在积极参与小苏打生产线建设。还有一些企业也在稳中求发展，湖南衡阳海联三一化工有限公司目前已经建成年产10万吨的小苏打生产厂。外购纯碱生产小苏打厂虽仅剩几家企业，但在产品开发、资源利用和营销方面很有特色。

表1 国内部分小苏打生产企业情况

企业名称	技术特点	产能	产品
内蒙古博源国际	国内最大天然碱生产厂，采用3台直径2.6M的大型内冷式碳化塔，应用大型澄清桶并加絮凝剂，关键工序实施微机控制，严格控制氯化物，开发饲料添加剂	41万吨	食用、工业级
裕华化工	盐卤制小苏打	30万吨	食用，工业
四川自贡鸿鹤化工股份有限公司	国内最大纯碱企业附设小苏打厂，最早选用虹吸式离心机，气液相法连续生产，热碱液回收炉气，多台澄清桶和过滤器	10万吨	食品、医药、工业
湖南衡阳海联三一	盐卤制小苏打	10万吨	食用，工业

资料来源：wind资讯

中国小苏打生产工艺有合成法（主要原料是纯碱）、天然碱法（主要原料为天然碱）和碳铵法（碳铵、氯化钠为主要原料），三种工艺成本见表2。由于天然碱法生产小苏打只是物理提纯过程，加工制取的产品安全性高，不含有害、有毒物质，含盐量低，产品中既不含有化学合成法所产生的其他杂质，也没有碳铵法产生的残留化肥和氨味，因此产品质量较高。采用天然碱法生产小苏打可将生产过程中二氧化

化碳及其他排放物循环利用，使整个生产加工过程中无任何污染物排放，完全环保，不仅降低了能耗，而且节约了成本、提高了产品产量与质量。

目前小苏打应用领域较广泛，以在食品工业中的应用为主，占国内消费总量的30%，主要用于食品的发酵过程。目前，国内小苏打的其它消费比例是化学工业制造占20%，消防品制造16%，医药制造业10%，出口20%，其它

4%。与国外小苏打市场相比，中国小苏打在饲料市场、废水处理等方面仍存在潜在市场。

表2 小苏打生产工艺成本比较 (单位: 元/吨)

项目	碳铵法	合成法	天然碱法
碳铵	650	-	-
卤水	4.28	-	75
纯碱	0.585	520	-
煤	55	-	-
包装物	30	32	30
电	20	71	93
工资及折旧	53	-	26
材料及蒸汽	15	64	255
湿分解费	-	-	39
制造费用	-	-	71
其他	-	133	2
合计	827.87	820	591

资料来源: 中国化工网

小苏打价格波动性较强，2008年，小苏打价格由1500元/吨最高涨至2008年7月的2200元/吨，受金融危机影响，2008年12月又跌至1300元/吨；2009年和2010年小苏打价格基本维持在1500元/吨左右；2011年小苏打市场需求强劲，带动小苏打价格整体呈上升趋势。2012年以来，受经济放缓的影响，小苏打价格下挫趋势明显。

## 2. 行业政策

2010年5月，工信部颁布了《纯碱行业准入条件》，对生产企业的地理布局（其中要求中、东部地区，西南地区不再审批新建、扩建氨碱项目，西北地区不再审批新建、扩建联碱项目）、规模与技术装备、节能降耗、环保等做了具体明确的要求，提高了行业准入门槛，有利于下游小苏打行业的健康发展。2010年6月22日，财政部发布了《关于取消部分商品出口退税的通知》——自2010年7月15日起取消部分钢材、医药、化工产品、有色金属加工材等6大类商品的出口退税，共涉及406个税号，其中包括部分玻璃及制品，出口退税政策的变化将影响上游玻璃原料的市场需求，从而对纯碱的需求产生一定的负面影响。

根据衡阳市“十二五”战略发展规划，盐卤工业被列入衡阳市重点扶植的主导产业之

一。

## 3. 行业关注

中国小苏打行业目前存在着生产规模和生产装置能力偏小、产品花色品种偏少、质量不稳定、企业技术装备落后、应用范围开发力度不足、推动消费环节薄弱等制约小苏打发展问题。一些企业小苏打产品质量虽较好，在成品的澄清度、铁含量上都达到了国家质量标准，但与国外优质产品相比还有很大差距，不能适合一些企业和客户的特殊要求，如：可口可乐天津分公司进口日本食用小苏打的价格为5000元/吨，从外观上看去为晶透无色小颗粒，溶解速度快，用滤纸滤过无任何滤物痕迹，而国内食用小苏打为无色粉末，价格为1000多元/吨，溶解后用滤纸滤过留有明显的铁锈和不溶物的痕迹，虽然这些国产小苏打质量符合国家标准，但不能满足客户的高质量要求。

## 4. 未来发展

全世界人均食用小苏打为 0.22kg/a，美国人均均为 2.21 kg/a，而中国仅为 0.167 kg/a，低于世界人均水平，中国小苏打市场还存在较大的提升空间。另外由于食品、水处理、药品和消费者产品应用领域对小苏打的需求在健康发展，小苏打行业的应用领域将逐步扩大。

总体看，小苏打作为国民经济的基础行业，随着消费水平的提高，未来小苏打行业将向高质量、多领域等方向快速发展。

## 四、基础素质分析

### 1. 企业规模

公司创建于2002年，是主要从事小苏打、氯化铵、工业盐、碳酸氢铵等产品生产和销售的高新技术民营企业。公司拥有食品添加剂全国工业生产许可证（有效期至2015年4月27日），天然卤水采矿许可证（有效期至2013年6月17日），公司通过了ISO9000质量体系认证。公司

占地面积约300亩，具有年产小苏打30万吨、农用氯化铵3万吨、工业盐5万吨，碳铵20万吨和氨水2万吨的生产能力。公司采用盐卤制方法制作小苏打，是国内最大的复分解小苏打生产企业，目前30万吨小苏打生产能力居国内前列。

2005年和2008年公司“雪花”牌小苏打被评为湖南省、衡阳市名牌产品，湖南省著名商标。2009年公司被评为湖南省高新技术企业、衡阳市企业技术中心。2005年至2010年，公司连续六年被评为衡阳市50强民营企业。

截至2012年3月底，公司拥有1家分公司，4家子公司。化肥化工分公司是公司原材料碳铵的生产基地及主要产品生产基地。4家子公司主要为公司提供各种服务，其中衡阳市裕华进出口有限公司，注册资本100万元，主要向国外销售小苏打，2011年销售收入5975.48万元，销售数量3.5万吨；衡阳市裕华生产资料有限公司，主要销售公司生产的碳铵和氯化铵，2011年销售收入104.08万元；衡阳市裕华物流有限公司，注册资本51万元，主要为公司提供运输服务，2011年收入为256.06万元；衡阳市裕华化工建材有限公司，注册资金50万元，主要销售小苏打和为公司提供原材料纯碱，2011年销售收入为424.49万元。

## 2. 人员素质

公司董事长刘常松先生，60岁，本科学历，经济师。1971年在湖南省衡阳市第二建筑公司工作，任团委书记；1973~1980年任衡阳市团委委员；1980~1983年作为第二梯队干部派往省建筑学院干训班学习。刘先生1990年创建衡阳市裕华化工建材有限公司，1995年创办了裕华玻璃总汇，2002年创办了衡阳市裕华化工实业有限公司任董事长。

公司总经理刘建军先生，56岁，经济师，曾担任衡阳市水利局共青团支部书记、衡阳市机关团委委员、衡阳市华龙企业发展有限公司销售部经理、衡阳市化工建材公司销售部经理；2003年开始在公司工作。

截至2012年3月底，公司在岗员工为638人。公司在岗员工中，按学历构成划分，本科及以上学历占11.29%，大专学历占26.33%，高中及中专学历占56.74%，初中及以下占5.64%；按岗位分，管理人员占13.01%，技术人员占20.38%，生产人员占66.61%；公司拥有初级专业技术职称320人，中等专业技术职称85人，高级及以上专业技术职称30人。2004年以来，公司已安排安排“四残”人员近300人，为社会福利企业。

总体看，公司高管在化工行业工作多年，具备较高的专业素质和管理能力；公司员工整体素质符合企业运行特点。

## 3. 研发水平

公司2006年成立了研究所，2009年被评为湖南省高新技术企业、衡阳市企业技术中心，现有研发人员13人。

公司实行“围绕生产需求安排研发”的研发模式，目前正在研发的项目是复分解小苏打工艺改进项目。在国内复分解法生产小苏打的行业中，公司目前规模排名前列。公司参与了国家《食品添加剂 碳酸氢钠》的标准制定工作。

总体看，公司注重科研开发，研发实力较强。

## 4. 外部环境

公司地处的衡阳金甲岭拥有丰富的卤水矿和盐矿，初步探明地下岩盐储量14亿吨，且盐层厚、杂质少、易开采，金甲岭矿产资源为公司扩大生产规模、提高产能提供了可靠保障。

公司的原材料煤炭主要取自距离60公里以内耒阳煤矿和攸县桃水煤，运输十分便利。耒阳是中国十大产煤县，煤炭资源丰富。桃水煤市场价格远低于其他煤种，但其特性不适应一般生产企业的生产。

## 5. 政府补助

根据财税2007年92号文件精神，公司享受的增值税即征限额退税政策；按照安置残疾

员工每年补贴 3.5 万元/人；2009 年公司被认定为高新技术企业，按 15% 的税率征收所得税。

2009~2011 年公司收到各级政府补助分别为 566.13 万元、586.25 万元、579.25 万元，计入利润表中的“补贴收入”。同期公司收到衡阳市环保局、科技局等部门对公司节能减排、科技项目的奖励补助资金分别为 66.30 万元、424.37 万元、307.25 万元，计入“营业外收入”。

## 五、公司管理

### 1. 法人治理

公司按照《公司法》，结合公司实际情况，建立起了符合现代企业制度要求的法人治理结构。公司设股东会，是公司权力机构；公司设董事会，由三位成员组成；公司不设监事会，设监事 1 人。公司设总经理一人，由董事会聘任，经理对董事会负责，主持公司生产经营管理工作。

公司下设生产部、质检部、销售部、物流供应部、人力资源部、基建部、财务部和办公室，根据经营管理运行需要，由总经理和副总经理分管不同部门，各部门根据生产管理需要细化职能分工。

总体看，公司法人治理结构有待完善，组织机构设置合理，能满足公司生产经营管理需要。

### 2. 管理制度

公司按照部门设置，建立了生产、质检、物流、销售、财务、人力资源和综合管理制度，各项规章制度健全，并及时进行完善修订，使公司制度符合业务发展需要

财务管理方面，公司建立了一整套财务管理控制制度，对内部凭证管理、簿记、核对、预算等制定了细则，完善内部会计控制流程。

安全生产管理方面，为贯彻安全生产方针、政策及公司制定的规章制度，确保公司员工及

财产安全和保障公司生产经营活动的正常运行，公司制定了《安全生产管理制度》，该规定明确了公司安全生产的要求及防范措施。

人力资源管理方面，公司以“以人为本”为管理思想，制定有招聘计划、组织、人员选拔、员工培养等制度，同时在员工待遇、绩效考核等方面按照制度要求执行。

总体看，公司内部管理制度较完善，制度执行力度较好。

## 六、生产经营

### 1. 经营现状

公司主要利用当地岩盐资源，采用复分解方法生产小苏打，同时回收副产品氯化铵、工业盐、氨水。

2009~2011 年公司主营业务收入年均增长 16.74%，小苏打在主营业务收入中的占比分别为 92.47%、86.39% 和 91.07%，小苏打为公司收入的主要来源。近年来小苏打副产品氯化铵、工业盐和氨水等生产设备逐步投入，尚不能实现正常生产，在收入中的占比波动较大。2012 年 1 季度，公司实现主营业务收入 5229.05 万元，是 2011 年的 24.08%，主要是 1 季度为小苏打的销售淡季，以及主导产品小苏打的销售均价略有下降所致。

2009~2011 年公司主营业务成本年均增长率略低于主营业务收入增长率，为 15.07%。主营业务成本主要由小苏打成本构成，2011 年占主营业务成本的 90.00%。

从毛利率看，2009~2011 年公司整体毛利率较稳定，2011 年毛利率为 22.55%。其中支柱产品小苏打的毛利率略有波动，2011 年为 23.46%。近年来公司副产品生产设备处于阶段投入期，尚不能实现完全正常生产，导致近三年副产品的毛利率异常。2011 年以来，氯化铵、工业盐和氨水生产趋正常，产品成本下降，产品的毛利率上升。



表3 近年来公司经营情况

分产品	主营业务收入 (万元)				主营业务成本 (万元)				毛利率 (%)			
	2009年	2010年	2011年	2012年1~3月	2009年	2010年	2011年	2012年1~3月	2009年	2010年	2011年	2012年1~3月
小苏打	14736.82	15704.32	19778.85	4468.6	11525.09	11637.32	15138.56	3327.02	21.79	25.90	23.46	25.55
氯化铵	448.00	967.23	1204.82	388.99	348.13	1128.43	1024.99	346.84	22.29	-16.67	14.93	10.84
工业盐	1.97	5.90	116.12	17.05	5.88	46.89	91.62	2.30	-198.48	-694.75	21.10	86.51
碳酸氢铵	638.74	1087.03	467.74	267.74	653.71	1104.75	434.21	266.39	-2.34	-1.63	7.17	0.50
氨水	114.14	94.51	13.86	10.92	119.94	96.11	-	-	-5.08	-1.69	-	-
其他	-1.97	318.97	-	-	50.00	67.00	-	-	-	-	-	-
合计	15937.70	18177.96	21718.88	5229.05	12702.75	14080.50	16821.27	4002.55	20.30	22.54	22.55	23.46

资料来源：公司提供

## 2. 原材料采购

公司生产所需的主要原材料为煤、编织袋、碳铵和卤水。由于公司地处卤水矿区，与同行业天然碱法生产企业相比，卤水在生产成本中的占比低；煤和编织袋在生产成本中分别占比43%、7%左右。

原材料煤炭主要取自距离 60 公里以内耒阳煤矿和攸县桃水煤矿，运输十分便利。2011 年 3 月公司成立了煤炭管理委员会，每月评审供应商合格名录，对质量和价格进行跟踪。目前煤炭主要供应商为耒阳祥瑞贸易有限公司和祁阳双龙贸易有限公司，供应商集中度较高。一般情况下，煤炭的采购以货到付款的方式结算，支付方式为现金和承兑汇票。随着公司生产能力的提升，煤炭采购量整体呈上升趋势，煤炭采购价格逐年上升，2011 年采购价格较 2009 年上涨了 33.55%。2012 年 1 季度，煤炭采购量是 2011 年全年的 30.10%，但煤炭平均采购价格每吨上涨了 37.57 元。

编织袋基本由温州华利贸易有限公司提供，合作时间 7 年以上，公司对其依赖度较高。公司按照合同实行货到付款，账期一个月的结算方式。近三年采购量较稳定，2011 年为 1195.46 万个；编织袋受 PVC 价格影响较大，2011 年以来平均采购价格上升明显，2011 年达到 1.28 元/个。2012 年 1 季度，公司编织袋采购量仅为 2011 年的 4.31%，主要是 2011 年 12 月开始公司半成品碳酸氢铵改为散装，直接用

专用车装运，导致编织袋的采购量降低。近三年编织袋采购价格持续上升至 1.52 元/个。

其他原材料碳铵主要由化肥分公司提供，卤水为公司租用金甲岭农场卤水矿，年租金约为 30 万元。

表4 公司主要原材料情况

煤炭	2009年	2010年	2011年	2012年1~3月
数量(万吨)	9.37	10.60	9.89	2.98
价格(元/吨)	485.06	573.54	765.96	803.53
编织袋	2009年	2010年	2011年	2012年1~3月
数量(万个)	1195.94	1194.05	1195.46	47.25
价格(元/个)	0.88	0.82	1.28	1.52

资料来源：公司提供

## 3. 生产经营

公司以天然卤水为原料生产小苏打，是将卤水与农用碳酸氢铵进行复分解反应，利用碳酸氢钠的溶解度较小直接从溶液中析出。离心分离出湿重碱（含水的  $\text{NaHCO}_3$ ），经水洗、分离、干燥、冷却包装即可出厂。小苏打行业主要以三种生产方式为主，分别是以天然碱或纯碱发生化学反应制成小苏打，以及利用卤水和碳铵通过复分解提取小苏打。其中利用卤水提取小苏打较天然碱法和纯碱法生产工艺简单、生产设备少、成本低廉、污水可回收利用且小苏打纯度高。

2003 年公司第一条小苏打生产线投入运

行。2004年7月公司兴建第二条小苏打生产线，2005年5月正常投入生产。2006年6月28日，公司成功整体兼并衡东县氮肥厂，并先后投入7000多万元进行技改扩产，使碳铵的产量从200吨/天扩大到现在的650吨/天，能解决生产小苏打的原料供应问题。2008年2月，公司投入3000万元兴建一条年处理小苏打废水100万吨的生产线，每年可以从小苏打废水中回收氯化铵10万吨，工业盐5万吨，氨水2万吨，新增销售收入的同时实现了清洁生产。2009年公司取得了卤水采矿权证，并于2010年投入近1000万元，新建了一口双井对流采卤井，解决了年产30万吨小苏打卤水供应问题。考虑到资源稀缺的问题，截至目前，公司暂未动用自身卤水矿，而采用租用金甲岭农场的卤水矿，并与金甲岭农场签订了30年期限的合同，首年租金25万元，之后每年租金30万元。

表5 公司产品情况（单位：吨）

产品	项目	2009年	2010年	2011年	2012年1~3月
小苏打	产能	150000.00	300000.00	300000.00	300000.00
	产量	113063.05	117217.28	120498.25	30124.56
氯化铵	产能	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00
	产量	8752.76	19635.96	20894.26	5223.16

资料来源：公司提供

目前公司主要产品小苏打产能30万吨，仅次于内蒙古博源国际（41万吨产能，wind资讯），居国内前列；氯化铵产能3万吨。2009~2011年小苏打产能利用率分别为75.38%、39.07%、40.17%，其中2010年公司被限电4-5个月，使得生产线不能满负荷生产；另外部分生产线技术改造导致生产开工不足，从而导致2010年全年公司产能利用率较低。2011年上半年技改后的生产线开始试生产，且受拉闸限电的影响，公司产能仍未实现完全释放。近三年公司主导产品小苏打产量虽然呈上升趋势，但

产量提升幅度不大，2011年小苏打产量12.05万吨。受市场需求量增加，公司加大生产氯化铵，带动产量持续快速增长，2011年达到2.09万吨，产能利用率为69.65%。2012年1季度，小苏打和氯化铵产量分别均为2011年的25%。

#### 4. 产品销售

公司以直销和区域代理销售为主，其中直销占销售量的30%，区域代理占销售量的70%。公司按照小苏打应用领域分代理商，目前全国代理商有70多家，公司通过统一制定销售价格、销售权限划分来管理区域代理商。

从产品销售区域看，国内销售占比逐年上升，2011年国内、国外销售占比分别为66%、34%。国内销售以江浙、广东、广西、河南、福建地区为主。国外销售以东南亚、印度、巴基斯坦、日本和韩国为主，出口业务主要由子公司衡阳市裕华进出口有限公司负责，出口产品中直销和通过代理商销售分别占40%、60%。

表6 公司主要产品销售区域情况

区域		销售量/销售额占比（%）			
		2009	2010	2011	2012年1~3月
国内销售	江浙	48	49	40	41
	两广	11	12	15	11
	河南、福建	8	8	11	15
	其他	15	9	0	0
国外出口	东南亚	10	11	18	15
	印巴	5	6	10	10
	日韩	3	5	6	8

资料来源：公司提供

公司客户较分散且不稳定，2011年前五大客户为开封华夏、大化国际经济贸易有限公司、江苏海企钟腾、内蒙古外运和扬州扬子公司，以上公司占销售总量的14.23%。公司均衡淡旺季市场价格，参照市场情况，每月制定一次价格，90%的客户按照款到付货来结算，其余10%与合作时间较长的客户有一定账期的优惠。对于占销售总量30%的国外客户，公司参照汇率制定销售价格，主要以美元结算，来规避汇率

风险。

受市场环境的影响，近三年小苏打销售价格整体呈上升趋势，2011年为1483.05元/吨，但2012年以来受经济放缓的影响，小苏打平均售价略有下降。公司氯化铵的销售价格随着市场需求的变化快速上升，2011年达到743.86元/吨，2012年1季度仍保持上升趋势。公司主导产品小苏打的产销率很高，近三年氯化铵产销率逐年下降，但整体产销率较高。

