

跟踪评级公告

联合[2016]408 号

浙江盾安人工环境股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙江盾安人工环境股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 盾安债”进行了跟踪评级，确定：

浙江盾安人工环境股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

浙江盾安人工环境股份有限公司发行的“12 盾安债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：张华

二零一六年五月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

浙江盾安人工环境股份有限公司

2012 年公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债券简称: 12 盾安债

债券规模: 12 亿元

债券期限: 5 年

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2015 年 5 月 19 日

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 20 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	103.98	103.53
所有者权益(亿元)	35.31	37.31
长期债务(亿元)	16.18	13.99
全部债务(亿元)	46.52	49.52
营业收入(亿元)	66.01	58.59
净利润(亿元)	1.05	0.68
EBITDA(亿元)	6.07	6.20
经营性净现金流(亿元)	1.42	2.69
营业利润率(%)	16.49	17.86
净资产收益率(%)	3.03	1.87
资产负债率(%)	66.04	63.96
全部债务资本化比率(%)	56.85	57.03
流动比率	0.89	0.77
EBITDA 全部债务比	0.13	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	2.84	2.66

担保方: 盾安精工

项 目	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	136.47	144.14
所有者权益(亿元)	46.74	53.46
营业收入(亿元)	205.66	170.64
净利润(亿元)	2.21	1.16

注: 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 报告中涉及货币内容除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

2015 年, 浙江盾安人工环境股份有限公司(以下简称“公司”或“盾安环境”)继续保持行业领先地位, 并同时注重高端智能制造升级。但联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到受整体空调行业景气度下降影响, 公司销售收入和利润水平均较上年同期下降较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016 年 3 月, 公司非公开发行股票募集资金 8.50 亿元, 进一步增强了公司资本实力。所得资金将用于制冷配件自动化技改项目、微通道换热器建设项目以及偿还银行贷款。未来, 随着相关募投项目的顺利实施, 公司综合竞争力将进一步提升。但联合评级也关注到, 公司本次募集资金存在低于预期的情况。

跟踪期内, 担保方浙江盾安精工集团有限公司(以下简称“盾安精工”)经营规模基本稳定, 但其所提供的担保对本次债券信用状况有积极作用。

综上, 联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“12 盾安债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内, 公司继续保持全球制冷配件行业龙头地位, 公司规模优势依然明显。

2. 公司继续发挥优秀的技术创新能力, 保证公司制冷配件业务能够获得相对稳定的毛利水平。

3. 跟踪期内, 公司工业余热供热(冷)、发电、供汽等业务取得突破性增长, 为公司创造新的利润增长点。

关注

1. 跟踪期内, 受宏观经济增速下滑和居

民消费能力下降影响，空调行业整体销售较为低迷，公司收入规模和盈利水平出现一定程度下滑。

2. 跟踪期内，公司政府补贴金额较大，需持续关注后续政府对节能环保以及高端智能制造产业的政策变化情况。

分析师

周 旭

电 话：010-85172818

邮 箱：zhouk@unitedratings.com.cn

张 爽

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangs@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



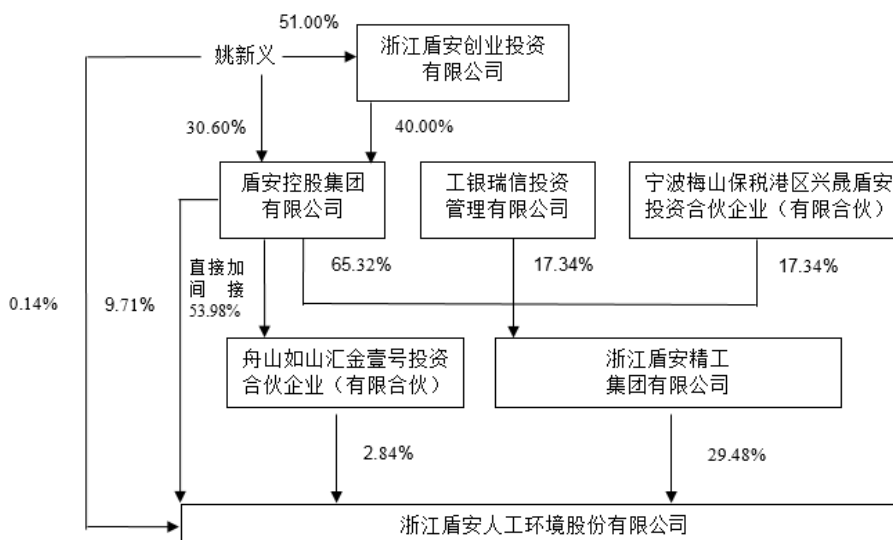
联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江盾安人工环境股份有限公司（以下简称“盾安环境”或“公司”）是经浙江省人民政府企业上市工作领导小组《关于同意变更设立浙江盾安人工环境设备股份有限公司的批复》（浙上市【2001】99号）批准，由浙江盾安三尚机电有限公司于2001年12月19日整体变更设立的股份有限公司，设立时总股本为4,318.19万股。

经中国证券监督管理委员会证监发行字【2004】9号《关于核准浙江盾安人工环境设备股份有限公司公开发行股票的通知》文核准，公司于2004年6月在深圳证券交易所向社会公众发行人民币普通股股票2,800万股，并于2004年7月在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“盾安环境”，证券代码为“002011”，本次发行后公司总股本变更为7,118.19万股，后经历次增发、非公开发行股票、以资本公积金转增股本及股权激励行权等，截至2016年3月底，公司总股本为91,721.22万股。其中浙江盾安精工集团有限公司（以下简称“盾安精工”）持有29.48%股份，为公司控股股东。盾安控股集团有限公司（以下简称“盾安集团”）持有盾安精工65.32%的股权，并持有公司9.71%股份，为公司控股股东之母公司。舟山如山汇金壹号投资合伙（有限合伙）（以下简称“如山汇金”）持有公司2.84%股权，盾安集团直接和间接持有如山汇金53.98%的资产份额。姚新义先生为公司实际控制人。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司属通用设备制造业。经营范围为：制冷通用设备、家用电力器具部件、金属材料的制造、销售和服务，暖通空调工程的设计、技术咨询及系统工程安装；机械工程、电子、通信与自动控制的技术研发与技术咨询；机器设备及自有房屋租赁；实业投资；企业管理咨询，经营进出口业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。公司的主营业务为制冷配件、制冷设备的研发设计、生产和销售，以及提供节能服务系统解决方案。

截至2015年底，公司拥有浙江盾安热工科技有限公司、浙江盾安机械有限公司、浙江盾安禾

田金属有限公司、珠海华宇金属有限公司、盾安（天津）节能系统有限公司、浙江盾安机电科技有限公司、盾安精工（美国）等39家子公司，拥有在职员工共8,642人。

截至2015年底，公司合并资产总额103.53亿元，负债合计66.22亿元，所有者权益合计37.31亿元，其中归属于母公司的所有者权益37.04亿元；2015年公司实现营业收入58.59亿元，净利润0.68亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.82亿元；经营活动产生的现金流量净额2.69亿元，现金及现金等价物净增加额2.53亿元。

公司注册地址：浙江省诸暨市店口工业区；法定代表人：葛亚飞。

二、债券发行及募集资金使用用途情况

公司于2012年7月31日发行浙江盾安人工环境股份有限公司2012年公司债券，债券简称：12盾安债；债券代码：112100.SZ。债券发行规模12亿元，发行期限为5年，票面利率为5.70%。公司于2012年9月21日在深圳证券交易所上市交易，本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。公司已于2015年7月27日支付2014年7月27日至2015年7月26日期间的利息。

三、经营管理分析

1. 管理分析

跟踪期内，公司董事长仍由葛亚飞先生担任，个别董事、监事因个人原因或工作变动发生变化，但董事会、监事会、管理层人员以及部门设置未发生重大变化，经营团队保持稳定，公司管理制度保持延续性，同时公司的核心技术团队和人员未发生变动，相关管理架构、管理制度延续以往模式。

2. 经营分析

（1）经营环境分析

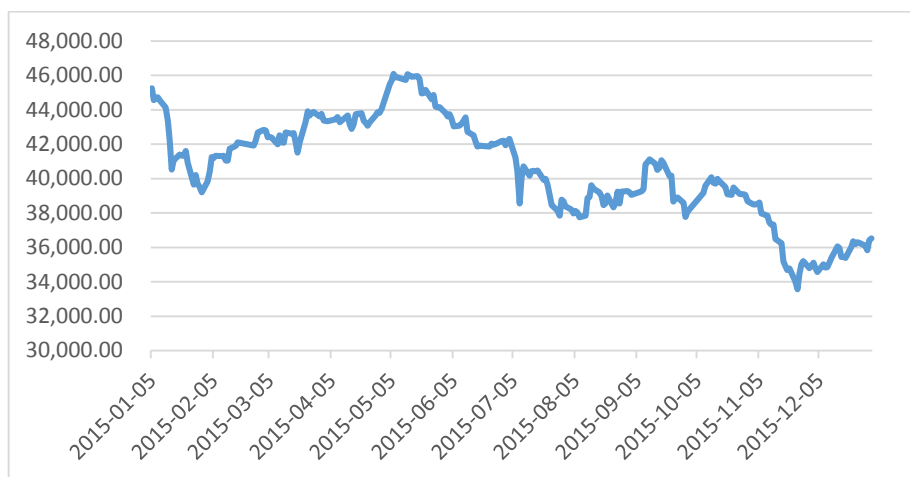
根据苏宁发布的《2016年中国空调行业白皮书》显示，近几年，我国空调保持每年4,000万台左右销量，全国空调保有量已超5亿台，其中一二线城市空调保有率较高。2015年，受宏观经济增速放缓、房地产市场波动及消费需求增幅较小等影响，空调需求端难以维持较快增长。

据中怡康¹统计，2015年中国空调市场整体零售额为1,374亿元，同比下降4.80%；整体零售销量为4,170万台，同比下滑1.1%；其中，2015年受空调出货通路受阻、工厂产能过剩等因素影响，行业去库存压力凸显。截至2015年底，行业库存总量已突破4,000万台，相当于国内目前空调一年销量总和。整体看，2015年中国空调市场表现低迷，整体去库存压力较大。

从原材料成本看，随着宏观经济的下滑，国内阴极铜期货结算价格在2015年继续延续前几年疲软态势并呈波动下降趋势，其走势基本与宏观经济趋势相同。2015年1月，国内阴极铜结算价格总体呈快速下行走势，2月份后随着宏观经济暂时企稳，阴极铜价格也随之提高；但自2015年5月后，宏观经济的再次下滑导致阴极铜价格进入下行通道。截至2015年12月31日，国内阴极铜期货结算价格已下降至36,520元/吨，较年初下降了19.29%。

¹ 中怡康，全称为北京中怡康时代市场研究有限公司，为一家全国性家电调查机构。

图 2 2015 年国内阴极铜期货结算价格走势（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯

从空调价格来看，价格战继续深化，原材料成本走低，各品牌陷入价格普降潮，价格下行趋势一直延续到年度末期。数据显示，2015年空调整体市场均价同比下降4.5%，以定速1.5匹挂机为例，2015年销售均价较2014年同比下滑超过10%。常态化的价格战是2015年空调市场显著特征之一。

从销售渠道来看，空调线上发展速度远超线下，其中线下市场规模约为1,234亿元，同比下滑8.2%；线上市场规模为139亿元，同比增长约41.2%。整体看，传统的线下销售模式销售情况有所下滑，线上线下融合的运营模式将会是未来行业销售渠道发展重点。

从出口来看，进入2015年以来，整体出口有所下滑。据中国海关统计数据显示，2015年，中国家用空调出口4,066.9万台，同比下降5.48%。但随着海外市场于年底时进入备货旺季，12月中国家用空调出口量较上月均有所增长，据海关统计数据显示，2015年12月家用空调出口总量为288.9万台，同比增长14.8%，环比增长61.5%；12月空调出口金额约为6.5亿美元，同比增长9.2%，环比增长48.5%；平均单价225.7美元，同比下降4.9%，环比下降8.0%。

从制冷配件竞争格局看，2015年的企业竞争格局较2014年变化不大。从截止阀和四通阀内销市场来看，2015年盾安环境和三花控股集团有限公司两大企业市场集中度进一步提高，其他中小制冷配件生产企业生存越发困难，价格竞争也较激烈。

从行业政策来看，国家政策的扶持将进一步推动空调行业效益的增加。2015年第四季度，国家有关部门出台三类家电产品能效“领跑者”制度实施细则，推动高能效家电产品替代低能效家电，实现产业可持续发展，并促进家电产业优化升级。同期，部分城市也已开始以补贴的形式鼓励消费者购买使用节能减排商品。

从未来空调市场需求方面看，国家推进城镇化和保障房建设的政策将会刺激空调消费需求增加；其中三四线市场以及农村的消费潜力也将被逐渐打开。根据中怡康发布的《2015中国空调市场趋势报告》预测，中国空调的城镇每百户拥有量值预计将达到170~180台，其中农村将达到60~70台。目前，农村市场中每百户空调保有量约为30台，新型城镇化将为空调行业创造巨大的增长潜力。

从制冷配件需求来看，受空调行业销售不景气和去库存影响，2015年，截止阀、四通阀等制冷配件产品需求规模都存在一定程度的下滑，根据产业在线监测数据显示，截止阀2015年累计内

销量16,835万只，同比下降16.7%；四通阀2015年累计内销量6,839万只，同比下降17.8%；电子膨胀阀2015年累计内销量为2,837.1万只，同比下降10.7%。整体看，2015年截止阀、四通阀、电子膨胀阀的内销情况在经历连续几年的增长后，市场需求接近饱和，行业进入调整期。

从行业未来发展来看，随着行业整合，大量小型、落后产能的作坊式企业将会淘汰，企业合并的趋势将加大，合并后的企业在生产规模效应、研究开发能力上将得到明显的提高，行业整体实力增强将有助于企业效益的好转。与此同时，行业也将进一步集中，并且行业进一步加大集中也将有利于缓解现有市场价格战的情况。

从产品发展来看，在企业推广高端产品过程中，消费者需求碎片化导致家电产品发展多元化，如今艺术化、智能化、健康化往往集中于一款产品。中怡康数据显示，2015冷年wifi联网机型和祛除PM2.5机型，较2014冷年相比分别多了189个和100个，同时艺术化柜机零售量占比同比提高了15.8个百分点。