表7 公司主要产品销售情况  
(单位: 吨、元/吨、%)

产品	项目	2009年	2010年	2011年	2012年1~3月
小苏打	销量(吨)	113565.87	116947.69	132336.00	30665.00
	均价(元/吨)	1297.65	1342.85	1483.05	1457.22
	产销率(%)	100.44	99.77	109.82	101.79
氯化铵	销量(吨)	8802.28	19726.03	19890.75	5013.84
	均价(元/吨)	509.00	490.00	743.86	827.41
	产销率(%)	100.57	100.46	95.20	95.99

资料来源: 公司提供

### 5. 经营效率

2009~2011年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，2011年分别为12.38次、6.00次和0.99次。总体看，公司整体经营效率一般。

### 6. 未来发展

未来公司计划仍以小苏打的生产销售为支柱产业，计划通过技术改造实现小苏打及其副产品产能较大的提升，使公司形成以高科技为龙头、产品多样、结构合理的集团企业。

2011年6月，为提高生产线自动化程度，降低生产成本，公司将原有10万吨的食品添加剂小苏打生产线进行技术改造。该项目从2011年6月开始，该项目总投资1200万元，截至2012年3月底该项目已完成工艺的设计、设备

选型及订购工作，已投资1000万元，预计8月份该生产线技改完成。

未来公司计划投资100万吨工业盐--硝项目，该项目建设规模为年产工业盐100万吨、年产无水芒硝8万吨。该项目拟建于衡阳市茶山工业园区金甲岭农场，利用园区内已有盐卤资源，采用国内最先进的机械热压缩回收利用二次蒸汽与多效蒸发相结合的方式，浓缩母液结晶生产工业盐并副产无水芒硝。项目总投资2.85亿元，其中自筹1.5亿元，其余资金欲通过引进战略投资者来筹集。项目投产后可实现销售收入4.80亿元，实现利润1.5~1.8亿元，项目的静态投资回收期为3.6年(含建设期)。目前该项目已取得发改委的批复，目前正在进行环境评估。

总体看，公司主业突出，未来投资支出大；随着公司生产线改造工程的完成，以及未来投资项目的顺利实施，未来公司盈利能力有望大幅提升。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司2009~2011年度财务报告已经衡阳良才联合会计师事务所审计，三年出具的均为标准无保留审计意见。2012年1季度财务报表未经审计。公司2009~2012年1季度财务报表按照旧会计准则编制。

截至2011年底，公司资产总额25229.61万元，所有者权益15659.26万元；2011年公司实现主营业务收入21718.88万元，利润总额3275.10万元。

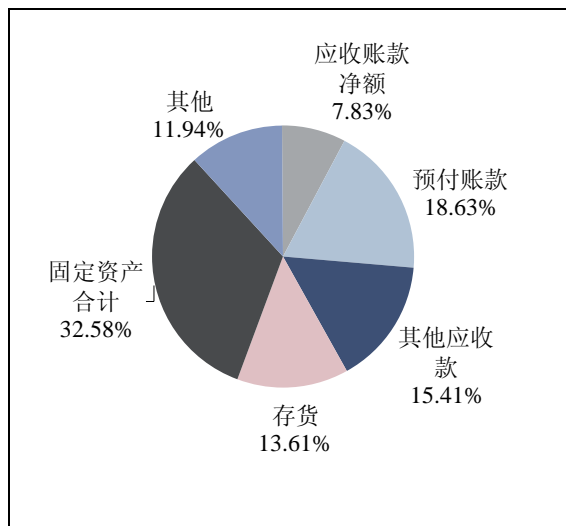
截至2012年3月底，公司资产总额25647.82万元，所有者权益16295.69万元；2012年1季度公司实现主营业务收入5229.05万元，利润总额636.44万元。

以下财务分析以2009~2011年财务数据为主，2012年1季度财务数据为辅。

## 2. 资产质量

2009~2011年，公司资产总额快速增长，复合增长率为40.72%。截至2011年底，公司资产总额25229.61万元，其中流动资产占60.34%，固定资产占32.58%，无形资产及其他占6.84%。公司资产以流动资产为主。

图1 2011年公司资产情况



资料来源：公司审计报告

由于公司产销量增长导致应收账款增加，同时小苏打出口量大大幅度逐年增长，用于结汇的银行待核查款大幅增加，2009~2011年公司应收账款增长迅速，年均增速 45.25%。截至2011年底，公司应收账款净额 1974.77 万元，主要是应收湖北华丽染料工业公司、泰州市一鼎食品公司、衡阳安邦（化肥）有限公司、岳阳市景源化工公司、开封华夏物资公司等企业货款，以上客户欠款占应收账款总额的 10.70%。账龄基本在一年以内，公司未计提坏账准备。

由于公司主要原材料煤炭采购价格呈逐年上升趋势，同时随着生产规模扩大对煤炭的需求量增加，近三年公司原材料的采购金额快速上升，虽然原材料的采购结算以货到付款为主，但由于煤炭企业未及时出具增值税发票，导致公司将其计入预付账款。2011年为 4700.21 万元，主要是预付给衡山县金灿化工公司、永顺县金发煤业、祁阳县志兵贸易公司、湖南石油

化工建设公司等公司的购货款，账龄均在 1 年以内。

2009~2011 年，公司其他应收款分别为 334.72 万元、1771.09 万元、3888.67 万元，其中 2010 年较 2009 年增长 4.29 倍，主要系 2010 年初公司垫付小苏打废水处理生产线和氮肥生产线改造工程款，工程完工后，施工企业未向公司开具发票，导致公司将工程款计入其他应收款，该款项预计 2012 年 2 季度入账；2011 年其他应收款较 2010 年增长 1.20 倍，主要系新增应收衡阳市企业信用担保投资公司和湖南省中小企业信用担保公司的担保押金，以及应收垫付工程款所致。

受生产规模扩大公司增加原材料影响，近三年公司存货年均增长 77.36%。截至 2011 年底，公司存货 3434.20 万元，其中原材料占比 84.33%、产成品占比 10.23%、自制半成品占比 5.32%。公司未计提存货跌价准备，存在一定的跌价风险。

随着生产线的改造、生产规模的扩大的需要，近三年公司机械设备和厂房随之增加，从而导致公司固定资产净额年均复合增长 38.98%。截至 2011 年底，公司固定资产原值 9861.15 万元，其中机器设备占 74.98%、房屋建筑物占 23.82%，其余为其他运输设备和办公设备。2011 年公司计提折旧 2669.87 万元。截至 2011 年底，公司在建工程 1027.54 万元，主要为 10 万吨小苏打生产改造（约占 78%）和氮肥厂的技术改造工程。

近三年公司无形资产较稳定，由土地使用权、采矿权和专利权构成。截至 2011 年底，无形资产 1649.90 万元。

截至 2012 年 3 月底，公司资产总额为 25647.82 万元，资产结构较 2011 年底相比变化不大。其中预付账款较 2011 年增加了 1343.56 万元，主要为新增的预付设备款及安装款；其他应收款较 2011 年减少了 968.89 万元，主要是生产线改造工程款发票开具导致其他应收款减少。

总体来看，公司资产以流动资产为主，流动资产以预付账款、其他应收款和存货为主，资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益构成

#### 所有者权益

2009~2011年，公司所有者权益年均复合增长29.79%，来源于盈余公积和未分配利润的增长。2011年公司所有者权益15659.26万元，其中实收资本占33.07%，盈余公积占9.45%，未分配利润占56.76%。截至2012年3月底，公司所有者权益16295.69万元，主要是未分配利润增加所致。

总体看，公司所有者权益以未分配利润为主，稳定性较弱。

#### 负债

2009~2011年，公司负债年均复合增长66.84%，主要系有息债务增加所致。2011年底，公司负债总额9590.35万元，其中流动负债占91.45%、非流动负债占8.55%。公司流动负债中，短期借款、预收账款、其他应付款占比分别为76.95%、7.76%、7.01%。非流动负债全部为长期借款。

公司生产线改造工程的逐步开展，对外融资的需求加大，近三年公司短期借款年均复合增长2.84倍，2011年为7380万元，主要是从中国银行衡阳分行、北京银行长沙分行和衡阳市中小企业担保基金管理中心借款。

公司销售产品的结算以款到付货为主，从而形成了预收货款滚动增加，规模不大且账期较短。截至2011年底，预收账款744.50万元，主要为预收的大化国际经济贸易公司、邵阳粤港农化公司、泰州市元鼎盐化公司和衡阳市珠晖区华星催化剂厂货款。

截至2011年底，公司其他应付款671.97万元，其中应付股东刘常松先生470.86万元欠款。

公司长期借款规模较小，截至2011年底为800万元，主要为在中国银行衡阳分行的固定

资产项目基建借款。

截至2012年3月底，公司负债总额9352.12万元，受预收账款和其他应付款的减少，负债规模较2011年略有下降。

2009~2011年，公司有息债务增长迅速，截至2011年底为8180万元，且以短期借款为主。2011年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为38.01%、34.31%和3.36%；截至2012年3月底，以上三个指标分别为36.46%、33.42%和3.27%。

总体看，公司以流动负债为主，债务负担较轻；但公司债务以短期借款为主，债务结构有待改善。

### 4. 盈利能力

2009~2011年，公司主营业务收入年均复合增长16.74%，主要系主导产品销售量和销售价格上升所致。同期随着原材料价格的上涨，公司主营业务成本年均复合增长率达到了15.07%。近三年公司主营业务利润率较稳定，2011年为22.10%。

近三年公司期间费用分别为1767.47万元、2050.44万元、2428.45万元，2011年期间费用占主营业务收入的11.18%，期间费用控制力度尚可。

公司为社会福利企业，公司安置残疾人就业，政府按照公司安置残疾人的人数进行财政补贴，2011年为579.25万元；公司营业外收入为衡阳市环保局、科技局等部门对公司节能减排、科技项目的奖励补助资金，2011年为307.25万元。

在补贴收入和营业外收入的补充下，近三年公司利润总额分别为2190.40万元、3064.45万元、3275.10万元。

从盈利指标看，2009~2011年，公司总资产收益率和净资产收益率平均值分别为18.54%、22.61%，2011年底分别为15.74%、20.91%。

受1季度为小苏打淡季的影响，以及市场小

苏打销售价格的小幅下降，2012年1季度，公司实现主营业务收入5229.05万元，仅为2011年的24.08%。同期实现利润总额636.44万元，主营业务利润率为22.99%。

总体看，随着公司主导产品的销售价格和销售量的上升，公司主营业务收入规模保持了较快的增长，盈利能力较强。

#### 5. 现金流分析

经营活动方面，2009~2011年，公司经营活动现金流入量年均复合增长19.31%，销售商品、提供劳务收到的现金是经营活动现金流量的主要来源，2011年为24972.44万元，同期现金收入比为114.98%，现金收入质量较好。近三年经营活动现金流出量年均复合增长21.81%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。近三年公司支付的其他与经营活动有关的现金波动较大，2010年为3649.83万元，较2009年增加了2920.15万元，主要系新增的与其他公司（该公司为饲料加工企业，为公司合作多年的客户，目前该公司生产经营正常，还款压力不大）的往来款；2011年支付的其他与经营活动的现金为公司与其他单位与个人的往来款。近三年经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为1013.84万元、17.18万元、409.34万元。

公司投资活动主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产的支出，2009~2011年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-877.58万元、-3350.01万元、-2785.14万元。2010年和2011年筹资活动前现金流量净额持续为负，经营活动产生的现金流量不能满足投资活动对资金的需求。

2009~2011年，公司筹资活动主要为借款和偿付本息，筹资活动产生的现金流量净额分别是-183.69万元、3252.58万元、2686.74万元。

2012年1~3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为654.60万元、-396.51万元和-197.21万元。其中收到和

支付的其他与经营活动有关的现金均为与其他企业的往来款。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量规模逐年增加，现金收入质量较好；但随着机器设备的购进、生产线改造的进行，公司经营活动不能满足投资活动对资金的需求，公司对外筹资压力较大。未来随着100万吨工业盐项目开始筹建，公司筹资压力将加重。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2009~2011年，公司流动比率和速动比率波动较大，2011年底分别为173.59%和134.43%，2012年3月底分别为171.16%、134.21%；近三年公司经营活动现金流量净额波动较大，公司经营现金流动负债比分别为29.43%、0.33%、4.67%。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2009~2011年，公司EBITDA分别为2975.59万元、3954.15万元和4704.53万元，全部债务/EBITDA指标值分别为0.17倍、1.01倍和1.74倍，EBITDA利息倍数分别为48.10倍、15.98倍和9.87倍。公司长期债务规模很小，综合看，公司长期债务的偿债能力较强。

截至2012年3月底，公司无对外担保。

截至2012年3月底，公司共获得中国银行、国家开发银行和北京银行授信8500万元，未使用额度为320万元，公司具有一定的间接融资渠道。但随着未来投资额的增加，公司对外融资压力将加重。

#### 八、本期集合票据偿还能力分析

公司发行本期集合票据的额度为3000万元，占2012年3月底公司全部债务的比重为36.67%，本期集合票据发行对公司债务影响较大。

本期集合票据发行后，不考虑其他因素，以2012年3月底数据为基础，公司资产负债率

和全部债务资本化比率分别上升为 43.12% 和 40.69%，债务负担上升但尚属合理。

2009~2011 年，公司 EBITDA 分别是本期集合票据的 0.99 倍、1.32 倍、1.57 倍，EBITDA 对本期集合票据的保护能力较强。2009~2011 年，公司经营活动现金流入量对本期集合票据的保护倍数分别为 6.06 倍、6.99 倍、8.63 倍；经营活动现金净流量对本期集合票据的保护倍数分别为 0.34 倍、0.01 倍和 0.14 倍。总体看，公司 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对本期集合票据保障能力较强。

公司现金类资产规模较小，2011 年和 2012 年 3 月底分别为 683.97 万元、583.81 万元，分别是本期集合票据的 0.23 倍和 0.19 倍，公司现金类资产对本期集合票据的保障能力弱。

总体看，本期集合票据发行对公司债务影响较大，现金类资产对本期集合票据的保障能力弱，但 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对本期集合票据的保障能力较强。

## 九、综合评价

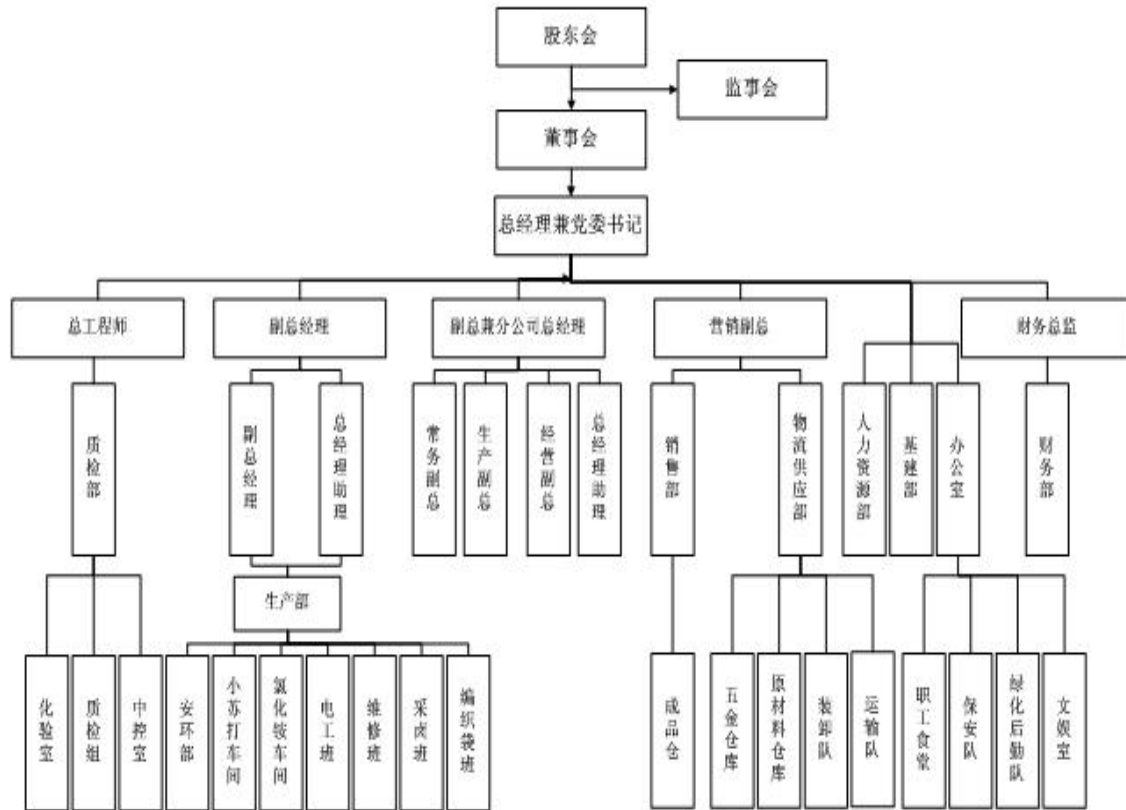
公司作为小苏打生产和销售的重点企业，拥有丰富的卤水矿资源，紧邻煤炭开采区，成本优势明显。公司法人治理结构有待改善，组织机构设置能满足公司发展需要。公司采购渠道畅通，小苏打市场占有率较高，市场开拓力度大，产销率高，但目前产能利用率较低。未来公司技术改造项目的完工，以及工业盐项目的顺利实施，有望带动盈利能力提升。

公司资产规模增长迅速，资产质量一般；公司所有者权益稳定性较弱，债务负担较轻，盈利能力较强。公司短期偿债能力一般，本期集合票据的发行对现有债务影响较大，现金类资产对本期集合票据的保障能力弱，但 EBITDA 和经营活动产生的现金流入量对本期集合票据的保障能力较强。

总体看，公司主体信用风险一般。

## 附件 1 公司组织结构图

裕华集团组织架构图





## 附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率	2012 年 3 月
货币资金	212.63	132.38	443.33	44.39	504.21
短期投资					
应收票据	20.00	10.00	240.64	246.87	79.60
应收账款	935.98	1532.88	1974.77	45.25	1436.67
减：坏账准备					
应收账款净额	935.98	1532.88	1974.77	45.25	1436.67
预付账款	3772.27	4665.74	4700.21	11.62	6043.77
应收补贴款	251.84	282.97	203.19	-10.18	200.03
其他应收款	334.72	1771.09	3888.67	240.85	2919.78
存货	1091.68	2172.62	3434.20	77.36	3159.82
待摊费用	51.98	78.04	138.90	63.47	93.46
待处理流动资产损益					
一年内到期的长期债权投资					
其他流动资产	18.72	383.57	200.22	227.04	200.22
<b>流动资产合计</b>	<b>6689.82</b>	<b>11029.29</b>	<b>15224.12</b>	<b>50.85</b>	<b>14637.57</b>
<b>长期投资</b>	<b>168.69</b>	<b>60.00</b>	<b>60.00</b>	<b>-40.36</b>	<b>60.00</b>
固定资产原价	5159.50	6278.99	9861.15	38.25	10995.96
减：累计折旧	1425.60	1993.47	2669.87	36.85	3018.76
固定资产净值	3733.91	4285.52	7192.28	38.79	7977.20
固定资产清理					
在建工程	521.96	1825.57	1027.54	40.31	1290.24
待处理固定资产损益					
<b>固定资产合计</b>	<b>4255.86</b>	<b>6111.08</b>	<b>8219.83</b>	<b>38.98</b>	<b>9267.45</b>
无形资产	1439.09	1425.03	1649.90	7.07	1622.27
递延资产	187.71	127.37	75.76	-36.47	60.53
<b>无形资产及递延资产合计</b>	<b>1626.80</b>	<b>1552.40</b>	<b>1725.66</b>	<b>2.99</b>	<b>1682.80</b>
其他长期资产					
递延税款借项					
<b>资产总计</b>	<b>12741.17</b>	<b>18752.77</b>	<b>25229.61</b>	<b>40.72</b>	<b>25647.82</b>