总体看，随着房地产市场调整，2015年我国空调行业整体销量有一定程度下跌，同时，制冷配件产品销售情况也有所下跌。随着国家城镇化建设的进行，未来空调消费需求预计将会有所提升。但随着近几年“变频化”、“智能化”逐渐成为空调行业的关注重点，相应地对空调上游部件的技术水平提出了更高的要求，需关注未来随着科技进步和市场需求变化对空调零部件所带来的影响。

（2）经营概况

2015年公司实现主营业务收入51.12亿元，较2014年下降9.96%，主要系当年家用空调行业市场需求疲软所致。2015年公司收入仍然主要由制冷配件和制冷设备销售收入组成，占比分别为62.04%和23.04%，2015年节能产业所占公司主营业务比例大幅上升，相较于2014年，所占比重上升至14.92%。2015年，公司制冷设备产业收入为11.78亿元，较上年上升16.26%，主要系公司中央空调经销商渠道扩大，市场进一步拓展以及核电暖通系统销售收入增加所致；2015年，公司制冷配件产业收入为31.71亿元，较上年下降23.73%，主要系当年公司主要原材料铜、锌、钢等价格下跌导致产品销售价格有所下降，以及家用空调行业市场需求疲弱导致公司产品销量有所下降综合所致；2015年，公司节能产业收入合计7.63亿元，较上年大幅上升50.74%，主要系因国家各种节能产业利好政策的出台和落实，公司加快以工业余热供热（冷）、发电、供汽等业务发展，并同时重点优化现有项目运营质量，优化已投项目的运营管理所致。

表 1 近两年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014年			2015年		
	营业收入	毛利率	收入占比	营业收入	毛利率	收入占比
制冷设备产业	101,296.37	24.90	17.84	117,768.51	25.88	23.04
制冷配件产业	415,798.31	20.58	73.24	317,120.23	19.41	62.04
节能产业	50,596.50	6.70	8.91	76,268.32	24.41	14.92
合计	567,691.18	20.11	100.00	511,157.05	21.65	100.00

资料来源：公司年报

从毛利水平看，2015年公司主营业务毛利率为21.65%，与2014年相比小幅上升，主要系公司节能产业毛利率和所占比重大幅上升所致。分产品来看，制冷设备毛利率水平较2014年上升了0.98个百分点，制冷配件毛利率水平较2014年下降了1.17个百分点，变化均不显著；节能产业受市场环境和收入结构变化影响，毛利率水平较2014年有明显上升。

技术研发方面，2015年，盾安环境申请受理专利134个，其中发明专利67个；共获得授权专利91个，其中发明专利10个。

总体看，受空调行业去库存影响，2015年公司主营业务收入规模有所下降；但由于节能产业的利好政策的出台和落实，促使节能产业收入和占比均有所提升；公司整体毛利率较上年略有上升。

（3）制冷配件及设备

制冷配件

公司采用“以销定产”的经营模式。公司制冷配件业务在制冷年度²开始时会根据主要客户的经营计划制定初步的生产计划，在客户下达具体订单时，生产部门按订单实际需求组织安排生产。公司目前与格力、美的、大金、日立等国内外大型空调生产厂家合作多年，建立了稳定的战略伙伴关系。

2015年，公司制冷配件产品产能水平没有变化，销售情况有所下滑。因公司实施“以销定产”经营模式，在当年配件销量有所下降的情况下，公司减少了相应的配件产量；其中产量同比下降21.26%，产能利用率较上年下降21.79个百分点至80.69%，产能利用率不高且降幅较大。

表 2 2014~2015 年公司制冷配件产能、产量情况

产能与产量情况		2014 年	2015 年
制冷配件（包括截止阀、四通阀、管组件、储液器、接管螺母、管接头）	产能（万只/套）	32,000	32,000
	产量（万只/套）	32,795	25,822
	产能利用率（%）	102.48	80.69

资料来源：公司提供

公司主要原材料为铜材（包括铜棒、铜管）和钢材（占比相对偏小），2015年公司制冷配件及设备业务的原材料成本继续占有较大部分，占总营业成本的56.50%，较上年下降2.82个百分点，主要系原材料占总成本比例较低的节能产业本期占比上升所致。

2015年，公司的前五大原材料供应商合计原材料交易金额为11.34亿元，占公司年度采购总额的28.32%，较上年上升6.11个百分点，采购集中度有所上升，但仍较为分散；公司仍采取票据和现款两种方式结算。

公司主营制冷配件产业中，铜材占原材料成本约60%以上，其价格波动对公司经营业绩影响较大，且公司与客户确认销售合同到实际采购、交货时间差异较大，为了规避原材料价格波动对公司生产经营造成的不利影响，同时应部分主要战略客户要求公司继续在2016制冷年度进行铜期货套期保值操作，公司拟在2016制冷年度进行部分铜期货套期保值操作。依据公司于2015年8月25日发布的《关于开展铜期货套期保值业务的公告》，公司于2016制冷年度拟对主要战略客户进行3,000吨、其他长期客户1,000吨的铜期货套期保值。根据公司对未来铜价走势的判断并结合当前铜价，按4.5万元/吨折算，上述套期保值合同额约18,000万元，所需保证金总额约3,600万元，其中主要战略客户指定部分保证金2,700万元由客户提供，公司实际承担保证金不超过900万元。

从产销量上看，2015年公司制冷配件的产销量均较上年有明显下滑，其中产量同比下降

²制冷年度，简称“冷年”，空调行业术语，指当年9月至次年8月的12个月。

21.26%，销量同比下降19.26%，由于公司采用“以销定产”模式，因此产销率维持在100%左右。公司制冷配件销售情况有所下降，但因公司提前控制了产量以及生产节奏，并未有新增大量积压存货。

表3 2014~2015年公司制冷配件产销量情况

产量与销量情况		2014年	2015年
制冷配件（包括截止阀、四通阀、管组件、储液器、接管螺母、管接头）	产量（万只/套）	32,795	25,822
	销量（万只/套）	32,729	26,426
	产销率(%)	99.86	102.34

资料来源：公司提供

近几年，公司在做精做强截止阀、四通阀等核心空调元器件的基础上，加大重点领域的研发与市场拓展，主要表现为：以电子膨胀阀为代表的节能环保节流控制元器件产品销售取得突破性增长，市场占有率位居全球前列；加大微通道换热器产品的市场开拓，提升商用空调配件主导产品市场份额；着力加大附加值高和市场空间大的新品研发，做强核电暖通系统，成功中标“国核示范电站有限责任公司压水堆示范工程1、2号机组空气处理机组、安全壳循环冷却机组及地下送风机组”等国家重大科技专项示范电站项目、中国核工业集团公司的福建福清核电站“5、6号机组（华龙一号）核岛冷水机组”、中广核集团有限公司的广东陆丰核电站“1、2号机组LOT12C BOP冷水机组”、国家核电工程技术有限公司承接的山东海阳核电站“二期热水加热器”等23个合同，进一步巩固核电暖通系统领域的市场领先地位。

制冷设备

2015年公司制冷设备实现销售收入11.78亿元，较上年增长16.26%，主要系中央空调、风机风阀和冷链产品销售收入增长所致。公司制冷设备业务收入主要由中央空调、风机风阀、冷链产品、洁净工程与传感器组成，各产品销售收入占比较上年有所波动，但结构变动不大。其中中央空调收入较上年增长9.00%，主要系公司扩大经销商销售渠道所致；公司风机风阀业务主要为对石油、化工、冶金、污水处理等行业的离心鼓风机销售，2015年公司风机风阀销售收入较上年增长21.57%；公司洁净工程业务主要由子公司上海风神环境设备工程有限公司负责经营，主要为医院提供包括洁净手术室、重症护理单元（ICU）、中心供应商、层流病房等工程的设计、施工与服务业务。由于公司于近几年加速在上海、广州、武汉、北京等城市的而已和市场拓展，2015年公司洁净工程收入较上年上涨10.93%；公司冷链产品业务主要由子公司浙江盾安冷链系统有限公司负责经营，2015年公司冷链产品销售收入较上年大幅上升155.83%，主要系当年公司承揽超市、便利店、大型冷库系统工程业务量大幅增长所致；公司传感器主要产品是压力传感器，2015年公司传感器业务收入较上年大幅上涨63,789.82%，主要系公司于当年刚开始大量开展此类业务所致。

随着国家大力发展节能环保产业，变频空调能效标准颁布实施，变频空调成为市场主流。公司子公司浙江盾安机电科技有限公司主要负责生产各种中央空调主机及末端设备，为中央空调国家标准起草单位以及国家重点高新技术企业，目前公司仍有水冷螺杆、风冷螺杆、风冷涡旋、水地源热泵等十大系列商用空调产品，并已全面开发和应用了智能控制、节能、环保、网络远程控制等高新技术。在核电空调领域，成功研制国内首台核级螺杆式水冷冷水机组，非能动核电站反应堆关键部件之一的AP1000堆顶风机，公司拥有全系列核级空调设备，具备完全自主知识产权。是目前国内核电通风空调行业试验设备最齐全的厂家，同时也是国内核电HVAC产品最齐全、产

品技术含量最高的核心供货商之一。中广核财务有限责任公司作为战略投资者参与了公司本次三年期非公开发行。

总体看，受整体行业景气度有所下滑影响，2015年公司制冷配件业务生产、销售量均呈下降态势；但公司制冷设备业务随着公司技术提升以及销售渠道的扩宽而有所增长。

（4）节能业务

公司节能产业主要是由下属节能子公司与地方政府签订供热项目合作协议，按照协议由下属节能子公司进行投资建设，以特许经营期（年限20~30年）内收取供暖费、发电费等形式收回投资，公司主要节能产业子公司概况如下表所示。从营业收入情况来看，公司的节能业务主要由盾安（天津）节能系统有限公司（以下简称“盾安节能”）、鹤壁盾安供热有限公司（以下简称“鹤壁盾安”）及莱阳盾安供热有限公司（以下简称“莱阳盾安”）等企业负责经营。公司节能业务符合国家节能减排政策导向，受到政府的鼓励和支持；公司在2015年布局工业余热供热（冷）、发电、供汽等业务发展，2015年节能产业实现主营业务收入合计76,268.32万元，较2014年大幅上升50.74%，实现业务毛利18,617.69万元，较上年大幅上升449.35%。

表 4 2015 年公司节能产业主要子公司财务概况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
盾安（天津）节能系统有限公司	100%	292,300.09	59,411.61	30,103.80	1,186.49
鹤壁盾安供热有限公司	75%	53,231.37	13,516.31	13,546.28	4,748.83
莱阳盾安供热有限公司	100%	101,367.81	11,939.29	21,673.30	-1,266.92
天津临港大地新能源建设发展有限公司	66%	2,886.09	337.03	--	-125.27
沈阳水务热源发展有限公司	56%	1,891.82	315.49	916.53	387.26
武安顶峰热电有限公司	100%	52,260.39	-3,508.91	8,566.32	-2,762.70

资料来源：公司提供

从子公司所获净利润来看，盾安节能与鹤壁盾安规模较大，盈利情况较好。其中，盾安节能系公司下属全资子公司，同时也是盾安环境节能产业总部，目前盾安节能主要经营工业余热供热（冷）、发电、供汽等先进节能技术的研发和推广应用，是目前中国最大的节能系统集成服务商之一。

2015年公司凭借系统集成优势，积极践行工业余热利用的技术创新和商业模式创新，并取得市场领先地位。同时公司以盾安节能为产业总部，聚集优势资源，迅速占领中国北方工业余热利用市场，在中国节能产业中树立了良好的品牌形象。

截至2015年底，公司节能业务主要投资项目情况如下表所示，公司现有节能项目整体工程进度为77.00%，工程完成进度较高，目前尚需投资额为64,594.80万元，未来资金压力尚可。

表 5 2015 年公司重大在建节能项目概况（单位：万元、%）

项目名称	计划投资	2015年投入	累计实际投入	尚需投资额	截至2015年底工程进度
投资莱阳盾安供热有限公司	87,200.00	16,584.91	80,811.62	6,388.38	92.67
投资鹤壁盾安供热有限公司	50,000.00	5,637.53	44,266.96	5,733.04	88.53
投资原平市可再生能源城市集中供热项目	78,000.00	12,225.32	70,547.37	7,452.63	90.45

投资阿拉善盟盾安节能热电有限公司	20,700.00	125.08	4294.57	16,405.43	20.75
投资长垣盾安节能热力有限公司	45,000.00	5,328.66	16,384.78	28,615.22	36.41
合计	280,900.00	39,901.50	216,305.30	64,594.70	77.00

资料来源：公司提供

总体看，受益于公司加快节能项目建设以及产业政策支持，公司2015年节能产业收入和毛利率水平较2014年大幅上升，并且所占公司营业比重有所上升；目前公司在建节能项目工程进度情况较好，所需资金量尚可。

（5）重大事项

2015年4月21日，公司董事会审议通过了《浙江盾安人工环境股份有限公司非公开发行A股股票预案》。预计本次发行对象为舟山如山汇金壹号投资合伙企业（如山汇金）、中广核财务有限责任公司（中广核财务）、华安未来资产管理（上海）有限公司（华安资管）、泰信基金管理有限公司（泰信基金）、国机财务有限责任公司（国机财务）、杭州希野投资管理合伙企业（杭州希野）、西藏自治区投资有限公司（西藏投资）和北京领瑞投资管理有限公司（北京领瑞）等8名特定投资者。全部发行对象均以现金方式认购公司本次非公开发行的股票并且自本次非公开发行结束之日起三十六个月内不得转让。本次非公开发行的定价基准日为2015年4月21日，本次非公开发行的发行价格为11.52元/股，不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的90%，拟募集资金20亿元。2015年5月21日，公司收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（151154号），决定对该行政许可申请予以受理。2015年7月28日，中国证监会出具《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（151154号）。2015年9月14日，公司及相关中介机构已按照中国证监会的要求对相关事项进行了资料补充和问题答复。2015年12月15日，公司收到中国证监会出具的《关于核准浙江盾安人工环境股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2015〕2903号），正式获准本次非公开发行股票事项。

公司于2016年3月14日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕登记托管相关事宜并正式发行新增股份，新增股票上市日为2016年3月23日。实际募集资金为8.5亿元，实际认购对象为如山汇金、国机财务、中广核财务、西藏投资和北京领瑞，扣除发行费用后，公司净募集资金8.39亿元。截至2016年3月15日，此次非公开发行完成后，盾安精工将直接持有上市公司29.48%股权，盾安控股集团有限公司将直接持有本公司9.71%股权，其关联方如山汇金直接持有公司2.84%股权。在本次非公开发行完成后，盾安精工仍为公司控股股东，姚新义仍为公司实际控制人；本次发行不会导致公司实际控制权发生变化。公司前10名股东股权结构情况如下表所示。