**附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）**

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率	2012 年 3 月
短期借款	500.00	3000.00	7380.00	284.19	7380.00
应付票据					
应付账款	1306.23	987.00	4.00	-94.47	290.24
预收账款	785.55	510.62	744.50	-2.65	202.60
其他应付款	688.04	870.36	671.97	-1.17	200.23
应付工资	56.97	55.05	40.43	-15.76	40.40
应付福利费	91.03	61.97	46.19	-28.77	60.63
应交税金	15.14	-238.75	-116.80		39.90
应付利润	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	2.47	2.61	0.00	-100.00	0.00
预提费用	0.00	-41.07	0.06		338.12
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
<b>流动负债合计</b>	<b>3445.43</b>	<b>5207.79</b>	<b>8770.35</b>	59.55	<b>8552.12</b>
长期借款	0.00	1000.00	800.00		800.00
应付债券					
长期应付款					
其他长期负债					
<b>长期负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>1184.80</b>	<b>800.00</b>		<b>800.00</b>
递延税项：					
递延税款贷项					
<b>负债合计</b>	<b>3445.43</b>	<b>6392.59</b>	<b>9590.35</b>	66.84	<b>9352.12</b>
实收资本	5178.75	5178.75	5178.75	0.00	5178.75
资本公积	87.48	87.48	111.44	12.87	111.45
盈余公积	787.56	1247.23	1480.58	37.11	1480.58
其中：法定公益金	233.10	386.33	458.70	40.28	458.70
未分配利润	3241.95	5846.73	8888.48	65.58	9524.92
<b>所有者权益合计</b>	<b>9295.74</b>	<b>12360.19</b>	<b>15659.26</b>	29.79	<b>16295.69</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>12741.17</b>	<b>18752.77</b>	<b>25229.61</b>	40.72	<b>25647.81</b>

### 附件 3 合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率	2012 年 1-3 月
<b>一、主营业务收入</b>	<b>15937.70</b>	<b>18177.96</b>	<b>21718.88</b>	16.74	<b>5229.05</b>
减：主营业务成本	12702.75	14080.50	16821.27	15.07	4002.55
主营业务费用	972.75	1025.34	1147.68	8.62	329.49
主营业务税金及附加	70.21	80.73	96.81	17.43	24.15
<b>二、主营业务利润</b>	<b>2191.99</b>	<b>2991.39</b>	<b>3653.12</b>	29.10	<b>872.86</b>
加：其他业务利润	97.65	78.94	73.09	-13.48	2.68
减：管理费用	732.85	777.67	804.20	4.75	182.83
财务费用	61.87	247.42	476.57	177.54	197.21
<b>三、营业利润</b>	<b>1494.91</b>	<b>2045.24</b>	<b>2445.44</b>	27.90	<b>495.51</b>
加：投资收益	68.69	0.00	0.00	-100.00	0.00
补贴收入	566.13	586.25	579.25	1.15	140.88
营业外收入	66.30	424.37	307.25	115.27	0.12
减：营业外支出	5.62	22.62	47.27	190.02	0.07
加：以前年度损益调整	0.00	31.21	-9.57		0.00
<b>四、利润总额</b>	<b>2190.40</b>	<b>3064.45</b>	<b>3275.10</b>	22.28	<b>636.44</b>
减：所得税	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>五、净利润</b>	<b>2190.40</b>	<b>3064.45</b>	<b>3275.10</b>	22.28	<b>636.44</b>

## 附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率	2012 年 1-3 月
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>					
销售商品、提供劳务收到的现金	17700.16	19714.47	24972.44	18.78	6275.23
收到税费返还	0.00	681.92	579.25		0.25
收到的其他与经营活动有关的现金	476.67	582.69	323.50	-17.62	2.73
<b>现金流入小计</b>	<b>18176.84</b>	<b>20979.08</b>	<b>25875.19</b>	<b>19.31</b>	<b>6524.38</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	16129.71	16980.88	21959.93	16.68	5411.55
支付给职工以及为职工支付的现金	233.32	250.45	1311.08	137.05	321.36
支付的各项税费	70.29	80.73	1096.81	295.02	57.93
支付的其他与经营活动有关的现金	729.68	3649.83	1098.03	22.67	78.95
<b>现金流出小计</b>	<b>17163.00</b>	<b>20961.89</b>	<b>25465.85</b>	<b>21.81</b>	<b>5869.78</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1013.84</b>	<b>17.18</b>	<b>409.34</b>	<b>-36.46</b>	<b>654.60</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>					
收回投资所收到的现金	0.00	40.00	0.00		0.00
取得投资收益所收到的现金	0.00	8.69	0.00		0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>现金流入小计</b>	<b>0.00</b>	<b>48.69</b>	<b>0.00</b>		<b>0.00</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	877.58	3398.69	2785.14	78.15	396.51
投资所支付的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>现金流出小计</b>	<b>877.58</b>	<b>3398.69</b>	<b>2785.14</b>	<b>78.15</b>	<b>396.51</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-877.58</b>	<b>-3350.01</b>	<b>-2785.14</b>	<b>78.15</b>	<b>-396.51</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>					
吸收投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
借款所收到的现金	500.00	4000.00	4380.00	195.97	0.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>现金流入小计</b>	<b>500.00</b>	<b>4000.00</b>	<b>4380.00</b>	<b>195.97</b>	<b>0.00</b>
偿还债务所支付的现金	615.00	500.00	0.00	-100.00	0.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	68.69	247.42	452.73	156.73	197.21
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>现金流出小计</b>	<b>683.69</b>	<b>747.42</b>	<b>1693.26</b>	<b>57.37</b>	<b>197.21</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-183.69</b>	<b>3252.58</b>	<b>2686.74</b>		<b>-197.21</b>
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-47.43	-80.25	310.95		60.88

## 附件 5 主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 3 月
<b>经营效率</b>					
销售债权周转次数(次)	19.87	14.55	12.38	14.53	--
存货周转次数(次)	14.04	8.63	6.00	8.40	--
总资产周转次数(次)	1.31	1.15	0.99	1.10	--
现金收入比(%)	111.06	108.45	114.98	112.24	120.01
<b>盈利能力</b>					
主营业务利润率(%)	19.86	22.10	22.10	21.65	22.99
总资本收益率(%)	22.99	20.24	15.74	18.54	--
净资产收益率(%)	23.56	24.79	20.91	22.61	--
<b>财务构成</b>					
长期债务资本化比率(%)	0.00	7.48	3.36	3.92	3.27
全部债务资本化比率(%)	5.10	24.45	34.31	25.51	33.42
资产负债率(%)	27.04	34.09	38.01	34.64	36.46
<b>偿债能力</b>					
流动比率(%)	194.17	211.78	173.59	189.16	171.16
速动比率(%)	162.48	170.07	134.43	150.73	134.21
经营现金流动负债比(%)	29.43	0.33	4.67	8.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	48.10	15.98	9.87	19.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.17	1.01	1.74	1.21	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.27	-0.83	-0.29	-0.34	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.20	-13.47	-4.99	-6.09	--
<b>本期集合票据偿债能力</b>					
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.99	1.32	1.57	1.38	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.06	6.99	8.63	7.62	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.34	0.01	0.14	0.14	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.05	-1.11	-0.79	-0.72	--

注：公司 2012 年 1 季度财务数据未经审计。

## 附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
主营业务利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
<b>本期集合票据偿债能力</b>	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务=(长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标\*的指标为新会计准则下对应的指标

## 附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

# 信用等级公告

联合[2012] 122 号

联合资信评估有限公司通过对衡阳恒飞电缆有限责任公司信用状况进行综合分析和评估，确定

衡阳恒飞电缆有限责任公司  
主体长期信用等级为  
BBB

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一二年八月十三日



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  
电话：(010) 85679696  
传真：(010) 85679228  
邮编：100022  
网址：www.lhratings.com



## 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）与衡阳恒飞电缆有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与衡阳恒飞电缆有限责任公司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，未因衡阳恒飞电缆有限责任公司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衡阳恒飞电缆有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、衡阳恒飞电缆有限责任公司主体长期信用等级自 2012 年 8 月 13 日至 2013 年 8 月 12 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。



# 衡阳恒飞电缆有限责任公司

## 主体长期信用评级报告

评级结果: BBB  
评级展望: 稳定  
评级时间: 2012年8月13日

### 财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	12年3月
资产总额(万元)	37998.62	45272.84	57965.15	62277.04
所有者权益(万元)	29071.88	33361.48	41022.68	42177.92
长期债务(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	8196.00	11546.00	16482.00	19566.00
主营业务收入(万元)	45607.04	68245.96	101229.32	22268.85
利润总额(万元)	3072.82	4652.80	7014.93	1540.32
EBITDA(万元)	4202.86	5783.02	8417.11	--
经营性净现金流(万元)	218.06	99.94	49.49	-949.13
主营业务利润率(%)	12.75	11.75	12.48	17.60
净资产收益率(%)	7.93	10.46	12.83	--
资产负债率(%)	23.49	26.31	29.23	32.27
全部债务资本化比率(%)	21.99	25.71	28.66	31.69
流动比率(%)	229.77	219.00	213.58	202.13
全部债务/EBITDA(倍)	1.95	2.00	1.96	--
EBITDA利息倍数(倍)	6.09	11.72	9.08	--
EBITDA/本期发债 额度(倍)	0.70	0.96	1.40	--

注: 2012年一季度财务数据未经审计。

### 分析师

王丽娟

lianhe@lhratings.com

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对衡阳恒飞电缆有限责任公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为铁道部、国家电力总公司、国防科工委、总装部、航空航天工业总公司的定点生产电线电缆企业,其大功率机车、动车组和地铁项目配套电缆产品具有较强的市场竞争优势,以及公司在技术实力以及客户资源等方面具备一定优势。同时,联合资信也关注到原材料价格波动较大、债务结构不合理、应收账款和存货占比较大以及经营活动获现能力下降等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来大规模城市基础建设投资和电网建设投资为公司经营及发展创造良好的外部环境。随着公司大功率机车项目的投产运营、特种电缆产品技术的不断研发,公司收入和利润规模有望持续增长,联合资信对公司的评级展望为稳定。

### 优势

1. 随着中国经济持续发展,大规模的城市基础建设投资和电网建设投资为电线电缆行业带来一定的发展空间。
2. 公司是铁道部、国家电力总公司、国防科工委、总装部、航空航天工业总公司的定点生产电线电缆专业企业,具有较强的市场竞争优势。
3. 公司特种电缆产品技术水平较高,研发能力较强。
4. 公司与南车株洲电力机车有限公司、三一重工、中联重科合作多年,建立了稳定的供货关系。

### 关注

1. 原材料价格波动较大，对公司成本控制造成一定压力。
2. 公司特种行业电缆产品销售受客户订单影响较大。
3. 应收账款和存货占比较大，占用公司大量资金，经营性净现金流逐年下降。
4. 公司债务结构不合理，有待优化。
5. 公司经营活动现金流量净额对本期集合票据的保障能力较弱。

## 一、主体概况

衡阳恒飞电缆有限责任公司（以下简称“公司”）前身为原国有企业衡阳电线电缆厂，2002年11月注册成立。经过多次股权变更及增资，截至2012年6月底，公司注册资本为12500万元，实收资本11000万元，股东持股情况为：何厚廷持股55%、何忠诚持股45%。何厚廷为公司的实际控制人。

公司经营范围：电线电缆、裸铝、铜线的生产、销售。

目前公司设有财务部、销售服务部、市场部、直销部、采购部、生产制造部、质量管理部、导体分厂、塑缆分厂、橡缆分厂、设备部、技术研发中心、管理部等职能部门（见附件1）。

截至2011年底，公司资产总额为57965.15万元，所有者权益合计为41022.68万元。2011年公司实现主营业务收入101229.32万元，利润总额7014.93万元。

截至2012年3月底，公司资产总额为62277.04万元，所有者权益合计42177.92万元。2012年1~3月，公司实现主营业务收入22268.85万元，利润总额1540.32万元。

公司注册地址：衡阳市雁峰区黄白路121号；法定代表人：何忠诚。

## 二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为10000万元，期限为2年，其中公司拟申报发行额度6000万元（以下简称“本期票据”），全部用于补充公司营运资金。

## 三、行业分析

公司主要从事电气装备用电线电缆以及高铁、机车、地铁等行业特种电缆的生产和销售，属于电线电缆行业。

### 1. 行业概况

电线电缆是指用于电力、通信及相关传输用途的线材，是输送电能、传递信息和进行电磁转换以及制造各种电机、电器、仪表、汽车、机床、机械等设备所不可缺少的基础器材，是未来电气化、信息化社会中必要的基础产品。电线电缆按使用用途分为五类：裸导线、绕组线、电力电缆、电气装备用电线电缆、通信电缆与光缆。

电线电缆由于肩负着电力和通信两大国民经济支柱行业的配套职能，起到输送能源和传递信息的重要作用，被喻之为国民经济的“血管”和“神经”。20世纪90年代以来，中国电线电缆行业随着能源、交通、通信、汽车以及石油化工等相关基础性产业的发展得到了高速发展，已成为机械工业中仅次于汽车制造行业的第二大行业。

2003至2011年期间，中国电线电缆制造业随着国家电网建设加快、特高压工程的相继投入建设，总体上保持了持续快速的发展态势。根据中国电器工业协会电线电缆分会统计快报数据，2008年电线电缆行业工业总产值约为7062亿元，2009年全行业工业总产值达到7478亿元，2010年全行业工业总产值超过9000亿元。

2003至2011年，中国电线电缆行业销售收入呈现波动增长的态势，期间2008年下半年开始受金融危机影响，电线电缆行业销售增长放缓，之后呈现恢复性增长态势。2011年全行业实现销售收入10664.97亿元，同比增长27.78%；受欧债危机、国内经济增速放缓等因素影响，2012年1~3月，电线电缆行业实现销售收入2360.75亿元，同比增长13.31%，增速较上年同期下降15.70个百分点。

中国电线电缆行业利润总额从2003年不足60亿元，增长至2007年的235.88亿元，增长较为迅速。受金融危机和铜价大幅下跌的双重影响，2008年下半年国内电线电缆企业普遍存在套保损失，铜库存、在制品、产成品贬值

的情形, 2008 年在全行业生产产值和销售收入保持增长的情形下, 呈现利润额增幅较小, 2008 年 1~11 月实现利润总额 215.44 亿元。2009 年以来行业盈利状况有所好转, 2011 年实现利润总额 527.80 亿元, 较 2010 年增加 133.26 亿元。2012 年 1~3 月实现利润总额 97.82 亿元, 同比增长 22.35%。

## 2. 行业竞争

从世界范围来看, 美国、日本和欧洲的电线电缆行业早已完成了战略性并购重组、产品系列分工重组和目标市场重新定位, 形成了规模化或专业化生产。其特点是产业集中度较高, 前十位企业总销售收入分别占所在国家或地区市场的三分之二以上。世界电线电缆行业已经进入几大巨头之间垄断竞争的格局, 全球最大的三个电线电缆制造商分别为意大利普睿斯曼 (Prysmian) 公司、法国耐克森 (Nexans) 公司和日本住友 (Sumitomo Division Cables) 公司。另外一个明显的趋势是世界电线电缆生产重心继续向亚洲转移, 带动了中、越、菲、中、东地区电线电缆产业的快速发展。

中国电线电缆企业通过大量的技术引进、投资改造, 已经形成巨大的生产能力, 与之配套的电缆材料、电缆设备制造业也已初步形成了较完整的配套体系。中国电线电缆企业数量多且规模小, 行业集中度较低。国内绝大部分电线电缆企业由于技术水平和资金的限制, 只能生产普通中、低压等级电线电缆产品, 规模小、品种单一, 该类企业占到行业内企业家数的 90%, 从而导致该档次电线电缆产品整体上呈现出供过于求的现状, 市场竞争激烈; 而高端产品如超高压电缆、特种电缆等还要进口, 生产能力总量过剩而有效供给不足; 此外, 国外电线电缆生产厂商直接或通过联营、合资等间接方式进入国内市场, 加剧了行业内的竞争。

受到中国经济的快速发展、旺盛的市场需求的影响, 世界排名前 20 位的电线电缆企业

包括普睿斯曼、住友、古河等纷纷在中国建立合资、独资企业。在低端产品领域, 由于人工成本等因素无法与中国企业竞争, 故外资企业更多的是利用技术与资金优势, 生产高压电力电缆和特种电缆, 并占有较高的市场份额。国际电线电缆制造巨头的本土化增加了本土线缆制造商进入高压以上电线电缆市场的难度, 加剧了本土厂商在中低压领域的竞争。

## 3. 行业政策

电线电缆行业的发展受国家《产业结构调整指导目录》的指导, 同时国家对电线电缆产品生产实行严格的生产许可制度, 根据《电线电缆生产许可证实施细则》(2009 年 5 月 1 日起实施), 企业必须取得全国工业产品生产许可证办公室颁发的“电线电缆产品生产许可证”才能在中国境内从事电线电缆产品的生产活动, 对列入国家质量监督检验检疫总局制订的《工业产品生产许可证发证产品目录》中的电线电缆产品实行生产许可证制度。

2006 年 2 月, 国务院颁布了《国家中长期科学和技术发展规划纲要》, 明确了重点研究开发大容量远距离直流输电技术和特高压交流输电技术与装备、间歇式电源并网及输配技术、电能质量监测与控制技术、大规模互联电网的安全保障技术、西电东送工程中的重大关键技术、电网调度自动化技术、高效配电和供电管理信息技术和系统。

2006 年 6 月, 国务院发布了《关于加快振兴装备制造业的若干意见》, 提出“选择一批对国家经济安全和国防建设有重要影响, 对促进国民经济可持续发展有显著效果, 对结构调整、产业升级有积极带动作用, 能够尽快扩大自主装备市场占有率的重大技术装备和产品作为重点, 加大政策支持和引导力度, 实现关键领域的重大突破”, 目标是使国产设备国内市场满足率稳定在 70% 左右。其中, 最为重要的支持领域包括“全面掌握 500kV 交直流和 750kV 交流输变电关键设备制造技术”, 推进

750kV、1000kV 交流输变电设备和±800kV 直流输变电设备自主化。

2009 年 2 月，中国国务院审议并原则通过了《装备制造业调整振兴规划》。该规划中强调：“要依托高效清洁发电、特高压输变电、煤矿与金属矿采掘、天然气管道输送和液化储运、高速铁路、城市轨道交通等十大领域的重点工程，有针对性地实现重点产品国内制造。”

2009 年 5 月，国家电网首次公布智能电网计划，提出智能电网概念：“坚强智能电网以坚强网架为基础，以通信信息平台为支撑，以智能控制为手段，包含电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度各个环节，覆盖所有电压等级，实现‘电力流、信息流、业务流’的高度一体化融合，是坚强可靠、经济高效、清洁环保、透明开放、友好互动的现代电网。”智能电网计划有望升级为国家战略。

#### 4. 行业关注

##### 企业规模较小，市场集中度低，生产工艺与技术装备相对落后

虽然中国电缆行业不论企业数量还是企业质量都有空前未有的飞跃发展，但中国电缆行业的现状是“大而不强”、企业的现状是“多而不专”，能与世界电缆巨头比试高低的企业几乎没有，甚至有些企业的产品质量还不能完全经得起市场考验。在数量上占百分之九十五的中小企业之中有相当部分企业，仍然是以低层次的生产力、进行低层次的竞争。特别是一些中高端特种电缆，国内的生产能力和供给量远远不能满足实际需求量。近几年中国特种电缆的进口量增长率均在 20% 以上，这也是国内电线行业向高端电缆产品进军的巨大瓶颈。

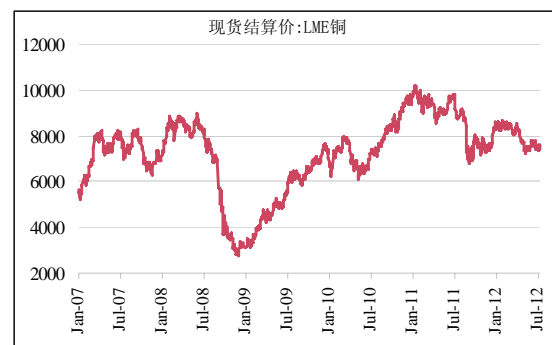
同时，中国行业内企业相对于较发达国家，生产工艺与技术装备相对落后，导致中国企业生产的电线电缆产品与国外先进国家相比，品种及质量均存在着一定的差距。中国行业内企业基础研究和基础应用不够；以企业为主体的技术创新意识和体系建设滞后于经济发展的步伐，缺乏自主知识产权；关键技术和