表6 截至2016年3月底非公开发行后公司前10名股东股权明细表（单位：万股、%）

股东名称	交易后	
	持股数量	持股比例
盾安精工	27,036.00	29.48
盾安控股集团有限公司	8,906.94	9.71
如山汇金	2,604.17	2.84
国机财务	1,834.89	2.00
中广核财务	1,302.08	1.42
西藏投资	1,302.08	1.42

合肥通用机械研究院	996.80	1.09
中航鑫港担保有限公司	900.00	0.98
天治基金-浦发银行-天治凌云 2 号特定多客户资管计划	844.91	0.92
中央汇金资产管理有限责任公司	843.60	0.92
合计	46,571.48	50.78

资料来源：公司提供

为增强公司的持续经营能力，本次非公开发行所募集配套资金拟用于制冷配件自动化技改项目、微通道换热器建设项目以及偿还银行贷款（见下表）；尽管最后存在所募资金少于预期情况，但随着相关募投项目的顺利实施，公司综合竞争力将有所提升。

表 7 本次募集配套资金投资项目情况表（单位：万元、%）

序号	募集资金投资项目	实际投入募集资金	募集资金实际投入金额占募集资金比例
1	制冷配件自动化技改项目	工程费用	21,369.00
		其他费用	50.00
		预备费用	381.00
		铺底流动资金	900.00
	小计	22,700.00	27.07
2	微通道换热器建设项目	工程费用	16,051.00
		其他费用	100.00
		预备费用	249.00
		铺底流动资金	5,200.00
	小计	21,600.00	25.76
3	偿还银行贷款	39,550.00	47.17
	合计	83,850.00	100.00

资料来源：公司提供

随着本次非公开发行的完成，公司预计将发生如下变化：一方面，通过“制冷配件自动化技改项目”，公司将开始大规模使用自动化生产设备，全面降低公司的人工成本、管理成本以及能源成本，提高生产效率及品质，增强盈利能力，预计2017年将达到设计生产能力的100%，年新增营业收入1.05亿元。另一方面，通过“微通道换热器建设项目”，公司将逐步做强商用领域元器件，提升公司整体竞争实力和盈利能力，预计2017年达到设计生产能力的50%，年新增营业收入4亿元。上述两个募投项目合计将在2017年为公司新增5.05亿元营业收入。

总体看，本次非公开发行完成后，将有利于公司进一步提升现有产品品质、加快产品生产自动化以及做强商用领域元器件，进一步提高公司综合竞争力；但联合评级也注意到，公司本次募集资金存在低于预期的情况。

（6）经营关注

（1）公司营业收入与净利润在2015年均有一定程度的下跌，伴随着未来房地产市场的继续调整以及空调市场较大的库存压力，未来如房地产市场持续走低，将直接影响空调行业销售，并对公司经营带来一定影响。

（2）公司生产主要所需原材料为铜、锌、钢等，近几年价格下跌情况较为明显，对公司成本控制具有积极影响。但未来如相关原材料市场价格发生波动，可能对公司最终产品的销售价格产生影响。

(3) 公司于2015年收到的政府补贴数额较大，盈利情况较为依赖财政补贴。若未来政府削减高端智能制造、节能环保产业等领域的补贴额度，将会对公司盈利情况产生较大影响。

(7) 未来发展

(1) 制造新兴增长点并加速国际化进程

关于制冷配件产业，公司在做精做强原有核心空调元器件的基础上，未来将重点加快商用元器件产品的开拓并成功攻克微通道换热器在蒸发器、低温热泵系统应用技术难点。其中公司已收购TRANE U.S.Inc.微通道生产线，并在美国田纳西州投资建设部件生产基地以提升工业控制元器件主导产品市场份额；完善泛亚太、美洲、欧洲分区域营销网络，强化渠道建设、价格体系、客户管理等贸易体系，加速提升海外市场份额；积极协同客户，参与核电“走出去”的国家战略部署；按时完成美国田纳西州生产基地建设，搭建研发、制造、销售、服务为一体的全球化平台。

(2) 积极布局高端智能制造板块并加快自动化改造，提升效率

随着工业4.0开启，高端智能制造进一步加快企业转型升级，公司积极向智能制造领域升级并全面推进以机器人为核心的精益自动化改造，与遨博（北京）智能科技有限公司合作，在盾安禾田、芜湖中元等生产基地展开机器人应用，降低制造成本，提升产品品质，提高企业运营效率；加大传感器在HVAC、汽车、工业等领域的应用与销售，加速新能源汽车热管理系统产业布局；制冷设备产业，以节能、环保、变频等为主要技术攻克要素，紧抓核电暖通系统、轨道交通等特种领域发展机遇，拓展海外核电业务、轨道交通，巩固并提升在核电暖通系统领域的市场份额。信息化工作推向深入，上线BPM（业务流程管理系统）、PLM（产品生命周期管理系统）等管理系统，推进管理流程电子化，提高管理反应速度，提升运营品质。

总体看，因整体空调行业进入调整周期，公司营业收入与净利润均有所下滑，但公司在空调零部件生产方面仍处于行业领先地位，且在大力投入产品创新业务以提高生产效率和产品质量，积极向高端智能制造产业升级发展，未来随着国家城镇化的持续进行，公司发展前景较好。

四、财务分析

1. 财务概况

公司2015年财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的审计意见。2015年，公司的合并报表范围有所变化，新增了盾安精工（美国）制造有限公司和盾安国际（欧洲）有限公司。上述新增子公司资产和经营规模相对较小，合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2015年底，公司合并资产总额103.53亿元，负债合计66.22亿元，所有者权益合计37.31亿元，其中归属于母公司的所有者权益37.04亿元；2015年公司实现营业收入58.59亿元，净利润0.68亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.82亿元；经营活动产生的现金流量净额2.69亿元，现金及现金等价物净增加额2.53亿元。

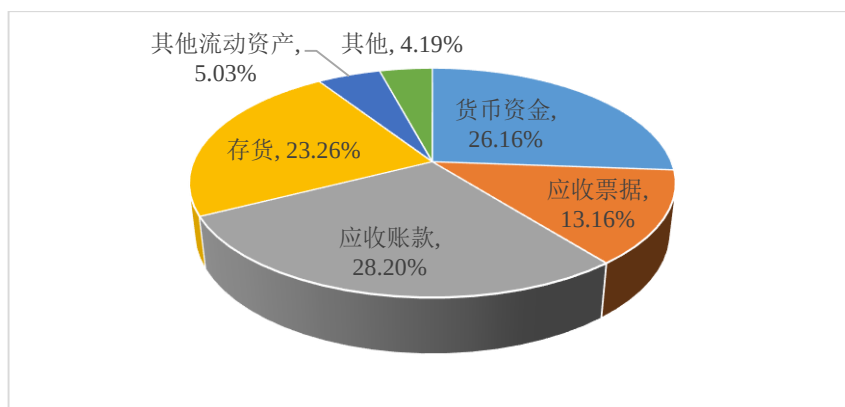
2. 资产

截至2015年底，公司资产总额为103.53亿元，较上年末下降0.43%。从资产构成上看，截至2015年底，公司资产构成有所变化，流动资产占资产总额的36.98%，较上年末降低了5.82个百分点，非流动资产占比63.02%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产为38.29亿元，较上年末减少了13.98%，主要由于应收票据、应收账款、存货和其他流动资产的减少所致。截至2015年底，公司流动资产构成以货币资金（占比26.16%）、应收票据（占比13.16%）、应收账款（占比28.20%）、存货（占比23.26%）和其他流动资产（占比5.03%）为主（见下图），公司流动资产构成较上年末有所变化。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

截至2015年底，公司货币资金余额为10.02亿元，较上年末大幅增加53.68%，主要系2015年公司增加银行承兑汇票贴现及支付供应商货款使用银行承兑汇票增加所致。公司货币资金中有4.45亿元为限定用途的保证金，占全部货币资金总量的44.44%，占比一般。

受公司2014年部分应收账款和应收票据结转现金以及公司2015年销售情况有所下降影响，2015年公司应收账款和应收票据均有所下降。截至2015年底，公司应收票据为5.04亿元，较上年末大幅下降43.00%，公司应收票据全部为银行承兑票据，其中3.04亿元已进行质押；应收账款为10.80亿元，较上年末下降12.23%。公司应收账款主要按信用风险特征计提坏账准备，其中账龄在一年以内的占80.28%，账龄较短且分布较为集中。公司为应收账款共计提了1.01亿元坏账准备，占应收账款总额的8.54%，计提较充分。截至2015年底，公司应收账款前五名余额1.85亿元，占应收账款余额的15.66%，公司应收账款集中度不高。

截至2015年底，公司存货主要由原材料（占比20.82%）和产成品（占比65.15%）构成。截至2015年底，公司存货余额为8.91亿元，较上年末下降了13.30%，主要系受整体家用空调行业销售预期下降影响，公司减少了2015年的库存量所致。截至2015年底，公司存货已计提46.54万元跌价准备。

截至2015年底，公司其他流动资产为1.92亿元，较上年末大幅下降51.43%，主要系公司到期回收了委托东兴证券股份有限公司管理的浙兴3号定向资产管理产品2.00亿元所致。截至2015年底，公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税额1.82亿元。

非流动资产

截至2015年底，由于可供出售金融资产和无形资产的大幅上升带动了公司非流动资产有所增长，截至2015年底，公司非流动资产合计为65.24亿元，较上年末上升9.71%。

从非流动资产的构成上看，公司的非流动资产中可供出售金融资产（占比7.85%）、固定资产

（占比23.50%）、无形资产（占比57.83%）占有较大比例。

截至2015年底，公司可供出售金融资产为5.12亿元，较上年末上升了51.26%，主要系公司持有的芜湖海螺型材科技股份有限公司33,954,545股无限售条件流通股股票价格上升所致；公司固定资产账面金额为15.33亿元，较上年末变化不大；公司无形资产为37.73亿元，较上年末上升9.98%，主要系公司加快了节能项目建设致使特许经营权增加所致，公司无形资产中受限资产为1.66亿元，占全部无形资产的4.41%，受限比例较小。

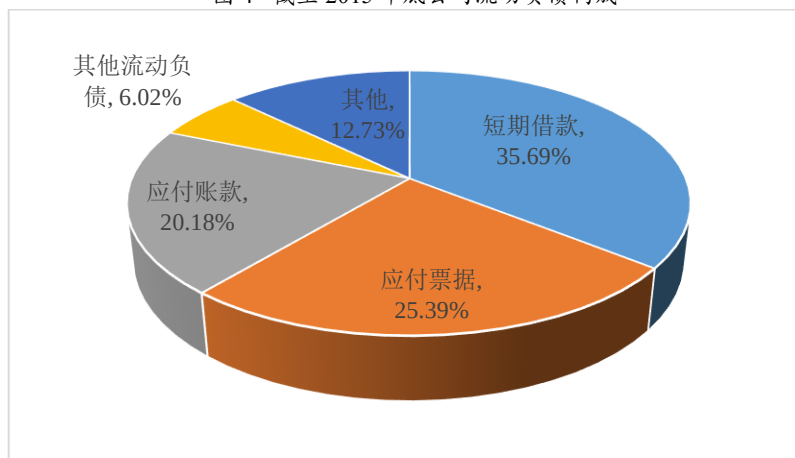
总体看，2015年公司资产规模小幅下降，资产结构有所变化，但仍以非流动资产为主。公司货币资金有一定的受限情况；受空调行业销售预期下降影响，公司减少了当年的存货储量；公司应收账款规模较大，对公司资金形成一定的占用；非流动资产中无形资产占比较大，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债总额为66.22亿元，较上年末下降3.56%，变动主要源于长期借款大幅下降所致。公司流动负债占负债总额的75.29%，非流动负债占负债总额的24.71%，负债结构仍以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债合计49.86亿元，较上年末下降0.08%。公司的流动负债主要以短期借款（占比35.69%）、应付票据（占比25.39%）、应付账款（占比20.18%）和其他流动负债（占比6.02%）为主，构成比例较上年末有所变化。

图4 截至2015年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

截至2015年底，公司短期借款账面金额为17.79亿元，较上年末下降12.12%，主要系公司归还了部分短期借款所致。

公司原材料结算以银行承兑汇票方式为主，表现在应付票据一直保持较大规模。截至2015年底，公司应付票据账面金额为12.66亿元，较上年末增加32.90%，主要系公司减少现金支付而增加票据使用量所致。

公司应付账款主要为应付货款和工程款。截至2015年底，公司应付账款账面金额为10.06亿元，较上年末下降32.25%，主要系家用空调行业市场需求下降而致使公司减少材料采购所致。

公司其他流动负债全部为理财直接融资工具。截至2015年底，公司其他流动负债相较2014年

新增3.00亿元，分别为公司于2015年4月1日和2015年7月10日发行的第一期和第二期理财直接融资工具。

截至2015年底，公司非流动负债账面金额为16.36亿元，较上年末降低12.83%。从构成上来看，主要以长期借款（占比4.95%）、递延所得税负债（占比11.89%）和应付债券（占比73.07%）为主，构成比例较上年末有所变化。

截至2015年底，公司长期借款为0.81亿元，较上年末大幅下降72.86%，主要系公司归还大部分长期借款和部分长期借款将到期转入一年内到期的非流动负债导致；公司应付债券为11.96亿元，较上年末变化不大，全部为应付本次公司债券。

截至2015年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为63.96%和27.27%，较2014年末均有所下降，主要系截至2015年底公司全部负债与长期借款分别有所减少所致；公司全部债务资本化比率为57.03%，较2014年略有上升，主要系公司有息债务总额上升所致。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为37.31亿元，较2014年底小幅上升了5.66%，构成变化不大，仍以股本（占22.77%）、资本公积（占37.01%）、盈余公积（3.34%）和未分配利润（占30.26%）为主；因公司未分配利润占比较多，公司整体权益稳定性一般。

总体看，2015年公司整体负债比率与非流动负债规模均有所下降，其中长期借款下降较多；公司权益构成变化不大，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2015年，受家用空调行业市场需求有所下降以及公司主要原材料铜、锌、钢等价格下跌导致销售价格有所下降影响，公司全年实现营业收入58.59亿元，较上年下降11.25%。2015年公司主营业务毛利率为21.65%，较2014年有小幅上升。