产品对进口的依赖性依然较高，并没有真正形成核心竞争能力，严重制约向高端技术、高端产品的发展。

##### 原材料价格波动较大，利润水平偏低

电线电缆产品的一个主要特点是原材料占生产成本的 70% 以上，其中主要为铜，铜价格的波动对生产成本的影响较大。由于受全球经济及供求关系等因素影响，铜价格波动较大。从铜价走势来看，2000 年以来，铜价呈波动上涨的趋势，2008 年金融危机的爆发使得铜需求量下降，铜价降幅最大，在全球经济形势逐渐好转的情况下，铜价也逐渐恢复到正常水平。从长远来看，铜的稀缺性以及铜的金融属性决定其价格受市场心理及市场资金影响显著，精铜供需相对平衡，短期内不存在严重供不应求的状况。2010 年中国铜价均价 59066 元/吨，同比上涨 40.50%。2011 年受内外部经济环境影响，铜市场整体剧烈震荡，价格逐步下跌，截至 2011 年 12 月 30 日长江现货铜报价为 55250 元/吨，相比 2010 年同期跌幅达 20%。铜价格的波动，使许多电线电缆行业企业蒙受损失。若企业没有有效的措施来应对铜价格的大幅波动，则会给其带来很大的经营压力。2012 年上半年，受欧债危机及经济增速放缓影响，铜价低迷下行，截至 2012 年 6 月底，长江现货铜报价为 52350 元/吨。

图 1 近年铜价格波动情况



资料来源: wind 资讯

注: LEM 铜单位: 美元/吨

#### 5. 未来发展

随着中国经济持续发展，大规模大范围的

城市基础建设投资和电网建设投资促进了电线电缆行业的迅速发展。

城镇化是促进电缆行业快速增长的重要驱动因素之一，目前中国的城市人口比例与西方发达国家相比还有很大差距，预计未来三十年内，城镇化进程还将继续进行，城镇化的不断提高将为电力电缆尤其是 35kV 及以下中低压电缆带来长久的刚性需求，保证行业的持续发展与增长。

电力系统尤其是电网是电缆行业的主要客户，目前国家电网公司和南方电网公司都在加大投资进行城乡电网改造，以解决电网配电网的薄弱环节，提高电网运行效率。预计未来至少在“十二五”期间，电网投资仍然将维持在较高位置。同时，随着环保、安全呼声日益高涨，城市电网选用地下电缆取代架空线路渐成趋势。国外经验表明，110kV 地下电缆使用总成本仅为架空线的 2~3 倍，而在环保、安全、可靠性等方面的效应远好于架空线，故城市电网改造应优先使用地下电缆。在发达国家城市中如德国柏林、日本东京，输电线的入地率都已经达到 90% 以上。国内城市如北京、上海也都制定了架空线入地的规划。电缆地下化率的进一步提高，不仅美化了城市空间景观、节省土地资源，而且提高了供电的可靠性。城市电网地下化为中、高压电力电缆提供了巨大的市场空间。城乡电网新建与改造给电力电缆行业的发展提供了广阔的市场空间。35kV 及以下中低压电力电缆在“十二五”期间，需求量每年增长将维持在 10% 以上。此外，电网投资的机构在逐渐向城乡电网倾斜，城乡电网改造涉及的电缆产品量大面广，特别是 35kV 中压和 110kV 以上高压电力电缆的需求将大幅增加。

随着中国经济的快速发展，各种特殊场所适用的具有独特性能和特殊结构的特种电线电缆的需求日益增加，相对于普通电线电缆而言，具有技术含量高、使用条件较严格、批量较小、附加值高的特点，其技术要求是：阻燃、

不含卤素、不产生毒性和腐蚀性气体、不含铅等重金属、易于回收利用等，广泛应用于新能源发电、电气化铁路和城市轨道交通、舰船及海上石油开采、矿藏开发、高层建筑大楼、重要军事设施等，目前国内特种电缆 80% 以上需要进口。中国的生产技术水平较低，特别是一些中高端特种电缆，国内的生产能力和供给量远远不能满足实际需求。近几年中国特种电缆的进口量增长率均在 20% 以上。随着中国特种电缆制造能力的不断提高，存在进口替代的趋势。特种电缆应用行业非常广泛，尤其随着新技术发展将产生新的应用领域，比如未来海上风电有望高速发展，相应配套海上风机用特种电缆，以及海底电缆的需求量将上升。因此特种电缆行业有较为广阔的前景。预计特种电缆需求量每年增速达 30% 以上。

总体看，随着中国经济持续发展，大规模大范围的城市基础建设投资和电网建设投资，电线电缆行业仍有一定的发展空间。但是行业整体产能过剩和集中度过低将是制约行业健康发展的关键因素。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 企业规模与竞争实力

公司是铁道部、国家电力总公司、国防科工委、总装部、航空航天工业总公司的定点生产电线电缆专业企业，是国家经贸委推荐的城乡电网建设与改造所需主要设备生产企业。公司是 4 家铁路机车电缆生产企业之一，公司的铁路机车电缆、地铁用电缆和高速铁路用电缆的技术和市场已取得长足的发展。公司的大功率机车、动车组和地铁项目配套电缆已取代进口，成为该配套行业的主要供应商之一。

公司占地面积 46000 平方米，拥有国内先进的铜拉丝设备、成缆设备、塑料及橡胶挤出设备和检测设备。2011 年公司各种电缆产品产能达到 140000 公里，产量合计 127729 公里，

产能基本达到饱和状态。

公司是电线电缆行业最早通过 ISO9002 质量体系认证和“3C”国家强制性认证企业之一,并通过 ISO14000:2004 环境管理体系认证。公司获得国防武器装备科研许可证,并通过国军标质量体系认可证,军品保密认证。产品连续多年荣获“湖南名牌”,“恒飞”商标连续多年荣获“湖南省著名商标”,企业被评为“湖南省先进企业”。

总体看,公司的大功率机车、动车组和地铁项目配套电缆产品具有较强的市场竞争优势。

## 2. 人员素质

公司拥有高层管理人员6人,包括执行董事、总经理、总工程师、技术副总经理、销售副总经理、生产副总经理各1人,均在公司任职多年,具有丰富的经营管理经验。

公司法定代表人兼执行董事何忠诚,44岁,1987年7月至2002年12月在衡阳电线电缆厂财务科先后任会计、副科长、科长;2002年1月至2002年12月在衡阳电线电缆厂任总会计师;2002年3月至2004年11月在河北湖大科技发展股份有限公司任总会计师;2004年12月至今任公司执行董事兼法定代表人。

公司总经理何厚廷,44岁,大专学历,1987年7月在衡阳电线电缆厂财务科参加工作,一直在公司从事财务、销售及经济管理工作,2005年1月至今任公司总经理,2005年5月至今兼任衡阳恒飞特缆有限责任公司董事兼总经理。

截至2012年3月底,公司共有员工506人。按学历构成划分,本科及以上学历的占8.10%,大、中专学历占47.43%,高中及以下学历占44.47%;按岗位构成划分,管理人员占16.21%,技术人员占5.34%,生产人员占59.68%,销售人员占18.77%。

总体看,公司高管人员行业经验丰富,员工整体素质基本满足正常生产经营需要。

## 3. 技术水平

为了提高公司的核心竞争力,公司专门设立了技术开发中心,并与上海电缆研究所、湖南大学、南华大学等科研院所结成战略联盟。技术研发中心专门研制和开发新的产品,并采取自主研发、与研究所和大中专院校合作开发、技术转让等多种方式。公司为湖南省高新技术企业,公司的研发中心被认定为“湖南省级技术研发中心”。

公司聚集了一批高级电缆专业技术人才,近几年先后开发了“神州”六号、七号配套用电缆、城市地铁用电缆、大功率机车电缆、高速铁路客用车用(350KM)电缆、煤矿用电缆、船舶用电缆等技术先进的特种电缆,并成功应用在各个行业中。

截至2012年3月底,公司拥有专利18项,其中发明专利6项,实用新型专利12项。公司产品通过中国电工委员会的安全认证并获得了湖南省经贸委颁布的产品出口证书,橡套电缆符合欧洲ROHS环保指令,矿用电缆通过了煤安“MA”认证,机动车辆用电缆通过CRCC认证。公司特种电缆产品技术水平处于国内先进水平。

总体看,公司特种电缆产品技术水平较高,研发能力较强。

## 五、管理分析

公司按照《章程》设股东会,是公司的权力机构,决定公司的经营方针和投资计划等重大事项。公司设执行董事1人,由股东何忠诚担任,负责执行股东会的决议;公司不设监事会,设监事1人,主要负责对公司执行董事和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督。公司设总经理1人,由何厚廷担任,负责公司的生产经营管理工作。

公司建立了包含生产、销售、财务、技术、人事等方面的管理制度。各项管理制度是由相关工作的职能部门按国家法律法规要求,根据



工作实际起草，经各部门讨论通过，主管领导审核，总经理批准下发执行。各部门及员工均按制度要求进行工作，违反制度的部门或个人均受到相关制度的考核，并在今后的工作中加以纠正。公司财务会计制度按《公司法》、《会计法》、《企业会计准则》和《企业会计制度》等有关法律、法规执行。以上管理制度保障了公司生产经营的有序进行。

总体看，公司治理结构有待完善，管理制度能保障日常生产经营的有序进行。

## 六、经营分析

### 1. 经营现状

公司以普通电线电缆业务为主业，同时大力发展具有高端科技含量、附加值高的特种电缆业务，主要产品包括电气装备用电线电缆、特种行业配套用电缆、高铁、机车、地铁用特

种电缆等。2009~2011年，随着销售规模的上升，公司主营业务收入年复合增长48.98%。2011年公司实现主营业务收入101229.32万元，其中电气装备用电线电缆、特种行业配套用电缆和高铁、机车、地铁用特种电缆分别占59.63%、24.06%和14.59%。

从毛利率看，受原材料价格波动影响，公司各种产品毛利率均呈波动趋势，但总体上电气装备用电线电缆毛利率要低于特种行业用电缆，2011年电气装备用电线电缆、特种行业配套用电缆、高铁、机车、地铁用特种电缆毛利率分别为9.46%、16.54%和18.68%，公司整体毛利率为12.73%。

2012年1~3月，公司实现主营业务收入22268.85万元，为2011年全年的22.00%，毛利率方面受特种行业配套用电缆、高铁、机车、地铁用特种电缆盈利水平的提升，整体毛利率达到17.66%，高于2011年4.93个百分点。

表1 公司主营业务收入构成情况(单位:万元、%、%)

项 目	2009年度			2010年度			2011年度			2012年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电气装备用电缆	23108.96	50.67	12.46	40328.72	59.10	11.31	60365.71	59.63	9.46	12819.61	57.57	12.24
特种行业配套用电缆	9515.48	20.86	13.50	15992.11	23.43	12.00	24358.34	24.06	16.54	5501.71	24.71	24.30
高铁、机车、地铁用电缆	11986.12	26.28	13.30	10553.05	15.46	14.00	14770.59	14.59	18.68	3331.61	14.96	26.34
船舶用电缆	397.31	0.87	18.00	621.32	0.91	16.00	779.01	0.77	22.95	216.52	0.97	24.72
矿山用电缆	379.92	0.83	17.00	531.50	0.78	17.00	814.16	0.80	21.54	385.78	1.73	23.53
航空航天用电缆	219.26	0.48	19.00	219.26	0.32	20.00	141.50	0.14	25.04	13.62	0.06	26.58
<b>合计</b>	<b>45607.04</b>	<b>100.00</b>	<b>13.02</b>	<b>68245.96</b>	<b>100.00</b>	<b>12.00</b>	<b>101229.32</b>	<b>100.00</b>	<b>12.73</b>	<b>22268.85</b>	<b>100.00</b>	<b>17.66</b>

资料来源：公司提供

### 2. 原材料采购

公司原材料成本占到总成本的70%以上，公司主要原材料为铜杆、镀锡铜丝，辅料为绝缘、护层级材料和功能性高分子材料等电缆料，全部在国内采购。2011年，公司产品生产成本构成中，铜杆占比92.07%，胶料占比6.70%，其他原辅材料1.23%。

公司铜杆和镀锡铜丝的主要供应商为江西铜业股份有限公司、江西铜业铜材有限公司、

江西建鑫铜业有限公司、武汉久文方铜业有限公司、湖南金龙国际铜业公司和武汉四新铜业有限公司等；电缆料的主要供应商为杭州通达高分子材料有限公司和上海凯波特种电缆有限公司等，公司与主要原材料供应商合作多年，已建立较为稳固的合作关系，较好地保证了原材料的充足供应和品位要求。采购结算方面，公司与供应商主要采用月结方式。

表 2 公司近年原材料采购情况 (吨、万元/吨)

项目		2009年	2010年	2011年	12年 1-3月
铜杆	数量	5025	7005	11053	2693
	价格	4.37	5.79	5.91	5.82
镀锡 铜丝	数量	611	650	1024	232
	价格	4.75	6.32	6.44	6.27
电缆 料	数量	1369	1995	2394	564
	价格	1.58	1.63	1.85	1.85

资料来源: 公司提供

随着生产规模的扩大, 公司原材料需求量逐年增长, 2009~2011年, 公司铜杆、镀锡铜丝、电缆料采购量年复合增长 48.31%、29.46% 和 32.24%; 同期铜杆、镀锡铜丝和电缆料采购价格均呈上升趋势, 2011年分别为 5.91 万元/吨、6.44 万元/吨和 1.85 万元/吨。2012年 1 季度, 铜杆和镀锡铜丝采购价格较 2011年有所回落。

为减小铜价大幅波动对公司经营的负面影响, 公司随时关注铜价走向, 并采用上海期货交易所的点价或均价作为当月采购原料价格, 同时根据市场行情与自身生产需求做出适当的存货决策。

### 3. 生产及销售

公司主要产品包括电气装备用电线电缆、特种行业配套用电缆、高铁、机车、地铁用特种电缆等。其中电气装备用电线电缆属于普通电缆, 该产品科技含量不高, 附加值相对较低, 市场竞争较为激烈; 其他产品为特种电缆, 相比普通电缆, 特种电缆科技含量和附加值较高。公司以特种电缆为核心、塑料类产品同步发展为战略方针, 不仅生产民用普通电缆, 还大力发展特种电缆。公司的特种电缆产品广泛应用在高铁、机车、地铁、船舶、矿山、航天航空等行业。

生产方面, 公司普通电线电缆采用以销定产, 特种电缆按照订单安排生产。目前公司厂房面积占地 70 亩, 共有生产线 35 条。在市场需求进一步扩大下, 公司产能略显不足, 公司近年来不断进行机器设备更新和厂房改造。另

外公司于 2012 年 3 月 30 日, 以 2277 万元的价格竞拍得原参股子公司衡阳恒飞特缆有限责任公司 (以下简称“恒飞特缆”, 公司持股 20%) 另一股东宝诚投资股份有限公司 80% 股权, 恒飞特缆成为公司的全资子公司。2012 年 3 月 31 日完成工商注册变更, 法定代表人更改为何厚廷。股权转让价款划转及相关手续已于 7 月份完成。公司对恒飞特缆的收购有利于公司生产规模的进一步扩大。恒飞特缆成立于 2005 年 1 月, 注册资本 2500 万元, 主营电线电缆、裸铝、铜线的生产和销售。

公司营销网络立足湖南地区, 覆盖至全国。目前公司销售团队约 91 人, 分为直销及经销团队 (其中衡阳销售中心负责省外直销及湘南以南地区, 长沙直销中心负责长沙及长沙以北地区) 和配套团队 (主要负责大型企业配套电缆销售), 直销和经销收入分别占总收入的 42% 和 58%。近几年公司业务由湖南省内逐步扩展至京广线一带、贵阳、昆明、成都、太原、西安等地, 2011 年湖南地区销售收入占 67.64%。

2011 年公司前五大销售客户为成都万科置业有限公司、南车株洲电力机车有限公司、中铁一局集团有限公司、武汉华源电力物资有限公司和湖南华强文化科技有限公司, 前五大客户占公司销售收入的 15.18%。

表 3 公司主要电缆产品产销量情况

(单位: 公里、公里、%、元/公里)

各种电缆产品		2009年	2010年	2011年	12年 1-3月
电 气 装 备 用	产量	47208	59056	77678	17805
	销量	46709	60946	77624	17106
	产销率	98.94	103.20	99.93	96.07
	单价	4947	6617	7042	6830
特 种 行 业	产量	20883	25987	38621	8550
	销量	17616	25882	39632	8508
	产销率	84.36	99.60	102.62	99.51
	单价	5967	6709	7820	7663
高 铁 、 机 车 、 地 铁	产量	8216	9049	9564	2847
	销量	9045	7554	10473	2818
	产销率	110.09	83.48	109.50	98.98
	单价	13252	13970	14871	14425

资料来源: 公司提供

2009~2011年，公司电气装备用电线电缆和特种行业电线电缆（指专门销售给三一重工、中联重科等主要客户的产品）产销量均呈逐年上升趋势，产量分别年复合增长 28.27% 和 35.99%，销量分别年复合增长 28.91% 和 49.99%；高铁、机车、地铁用电缆产量年复合增长 7.89%，受高铁、机车、地铁相关单位订单影响，2010 年销量减少，三年复合增长 7.60%。2012 年 1-3 月，公司电气装备用电线电缆和特种行业电线电缆产量分别为 2011 年的 22.92% 和 22.14%，销量分别为 2011 年的 22.04% 和 21.47%。高铁、机车、地铁用电缆产量和销量分别为 2011 年的 29.77% 和 26.91%。

从产销率来看，电气装备用电缆产销率维持较高水平，特种行业电缆产销率逐年上升，高铁、机车、地铁电缆产销率 2010 年受客户订单影响下降外，2009 年和 2011 年均处于较高水平；其中部分产品通过恒飞特缆外协加工，因此产销率高于 100%。

销售价格方面，受原材料铜价上升影响，2009~2011 年，公司产品销售价格均持续上涨，2012 年 1 季度随着铜价的下跌，公司产品价格有所下降。

公司现有的结算方式有以下几种：（1）大部分交易采用现款现货；（2）对于部分大代理商，给予较短的信用期，一般在 30~60 天以内；（3）部分配套类客户采用银行承兑汇票等结算方式。公司重视应收账款回款管理，通过预先判断客户汇款速度、设置多人出纳岗位以及销售人员直接奖励等方式控制应收账款的回款。

#### 4. 经营效率

2009~2011 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈逐年上升趋势，存货周转次

数波动下降，2011 年三项指标分别为 7.33 次、1.96 次和 7.80 次。总体看，公司整体经营效率较高。

#### 5. 未来发展

公司未来将加强中低压电力电缆的技术和市场开发，确保国内大型工程项目和电力部门的中低压电力电缆的市场份额稳步上升；同时做大做强做精铁路大功率机车电缆、高铁用电缆、地铁用电缆，力争在该领域市场份额占绝对份额，并全部取代进口电缆；另一方面，在现有“神州飞船”系列产品上，研制和开发新型的航空航天用电缆；在已经生产的矿山用和船舶用特种电缆基础上，大规模研制和开发矿山用和船舶用特种电线电缆，争取在该领域在技术和规模上具备领先地位。

公司力争在三年内生产规模达到年产各种电线电缆 20 万公里，年产值 20 亿元，实现利润 1 亿元，力争成为湖南地区电线电缆生产企业的龙头。

截至 2012 年 3 月底，公司已完成年产 1960KM 大功率机车专用电缆项目的投资建设，随着该专用电缆项目的投产运营，公司收入和利润规模有望进一步提升。

未来三年，公司将继续发挥自身在特种电缆方面的技术和市场优势，进一步开拓风电、核电和光伏电缆等产品。目前公司光伏电缆项目和风力发电用软电缆项目已分获衡经信投备[2011]45 号和衡经信投备[2011]46 号备案通过。

总体看，未来随着公司大功率机车项目的投产运营、光伏电缆产品和风力发电用软电缆产品技术的不断研发，公司技术实力有望进一步提升，盈利能力和市场竞争能力有望进一步增强。

表 4 公司未来项目投资计划（单位：万元）

项目名称	基本情况	资金安排	未来资金投入		
			2012	2013	2014
光伏电缆项目	新建分厂，采用新技术、新工艺、新设备，增添必要的先进生产设备，提高制造工艺水平，研究开发光伏电缆	总投资2150万元，其中企业自筹900万元，贷款500万元，其他750万元。	1000	600	550

风力发电用软电缆项目	新建分厂，采用新技术、新工艺、新设备，增添必要的先进生产设备，提高制造工艺水平，研究开发风力发电用软电缆	总投资1850万元，其中企业自筹800万元，贷款500万元，其他550万元。	800	600	450
合计			1800	1200	1000