费用方面，2015年公司费用总额10.74亿元，较上年增长8.61%，主要系管理费用增长所致。2015年公司费用仍以管理费用为主，占比58.13%。公司管理费用6.24亿元，同比增长8.91%，主要系随着公司规模增长，公司研发支出、职工薪酬、折旧等费用增加所致；2015年销售费用为2.67亿元，同比上升10.47%，主要系公司当年加强了市场开拓力度与布局从而增加了销售人员，导致工资薪酬等费用上升所致；2015年公司财务费用为1.83亿元，同比上升5.04%，主要系公司于2015年新增发行了直接融资工具而致使利息费用有所增加所致。2015年公司费用收入比为18.32%，较2014年有所上升，公司费用控制能力一般。

表 8 2014-2015 年公司期间费用情况（单位：万元、%）

项目	2014 年	2015 年
销售费用	24,133.77	26,660.54
管理费用	57,302.75	62,406.56
财务费用	17,406.83	18,284.81
费用收入比	14.97	18.32

资料来源：公司提供

《中华人民共和国节约能源法》与《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》（财税【2015】78号）的发布加大了国家对于节能方面的激励措施力度并且规定销售自产的符合一定条件的利用工业生产过程中产生的余热、余压生产的电力或热力，可以享受增值税即征

即退100%的政策。公司于2015年收到1.05亿元营业外收入，占利润总额比例为126.58%，公司扭亏较多依赖于其所获得的各项政府补助；2015年营业外收入较2014年大幅上升47.45%，公司营业外收入大部分来源于政府补助，主要补贴应用于节能环保等项目。

2015年公司实现净利润0.68亿元，同比下降35.64%，其中归属于母公司所有者的净利润为0.82亿元，同比下降34.93%，主要原因为受整体经济疲软、房地产行业调整、空调成品库存高企、大宗商品价格深度下跌等影响，家用空调行业需求下降导致公司传统制冷元器件产品销售较去年同期有所下降。

从盈利指标看，2015年公司营业利润率为17.86%，较2014年上升1.37个百分点。2015年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.57%、3.05%和1.87%，均较2014年有所下降，主要系公司业务销售规模有所下降以及费用增加带来利润总额和净利润的减少所致。从指标上看，公司整体盈利能力一般。

总体看，受空调行业的需求下降影响，公司产品销量和销售价格均下降，盈利情况较往年有所下降；公司费用控制能力一般，需持续关注整体行业景气度以及相关补贴政策对公司业绩的影响。

5. 现金流

2015年，公司经营活动产生的现金流净额2.69亿元，公司收到现金货款增加以及支付供应商货款使用承兑汇票增加，导致经营活动净现金流同比增长89.99%。从现金收入比上看，近年来公司现金收入比一直处于较低水平，主要是由于公司将一部分承兑汇票直接背书给上游原材料采购企业作为原材料采购款，在现金流方面未有体现所致，2015年公司现金收入比为61.40%，同比提高了2.26个百分点，收入实现质量一般。

2015年，公司投资活动产生的现金流量净额-1.22亿元，较2014年少流出2.22亿元，主要原因系节能业务在建项目陆续完工相应减少的支付大于上年同期收到处置光伏资产业务及其延伸所致。

2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额0.97亿元，转为净流入，较上年增加4.62亿元，主要系公司于2015年偿还债务支付的现金有所减少同时公司新发行了理财直接融资工具所致。

总体看，公司经营现金净流入规模有所提升，收入实现质量有所提高，现金流状况有所改善。

6. 偿债能力

2015年底，随着公司流动资产的大幅减少，公司短期偿债能力指标中流动比率、速动比率分别为0.77倍和0.59倍，较2014年分别下降了0.12和0.10；经营现金流动负债比率5.40%，经营活动现金流对流动负债的保障程度较低。2015年底，公司现金短期债务比为0.42倍，但公司货币资金中有一定的受限资金，整体看公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2015年公司EBITDA为6.20亿元，较上年增长2.11%，2015年公司EBITDA构成有所变化，其中摊销占比较上年上升12.35个百分点至23.75%，利润总额占比较上年下降12.57个百分点至13.32%；EBITDA全部债务比为0.13倍，较2014年略有上升；EBITDA利息倍数为2.66倍，较2014年略有下降，EBITDA对公司全部债务保障程度一般，EBITDA对利息的保障程度较好。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2015年末，公司合并口径对外担保合计4.95亿元，目前被担保公司生产经营情况正常。整体看，公司总体或有风险较小。

截至2015年末，公司合并报表口径共获得的银行授信额度为46.14亿元，已经使用的额度为

30.91亿元，剩余可使用额度15.23亿元，公司间接融资渠道一般。

总体看，受行业景气度影响，公司偿债能力有所下降，但整体看公司偿债能力尚可。未来随着公司非公开发行募集资金到位并加快自动快改造以提升企业运营效率，偿债能力有望提升。

7. 公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达15.07亿元，约为“12盾安债”公司债券本金（12.00亿元）的1.26倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产达37.31亿元，约为公司债券本金（12.00亿元）的3.11倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12盾安债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为6.20亿元，约为公司债券本金（12.00亿元）的0.52倍，公司EBITDA对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入41.47亿元，约为公司债券本金（12.00亿元）的3.46倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为空调零部件制造龙头企业，在货币资金流动性、营业收入稳定性、现金流等方面具有优势，公司对“12盾安债”的偿还能力很强。

五、担保人跟踪分析

本次债券由盾安精工提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。盾安精工成立于2000年8月11日，系由盾安控股集团有限公司(以下简称“盾安集团”)、周才良、姚新泉、周学军、赵智勇、方建良等组建的有限责任公司，成立时名称为浙江盾安机械有限公司，2003年4月更名为浙江盾安精工集团有限公司，盾安精工成立时注册资本3,000万元，后经历次增资，截至2013年11月，盾安精工注册资本50,150.00万元。2013年12月6日，公司控股股东原盾安精工作出股东会决议，因战略发展需要，拟以存续分立的方式分立为存续盾安精工与诸暨众合投资有限公司。分立后，存续盾安精工注册资本为37,662.65万元，诸暨众合投资有限公司注册资本为12,487.35万元，两家公司的股东及股权比例与原盾安精工一致，均为盾安集团持股75.10%，自然人股东合计持股24.90%。2014年5月9日，盾安精工股东盾安集团、周才良、沈晓祥等14位自然人签订了《股权转让协议》，周才良、沈晓祥等14位自然人股东同意将其合计持有盾安精工9,378.05万元的出资额转让给盾安集团，转让出资额占盾安精工注册资本的24.90%；2014年6月19日，众合投资股东盾安控股、周才良、沈晓祥等14位自然人签订了《股权转让协议》，盾安集团同意将其持有众合投资9,378.05万元的出资额转让给周才良、沈晓祥等14位自然人，转让出资额占众合投资注册资本的75.10%。本次股权转让后，盾安集团持有盾安精工100%股权，周才良、沈晓祥等14位自然人股东持有众合投资100%股权。

2015年3月，工银瑞信投资管理有限公司（以下简称“工银瑞投”）成立“工银瑞信投资—盾安精工专项资产管理计划”（以下简称“专项计划”），并以专项计划项下委托资金对盾安精工进行增资人民币50,000万元，其中10,000万元计入盾安精工注册资本，40,000万元计入盾安精工资本公积；同年，宁波梅山保税港区兴晟盾安投资合伙企业（以下简称“兴晟盾安”）对盾安精工进行增资人民币10,000万元。本次增资后，截至2015年9月底，盾安精工注册资本合计57,662.65万元，其中盾安集团持股比例为65.32%，工银瑞投持股比例为17.34%，兴晟盾安持股比例为17.34%。