资料来源：公司提供

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

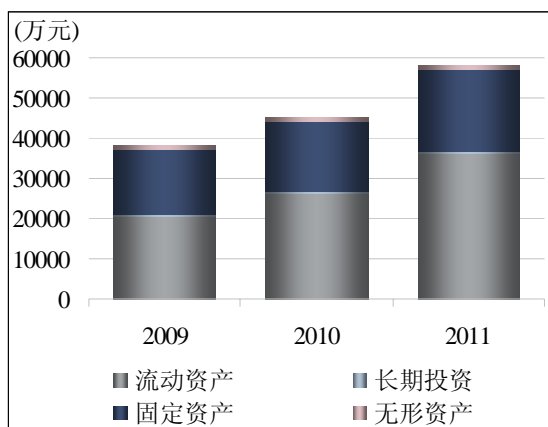
公司提供的 2009~2011 年财务报表由湖南恒信弘正会计师事务所有限责任公司审计，审计机构均出具了标准无保留意见的审计结论。2012 年 1 季度财务报表未经审计。公司执行财政部 2006 年以前颁布的《企业会计准则》（即旧会计准则）。

截至 2011 年底，公司资产总额为 57965.15 万元，所有者权益合计为 41022.68 万元。2011 年公司实现主营业务收入 101229.32 万元，利润总额 7014.93 万元。

截至 2012 年 3 月底，公司资产总额为 62277.04 万元，所有者权益合计 42177.92 万元。2012 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 22268.85 万元，利润总额 1540.32 万元。

### 2. 资产质量

图 2 2009~2011 年公司资产构成情况



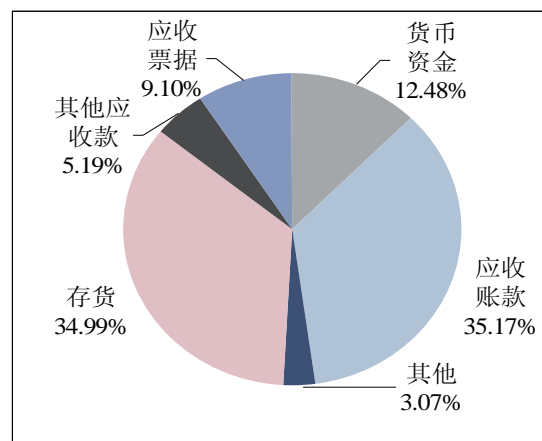
资料来源：公司提供

2009~2011 年，随着经营规模的不断扩大，公司资产总额稳定增长，年复合增长 23.51%。截至 2011 年底，公司资产总额 57965.15 万元，

其中流动资产、长期投资、固定资产和无形资产分别占 62.43%、1.03%、34.82%和 1.72%。从资产结构看，近三年公司流动资产占比逐年上升，固定资产占比逐年下降。

2009~2011 年，货币资金、应收票据、应收账款和存货的增长带动公司流动资产年复合增长 32.82%。截至 2011 年底，公司流动资产为 36185.82 万元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款及存货构成。

图 3 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报表整理。

截至 2011 年底，公司货币资金 4515.62 万元，较上年增长 86.75%，主要由于日常流动资金需求上升带来的银行借款增加而致，其中银行存款占 99% 以上。

2009~2011 年，公司应收票据年复合增长 119.06%，截至 2011 年底为 3291.59 万元，均为银行承兑汇票。

2009~2011 年，随着收入的逐年增长，公司应收账款呈快速上升趋势，年复合增长 27.90%；截至 2011 年底，公司应收账款账面余额为 13174.56 万元，其中账龄在 1 年以内的占 87.24%，1~2 年的占 8.12%，2~3 年的占 3.64%，3 年以上的占 1.01%；主要为应收南车

株洲机车有限公司、湖南华强文化科技有限公司、湖南省工业设备安装有限公司、中铁一局集团有限公司北京地铁九号线项目部、武汉华源电力物资有限公司等客户的货款，前五大客户欠款占公司应收账款的 26.44%；公司累计计提坏账准备 448.74 万元。

截至 2011 年底，公司其他应收款 1876.88 万元，主要为应收望城县开发建设投资总公司和衡阳市白沙工业园的土地款以及投标保证金等，前五大客户欠款占公司其他应收款的 70.43%，账龄大多在 1 年以内，公司累计计提坏账准备 64.92 万元。

截至 2011 年底，公司预付账款 1102.66 万元，主要为预付设备款项，其中账龄在 1 年以内的占 95.62%。

2009~2011 年，公司存货年复合增长 20.33%，截至 2011 年底，公司存货 12663.25 万元，包括原材料（占 15.36%）、库存商品（占 54.08%）和在产品（占 30.55%）；近三年公司存货一直保持较高水平。

2009~2011 年，公司长期股权投资均为 600 万元，为公司对参股子公司的股权投资。

2009~2011 年，公司固定资产净额年复合增长 12.85%，截至 2011 年底为 20183.06 万元，主要为房屋建筑物、机器设备，分别占 39.14% 和 58.15%。

截至 2011 年底，公司无形资产 996.27 万元，为土地使用权。

截至 2012 年 3 月底，公司资产总额 62277.04 万元，较 2011 年底增长 7.44%，主要由于应收类款项增长而致。公司流动资产较 2011 年底增长 12.27%，其中应收票据、应收账款和其他应收款较 2011 年底分别增长 30.80%、22.12% 和 53.77%。公司其他资产相对稳定。

总体看，公司资产结构符合行业特点，应收账款和存货占比较大，资产流动性和质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

2009~2011 年，随着股东注资的逐步到位以及未分配利润的增长，公司所有者权益年复合增长 18.79%。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 41022.68 万元，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占 24.38%、27.51%、4.20% 和 43.91%。截至 2012 年 3 月底，公司所有者权益合计 42177.92 万元，较 2011 年底增长 2.82%，其中未分配利润占比进一步提升至 45.17%。公司所有者权益结构稳定性较弱。

负债方面，随着经营规模的扩大和流动资金需求的上升，公司短期借款大幅增长，导致 2009~2011 年公司负债总额年复合增长 37.77%。截至 2011 年底，公司负债总额 16942.47 万元，全部为流动负债。2009~2011 年，公司流动负债主要由短期借款构成，截至 2011 年底，公司短期借款 16482.00 万元，占流动负债的 97.28%，其中抵押借款、保理借款、担保借款和质押借款分别占 30.33%、17.18%、24.27% 和 28.22%。

2009~2011 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势，2011 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 29.23% 和 28.66%，公司债务负担较轻。

截至 2012 年 3 月底，公司负债合计为 20099.12 万元，较 2011 年底增长 18.63%，主要由于短期借款增长 18.71% 而致，其他负债科目基本稳定。

截至 2012 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 32.27% 和 31.69%，负债水平较 2011 年底进一步上升。

总体看，公司负债全部为流动负债，负债结构不合理，债务负担较轻，所有者权益结构稳定性较弱。

### 4. 盈利能力

2009~2011 年，公司主营业务收入年复合增长 48.98%，2011 年实现主营业务收入

101229.32万元，同比增长48.33%，主要由于电气装备用电线电缆和特种行业配套用电缆收入增长而致。

2009~2011年，公司主营业务成本本年复合增长49.22%，增长幅度略高于主营业务收入。

2009~2011年，公司三项费用（销售费用、管理费用和财务费用）年复合增长43.26%，其中销售费用增长明显，为57.59%。近三年公司有息债务规模逐年增长，2010年达11546万元，较2009年增加3350万元，但财务费用同比略有减少，主要由于从2010年开始，工行仅在当年按基准利率收取利息，上浮部分在第二年及2011年收取（2010年公司向工行贷款6846万元），另外部分贷款从7月获得；2011年公司财务费用为1542.28万元，是2010年的2.37倍。

2009~2011年，公司三项费用分别为2786.29万元、3612.97万元和5718.31万元，分别占主营业务收入的6.11%、5.29%和5.65%，费用控制能力较强。

2009~2011年，公司利润总额年复合增长51.09%，2011年公司实现利润总额7014.93万元和净利润65261.20万元，均较上年增长50.77%。

2009~2011年，公司主营业务利润率有所波动，总资本收益率和净资产收益率均呈逐年上升趋势，2011年三项指标分别为12.48%、10.76%和12.83%。总体看，公司整体盈利能力一般。

2012年1~3月，公司实现主营业务收入22268.85万元，利润总额1540.32万元，分别是2011年全年的22.00%和21.96%；公司主营业务利润率为17.60%，较2011年有所上升。

总体看，公司收入规模持续增长，整体盈利能力一般。

## 5. 现金流量

2009~2011年，随着收入规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年上升，年复合增长49.61%，2011年为116397.56万元。公司现金收入比有所波动，三年平均值为

111.53%，2011年为114.98%，公司收入实现质量较好。2009~2011年，公司购买商品、接受劳务支付的现金年复合增长54.53%，高于营业成本增长幅度。2009~2011年，公司经营活动净现金流分别为218.06万元、99.94万元和49.49万元，逐年减少。

2009~2011年，公司未发生投资活动流入；投资活动流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金；近三年公司投资活动均为净流出，分别为-655.97万元、-2717.21万元和-3545.62万元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是股东投入和银行借款，筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付。2009~2011年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为743.48万元、3423.85万元和5593.72万元。

2012年1~3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-949.13万元、-1924.84万元和2448.02万元。

总体看，公司经营活动获取净现金的能力逐年减弱，无法满足固定资产投资需要，对外部筹资依赖较强。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011年，公司流动比率略有波动，速动比率呈小幅上升趋势，截至2011年底两项指标分别为213.58%和138.84%；截至2012年3月底，公司流动比率和速动比率分别为202.13%和138.17%。2009~2011年，公司经营现金流动负债比逐年下降，2011年为0.29%，公司经营净现金流对流动负债的保障能力较弱。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2009~2011年，随着公司利润规模的大幅增长，公司EBITDA年复合增长41.52%，2011年公司EBITDA为8417.11万元。2009~2011年，公司EBITDA利息倍数呈波动上升趋势，2011年该值为9.08倍；同期全部债务/EBITDA呈小幅波动趋势，2011年为

1.96 倍。整体看，公司 EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度较高。

截至2012年3月底，公司无对外担保。

截至2012年3月底，公司共获得银行授信额度22000万元，尚未使用的额度为2400万元。公司具备间接融资渠道。

轻；收入规模持续增长，整体盈利能力一般。未来随着公司大功率机车项目的投产运营，公司收入和利润规模有望持续增长，偿债能力有望得以增强。

总体看，公司主体信用风险一般。

## 八、本期集合票据偿债能力分析

本期集合票据发行额占2012年3月底公司全部债务余额的30.67%，本期集合票据的发行对公司现有债务影响较大。

以2012年3月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期集合票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将上升至38.23%和37.74%，公司债务负担将有所上升，但仍处于较低水平。

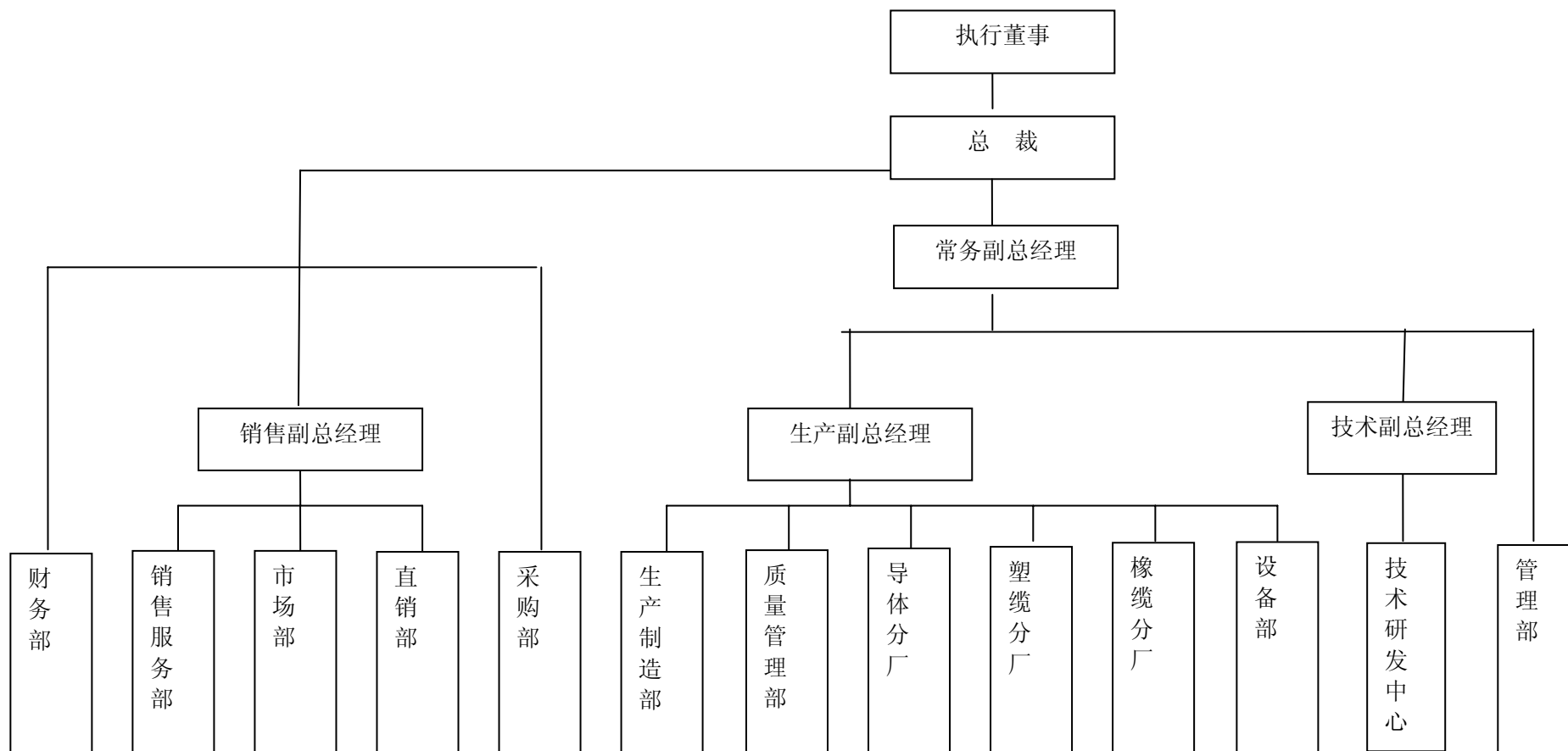
2009~2011年，公司经营活动现金流入量对本期集合票据的保护倍数分别为9.07倍、12.08倍和19.64倍，呈逐年上升趋势，公司经营活动现金流入量对本期集合票据的保障程度较高；经营性净现金流对本期集合票据的保护倍数分别为0.04倍、0.02倍和0.01倍，逐年下降，公司经营活动现金净流量对本期集合票据的保障能力弱；EBITDA对本期集合票据的保护倍数分别为0.70倍、0.96倍和1.40倍，EBITDA对本期集合票据的覆盖程度较高。

## 九、综合评价

随着中国经济持续发展，大规模的城市基础建设投资和电网建设投资为电线电缆行业带来一定的发展空间。公司是铁道部、国家电力总公司、国防科工委、总装部、航空航天工业总公司的定点生产电线电缆企业，其大功率机车、动车组和地铁项目配套电缆产品具有较强的市场竞争优势。

公司应收账款和存货占比较大，资产流动性和质量一般；负债结构不合理，债务负担较

附件 1 公司组织结构图





## 附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 3 月
流动资产					
货币资金	1611.45	2418.04	4515.62	67.40	4089.68
短期投资	10.00	10.00	10.00	0.00	10.00
应收票据	685.96	1676.44	3291.59	119.06	4305.34
应收账款	7778.79	9914.96	12725.82	27.90	15540.91
其他应收款	757.64	912.06	1876.88	57.39	2886.03
预付账款	920.95	1179.62	1102.66	9.42	938.13
存货	8745.89	9974.91	12663.25	20.33	12856.60
待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	20510.69	26086.04	36185.82	32.82	40626.69
长期投资					
长期股权投资	600.00	600.00	600.00	0.00	600.00
长期债权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期投资合计	600.00	600.00	600.00	0.00	600.00
固定资产					
固定资产原值	24942.76	27278.33	30345.59	10.30	30345.59
减：累计折旧	9093.50	9709.00	10162.53	5.71	10286.21
固定资产净值	15849.26	17569.33	20183.06	12.85	20059.38
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	15849.26	17569.33	20183.06	12.85	20059.38
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产合计	15849.26	17569.33	20183.06	12.85	20059.38
无形资产及其他资产					
无形资产	1038.67	1017.47	996.27	-2.06	990.98
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产及其他资产合计	1038.67	1017.47	996.27	-2.06	990.98
递延税项					
递延税项借项	0.00	0.00	0.00		0.00
资产总计	37998.62	45272.84	57965.15	23.51	62277.04

**附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）**

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 3 月
流动负债					
短期借款	8196.00	11546.00	16482.00	41.81	19566.00
应付票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应付账款	246.99	123.85	222.19	-5.15	315.44
预收账款	243.32	46.25	84.36	-41.12	64.15
代销商品款	0.00	0.00	0.00		0.00
应付工资	19.33	0.00	0.00	-100.00	0.00
应付福利费	10.82	0.00	0.00	-100.00	0.00
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
应交税金	115.84	135.64	112.63	-1.39	123.71
其他应交款	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	94.45	59.61	41.29	-33.88	29.83
预提费用	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	8926.74	11911.36	16942.47	37.77	20099.12
长期负债					
长期借款	0.00	0.00	0.00		0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
住房周转金	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00		0.00
长期负债合计	0.00	0.00	0.00		0.00
负债合计	8926.74	11911.36	16942.47	37.77	20099.12
所有者权益					
实收资本	6800.00	7600.00	10000.00	21.27	10000.00
资本公积	11287.34	11287.34	11287.34	0.00	11287.34
盈余公积	847.54	1196.50	1722.62	42.57	1838.15
未分配利润	10137.00	13277.64	18012.72	33.30	19052.43
所有者权益合计	29071.88	33361.48	41022.68	18.79	42177.92
负债及所有者权益合计	37998.62	45272.84	57965.15	23.51	62277.04

### 附件 3 利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1-3 月
一、主营业务收入	45607.04	68245.96	101229.32	48.98	22268.85
减：主营业务成本	39671.18	60056.35	88338.81	49.22	18336.77
主营业务税金及附加	122.34	173.05	254.58	44.26	12.16
二、主营业务利润	5813.52	8016.55	12635.93	47.43	3919.91
加：其他业务利润	0.00	0.00	0.00		0.00
减：营业费用	1144.46	1725.64	2842.23	57.59	1323.73
管理费用	962.24	1236.43	1333.80	17.73	423.18
财务费用	679.59	650.90	1542.28	50.65	633.73
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
三、营业利润	3027.24	4403.59	6917.62	51.17	1539.27
加：投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
补贴收入	42.00	246.05	117.06	66.95	1.05
营业外收入	7.80	4.78	1.64	-54.17	0.00
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
减：营业外支出	4.22	1.62	21.39	125.24	0.00
其他支出	0.00	0.00	0.00		0.00
加：以前年度调整	0.00	0.00	0.00		0.00
四、利润总额	3072.82	4652.80	7014.93	51.09	1540.32
减：所得税	768.20	1163.20	1753.73	51.09	385.08
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00		0.00
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00		0.00
五、净利润	2304.61	3489.60	5261.20	51.09	1155.24

## 附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	51999.26	71049.31	116397.56	49.61	20024.49
收到的税费返还	0.00	36.30	0.00		0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	2397.88	1419.55	1469.01	-21.73	383.04
现金流入小计	54397.14	72505.16	117866.57	47.20	20407.53
购买商品、接受劳务支付的现金	46772.74	69120.11	111687.66	54.53	20059.49
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
支付给职工以及为职工支付的现金	1075.30	1384.78	2532.80	53.47	531.86
支付的各项税费	1490.37	859.81	1696.28	6.68	262.68
支付的其他与经营活动有关的现金	4840.67	1040.52	1900.34	-37.34	502.63
现金流出小计	54179.08	72405.22	117817.08	47.46	21356.66
经营活动产生的现金流量净额	218.06	99.94	49.49	-52.36	-949.13
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
取得投资收益所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
现金流入小计	0.00	0.00	0.00		0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	655.97	2717.21	3545.62	132.49	558.84
投资所支付的现金	0.00	0.00	0.00		1366.00
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
现金流出小计	655.97	2717.21	3545.62	132.49	1924.84
投资活动产生的现金流量净额	-655.97	-2717.21	-3545.62	132.49	-1924.84
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	0.00	800.00	2400.00		0.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
借款所收到的现金	8807.00	12441.00	22249.00	58.94	6674.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
现金流入小计	8807.00	13241.00	24649.00	67.30	6674.00
偿还债务所支付的现金	7373.00	9091.00	17313.00	53.24	3590.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	690.52	650.90	1424.64	43.64	520.84
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	75.25	317.64		115.14
现金流出小计	8063.52	9817.15	19055.28	53.73	4225.98
筹资活动产生的现金流量净额	743.48	3423.85	5593.72	174.29	2448.02
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	305.57	806.58	2097.59	162.00	-425.94