盾安精工系盾安环境控股股东，截至2015年9月底，盾安环境的资产总额、营业收入和净利润分别占盾安精工合并报表相应数据的71.34%、25.81%和54.61%，盾安环境占盾安精工资产的较大部分，且是盾安精工净利润的重要来源。

盾安精工的注册地址为浙江省诸暨市店口工业区，公司的经营范围包括：研究、制造、销售：电气、电子器件、电气设备及配件、汽车农机配件、五金配件；批发零售：金属材料、建筑材料、食用农产品、化工产品（除危险化学品）；实业投资：从事货物及技术的进出口业务（上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目）。

截至2015年9月底，盾安精工合并资产总额144.14亿元，负债合计90.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.46亿元。2015年1~9月，盾安精工集团实现营业收入170.65亿元，净利润（含少数股东损益）1.16亿元。

1. 资产与负债结构

截至2015年9月底，盾安精工总资产144.14亿元，其中流动资产占比56.30%，非流动资产占比43.70%，资产结构以流动资产为主，资产结构较年初相比变化不大，较为稳定。

截至2015年9月底，盾安精工负债总额为90.68亿元，其中流动负债占比为75.36%，非流动负债占比为24.64%，负债结构以流动负债为主且负债结构较为稳定。截至2015年9月底，盾安精工所有者权益为53.46亿元。

2. 盈利能力

2015年1~9月，盾安精工营业收入为170.65亿元，营业利润为1.02亿元，净利润为1.16亿元，较上年同期均有一定程度下降，但仍继续保持了较大规模的营业收入和利润规模。

总体看，跟踪期内盾安精工经营稳定，资产和净资产规模稳步增长，但因受其主要子公司盾安环境影响，其收入和利润水平于当期有所下降。

六、综合评价

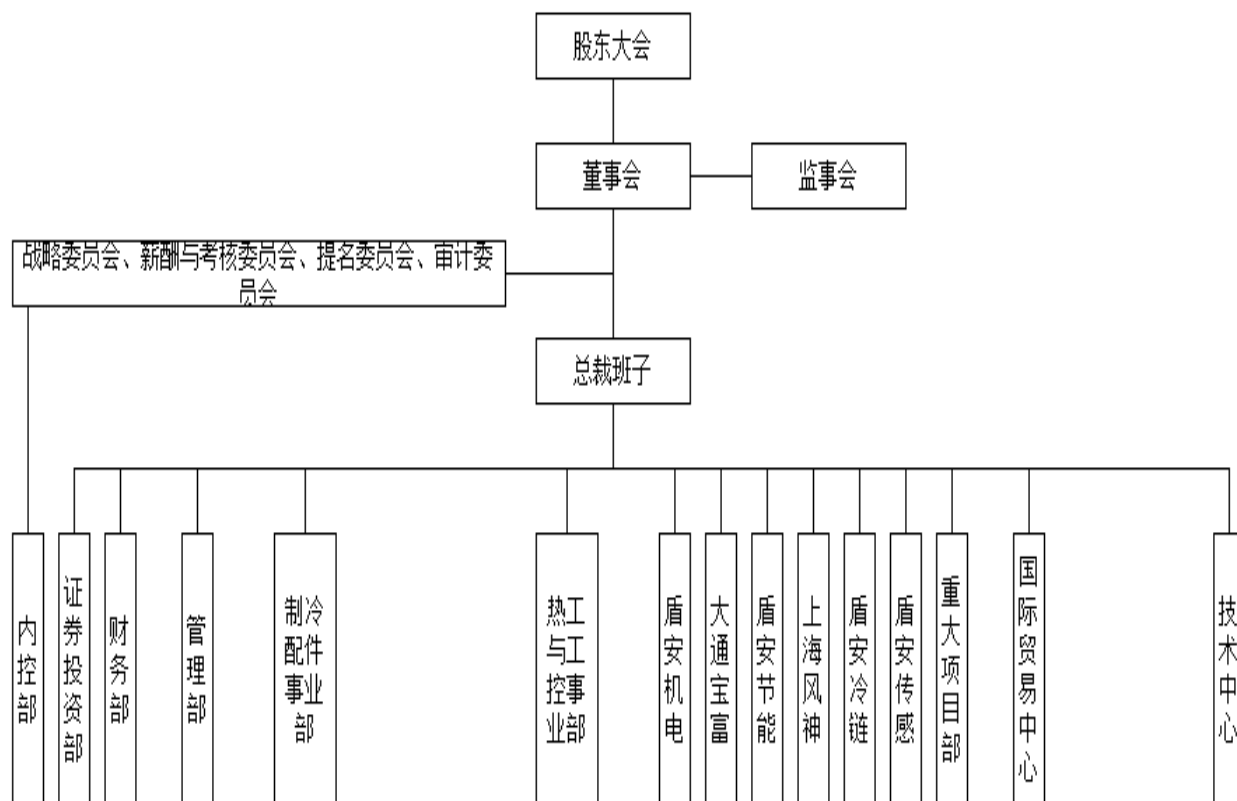
2015年，公司继续保持行业领先地位，并同时寻求高端智能制造升级。但联合评级也关注到因整体空调行业景气度下降，公司销售收入和利润水平较上年同期下降较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016年3月，公司非公开发行股票募集资金8.50亿元，进一步增强了公司资本实力。所得资金将用于制冷配件自动化技改项目、微通道换热器建设项目以及偿还银行贷款。未来，随着相关募投项目的顺利实施，公司综合竞争力将进一步提升。但联合评级也关注到，公司本次募集资金存在低于预期的情况。

跟踪期内，担保方浙江盾安精工集团有限公司经营规模基本稳定，但其所提供的担保对本次债券信用状况影响不大。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“12盾安债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 浙江盾安人工环境股份有限公司组织结构图



附件 2 浙江盾安人工环境股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	103.98	103.53
所有者权益（亿元）	35.31	37.31
短期债务（亿元）	30.35	35.53
长期债务（亿元）	16.18	13.99
全部债务（亿元）	46.52	49.52
营业收入（亿元）	66.01	58.59
净利润（亿元）	1.05	0.68
EBITDA（亿元）	6.07	6.20
经营性净现金流（亿元）	1.42	2.69
应收账款周转次数(次)	5.26	4.66
存货周转次数（次）	5.01	4.97
总资产周转次数（次）	0.66	0.56
现金收入比率（%）	59.14	61.40
总资本收益率（%）	4.05	3.57
总资产报酬率（%）	3.73	3.05
净资产收益率（%）	3.03	1.87
营业利润率（%）	16.49	17.86
费用收入比（%）	14.97	18.32
资产负债率（%）	66.04	63.96
全部债务资本化比率（%）	56.85	57.03
长期债务资本化比率（%）	31.42	27.27
EBITDA 利息倍数（倍）	2.84	2.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.13
流动比率（倍）	0.89	0.77
速动比率（倍）	0.69	0.59
现金短期债务比（倍）	0.51	0.42
经营现金流动负债比率（%）	2.84	5.40
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.51	0.52

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
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%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+衍生金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。