## 附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1-3 月
1、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	2304.61	3489.60	5261.20	51.09	1155.24
加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00		0.00
减: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 计提的资产减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产折旧	418.33	615.50	453.53	4.12	123.68
无形资产摊销	21.20	21.20	21.20	0.00	5.30
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00		0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	0.00		0.00
待摊费用减少(减:增加)	0.00	0.00	0.00		0.00
预提费用增加(减:减少)	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00		0.00
财务费用	679.59	650.90	1542.28	50.65	633.73
投资损失(减:收益)	0.00	0.00	0.00		0.00
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00		0.00
存货的减少(减:增加)	-1648.48	-1129.02	-2688.34	27.70	-193.35
经营性应收项目的减少(减:增加)	-1064.97	-3539.74	-5313.86	123.38	-4673.46
经营性应付项目的增加(减:减少)	-503.14	-365.38	95.11		72.65
其他	10.93	356.88	678.37	687.77	1927.08
经营性活动产生的现金流量净额	218.06	99.94	49.49	-52.36	-949.13
2、现金及现金等价物净增加情况					
货币资金的期末余额	1611.45	2418.04	4515.62	67.40	4089.68
减: 货币资金的期初余额	1305.88	1611.45	2418.04	36.08	4515.62
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00		0.00
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00		0.00
现金及现金等价物净增加额	305.57	806.58	2097.59	162.00	-425.94

## 附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数(次)	5.75	6.81	7.33	--
存货周转次数(次)	5.01	6.42	7.80	--
总资产周转次数(次)	1.25	1.64	1.96	--
现金收入比(%)	114.02	104.11	114.98	89.92
<b>盈利能力</b>				
主营业务利润率(%)	12.75	11.75	12.48	17.60
总资本收益率(%)	8.04	8.87	10.76	--
净资产收益率(%)	7.93	10.46	12.83	--
<b>财务构成</b>				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	21.99	25.71	28.66	31.69
资产负债率(%)	23.49	26.31	29.23	32.27
<b>偿债能力</b>				
流动比率(%)	229.77	219.00	213.58	202.13
速动比率(%)	131.79	135.26	138.84	138.17
经营现金流动负债比(%)	2.44	0.84	0.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.09	11.72	9.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.95	2.00	1.96	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	-0.23	-0.21	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.63	-5.30	-3.77	--
<b>本期债项偿债能力</b>				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.70	0.96	1.40	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.07	12.08	19.64	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.04	0.02	0.01	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.07	-0.44	-0.58	--

## 附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加)/主营业务收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
<b>本期债券偿债能力</b>	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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



# 信用等级公告

联合[2012] 123 号

联合资信评估有限公司通过对衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司  
主体长期信用等级为  
BB

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一二年八月十三日



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  
电话：(010) 85679696  
传真：(010) 85679228  
邮编：100022  
网址：www.lhratings.com

## 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）与衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司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，未因衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司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衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司主体长期信用等级自2012年8月13日至2013年8月12日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司  
二零一二年八月十三日  
评级业务专用章

# 衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司

## 主体长期信用评级报告

评级结果: BB  
评级展望: 稳定  
评级时间: 2012年8月13日

### 财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	12年3月
资产总额(万元)	7883.87	10493.02	12251.01	12898.82
所有者权益(万元)	4616.97	5150.99	5579.32	5672.95
长期债务(万元)	10.70	8.29	0.00	0.00
全部债务(万元)	1949.26	3780.24	3780.20	3697.10
主营业务收入(万元)	8126.19	10726.57	11799.23	2477.47
利润总额(万元)	435.51	668.26	575.82	93.63
EBITDA(万元)	637.57	912.21	1097.48	--
经营性净现金流(万元)	-2208.05	270.43	1135.01	1387.57
主营业务利润率(%)	15.66	15.29	15.29	15.08
净资产收益率(%)	7.23	10.37	7.68	--
资产负债率(%)	41.44	50.91	54.46	56.02
全部债务资本化比率(%)	29.69	42.33	40.39	39.46
流动比率(%)	199.04	138.74	121.43	121.79
全部债务/EBITDA(倍)	3.06	4.14	3.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.82	6.22	3.23	--
EBITDA/本期发债额(倍)	0.64	0.91	1.10	--

注: 2012年1季度财务数据未经审计。

### 分析师

李小建  
lianhe@lhratings.com

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为特种变压器生产企业,近年来收入保持稳定增长态势,在西南特种变压器市场具有一定影响;同时,联合资信也关注到目前公司产能不足、交通运输不便、未来投资规模较大、应收账款和存货金额大、债务结构不合理等因素可能给公司经营及财务状况带来的负面影响。

未来,随着白沙洲工业园区国家级输变电产业园 220KV 新厂房的建成投产,公司产能将得到较大幅度提升,有助于收入和利润持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

### 优势

1. 随着经济的发展以及电网建设力度的加大,变压器行业取得较快的发展。
2. 作为“湖南省高新技术企业”,公司注重技术研发工作,并与多所高校及相关科研院所建立了良好的技术合作关系。
3. 公司特种变压器产品种类较多,在西南特种变压器市场具有一定的影响力。

### 关注

1. 公司现有生产基地位于衡阳市中心,产能及交通运输受到较大的限制。
2. 公司应收账款和存货在资产中占比大,存在一定的资金运营压力。
3. 公司有息债务以短期借款为主,债务结构有待优化。
4. 公司未来投资规模较大,存在一定的融资压力。

## 一、主体概况

衡阳市新鑫电力特种变压器有限公司（以下简称“公司”）成立于 2002 年 4 月，初始注册资本 60 万元。公司从成立至今，经历多次增资和股权变更，截至 2012 年 3 月底，公司注册资本 2000 万元，股东及持股情况为：苏元久出资 1860 万元，持股 93.00%；李红燕出资 100 万元，持股 5.00%；王瑞媛出资 40 万元，持股 2.00%。苏元久为公司实际控制人。

公司经营范围：变压器、电焊机、互感器、高低压配电箱、输变电器材生产、制造、销售；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定经营或禁止进出口的商品和技术除外）。

截至 2012 年 3 月底，公司下设人力资源部、行政办公室、销售中心、供应部、技术中心、财务部、生产中心、保安部、配件经营、质检部、售后服务部 11 个职能部门；公司下属全资子公司一家，为衡阳市新鑫电力特种变压器销售有限公司。

截至 2011 年底，公司资产总额 12251.01 万元，所有者权益 5579.32 万元；2011 年公司实现主营业务收入 11799.23 万元，利润总额 575.82 万元。

截至 2012 年 3 月底，公司资产总额 12898.82 万元，所有者权益 5672.95 万元；2012 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 2477.47 万元，利润总额 93.63 万元。

公司注册地址：衡阳市雁峰区岗荫岭 83 号附 1 号，法定代表人：苏元久。

## 二、本期集合票据概况

公司拟通过发行本期集合票据募集资金 1000 万元，期限 2 年。募集资金用途：用于补充白沙洲工业园 220KV 新厂房配套流动资金。

## 三、行业分析

公司主营业务为变压器、电焊机、互感器、高低压配电箱、输变电器材生产、制造、销售；其主要产品为输变电用电力变压器和制造、冶炼用电炉变压器。

### 1. 行业概况

变压器行业属于资金和技术密集型行业，产品品种规格多，成套性和系统性强，随着经济发展和科技水平的提高，其产品技术含量和附加值越来越高，具有高投入、高产出的特点。中国变压器行业的发展与电力行业发展息息相关，主要可分为电站变压器市场和电网变压器市场两部分。

电站变压器市场：是指火电站、水电站、核电站等发电厂需要安装变压器而形成的市场需求。这一市场由各发电企业单独招标，电压等级和变电容量较高（500KV/100万KVA），对生产企业的技术水平要求较高，产品价格和毛利率也相对较高。因此这一市场是大型变压器企业非常看重的细分市场。电站变压器市场的容量可以按照全国每年新增装机容量的 1.5 倍估算。

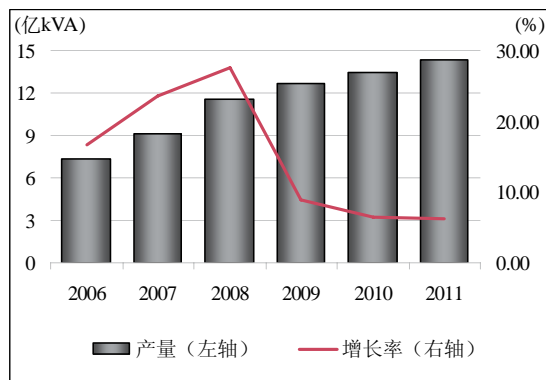
电网变压器市场：是指在输电线路和配电网系统中安装变压器而形成的市场需求。这一市场的购买方主要是国家电网公司和南方电网公司。国家电网公司对 220KV 以上的电网设备实行统一招标，220KV 以下的电网设备由各省网公司及下属电网企业负责招标。国家电网公司的统一招标对电力设备生产企业的资质水平、生产规模、产品质量和供货期有严格的要求，价格竞争也相对激烈，货款结算方式不如电站变压器招标灵活。因此电网变压器市场的毛利率水平比电站变压器市场低。据统计，中国 220KV 以上电网变压器容量每年占变压器总产量的 20~22%。而 110KV 以下电网变压器容量每年占变压器总产量的 65~69%。

根据中国电力企业联合会公布的数据，

“十一五”期间中国电力供应能力显著提高，截至2010年底，全国发电装机容量9.62亿千瓦，同比增长10.07%，增幅与上年基本持平；5年年均增长13.22%。在电源基本建设投资规模增长的同时，中国电网建设速度明显加快，规模不断扩大，“十一五”期间国家电网公司累计完成电网投资1.2万亿元，超过新中国成立56年电网投入的总和。随着中国电力行业的蓬勃发展，变压器行业整体产销规模大幅提升，2001年国内变压器行业主要生产企业的产量只有2.51亿KVA，而到2010年已经达到了13.46亿KVA，2008年以前年均增速保持在23%以上，2009年受金融危机影响增速开始放缓（图1）。

截至2011年底，全国发电装机容量10.56亿千瓦，同比增长9.25%；2011年，国内变压器行业产量14.30亿KVA，较2010年增长6.24%。

图1 2006年~2011年中国变压器的产量和增长率



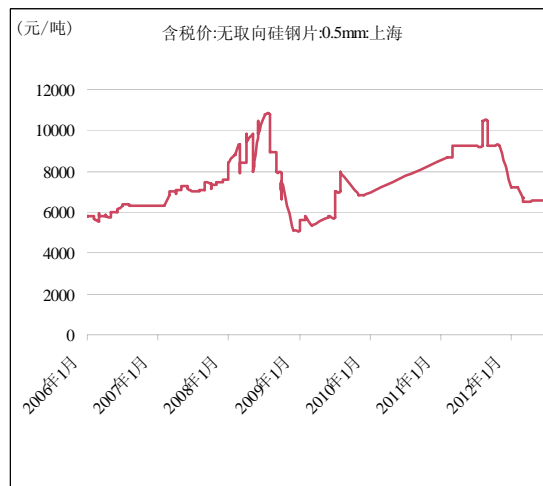
资料来源：中国电器工业协会，中商情报网，联合资信整理

## 2. 行业产业链分析

变压器行业的上游行业是钢铁行业、机械加工行业、仪器仪表等元器件制造行业。变压器是料重工轻的行业，产品成本受原材料市场波动的影响较大。硅钢片、电磁线（铜材）等变压器的主要材料，占据了变压器材料成本的五分之三，而整个材料成本又占总成本的逾七成。因此硅钢片、铜材等原材料的价格对行业利润水平有重要影响。2006~2008年，国内硅钢片价格一路走高，从2006年初的5800元/

吨上升至2008年8月的10800元/吨；2008年下半年至2009年上半年，受金融危机影响，国内硅钢片价格直线下降，使得国内硅钢片生产大幅下降，导致硅钢片产量不足，受此影响国内变压器产量一度紧张，出现了供不应求的局面；2009年下半年以来，在经济回暖带动下，硅钢片价格总体呈波动上涨趋势，至2011年9月上涨至10500元/吨；此后，硅钢片价格一路下行，至2012年8月降至5600元/吨。此外，铜价波动也是变压器行业面临的严峻问题。由于变压器生产周期长，铜价在生产过程中变动频繁，签订合同时所定的价格往往与实际生产出来的价格不符。

图2 无取向硅钢片价格变动（0.5mm，上海）



资料来源：公司提供

变压器行业的下游用户主要包括电力系统及其他需要自行建设配电网络的工业行业（如石油、化工、冶金、铁路、煤炭等）的供电部门，其中，电力系统的采购量占行业产品总销量的比重最高，电力行业的发展状况将对行业产生重大影响。

## 3. 行业供求情况

随着我国电力行业的蓬勃发展，变压器行业整体产销规模大幅提升，2001年国内变压器行业主要生产企业的产量只有2.51亿kVA，而到2010年已经达到了13.46亿kVA，2001~2008年年均增速保持在23%以上，2009年受

金融危机影响增速开始放缓。

从行业整体供求关系来看，目前变压器行业整体呈现产能过剩，年产能高达30亿KVA，仅保定天威保变电气股份有限公司（以下简称“天威保变”）、特变电工股份有限公司（以下简称“特变电工”）和中国西电电气股份有限公司（以下简称“中国西电”）三大变压器生产企业的产能就超过5亿KVA。产能过剩直接导致了常规电力变压器产品的竞争越来越激烈，价格战愈演愈烈，甚至出现了无序竞争。

尽管如此，“十二五”变压器行业的发展前景依然乐观。电网建设在基本完成了以500KV超高压为骨干网架的全国电网建设工程之后，正大力发展特高压输变电技术，同时国家已经将发展和建设智能电网上升到战略层面，未来电网建设的两大重点给变压器行业带来了很好的发展机遇。

#### 4. 行业竞争情况

目前国内具有一定规模的变压器生产厂家超过1000家，可以制造变压器、互感器、电抗器、调压器及其配套组件等各种产品。尽管生产企业数量多，但在大型高端变压器领域，产业集中度较高，由几家大型集团垄断，电压等级越高，这种现象越明显。其中，能够生产500KV变压器的生产厂家不超过10家，主要包括天威保变、特变电工、中国西电、常州东芝变压器有限公司、重庆ABB变压器有限公司等；能够生产220KV变压器的厂家不超过30家；能生产110KV级的厂家有100家左右。

天威保变、特变电工和中国西电作为国内三大变压器生产企业已实现关键领域的重大突破，全面掌握500KV交直流和750KV交流变压器的制造技术，并具有了±800KV直流输变电、1000KV特高压交流输变电成套设备的研制能力。目前，在交直流大容量变压器市场，特别是500KV以上市场，基本被上述三家企业及外资企业所垄断，形成了天威保变、特变电工、中国西电这三家国内企业产品与合资企业

产品、进口产品分割市场的局面。在1000KV及以上的特高压领域，中国企业已经取得明显优势，但外资企业渗透的速度正在加快；而110KV及以下的中低压产品技术含量低、进入壁垒不高，国内企业生产能力相对饱和，产品销售处于完全竞争状态。

#### 5. 行业政策

近几年，国家出台了各种政策鼓励输变电设备制造行业的发展。2005年12月，国务院发布《产业结构调整指导目录（2005年本）》中将“输变电新技术推广应用”、“降低输、变、配电损耗技术开发及应用”等产业列为国家鼓励发展的产业；2006年6月国务院以国发[2006]8号文件发布《关于加快振兴装备制造业的若干意见》，强调选择一批对国家经济安全和国防建设有重要影响，对促进国民经济可持续发展有显著效果，对结构调整、产业升级有积极带动作用，能够尽快扩大自主装备市场占有率的重大技术装备和产品作为重点，加大政策支持和引导力度，实现关键领域的重大突破。

2009年2月，为应对国际性金融危机，刺激经济增长，国务院审议通过了装备制造业调整振兴规划，该规划将特高压输变电行业作为有针对性地加大投资、实现产业升级的重点领域。

2011年3月14日，十一届全国人大四次会议闭幕会上，通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》（以下简称“纲要”）。纲要中部署加快电网体系建设。主要内容如下：“适应大规模跨区输电和新能源发电并网的要求，加快现代电网体系建设，进一步扩大西电东送规模，完善区域主干电网，发展特高压等大容量、高效率、远距离先进输电技术，依托信息、控制和储能等先进技术，推进智能电网建设，切实加强城乡电网建设与改造，增强电网优化配置电力能力和供电可靠性。”其中，特高压和智能电网被明确列

入“十二五”能源输送通道建设的重要内容之一。

#### 6. 行业发展关注

“十一五”期间，国内变压器行业整体水平基本达到国际一流水平，质量水平与国外产品相差无几。未来几年，中国变压器行业主要有两个发展方向：一是向高压、超高压方向发展，尤其是750KV、1000KV。二是向节能化、小型化方向发展，前者主要应用在长距离的输变电线路上，后者主要应用在城市输变电线路上。其中，特高压将成为电网建设的重中之重。

“十二五”规划纲要明确提出，在“十二五”期间，要加快大型煤电、水电和风电基地外送电工程建设，形成若干条采用先进特高压技术的跨区域输电通道，建成330千伏及以上输电线路20万公里。国网“十二五”规划要建设“三纵三横”的特高压骨干网架和10项特高压直流输电工程，到2015年形成“三华”、西北、东北三大同步电网。如果计划可以如期完成，预计将带动约5000亿元的交/直流特高压项目投资。

总体看，随着经济的发展以及电网建设力度的加大，变压器行业取得较快的发展，并出现一定的产能过剩，低端市场竞争激烈，未来在国家大力发展特高压电网、智能电网带动下，变压器行业产能将得到一定释放并取得快速发展。

### 四、基础素质分析

#### 1. 企业规模

公司是国家经贸委定点生产电炉电压器、整流变压器、电力变压器、干式变压器和箱式变压器等各种变压器的专业公司，并于2009年被认定为“湖南省高新技术企业”。公司现有厂房位于市中心，产能、产量及交通运输受到一定的限制，目前公司年产能可为年产变压器200万KVA。未来随着公司白沙洲工业园区国家级输变电产业园（扩大公司110KV特种变

压器生产能力，新建220KV装配车间，线圈车间8000平方米）建成投产，公司将新增变压器生产能力800万KVA。

公司特种变压器产品品种多达20多种，主要包括油浸式电力变压器、H级干式变压器、箱式变电站、高压电容补偿装置、油水冷却器、变压器用无载开关、无载电动开关、冶炼用环保除尘设备，其中“衡雁”商标已连续多年被评为“湖南省著名商标”，在特种变压器市场具有一定的影响力。

#### 2. 人员素质

公司法定代表人兼执行董事苏元久先生，59岁，大专学历，曾任湖南衡阳电力特种变压器厂厂长、公司党支部书记，2010年至今任公司执行董事。公司总经理王剑勇先生，49岁，高中学历，高级工程师，曾任技改工艺装备部部长、工艺部部长。公司财务总监苏铮女士（苏元久先生之女），30岁，研究生学历，2005~2010年任公司董事长，现任公司财务总监。

截至2012年3月底，公司在职职工189人，其中按岗位构成分，管理人员18人，占比9.52%，技术人员26人，占比13.76%，生产人员118人，占比62.43%，其他人员27人，占比14.29%；按文化素质分，本科及本科以上19人，占比10.05%，大中专及以上55人，占比29.10%，高中115人，占比60.85%。公司员工结构符合行业生产经营需要。

总体看，公司高管人员在变压器行业工作经验较丰富，从业人员素质能够满足公司正常生产经营需要。

#### 3. 技术水平

公司拥有一支变压器成套设备研究和产品开发的研发队伍。自公司成立以来，努力自主创新、夯实技术基础，以技术为引导组建了一支理论基础扎实的研发团队，开展各变压等级变压器的研发工作。目前公司产品品种达到20多种，产品技术含量较高。公司自行研制的

环保除尘设备、高压电容补偿屏以及螺旋式油冷却器获得国家一次性验收通过。2009年公司被认定为“湖南省高新技术企业”。

公司与中南大学、湖南大学、长沙理工大学、南华大学和湖南工学院等高校及相关科研院所建立了良好的技术合作、交流关系。并从这些高校及科研院聘请了多位专家作为公司研发团队的技术顾问，为项目的开发研究提供了人力方面保障，公司研发能力得到进一步加强。

总体看，公司注重技术研发工作，研发力量尚可。

## 五、管理体制

### 1. 公司治理

公司按照《公司法》，结合公司实际情况，基本建立法人治理结构。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构。公司设董事会，董事会设董事3人，董事会对股东会负责，决定公司重大事宜。

公司不设监事会，设监事1人，由公司股东李红燕担任。公司实行董事会领导下的总经理负责制，主持公司的生产经营管理工作，执行董事会决议。

苏元久先生持有公司93.00%的股份，曾先后担任公司党委书记、执行董事之职；苏铮女士为苏元久先生之女，曾担任公司董事长，现任公司财务总监，公司现有经营管理事宜实际由总经理王剑勇先生协助苏铮女士负责。高度集中的股权结构使公司具有较高的决策效率，能够灵活应对市场变化，但不利于形成有效的决策监督和权力制衡机制，未来随经营规模的进一步扩大，公司的法人治理结构有待进一步完善。

### 2. 管理体制

公司根据公司经营特点和职能部门职责建立了一套较为合理的内部管理制度。

采购管理制度，公司制定了《材料、设备采购控制流程》、《采购及供方评价作业指导书》等采购管理制度。根据相关制度，采购价格必须经供应部和财务部审批，形成相互制衡的工作机制。此外，建立材料价格信息库和材料价格监管机制，提高采购人员的自身素质和业务水平，保证货比三家，质优价廉的购买材料，减少工程成本，提高采购效率，提高企业利润。

生产管理制度，严格控制原材料、半成品、成品的检验，注重过程体系的监控。生产能够正确衔接往往需要各部门间的紧密与合作，加强与技术中心，生产中心，销售中心等部门的沟通工作，排除沟通不及时现象，产品控制过程做好质量检验报表，实现生产过程中产品的可追溯性，以顾客为主，为产品的售后服务工作打下了良好的基础，在产品检验工作的过程中，对流程的控制，主要采取全面的质量管理方式，包括工作质量，以及全面的过程管理和全员参与的方式，不仅在生产过程，而且向前后两侧延伸，包括对产品的设计，生产，储存过程的监控，来提高产品的质量，加强生产所到现场监督，对生产所的监督主要是对现场成品和半成品以及废品的管理。

财务管理制度，公司制定了《财务收支管理细则》，同时为进一步规范公司的财务工作、提高会计信息的质量，财务部比较全面的制定了财务管理制度体系，包括：财务部组织机构和岗位职责、财务核算制度、内部控制制度、ERP管理制度、预算管理制度。通过对财务人员的职责分工，对公司的会计核算到会计报表从报送时间及时性、数据准确性、报表格式规范化、完整性等方面做了比较系统的规定，从而逐步提高会计信息的质量，为领导决策和管理者进行财务分析提供了可靠、有用的信息。此外，财务部通过开展定期或不定期的交流会，解决前期工作中出现的问题，布置后期的主要工作，逐步规范各项财务行为，使财务工



作的各个环节按一定的财务规则、程序有效地运行和控制。

总体看，公司制度化管理渗透到生产经营管理的主要环节，并逐步完善管理体系。

## 六、生产经营

公司主要从事变压器的生产和销售。2009年~2011年，公司分别实现主营业务收入8126.19万元、10726.57万元和11799.23万元，伴随着市场需求稳步上升，公司主营业务收入实现增长，年均复合增长20.50%。

2012年1~3月，公司实现主营业务收入2477.47万元，为2011年全年的21.00%。

从收入构成上看，公司主要产品为大型电炉变压器，2009~2011年电炉变压器对公司主营业务收入贡献率分别为78.21%、86.77%和

81.00%；电力变压器2009~2011年对公司主营业务收入贡献率分别为21.79%、13.23%和19.00%。公司电力变压器收入占比有所波动，主要是公司主要产品为电炉变压器，在电炉变压器生产产能有剩余的情况下，公司将该部分产能用于生产电力变压器。

2012年1~3月，公司主营业务收入中电炉变压器和电力变压器收入分别占比86.60%和13.40%。

从毛利率看，2009年~2011年，公司综合毛利率基本保持稳定，2011年为15.40%；2012年1~3月，公司综合毛利率为15.39%，与2011年基本一致。从分产品毛利率看，电炉变压器毛利率水平较高，是公司利润贡献主要来源，2011年为17.31%。总体看，公司综合毛利率基本保持稳定。

表1 2009~2012年3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

分行业/分产品	2009年度		2010年度		2011年度		2012年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
电炉变压器	6355.49	78.21%	9307.44	86.77%	9557.43	81.00%	2145.47	86.60%
电力变压器	1770.70	21.79%	1419.13	13.23%	2241.80	19.00%	332.00	13.40%
<b>合计</b>	<b>8126.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>10726.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>11799.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>2477.47</b>	<b>100.00%</b>
毛利率	2009年度		2010年度		2011年度		2012年1-3月	
电炉变压器	18.52%		16.65%		17.31%		16.61%	
电力变压器	5.96%		7.21%		7.24%		7.58%	
<b>综合毛利率</b>	<b>15.78%</b>		<b>15.40%</b>		<b>15.40%</b>		<b>15.39%</b>	

资料来源：公司提供

### 1. 原材料采购

公司主要原材料为铜材、硅钢片、变压器油和钢材，约占成本的70%左右，其中铜材占

比约为29%左右，硅钢片占比约为15%左右，变压器油和钢材占比分别约为10%和13%左右。近几年公司采购成本见下表。

表2 公司产品成本结构表（单位：万元）

项目	2009年	2010年	2011年	2012年1-3月
铜材	2356.09	2685.17	2875.69	719.22
硅钢片	1142.49	1566.03	1497.98	624.03
变压器油	389.73	700.79	1050.30	453.21
钢材	813.42	978.31	1346.86	69.01

资料来源：公司提供

从采购量上看，随着公司业务规模的扩大，公司各原材料采购量总体保持增长（见下

表）；从采购价格上看，公司主要根据铜、钢、硅钢片等的市场价格采购原材料。

表 3 公司主要原材料采购量（吨）

原材料项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-3 月
铜材	371.62	420.87	439.04	113.26
硅钢片	761.66	1044.02	998.65	356.59
变压器油	324.77	700.79	1050.30	453.21
钢材	1626.84	2174.02	2590.12	125.47

资料来源：公司提供

公司已与主材供应商（衡阳刚华物资贸易有限公司，贵州长征电器股份有限公司、上海保唐实业有限公司等）建立了长期友好关系，形成较为稳定的采购系统。同时，公司通过多渠道采购所需原料，确保企业生产经营需要。2011 年，公司前 5 大原材料供应商分别为上海保唐实业有限公司（硅钢片供应商，占硅钢片采购比重 32%）、江西旺盛电磁线有限公司（铜线供应商，占铜线采购比重 23%）、上海中孚特种油品有限公司（变压器油供应商，占变压器油采购比重 72%）、武汉五环电工器材有限公司（铜线供应商，占铜线采购比重 17%）和衡阳刚华物资贸易有限公司（钢材供应商，占钢材采购比重 38%），前 5 大供应商与公司均保持 5 年以上合作关系。总体看，公司供应商集中度较高，但与公司保持较长时间合作关

系，公司原材料供应具有一定保证。

从结算方式上看，公司原材料铜线、钢材、硅钢片的采购主要现货结算。

## 2. 生产经营

公司目前产品以电炉变压器、电力变压器为主，主要产品品种达 20 多种，主要包括油浸式电力变压器、H 级干式变压器、箱式变电站、高压电容补偿装置、油水冷却器、变压器用无载开关、无载电动开关、冶炼用环保除尘设备等。

2009~2011 年，公司产能均为 200 万 KVA，产能近年来不变，主要原因是公司现有厂房位于市中心，厂房面积扩展及交通运输受到较大限制。

表 4 公司特变产品产量（单位：万 KVA）

产品	2009 年	2010 年	2011 年
产能	200	200	200
产量	200	200	200

资料来源：公司提供

2009~2011 年，公司特变产品产量均为 200 万 KVA；公司产品生产主要采取订单式生产，受公司产能限制，公司生产基本处于满负荷状态。伴随着订单量的不断提升，公司现有厂房和设备已不能满足公司生产需求。为此公司正在白沙洲工业园区进行国家级输变电产业园建设，扩大公司 110KV 特变产品生产能力，新建 220KV 装配车间，线圈车间 8000 平

方米，该项目完成后，将新增变压器生产能力 800 万 KVA，满足公司生产需求。

## 3. 产品销售

公司树立了以“市场导向”为根本的营销观念，不断吸纳最新的营销成果，灵活运用各种营销策略，并在实践中不断创新，不断开拓市场，更加完善服务，降低营销成本。

公司通过合理设计营销管理组织，加强营销队伍建设、加强宣传推广、项目产品的渠道建设、重视和加强售后服务工作、注重和运用网络营销等营销策略，加大市场推广，提升产品知名度，扩大市场份额。

近三年，公司销售额持续上升，特种变压器产品主要销往西南西北地区化工、冶炼、特种材料等企业，同时公司有少量产品出口国外。

表 5 销售地区分布表 (单位: 万元)

区域	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-3 月
湖南地区	3652.36	4256.79	4422.22	490.21
省外地区	4473.83	6397.78	7156.98	1727.19
国外地区	0.00	72.00	220.00	260.00
<b>合计</b>	<b>8126.19</b>	<b>10726.57</b>	<b>11799.20</b>	<b>2477.40</b>

资料来源: 公司提供

2009~2011 年, 伴随着公司的产品种类逐步丰富以及市场认可度的提高, 公司产品销售量呈上升趋势, 产品平均价格 (公司产品电炉变压器为非标产品, 产品价格因规格不同而差

异较大, 该平均价格为主要规格产品平均价格) 呈现较大幅度上升; 2011 年公司产品销售量和平均价格分别为 342 只和 34.50 万元/只。

表 6 公司 2009~2011 年及 2012 年 1~3 月销售情况

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-3 月
销售数量 (只)	312	315	342	72
平均售价 (万元/只)	26.00	34.00	34.50	34.50

资料来源: 公司提供

从销售客户上看, 因公司销售产品主要为 110KV、220KV 等具有针对性设计的特种变压器, 公司客户主要为化工、冶炼、特种材料等企业, 近年来变化较大。

从客户集中度上看, 因公司产品是针对单个客户设计生产, 且产品使用寿命较长, 故公司客户集中度较低。

从结算方式看, 公司电炉变压器销售结算主要采用 3:6:1 (在订单签订时客户预付 30% 的货款, 交货验收时交付 60% 的货款, 余款 10% 为保证金) 的结算方式。从回款周期看, 公司应收账款汇款周期在 2 个月~2 个半月。

#### 4. 经营效率

2009 年~2011 年, 公司销售债权周转次数呈上升趋势, 存货周转次数和总资产周转次数呈波动变化趋势, 2011 年分别为 3.92 次、

3.03 次和 1.04 次。总体来看, 公司经营效率一般。

#### 5. 未来发展

公司目前在建工程为 220KV 特种变压器新厂房建设, 该项目经衡发改备案【2009】45 号予以备案, 经衡环评【2010】012 号同意建设, 并取得编号衡国土预审字【2008】第 63 号建筑用地预审报告书。该项目原计划投资 7507.8 万元。受市场行情以及企业战略发展变化影响, 实际投资为 3500 万元, 截至 2012 年 6 月底, 已完成投资 3000 万元, 项目预计于 2012 年 9 月完成投资。

未来三年, 公司将继续进行 220KV 新厂房建设项目第二期、第三期的建设, 预计需要项目融资约 1.2 亿元, 所需资金将通过银行贷款等方式获得。

表 7 公司在建工程情况 (单位: 万元)

项目名称	基本情况	实施进度	资金安排	资金落实情况 (截至2012年6月底)	未来投资计划 (2012年7月-2012年9月)
220KV 新厂房建设	拟在衡阳市白沙洲新工业园国家级输变电产业园建设标准厂房 13443 平方米及配套设施, 新增年产 200 万 KVA 特种变压器的生产能力	一期生产车间即将竣工	实际投资为 3500 万元, 均为企业自有资金。	3000	500

资料来源: 公司提供

总体看, 公司未来投资规模较大, 融资压力较大。

## 七、财务分析

公司提供的 2009~2011 年财务报表已经衡阳良才联合会计师事务所审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。2012 年一季度报表未经审计。以下分析以 2009~2011 年审计报告为主, 2012 年一季度报表作为参考。

截至 2011 年底, 公司资产总额 12251.01 万元, 所有者权益 5579.32 万元; 2011 年公司实现主营业务收入 11799.23 万元, 利润总额 575.82 万元。

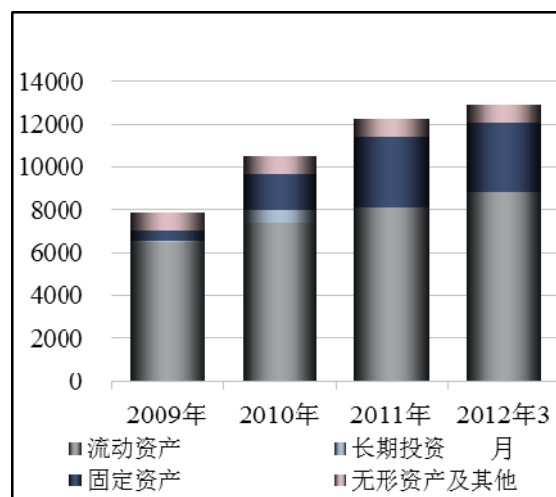
截至 2012 年 3 月底, 公司资产总额 12898.82 万元, 所有者权益 5672.95 万元; 2012 年 1~3 月, 公司实现主营业务收入 2477.47 万元, 利润总额 93.63 万元。

### 1. 资产质量

2009~2011 年, 随着公司规模和业务的扩大, 资产总额呈快速增长趋势, 年均复合增长 24.66%, 2011 年底为 12251.01 万元。截至 2011 年底, 公司资产总额中流动资产占 66.07%, 固定资产占 27.25%, 无形资产及其他占 6.68%, 流动资产占比较 2010 年下降 4.45 个百分点, 主要是公司投资白沙洲工业园区国家级输变电产业园建设, 使得固定资产大幅增加所致。

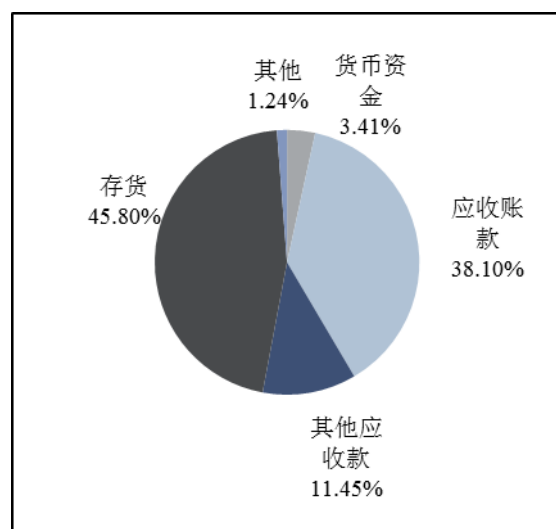
公司资产以流动资产为主, 但占比呈下降趋势。

图 3 公司 2009~2012 年 3 月资产构成



资料来源: 公司报表

图 4 公司 2011 年底流动资产构成



资料来源: 公司报表

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2009~2011年，公司货币资金分别为287.92万元、457.71万元和276.18万元，2011年，货币资金占流动资产比重为3.41%，货币资金不充足。

2009~2011年，公司应收账款波动下降，年均复合下降4.37%，截至2011年底为3083.90万元。公司应收账款数额较大，占流动资产比重为38.10%。从账龄结构看，公司应收账款账龄主要在1年以内，占比80.00%；账龄在1~2年的占比20.00%；从集中度看，公司应收账款集中度一般，公司前5名欠款单位欠款总额900.74万元，占应收账款比重为29.21%，但公司销售产品单价高，单个客户单笔订单金额大。公司应收账款未计提坏账准备，存在一定坏账风险。

2009~2011年，公司其他应收款有所波动，2011年底，公司其他应收款926.93万元，主要为公司业务人员销售业务借款和与衡阳市昆仑汽车公司业务往来款；从账龄上看，公司其他应收款账龄基本为1年以内。

2009~2011年，公司存货快速增长，年均复合增长40.19%，主要是公司业务规模扩大导致公司相应的增加存货储备，截至2011年底为3706.86万元，占流动资产比重为45.80%，其中原材料占19.604%，在产品 and 产成品占80.40%。

2010年底，公司长期股权投资600.00万元，为对衡阳市担保投资公司投资，公司持股10%，2011年公司收回投资，故截至2011年底，公司无长期股权投资。

2009~2011年，公司固定资产年均增长97.17%，主要是公司投资白沙洲工业园区国家级输变电产业园建设，使得固定资产大幅增加。截至2011年底，公司固定资产净值2050.64万元，净值率为61.13%，主要为房屋建筑物（占40.39%）、机械设备（占34.56%）和其他（占18.28%）。

2010年，公司开始了白沙洲工业园新厂房的建设，伴随建设的逐步推进，公司在建工程增长较快。截至2011年底，公司在建工程为1287.27万元。

2009~2011年，公司无形资产因逐年摊销呈小幅下降趋势，截至2011年底，公司无形资产为819.24万元，均为土地使用权。

截至2012年3月底，公司资产总额为12898.82万元，较2011年底增长5.29%。截至2012年3月底，公司资产总额中流动资产占68.17%，流动资产占比略有上升，主要是流动资产中货币资金大幅增加（预收增多）所致，其他资产较2011年底变化不大。

总体看，公司资产中流动资产占比较高，流动资产中应收账款、存货占比高，整体资产质量一般。

## 2. 负债及所有者权益

2009~2011年，公司所有者权益年均复合增长9.93%，主要来源于公司未分配利润的增长。截至2011年底，公司所有者权益合计5579.32万元，其中实收资本占35.85%、资本公积占23.77%、盈余公积占5.23%，未分配利润占35.15%。

截至2012年3月底，公司所有者权益合计为5672.95万元，其中实收资本占35.25%、资本公积占23.38%、盈余公积占5.15%、未分配利润占36.22%。公司所有者权益稳定性尚可。

2009~2011年，公司负债总额分别为3266.90万元、5342.03万元和6671.69万元，年均增长42.91%，负债总额快速增长，公司为扩大业务规模需要增加银行贷款所致。公司负债基本为流动负债（占99.91%）。

截至2011年底，公司流动负债为6665.57万元，主要由短期借款、应付账款和预收账款构成，分别占比56.71%、28.60%和9.43%。

2009~2011年，公司短期借款年均增长39.64%，截至2011年底，公司短期借款为

3780.20 万元，主要为向北京银行、建设银行、招商银行的借款。

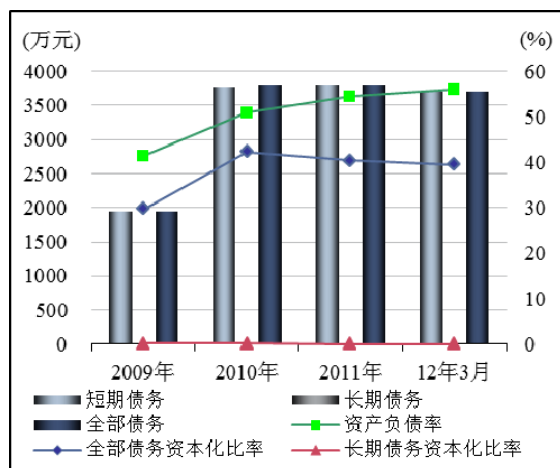
2009~2011 年，公司应付账款年均增长 115.70%，主要是随着业务的发展，公司增加上游采购的应付货款，截至 2011 年底，公司应付账款 1906.64 万元，为向江苏双江石化制品公司、湖北亿立铜业有限公司、汨罗市宇通电磁电气公司的购货款，公司应付账款账期均为 1 年以内。

2009~2011 年，公司预收帐款有所波动，截至 2011 年底，公司预收账款为 628.36 万元，主要为预收下游企业货款。

截至 2012 年 3 月底，公司负债总额为 7225.86 万元，较 2011 年底增长 8.31%，主要是公司 2012 年订单较多，预收账款增加较为明显所致。

从有息债务规模看，2009~2011 年，随着业务规模的扩大，公司 2010 年短期银行借款规模快速扩大，使得公司全部债务呈增长趋势。截至 2011 年底，公司有息债务合计为 3780.20 万元，全部为短期债务（短期借款）。截至 2012 年 3 月底，公司有息债务合计为 3697.10 万元，全部为短期借款（短期借款）。

图 5 公司债务及负债指标情况



资料来源：公司报表

从债务指标看，2009~2011 年，在短期借款大幅增长情况下，公司资产负债率和全部债务资本化比率呈上升趋势，但仍处于合理水

平。截至 2011 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.46% 和 40.39%。截至 2012 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.02% 和 39.46%，较 2011 年底分别上升 1.56 个百分点和下降 0.93 个百分点。

总体看，公司负债以流动负债为主，债务负担处于合理水平，公司有息债务为短期借款，债务结构有待优化。

### 3. 盈利能力

2009~2011 年，公司主营业务收入保持较快增长，年均复合增长 20.50%，2011 年，公司实现主营业务收入 11799.23 万元。

2009~2011 年，公司主营业务成本年均复合增长 20.77%，增长幅度基本与主营业务收入持平，2011 年公司主营业务成本为 9982.15 万元。2009~2011 年，公司主营业务利润率基本保持平稳，2011 年为 15.29%。

从期间费用看，2009~2011 年，公司三项费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比例分别为 10.31%、9.73% 和 11.35%，占公司主营业务收入比重较高，主要是公司的销售业务费和销售收入挂钩包干，使得营业费用较大，同时公司研发费用保持较大支出以保证产品的技术优势所致；2010 年，公司财务费用增长幅度相对全部债务规模增长幅度小，主要是公司有部分短期借款（910 万元）交予参股子公司衡阳市蒸湘区湘银小额贷款公司理财，该部分资金利息收入大于利息支出，2011 年，公司短期债务规模较大，财务费用支出较大，受此影响，期间费用占主营业务收入比重较 2010 年上升 1.62 个百分点。

2009~2011 年，公司利润总额、净利润波动增长。2011 年，公司实现利润总额 575.82 万元；实现净利润 428.33 万元。

从盈利指标看，2009~2011 年，公司总资产收益率和净资产收益率平均值分别为 5.10% 和 8.40%，2011 年上述两指标分别为 4.58% 和

7.68%。

2012年1~3月，公司实现主营业务收入2477.47万元，利润总额93.63万元，公司实现主营业务利润率15.08%。

总体看，公司主营业务收入保持较快增长，但整体盈利能力一般。

#### 4. 现金流

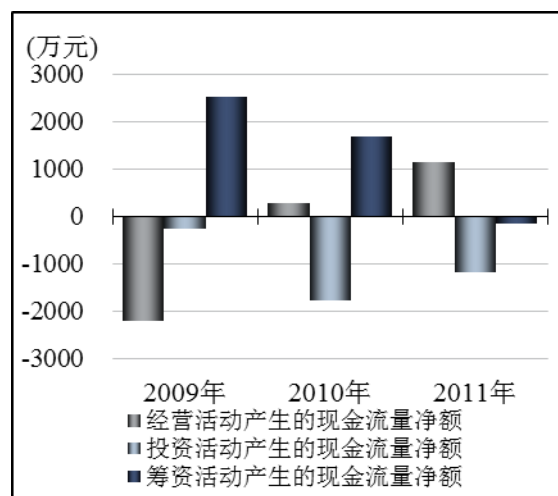
从经营活动看，2009~2011年，公司销售商品提供劳务收到的现金呈增长趋势，2011年为13293.12万元，公司现金收入比三年平均值为110.95%，2011年为112.66%，其中2009年因下游经济环境不景气，公司回款情况一般，应收账款增加较多，使得经营活动现金流入下降较多，该年公司经营活动现金流入为7929.43万元，现金收入比为97.58%。2009~2011年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2208.05万元、270.43万元和1135.01万元，经营活动获取现金的能力逐年增强。

从投资活动看，2009~2011年，公司投资活动现金流出分别为260.39万元、1787.47万元和1846.18万元，主要为固定资产、在建项目投入和对衡阳市担保投资公司增加投资（2010年）；2011年公司收回投资所收到的现金为收回对衡阳市担保投资公司的投资600.00万元。2009~2011年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-260.39万元、-1787.47万元和-1178.22万元。

随着白沙洲工业园新厂房的建设，公司经营活动现金净流量满足不了投资支出需求，2009~2011年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-2468.45万元、-1517.04万元和-43.20万元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是股东注资和银行借款，筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付。2009~2011年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为2537.49万元、1686.83万元和-140.48万元。

图6 公司现金流情况



资料来源：公司报表

2012年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额为1387.57万元，经营活动获取现金能力有较大幅度增强，主要是公司订单量增加，预收账款大幅增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为-83.10万元。

总体看，公司经营活动获取现金的能力逐年增强，对外投资规模较大，一定程度依赖外部筹资。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011年，随着公司短期借款和应付账款大幅增加使得流动负债规模增长较快，公司流动比率和速动比率呈快速下降趋势，三年加权平均值分别为142.14%和86.55%，2011年底分别为121.43%和65.82%；截至2012年3月底，公司流动比率和速动比率分别为121.79%和67.87%。截至2011年底，公司经营现金流动负债比为17.03%，三年加权平均值为-3.53%。从指标上看，公司短期偿债能力尚可，考虑到公司流动资产中应收账款和存货占比较高，其变现能力受到账款回收情况和产品生产周期等因素限制，公司实际短期偿债能力弱于指标值。

从长期偿债能力指标看，2009~2011年公司EBITDA分别为637.57万元、912.21万元和1097.48万元。2009~2011年，EBITDA利

息倍数分别为 5.82 倍、6.22 倍和 3.23 倍，三年平均值为 4.65 倍。EBITDA 对利息支出保障程度较高。2009~2011 年，全部债务/EBITDA 呈波动上升趋势，近三年指标值分别为 3.06 倍、4.14 倍和 3.44 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

结合公司债务规模、债务结构和经营现金流状况，公司总体偿债能力较弱。

截至 2012 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2012 年 3 月底，公司共获得银行授信 5000.00 万元，其中未使用额度 1000.00 万元，公司具备间接融资渠道。

#### 6. 本期集合票据偿还能力

公司本期集合票据计划发行额度为 1000 万元，发行额度占 2012 年 3 月底全部债务的 27.05%，本期集合票据发行后将对公司债务产生较大影响。以公司 2012 年 3 月底报表数据为基础，预计本期集合票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 59.18% 和 45.29%，债务负担将加重。

2009~2011 年，公司经营活动现金流入量偿债倍数平均值、经营活动现金流量净额偿债倍数平均值分别为 12.03 倍和 0.21 倍。2009~2011 年，EBITDA/本期集合票据额度分别为 0.64 倍、0.91 倍和 1.10 倍。公司经营现金流入量对本期集合票据覆盖程度较高，经营活动现金流量净额对本期集合票据覆盖程度一般，EBITDA 对本期集合票据覆盖程度尚可。

## 八、综合评价

近年来，在电力、石油、化工行业的发展带动下，变压器行业的应用领域和需求规模得到不断扩张，并出现一定的产能过剩；未来在国家大力发展特高压电网、智能电网带动下，变压器行业产能有望得到一定释放。

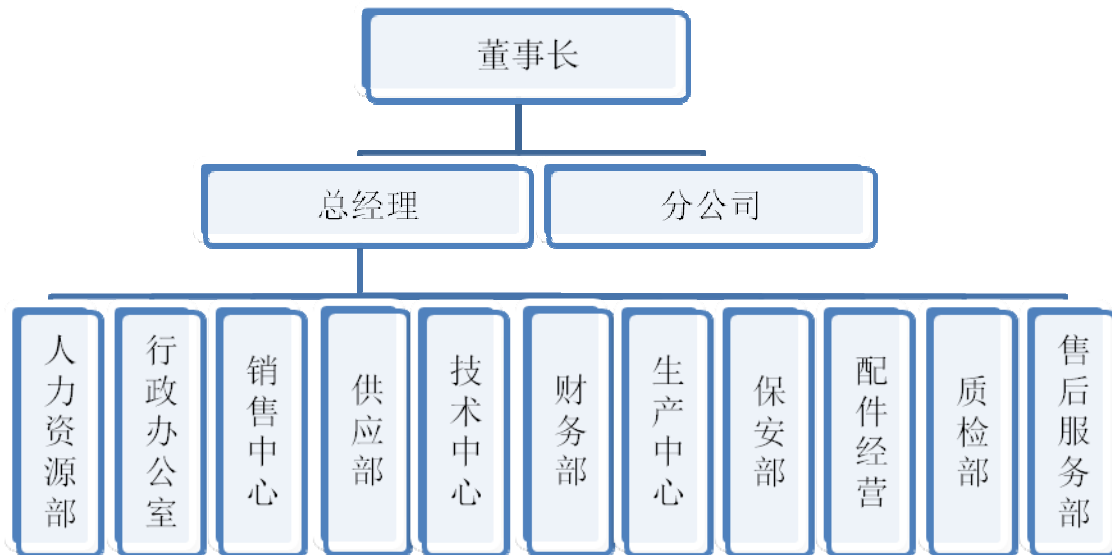
公司特种变压器产品种类较多，在西南特种变压器市场具有一定的影响，但受限于生产

基地规模小及交通运输不便，公司产能、产量难以满足市场需求，未来随着新生产基地的建成投产，情况将得到逐步改善；公司注重技术研发工作、研发力量尚可；公司流动资产中应收账款、存货占比高，整体资产质量一般；债务负担处于合理水平，但债务结构有待优化；收入保持增长，整体盈利能力一般；经营活动获取现金的能力逐年增强；未来投资规模大，存在一定融资需求。

综合来看，公司主体信用风险较高。



### 附件 1 组织结构图



**附件 2-1 公司资产负债表（资产）**

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：					
货币资金	287.92	457.71	276.18	-2.06	1580.65
短期投资					
应收票据			100.00		
应收股利					
应收利息					
应收账款	3372.30	2837.35	3083.90	-4.37	2533.56
其他应收款	934.65	1223.54	926.93	-0.41	785.98
预付账款					
存货	1886.22	2881.55	3706.86	40.19	3892.65
待摊费用					
一年内到期的长期债权投资					
其他流动资产					
<b>流动资产合计</b>	<b>6481.10</b>	<b>7400.15</b>	<b>8093.87</b>	<b>11.75</b>	<b>8792.85</b>
长期投资					
长期股权投资	50.00	600.00			
长期债权投资					
长期投资合计	50.00	600.00			
减：长期投资减值准备					
加：合并价差					
<b>长期投资净额</b>	<b>50.00</b>	<b>600.00</b>	<b>0.00</b>		<b>0.00</b>
固定资产					
固定资产原值	1558.23	1610.67	3354.61	46.73	3354.61
减：累计折旧	1030.72	1125.09	1303.98	12.48	1355.15
固定资产净值	527.50	485.59	2050.64	97.17	1999.46
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	527.50	485.59	2050.64	97.17	1999.46
工程物资					
在建工程		1185.03	1287.27		1287.27
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
<b>固定资产合计</b>	<b>527.50</b>	<b>1670.61</b>	<b>3337.91</b>	<b>151.55</b>	<b>3286.73</b>
无形资产及其他资产					
无形资产	825.27	822.25	819.24	-0.37	819.24
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
其他长期资产					
<b>无形资产及其他资产合计</b>	<b>825.27</b>	<b>822.25</b>	<b>819.24</b>	<b>-0.37</b>	<b>819.24</b>
递延税项					
递延税项借项					
<b>资产总计</b>	<b>7883.87</b>	<b>10493.02</b>	<b>12251.01</b>	<b>24.66</b>	<b>12898.82</b>

**附件 2-2 公司资产负债表（负债及股东权益）**  
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债					
短期借款	1938.55	3771.95	3780.20	39.64	3697.10
应付票据					
应付账款	409.80	573.88	1906.64	115.70	1464.68
预收账款	656.13	793.80	628.36	-2.14	1714.27
应付工资					
应付福利费	132.87	102.59	139.70	2.54	129.29
应付利润（股利）					
应交税金	54.26	62.89	165.87	74.83	169.60
其他未交款	13.10	21.44			
其他应付款	51.48	7.21	44.79	-6.72	44.79
预提费用					
预计负债					
一年内到期的长期负债					
其他流动负债					
<b>流动负债合计</b>	<b>3256.19</b>	<b>5333.74</b>	<b>6665.57</b>	<b>43.07</b>	<b>7219.74</b>
长期负债					
长期借款	10.70	8.29			
应付债券					
长期应付款			6.13		6.13
专项应付款					
其他长期负债					
<b>长期负债合计</b>	<b>10.70</b>	<b>8.29</b>	<b>6.13</b>	<b>-24.35</b>	<b>6.13</b>
递延税项					
递延税项贷款					
<b>负债合计</b>	<b>3266.90</b>	<b>5342.03</b>	<b>6671.69</b>	<b>42.91</b>	<b>7225.86</b>
少数股东权益					
所有者权益					
实收资本	2000.00	2000.00	2000.00	0.00	2000.00
资本公积	1326.10	1326.10	1326.10	0.00	1326.10
盈余公积	195.72	249.14	291.97	22.14	291.97
其中：法定公益金					
未分配利润	1095.15	1575.75	1961.25	33.82	2054.88
未确认的投资损失（以“-”号填列）					
外币报表折算差额					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4616.97</b>	<b>5150.99</b>	<b>5579.32</b>	<b>9.93</b>	<b>5672.95</b>
<b>负债及所有者权益合计</b>	<b>7883.87</b>	<b>10493.02</b>	<b>12251.01</b>	<b>24.66</b>	<b>12898.82</b>

### 附件 3 公司利润表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
<b>一、主营业务收入</b>	<b>8126.19</b>	<b>10726.57</b>	<b>11799.23</b>	<b>20.50</b>	<b>2477.47</b>
<b>减：主营业务成本</b>	<b>6843.88</b>	<b>9074.68</b>	<b>9982.15</b>	<b>20.77</b>	<b>2095.94</b>
主营业务税金及附加	9.75	12.25	13.47	17.55	7.92
加：代购代销收入					
<b>二、主营业务利润</b>	<b>1272.56</b>	<b>1639.64</b>	<b>1803.61</b>	<b>19.05</b>	<b>373.61</b>
加：其他业务利润	0.23	23.68	24.28	933.91	0.76
<b>减：营业费用</b>	<b>353.46</b>	<b>442.00</b>	<b>482.61</b>	<b>16.85</b>	<b>154.08</b>
管理费用	374.62	454.81	516.40	17.41	82.02
财务费用	109.48	146.57	339.75	76.16	44.56
其他					
<b>三、营业利润</b>	<b>435.23</b>	<b>619.95</b>	<b>489.12</b>	<b>6.01</b>	<b>93.72</b>
加：投资收益			67.97		
补贴收入		73.00	23.00		
营业外收入	2.00		0.06	-82.85	
其他				-	
<b>减：营业外支出</b>	<b>1.72</b>	<b>24.69</b>	<b>4.32</b>	<b>58.42</b>	<b>0.09</b>
其他支出					
加：以前年度调整					
<b>四、利润总额</b>	<b>435.51</b>	<b>668.26</b>	<b>575.82</b>	<b>14.99</b>	<b>93.63</b>
<b>减：所得税</b>	<b>101.58</b>	<b>134.08</b>	<b>147.49</b>	<b>20.50</b>	<b>0.00</b>
<b>减：少数股东损益</b>					
加：未确认的投资损失					
<b>五、净利润</b>	<b>333.93</b>	<b>534.18</b>	<b>428.33</b>	<b>13.26</b>	<b>93.63</b>

**附件 4-1 公司现金流量表**  
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	7929.16	12550.09	13293.12	29.48	4634.90
收到的税费返还					
收到的其他与经营活动有关的现金	0.28	48.31	43.01	1145.85	0.76
<b>经营活动产生的现金流入小计</b>	<b>7929.43</b>	<b>12598.40</b>	<b>13336.13</b>	<b>29.69</b>	<b>4635.66</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	7624.89	10703.56	11171.65	21.04	3080.02
支付给职工以及为职工支付的现金	146.12	322.98	322.98	48.67	105.63
支付的各项税费	111.33	146.33	160.97	20.24	7.92
支付的其他与经营活动有关的现金	2255.15	1155.09	545.52	-50.82	54.53
<b>经营活动产生的现金流出小计</b>	<b>10137.49</b>	<b>12327.96</b>	<b>12201.12</b>	<b>9.71</b>	<b>3248.09</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2208.05</b>	<b>270.43</b>	<b>1135.01</b>		<b>1387.57</b>
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金			600.00		
取得投资收益所收到的现金			67.97		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金					
收到的其他与投资活动有关的现金					
<b>投资活动产生的现金流入小计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>667.97</b>		<b>0.00</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	210.39	1237.47	1846.18	196.22	
投资所支付的现金	50.00	550.00			
支付的其他与投资活动有关的现金					
<b>投资活动产生的现金流出小计</b>	<b>260.39</b>	<b>1787.47</b>	<b>1846.18</b>	<b>166.27</b>	<b>0.00</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-260.39</b>	<b>-1787.47</b>	<b>-1178.22</b>	<b>112.71</b>	<b>0.00</b>
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	1200.00				
借款所收到的现金	1446.96	1833.40	8.25	-92.45	
收到的其他与筹资活动有关的现金					
<b>筹资活动产生的现金流入小计</b>	<b>2646.96</b>	<b>1833.40</b>	<b>8.25</b>	<b>-94.42</b>	<b>0.00</b>
偿还债务所支付的现金			2.16		83.10
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	109.48	146.57	146.57	15.71	
支付的其他与筹资活动有关的现金					
<b>筹资活动产生的现金流出小计</b>	<b>109.48</b>	<b>146.57</b>	<b>148.73</b>	<b>16.56</b>	<b>83.10</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>2537.49</b>	<b>1686.83</b>	<b>-140.48</b>		<b>-83.10</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>		<b>0.00</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>69.04</b>	<b>169.79</b>	<b>-183.69</b>		<b>1304.47</b>

附件 4-2 公司现金流量表补充资料  
(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1~3 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
<b>净利润</b>	<b>333.93</b>	<b>534.18</b>	<b>428.33</b>	<b>13.26</b>	<b>93.63</b>
加: 未确认的投资损失(以“+”号填列)					
加: 少数股东损益					
计提的资产减值准备					
固定资产折旧	89.56	94.36	178.89	41.33	51.17
无形资产摊销	3.02	3.02	3.02		
长期待摊费用摊销					
待摊费用减少(减:增加)					
预提费用增加(减:减少)					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)					
固定资产报废损失					
财务费用	109.48	146.57	339.75	76.16	44.56
投资损失(减:收益)					
递延税款贷项(减:借项)					
存货的减少(减:增加)	-537.46	-995.32	-825.31	23.92	-185.80
经营性应收项目的减少(减:增加)	-2057.28	260.81	-49.94	-84.42	800.30
经营性应付项目的增加(减:减少)	-146.29	226.82	841.61		590.39
其他	-3.02		218.66		-6.67
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2208.05</b>	<b>270.43</b>	<b>1135.01</b>		<b>1387.57</b>

**附件 5 主要计算指标**

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 3 月
<b>经营效率</b>					
销售债权周转次数(次)	2.41	3.45	3.92	3.48	--
存货周转次数(次)	3.63	3.81	3.03	3.38	--
总资产周转次数(次)	1.03	1.17	1.04	1.08	--
现金收入比(%)	97.58	117.00	112.66	110.95	187.08
<b>盈利能力</b>					
主营业务利润率 (%)	15.66	15.29	15.29	15.36	15.08
总资本收益率(%)	5.09	5.98	4.58	5.10	--
净资产收益率(%)	7.23	10.37	7.68	8.40	--
<b>财务构成</b>					
长期债务资本化比率(%)	0.23	0.16	0.00	0.09	0.00
全部债务资本化比率(%)	29.69	42.33	40.39	38.83	39.46
资产负债率(%)	41.44	50.91	54.46	50.79	56.02
<b>偿债能力</b>					
流动比率(%)	199.04	138.74	121.43	142.14	121.79
速动比率(%)	141.11	84.72	65.82	86.55	67.87
经营现金流动负债比(%)	-67.81	5.07	17.03	-3.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.82	6.22	3.23	4.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.06	4.14	3.44	3.58	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-1.27	-0.40	-0.01	-0.38	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-22.55	-10.35	-0.13	-7.68	--
<b>本期集合票据偿债能力</b>					
EBITDA/本期集合票据额度(倍)	0.64	0.91	1.10	0.95	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.93	12.60	13.34	12.03	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.21	0.27	1.14	0.21	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.47	-1.52	0.00	-0.97	--

注：2012年一季度财务数据未经审计

## 附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
<b>本期集合票据偿债能力</b>	
EBITDA/本期集合票据额度	EBITDA/本期集合票据额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期集合票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期集合票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期集合票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额



## 附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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